

تاثیر دارایی‌های نامشهود بر رابطه بین رشد شرکت و ارزش شرکت

دکتر رویا دارابی

دانشیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).
roydarabi110@yahoo.com

زینب ناطقی رستمی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
nateghizeinab@gmail.com

چکیده

امروزه انواع دارایی‌های نامشهود نقش بسیار مهمی در تداوم و بقای فعالیت شرکت‌های تجاری و ارزش‌گذاری آن‌ها ایفا می‌نمایند. لذا وجود دارایی‌های نامشهود و نقش بسزای آنها در ایجاد ارزش برای واحدهای تجاری، حقیقتی انکار ناپذیر است که به رغم آسیب پذیر بودن و ابهامات مربوط به این دارایی‌ها، کماکان شناخت و اندازه‌گیری و ارایه اطلاعات پیرامون آنها را از اهمیتی دوچندان برخوردار می‌نماید. از این رو هدف این تحقیق بررسی این موضوع است که آیا دارایی‌های نامشهود بر رابطه بین رشد شرکت و ارزش شرکت تاثیر معناداری دارد یا نه؟ جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ و با استفاده از اطلاعات ۱۲۰ شرکت و روش رگرسیون خطی چند متغیره به آزمون فرضیه پرداخته شد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه اول، رشد شرکت و ارزش شرکت رابطه مستقیمی دارد. و همچنین نتایج فرضیه دوم حاکی از آن است که متغیر تعاملی (دارایی نامشهود* رشد شرکت) رابطه معنادار با ارزش شرکت ندارد.

واژگان کلیدی: ارزش شرکت، دارایی نامشهود، رشد شرکت.

مقدمه

رشد مستمر و پایدار شرکت‌ها از اهمیت به‌سزایی در مباحث اقتصاد خرد و کلان برخوردار است. زیرا، از یک طرف سبب خلق ارزش و افزایش ثروت برای سهامداران می‌گردد. از طرف دیگر، زمینه ایجاد اشتغال، بهبود معیشت و تأمین رفاه اجتماعی را فراهم می‌سازد. به عبارتی، رشد مطلوب بنگاه تجاری ضامن تأمین منافع گروه‌های ذینفع مرتبط با آن در سطح خرد و عامل افزایش تولید و رشد اقتصادی در سطح کلان است. از اینرو، شناسایی عوامل مؤثر بر رشد شرکت، ضمن کمک به مسئولان کلان اقتصادی در پیشگیری از اتلاف منابع و ثروت‌های طبیعی و غیرطبیعی کشور، سبب تصمیم‌گیری درست مدیران بنگاه‌های تولیدی در حیطة مسئولیت‌های محوله مانند انتخاب شیوه مناسب تأمین مالی می‌شود و این افزایش ارزش شرکت و حداکثرسازی ثروت سهامداران را به دنبال (سلیمانی امیری و رازانی، ۱۴۰۰) ظهور بخش‌های مصرف‌کننده جدید و آزادسازی بازارهای مالی، همراه با رشد همزمان برای جهانی شدن بازارها و توسعه مناطق بزرگ اقتصادی، فرصتی برای رشد برای شرکت‌ها است. استفاده کارآمد از همه دارایی‌ها، اعم از مشهود و نامشهود، برای اثربخشی کسب‌وکار حیاتی است و می‌تواند منجر به نرخ بازدهی بالاتری شود، اما از منظر رقابتی، همه چیز متفاوت است زیرا فقط دارایی‌های خاصی، یعنی دارایی‌های دارای اهمیت استراتژیک برای شرکت می‌تواند منبع

مزیت رقابتی به ویژه در بلندمدت باشد (لونیتو و دینو،^۱ ۲۰۲۱). این هدف را می‌توان با ترکیب مؤثر منابع موجود، مشهود و نامشهود به دست آورد.

در دو دهه اخیر وقایعی نظیر ادغام، همکاری متقابل شرکت‌ها و تکنولوژی اطلاعاتی جدید به صورت ترکیبی سبب برجسته شدن نقش و اهمیت دارایی نامشهود به عنوان عامل اصلی در ارزش آفرینی شرکت‌ها شده است. دارایی نامشهود دارای مجموعه‌ای از ویژگی‌های ماند، عدم اطمینان بالا، ماهیت بلند مدت و میزان سرمایه انسانی است که آن‌ها را از سایر دارایی‌ها متمایز می‌کند (میرمظفری موسوی، ۱۳۹۹). بسیاری از نویسندگان دارایی‌های نامشهود را به عنوان منابع حیاتی برای مزیت رقابتی پایدار در نظر می‌گیرند که مسئول عملکرد مالی و بازار یک شرکت است (مکرومیناس^۲، ۲۰۱۷؛ تاهاث و همکاران^۳، ۲۰۱۸). به منظور شناسایی و اندازه‌گیری دارایی‌های نامشهود و سهم آنها در عملکرد و ارزش بازار یک شرکت، چارچوب‌های مختلفی مانند نظارت بر دارایی‌های نامشهود پیشنهاد شده است (سویی^۴، ۱۹۹۷). کارت امتیاز تعادل (کاپلان و نورتون^۵، ۱۹۹۶)؛ (ادوینسون و مالون^۶، ۱۹۹۷). روش‌های پولی معروف برای ارزیابی دارایی‌های نامشهود عبارتند از ارزش بازار به دفتر و توپین Q، ارزش افزوده اقتصادی (EVATM) (لو و زامبون^۷، ۲۰۰۳).

در دهه‌های اخیر، تعداد مطالعاتی که در تلاش برای یافتن پاسخی برای این سؤال هستند که چگونه دارایی‌های نامشهود بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند، افزایش یافته است. اکثر مطالعات نشان داده‌اند که دارایی‌های نامشهود تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارند (اولارواجو و مسومی^۸، ۲۰۲۱؛ دل مونته و پاپاگنی^۹، ۲۰۰۳؛ ژو و هوانگ^{۱۰}، ۲۰۱۲). تحقیقات جدیدتر (ژو و وانگ^{۱۱}، ۲۰۱۸؛ اوچاک و فاندیک^{۱۲}، ۲۰۱۹) بر تأثیر دارایی‌های نامشهود بر نرخ رشد و ارزش شرکت‌ها متمرکز شده است. سوچوران و همکاران^{۱۳} (۲۰۱۹) نشان داد که سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های آفریقایی جنوبی در دارایی‌های نامشهود با نتایج اقتصادی ضعیف باعث رشد پایدار می‌شود. همچنین مطالعاتی با یافته‌های متناقض حتی برای بخش‌هایی مانند بانکداری در ترکیه (اوزکان و همکاران^{۱۴}، ۲۰۱۶)، هند (اوپونگ و پاتانایاک^{۱۵}، ۲۰۱۹)، کلمبیا (گارسیا کاسترو و همکاران^{۱۶}، ۲۰۲۱) و چین به‌عنوان دانش‌بردار شناخته شده است. (وانگ و همکاران^{۱۷}، ۲۰۲۱)، و بنابراین می‌توان اظهار داشت که هیچ اتفاق نظری در ادبیات در مورد اثراتی که دارایی نامشهود ممکن است بر ارزش شرکت داشته باشد وجود ندارد (لی و شیم^{۱۸}، ۱۹۹۵؛ موری و رایتنر^{۱۹}، ۱۹۹۰). مشکلات را می‌توان در تعریف و اندازه‌گیری نتایج حاصل از ارزش و دارایی‌های نامشهود شرکت یا روشی که ادبیات ساختار درآمد یک شرکت را در نظر می‌گیرد، یافت.

¹ Ionita, C. and Dinu, E.

² Makrominas

³ Tahat et al

⁴ Sveiby

⁵ Kaplan and Norton

⁶ Edvinsson and Malone

⁷ Lev and Zambon

⁸ Olarewaju and Msomi

⁹ Del Monte and Papagni

¹⁰ Zhu and Huang

¹¹ Xu and Wang

¹² Ocak and Findik

¹³ Sewchurran et al

¹⁴ Ozkan et al

¹⁵ Oppong and Pattanayak

¹⁶ Garcia Castro et al

¹⁷ Wang et al.

¹⁸ Lee and Shim

¹⁹ Morbey and Reithner

طبق گفته کافوروس و علی اف^۱ (۲۰۱۶)، مالکیت دارایی‌های نامشهود ممکن است باعث رشد در اقتصادهای در حال گذار مانند اقتصادهای کمونیستی سابق در اروپای مرکزی و شرقی با چارچوب نهادی قوی‌تر (مثلاً نظارتی، هنجاری) شود، در حالی که در برخی دیگر ممکن است این درست نباشد. بنگاه‌ها برای بهره‌برداری از دارایی‌های نامشهود خود باید قابلیت‌هایی را توسعه دهند تا آنها را به خروجی‌های اقتصادی بهتر تبدیل کنند. توضیحات برای نتایج متناقض همچنین ممکن است از ماهیت پیچیده رابطه بین دارایی‌های نامشهود و عملکرد ناشی شود، رابطه‌ای که مفاهیم رشته‌های مختلف دانشگاهی را پوشش می‌دهد، بنابراین ادبیات موجود فاقد وضوح در مفهوم و روش شناسی است (کانکس و سیلیورستوف^۲، ۲۰۱۶). علاوه بر این، مطالعات در مورد این موضوع در مجلات مربوط به زمینه‌های مختلف یافت می‌شود، بنابراین درک اینکه چگونه مفاهیم نظری یکسان در زیر دامنه‌های مختلف ظاهر می‌شوند دشوار است. از این رو با توجه به مطالب فوق این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که آیا دارایی‌های نامشهود بر رابطه بین رشد شرکت و ارزش شرکت تأثیر دارد؟

پیشینه تحقیق

پیشینه داخلی

سلیمانی امیری و رازانی (۱۴۰۰) در بررسی عوامل مالی موثر بر رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ لغایت ۱۳۹۷ به تعداد ۴۳۳ شرکت و تعداد ۸۲ شرکت به روش حذف سیستماتیک انجام دادند و برای بررسی فرضیه‌ها نیز از رهیافت داده‌های تابلویی و مدل اثرات ثابت استفاده شد که نتایج برآوردی نشان داد بین جریان نقدی، سودآوری، سهم بازار، فروش صنعت و اهرم مالی با فرصت‌های رشد شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. اما، بین سن و اندازه شرکت با فرصت‌های رشد شرکت رابطه معنی‌داری مشاهده نشد.

بادآورنهدی و کاوه نژاد (۱۴۰۰) در بررسی تاثیر میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ و نمونه مشتمل بر ۱۳۱ شرکت با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شد به این نتیجه رسیدند که میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تأثیر ندارد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تأثیر ندارد. همچنین فرصت‌های سرمایه‌گذاری در میزان اثربخشی سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تدمین مالی خارجی مثبت و معنادار دارد.

کمالی کرمانی (۱۴۰۰) در تحقیقی به بررسی ویژگی‌های مدیرعامل شرکت و رشد ارزش شرکت: تجزیه و تحلیل رگرسیون چندکی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. به این منظور تعداد ۱۱۷ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزش شرکت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد و در شرکت‌های با فرصت رشد نیز همین ارتباط تداوم دارد. بین مالکیت مدیرعامل و ارزش شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد و در شرکت‌های با فرصت رشد نیز همین ارتباط تداوم دارد. بین دانش مالی مدیرعامل و ارزش شرکت در شرکت‌های با فرصت رشد بالا رابطه مثبتی وجود دارد. علاوه بر این شواهد قابل اتکایی مبنی وجود رابطه بین دوگانگی مدیرعامل و ارزش شرکت با توجه فرصت‌های رشد شرکت‌ها یافت نشد.

¹ Kafouros and Aliyev

² Kancs and Siliverstovs

تقی نژاد (۱۳۹۹) پژوهشی را با عنوان بررسی اثر محدودیت های مالی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در ۲۳۰ شرکت در طی سال های ۱۳۹۷-۱۳۹۱ با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره به روش داده های تابلویی انجام داد. نتایج مطالعه وی نشان داد که بین محدودیت های مالی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نجاتی و همکاران (۱۳۹۸) پژوهشی را با عنوان بررسی تأثیر تقسیم سود بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران روی ۱۲۶ شرکت در طی سال های ۱۳۹۶-۱۳۹۳ با استفاده از روش تجزیه و تحلیل معادلات ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئی انجام دادند. در این تحقیق به بررسی تأثیر تقسیم سود بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. نتایج این پژوهش نشان می دهد که بین تقسیم سود و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

عباسی (۱۳۹۸) پژوهشی را با عنوان بررسی اثر سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت روی ۱۲۶ شرکت در طی سال های ۱۳۸۹-۱۳۹۵ با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات و داده های ترکیبی انجام داد. نتایج حاصل از این تجزیه و تحلیل حاکی از آن است که، سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت تأثیرگذار است.

سیاوشی (۱۳۹۸) در تحقیقی به بررسی نقش دارایی نامشهود و بدهی ها در عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ و با نمونه مشتمل بر ۱۱۴ شرکت انجام داد به این نتیجه دست یافت که دارایی های نامشهود بر بازده دارایی های شرکت و بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر مثبت و دارد و بدهی های نامشهود بر بازده دارایی های شرکت و بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر منفی دارد

رحیمی و همکاران (۱۳۹۸) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین هزینه تحقیق و توسعه و ارزش شرکت روی ۱۲۰ شرکت در طی سال های ۱۳۹۶ - ۱۳۹۰ با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه به روش حداقل مربعات تعمیم یافته انجام دادند. نتایج بررسی ها نشان داد که بین هزینه تحقیق و توسعه و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

پیشینه خارجی

کاتالین و دینو (۲۰۲۱) در تحقیقی به بررسی تأثیر دارایی های نامشهود بر رشد و ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بخارست طی سال های ۲۰۱۶ تا ۲۰۱۹ و نمونه مشتمل بر ۴۲ شرکت با استفاده از مدل حداقل مربعات معمولی از طریق رگرسیون خطی انجام دادند به این نتیجه رسیدند که دارایی های نامشهود تأثیر مثبتی بر رابطه ارزش و رشد شرکت ندارد

جو مان کیم و همکاران^۱ (۲۰۲۰) پژوهشی را با عنوان بررسی نقش هزینه های تحقیق و توسعه بر رابطه بین محدودیت های مالی و تقسیم سود بر ارزش شرکت های دارویی در کره انجام دادند. نتایج نشان می دهد که شرکت های دارای محدودیت مالی با سود تقسیمی تأثیر مثبت بیشتری نسبت به شرکت های دارای محدودیت مالی بدون سود تقسیمی بر ارزش شرکت دارند و همچنین مدیران شرکت های دارای محدودیت مالی انگیزه هایی برای استفاده از سود تقسیمی دارند تا هزینه های تحقیق و توسعه بر ارزش شرکت آن ها، تأثیر مثبتی داشته باشد.

علی احمد^۲ (۲۰۲۰) پژوهشی را با عنوان بررسی تأثیر سیاست های تأمین مالی، سیاست های تقسیم سود و ساختار شرکت بر روی ارزش شرکت ها با استفاده از متغیر Q توبین در دو حالتی که شرکت دارای فرصت رشد و شرکت فاقد فرصت رشد باشد در ۱۴۰ شرکت در طی سال های ۲۰۱۷ - ۲۰۱۱ در کوالالامپور با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره و داده های ترکیبی انجام داد. نتایج آن بیانگر این مطلب بود که سیاست های تأمین مالی و سیاست های تقسیم

¹ JooMan Kim & et al

² Ali Ahmed

سود دارای تأثیر بالقوه ای بر روی ارزش شرکت ها هستند ولی این تأثیر در مورد سیاست های تأمین مالی شرکت در حالت نبود فرصت های بالقوه رشد معکوس خواهد بود. همچنین ساختار سرمایه تأثیر معناداری بر روی ارزش شرکت در دوره پژوهش نداشته است.

ماس و استین^۱ (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین محدودیت مالی و ارزش شرکت در ۳۲۰ شرکت در طی سال های ۲۰۰۷ - ۲۰۱۱ در شرکت اندونزی با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه به روش حداقل مربعات تعمیم یافته به بررسی رابطه بین محدودیت مالی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج آن ها بیانگر این مطلب بود که بین محدودیت مالی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

آنتن^۲ (۲۰۱۹) رابطه اهرم مالی و رشد را در نمونه ای آماری شامل ۱۱۰۵ شرکت واقع در کشورهای مرکزی، شرقی و جنوب شرقی اروپا در دوره ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۴ مورد بررسی قرار داد که نتایج نشان داد اهرم مالی بر رشد شرکت ها تأثیر منفی و معناداری دارد.

عبدی فتاح و نزلی انوم^۳ (۲۰۱۸) در پژوهشی تحت عنوان نقش دارایی های نامشهود و بدهی های در عملکرد شرکت: با استفاده از شواهد تجربی و اطلاعات شرکت های مالزی در طی دوره ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۳ انجام داند به این نتیجه دست یافتند که این شرکت ها دارای یک الگوی سازگار از بدهی های نامشهود هستند. همچنین شرکت هایی که با بدهی های نامشهود را پیدا نمودند که از لحاظ مالی موثرتر از گروه کنترل شرکت ها هستند. علاوه بر این نتایج نشان داد که بدهی های نامشهود تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارند در حالیکه دارایی های نامشهود تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارند.

حسین و واسر^۴ (۲۰۱۸) در تحقیقی به بررسی عوامل موثر بر فرصت های رشد شرکت های فعال در صنعت شکر پاکستان طی سال های ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۵ و با استفاده از مدل رگرسیون خطی چندگانه پرداختند که نتایج یافته ها نشان فرصت رشد شرکت های موجود در این صنعت مستقل از اندازه شرکت و فروش صنعت است. اما تأثیر سن شرکت، اهرم مالی، دارایی شرکت، جریان نقدی و سهم بازار بر رشد شرکت های مذکور همسو و معنادار است.

هوانجرا و همکاران^۵ (۲۰۱۸) به بررسی عوامل موثر مالی بر رشد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پاکستان پرداخته اند. نتایج نشان داد بین سودآوری، اهرم مالی، نوآوری و اندازه شرکت با فرصت های رشد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد اما بین سن شرکت و رشد شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین رابطه بین نقدینگی و رشد مثبت ولی فاقد معناداری آماری بود.

ساروکا و همکاران (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان مسئولیت شرکت و نقش منابع نامشهود بر عملکرد مالی شرکت از ۲۸ کشور و نمونه مشتمل بر ۵۹۹ شرکت انجام دادند به این نتیجه رسیدند که بین مسئولیت های شرکت و عملکرد مالی رابطه مستقیمی وجود دارد و تنها یک رابطه غیرمستقیم است که متکی بر تأثیر میانجی از منابع نامشهود شرکت است.

فرضیه ها

فرضیه اول: رشد شرکت بر ارزش شرکت تأثیر معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: دارایی های نامشهود بر رابطه بین رشد شرکت و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد.

¹ Moss and Stein

² Anton

³ Abdifatah & Nazli Anum

⁴ Hussain, S. & Waseer, W. A

⁵ Hunjra et al

روش تحقیق

تحقیق مورد نظر بر اساس هدف که به دنبال پاسخگویی و ارائه راهکارها در جهت تصمیم‌گیری می‌باشد کاربردی می‌باشد. از طرفی دیگر با توجه به این که این تحقیق باعث شناخت بیشتر شرایط موجود شده و در آن رابطه بین متغیرها بر اساس هدف تحقیق تحلیل می‌گردد از نوع توصیفی همبستگی می‌باشد که تحقیق مورد بررسی از نوع تحلیل رگرسیون می‌باشد. داده‌های تحقیق حاضر از لوح‌های فشرده آرشيو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط نظیر کدال استخراج گردیده است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. همچنین قلمرو زمانی شامل ۱۰ سال متوالی از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ است که بررسی فرضیه‌های تحقیق با استفاده از داده‌های واقعی این سال‌ها انجام خواهد شد. که پس از اعمال محدودیت ۱۲۰ شرکت انتخاب گردید. جهت سنجش فرضیه پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

برای بررسی آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیون ترکیبی برگرفته از مدل شرکت i و زمان t به عنوان مدل فرضیه اول استفاده شده است.

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Growth}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{BM}_{i,t} + \beta_4 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_5 \text{Loss}_{i,t} + \beta_6 \text{CF}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

برای بررسی آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیون ترکیبی برگرفته از مدل شرکت i و زمان t به عنوان مدل فرضیه اول استفاده شده است.

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Growth}_{i,t} + \beta_2 \text{ALLIA}_{i,t} + \beta_3 (\text{ALLIA} \times \text{Growth})_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{BM}_{i,t} + \beta_6 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_7 \text{Loss}_{i,t} + \beta_8 \text{CF}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته: ارزش شرکت (FV): جهت تعیین ارزش شرکت از کیوی (Q) توبین (TOBIN) استفاده می‌شود. مقدار Q توبین نیز از تقسیم ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت بدست می‌آید. ارزش دفتری (دارایی‌ها و بدهی‌ها) از ترازنامه شرکت‌ها و ارزش بازار (قیمت مبادله سهام در تعداد سهام) از تابلوی ارزش منتشر شده شرکت‌ها و از طریق نرم افزارهای بورس اوراق بهادار تهران محاسبه می‌شود.

متغیر مستقل: رشد شرکت (Growth): برای اندازه‌گیری رشد شرکت از نرخ رشد فروش شرکت مطابق پژوهش باقری موصلو (۱۳۹۲) و جانگ و پارک^۱ (۲۰۱۱) استفاده می‌شود به این صورت که فروش سال جاری منفی فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل.

متغیر تعدیلی: دارایی نامشهود (ALLIA): برای محاسبه دارایی نامشهود مطابق با پژوهش ساندر و جولیا^۲ (۲۰۱۴) و رضایی و پورقیومی (۱۳۹۷) از نسبت ارزش بازار دارایی به دارایی‌ها استفاده می‌گردد.

متغیر کنترلی

$\text{Size}_{i,t}$: لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در پایان سال مالی به عنوان معیار اندازه شرکت.

$\text{BM}_{i,t}$: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت.

$\text{Leverage}_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در سال t که از تقسیم بدهی بر ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌گردد.

$\text{Loss}_{i,t}$: زیان شرکت است که اگر شرکتی در سال جاری زیان داشته باشد یک در غیر این صورت صفر می‌گیرد.

¹ Janga, S.C, K. Park

² Sandra Alves and Júlio Martins.

CF_{it}: از نسبت جریان نقد عملیاتی بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

یافته‌های تحقیق توصیف آماری متغیرها

جدول (۱): شاخص‌های توصیفی متغیرها

| | | متغیرهای پیوسته | | | پنل الف: |
|----------------|---------|-----------------|-----------|---------|------------------------------------|
| انحراف معیار | کمترین | بیشترین | میانه | میانگین | |
| ۵.۱۳ | ۰.۷۲ | ۲۰.۸۲ | ۳.۵۵ | ۵.۴۳ | ارزش شرکت |
| ۰.۳۶ | -۰.۲۸ | ۱.۰۸ | ۰.۲۳ | ۰.۲۹ | رشد شرکت |
| ۲.۰۶ | ۰.۳۳ | ۷.۸۰ | ۱.۴۰ | ۲.۲۱ | دارایی نامشهود |
| ۰.۲۳ | ۰.۰۳ | ۰.۸۸ | ۰.۲۶ | ۰.۳۲ | نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت |
| ۰.۱۴ | -۰.۳۹ | ۰.۷۳ | ۰.۱۰ | ۰.۱۲ | نسبت جریان نقد عملیاتی |
| ۰.۱۹ | ۰.۲۳ | ۰.۹۲ | ۰.۵۹ | ۰.۵۸ | اهرم مالی |
| ۱.۶۷ | ۱۲.۴۲ | ۱۸.۱۸ | ۱۴.۷۱ | ۱۴.۹۷ | اندازه شرکت |
| متغیرهای گسسته | | | | | پنل ب: |
| درصد | فراوانی | نوع طبقه | نام متغیر | | |
| % ۸۷.۹۲ | ۱۰۵۵ | ۰ | زیان شرکت | | |
| % ۱۲.۰۸ | ۱۵۵ | ۱ | | | |

با نگاهی به جدول (۱) مشاهده می‌شود که میانه و میانگین متغیرها فاصله زیادی باهم ندارند و هر چه قدر به هم نزدیک باشد توزیع آن‌ها به توزیع نرمال نزدیک‌تر است. در بین متغیرها ارزش شرکت با مقدار (۵/۴۳) دارای بیشترین میانگین و متغیر نسبت جریان نقد عملیاتی با مقدار (۰/۱۲) دارای کمترین میانگین است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای موردبررسی به این نتیجه می‌رسیم که متغیر نسبت جریان نقد عملیاتی با مقدار (۰/۱۴) نسبت به سایر متغیرها دارای کمترین پراکندگی است و متغیر ارزش شرکت با مقدار (۵/۱۳) دارای بیشترین پراکندگی است و این بدان معناست که این متغیر نوسان‌های شدیدتری دارد است. با توجه به پنل ب نیز نتایج نشان می‌دهد درصد فراوانی متغیر زیان شرکت ۱۲.۰۸٪ می‌باشد که نشان دهنده این است که تقریباً ۱۲.۰۸٪ یعنی حدود ۱۵۵ شرکت مورد بررسی دارای زیان است.

آزمون‌های ریشه واحد در داده‌های تابلویی

برای بررسی مانایی از آزمون ریشه‌ی واحد^۱ استفاده شده است.

جدول (۲): خلاصه نتایج آزمون ریشه‌ی واحد-آزمون لوین لین و چپو

| نتیجه | سطح معناداری | آماره آزمون | نام متغیر |
|------------------|--------------|-------------|------------------------------------|
| مانا | ۰/۰۰۰۰ | -۱۳۶/۵۱ | ارزش شرکت |
| مانا | ۰/۰۰۰۰ | -۱۱/۷۱ | رشد شرکت |
| مانا (مرتبه اول) | ۰/۰۰۰۰ | -۱۸/۱۶ | دارایی نامشهود |
| مانا | ۰/۰۰۰۰ | -۱۴/۳۰ | نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت |
| مانا | ۰/۰۰۰۰ | -۲۱/۹۵ | نسبت جریان نقد عملیاتی |

^۱ Unit Root Test

| | | | |
|------------------|--------|--------|-------------|
| مانا | ۰/۰۰۰۰ | -۱۰/۰۵ | اهرم مالی |
| مانا (مرتبۀ اول) | ۰/۰۰۰۰ | -۲۰/۹۷ | اندازه شرکت |
| مانا | ۰/۰۰۰۰ | -۸/۹۵ | زیان شرکت |

با توجه به نتایج ۲ می‌توان گفت از آنجایی که احتمال‌های محاسبه شده در آزمون لوین لین و چو کوچکتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه صفر که مبنی بر وجود ریشه واحد برای متغیرها پذیرفته نمی‌شود و تمامی متغیرها مانا هستند.

آزمون ناهمسانی واریانس

برای آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است.

جدول (۳): آزمون همسانی واریانس

| آزمون وایت | مقدار آماره | سطح معنی‌داری | نتیجه |
|------------|-------------|---------------|------------------|
| مدل اول | ۳۶/۳۳ | ۰/۰۰۰۰ | ناهمسانی واریانس |
| مدل دوم | ۲۸/۸۱ | ۰/۰۰۰۴ | ناهمسانی واریانس |

برای تخمین الگوهای اقتصادی، روش‌های متفاوتی وجود دارد. با لحاظ کردن فرض کلاسیک، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) بر اساس قضیه گاوس-مارکف بهترین تخمین زننده خطی بدون تورش است؛ اما در صورت وجود ناهمسانی واریانس دیگر روش حداقل مربعات معمولی (OLS) روش مناسبی برای تخمین نیست که از این رو با وزن دادن (Cross-section weights) به رفع آن پرداخته و مدل مناسب برای تخمین آزمون فرضیه‌ها روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) خواهد بود.

انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون

برای مشخص کردن نوع مدل در مقاطع و دوره‌های زمانی مختلف داده‌های ترکیبی از آزمون F مقید (چاو) استفاده شده است؛ که خروجی آزمون در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون چاو (F مقید) در بررسی مدل فرضیات تحقیق

| مدل | آماره F | p-value | نتیجه آزمون چاو | نوع آزمون |
|---------|---------|---------|-----------------|-------------------------------|
| مدل اول | ۶/۵۵ | ۰/۰۰۰۰ | H_0 رد می‌شود | داده‌های ترکیبی Panel date |
| مدل دوم | ۲/۹۲ | ۰/۰۰۰۰ | H_0 رد می‌شود | داده‌های ترکیبی Panel date |

نتایج خروجی آزمون F نشان می‌دهد فرضیه صفر مدل رد شده چون سطح معناداری کمتر از ۵ درصد به دست آمده و از میان طرح پنل یا رگرسیون تجمیع شده (تلفیقی) و پنل انتخاب می‌شود. همچنین برای انتخاب اثرات ثابت و اثرات تصادفی مدل از آزمون هاسمن استفاده شد. در صورتی سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات تصادفی و در صورتی که سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات ثابت انتخاب می‌شود؛ خروجی آزمون هاسمن به شرح جدول ۵ می‌باشد.

جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن در بررسی مدل فرضیات تحقیق

| آزمون هاسمن | آماره | p-value | نتیجه آزمون هاسمن | نوع آزمون |
|-------------|--------|---------|-------------------|------------|
| مدل اول | ۳۰۲/۴۷ | ۰/۰۰۰۰ | H_0 رد می‌شود | اثرات ثابت |
| مدل دوم | ۳۴/۰۵ | ۰/۰۰۰۰ | H_0 رد می‌شود | اثرات ثابت |

بررسی آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: رشد شرکت بر ارزش شرکت تأثیر معناداری وجود دارد.

مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Growth}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{BM}_{i,t} + \beta_4 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_5 \text{Loss}_{i,t} + \beta_6 \text{CF}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (۶): نتایج تخمین فرضیه اول تحقیق

| متغیرها | ضرایب | انحراف استاندارد ضرایب | آماره t | سطح معناداری | همخطی |
|------------------------------------|-----------|------------------------|-----------|--------------|----------|
| عرض از مبدا | -۳۳.۳۱۳۱۹ | ۱.۹۶۴۹۷۷ | -۱۶.۹۵۳۴۸ | ۰.۰۰۰۰ | - |
| رشد شرکت | ۰.۰۱۶۲۷۱ | ۰.۰۰۰۴۷۷۳ | ۳.۴۰۸۸۱۸ | ۰.۰۰۰۰۷ | ۱.۲۷۶۵۱۵ |
| اندازه شرکت | ۲.۳۸۵۹۱۶ | ۰.۱۰۳۷۱۵ | ۲۳.۰۰۴۶۰ | ۰.۰۰۰۰ | ۱.۴۷۵۶۶۴ |
| نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت | -۴.۸۳۱۴۸۹ | ۰.۵۲۴۰۸۷ | -۹.۲۱۸۸۶۰ | ۰.۰۰۰۰ | ۱.۴۰۱۳۰۵ |
| اهرم مالی | ۷.۳۹۶۸۱۲ | ۰.۷۳۱۸۴۱ | ۱۰.۱۰۷۱۴ | ۰.۰۰۰۰ | ۱.۳۵۵۸۴۵ |
| زیان شرکت | -۰.۳۱۲۲۳۴ | ۰.۳۳۲۵۹۷ | -۰.۹۳۸۷۷۵ | ۰.۳۴۸۱ | ۱.۲۰۹۲۶۹ |
| جریان نقد عملیاتی | ۲.۱۶۳۴۹۵ | ۰.۵۸۲۷۱۱ | ۳.۷۱۲۸۱۱ | ۰.۰۰۰۰۲ | ۱.۱۴۰۸۳۳ |
| سایر آماره‌های اطلاعاتی | | | | | |
| ضریب تعیین | ۰/۷۴ | | | | |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۷۱ | | | | |
| آماره F | ۲۴/۲۰ | | | | |
| سطح معناداری F | ۰/۰۰ | | | | |
| دوربین واتسون | ۱/۹۷ | | | | |

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی‌دار بوده و فرضیه H₁ آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۷۴ درصد متغیر ارزش شرکت توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۷۱ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۹۷ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون همخطی مشاهده می‌شود همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد از این رو مشکل همخطی در این مدل وجود ندارد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر رشد شرکت با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با ارزش شرکت است لذا فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر مثبت است پس رشد شرکت و ارزش شرکت رابطه مستقیمی دارد. پس فرضیه اول تحقیق مبنی بر رشد شرکت بر ارزش شرکت تأثیر معناداری وجود دارد، پذیرفته می‌شود. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت، اهرم مالی و جریان نقد عملیاتی با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با ارزش شرکت دارند. اما زیان شرکت با توجه به سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با ارزش شرکت ندارند.

فرضیه دوم: دارایی‌های نامشهود بر رابطه بین رشد شرکت و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد

مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Growth}_{it} + \beta_2 \text{ALLIA}_{it} + \beta_3 (\text{ALLIA} \times \text{Growth})_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{BM}_{it} + \beta_6 \text{Leverage}_{it} + \beta_7 \text{Loss}_{it} + \beta_8 \text{CF}_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (۷): نتایج تخمین فرضیه دوم تحقیق

| متغیرها | ضرایب | انحراف استاندارد ضرایب | آماره t | سطح معناداری | همخطی |
|------------------------------------|-----------|------------------------|-----------|--------------|----------|
| عرض از مبدا | -۱۲.۶۵۵۴۷ | ۰.۹۱۰۰۲۸ | -۱۳۹.۰۶۶۸ | ۰.۰۰۰۰ | - |
| رشد شرکت | ۲.۱۶۶۸۳۵ | ۰.۰۴۱۱۳۹ | ۵۲.۶۷۱۲۹ | ۰.۰۰۰۰ | ۲.۸۲۸۷۳۰ |
| دارایی نامشهود | ۰.۲۴۲۵۳۰ | ۰.۱۶۸۰۶۸ | ۱.۴۴۳۰۵۰ | ۰.۱۴۹۳ | ۴.۵۵۵۶۲۳ |
| دارایی نامشهود* رشد شرکت | -۰.۰۱۰۹۷۳ | ۰.۰۱۳۰۷۳ | -۰.۸۳۹۳۵۱ | ۰.۴۰۱۴ | ۴.۹۶۲۷۸۰ |
| اندازه شرکت | ۰.۳۹۹۶۶۳ | ۰.۰۵۱۶۵۷ | ۷.۷۳۶۹۲۰ | ۰.۰۰۰۰ | ۱.۵۶۴۳۶۵ |
| نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت | -۰.۲۴۷۷۹۳ | ۰.۲۵۴۴۵۷ | -۰.۹۷۳۸۰۹ | ۰.۳۳۰۴ | ۲.۲۸۵۷۲۵ |
| اهرم مالی | ۱۲.۵۷۰۱۹ | ۰.۳۹۲۷۸۷ | ۳۲.۰۰۲۵۳ | ۰.۰۰۰۰ | ۱.۸۰۶۴۲۵ |
| زیان شرکت | -۰.۰۶۱۱۶۲ | ۰.۱۶۸۱۰۰ | -۰.۳۶۳۸۴۲ | ۰.۷۱۶۰ | ۱.۲۱۹۹۲۶ |
| جریان نقد عملیاتی | ۱.۰۳۷۷۶۶ | ۰.۲۸۶۰۲۶ | ۳.۶۲۸۲۱۷ | ۰.۰۰۰۳ | ۱.۱۴۶۴۷۶ |
| سایر آماره‌های اطلاعاتی | | | | | |
| ضریب تعیین | ۰/۸۴ | | | | |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۸۳ | | | | |
| آماره F | ۱۴۳/۶۲ | | | | |
| سطح معناداری F | ۰/۰۰ | | | | |
| دوربین واتسون | ۱/۷۳ | | | | |

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی‌دار بوده و فرضیه H₁ آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۸۴ درصد متغیر ارزش شرکت توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۸۳ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۷۳ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون همخطی مشاهده می‌شود همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد از این رو مشکل همخطی در این مدل وجود ندارد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر تعاملی (دارایی نامشهود* رشد شرکت) با توجه به اینکه سطح معناداری آن بزرگتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده نداشتن رابطه معنادار با ارزش شرکت است لذا فرضیه دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. پس فرضیه دوم تحقیق تحقیق مبنی بر دارایی‌های نامشهود بر رابطه بین رشد شرکت و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد، پذیرفته نمی‌شود. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی و جریان نقد عملیاتی با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با ارزش شرکت دارند. اما نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت و زیان شرکت با توجه به سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با ارزش شرکت ندارند.

بحث و نتیجه گیری

روش‌های پولی معروف برای ارزیابی دارایی‌های نامشهود عبارتند از ارزش بازار به دفتر و توپین Q، ارزش افزوده اقتصادی (EVATM). در دهه‌های اخیر، تعداد مطالعاتی که در تلاش برای یافتن پاسخی برای این سؤال هستند که چگونه دارایی‌های نامشهود بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند، افزایش یافته است. اکثر مطالعات نشان داده‌اند که دارایی‌های نامشهود تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارند. تحقیقات جدیدتر بر تأثیر دارایی‌های نامشهود بر نرخ رشد و ارزش شرکت‌ها متمرکز شده است. محققین نشان دادند که سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های آفریقای جنوبی در دارایی‌های نامشهود با نتایج اقتصادی ضعیف باعث رشد پایدار می‌شود. همچنین مطالعاتی با یافته‌های متناقض حتی برای بخش‌هایی مانند بانکداری در ترکیه، هند، کلمبیا و چین به‌عنوان دانش‌بردار شناخته شده است. و بنابراین می‌توان اظهار داشت که هیچ اتفاق نظری در ادبیات در مورد اثراتی که دارایی نامشهود ممکن است بر ارزش شرکت داشته باشد وجود ندارد. مشکلات را می‌توان در تعریف و اندازه‌گیری نتایج حاصل از ارزش و دارایی‌های نامشهود شرکت یا روشی که ادبیات ساختار درآمد یک شرکت را در نظر می‌گیرد، یافت. طبق گفته کافوروس و علی اف، مالکیت دارایی‌های نامشهود ممکن است باعث رشد در اقتصادهای در حال گذار مانند اقتصادهای کمونستی سابق در اروپای مرکزی و شرقی با چارچوب نهادی قوی‌تر (مثلاً نظارتی، هنجاری) شود، در حالی که در برخی دیگر ممکن است این درست نباشد. بنگاه‌ها برای بهره‌برداری از دارایی‌های نامشهود خود باید قابلیت‌هایی را توسعه دهند تا آنها را به خروجی‌های اقتصادی بهتر تبدیل کنند. توضیحات برای نتایج متناقض همچنین ممکن است از ماهیت پیچیده رابطه بین دارایی‌های نامشهود و عملکرد ناشی شود، رابطه‌ای که مفاهیم رشته‌های مختلف دانشگاهی را پوشش می‌دهد، بنابراین ادبیات موجود فاقد وضوح در مفهوم و روش شناسی است. علاوه بر این، مطالعات در مورد این موضوع در مجلات مربوط به زمینه‌های مختلف یافت می‌شود، بنابراین درک اینکه چگونه مفاهیم نظری یکسان در زیر دامنه‌های مختلف ظاهر می‌شوند دشوار است. از این رو با توجه به مطالب فوق این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که آیا دارایی‌های نامشهود بر رابطه بین رشد شرکت و ارزش شرکت تأثیر دارد؟ از این رو جامعه آماری تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ می‌باشد. برای بررسی تأثیر رشد شرکت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از داده‌های ۱۲۰ شرکت بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره بررسی شد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر رشد شرکت با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با ارزش شرکت است لذا فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر مثبت است پس رشد شرکت و ارزش شرکت رابطه مستقیمی دارد. پس فرضیه اول تحقیق مبنی بر رشد شرکت بر ارزش شرکت تأثیر معناداری وجود دارد، پذیرفته می‌شود. رشد شرکت نتیجه بهره‌برداری از فرصت‌هاست. در حقیقت یک شرکت دارای منابع محدودی است که در رویارویی با فرصت‌های پیش رو، از آنها به‌عنوان ابزارهای لازم جهت دستیابی به رشد استفاده می‌نماید رشد شرکت یک فرآیند است که نتایج تحقیق با نتایج تحقیق کاتالین و دینو (۲۰۲۱)، دانگ و همکاران (۲۰۱۹) فرجی (۱۴۰۰)، ابراهیمی نژاد هراتمه (۱۳۹۸)، ابراهیمی سریوده (۱۳۹۸) و حداد مقدم (۱۳۹۷) همسو می‌باشد. برای بررسی تأثیر خوش بینی مدیران بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از داده‌های ۱۲۰ شرکت بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره بررسی شد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر تعاملی (دارایی نامشهود* رشد شرکت) با توجه به اینکه سطح معناداری آن بزرگتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده نداشتن رابطه معنادار با ارزش شرکت است لذا فرضیه دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. پس فرضیه دوم تحقیق مبنی بر دارایی‌های نامشهود بر رابطه بین رشد شرکت و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد، پذیرفته نمی‌شود. که

نتایج تحقیق با نتایج تحقیق کاتالین و دینو (۲۰۲۱) همسو می‌باشد. با توجه به نتایج پژوهش به مدیران پیشنهاد می‌شود جهت اخذ تصمیمات مالی به متغیر رشد توجه داشته باشند زیرا ارزش یک شرکت به دو قسمت تقسیم می‌شود یکی ارزش عملیات جاری و دیگری ارزش رشد آتی. در میان شرکت‌ها با فرصت‌های عالی رشد می‌توان گفت رشد آتی قسمت بیشتر ارزش شرکت را تشکیل می‌دهد به همین دلیل برای مدیران شرکت‌ها مهم است که عواملی که رشد آتی را در سیستم ارزیابی عملکردشان می‌گنجانند را مورد توجه قرار دهند. همچنین با توجه به نتایج تحقیق پیشنهاد می‌گردد که شرکت‌ها برای اثر بخشی کسب و کار حیاتی خود استفاده کارآمدتری از همه دارایی‌ها من جمله دارایی نامشهود داشته باشند تا منجر به نرخ بازدهی بالاتری گردد. همچنین دارایی‌های دارای اهمیت استراتژیک برای شرکت می‌تواند منبع مزیت رقابتی به ویژه در بلندمدت باشد. این هدف را می‌توان با ترکیب مؤثر منابع موجود، مشهود و نامشهود به دست آورد.

منابع

- ✓ بادآور نهندی، یونس، کاوه نژاد، محمدعلی، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی، فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت، دوره ۱۲، شماره ۱، صص ۵-۲۲.
- ✓ باقری موصلو، فاطمه، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه رشد شرکت و سودآوری با در نظر گرفتن چرخه عمر شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.
- ✓ تقی نژاد، مسعود، (۱۳۹۹)، بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر ارزش شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۱، صص ۱۵-۲۶.
- ✓ رحیمی، مصطفی، مرادی، بهرام، موسوی، محمد، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین هزینه تحقیق و توسعه و ارزش شرکت، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی.
- ✓ رضایی، مهدی، پورقیومی، فاطمه، (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر دارایی‌های نامشهود بر سیاست‌های مالی و حاکمیتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۷، شماره ۲۸، صص ۲۲۷-۲۴۸.
- ✓ سلیمانی امیری، غلامرضا، رازانی، سارا، (۱۴۰۰)، بررسی عوامل مالی مؤثر بر رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۹، شماره ۳، صص ۱-۱۶.
- ✓ سیاوشی، احمد، (۱۳۹۸)، نقش دارایی نامشهود و بدهی‌ها در عملکرد شرکت‌ها، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی ادیب مازندران.
- ✓ عباسی، علی، (۱۳۹۸)، بررسی اثر سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳۹، صص ۸۱-۹۶.
- ✓ کمالی کرمانی، نرجس، (۱۴۰۰)، ویژگی‌های مدیرعامل شرکت و رشد ارزش شرکت: تجزیه و تحلیل رگرسیون چندکی، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۹، صص ۱۷۵-۱۹۴.
- ✓ میرمظفری موسوس، سید مرتضی، (۱۳۹۹)، بررسی رابطه دارایی‌های نامشهود و اهرم مالی و عملیاتی، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی کوشیار (غیرانتفاعی غیردولتی).
- ✓ نجاتی، مریم، روحانی، رضا، حسینی، زهرا، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر تقسیم سود بر ارزش شرکت، مجله علوم اجتماعی و انسانی پیشین، دوره پنجم، صص ۳۳-۵۴.
- ✓ Ali Ahmed, A, (2020). Investigating the effect of financing policies, profit sharing policies and company structure on the value of companies using the variable Q Tobin in two cases

where the company has the opportunity to grow and the company does not have the opportunity to grow . *Rev Financ Stud.* 23, 3131–3169

- ✓ Anton, S. G. (2019). Leverage and firm growth: An empirical investigation of gazelles from emerging Europe. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 15(1), 209-232.
- ✓ Del Monte, A. and Papagni, E. (2003), “R&D and the growth of firms: empirical analysis of a panel of Italian firms”, *Research Policy*, Vol. 32, pp. 1003-1014.
- ✓ Edvinsson, L. and Malone, M.S. (1997), *Intellectual Capital: Realizing Your Company’s True Value by Finding its Hidden Brainpower*, Harper Business, New York, NY.
- ✓ Garcia Castro, J.B., Duque Ramirez, D.F. and Moscoso Escobar, J. (2021), “The relationship between intellectual capital and financial performance in Colombian listed banking entities”, *Asia Pacific Management Review*, corrected proof, doi: 10.1016/j.apmr.2021.03.002.
- ✓ Hussain, S. & Waseer, W. A. (2018). Firm size, age, leverage and growth opportunities: An initial inquiry by Pakistan. *Advances in Social Sciences Research Journal*, 5(1), 264-278.
- ✓ Ionita, C. and Dinu, E. (2021), "The effect of intangible assets on sustainable growth and firm value – Evidence on intellectual capital investment in companies listed on Bucharest Stock Exchange", *Kybernetes*, Vol. 50 No. 10, pp. 2823-2849. <https://doi.org/10.1108/K-05-2020-0325>
- ✓ Janga, S.C, K. Park, (2011) “Inter-relationship between firm growth and profitability” *International Journal of Hospitality Management*, 30, 1027– 1035
- ✓ JooMan Kim, Insun Yang, Taeyong Yang, Peter Koveos, (2020). Impact on R&D costs, financial constraints, and profit sharing: Evidence from the EU area. *European Financial Manage*, 19(3), 452–469
- ✓ Kafouros, M. and Aliyev, M. (2016), “Institutions and foreign subsidiary growth in transition economies: the role of intangible assets and capabilities”, *Journal of Management Studies*, Vol. 53 No. 4, pp. 580-607.
- ✓ Kancs, A. and Siliverstovs, B. (2016), “R&D and non-linear productivity growth”, *Research Policy Journal*, Vol. 45, pp. 634-646.
- ✓ Kaplan, R.S. and Norton, D.P. (1996), *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- ✓ Lee, J. and Shim, E. (1995), “Moderating effects of R&D on corporate growth in US and Japanese hi tech industries: an empirical study”, *The Journal of High Technology Management Research*, Vol. 6, pp. 179-191.
- ✓ Lev, B. and Zambon, S. (2003), “Intangibles and intellectual capital: an introduction to a special issue”, *European Accounting Review*, Vol. 12 No. 4, pp. 597-603.
- ✓ Makrominas, M. (2017), “Recognized intangibles and the present value of growth options”, *Review of Quantitative Finance Account*, Vol. 48 No. 2, pp. 311-329.
- ✓ Morbey, G.K. and Reithner, R.M. (1990), “How R&D affects sales growth, productivity and profitability”, *Research Technology Management*, Vol. 33, pp. 11-14.
- ✓ Moss, Q, Stein, T.D., (2019). Investigate the relationship between financial constraints and company value. *Abacus*, 46, 153–87.
- ✓ Nancy, A. (2019). Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *American Law and Economics Association Annual Meetings*, p.27
- ✓ Ocak, M. and Findik, D. (2019), “The impact of intangible assets and sub-components of intangible assets on sustainable growth and firm value: evidence from Turkish listed firms”, *Sustainability*, Vol. 2019 No. 11, p. 5359.
- ✓ Olarewaju, O.M. and Msomi, T.S. (2021), “Intellectual capital and financial performance of South African development community’s general insurance companies”, *Heliyon*, Vol. 7 No. 2021, doi: 10.1016/j.heliyon.2021.e06712.

- ✓ Oppong, G.K. and Pattanayak, J.K. (2019), "Does investing in intellectual capital improve productivity? Panel evidence from commercial banks in India", *Borsa Istanbul Review*, Vol. 19 No. 3, pp. 219-227.
- ✓ Ozkan, N., Çakan, S. and Kayacan, M. (2016), "Intellectual capital and financial performance: a study of the Turkish Banking Sector", *Borsa Istanbul Review*, Vol. xx. No. 2016, pp. 1-9.
- ✓ Sandra Alves and Júlio Martins. (2014). The Impact of Intangible Assets on Financial and Governance Policies: A Simultaneous Equation Analysis. *Journal of Applied Finance & Banking*, vol. 4, no. 1, 61-89
- ✓ Sveiby, K.E. (1997), *The New Organizational Wealth: Managing and Measuring Knowledge-Based Assets*, Berrett-Koehler, New York, NY.
- ✓ Tahat, Y.A., Ahmed, A.H. and Alhadab, M.M. (2018), "The impact of intangibles on firms' financial and market performance: UK evidence", *Review of Quantitative Finance Account*, Vol. 50, pp. 1147-1168.
- ✓ Wang, X., Sadiq, R., Khan, T.M. and Wang, R. (2021), "Industry 4.0 and intellectual capital in the age of FinTech", *Technological Forecasting and Social Change*, Vol. 166 No. 2021, doi: 10.1016/j.techfore.2021.120598.
- ✓ Wei Fu, T., M. Chu Ke, and Y. Sheng Huang, (2002). "Capital Growth, Financing Source and Profitability of Small Businesses: Evidence from Taiwan Small Enterprises", *Small Business Economics* 18, 257-267
- ✓ Xu, J. and Wang, B. (2018), "Intellectual capital, financial performance and companies' sustainable growth: evidence from the Korean manufacturing industry", *Sustainability*, Vol. 10, p. 4651.
- ✓ Zhu, Z. and Huang, F. (2012), "The effect of R&D investment on firms' financial performance: evidence from the Chinese listed IT firms", *Modern Economy*, Vol. 3, pp. 915-919.