

## بررسی تاثیر درآمد عملیاتی بر رشد شرکت با توجه به شاخص فلاکت اقتصادی در شرکتهای بیمه ای

سیدحسین افضل‌نیا

کارشناسی ارشد مدیریت دولتی - مالی، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، ایران (نویسنده مسئول)  
Hassan.afzalnia@yahoo.com

شماره ۱۵ / پاییز ۱۳۹۸ (جلد چهارم) / صص ۱۵۵-۱۶۵  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره دوم)

### چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تاثیر درآمد عملیاتی بر رشد شرکت با توجه به شاخص فلاکت اقتصادی در شرکتهای بیمه‌ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی همبستگی از نوع تحقیقات علی (پس رویدادی) می‌باشد. کلیه شرکتهای بیمه‌ای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ۲۱ شرکت (در بورس و فرابورس) به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب‌شده و در دوره‌ی زمانی ۶ ساله بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ مورد تحقیق قرار گرفتند. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای و برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون خطی چندگانه استفاده‌شده است. برای اجرای آزمون‌ها و تخمین نهایی مدلها از نرم افزار استاتا نسخه ۱۵ استفاده گردید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که درآمد عملیاتی بر رشد شرکت مستقیم و معنادار وجود دارد. شاخص فلاکت اقتصادی بر ارتباط بین درآمد عملیاتی بر رشد شرکت تاثیر معکوس و معنادار داشته و رابطه بین آنها را تعدیل می‌کند.

**واژگان کلیدی:** درآمد عملیاتی، رشد شرکت، شاخص فلاکت اقتصادی.

### مقدمه

ارزش گذاری شرکت‌ها از ضروریات برنامه ریزی برای مدیران و سرمایه گذاران است. ارزش گذاری نمایشگر چگونگی تاثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها است. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه گذاران، مدیران، اعتبار دهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تاثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه گذاری و قیمت سهام اهمیت به سزایی دارد (پورزمانی و خریدار، ۱۳۹۲). از طرفی، درآمد ایجادشده از منابع مربوط به عملیات تجاری روزانه شرکت، درآمد عملیاتی گفته می‌شود. در مورد شرکت‌ها، فروش محصولات و کالاها تولید درآمد عملیاتی می‌نماید، درحالی‌که درآمد حاصل از فروش انبار یا ملک مربوط به فروشگاه‌ها، درآمد عملیاتی به حساب نمی‌آید.

شرایط و محیط اقتصادی تاثیر قابل ملاحظه‌ای بر وضعیت مالی شرکت‌ها دارد و در ادبیات اقتصاد مالی به اهمیت این موضوع بارها اشاره شده است (زراء نژاد و معتمدی، ۱۳۹۱). مطالعه (بال و براون<sup>۱</sup>، ۱۹۶۸) نشان داد که سود گزارش شده

<sup>1</sup> Ball & Brown

شرکت ها تا حد زیادی تحت تأثیر تغییر شرایط اقتصادی است. آمارهای موجود نیز حاکی از این است که بورس های اوراق بهادار پیشرفته در کشورهایی که به لحاظ اقتصادی در شرایط نسبتاً مناسبی به سر می برند، قرار دارند و این امر تأثیر پذیری شرکت ها از وضعیت اقتصاد کشور را تأیید می نماید (بهار مقدم و کواری، ۱۳۹۱). نرخ تورم و نرخ بیکاری اجزای اصلی اندازه گیری بدبختی در قالب شاخص فلاکت هستند، شاخص فلاکت به عنوان مقیاسی برای فقدان (اتلاف) عمومی رفاه اقتصادی یک کشور بیان می کند که رفاه از دست رفته با استفاده از مقادیر ذهنی و عینی تورم و بیکاری قابل اندازه گیری است (بجا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴). یک معادله اقتصاد کلان رضایت از زندگی شامل نرخ رشد، نرخ بیکاری و نرخ تورم یا نرخ بهره بلندمدت است. حضور این متغیرها به عنوان متغیر توضیحی در معادله رضایت از زندگی، ارتباط اقتصاد کلان و رفاه ذهنی را مشخص می کند (ولج<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷). بنابراین با توجه به مطالب فوق پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این سوال است که تأثیر درآمد عملیاتی بر رشد شرکت با توجه به شاخص فلاکت اقتصادی در شرکتهای بیمه ای چگونه است؟

### ادبیات و پیشینه پژوهش

با ظهور شرکت های بزرگ و چند ملیتی در قرن بیستم و شک گیری مبحث جدائی مالکیت از مدیریت و ایجاد تضاد منافع بین مالکان و مدیران، ارزیابی عملکرد شرکت ها و مدیران از موضوعات مورد توجه اقشار مختلف از جمله اعتباردهندگان، مالکان، دولت و حتی مدیران قرار گرفت. تضاد منافع دلالت بر این موضوع دارد که مدیران همیشه در جهت حداکثر نمودن منافع سهامداران عمل نمی کنند. سهامداران می توانند تضاد منافع موجود را از طریق پرداخت حقوق و مزایای متناسب با عملکرد مدیران و یا قبول هزینه های نظارت برای محدود کردن اقدامات و فعالیت های نابجای مدیران تعدیل کنند (نوروش و حیدری، ۱۳۹۳). از دیگر راه های برخورد با تضاد منافع موجود بین سهامداران و مدیران استفاده از سیستم های ارزیابی عملکرد می باشد. ارزیابی عملکرد بخش مهمی از هر سیستم کنترل مدیریت است. ایجاد برنامه استراتژیک و کنترل تصمیمات نیاز به اطلاعاتی درباره نحوه عملکرد واحدهای مختلف موجود در یک شرکت دارد. برای تأثیرگذاری بیشتر باید اندازه گیری عملکرد و نحوه دادن پاداش، مدیران و سایر کارکنان شرکت در همه سطوح را برای تلاش در جهت دستیابی به اهداف از قبل تعیین شده و عملکرد هرچه بهتر برانگیزد (فتحی، ۱۳۹۵). عملکرد شرکت عوامل زیادی را بر اساس تنوع گروه های ذینفع شامل می شود و ضریب اهمیت هر یک از عوامل مذکور تا حد زیادی وابسته به نوع و ویژگی های محیطی است که شرکت در آن فعالیت می کند. ولی بطور کلی در مورد اینکه متغیرها و شاخص های عملکرد شرکت کدامند، هنوز توافق نظر کاملی در بین صاحب نظران وجود ندارد. آنچه مطرح است، شرکت ها برای اینکه بتوانند ضریب اهمیت معیارهای مختلف عملکرد شرکت را تعیین کنند باید بیشتر به شرکت های موفق در صنعت تحت فعالیت خود نگاه کنند و آنها را الگوی کار خود قرار دهند. اهمیتی که عملکرد شرکت در مطالعات دانشگاهی و حوزه های کاربردی نظیر پاداش های مدیریتی و بقای شرکت ها دارد، باعث شده کسب شناخت کافی از این سازه و چگونگی اندازه گیری آن و درک عواملی که می تواند آن را تحت تأثیر قرار دهد، از اهمیت خاصی برخوردار شود (فتحی، ۱۳۹۵). شاخص فلاکت در برخی موارد بسیار گویاتر از تورم به تنهایی و یا بیکاری به تنهایی بوده و می تواند نشان دهنده تورم و رکود اقتصادی در یک کشور باشد. بر اساس تعریف های علم اقتصاد از آن جایی که با افزایش تورم و رشد قیمت ها تولید کنندگان تشویق به افزایش تولید می شوند، میزان بیکاری کاهش پیدا خواهد کرد و بنابر این گفته می شود رابطه میان تورم و اشتغال معکوس است. اما باید به این نکته توجه نمود

<sup>2</sup> Beja

<sup>3</sup> Welsch

که این رابطه مربوط به اقتصاد کشورهایی است که نرخ تورم در آن ها تک رقمی است. در چنین کشورهایی سیاست گزاران و برنامه ریزان همیشه در تلاش هستند تا در نقطه تعادل میان بهینه اشتغال و تورم قرار بگیرند، در حالی که در کشورهایی که دچار تورم مزمن دو رقمی هستند (مانند ایران) رابطه میان تورم و بیکاری یک رابطه مستقیم است و با افزایش تورم، بیکاری نیز افزایش پیدا می کند. اتفاقی که از سال های گذشته در حال وقوع در اقتصاد ایران است و قیمت ها با وجود کاهش تقاضا در حال بالا رفتن است، در چنین حالتی اقتصاد دچار تورم و رکود توامان است که به اصطلاح چنین شرایطی را رکود تورمی می نامند (دانش جعفری و همکاران، ۱۳۹۲).

نتایج حاصل از تحقیق نظیر و افزا<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) نشان داد که حاکمیت شرکتی مشکلات شرکت را کاهش داده و موجب افزایش ارزش شرکت می شود. همچنین از آنجایی که مدیریت سود باعث کاهش ارزش شرکت می گردد حاکمیت شرکتی باعث کاهش مدیریت سود و افزایش ارزش شرکت می گردد.

کانلی و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۲)، ساختار مالکیت و نظام راهبری بر ارزش بازار شرکت در تایلند را بررسی کردند. نتیجه پژوهش آنها نشان داد که استقرار نظام راهبری قوی موجب افزایش ارزش بازار سهام می شود. همچنین دریافتند که ساختار هرمی در مالکیت شرکتها، رابطه بین نظام راهبری و ارزش بازار سهام شرکتها را بهبود خواهد بخشید.

تای فووانگ وی لی و نویت فان تای بیچ<sup>۶</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان ساختار مالی و عملکرد شرکت با نقش تعدیل کنندگی رشد اقتصادی پرداختند. آن ها در پژوهش خود به این نتیجه دست یافتند که نسبت کل بدهی به کل دارایی های شرکت (اهرم مالی) رابطه منفی با عملکرد شرکت دارد.

یولیانتو و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۴) در تحقیق خود به بررسی تأثیر متغیرهای مالی بر ارزش شرکت در ۱۸۶ شرکت از کشور اندونزی طی دوره ی ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۱ پرداختند. برای اندازه گیری ارزش شرکت از نسبت Q توبین استفاده کردند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که ساختار سرمایه (با شاخص نسبت اهرم مالی)، نسبت سود تقسیمی و مؤلفه های حاکمیت شرکتی (با شاخص های اندازه و استقلال هیئت مدیره و درصد سهامداران نهادی) با نسبت Q توبین به عنوان عملکرد مالی شرکت ارتباط معناداری دارند.

یولیانتو و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۴) در تحقیق خود به بررسی تأثیر متغیرهای مالی بر ارزش شرکت در ۱۸۶ شرکت از کشور اندونزی طی دوره ی ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۱ پرداختند. برای اندازه گیری ارزش شرکت از نسبت Q توبین استفاده کردند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که ساختار سرمایه (با شاخص نسبت اهرم مالی)، نسبت سود تقسیمی و مولفه های حاکمیت شرکتی (با شاخص های اندازه و استقلال هیات مدیره و درصد سهامداران نهادی) با نسبت Q توبین به عنوان عملکرد مالی شرکت ارتباط معناداری دارند.

پارک و جانگ<sup>۹</sup> (۲۰۱۳) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت پرداختند که نتایج پژوهش آن ها نشان داد که اهرم بدهی یک راه مؤثر برای کاهش جریان نقد آزاد و همچنین افزایش عملکرد شرکت است.

مارتینز سولا و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت پرداختند. آنها ابتدا به آزمون تجربی سطح بهینه وجه نقد برای حداکثر کردن ارزش شرکت پرداختند. ثانیاً نشان دادند که انحراف از سطح مطلوب وجه نقد باعث کاهش ارزش می شود. نتایج آنها نشان داد که رابطه مقعر بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت وجود دارد.

<sup>4</sup> Nazir & Afzab

<sup>5</sup> Connelly et al

<sup>6</sup> Thi Phuong Vy Le & Nguyet Phan Thi Bich

<sup>7</sup> Yulianto et al

<sup>8</sup> Yulianto et al

<sup>9</sup> Park & Jang

محمدزاده و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر نظام راهبری شرکت بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه دست یافتند که سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری ندارد. همچنین سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت، تأثیر معناداری نشان نداد.

ستایش و نمازی (۱۳۹۴) طی پژوهشی به بررسی ارتباط بین دارایی‌های نامشهود با سودآوری و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج تحقیق آنها نشان داد که بین تغییرات دارایی‌های نامشهود و تغییرات سود کوتاه مدت و بلند مدت، بازده دارایی‌ها و تغییرات ارزش شرکت رابطه معنادار وجود ندارد.

مهرانی و نوروزی (۱۳۹۴)، به بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ارزش شرکت و مدیریت سود پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که سهامداران مدیریت سود را فرصت طلبانه تلقی کرده و مدیریت سود دارای اثری منفی بر ارزش شرکت می‌باشد ولی در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی چنین اثری کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود و ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد و شرکت‌های دارای رتبه حاکمیت شرکتی بالاتر با اثر منفی کم‌تری مواجه هستند.

دایی کریم زاده و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص قیمت سهام بانک‌ها پرداختند. بر اساس یافته‌های این پژوهش، متغیرهای نرخ ارز، نرخ تورم دارای تأثیر منفی و متغیرهای نرخ سود بانکی، حجم نقدینگی، تولید ناخالص داخلی دارای تأثیر مثبت بر شاخص سهام بانک‌ها هستند.

سینایی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه‌ی بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۳ پرداختند. نتایج نشان داد که رابطه‌ی غیر خطی و معنی‌داری بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت وجود داشته و فرصت‌های رشد تأثیر معنی‌داری بر این رابطه دارد.

سجادی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش از نرخ تورم، نرخ رشد نقدینگی، نرخ ارز و درآمد نفتی به عنوان متغیرهای کلان اقتصادی استفاده شده بود و همچنین نتایج آزمون همجمعی حاکی از وجود رابطه بلندمدت بین متغیرهای تورم، نرخ ارز، نرخ رشد نقدینگی و درآمد نفتی با نرخ رشد شاخص بازده نقدی سهام بود.

### فرضیه‌های پژوهش

درآمد عملیاتی بر رشد شرکت (معیار کیوتوبین) تاثیر دارد.

شاخص فلاکت اقتصادی میزان تاثیر درآمد عملیاتی بر رشد شرکت (معیار کیوتوبین) را تعدیل می کند.

مدلهای رگرسیونی برای فرضیات پژوهش

مدل رگرسیونی برای فرضیه اول:

$$\text{Growth}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Operating income}_{it} + \beta_2 \text{size}_{it} + \beta_3 \text{lev}_{it} + \beta_4 \text{cfo}_{it} + \beta_5 \text{cash}_{it} + \beta_6 \text{PPE}_{it} + U_{it}$$

مدل رگرسیونی برای فرضیه دوم:

$$\text{Growth}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Operating income}_{it} + \beta_2 \text{Economic Misery Index}_{it} + \beta_3 \text{Operating income}_{it}^* \\ \text{Economic Misery Index}_{it} + \beta_4 \text{size}_{it} + \beta_5 \text{lev}_{it} + \beta_6 \text{cfo}_{it} + \beta_7 \text{cash}_{it} + \beta_8 \text{PPE}_{it} + U_{it}$$

جدول ۱: تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	نماد	مفهوم نماد
وابسته	company's growth <sub>it</sub>	بیانگر رشد شرکت است که از طریق ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری محاسبه شده است.
مستقل	Operating income <sub>it</sub>	درآمد عملیاتی که از طریق نسبت درآمد عملیاتی به دارایی ها حساب شده است
تعدیلگر	Economic Misery Index <sub>it</sub>	شاخص فلاکت اقتصادی که از طریق مجموع نرخ بیکاری و نرخ تورم اندازه گیری شده است.
کنترلی	size <sub>it</sub>	اندازه شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی ها حساب شده است
	lev <sub>it</sub>	اهرم مالی که از طریق نسبت بدهی به دارایی ها حساب شده است
	cfo <sub>it</sub>	نسبت جریان نقد عملیاتی به جمع کل دارایی ها
	cash <sub>it</sub>	نسبت وجه نقد به جمع کل دارایی ها
	PPE <sub>it</sub>	نسبت دارایی ثابت مشهود به جمع کل دارایی ها

### روش شناسی پژوهش

این تحقیق از لحاظ روش همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی می باشد. از جهت نوع طرح تحقیق، تحقیق حاضر از نوع تحقیقات پس رویدادی است. در این نوع تحقیق ها، هدف بررسی روابط موجود بین متغیرها است و داده ها از محیطی که به گونه ای طبیعی وجود داشته اند و یا از وقایع گذشته که بدون دخالت مستقیم پژوهشگر رخ داده است، جمع آوری و تجزیه و تحلیل می شود. در این تحقیق برای آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به منظور تحلیل داده های بدست آمده از روشهای آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است. بدین ترتیب که برای توصیف داده ها از جدول توزیع فراوانی و در سطح استنباطی برای آزمون فرضیه های پژوهش از آزمونهای اف لیمر، هاسمن استفاده می شود.

برای اجرای هر پژوهش لازم است جامعه آماری مشخص و معین شود. برای انتخاب جامعه آماری به شرکتهای بیمه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رجوع شده است چون اطلاعات شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط حسابداران رسمی، حسابرسی می شود، لذا نسبت به اطلاعات سایر شرکتهای از قابلیت اتکاء بالاتری برخوردار است، و دسترسی به این اطلاعات نسبت به سایر شرکتهای راحت تر است.

به منظور انجام پژوهش، از سالهای ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷، اطلاعات شرکتهای بیمه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، جمع آوری گردید

در نهایت شرکتهای فعال در بیمه ۲۱ شرکت بود که در دوره زمانی ۶ ساله مابین سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفتند.

### یافته های پژوهش

جدول (۲)، آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می دهد.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد	میانگین	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
رشد شرکت	۱۲۶	۲,۳۳۷	۷,۷۸۲	۱,۶۶۱	۱,۳۹۷
درآمد عملیاتی	۱۲۶	۰,۴۵۵	۱,۳۷۱	۰,۰۲۸	۰,۳۱۶
شاخص فلاکت اقتصادی	۱۲۶	۰,۳۰	۰,۴۵	۰,۲۱	۰,۰۹۹
اندازه شرکت	۱۲۶	۱۴,۵۴۷	۱۸,۷۳۵	۱۱,۰۷۸	۱,۸۶۲
اهرم مالی	۱۲۶	۰,۴۲۶	۰,۹۰۱	۰,۰۴۴	۰,۲۳۸
جریان نقد عملیاتی	۱۲۶	۰,۰۷۷	۰,۵۵۲	-۰,۲۶۱	۰,۱۳۲
نگهداشت وجه نقد	۱۲۶	۰,۰۴۴	۰,۲۸۳	۰,۰۱۰	۰,۰۴۱
دارایی ثابت مشهود به	۱۲۶	۰,۱۶۰	۰,۵۴	۰,۰۲۵	۰,۱۲۶

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر رشد شرکت برابر با (۲,۳۳۷) می‌باشد که نشان می‌دهد در شرکتهای عضو نمونه به طور میانگین ۲۳ درصد رشد داشته‌اند. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای اندازه شرکت برابر با ۱,۸۶۲ و برای نگهداشت وجه نقد برابر است با ۰,۰۴۱ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. کمینه و بیشینه نیز کمترین و بیشترین را در هر متغیر نشان می‌دهد. به‌عنوان مثال بزرگ‌ترین مقدار اهرم مالی برابر با ۰,۹۰ است.

### آزمون مانایی متغیرها

مطابق ادبیات اقتصادسنجی لازم است قبل از برآورد مدل، مانایی متغیرها بررسی گردد. برای بررسی وجود ریشه واحد در داده‌های پانل، می‌توان از آزمون لوین لین و چو استفاده کرد که نتایج آن به‌صورت جدول ۳ عرضه می‌گردد.

جدول ۳: آزمون مانایی (لوین، لین و چو) برای تمامی متغیرهای پژوهش

متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
رشد شرکت	-۱۲,۳۵۹۱	۰,۰۰۰۰	مانا است
درآمد عملیاتی	-۱۰,۶۳۲	۰,۰۰۰۰	مانا است
شاخص فلاکت اقتصادی	-۱۱,۱۶۲۴	۰,۰۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	-۴,۱۸۱۳۷	۰,۰۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	-۸,۷۳۴۶	۰,۰۰۰۰	مانا است
جریان نقد عملیاتی	-۱۲,۶۸۱۲	۰,۰۰۰۰	مانا است
نگهداشت وجه نقد	-۲۹,۵۵۲۲	۰,۰۰۰۰	مانا است
دارایی ثابت مشهود به	-۱۴,۵۳۸۶	۰,۰۰۰۰	مانا است

با توجه به جدول ۳ مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری متغیرها در آزمون مانایی همه متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرها است.

### آزمون اف لیمر (چاو)

این آزمون برای تشخیص بین الگوهای اثرات معمولی (pool) و داده‌های تابلویی (panel) صورت می‌گیرد. نتایج حاصل از آزمون اف لیمر برای مدل پژوهش بدین شرح می‌باشد:

جدول ۴: نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۳,۰۴۳	۰,۰۰۰۱	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه دوم	۲,۱۸۶	۰,۰۰۶۲	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی

نتایج حاصل در جدول ۴ نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون برای هر دو مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر پذیرش الگوی داده‌های تابلویی (پانل) می‌باشد.

### آزمون هاسمن

در صورتی که میزان معناداری آماره‌ی چاو (prob) کمتر از سطح ۰,۰۵ باشد ساختار داده‌ای panel انتخاب می‌شود. در این حالت برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی باید آزمون هاسمن نیز انجام شود.

جدول ۵: نتایج آزمون هاسمن

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۲۶,۱۱۹	۰,۰۰۰۲	اثرات ثابت عرض از مبدأ
فرضیه دوم	۵۵,۲۰۳	۰,۰۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدأ

نتایج حاصل در جدول ۵ نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون در مدلها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر پذیرش اثرات ثابت می‌باشد.

### آزمون ناهمسانی واریانس

اگر خطاهای رگرسیون ناهمسان باشند اما محقق بدون در نظر گرفتن این موضوع به فرایند برآورد و استنباط ادامه دهد در این حالت، انحراف معیار می‌تواند اشتباه باشد و بنابراین هرگونه استنباطی که صورت گرفته، می‌تواند گمراه‌کننده باشد بنابراین از آزمون والد تعدیل شده برای بررسی ناهمسانی واریانس جملات اخلاص استفاده شده است.

جدول ۶: نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۳,۰۹۶	۰,۰۰۷۵	ناهمسانی واریانس وجود دارد
فرضیه دوم	۵,۷۳۹	۰,۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس وجود دارد

نتایج حاصل در جدول ۶ نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری آزمون در مدلها کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی مدل با اجرای دستور gls رفع شده است.

## آزمون خودهمبستگی

یکی از فرض‌های اساسی در تخمین مدل رگرسیون به روش OLS عدم خودهمبستگی بین جملات خطا یا همبستگی سریالی است. چون مقادیری که متغیرهای توضیحی در مدل به خود می‌گیرند تصادفی هستند، بنابراین مقادیر خطا نیز باید در کل تصادفی باشند.

جدول ۷: نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۶,۱۸۶	۰,۰۰۲۸	خودهمبستگی سریالی وجود دارد
فرضیه دوم	۶,۹۱۷	۰,۰۰۱۵	خودهمبستگی سریالی وجود دارد

نتایج حاصل در جدول ۷ نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون والدريج برای مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در مدل‌ها می‌باشد. که این مشکل در تخمین نهایی مدل‌ها با اجرای دستور Auto Correlation رفع شده است.

## نتیجه آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می‌دارد: درآمد عملیاتی بر رشد شرکت (معیار کیوتوبین) تاثیر دارد.

جدول ۸: نتیجه آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: رشد شرکت						
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	هم خطی
درآمد عملیاتی	income <sub>it</sub>	۰,۷۲۰	۰,۳۴۶	۲,۰۷۶	۰,۰۴۱	۱,۵۰۸
اندازه شرکت	size <sub>it</sub>	۱,۴۰۴	۰,۲۶۳	۵,۳۳۵	۰,۰۰۰۰	۱,۲۰۱
اهرم مالی	lev <sub>it</sub>	-۱,۶۲۹	۰,۸۱۴	-۲,۰۰۱	۰,۰۴۸۹	۱,۳۲۹
جریان نقد عملیاتی	cfo <sub>it</sub>	۲,۰۱۱	۱,۱۰۴	۱,۸۲۱	۰,۰۷۲۵	۱,۳۱۴
نگهداشت وجه نقد	cash <sub>it</sub>	-۲,۰۲۴	۰,۷۷۵	-۲,۶۰۹	۰,۰۱۰۹	۱,۰۳۸
دارایی ثابت مشهود به	PPE <sub>it</sub>	۰,۰۶۱۹	۰,۳۵۱	۰,۱۷۶	۰,۸۶۰	۱,۳۱۰
C		-۱۷,۸۶۱	۴,۰۴۶	-۴,۴۱۳	۰,۰۰۰۰	---
AR (1)		۰,۲۴۲	۰,۱۷۵	۱,۳۷۷	۰,۱۷۲	---
ضریب تعیین				۶۶ درصد		
ضریب تعیین تعدیل شده				۵۷ درصد		
آماره F				۹,۰۶۵۶		
سطح معناداری				۰,۰۰۰۰		
دوربین واتسون				۲,۱۹۹		

با توجه به جدول ۸، مشاهده می‌شود که متغیر درآمد عملیاتی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از پنج درصد می‌باشد بنابراین می‌توان گفت درآمد عملیاتی بر رشد شرکت (معیار کیوتوبین) تاثیر مستقیم دارد و فرضیه اول پذیرفته می‌شود. متغیر کنترلی اندازه شرکت دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد بوده و ضریب آن عددی مثبت می‌باشد بنابراین تأثیر مستقیم و معناداری با متغیر وابسته دارد. متغیرهای کنترلی اهرم مالی و نگهداشت وجه نقد دارای سطح



معناداری کمتر از ۵ درصد بوده و ضریب آنها عددی منفی می باشد بنابراین تأثیر معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارند. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۵۷ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۵۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره فیشر برابر با ۹,۰۶۵۶ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان می دارد: شاخص فلاکت اقتصادی میزان تأثیر درآمد عملیاتی بر رشد شرکت (معیار کیوتوبین) را تعدیل می کند.

جدول ۹: نتیجه آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: رشد شرکت						
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	هم خطی
درآمد عملیاتی	income <sub>it</sub>	۳,۱۴۹	۰,۷۵۱	۴,۱۸۸	۰,۰۰۰۱	۲,۲۳۱
شاخص فلاکت اقتصادی	Misery	۰,۲۱۱	۰,۹۵۷	۰,۲۲۱	۰,۸۲۵۶	۳,۲۱۰
درآمد عملیاتی * شاخص فلاکت اقتصادی	Income*Misery	-۸,۲۴۰	۱,۹۶۹	-۴,۱۸۲	۰,۰۰۰۱	۴,۵۲۳
اندازه شرکت	size <sub>it</sub>	۰,۷۶۵	۰,۳۰۷	۲,۴۹۱	۰,۰۱۴۹	۱,۲۱۷
اهرم مالی	lev <sub>it</sub>	-۱,۵۷۸	۰,۸۹۵	-۱,۷۶۲	۰,۰۸۲۱	۱,۳۳۲
جریان نقد عملیاتی	cfo <sub>it</sub>	۲,۹۲۳	۱,۱۵۸	۲,۵۲۴	۰,۰۱۳۷	۱,۳۲۴
نگهداشت وجه نقد	cash <sub>it</sub>	-۵,۸۷۶	۱,۴۰۵	-۴,۱۸۰	۰,۰۰۰۱	۱,۰۶۹
دارایی ثابت مشهود به	PPE <sub>it</sub>	-۰,۴۷۰	۰,۵۷۸	-۰,۸۱۳	۰,۴۱۸۸	۱,۳۱۱
C						
AR (1)						
ضریب تعیین						
۷۳ درصد						
ضریب تعیین تعدیل شده						
۶۶ درصد						
آماره F						
۱۲,۸۰۷						
سطح معناداری						
۰,۰۰۰۰						
دوربین واتسون						
۲,۲۴۷						

با توجه به جدول ۹، مشاهده می شود که متغیر درآمد عملیاتی \* شاخص فلاکت اقتصادی دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از پنج درصد می باشد بنابراین می توان گفت شاخص فلاکت اقتصادی میزان تأثیر درآمد عملیاتی بر رشد شرکت (معیار کیوتوبین) را تعدیل می کند. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و جریان نقد عملیاتی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد بوده و ضریب آن عددی مثبت می باشد بنابراین تأثیر مستقیم و معناداری با متغیر وابسته دارند. متغیر کنترلی نگهداشت وجه نقد دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد بوده و ضریب آنها عددی منفی می باشد بنابراین تأثیر معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارد. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۶۶ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۶۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره

فیشر برابر با ۱۲,۸۰۷ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش به بررسی تأثیر درآمد عملیاتی بر رشد شرکت با توجه به شاخص فلاکت اقتصادی در شرکتهای بیمه‌ای پرداخته شد. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکتهای بیمه‌ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که تعداد ۲۱ شرکت و در بازه زمانی ۶ ساله بین سالهای ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ مورد تحقیق قرار گرفتند. دو فرضیه در این پژوهش مطرح گردید که پس از بررسی و آزمون‌های مربوط به فرضیه اول مشخص گردید که درآمد عملیاتی بر رشد شرکت (معیار کیوتوبین) تأثیر دارد. و این تأثیر مستقیم و معنادار است یعنی در واحد اقتصادی با افزایش درآمد عملیاتی یعنی با افزایش میزان فروش بر دارایی‌ها، رشد شرکت نیز افزایش می‌یابد. طبق فرضیه دوم می‌توان گفت که شاخص فلاکت اقتصادی میزان تأثیر درآمد عملیاتی بر رشد شرکت (معیار کیوتوبین) را تعدیل می‌کند. یعنی تعامل شاخص فلاکت اقتصادی با درآمد عملیاتی و افزایش آنها منجر به رشد شرکت می‌گردد. یعنی در شرکتهایی که درآمد عملیاتی بالایی دارند با افزایش میزان شاخص فلاکت اقتصادی، ارزش شرکت کاهش می‌یابد. با توجه به نتایج این پژوهش، پیشنهاد می‌شود پژوهش حاضر با استفاده از سایر روش‌های اندازه‌گیری ارزش شرکت انجام شده و نتایج مقایسه گردد و همچنین می‌توان پژوهش حاضر را در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت با نتایج این پژوهش مقایسه کرد و نیز انجام پژوهش حاضر در صنایع مختلف و مقایسه نتایج پژوهش.

### منابع

- ✓ مهران، ساسان، نوروزی، سونا، (۱۳۹۴)، بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ارزش شرکت و مدیریت سود، دانش مالی و حسابداری، دوره ۲، شماره ۳، صص ۱۰۵-۱۲۲.
- ✓ پورزمانی، زهرا، خریدار، احسان رضا، (۱۳۹۲)، تأثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، شماره ۲۰، صص ۷۹-۹۰.
- ✓ زراء نژاد، منصور، سحر، معتمدی، (۱۳۹۱)، بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص کل قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۳، صص ۱۰۱-۱۱۶.
- ✓ بهار مقدم، مهدی، کوارویی، طیبه، (۱۳۹۱) ارتباط روزها و ماه‌های سال متغیرهای کلان اقتصادی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفتهای حسابداری، دوره ۴، شماره ۲، صص ۱-۲۶.
- ✓ محمدزاده ساطقه، حیدر، بادآور نهندی، یونس، اسماعیل نژاد، مجید، (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر نظام راهبری شرکت بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۱، صص ۱۲۵-۱۴۲.
- ✓ سینایی، حسنعلی، سلگی، محمد، محمدی، کامران، (۱۳۹۰)، تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره چهارم، شماره پیاپی ۱۰، صص ۸۷-۱۰۲.
- ✓ نوروش، ایرج، حیدری، مهدی، (۱۳۹۳)، سودمندی ارزش افزوده در پیش‌بینی سود حسابداری شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۱۳، صص ۱۲۱-۱۴۱.
- ✓ دانش جعفری، داود، فرجی ملاتی، امین، (۱۳۹۲)، اقتصاد مقاومتی؛ راهکاری برای بهبود وضعیت درآمدی شهرداری‌ها، اقتصاد شهر، شماره ۲۰، صص ۱۸-۳۱.

- ✓ ستایش، محمدحسین، نمازی، نویدرضا، (۱۳۹۴). بررسی ارتباط بین دارایی های نامشهود با سودآوری و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۶، صص ۱-۳۹.
- ✓ دایی کریم زاده، سعید، شریفی رنانی، حسین، قاسمیان مقدم، لطفعلی، (۱۳۹۲)، اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص قیمت سهام بانک ها، مجله اقتصادی، شماره ۱۱ و ۱۲، صص ۶۵-۹۰.
- ✓ Park, K. , & Jang, S. S. (2013). Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance. *international Journal of Hospitality Management* 33: 51-63.
- ✓ Martinez-Sola, C., Garcia-Teruel, P. J., and Martinez-Solano, P. (2011). Corporate cashholding and firm value, (Program: PCRTRM 07-10). Research project 08822/PHCS/08. Available At: <http://tandfonline.com>.
- ✓ Beja, E. (2014). Measuring economic ill-being: Evidence for the Philippine misery index. Department of Economics, Ateneo de Manila University, Quezon City, Philippines 1108, Mpra Paper.
- ✓ Welsch, H. (2007). Macroeconomics and life satisfaction: Revisiting the Misery index. *Journal of Applied Economics*, 10(2): 237-251.
- ✓ Ball, R.J.,P. Brown. ,(1968) ,"An Emperical Evaluation of Accounting Income Numbers ", *Journal of Accounting Research*, 6.
- ✓ Yulianto, A, Suhadak, E, Darminto, P and Handayani, S.(2014). The Role of Corporate Governance, Dividend Policy, and Capital Structure on Ownership Structure Toward the Firm Value, *European Journal of Business and Management*, Vol.6, No.8: pp 134-159.