



بررسی تأثیر ادراک مدیران و بازار از ارزش شرکت بر مخارج سرمایه ای در بازارهای ناقص با در نظر گرفتن مسأله نمایندگی

دکتر جواد مرادی^۱، غلامرضا احمدی^۲

۱- استادیار گروه حسابداری دانشگاه شیراز

۲- مربی گروه حسابداری دانشگاه پیام نور

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۱/۱۷ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۵/۱۲

چکیده

هدف این مقاله بررسی و دستیابی به معیارهایی است که بتوان به کمک آنها بر تصمیم‌های مدیران در زمینه مخارج سرمایه‌ای اثر گذاشت. بدین منظور، نمونه آماری شامل ۶۰ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره شش ساله ۹۰-۸۵ از طریق تحلیل همبستگی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان می‌دهد، که هم ادراک مدیران و هم ادراک سرمایه‌گذاران با در نظر گرفتن متغیرهای جایگزین، بر مخارج سرمایه‌ای شرکت‌های نمونه تأثیرگذار می‌باشد. همچنین هر چه جریان‌های نقدی آزاد بیشتر باشد، ارتباط بین ادراک مدیران و بازار از ارزش شرکت و مخارج سرمایه‌ای قوی‌تر شده و حساسیت متغیر وابسته (مخارج سرمایه‌ای) به متغیرهای جایگزین ادراک مدیران و سرمایه‌گذاران از ارزش شرکت، افزایش (شدت) می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: بورس اوراق بهادار تهران؛ مخارج سرمایه‌ای، جریان نقدی آزاد، نظریه نمایندگی.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری.

طبقه‌بندی M410:JEL



1-Jmoradi2005@yahoo.com

2-ahmadigh@pnu.ac.ir

* نویسنده مسئول

مقدمه

سرمایه‌گذاران در طول زمان همواره به این که آیا رفتار بازار سرمایه نسبت به فعالیت‌های اقتصادی منطقی است یا خیر علاقه‌مند بوده‌اند. صاحب‌نظرانی چون مورک و همکاران (۱۹۹۰) در زمینه اهمیت این موضوع بیان می‌کنند چون فعالیت‌های اقتصادی و قیمت سهام بر هم اثر دارند، بررسی منطقی بودن رفتار بازار سرمایه از اهمیت خاصی برخوردار است [۲۱]. از جمله علل و عواملی که باعث ناقص شدن بازار سرمایه می‌شود می‌توان به مواردی نظیر اطلاعات نامتقارن، مشکلات نمایندگی، عوامل رفتاری و مقررات دولتی اشاره نمود. هر کدام از این عوامل باعث عدم واکنش به موقع، صحیح و منطقی بازار سرمایه نسبت به فعالیت‌ها و اطلاعات اقتصادی می‌شود که این موضوع بر تصمیم‌گیری مدیران و سرمایه‌گذاران اثرات منفی خواهد گذاشت [۷].

اطلاعات نامتقارن یکی از نواقص عمده بازار است که مانع از عملکرد صحیح بازار می‌شود و سرمایه‌گذاری شرکت را متأثر می‌سازد. عدم تقارن اطلاعاتی بیانگر حالتی است که برخی از طرف‌های معامله ممکن است نسبت به سایرین از مزیت اطلاعاتی بیشتری برخوردار باشند که ممکن است باعث شود که قیمت بازار با ارزش فعلی جریان‌های نقدی برابر نباشد. دو مخاطره اصلی مرتبط با عدم تقارن اطلاعاتی عبارت است از مخاطره اخلاقی و گزینش نادرست. گزینش نادرست به حالتی اشاره دارد که در یک سیستم اقتصادی یک یا چند نفر از طرف‌های قرارداد یا یک معامله بالقوه، نسبت به طرف دیگر دارای مزیت اطلاعاتی باشد. افرادی که به اطلاعات داخلی و محرمانه شرکت دسترسی دارند می‌توانند از مزیت اطلاعاتی خود استفاده کرده و سود ببرند که در واقع با این کار موجب دلسردی سایر سرمایه‌گذاران شوند و آنها را از بازار سرمایه دور کنند و نقدینگی بازار را کاهش دهند. مخاطره اخلاقی گونه‌ای از عدم تقارن اطلاعاتی است که در آن یک یا چند نفر از طرف‌های قرارداد می‌توانند شاهد انجام شدن خواسته‌های خود در داد و ستد باشند، ولی طرف دیگر نمی‌تواند شاهد چنین رخ دادی باشد [۲].

مشکلات نمایندگی یکی دیگر از نواقص عمده بازار است که تأثیر شگرفی بر تصمیم سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد و از تضاد منافع مدیران و مالکان منتج می‌گردد. نوروش و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیقی نشان دادند هزینه‌های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارند، بدین معنی که اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه‌هایی را داشته باشد، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت [۱۰]. ممکن است مدیران شرکت‌های تجاری عام، اهداف شخصی خود را دنبال کنند که این امر لزوماً با اهداف سهامداران خارج از شرکت همسو نیست. مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، منجر به سرمایه‌گذاری افراطی می‌شود و ممکن است در قالب میل افراطی مدیران به اداره کردن شرکت‌های بزرگ تجلی نماید. مرادی و امیری (۱۳۹۰) در مطالعه خود نشان دادند مدیرانی که نگران شهرت خود در بازار کار هستند، ممکن است انگیزه‌هایی برای اتخاذ اقداماتی داشته باشند که منجر به بهبود عملکرد کوتاه‌مدت آنان به هزینه عملکرد بلندمدت گردد [۶].



مالی رفتاری و مصادیق آن، رویکردی نوین در حوزه مالی بوده و مبتنی بر این دیدگاه است که برخی پدیده‌های روان‌شناختی مانع می‌شود تا شخص سرمایه‌گذار منطقی عمل نماید [۲] و بدین طریق منجر به نقص بازار می‌گردند.

مقررات دولتی و یارانه‌ها نیز به عنوان یک عامل نهادی باعث نقص بازار می‌شود. در نظریه‌های سرمایه‌گذاری مداخله دولت محدود در نظر گرفته می‌شود. اما در جهان واقع، این مداخله سابقه طولانی دارد. دولت‌ها از طریق تخفیف‌های مالیاتی و تعرفه‌های حمایتی برای بهبود رشد اقتصادی به بخش خصوصی یارانه می‌دهند که با توجه به ناقص بودن بازار سرمایه، نتایج تحقیقات نشان می‌دهد که شرکت‌ها مایل هستند به خاطر تخصیص یارانه‌های دولت در پروژه‌هایی با ریسک بالا سرمایه‌گذاری نمایند که در نتیجه منجر به افت ارزش سهام شرکت می‌گردد [۲۰]. 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].

در انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید توسط مدیریت فرض بر آن است که این سرمایه‌گذاری‌ها آثار مثبتی بر عملکرد شرکت خواهند داشت و در بلندمدت باعث افزایش ثروت مالکان و همچنین کاهش مسأله نمایندگی می‌شوند. به عنوان مثال مرادی و امیری (۱۳۹۰) نشان دادند که تغییرات مخارج سرمایه‌ای با عملکرد مالی درون‌سازمانی و برون‌سازمانی رابطه مثبت و معناداری دارد [۶]. اما این که آیا بازار هم از مخارج سرمایه‌ای انجام شده توسط شرکت، درک صحیحی دارد و آثار این تصمیم‌ها را به درستی در قیمت‌ها و بازده مالکان، منعکس می‌سازد یا خیر، و این که آیا مسأله نمایندگی بین مالکان و مدیران، بر این مقوله اثرگذار است یا خیر، تاکنون مورد بررسی قرار نگرفته است. بنابراین هدف از تحقیق حاضر، بررسی درک مدیران و بازار از عملکرد مخارج سرمایه‌ای با در نظر گرفتن مسایل نمایندگی بین مدیران و مالکان است.

پیشینه پژوهش

ملکی و حجازی (۱۳۹۵) تاثیر نوسانات مخارج سرمایه‌ای بر بهره‌وری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. نتایج نشان داد که نوسانات مخارج سرمایه‌ای بر بهره‌وری شرکت‌ها تاثیر معنادار و مستقیمی دارد [۹].

حیدری و همکاران (۱۳۹۴) رابطه هزینه‌های نمایندگی و معیارهای ارزیابی عملکرد را با استفاده از الگوسازی معادلات ساختاری بررسی نمودند. نتایج نشان داد که هزینه‌های نمایندگی اثر منفی و معناداری بر معیارهای ارزیابی عملکرد دارد [۱۱].

علی‌نژاد و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تاثیر مخارج سرمایه‌ای با توجه به محدودیت تأمین مالی بر حساسیت جریان وجوه نقد پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که مخارج سرمایه‌ای با توجه به محدودیت‌های تأمین



مالی بر حساسیت جریان وجوه نقد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد [۴].

مرادی و امیری (۱۳۹۰) به بررسی مسأله نمایندگی بین مدیران و مالکان با تکیه بر نقش مخارج سرمایه‌ای پرداختند. یافته‌های آنها طی دوره زمانی ۸۸-۸۲ نشان داد بین تغییرات مخارج سرمایه‌ای با عملکرد مالی درون‌سازمانی و برون‌سازمانی شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و همچنین جریان‌های نقد آزاد بر تغییرات مخارج سرمایه‌ای مؤثر است [۶].

مرادی و احمدی (۱۳۸۹) با استناد به مبانی نظری موجود در عرصه تئوری نمایندگی، به بررسی و تعیین عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در عرصه بازارهای ناقص پرداختند. یافته‌های آنها طی دوره زمانی ۸۶-۸۰ نشان داد متغیر جریان‌های نقدی عملیاتی با تغییرات مخارج سرمایه‌ای رابطه معنی‌داری دارد [۷].

مشایخی و همکاران (۱۳۸۹) اثر مخارج سرمایه‌ای و اقلام تعهدی بر بازده سهام را مورد مطالعه قرار دادند. آنها این 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. یافته‌های آنان نشان داد طی دوره زمانی ۸۶-۸۰ نابهنجاری مخارج سرمایه‌ای و نابهنجاری اقلام تعهدی در بازار سرمایه ایران وجود دارد و از هم مجزا هستند [۸].

مجته‌زاده و احمدی (۱۳۸۸) رابطه بین کیفیت سود و اطلاعات حسابداری و مخارج سرمایه‌ای را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آنها نشان داد که با افزایش کیفیت سود، حساسیت مخارج سرمایه‌ای آتی به سود سال جاری افزایش می‌یابد [۵].

در خارج از کشور نیز مطالعاتی در این زمینه صورت گرفته است که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌شود. چن و چن (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر مدیریت سود بر مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها پرداختند. آن‌ها نوعی رابطه علی و معلولی بین مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها و مدیریت سود نشان دادند و دریافتند که هر چه مخارج سرمایه‌ای بالاتر باشد، مدیریت سود واقعی در شرکت‌ها بیشتر خواهد بود [۱۲].

کیم و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر کنترل مالکانه، بر ارزش بازار مخارج سرمایه‌ای پرداختند و نشان دادند که مخارج سرمایه‌ای برای سهامداران، ارزش آفرین است و منجر به افزایش ارزش متعلق به سهامداران می‌گردد. آن‌ها این موضوع را دلیلی بر اثر کنترل مالکانه بر کارایی سرمایه‌گذاری تلقی نمودند [۱۷].

سو (۲۰۱۴) معتقد است که قدرت مدیران در شرکت‌ها آن‌چنان چیره است که اثر پرداخت‌های انگیزشی را تضعیف نموده و کم‌اهمیت می‌کند. او در مطالعه‌ای تحت عنوان قدرت مدیران و تصمیم‌های مخارج سرمایه‌ای نشان داد که هر چه قدرت مدیران بیشتر باشد، میزان مخارج سرمایه‌ای افزایش می‌یابد. همچنین یافته‌های او نشان داد که از بین دو متغیر اندازه شرکت و جریان‌های نقدی آزاد، اندازه شرکت بر مخارج سرمایه‌ای تأثیرگذارتر است و قدرت بالاتر مدیران، حساسیت جریان وجه نقد آزاد-مخارج سرمایه‌ای را



کاهش می‌دهد [۲۵].

دینگ و همکاران (2013) به بررسی ارتباط بین مخارج سرمایه‌ای، سرمایه در گردش و محدودیت‌های تأمین مالی پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان داد شرکت‌هایی که حساسیت پایینی نسبت به مخارج سرمایه‌ای و جریان‌های وجوه نقد داشتند و همچنین شرکت‌هایی که حساسیت بالایی نسبت به سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش و جریان‌های وجوه نقد داشتند، بیشتر تحت فشار محدودیت‌های مالی خارجی بودند و دریافته‌اند که ثبات سطوح سرمایه‌گذاری خود را بیشتر با سرمایه در گردش می‌توانند حفظ کنند تا از طریق سرمایه ثابت؛ و یک مدیریت فعال سرمایه در گردش می‌تواند وسیله‌ای برای رهایی آن‌ها از محدودیت‌های تأمین مالی باشد [۱۵].

نینی و همکاران (۲۰۰۸) در مطالعه خود شواهدی از تأثیر تضاد منافع بین اعتباردهنده و وام‌گیرنده بر خط مشی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارائه نمودند. آن‌ها دریافته‌اند که محدودیت‌های وضع شده بر مخارج سرمایه‌ای در قرارداد وام‌های دریافتی، منجر به کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود و شرکت‌هایی که به قراردادهای جدید دست یابند، از افزایش در ارزش بازار و عملکرد شرکت، منتفع می‌گردند [۲۲].

وی و سای (۲۰۰۵) از دیدگاه تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به بررسی نقش اقلام تعهدی اختیاری در درک بازار از مخارج سرمایه‌ای پرداختند. آن‌ها عقیده دارند که مدیران، اقلام تعهدی اختیاری را به کار می‌گیرند تا مخارج سرمایه‌ای نامتناسب خود را توجیه کنند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که با افزایش اقلام تعهدی اختیاری، ارتباط منفی بین مخارج سرمایه‌ای و بازده سهام نیز افزایش یابد [۲۴].

فرضیه‌های پژوهش

به منظور دستیابی به هدف تحقیق، فرضیه‌هایی به شرح زیر در نظر گرفته 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 - مسأله نمایندگی بر ارتباط ادراک مدیران از ارزش شرکت و میزان سرمایه‌گذاری



شرکت‌ها مؤثر است.

فرضیه اصلی د- مسأله نمایندگی بر ارتباط ادراک سرمایه گذاران از ارزش شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت‌ها مؤثر است.

روش پژوهش

تحقیق حاضر به لحاظ هدف، کاربردی و از نوع تحقیقات همبستگی می‌باشد. در این مطالعه، ابتدا داده‌های خام از منابع اطلاعاتی مناسب جمع‌آوری شده، سپس متغیرهای تحقیق محاسبه گردیده، به کمک رگرسیون چندمتغیره و آزمون‌هایی نظیر آزمون F و آزمون والد با استفاده از نرم افزار آماری Eviews مورد تحلیل قرار گرفته است.

به منظور جمع‌آوری داده‌های تحقیق، از بانک‌های اطلاعاتی تدبیرپرداز و پارس پرتقویو 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.

جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. داده‌های مورد نیاز برای دوره زمانی ۹۰-۸۵ جهت بررسی و آزمون جمع‌آوری شده است. نمونه آماری این تحقیق با لحاظ نمودن محدودیت‌های زیر گزینش شده است:

۱- پایان سال مالی شرکت ۲۹ اسفندماه باشد و طی دوره مطالعه، تغییر نداشته باشد.

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 نباشند.

با لحاظ نمودن محدودیت‌های فوق از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۶۰ شرکت انتخاب شده است و داده‌های مورد نیاز برای آنها جمع‌آوری و مورد بررسی قرار گرفته است.

برای آزمون فرضیه‌های اصلی الف و ب، طبق مطالعه مورک و همکاران (۱۹۹۰) از مدل شماره (۱) استفاده شده است:

$$\Delta CAPX / K_{i,t} = \alpha + \beta_1 SaleG_{i,t} + \beta_2 MK / BK_{i,t} + \beta_3 \Delta CCF / K_{i,t} + \beta_4 RET_{i,t} + \beta_5 RET_{i,t-1} + \beta_6 FCF_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + e_{i,t}$$

(۱) مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه اصلی ج، طبق مطالعه کلری و همکاران (۲۰۰۷) به شرح زیر

(مدل شماره ۲) می‌باشد [۱۴]

$$\Delta CAPX / K_{i,t} = \alpha + \beta_1 SaleG_{i,t} + \beta_2 MK / BK_{i,t} + \beta_3 \Delta CCF / K_{i,t} + \beta_6 FCF_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + e_{i,t}$$

(۲)



(۲) به منظور آزمون فرضیه ج، ابتدا نمونه آماری بر اساس متغیر جریان نقد آزاد چارک بندی می شود. چارک بالا شامل شرکت های با جریان نقد آزاد زیاد، چارک پایین شرکت های با جریان نقد آزاد کم و ۵۰ درصد میانی شرکت های با جریان نقد آزاد متوسط در نظر گرفته می شوند. سپس مدل شماره ۲ در هر گروه یک بار اجرا شده و توان تبیین مدل به کمک آزمون والد، بین این سه گروه مقایسه گردیده است. برای آزمون فرضیه اصلی دینیز از مدل شماره ۳ استفاده شده است و نحوه آزمون این فرضیه نیز همانند فرضیه ج است:

$$\Delta CAPX/K_{i,t} = \alpha + \beta_4 RET_{i,t} + \beta_5 RET_{i,t-1} + \beta_6 FCF_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

تعریف متغیرها و نحوه اندازه گیری آنها در جدول شماره ۱ ارائه شده است.

جدول ۱- متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری آنها

نام متغیر	نماد	شرح
تغییرات مخارج سرمایه ای	$\Delta CAPX/K_{i,t}$	تفاوت خالص ارزش دفتری دارایی های ثابت در ابتدا و پایان دوره تقسیم بر جمع حقوق صاحبان سهام [13]
رشد فروش	$SaleG_{i,t}$	متغیر جایگزین درک مدیر از ارزش شرکت که از تفاوت فروش دوره جاری و دوره قبل تقسیم بر فروش دوره قبل [۳۳]
تغییرات جریان های نقدی عملیاتی	$\Delta CF/K_{i,t}$	متغیر جایگزین درک مدیر از ارزش شرکت که تغییر جریان های نقدی عملیاتی طی دوره است [۱۶]
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	$MK/BK_{i,t}$	متغیر آیدمنگر و همچنین جایگزین درک مدیر از ارزش شرکت، ارزش بازار سهام به علاوه ارزش دفتری کل بدنه های تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی های شرکت [۱۶]
بازده بازار سهام در دوره t	$RET_{i,t}$	متغیر جایگزین درک سرمایه گذاران از ارزش شرکت که از تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره سهام به علاوه سایر عوامل ناشی از خرید سهم مانند عزایابی ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود نقدی تقسیم بر قیمت سهام اول دوره محاسبه شده است [۱۶]
جریان نقدی آزاد	$FCF_{i,t}$	متغیر جایگزین تعداد ناشی از مسأله نمایندگی بین مدیران و مالکان، که از سود عملیاتی قبل از استهلاک پس از کسر مالیات، به اضافه هزینه بهره و سود تقسیمی پرداختی به دست می آید و با تقسیم بر مجموع دارایی ها استاندارد شده است [۱۶]
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	بزرگی بودن شرکت می تواند فرصت های رشد و موقعیت های مناسب سرمایه گذاری بیشتری برای مدیران فراهم کند که آثار آن بر روابط متغیرها کنترل شده است. اندازه از لگاریتم فروش خالص محاسبه شده است [۳]

یافته های پژوهش

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورد مطالعه در جدول شماره ۲ ارائه شده است.



جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

شاخص‌ها متغیرها	میانگین	میانه	پیشنه	کمینه	انحراف معیار
تغییرات مخارج سرمایه‌ای	-۰/۰۵	-۰/۰۲	۵	-۱۱	۱/۵۳
تغییرات جریان‌های نقدی	-۰/۳۶	-۰/۰۲	۵۹	-۲۳	۴/۰۷
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۳/۷۴	۱/۸۳	۴۹	-۳۱۰	۱۹/۱۴
رشد فروش	۰/۵	-۰/۱۸	۶۷	-۱	۴/۰۵
بازده دوره جاری سهام	-۰/۲۸	-۰/۱۳	۴/۵۲	-۰/۶۹	۰/۶۵
بازده دوره گذشته سهام	-۰/۳۹	-۰/۰۵	۳/۵۳	-۰/۹۴	-۰/۵۹
اندازه شرکت	۱۲/۹۸	۱۲/۸۶	۱۸	۹	۱/۶۱
جریان نقد آزاد	۰/۱۵	-۰/۰۷	۵	-۲	-۰/۵۵

همان‌گونه که مشاهده می‌شود میانگین تغییرات مخارج سرمایه‌ای شرکت‌های انتخابی، طی دوره مطالعه منفی بوده است، بدین معنی که مخارج سرمایه‌ای این شرکت‌ها، در مجموع کاهش داشته است. نتایج حاصل از آزمون مدل شماره ۱ در جدول ۳ ارائه شده است.

همان‌طور که مشاهده می‌شود با توجه به سطح معناداری آماره F، نتایج حاکی از آن است که مدل شماره ۱ معنادار است. همچنین کلیه متغیرهای جایگزین ادراک مدیران و بازار از ارزش شرکت، با تغییرات مخارج سرمایه‌ای دارای رابطه معنادار هستند. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با $1/88$ می‌باشد، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که میان باقیمانده‌های مدل، خودهمبستگی وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده حدود ۳۶ درصد است که حاکی از توان تبیین متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل است. مقادیر آماره VIF نیز حاکی از عدم وجود همبستگی بین متغیرهای مستقل است.

بنابراین با توجه به نتایج مندرج در جدول ۳، کلیه فرضیه‌های فرعی مربوط به فرضیه اصلی الف به شرح زیر تأیید می‌گردد:

نتیجه آزمون فرضیه الف-۱: بین رشد فروش و تغییرات مخارج سرمایه‌ای، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

نتیجه آزمون فرضیه الف-۲: بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و تغییرات مخارج سرمایه‌ای، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

نتیجه آزمون فرضیه الف-۳: بین تغییرات جریان‌های نقدی و تغییرات مخارج سرمایه‌ای رابطه مثبت و



معناداری وجود دارد.

جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون مدل شماره ۱

متغیر	ضریب β	آماره t	سطح معناداری	آماره VIF
ضریب ثابت مدل	-۰.۷۷	-۱.۴۴۷	۰.۱۶۹	۷۱.۰۸
رشد فروش	-۰.۲۳	-۳.۸۳	۰.۰۰۰۵	۱.۶۵
نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری	۰.۳۲	۲.۳۸	۰.۰۲۲۴	۳.۵
تغییرات جریان‌های نقدی	۰.۱۱	۳.۷۸	۰.۰۰۰۲	۱.۷۱
بازده دوره جاری سهام	-۰.۵۴۶	-۵.۸۹۱	۰.۰۰۰۰	۱.۳۱
بازده دوره گذشته سهام	-۰.۲۴۵	-۲.۴	۰.۰۱۶	۱.۲۹
جریان نقدی آزاد	-۰.۱۶۴	-۳.۶۳	۰.۰۰۰۱۳	۱.۶۴
اندازه شرکت	۰.۰۵۱	۱.۲۲	۰.۲۲۴	۲.۷۴
ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب همبستگی	آماره دوربین-واتسون	آماره F	سطح معناداری
۰.۳۵۸	۰.۶۱	۱.۸۸	۲۴.۴۸	۰.۰۰۰۰

مدل نهایی:

$$\Delta CAPX/K_{i,t} = -0.77 - 0.23SaleG_{i,t} + 0.032MK/BK_{i,t} + 0.11\Delta CF/K_{i,t} - 0.546RET_{i,t} - 0.245RET_{i,t-1} - 0.124FCF_{i,t} + 0.051Size_{i,t} + e_{i,t}$$

بنابراین می توان نتیجه گرفت که:

ادراک مدیران از ارزش شرکت با توجه به اطلاعات در دسترس آن ها، بر میزان مخارج سرمایه ای شرکت ها مؤثر است.»

همچنین فرضیه های فرعی مربوط به فرضیه اصلی ب به شرح زیر تأیید می-گردد:

نتیجه آزمون فرضیه ب-۱: بین بازده دوره جاری سهام و تغییرات مخارج سرمایه ای، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

نتیجه آزمون فرضیه ب-۲: بین بازده دوره گذشته سهام و تغییرات مخارج سرمایه ای، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

بنابراین می توان نتیجه گرفت که:

ادراک سرمایه گذاران و بازار سرمایه از ارزش شرکت، بر میزان مخارج سرمایه ای شرکت ها مؤثر است.» نتایج حاصل از آزمون مدل شماره ۲ در هر یک از زیرگروه های نمونه در جدول شماره ۴ خلاصه شده است. با توجه به جدول شماره ۴، از آنجایی که سطح معناداری آماره والد در مقایسه بین زیرگروه ها از ۵ درصد کمتر است، فرضیه های فرعی مرتبط با فرضیه اصلی ج نیز تأیید می گردند. بنابراین می توان نتیجه گرفت که: مسأله نمایندگی بر ارتباط ادراک مدیران از ارزش شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت ها مؤثر است.» بالاترین ضریب تعیین مربوط به زیرگروه شرکت های با جریان نقد آزاد زیاد و کمترین ضریب تعیین متعلق



به زیرگروه شرکت های با جریان نقد آزاد کم است. به عبارت دیگر با تغییر در سطح جریان های نقد آزاد به عنوان متغیر جایگزین مشکلات نمایندگی، هر چه جریان های نقد آزاد بیشتر باشد، توان تبیین مدل افزایش یافته است. همچنین همان گونه که بر اساس اعداد مندرج در جدول مشخص است، هر چه جریان های نقد آزاد در دسترس افزایش یافته است، حساسیت متغیر وابسته (تغییرات مخارج سرمایه ای) به متغیرهای جایگزین ادراک مدیران (رشد فروش، تغییرات جریان های نقدی عملیاتی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری)، در عین حال که همگی معنادار هستند، افزایش یافته است. به عبارت دیگر با افزایش جریان های نقدی آزاد، اعتقاد مدیران و باورهای آنان در خصوص ارزش شرکت، با شدت بیشتری مخارج سرمایه ای شرکت را متأثر می سازد.

جدول ۴- نتایج حاصل از آزمون مدل شماره ۲ در زیر گروه های نمونه

زیرگروه نمونه									نام متغیر
جریان نقدی آزاد زیاد			جریان نقدی آزاد متوسط			جریان نقدی آزاد کم			
سطح معناداری	آماره F	ضریب β	سطح معناداری	آماره F	ضریب β	سطح معناداری	آماره F	ضریب β	
۰/۰۰۶۴	۱/۸۸	-۰/۴۹	۰/۹۹۳۴	۰/۰۰۸	۰/۰۰۸	۰/۳۵۷	۰/۰۹۳	-۰/۹۱	ضریب ثابت مدل
۰/۰۳۹۹	۲۱/۹۵	-۰/۴۴	۰/۰۰۰۰	۴/۲۸	-۰/۲۶۲	۰/۰۰۰۰	۴/۷۸	-۰/۱۸	رشد فروش
۰/۰۰۰۰	۵/۹۵	۰/۴۹	۰/۰۰۰۵	۳/۴۶۵	۰/۳۱	۰/۰۰۰۳۸	۳	۰/۱۷	تغییرات جریان های نقدی
۰/۰۰۰۰۸	۳/۸	۰/۴۴	۰/۰۰۵۲	۳/۰۵	۰/۱۶۲	۰/۰۳۴۱	۲/۸۳	-۰/۲۳	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۰۳۳۸	۲/۱۶۷	-۰/۴۴	۰/۰۰۲۵	۲/۲۶	-۰/۲۵۴	۰/۹۴۵۷	۰/۰۰۹۸	-۰/۰۹۳	جریان نقدی آزاد
۰/۰۵۵۴	۱/۹۵	۰/۶۲	۰/۸۷۴۹	۰/۱۵۸	۰/۰۱۲	۰/۳۴۴۷	۰/۹۵۱	۰/۰۲۵	اندازه شرکت
		۰/۴۳			-۰/۳۳			۰/۱۳۹	ضریب تعیین تعدیل شده
	۴۱/۷۶			۱۵/۵۶			۴/۳۷		آماره F
	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			۰/۰۰۰۸۹		سطح معناداری
	۱/۸۵			۱/۸۳			۱/۷۹		آماره دو ریبین سواتسون
مقایسه ضرایب تعیین مدل در زیرگروه ها به کمک آزمون والد									
مقایسه		نتیجه مقایسه			آماره والد		مقایسه		
توان تبیین مدل در زیرگروه با جریان نقد آزاد متوسط به میزان معناداری بیشتر است.		سطح معناداری			۰/۰۰۰۶		۵/۵۵۷		
توان تبیین مدل در زیرگروه با جریان نقد آزاد زیاد به میزان معناداری بیشتر است.		۰/۰۰۰۴					۶/۱۸۷		
توان تبیین مدل در زیرگروه با جریان نقد آزاد زیاد به میزان معناداری بیشتر است.		۰/۰۰۱۹					۴/۳۲۱		



به منظور آزمون فرضیه د نیزه، نتایج حاصل از آزمون مدل شماره ۳ در هر یک از زیر گروه‌های نمونه در جدول- شماره ۵ خلاصه شده است.

جدول ۵- نتایج حاصل از آزمون مدل شماره ۳ در زیر گروه‌های نمونه

زیر گروه نمونه									نام متغیر
جریان نقدی آزاد زیاد			جریان نقدی آزاد متوسط			جریان نقدی آزاد کم			
ضریب	t	سطح معناداری	ضریب	t	سطح معناداری	ضریب	t	سطح معناداری	
-۰.۳۱۵	-۱.۲۲۹	۰.۸۲	-۰.۳۲۹	-۱.۲۸۲	۰.۷۰۳۱	-۰.۳۲۸	-۲.۲۷۱	۰.۰۰۱۷	ضریب ثابت مدل
-۰.۱۶۳۳	-۲.۵۲۸	۰.۰۲۱۶	-۰.۱۶۳۹	-۴.۴۱	۰.۰۰۰۰	-۰.۱۶۸۸	-۴.۶۳۵	۰.۰۰۰۰	پایزه دوره جاری سهام
-۰.۱۶۴۱	-۳.۰۷۷	۰.۰۰۲۹	-۰.۱۶۶۶	-۴.۸۸۸	۰.۰۰۱۱	-۰.۱۶۷۴	-۲.۷۶۷	۰.۰۰۷۳	پایزه دوره گذشته سهام
-۲.۰۶۱	-۱.۸۱	۰.۰۶۲۲	-۲.۷۹۵۲	-۵.۱۱۲۷	۰.۰۰۰۰	-۱.۶۶۷	-۲.۷۱۷	۰.۰۰۸۳	جریان نقدی آزاد
۰.۰۱۷	۰.۱۶	۰.۸۷۳۳	-۰.۰۱۶	-۱.۴۵۳	۰.۸۰۰۵	۰.۰۲۲	۰.۹۴۴	۰.۰۴۹	اندازه شرکت
	۰.۱۵۷		۰.۰۶۱				۰.۴۳۷		ضریب تعیین تعدیل شده
	۸.۴۲		۴.۶۱۸				۲۴.۱۸		آماره F
	۰.۰۰۲۱		۰.۰۰۰۰				۰.۰۰۰۰		سطح معناداری
	۱.۷		۱.۸۵				۱.۸۷		آماره دوربین سواتسون
مقایسه ضرایب تعیین مدل در زیر گروه‌ها به کمک آزمون والد									
مغروه‌های مورد مقایسه			آماره والد			سطح معناداری			نتیجه مقایسه
زیر گروه‌های با جریان نقد آزاد کم و متوسط			۶۱.۰۷۳-			۰.۰۰۰۲			توان تبیین مدل در زیر گروه یا جریان نقد آزاد متوسط به میزان معناداری بیشتر است.
زیر گروه‌های با جریان نقد آزاد کم و زیاد			۳۳.۳۸۴-			۰.۰۰۰۲			توان تبیین مدل در زیر گروه یا جریان نقد آزاد زیاد به میزان معناداری بیشتر است.
زیر گروه‌های با جریان نقد آزاد متوسط و زیاد			۱۲.۲۹۷-			۰.۳۲۲			با توجه به سطح معناداری که بالاتر از حد رصدمی باشد، لذا بین ضریب تعیین این دو مغروه تفاوت معناداری وجود ندارد.

با توجه به نتایج مندرج در جدول شماره ۵ از آن جایی که سطح معناداری آماره والد در مقایسه بین زیر گروه

ها در دو زیرگروه کمتر از ۵ درصد است، بنا بر این فرضیه های فرعی مرتبط با فرضیه اصلی، در دو زیرگروه فوق تأیید می گردد. بنا بر این می توان نتیجه گرفت:

مساله نمایندگی بر ارتباط ادراک سرمایه گذاران از ارزش شرکت و میزان سرمایه گذاری شرکت ها مؤثر است.»

بالاترین ضریب تعیین مربوط به زیرگروه شرکتهای با جریان نقد آزاد زیاد و کمترین ضریب تعیین متعلق به زیرگروه شرکت های با جریان نقد آزاد کم است. به عبارت دیگر با تغییر در سطح جریان های نقد آزاد به عنوان متغیر جایگزین مشکلات نمایندگی، هر چه جریان های نقد آزاد بیشتر باشد، توان تبیین مدل افزایش یافته است. همچنین همان گونه که بر اساس اعداد مندرج در جدول مشخص است، هر چه جریان های نقد آزاد در دسترس افزایش یافته است، حساسیت متغیر وابسته (تغییرات مخارج سرمایه ای) به متغیرهای جایگزین ادراک سرمایه گذاران (بازده دوره جاری سهام و بازده دوره گذشته سهام)، در عین حال که همگی معنادار هستند، در مجموع افزایش نشان می دهد. به عبارت دیگر با افزایش جریان های نقدی آزاد، اعتقاد سرمایه گذاران و باورهای آنان در خصوص ارزش شرکت، با شدت بیشتری مخارج سرمایه ای شرکت را تحت تأثیر قرار می دهد.

نتیجه گیری و پیشنهادها

هدف این مطالعه دستیابی به معیارهایی است که بتوان به کمک آنها به طور غیرمستقیم بر تصمیم های سرمایه گذاری مدیران و سرمایه گذاران اثر گذاشت و رفتار سرمایه گذاری این گروه ها را، بویژه در بازار های ناقص و با در نظر گرفتن مسأله نمایندگی، بهتر درک کرد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها با استفاده از اطلاعات ۶۰ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۹۰-۸۵ نشان می دهد که هم ادراک مدیران و هم ادراک سرمایه گذاران با در نظر گرفتن متغیرهای جایگزین، بر مخارج سرمایه ای شرکت های نمونه تأثیرگذار می باشد. یافته های تحقیق حاکی از آن است که رشد فروش با تغییرات مخارج سرمایه ای رابطه منفی و معناداری دارد. به نظر می رسد رشد فروش منجر به استفاده بیشتر از دارایی ها می شود و با توجه به درگیر شدن شرکت در تأمین مالی رشد جاری، امکان سرمایه گذاری در مخارج سرمایه ای را کاهش می دهد و به عبارتی تمرکز مدیران شرکت را به عملکرد جاری معطوف می سازد که منجر به کاهش مخارج سرمایه ای توسط آنان میشود؛ شاید بتوان گفت که مدیران شرکتهای با رشد فروش بالا، نوعی رضایت از وضعیت موجود دارند و با نوعی کوتاه بینی روبرو می شوند. بالاتر بودن متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به عنوان نماینده فرصت رشد شرکت، حاکی از وجود ظرفیت های بالقوه جهت رشد شرکت خواهد بود که این امر می تواند منجر به افزایش مخارج سرمایه ای در شرکت ها شود. از آن جایی که سرمایه گذاران در ارزیابی عملکرد مدیران به شرایط جاری و برنامه های آتی مدیران توجه ویژه ای دارند، بنابراین مدیران با توجه به



افق تصمیم‌گیری بلندمدت و توجه به آینده و بهبود عملکرد آتی، متحمل مخارج سرمایه ای می گردند. با توجه به این که در سال‌های پایانی دوره این مطالعه، بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سودآور بوده‌اند و این سودآوری منجر به افزایش سطح منابع نقدی شرکت‌ها شده است و همچنین با توجه به این که سرمایه‌گذاران در ارزیابی عملکرد مدیران هم شرایط جاری و هم شرایط آتی شرکت را مورد توجه قرار می‌دهند، بنابراین به نظر می‌رسد مدیران شرکت‌ها جهت مصون نمودن عملکرد خود و واهمه از انتساب عملکرد ضعیف به آنان، نسبت به افزایش مخارج سرمایه‌ای اقدام نموده‌اند و مازاد نقد خود را در مخارج سرمایه‌ای صرف نموده‌اند. در مجموع به نظر می‌رسد که وقتی مدیران عملکرد جاری (رشد فروش) شرکت را مثبت ارزیابی می‌کنند، مخارج سرمایه ای را کاهش می‌دهند و برعکس زمانی که ارزیابی آنان از فرصت‌های شرکت در بازار مثبت است یا نقدینگی مناسبی در اختیار دارند، به مخارج سرمایه ای روی می‌آورند و رویکردی بلندمدت‌نگر را برمی‌گزینند. معکوس بودن رابطه بازده سهام و مخارج سرمایه ای را ممکن است بتوان به عدم تناسب افق تصمیم‌گیری و انتظارات سرمایه‌گذاران و مدیران نسبت داد. به نظر می‌رسد در شرایطی که سرمایه‌گذاران از عملکرد شرکت رضایت دارند و سهام شرکت در بازار مورد توجه است، مدیران به وضعیت موجود رضایت می‌دهند و به نوعی کوتاه بینی دچار می‌شوند که منجر به کاهش مخارج سرمایه ای آنان می‌شود؛ اما زمانی که در بازار وضعیت شرکت نامناسب است، مدیران تحت فشار بیشتری برای بهبود شرایط شرکت قرار می‌گیرند و بدین سبب، مخارج سرمایه ای شرکت را افزایش می‌دهند. به نظر می‌رسد این امر دال بر ناقص بودن بازار سرمایه ایران و عدم تناسب ارزیابی سرمایه‌گذاران و مدیران از عوامل بنیادین خلق ارزش است.

بررسی تأثیر وجود جریان‌های نقد آزاد (به عنوان جایگزین مسأله نمایندگی) حاکی از آن است که هر چه جریان‌های نقدی آزاد بیشتر باشد، ارتباط بین ادراک مدیران و بازار از ارزش شرکت و مخارج سرمایه ای قوی‌تر شده و همچنین حساسیت متغیر وابسته (مخارج سرمایه ای) به متغیرهای جایگزین ادراک مدیران و سرمایه‌گذاران از ارزش شرکت، افزایش (شدت) می‌یابد. بدین معنی که تفسیرهای ذکر شده در فوق، همزمان با افزایش سطح جریان نقد آزاد شرکت، شدت می‌یابند. به عبارت دیگر با افزایش وجوه نقد آزاد، مدیران اگر وضعیت جاری فروش یا وضعیت سهام شرکت در بازار مناسب باشد، تمایل کمتری به انجام مخارج سرمایه ای خواهند داشت و برعکس. همچنین با افزایش جریان‌های نقد آزاد، مدیران وقتی فرصت‌های توسعه شرکت را مساعد می‌بینند یا وضعیت نقدینگی مناسبی دارند، بیشتر به مخارج سرمایه ای روی می‌آورند و برعکس. به نظر می‌رسد در مجموع در بازار سرمایه ایران، نوعی عدم همسویی بین انتظارات بازار از ارزش شرکت و دیدگاه مدیران در ارزش‌افزایی از طریق مخارج سرمایه ای، مشهود است و وجود مسأله نمایندگی، بر این عدم همسویی می‌افزاید. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش مرادی و امیری (۱۳۹۰)، علی‌نژاد و همکاران (۱۳۹۲) همسو می‌باشد. پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی، جهت بررسی



رفتار شرکت‌ها در حوزه مخارج سرمایه‌ای با توجه به اهمیت آن در رشد و توسعه اقتصادی کشور، آثار متغیرهای کلان اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و هدفمندی یارانه‌ها بررسی گردید. همچنین، با توجه به این که رابطه بین تغییرات مخارج سرمایه‌ای و سایر متغیرها در این تحقیق فقط از یک جهت بررسی گردید، لذا به جهت امکان وجود یک حلقه بازخورد دو طرفه بین ارزش‌گذاری بازار و سطوح سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود، این ارتباط در قالب یک سیستم معادلات همزمان بررسی گردد.

منابع

۱. حیدری، مهدی؛ دیدار، حمزه وقادری، بهمن. (۱۳۹۴). "بررسی هزینه‌های نمایندگی و معیارهای ارزیابی عملکرد: رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری"، *حسابداری مالی*، شماره ۲۷، صص ۱۰۱-۷۷.
۲. خدارحمی، بهروز و حسینی، رسول. (۱۳۹۲). *تئوری حسابداری*، انتشارات ترمه.
۳. دیان‌تی دیلمی، زهرا؛ مرادزاده فرد، مهدی و مظاهری، علی. (۱۳۹۲). "اثر دوره تصدی مدیریت بر ارزش شرکت، هزینه‌های نمایندگی و ریسک اطلاعاتی"، *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، شماره ۹، صص ۳۹-۲۱.
۴. علی نژاد ساروکلایی، مهدی؛ شول، عباس و آیین، صدیقه. (۱۳۹۲). "تأثیر سرمایه‌گذاری در سرمایه ثابت با توجه به محدودیت تأمین مالی بر حساسیت جریان وجوه نقد"، *یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران*.
۵. مجتهد زاده، ویدا و احمدی، فاطمه. (۱۳۸۸). "کیفیت سود، اطلاعات حسابداری و مخارج سرمایه‌ای"، *پیشرفت‌های حسابداری*، شماره ۱، صص ۱۶۹-۱۴۷.
۶. مرادی، جواد و امیری، آریتا. (۱۳۹۰). "بررسی مساله نمایندگی بین مدیران و مالکین با تکیه بر نقش مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت*.
۷. مرادی، جواد و احمدی، غلامرضا. (۱۳۹۰). "تعیین عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در عرصه بازارهای ناقص"، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره ۲، صص ۱۳۶-۱۲۵.
۸. مشایخی، بی‌تا؛ فدایی نژاد، محمد اسماعیل و رحمانی، راحله. (۱۳۸۹). "مخارج سرمایه‌ای، اقلام تعهدی و بازده سهام"، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره ۱، صص ۹۲-۷۷.



۹. ملکی، حمیده و حجازی، رضوان. (۱۳۹۵). "بررسی تاثیر نوسانات مخارج سرمایه ای بر بهره وری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، نخستین کنفرانس بین المللی پارادایم های نوین مدیریت هوشمندی تجاری و سازمانی.

۱۰. نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و وافی ثانی، جلال. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه سازو کارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران. شماره ۱، صص ۲۷-۴.

11. Blanchard, O., Rhee, C., & Summers, L. (1990). "The stock market, profit and investment" (No. w3370). **National Bureau of Economic Research**.

12. Chen, S. L., & Chen, L. Y. (2016). "The Effects of Customers' Bargaining Power on Capital Expenditure and Earnings Management: Evidence from Taiwan". **Accounting and Finance Research**, 5(3), 12-28.

13. Chen, Z. (2005). "Two essays on corporate governance and Earning Quality". **www.lib.umi.com**

14. Cleary, S., Povel, P., & Raith, M. (2007). "The U-shaped investment curve: Theory and evidence". **Journal of financial and quantitative analysis**, 42(01), 1-39.

15. Ding, S., Guariglia, A., & Knight, J. (2013). "Investment and financing constraints in China: does working capital management make a difference?". **Journal of Banking & Finance**, 37(5), 1490-1507.

16. Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). "Financing constraints and corporate investment". **Brookings papers on economic activity**, 1988(1), 141-206.

17. Kim, H. J., Kim, J. W., & Shin, Y. J. (2015). "Market Value of Capital Expenditure and Controlling Shareholders' Ownership Structure. **International Information Institute (Tokyo)**". **Information**, 18(12), 4889.

18. Kim, Y. J., & Lee, J. W. (2002). "Overinvestment, collateral lending, and economic crisis". **Japan and the World Economy**, 14(2), 181-201.

19. Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). "Free cash flow and stockholder gains in going private transactions". **The Journal of Finance**, 44(3), 771-787.



20. Mayshar, J. (1977). "Should Government Subsidize Risky Private Projects?." **The American Economic Review**, 67(2), 20-28.
21. Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. W., Shapiro, M., & Poterba, J. M. (1990). The stock market and investment: is the market a sideshow?.. **Brookings papers on economic Activity**, 1990(2), 157-215.
22. Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2009). "Creditor control rights and firm investment policy". **Journal of Financial Economics**, 92(3), 400-420.
23. Welch, I., & Wessels, D. (2000). "The cross-sectional determinants of corporate capital expenditures: A multinational comparison." **Schmalenbach Business Review: ZFBF**, 52(2), 103.
24. Xie, F., & Wei, K. C. J. (2005). "Earnings Management, Corporate Investments, and Stock Returns." **Corporate Investments, and Stock Returns** (March 12, 2005).
25. Xu, J. (2014). **Manager Power and Decision of Capital Expenditure: Empirical Research from China's Securities Market**. In **Proceedings of the Seventh International Conference on Management Science and Engineering Management** (pp. 1079-1093). Springer Berlin Heidelberg.

نشانی فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی

جنت آباد شمالی - بالای نیایش - گلستان شرقی

جنب خشکسویی - ساختمان ۸۴

تلفکس: ۴۴۸۴۴۷۰۵ و ۸۸۰۵۱۳۴۱