

## تعیین عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در عرصه بازارهای ناقص

جواد مرادی\*، غلامرضا احمدی<sup>۱</sup>\*\*

\* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت

\*\* عضو هیأت علمی جهاد دانشگاهی هرمزگان

### چکیده

شناخت و درک صحیح عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری مدیران در ارتباط با مخارج سرمایه‌ای، به دلیل آثار آن بر عملکرد بلند مدت شرکت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. هدف این تحقیق، بررسی و دستیابی به معیارهایی است که بتوان به کمک آنها بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران اثر گذاشت و رفتار سرمایه‌گذاری این گروه را بهتر درک کرد. در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای انجام این تحقیق ابتدا با استفاده از پشتوانه نظری و مطالعات تجربی در خصوص موضوع، متغیرهای مستقل شناسایی و با استفاده از اطلاعات تعداد ۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۸۶-۸۰ و به‌کارگیری مدل رگرسیون چند گانه، الگوی تغییرات مخارج سرمایه‌ای برآورد شده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که فقط متغیر جریان‌های نقد عملیاتی، با تغییرات مخارج سرمایه‌ای رابطه معناداری دارد.

**واژه‌های کلیدی:** تغییرات مخارج سرمایه‌ای، جریان‌های نقد عملیاتی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، تئوری نمایندگی، بازارهای ناقص

## مقدمه

کیوتوبین، همگی بازارهای سرمایه‌ای را کامل فرض نموده‌اند. برای سرمایه‌گذاری در یک بازار سرمایه کامل، تصمیم‌گیری آسان است و فقط لازم است مدیران، پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت را به منظور حداکثر نمودن ارزش سهام شرکت انتخاب نمایند. در چنین بازارهایی عواملی نظیر مالیات، اطلاعات نامتقارن و هزینه مبادلات وجود ندارد، اما در دنیای واقعی، وجود نقص و عدم تقارن اطلاعاتی، تصمیم‌گیری را به فرایندی پیچیده مبدل می‌سازد. با توجه به اهمیت موضوع، در این مطالعه، به بررسی علل و عوامل ناقص شدن بازار و همچنین، اثر این نواقص بر روی تصمیم‌های مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها می‌پردازیم. از منظر تأثیر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، عوامل ناقص بازار را می‌توان به دو گروه طبقه‌بندی نمود: عوامل بنیادی<sup>۱</sup> و عوامل نهادی<sup>۲</sup>.

عوامل بنیادی شامل اطلاعات نامتقارن، مخاطره اخلاقی، گزینش نادرست، مشکلات نمایندگی و عوامل رفتاری است و عوامل نهادی شامل متنوع-سازی، مالیات‌ها، مقررات دولتی و یارانه‌هاست.

اطلاعات نامتقارن یکی از نواقص عمده بازار است که مانع از عملکرد صحیح بازار می‌شود و سرمایه‌گذاری شرکت را متأثر می‌سازد. عدم تقارن اطلاعاتی حالتی است که در آن یک عضو فعال در بازار، در خصوص دارایی مورد معامله اطلاعاتی دارد که طرف مقابل فاقد آن اطلاعات است [۱]. دو گونه اصلی از عدم تقارن اطلاعاتی عبارت است از مخاطره اخلاقی<sup>۳</sup> و گزینش نادرست<sup>۴</sup>. مشکل گزینش نادرست،

سرمایه‌گذاری سودآور، نبض حیات شرکت و عاملی بنیادین در تعیین ارزش آن تلقی می‌گردد. بر اساس مبانی نظری موجود، انتظار می‌رود ارزش شرکت، تابعی از ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی آن است که به شدت از سرمایه‌گذاری‌های آن متأثر می‌گردد، اما این موضوع که آیا ارزش شرکت نیز بر مخارج سرمایه‌ای مؤثر است یا خیر را می‌توان در عرصه متون نمایندگی و با توجه به وضعیت بازارهای نوظهور و ناقص، مورد بررسی و پژوهش قرار داد. از منظر نمایندگی، ممکن است نگرش مدیران، مالکان و اعتبار دهندگان، همسو و هم جهت نبوده و بین این گروه‌ها تضاد منافع وجود داشته باشد. لذا تصمیم‌های اتخاذی از سوی مدیران، لزوماً با منافع سرمایه‌گذاران و سهامداران، همراستا نخواهد بود و رفع این تضاد، با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی بین این دو گروه، مشکل به نظر می‌رسد. در این راستا، دستیابی به معیارهایی که بتوان به کمک آنها به طور غیرمستقیم بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران اثر گذاشت و رفتارهای سرمایه‌گذاری این گروه را بهتر درک کرد، به‌ویژه در بازارهای ناقص با فرض وجود عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی، ضروری به نظر می‌رسد و به‌عنوان هدف اصلی این مطالعه مد نظر قرار گرفته است.

## مبانی نظری پژوهش

چیرینکو (۱۹۹۳) ادعا می‌کند سرعت الگوی سرمایه‌گذاری تجاری تأثیر بسزایی بر فعالیت‌های اقتصادی یک کشور دارد. مدل‌های سرمایه‌گذاری که عبارت است از مدل شتاب، مدل جریان نقدی، مدل نئوکلاسیک، مدل نئوکلاسیک اصلاح شده و مدل

1 -Fundamental Factors  
2 -Institutional Factors  
3 -Moral Hazard  
4 -Adverse Selection

عوامل اساسی نقص بازار به شمار می‌رود و معیاری برای سنجش اصطکاک در یک سیستم است [۲۷]. یکی از کارکردهای اصلی بازارها کاهش هزینه مبادلات است و این موضوع شاخص ارزیابی کارایی عملیاتی بازار تلقی می‌گردد. هزینه‌های معاملاتی به عنوان هزینه‌های مستقیم کنترل عدم کارایی شرکت تعریف می‌شود، بنابراین می‌تواند تأثیر بسزایی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها داشته باشد [۱۰].

متنوع‌سازی<sup>۴</sup> یکی دیگر از عوامل نقص بازار به شمار می‌رود که در زمره عوامل نهادی جای می‌گیرد. مطالعات نشان می‌دهد که شرکت‌های ادغامی، به واسطه بیمه مشترک بین بخش‌های مرتبط، دارای ظرفیت بدهی بالاتری هستند. دوم این‌که یک بازار داخلی می‌تواند در تخصیص منابع به پروژه‌ها بهتر عمل کند، زیرا مدیر عامل در یک بازار تأمین مالی داخلی، در خصوص آینده بخش‌های مختلف شرکت، به خوبی مطلع است و آگاهی مزبور باعث می‌شود بخش‌های سودآور شناسایی و در نتیجه تخصیص منابع، بهتر انجام پذیرد [۱۹].

ساختار صنعت نیز بر استراتژی شرکت‌ها تأثیر دارد و انتظار می‌رود در یک صنعت، الگوی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مشابه باشد و در صنایع مختلف تفاوت کند. در یک صنعت بالغ (تکامل یافته) که کالایی استاندارد تولید می‌کند، شرکت‌ها به کندی رشد می‌کنند، اما آن دسته از صنایعی که در حال تجربه پیشرفت‌های فنی جدید هستند، مخارج سرمایه‌ای بالایی متحمل می‌شوند. تحقیقات نشان می‌دهد، در صنایع متمرکز به دلیل آسانتر بودن پیش-

در بازارهای سهام و بدهی مصداق دارد. در مواردی که احتمال ناتوانی در پرداخت دیون برای مدیران وجود دارد، میزان استقراض افزایش می‌یابد [۲۰]. مدیرانی که استقراض نموده‌اند، در پذیرش ریسک سرمایه‌گذاری از جسارت بالاتری برخوردارند و این حالت به مخاطره اخلاقی منجر می‌شود [۲۴]. وجود اطلاعات نامتقارن بین قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده، ممکن است به ایجاد شکافی بین تأمین مالی داخلی و خارجی منجر شود [۱۵].

مشکلات نمایندگی<sup>۱</sup> یکی دیگر از نواقص عمده بازار است که تأثیر شگرفی بر تصمیم سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد و از تضاد منافع مدیران و مالکان منتج می‌گردد. ممکن است مدیران شرکت‌های تجاری عام، اهداف شخصی خود را دنبال کنند که این امر لزوماً با اهداف سهامداران خارج از شرکت همسو نیست [۱۷]. مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، به سرمایه‌گذاری افراطی منجر می‌شود و ممکن است در قالب میل افراطی مدیران به اداره کردن شرکت‌های بزرگ تجلی کند. مدیرانی که نگران شهرت خود در بازار کار هستند، ممکن است انگیزه‌هایی برای اتخاذ اقداماتی داشته باشند که به بهبود عملکرد کوتاه‌مدت آنان به هزینه عملکرد بلندمدت منجر گردد [۲۲].

مالی رفتاری<sup>۲</sup> و مصادیق آن، از دیگر نواقص عمده بازار است که بر رخداد نظام‌مند خطای تصمیم‌گیری مدیران و سرمایه‌گذاران، متمرکز است و به مطالعه اینکه چگونه سرمایه‌گذاران و مدیران در قضاوت‌های خود دچار خطای نظام‌مند یا ذهنی می‌شوند، می‌پردازد [۱۴]. هزینه‌های معاملاتی<sup>۳</sup> نیز به عنوان یکی از

1 -Agency problem  
2 -Behavioral finance  
3 -Transaction costs

### پیشینه تحقیق

جهانخانی و کنعانی (۱۳۸۵) امکان ارایه مدل تعیین میزان مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را بررسی و مطالعه نمودند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد در دوره زمانی ۸۲-۶۹ شرکت‌های سرمایه‌ای در مقایسه با شرکت‌های اهرمی در زمان تأمین مالی دارای حساسیت بالاتری نسبت به اجزای غیربنیادی قیمت سهام در بازار سهام هستند. همچنین شرکت‌های سرمایه‌ای در مقایسه با شرکت‌های اهرمی، در زمان تأمین مالی دارای حساسیت کمتری نسبت به بازده آتی سهامشان به طور مثبت در بازار سهام هستند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که بازار سهام (قیمت‌های سهام) با مخارج سرمایه‌ای در ارتباط است و سرمایه‌گذاری شرکت و بازار سهام، هم به طور سرهای زمانی و هم به صورت مقطعی، به هم وابسته هستند [۲].

نمازی و مرادی (۱۳۸۵) با استناد به مبانی نظری موجود در عرصه تئوری نمایندگی، به بررسی تجربی سازه‌های مؤثر در تعیین پاداش هیأت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و مضامین تئوری نمایندگی را به منظور تبیین ادراک بازار سرمایه از عملکرد مدیران و سازوکارهای بازار در تعیین پاداش هیأت مدیره، مطالعه کردند. یافته‌های آنها در سطح کل شرکت‌ها و بر اساس اطلاعات کسب شده برای سال‌های ۸۲-۷۸، حاکی از رابطه معنادار بین متغیرهای مستقل شامل نسبت بازده دارایی‌ها و تغییرات آن، اندازه شرکت، تمرکز مالکیت و ریسک مالی با متغیر وابسته (پاداش هیأت مدیره) است [۴].

مشایخی و دیگران (۱۳۸۹) اثر مخارج سرمایه‌ای و اقلام تعهدی بر بازده سهام را مطالعه کردند. آنها این

بینی شرایط آتی، بودجه‌بندی مخارج سرمایه‌ای، بهتر امکان‌پذیر است [۱۱].

مالیات نیز به عنوان یک عامل انگیزشی، برای افزایش مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها مطرح است. این اعتقاد وجود دارد که مالیات به دو طریق بر مخارج سرمایه‌ای اثر می‌گذارد: اول، افزایش نرخ بازده پس از مالیات سرمایه‌گذاری از طریق تغییر زمان‌بندی پرداخت مالیات، و دوم، ایجاد انگیزه افزایش مخارج سرمایه‌ای، از طریق کاستن از بدهی‌های مالیاتی. مطالعات نشان می‌دهد که تقاضای سرمایه‌گذاری نسبت به سیاست مالیاتی بسیار حساس است [۱۳].

مقررات دولتی و یارانه‌ها نیز به عنوان یک عامل نهادی باعث نقص بازار می‌شود. مداخله دولت تأثیر بسزایی بر اقتصاد و مخارج سرمایه‌ای شرکت‌های تحت نظارت دارد و تخصیص یارانه به پروژه‌های ریسکی بخش خصوصی، با توجه به ناقص بودن بازار سرمایه و وجود مالیات می‌تواند به سرمایه‌گذاری افراطی و افت ارزش سهام شرکت منجر گردد [۲۱]. تحقیقات نشان می‌دهد اقتصاد دارای رشد بالا، نسبت به شوک‌های مالی آسیب‌پذیر است، زیرا یارانه دولتی زیاد باعث ایجاد سرمایه‌گذاری بالا و همچنین باعث افزایش نرخ رشد تولید ناخالص می‌شود و این رشد سریع، اقتصاد را نسبت به شوک‌های مالی آسیب‌پذیر می‌سازد [۱۸].

هدف از تحقیق حاضر، بررسی عواملی است که مدیران در تصمیم‌های مخارج سرمایه‌ای مدنظر قرار می‌دهند. در همین راستا، درک مدیر از ارزش شرکت و درک سرمایه‌گذاران از ارزش شرکت تفکیک شده است تا اهمیت و اولویت عوامل فوق در انجام مخارج سرمایه‌ای بررسی و مشخص شود.

### فرضیه‌های تحقیق

برای تحقق هدف اصلی تحقیق، فرضیه‌هایی به شرح ذیل طراحی شده است:

**فرضیه اصلی الف- ادراک مدیران از ارزش شرکت با توجه به اطلاعات در دسترس آنها، بر میزان مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها مؤثر است.**

الف-۱- بین رشد فروش و تغییرات مخارج سرمایه‌ای، رابطه معناداری وجود دارد.

الف-۲- بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و تغییرات مخارج سرمایه‌ای، رابطه معناداری وجود دارد.

الف-۳- بین تغییرات جریان‌های نقدی و تغییرات مخارج سرمایه‌ای رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه اصلی ب- ادراک سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه از ارزش شرکت، بر میزان مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها مؤثر است.**

ب-۱- بین بازده دوره جاری سهام و تغییرات مخارج سرمایه‌ای، رابطه معناداری وجود دارد.

ب-۲- بین بازده دوره گذشته سهام و تغییرات مخارج سرمایه‌ای، رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه اصلی ج- مشکلات نمایندگی بر میزان مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها مؤثر است.**

ج-۱- بین نسبت بدهی‌ها و تغییرات در مخارج سرمایه‌ای رابطه معناداری وجود دارد.

ج-۲- بین نسبت سود نقدی تقسیمی و تغییرات مخارج سرمایه‌ای، رابطه معناداری وجود دارد.

### جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. داده‌های

موضوع را از طریق بررسی عملکرد پرتفویهای تشکیل شده بر اساس مخارج سرمایه‌ای و اقلام تعهدی با استفاده از سه مقیاس مختلف بازده آزمون نمودند. آنها دریافتند طی دوره زمانی ۸۶-۸۰ نابهنجاری مخارج سرمایه‌ای و نابهنجاری اقلام تعهدی در بازار سرمایه ایران وجود دارد و از هم مجزا هستند [۵].

در خارج از کشور نیز مطالعاتی در این زمینه صورت گرفته است که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌شود. استولز (۱۹۹۰) نشان داد زمانی که جریان وجوه نقد زیاد است، مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری افراطی دارند و وقتی جریان وجوه نقد کم است، تفریط می‌ورزند [۲۵].

نینی و دیگران (۲۰۰۸) در مطالعه خود شواهدی از تأثیر تضاد منافع بین اعتباردهنده و وام‌گیرنده بر خط مشی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارائه نمودند. آنها دریافتند که محدودیت‌های موضوعه بر مخارج سرمایه‌ای در قرارداد وام‌های دریافتی، به کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها منجر می‌شود و شرکت‌هایی که به قراردادهای جدید دست یابند، از افزایش در ارزش بازار و عملکرد شرکت، بهره‌مند می‌گردند [۲۳].

دورنو و دیگران (۲۰۰۳) نیز، طی مطالعه‌ای نشان دادند که بازار سهام بر روی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به واسطه تأثیرشان بر روی بهای تمام شده وجوه و تأمین مالی خارجی تأثیر دارد [۱۱].

چیرینکو و هانتلی (۲۰۰۱) برای دوره زمانی ۱۹۹۶-۱۹۹۲ نشان دادند که در بورس سهام ژاپن، حباب‌هایی در قیمت‌های سهام وجود دارد که بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مؤثر است [۸].

$$\begin{aligned} \Delta CAPX / K_{it} = & \alpha + \beta_1 SaleG_t + \beta_2 Stock.return_{it} \\ & + \beta_3 Stock.return_{it-1} + \beta_4 MK/BK \\ & + \beta_5 Debt.ratio + \beta_6 Dividend.Payout.ratio + \\ & \beta_7 \Delta CF / K_{it} + \beta_8 Size_{it} + \beta_9 DYear + e \end{aligned}$$

تغییرات مخارج سرمایه‌های ( $\Delta CAPX/K_{it}$ ) به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است که براساس مطالعه لولن و بدریناس (۱۹۹۷) از تفاوت خالص ارزش دفتری داراییهای ثابت در ابتدا و پایان دوره به علاوه هزینه استهلاک محاسبه می‌گردد [۱۹]. رشد فروش ( $SaleG_t$ )، از تفاوت فروش دوره جاری و دوره قبل تقسیم بر فروش دوره قبل تعیین شده است. تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی ( $\Delta CF/K_{it}$ )، بر اساس مطالعه کلری و دیگران به عنوان نماینده درک مدیر از ارزش شرکت در مدل لحاظ و از صورت جریان وجوه نقد استخراج شده است [۹]. متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری ( $MK/BK$ ) براساس مطالعه فازاری و همکاران به عنوان یک متغیر آینده‌نگر و همچنین نماینده درک مدیر از ارزش شرکت، از حاصل ضرب تعداد سهام شرکت در قیمت بازار سهام تقسیم بر جمع حقوق صاحبان سهام محاسبه و لحاظ شده است [۱۲]. متغیرهای بازده دوره جاری سهام ( $stock.return_{it}$ ) و دوره گذشته ( $stock.return_{it-1}$ ) نیز بر اساس مطالعه بلانچارد و دیگران، به عنوان نماینده درک سرمایه‌گذاران از ارزش شرکت بر اساس مطالعات بلانچارد و همکاران در مدل لحاظ شده است و از تفاوت قیمت سهام ابتدا و پایان دوره، به علاوه سود نقدی هر سهم تقسیم بر قیمت ابتدای دوره تعیین شده است [۶]. متغیرهای نسبت بدهی ( $Debratio$ ) [۱۶] و نسبت سود نقدی تقسیمی ( $Dividend Payout$ ) [۷] نیز به عنوان نماینده مشکلات نمایندگی در مدل

مورد نیاز برای دوره زمانی ۸۶-۸۰ برای بررسی و آزمون استفاده شده است. نمونه آماری این تحقیق با لحاظ نمودن محدودیتهای زیر گزینش شده است: ۱- پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفندماه باشد و طی دوره تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشند؛ ۲- اطلاعات مربوط به متغیرهای تحقیق برای آنها از منابع مختلف در دسترس باشد؛ ۳- از ابتدای دوره تحقیق در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند؛ ۴- عضو شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری نباشد.

با لحاظ نمودن محدودیت‌های فوق از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۸۱ شرکت انتخاب گردید.

### روش تحقیق و نحوه جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

تحقیق حاضر به لحاظ هدف، کاربردی و از نوع همبستگی است. در این مطالعه، ابتدا داده‌های خام از منابع اطلاعاتی مناسب جمع‌آوری شده، سپس متغیرهای تحقیق محاسبه گردیده، به کمک رگرسیون چندمتغیره و از طریق نرم‌افزار آماری SPSS تحلیل خواهد شد. به منظور جمع‌آوری داده‌های تحقیق، از بانک‌های اطلاعاتی تدبیر پرداز و پارس پرتفولیو استفاده شده است. در مواردی که بانک‌های اطلاعاتی قید شده فاقد داده‌های مورد نیاز بوده‌اند و یا تناقض اطلاعاتی مشاهده شده است، از یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی استفاده شده است.

### مدل و متغیرهای تحقیق

مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها به شرح

زیر است:

لحاظ گردیده‌اند. متغیر اندازه شرکت به عنوان یک متغیر کنترلی در مدل در نظر گرفته شده است [۲۶]. از متغیر اثر سیاسی (DYear) نیز به منظور بررسی تأثیر سال‌های بعد از تغییر ریاست جمهوری (از سال آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در نگاره ۱ ارائه شده است.

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

شاخص‌ها متغیرها	میانگین	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	واریانس	دامنه تغییرات	چولگی	کشیدگی
تغییرات مخارج سرمایه‌ای	۱۶/۵۱۲	۸۷۹۹	-۲۸۹/۲۱۱	۳۷۰/۱۳۸	۱۳۷۰۰۲/۲۴	۹۰۸۸/۲۱۱	۲۳/۶۸۷	۵۶۲/۹۶۹
تغییرات جریانهای نقدی	-۱۵/۳۵۳	۶۲/۶۰۵	-۵۷۶۲/۲۳۷	۲۶۸/۹۱۲	۷۲۳۱۳/۷۷۸	۵۸۲۴/۸۴۲	-۱۹/۲۶	۳۸۹/۸۹۵
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۶/۸۷۰	۲۵۶۷/۸۵	-۱۰۳/۲۴۱	۱۰۸/۰۹۳	۱۱۶۸۴/۱۴۷	۲۶۷۱/۰۹۷	۲۳/۵۷۷	۵۵۹/۶۱۶
رشد فروش	۰/۳۴۲	۱۳۳/۹۵۷	-۱۴۱/۷۶۳	۸/۴۱۱	۷۰/۷۵۶	۲۷۵/۷۲	-۱/۲۸۹	۲۵۶/۶۷۶
بازده دوره جاری سهام	۰/۲۸۲۹	۳۰/۴۳۷	-۰/۹۱۷	۱/۷۴۱	۳/۰۳۳	۳۱/۳۵۵	۱۱/۷۷۲	۱۷۸/۶۶۳
بازده دوره گذشته سهام	۰/۳۹۴	۳۰/۴۳۸	-۰/۹۳۷	۲/۱۳۶	۴/۵۶۵	۳۱/۳۷۵	۹/۰۸۱	۱۰۱/۳۵۰
اندازه شرکت	۱۲/۶۵۶	۱۸/۵	۹/۷۶۷	۱/۴۳۱	۲/۰۵	۸/۷۳۳	۱/۱	۲/۲۶
نسبت بدهی	۰/۷۵۹	۶/۰۵۲	۰/۰۵۹	۰/۳۷۹	۰/۱۴۴	۵/۹۹۲	۶/۶۵۱	۷۴/۸۸۹
نسبت سود نقدی تقسیمی	۰/۸۶۷	۴۴/۶۸۴	-۸۱	۴/۹۷۱	۲۴/۷۱۷	۱۲۵/۶۸۴	-۴/۲۲۴	۱۵۷/۸۷۹

آمار توصیفی متغیرها و نتایج آزمون فرضیه‌ها

اسمیرنف) حاکی از نرمال بودن توزیع متغیر مذکور است. نتایج حاصل از آزمون مدل تحقیق، در نگاره ۲ ارائه شده و مؤید معنی‌داری مدل مورد استفاده است.

خروجی حاصل از نرم‌افزار آماری در خصوص نرمال بودن توزیع متغیر وابسته (آزمون کولموگروف-)

## نگاره ۲. نتایج آزمون مدل تحقیق

نتایج آزمون مدل تحقیق (ANOVA)			
ر (ضریب همبستگی)	$R^2$ (ضریب تعیین)	D.W (دوربین-واتسون)	Sig. (معنی داری)
۰/۴۰۹	۰/۱۶۷	۲/۰۰۵	۰/۰۰۰

نتایج معنی‌داری ضرایب مدل به شرح مندرج در نگاره ۳ است.

## نگاره ۳. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش

متغیر مستقل	ضریب $\beta$	انحراف معیار	آماره t	sig. (سطح معنی داری)
ضریب ثابت مدل	۱۶۳/۴۶۵	۱۳۳/۶۲۵	۱/۲۲۳	۰/۲۲۲
رشد فروش	۰/۰۲۱	۱/۷۱۴	۰/۰۱۲	۰/۹۹
تغییرات جریان‌های نقدی	-۰/۵۵۳	۰/۰۵۳	-۱۰/۳۴۷	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۰۸	۰/۱۳۳	-۰/۰۵۶	۰/۹۵۵
بازده دوره جاری سهام	-۰/۷۶۷	۸/۲۵۹	-۰/۰۹۳	۰/۹۲۶
بازده دوره گذشته سهام	-۲/۰۴۷	۶/۷۳۷	-۰/۳۰۴	۰/۷۶۱
نسبت بدهی	-۱۳/۸۱۷	۳۷/۸۸۹	-۰/۳۶۵	۰/۷۱۵
نسبت سود نقدی تقسیمی	-۰/۵۱۹	۲/۸۸۷	-۰/۱۸	۰/۸۵۷
اندازه شرکت	-۱۱/۸۴۵	۱۰/۳۵۹	-۱/۱۴۴	۰/۲۵۳

با توجه به یافته‌های مندرج در نگاره‌های فوق، مدل نهایی استنتاج شده از تحقیق شامل یک متغیر مستقل و یک متغیر وابسته به شرح ذیل است:

$$\Delta CAPX / K_{it} = \alpha + \beta \Delta CF / K_{it}$$

## بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که فقط متغیر تغییرات جریان‌های نقدی بر مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها مؤثر است. در این رابطه می‌توان چنین استدلال نمود که مدیران به جریان‌های نقدی بیش از سایر عوامل اهمیت می‌دهند. با توجه به معکوس بودن رابطه تغییرات جریان‌های نقدی و مخارج سرمایه‌ای (ضریب بتای منفی) می‌توان چنین استنباط نمود که در ایران مدیران شرکت‌ها، در دوره‌هایی که

با کاهش منابع نقدی عملیاتی مواجه می‌گردند، با توجه به دغدغه نقدینگی و واژه از انتساب عملکرد ضعیف به آنان، نسبت به افزایش مخارج سرمایه‌ای (از محل منابعی غیر از عملیات شرکت) اقدام می‌کنند و یا در دوره‌هایی که با افزایش منابع نقدی عملیاتی مواجه هستند، با توجه به اینکه احتمالاً دغدغه نقدینگی ندارند، نسبت به مخارج سرمایه‌ای و توسعه آتی، بی تفاوت شده، بر کوتاه‌مدت تمرکز می‌کنند، زیرا اگر منبع تأمین مالی مخارج سرمایه‌ای، منابع عملیاتی (کوتاه‌مدت) شرکت باشد، در این صورت، وجود رابطه منفی بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات مخارج سرمایه‌ای، حاکی از صرف جریان‌های نقدی عملیاتی برای مخارج سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری وجود در شرکت با دیدگاهی بلندمدت در



شرکت خواهد بود و یا اینکه منابع بلندمدت به نقد تبدیل شده، صرف امور جاری شرکت می‌گردد که این حالت نشان‌دهنده مشکلات مدیریتی جدی در شرکت است.

رشد فروش با تغییرات مخارج سرمایه‌ای رابطه معناداری ندارد. در این خصوص می‌توان این‌گونه استدلال نمود که اگر مدیران، ارزش شرکت را تابعی از رشد درآمد عملیاتی بدانند، به دلیل استفاده از مبنای تعهدی در حسابداری، نمی‌توان قاطعانه اظهار داشت که رشد درآمد عملیاتی، به افزایش وجوه نقد در دسترس جهت انجام مخارج سرمایه‌ای منجر خواهد شد و شاید در بازار ایران، کیفیت سود و درآمد عملیاتی گزارش شده (میزان نزدیکی سود و درآمد با جریان‌های نقدی)، پایین است که باید بررسی گردد. این امر بدین معنی است که مدیران در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت، به عواملی غیر از رشد درآمد عملیاتی توجه دارند. شاید بتوان عدم رابطه معنی‌دار بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با تغییرات مخارج سرمایه‌ای را به این موضوع منتسب نمود که متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به‌عنوان نماینده ریسک شرکت تلقی می‌شود و بالا بودن این نسبت، حاکی از ریسک بالای شرکت است. با توجه به ناقص بودن بازار سرمایه ایران و همچنین با توجه به اینکه عدم اطمینان به‌عنوان یک عامل مؤثر در کشورهای در حال توسعه که در حال انجام اصلاحات اقتصادی هستند، مطرح است، ممکن است سرمایه‌گذاران در ارزیابی عملکرد مدیران، به شرایط آتی چندان توجه نکنند و از ریسک، گریزان باشند. در چنین حالتی عکس‌العمل مدیران، کوتاه‌بینی و تمرکز بر کوتاه‌مدت خواهد بود و حاضر نیستند متحمل مخارج سرمایه‌ای سنگین (به امید بهبود آتی

عملکرد) گردند. با توجه به نتایج آماری به نظر می‌رسد در بازار سرمایه ایران، مدیران به ریسک ارزش-یابی شرکت، در بازار چندان توجهی ندارند و بازده سهام نیز با تغییرات مخارج سرمایه‌ای رابطه معناداری ندارد. می‌توان دلیل این امر را تفکر کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران در ارزیابی عملکرد شرکت و شکل-گیری غیرمنطقی عرضه و تقاضای سهام (بدون ارزیابی عوامل بنیادین) در بازار ایران عنوان کرد که مدیران را از تمرکز بر بلندمدت و انجام مخارج سرمایه‌ای باز می‌دارد. در چنین حالتی، تصمیم‌های مخارج سرمایه‌ای توسط مدیران، هیچ‌گونه تأثیری بر بازده سرمایه‌گذاران نخواهد داشت و با توجه به عوامل دیگری غیر از بازدهی سرمایه‌گذاران اتخاذ خواهد شد. از منظر آماری رابطه معناداری بین دو متغیر نسبت بدهی و نسبت سود نقدی تقسیمی با تغییرات مخارج سرمایه‌ای وجود ندارد. عدم ارتباط بین نسبت بدهی و تغییرات مخارج سرمایه‌ای، بدین معنی است که ریسک تحمیلی به اعتباردهندگان، با تغییر در سرمایه‌گذاری‌ها و بهبود چشم‌انداز آتی شرکت، متناسب نیست. به عبارت دیگر، تحمیل ریسک به اعتباردهندگان، ارتباط مشخصی با پروژه-های سرمایه‌ای شرکت ندارد. لذا می‌توان چنین استنباط کرد که مدیران در اتخاذ تصمیم‌های مخارج سرمایه‌ای به مقوله تسهیم ریسک توجهی ندارند. در خصوص سیاست‌های تقسیم سود نقدی نیز وضع به همین منوال است و مدیران در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت، به سیاست تقسیم سود، توجهی ندارند و مقوله افراط و تفریط در سرمایه‌گذاری-بدان گونه که در متون نظری بیان شده است-در ایران جلوه‌ای ندارد. به نظر می‌رسد تقسیم سود در

شرکت‌های ایرانی، از الگوی خاصی پیروی نمی‌کند و بیشتر تابع شرایط محیطی است [۳].

متغیر کنترلی اندازه شرکت و اثر سیاسی نیز در مدل لحاظ گردید که پس از آزمون مشخص گردید، رابطه معناداری بین متغیرهای مذکور و تغییر در مخارج سرمایه‌ای وجود ندارد. نتایج حاکی از آن است که تغییر ساختار سیاسی کشور، تأثیر معناداری بر مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها نداشته است. نظر به اینکه تصمیم‌های مخارج سرمایه‌ای، راهبردی و بلندمدت هستند و آثار آنها چندین دوره تداوم می‌یابد و همچنین، تصمیم‌گیری در خصوص مخارج سرمایه‌ای و اجرایی نمودن آن در ایران فرایندی طولانی و زمان‌بر است، بنابراین، به نظر منطقی است که تغییر ساختار سیاسی (اثر سال) بر مخارج سرمایه‌ای اثر معناداری نداشته باشد. این موضوع را می‌توان این گونه تفسیر نمود که تغییر ساختار سیاسی بر نگرش سرمایه‌گذاری مدیران ایرانی مؤثر نبوده است. اندازه شرکت نیز در تعیین مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها نقشی نداشته است. این مهم بدان معنی است که بین اندازه شرکت و مخارج سرمایه‌ای آن تناسب وجود ندارد که شاید دلیل این امر، دانش ناکافی مدیران ایرانی از علوم مالی باشد. به طور کلی، بی‌ثباتی و عدم وجود نظم، در تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌های ایرانی در خصوص مخارج سرمایه‌ای مشهود است که می‌توان آن را به ساختار ناقص بازار کشورهای در حال توسعه و بی‌ثباتی در عرصه تصمیم‌گیری‌های کلان کشور نسبت داد. در چنین محیطی، ریسک ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، افزایش یافته و امنیت اقتصادی سرمایه‌گذاران به خطر می‌افتد.

### پیشنهادها

با توجه به یافته‌های تحقیق، از آن جا که یک تصمیم‌گیری صحیح و بهینه مستلزم درک صحیحی از روش‌ها و قواعد مالی و سازوکارهای بازار است و نتایج نشان داد که متغیر جریان‌های نقدی و تغییرات آن عامل اصلی تأثیرگذار بر تصمیم‌های مخارج سرمایه‌ای است، لذا به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد از اطلاعات صورت جریان وجوه نقد استفاده نمایند و بر مدیریت نقدینگی تمرکز کنند. به نظر می‌رسد جریان‌های نقدی و توجه به آن از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است و محتوای گزارش‌های مالی (به‌ویژه صورت جریان وجوه نقد) مبنای تصمیم‌گیری در مورد مخارج سرمایه‌ای است. لذا، ارتقای سطح دانش مالی مدیران برای تصمیم‌گیری صحیح در مورد مخارج سرمایه‌ای امری ضروری به نظر می‌رسد. موارد زیر بررسی گردد:

۱- با توجه به معنادار بودن ارتباط بین تغییر در جریان‌های نقدی و تغییر در مخارج سرمایه‌ای، می‌توان چنین نتیجه‌گیری نمود که ادراک مدیریت در ارتباط با تصمیم‌های مخارج سرمایه‌ای، نسبت به ادراک بازار از اهمیت بیشتری برخوردار است و مدیران بیشتر به عوامل درون سازمانی توجه دارند، حال آنکه باید سرمایه‌گذاران در کانون توجه قرار گیرند. لذا، توصیه می‌شود بر آموزش مدیران در زمینه تمرکز بر بازار و نگرش بلندمدت و دوری‌گزینی از کوتاه‌نگری، تمرکز شود و مطالعات بیشتری در این عرصه صورت گیرد.

۲- در تحقیق حاضر متغیر جریان‌های نقدی، فقط حدود ۱۷ درصد از تغییر مخارج سرمایه‌ای را توصیف نمود. با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری در

- Investment”, *Quarterly Journal of Economics*, vol.108, No.1, pp.115-136.
- 7-Borokhovich, K. & kehr, J. A.,(2005),“Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs”, *Financial Review*, vol.4, No.1 ,pp.37-65.
- 8-Chrinko, R. & Huntley, S. C.,(2001),“Business Fixed Investment and Bubbles: The Japanese Case”, *American Economic Review*, Vol.91, No. 3, pp. 663-680.
- 9-Cleary, S. & Michael, R.,(2006),“The U-shaped Investment Curve: Theory and Evidence”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Forth Coming.
- 10-Dietrich, M.,(2003),“The Importance of Management and Transaction Costs For Large UK Firms”, *Applied Economics*, Vol. 35, No. 11, pp. 13171330.
- 11-Durnev, A., Randall, M.O. & Bernard, Y.,(2003),“Value Enhancing Capital Budgeting and Firm-Specific Stock Return Variation”, *Journal of Finance*, Vol. 59, No.1, pp. 65-106.
- 12- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G.& Petersen, B. C.,(1998),“Financing Constraints and Corporate Investment” , *Brooking Papers on Economic Activity*, pp.141-195.
- 13-Goolsbee, A.,(1998),“Investment Tax Incentives, Prices, and the Supply of Capital Goods”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113 , No. 1, pp. 121-148.
- 14-Heaton, J.,(2002),“Managerial Optimism and Corporate Finance”, *Financial Management*, Vol.31, pp. 33-45.
- 15-Hubbard, G.,(1998),“Capital Market Imperfections and Investment”, *Journal of Economics Literature*, vol.36, No. 1, pp. 193-225.
- 16-Jensen, M. & Meckling, W. I.,(1976),“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol.3, No.4, pp.305-360.
- 17-Jensen, M.,(1986),“Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, vol. 76 ,NO.2, pp. 323-330.

فرآیند رشد و توسعه اقتصادی کشور، توصیه می‌شود مطالعه بیشتری در خصوص عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها صورت گیرد و آثار عواملی نظیر عوامل کلان اقتصادی، سیاسی و اجتماعی، کوتاه‌مدت‌نگری مدیران، دسترسی به منابع تأمین مالی، وجود یارانه‌ها و بهره‌وری صنایع بررسی گردد.

## منابع

- ۱-اسکات، ویلیام. (۱۳۸۶). **تئوری حسابداری مالی**، ترجمه علی پارسایان، تهران: انتشارات ترمه.
- ۲-جهانخانی، علی و منصور کنعانی.(۱۳۸۵). "ارایه مدل تعیین مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده سازمان بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از اطلاعات حسابداری"، **دو ماهنامه علمی- پژوهشی دانشگاه شاهد**، دوره جدید
- ۳-جهانخانی، علی و سعید باقری.(۱۳۸۴). "شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته در سازمان بورس اوراق بهادار"، **تحقیقات مالی**، دوره ۲۰.
- ۴-نمازی، محمد و جواد مرادی.(۱۳۸۵). "بررسی تجربی سازه‌های مؤثر در تعیین پاداش هیأت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مطالعات حسابداری**، ش ۱۰ و ۱۱.
- ۵-مشایخی، بیتا، محمد اسماعیل فدایی‌نژاد و راحله رحمانی.(۱۳۸۹). "مخارج سرمایه‌ای، اقلام تعهدی و بازده سهام"، **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی دانشگاه اصفهان**، شماره اول.
- 6-Blanchard,O.,Changyong, R. H. & Lawrence, S. U.,(1993),“The Stock Markets Profit and

- 18-Kim, Y. & Jong-Wha, L. E.,(2002),“Overinvestment, Collateral Lending, and Economic Crisis”, *Japan and the World Economy*, Vol. 14, No. 2, pp. 181-201.
- 19-Lewellen, W. & Badrinath ,S. G.,(1997),“On the Measurement of Tobin's q”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, pp. 77-122.
- 20-Majluf, M. & Myers, S.,( 1984),“Corporate Financing And Investment Decision When firms Have Information that Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No.2, pp.187-222.
- 21-Mayshar, J.,(1977),“Should Government Subsidize Risky Private Projects?”, *American Economic Review*, Vol. 67, No. 2, pp. 20-28.
- 22-Narayanan, M.,(1996),“Managerial Incentives for Short-term Results”, *Journal of Finance*, VOL. 40, NO. 5, pp. 1469-14859.
- 23-Nini, G., Smith, D. and Sufi, A.,(2008),“Creditor Control Rights and Firm Investment Policy”, *Available at SSRN.com*.
- 24-Stein, J. C.,(2001),“Agency, Information and Corporate Investment”, NBER Working Paper No. 8342.
- 25-Stulz, R.,(1990),“Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, No. 1, pp. 3-28.
- 26-Voget, S.,(1997),“Cash Flow and Capital Spending: Evidence From Capital Expenditure Announcements”, *Financial Management*, vol.26, No.2, pp.44-58.
- 27-Williamson, O.,(1985), “The Economic Institutions of Capitalism”( New York,).