

بررسی نقش کارایی تصمیمات سرمایه گذاری شرکتها در بازارهای افتان با در نظر گرفتن تاثیر درماندگی مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

حبیب پیری^۱، رضا محرابی نیا^۲

^۱ استادیار، گروه حسابداری، واحد زاهدان، دانشگاه آزاد اسلامی، زاهدان، ایران، (نویسنده مسئول)
^۲ دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد زاهدان، دانشگاه آزاد اسلامی، زاهدان، ایران

چکیده

اهمیت سرمایه گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه ای است که از آن به عنوان یکی از اهرم های قوی برای رسیدن به توسعه یاد می شود. سرمایه گذاری به عنوان یک تصمیم مالی همواره دارای دو مؤلفه ریسک و بازدهی بوده که مبادله این دو ترکیب های گوناگون سرمایه گذاری را عرضه می نماید. از یک طرف، سرمایه گذاران به دنبال بیشینه کردن عایدی خود از سرمایه گذاری هستند و از طرف دیگر، با شرایط عدم اطمینان حاکم بر بازارهای مالی مواجه می باشند که عامل اخیر، دستیابی به عواید سرمایه گذاری را با عدم اطمینان مواجه می سازد. به عبارت دیگر، تمامی تصمیمات سرمایه گذاری بر اساس روابط میان ریسک و بازده صورت می گیرد. تحقیق حاضر با هدف بررسی نقش کارایی تصمیمات سرمایه گذاری شرکتها در بازارهای افتان با در نظر گرفتن تاثیر درماندگی مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام شد. تحقیق حاضر، از نوع توصیفی می باشد که مطالب توسط مطالعات کتابخانه ای، تحقیقات پیشین و سوابق تحقیق استخراج شد و نتایج موید این بود که فرصت های سرمایه گذاری بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارند. علاوه بر این نتایج نشان داد که درماندگی مالی بر روابط فرصت های سرمایه گذاری و کارایی سرمایه گذاری تأثیر منفی و معناداری دارند. در انتها پیشنهاداتی ارائه گردید.

واژه های کلیدی: فرصت های سرمایه گذاری، کارایی سرمایه گذاری، درماندگی مالی.

مقدمه

با توجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ می‌دهد کشورهای مختلف خصوصاً کشورهای در حال توسعه با تهدیدات عدیده‌ای رو به رو هستند. حل مشکلات اقتصادی این کشورها نیازمند راهکارهایی مناسب برای استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی است. در این راستا، یکی از راهکارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری می‌باشد (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۵). به گونه‌ای که تحقق آن، به یکی از اهداف اساسی سیاست‌گذاری‌ها و تصمیم‌گیری‌های اقتصادی کشورها تبدیل شده است (عظیمی، ۱۳۷۵). با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، یکی از عوامل مؤثر بر رشد و توسعه پایدار اقتصادی، سرمایه‌گذاری مؤثر می‌باشد. بدین منظور، یک واحد اقتصادی برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع مورد توجه قرار دهد، بنابراین افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بااهمیت می‌باشد (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). یافته‌های برخی از تحقیقات نشان می‌دهد که نظریه مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) تنها در صورت وجود بازارهای کارا صادق است و در عمل در بازارهای ناکارا تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مستقل از ساختار سرمایه آن‌ها نخواهد بود. بازارهای ناقص، سبب ایجاد مشکلات نمایندگی ناشی از تعامل بین مدیران، سهامداران و اعتباردهندگان می‌شوند که همین امر می‌تواند منجر به انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد شود (افشاری و همکاران، ۱۳۹۱، ص ۱۸). یکی از موادی که می‌تواند نیاز تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به تأمین مالی شرکت با مشکل مواجه کند، بحران مالی و درماندگی مالی شرکت‌ها است. به عبارت دیگر زمانی که شرکت‌ها از وضعیت مالی مناسبی برخوردار نباشند، اعتباردهندگان به راحتی منابع مالی را در اختیار شرکت‌ها قرار نمی‌دهند. از سوی دیگر مدیران شرکت‌ها ناگزیرند که تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را با توجه به ناتوانی مالی ایجادشده، تغییر دهند. در واقع شرکت‌هایی که دچار بحران شده‌اند، با نوعی محدودیت مالی و مشکلات دستیابی به منابع مالی از طریق ایجاد بدهی مواجه، خواهند شد. در بعضی مقالات تأثیر بحران مالی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به طور غیرمستقیم مورد بررسی قرار گرفت. وایت (۱۹۹۲)، رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در صورت مواجه با محدودیت مالی را مورد مطالعه قرار داد و به این نتیجه دست یافت که مشکلات دستیابی به توان مالی از طریق ایجاد بدهی، روی سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد (لوپز-گوتیرز و همکاران، ۲۰۱۴، ص ۲). به عبارت دیگر شرکت‌هایی دچار بحران و درماندگی مالی شده‌اند، با مشکلات تأمین منابع مالی از طریق بدهی مواجه می‌شوند، چرا که اعتباردهنده به دلیل افزایش ریسک عدم پرداخت از سوی شرکتی که دچار بحران و درماندگی مالی شده است، تمایل کمتری در خصوص اعطای اعتبار به این‌گونه شرکت‌ها را، دارد. غالباً اعتباردهندگان جهت ارزیابی توان پرداخت اصل و بهره وام، به وضعیت مالی شرکت‌ها اتکا می‌نمایند، حال اگر وضعیت مالی آینده را به گونه‌ای دقیق تر پیش‌بینی نماید، اعتباردهندگان ریسک کمتری خواهند داشت. زیرا می‌توانند ریسک مربوط به توانایی شرکت اعتبار گیرنده در بازپرداخت دیون خود را به گونه‌ای دقیق تر برآورد نمایند و به شرکت‌های با ریسک بالا اعتبار اعطا ننمایند. بنابراین اعتباردهندگان سلامت مالی را برای ارزیابی توان مالی وام‌گیرندگان مدنظر قرار می‌دهند.

بنابراین مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سرمایه‌گذاری بیش از حد که نشأت گرفته از رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در مواقع وجود بحران مالی است. با این وجود، همه‌ی شرکت‌های دچار بحران مالی رفتار یکسانی ندارند. شرکت‌هایی که فرصت کمتری برای سرمایه‌گذاری دارند، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری کمتر خواهند داشت و از سوی دیگر، می‌تواند منجر به

افزایش مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد شود (لوپز- گوتیرز و همکاران، ۲۰۱۴، ص ۲). یافته‌های لوپز- گوتیرز و همکاران (۲۰۱۴) نشان داد که تأثیر بحران مالی بر روی سرمایه‌گذاری بر اساس فرصت‌های رشدی که شرکت‌ها دارا می‌باشند، متفاوت می‌باشد. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که دچار بحران شده با توجه به تفاوت در فرصت‌های رشدی، تصمیمات متفاوتی خواهند گرفت. نتایج آنها نشان داد شرکت‌هایی که فرصت‌های کمتری دارند تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری کمتر از حد دارند. وایت (۱۹۹۶) از دیدگاه تئوریک بیان می‌کند که مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری ناکافی در شرکت‌های دچار بحران مالی می‌باشند، حتی قبل از اینکه اعلام ورشکستگی نمایند ممکن است شدت یابد. با مشخص شده تأثیرات بحران مالی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، می‌توان احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری صورت گرفته توسط شرکت که به مفهوم سرمایه‌گذاری کمتر از حد و یا سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، کاهش داد و سرمایه‌گذاری کارایی را تجربه کرد (لوپز- گوتیرز و همکاران، ۲۰۱۴، ص ۲). از طرفی شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بیشتری دارند، نسبت به شرکت‌های فاقد فرصت رشدند، دسترسی راحت تری به منابع مالی دارند، در هنگام تأمین منابع مالی با مشکلات کمتری مواجه می‌شوند. با توجه به مطالبی که بیان شد در ماندگی مالی، از طریق محدودیت‌های تأمین مالی، کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند و می‌تواند شرکت را با مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر از حد مواجه کند. از سوی دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت می‌تواند با کاهش مشکلات تأمین منابع مالی، سرمایه‌گذاری کمتر از حد را کاهش دهد. از آنجا که یکی از اهداف تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران شرکت‌ها، در خصوص افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد، با شناسایی عوامل مؤثر بر آن می‌توان مشکلات مربوط به عدم کارایی سرمایه‌گذاری کاهش داد. حال سؤال این است که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و کارایی سرمایه‌گذاری چه ارتباطی وجود دارد و آیا در ماندگی مالی بر رابطه این دو تأثیرگذار است یا خیر؟

مبانی نظری

کارکردهای بازار مالی

از آنجا که کسب اطلاعات و انجام معاملات مستلزم هزینه است، نظام مالی که روی هم‌رفته شامل بازارها (بورس اوراق بهادار)، نهادها (بانک‌ها به عنوان واسطه مالی) و ابزارهای مالی (سهام و اوراق قرضه) است، پدید آمده است؛ بدین معنی که بازارها و نهادهای مالی به منظور کاستن از هزینه‌های اطلاعاتی و معاملاتی به وجود آمده‌اند. کارکرد اولیه یک نظام تسهیل در تخصیص منابع در طول زمان و مکان و در فضایی نامطمئن می‌باشد. از دیدگاه تهرانی (۱۳۹۱)، این کارکردها در قالب پنج کارکرد اساسی تجزیه و تحلیل شده، که در ذیل هر یک از آنها تشریح می‌شوند.

جذب و تجهیز پس‌اندازها و تخصیص بهینه منابع (انتقال وجوه بین واحدهای اقتصادی):

"انتقال وجوه بین واحدهای اقتصادی نقش اساسی بخش مالی اقتصاد است. واحدهای اقتصادی به‌طور کلی شامل واحدهای دارای پس‌انداز و واحدهای سرمایه‌گذاری هستند. نقش بازارهای مالی این است که این دو گروه مزبور را به یکدیگر نزدیک کند و راهکاری فراهم نمایند که وجوه از واحدهای دارای مازاد پس‌انداز به واحدهای مواجه با کمبود منابع یا کسری پس‌انداز انتقال یابد. بدیهی است که تأثیر این نقل و انتقال وجوه، فراهم آوردن امکانات سرمایه‌گذاری مولد است. بنابراین ملاحظه می‌شود که در صورت عدم وجود یا ضعف بازارهای مالی، امکان تحقق سرمایه‌گذاری‌های مولد در سطح وسیع وجود نخواهد داشت" (کازرونی، ۱۳۷۹).

• تعیین قیمت وجوه و سرمایه

"قیمت وجوه و سرمایه نیز در بازارهای مالی تعیین می‌شود. بنابراین بازارهای مالی با تعیین قیمت سرمایه و وجوه، بنگاه‌ها را در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و برنامه‌ریزی‌های مالی کمک می‌کنند. به طوری که قیمت بازاری سرمایه توسط بنگاه می‌تواند با بازده انتظاری ناشی از آن مورد مقایسه قرار گیرد و بدین ترتیب بنگاه‌ها سرمایه خود را به سرمایه‌گذاری‌هایی که بازده آنها بالاتر یا مساوی هزینه سرمایه آنهاست اختصاص دهند. همچنین با استفاده از هزینه سرمایه که در بازار مالی تعیین می‌شود، امکان مقایسه و ترجیح سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و بلندمدت فراهم می‌شود. اما فرآیند کشف قیمت در بازارهای مالی زمانی به درستی و به شکل عادلانه انجام می‌گیرد که شرایط رقابتی بر بازار حاکم باشد. در این شرایط عرضه و تقاضای وجوه و سرمایه، قیمت را تعیین می‌کند و قیمت تعیین شده توسط بازار بهترین راهنما برای عرضه‌کنندگان وجوه یعنی پس‌انداز کنندگان و سرمایه‌گذاران و تقاضاکنندگان وجوه یا سپرده پذیران خواهد بود. بدین وسیله تصمیم‌گیری برای هر دو گروه آسان خواهد شد و منابع سرمایه‌ای به بهترین نحو تخصیص خواهد یافت" (ماریون، ۲۰۰۴).

• انتشار و تحلیل اطلاعات

بازارهای مالی، اطلاعات را گردآوری می‌نمایند و از طریق قیمت‌های منتشر شده منعکس می‌نمایند. حتی افرادی که فرآیند پر هزینه ارزیابی بنگاه‌ها و مدیران و شرایط بازار سهام را طی نکرده‌اند، می‌توانند قیمت‌های سهام را که منعکس‌کننده اطلاعاتی است که دیگران به دست آورده‌اند، مشاهده کنند. انتشار و تجزیه و تحلیل اطلاعات توسط بازارهای مالی باعث می‌شود تا جامعه منابع ناچیزی را به منظور به دست آوردن اطلاعات هزینه کند. اقتصادی شدن کسب اطلاعات درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری، می‌تواند به تخصیص بهتر منابع منجر گردد.

• تسهیل دادوستدها

"سیستم‌های مالی که هزینه‌های مبادلاتی را کاهش می‌دهند، می‌توانند موجب تخصیصی تر شدن فعالیت‌ها، نوآوری تکنولوژی و رشد اقتصادی شوند. همان‌طور که آدام اسمیت^۳ (۱۷۷۹) نیز ادعا می‌کند، هزینه‌ی مبادلاتی کمتر باعث تخصیصی تر شدن کارها می‌شود. وجود واسطه‌ای همانند پول، باعث می‌شود تا هزینه‌های مبادله کالا تا حد زیادی کاهش یابد و امر مبادله ساده‌تر و روان‌تر گردد. وجود نهادهای واسطه‌ای نیز خود باعث کاهش این هزینه‌ها، تقسیم کار بهتر و در نتیجه کارایی و رشد بالاتر می‌شود."

توزیع خطر و مدیریت ریسک

"بازارهای مالی علاوه بر تخصیص سرمایه پولی، خطرات اقتصادی را نیز توزیع می‌کنند. در واقع ریسک اشتغال به فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری، از طریق ایجاد و توزیع اوراق بهادار از هم تفکیک و توزیع می‌شود. به عبارت دیگر بازارهای مالی (بازار پول و سرمایه) در ابعاد وسیع ریسک افرادی را که در فعالیت‌های اقتصادی بزرگ و پرمخاطره اشتغال دارند به پس‌انداز کنندگان که حاضر به پذیرش ریسک یک بازده غیرمطمئن هستند، منتقل و بین آنها توزیع می‌کنند."

۳ Adam Smith

هر چه شفافیت اطلاعات (که یکی از عوامل مهم در کارایی بازار است) بیشتر باشد به همان اندازه این نقش بهتر ایفا خواهد شد. "موضوع افشای اطلاعات مناسب، جامع و کامل در رابطه با گزارش‌های سالانه شرکت‌ها (کیفیت بالا گزارشگری) در تصمیم‌گیری تعداد زیادی از افراد جامعه، به خصوص سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه تأثیرگذار است" (چیانگ، ۲۰۰۵).

فرضیه بازار کارا^۴

از سال ۱۹۶۵ در حوزه امور مالی فرضیه ای در مورد کارا بودن بازار سرمایه مطرح گردید. علت طرح موضوع، آزمودن این نظریه بود که آیا بازار سهام در کسب و پردازش اطلاعات به طور جامع عمل می‌نماید یا خیر؟ به عبارت دیگر آیا قیمت‌داری‌های مالی (اوراق بهادار) منعکس‌کننده تمامی اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه می‌باشد؟ بر این اساس تعریفی در حوزه مباحث مالی در خصوص کارایی مطرح گردید. در این تعریف کارایی بازار سرمایه به حالتی اطلاق گردید که قیمت اوراق بهادار در هر لحظه از زمان برآوردی از ارزش فعلی جریانهای نقدی آن اوراق در آینده با در نظر گرفتن ریسک سرمایه‌گذاری و بر اساس تأثیر تمامی اطلاعات مرتبط باشد، به عبارت دیگر قیمت اوراق بهادار در هر لحظه از زمان انعکاس کاملی از همه اطلاعات در دسترس باشد (پور ابراهیمی، ۱۳۸۱).

این فرضیه می‌گوید که رقابت میان سرمایه‌گذاران برای به دست آوردن سود در سرمایه‌گذاری به اینجا منجر می‌شود که قیمت جاری اوراق بهادار پیش‌بینی بی‌طرفانه‌ای از ارزش ذاتی آن باشد (جهانخانی، ۱۳۸۲). بر این اساس در یک بازار کارا تمامی اطلاعات باید به سرعت و فوریت و با حداقل هزینه به اطلاع تمامی عوامل بازار رسیده باشد (پور ابراهیمی، ۱۳۸۱). فرضیه بازارهای کارا به این معنی نیست که همه سرمایه‌گذاران معقول عمل می‌کنند و یا تک‌تک آنان به جزء جزء اطلاعات دسترسی دارند، بلکه صرفاً می‌گوید همه اطلاعات در قیمت سهام بازتاب دارد (جهانخانی، ۱۳۸۲).

هر بازار کارا دارای ویژگی‌هایی می‌باشد که مهم‌ترین آنها عبارتند از (جهانخانی و عبده تبریزی، ۱۳۷۲):

۱. شرایط بازار رقابت حاکم باشد. آنچه که در کتاب‌های اقتصاد در مورد شرایط برقراری رقابت در بازار می‌خوانیم، مطالبی است که در این مورد قابل ذکر است. نکته‌هایی از قبیل تعداد فراوان و کافی عرضه‌کننده و تقاضاکننده در بازار و یا آزاد بودن ورود و خروج به بازار برای همه مردم و نبودن مانع و یا شرط و شروطی برای این کار. بنابراین، حضور تعداد بسیاری شرکت‌کننده در بازار یکی از شرایط مهم بازار کارا می‌باشد.

۲. اطلاعات باید به سرعت و فوریت و یا حداقل هزینه به اطلاع دست‌اندرکاران بازار برسد.

۳. کسی که در این بازار خرید و فروش می‌کند، باید احساس امنیت کند و اطمینان یابد که آنچه بابت اوراق بهاءدار خود دریافت یا پرداخت می‌کند، به ارزش ذاتی آن نزدیک است، یعنی قیمت عادلانه‌ای برای کالای خود دریافت یا پرداخت می‌کند.

۴. معامله در بازار کارا نباید گران باشد، هزینه‌های معامله بسیار کم و به وضعیت بدون خرج بودن نزدیک باشد.

۵. هیچ معامله‌گری آن چنان قدرت نداشته باشد که بازار را زیر نفوذ خود بگیرد و تأثیر مهمی بر بازار بگذارد.

۶. در این بازار، هر کس می‌تواند به نرخ‌های رایج بازار مالی (نرخ رایج بهره) قرض بدهد و قرض بگیرد. این مورد به معنی عدم وجود هزینه‌های معامله کردن و مالیات در بازار هم هست.

۴ Efficient Market Hypothesis

۷. افراد مطلع در بازار وجود دارند و این افراد با اطلاعاتی که دارند، بازار را به کارایی می‌رسانند، اما آنها نمی‌توانند از اطلاعات و دانش افزون‌تر خود نتایج بهتر و سود بیشتری به‌دست آورند. در این محیط، افراد متخصص نمی‌شوند و قیمت بازار طوری تعیین می‌شود که منعکس‌کننده تمام اطلاعات خوب و بد است.

۸. در بازار کارا، تعدیل قیمت‌ها به سرعت انجام می‌شود. در این بازار، افراد زیادی حضور دارند که اطلاعات را دریافت و ارزیابی نموده و ارزش آن را پیدا می‌کنند و به فوریت اقدام به خرید و فروش می‌کنند. اقدام فوری آنان باعث می‌شود که اطلاعات موجود دقیقاً و به سرعت روی قیمت‌ها انعکاس یابد. چون ورود اطلاعات به بازار و تأثیر آن بر قیمت‌ها به شکل تصادفی است و وابستگی و تورش خاصی ندارد، پس تغییرات قیمت در این بازار روند خاصی ندارد و روند تغییر قیمت و الگوی رفتاری آن تصادفی و غیرمنظم است و به اصطلاح قیمت تابع قاعده گشت تصادفی^۵ می‌باشد. بازار کارا حافظه ندارد و از قیمت‌های دیروز در مورد فردا نمی‌توان نتیجه‌گیری کرد. برای این روند تصادفی معمولاً مثال فرد مستی که روی جاده راه می‌رود را بیان می‌کنند. به این صورت که با بررسی تاریخچه گام‌های قبلی او نمی‌توان نتیجه گرفت که گام بعدی وی در چه جهتی فرود می‌آید. او تلو تلخوران پیش می‌رود و لذا نمی‌توان گفت که گام بعدی را در جهت چپ یا راست یا مستقیم برمی‌دارد و مختصات آن چیست؟ قیمت هم از آنجا که تابعی از اطلاعات جدید می‌باشد و اطلاعات نیز به‌طور تصادفی وارد بازار می‌شود، تلو تلخوران پیش می‌رود و با بررسی روند گذشته قیمت‌ها اطلاعات تازه‌ای به‌دست نمی‌آید.

۹. شرط لازم برای کارایی بازار وجود رقابت است. در همه بازارهای عمده مالی جهان، غیر از تعداد زیاد معامله‌کننده، تعداد زیادی هم معامله‌گر^۶، کارگزار^۷ و واسطه متخصص^۸ خرید و فروش روی سهام وجود دارد. اینها افراد کارشناس در خرید و فروش هستند و آن پختگی را دارند که تأثیر اطلاعات را بر قیمت سهم بسنجند. این توانایی را دارند که تأثیر خاص اطلاعات و جهت تأثیر آنها بر قیمت‌ها را درک کنند و اثر زنجیره‌ای مجموعه‌ای از تغییرات و اخبار را بر روی قیمت اوراق بهادار حدس بزنند. مثلاً اگر در مجمع عمومی شرکتی، اعطاء سهام جایزه تصویب شده باشد، آنها باید بتوانند تأثیر اعطاء سهام جایزه بر قیمت سهام را تعیین کنند.

۱۰. بازار باید در معرض ترافیکی دو طرفه از اطلاعات باشد به عبارت دیگر، بازار کارا طوری است که در هر مقطعی از زمان، عده‌ای در آن خریدار هستند و عده‌ای فروشنده. این‌طور نیست که در زمانی همه خریدار باشند و یا همه فروشنده. یکی از مشکلات بورس تهران آن است که بازاری یک طرفه است. در مقطعی از زمان همه صف می‌بندند که بخرند و دنبال آشنا می‌گردند که اسباب خرید را فراهم آورد. در مقطعی هم همه صف می‌بندند و بفروشند و اصطلاحاً می‌گویند که سهام روی میز مانده است. معنی چنین وضعی این است که افراد در بازار بورس تهران، دهن‌بین و دنباله‌رو هستند و استقلال رأی و استقلال ارزیابی در آن وجود ندارد. آدم‌های متخصصی که بازار را در همه جهت‌های آن گسترش بدهند، وجود ندارد.

۱۱. به نظر می‌رسد که در بازار کارای سرمایه ابزارهای مالی بسیار گسترده‌ای وجود دارد که هر یک نقش خاصی در بازار دارد و هر یک شکافی را در بازار پر می‌کند، یعنی بازار کارای سرمایه بازاری پیچیده است که ابزارهای پیچیده مالی در آن وجود دارد.

۵ Random Walk

۶ Dealer

۷ Broker

۸ Specialist

مثلاً وجود اوراق اختیار معامله و نقش معینی که این اوراق در بازار به عهده دارد، بازار را کارتر می‌کند و تعادل مناسب‌تری بین عرضه و تقاضا به وجود می‌آورد.

لازم به ذکر است که مسأله کارایی مقوله ای مفهومی است که درجاتی از تأثیر پذیری قیمت دارایی های مالی را از اطلاعات بازار سرمایه مورد بررسی قرار می‌دهد (پور ابراهیمی، ۱۳۸۱). در ادامه به مفهوم کارایی و ناکارایی سرمایه گذاری می‌پردازیم.

مفهوم کارایی و ناکارایی سرمایه گذاری

به طور کلی، کارایی سرمایه گذاری، به معنای پذیرش پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت، و منظور از ناکارایی سرمایه گذاری، انتخاب پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی و یا عدم انتخاب فرصت های سرمایه گذاری است. در تعیین کارایی سرمایه گذاری، حداقل دو معیار نظری وجود دارد: معیار اول بیان می‌کند که به منظور تأمین مالی فرصت های سرمایه گذاری، نیاز به جمع آوری منابع وجود دارد. در یک بازار کارا، همه پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت، باید تأمین مالی شوند. اگرچه، تعداد زیادی از تحقیقات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت های مالی، توانایی مدیران در تأمین مالی را محدود می‌سازد. یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود آن است که شرکت های مواجه با محدودیت تأمین مالی، ممکن است به دلیل هزینه های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت، صرف نظر نمایند که این امر، به کم سرمایه گذاری منجر می‌شود. معیار دوم نیز بیان می‌کند که اگر شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه گذاری صحیحی با آن انجام شود. برای مثال، مدیران ممکن است با انتخاب پروژه های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوءاستفاده از منابع موجود، اقدام به سرمایه گذاری ناکارا نمایند. بیشتر مقالات موجود در این حوزه، پیش بینی می‌کنند که انتخاب پروژه های ضعیف، موجب بیش سرمایه گذاری می‌شود (ثقفی و معتمدی فاضل، ۱۳۹۰) و (شورورزی و آزادوار، ۱۳۸۹).

"به نظر می‌رسد که در بازار کارای سرمایه، ابزارهای مالی بسیار گسترده ای وجود دارد که هر یک نقش خاصی در بازار ایفا کرده و هر کدام شکافی را در بازار پر می‌کنند، یعنی بازار کارای سرمایه بازاری پیچیده است که ابزارهای پیچیده مالی در آن وجود دارد. مثلاً وجود اوراق اختیار معامله^۹ و نقش معینی که این اوراق در بازار به عهده دارد، بازار را کارتر می‌کند و تعادل مناسب تری بین عرضه و تقاضا بوجود می‌آورد. در ادامه سطوح مختلف کارایی تشریح می‌گردد" (جی شیان، ۲۰۱۱).

نتیجه گیری

فرصت های سرمایه گذاری خود به خود اتفاق نمی‌افتند، بلکه آنها را باید شناسایی نمود و یا اینکه آنها را به وجود آورد. انواع مختلف فرصت های سرمایه گذاری ممکن است. فرصت های سرمایه گذاری از جمله عوامل مؤثر بر رشد مناسب سود شرکت ها می‌باشد. از طرفی اکثر قریب به اتفاق شرکت های منحل شده به دلیل ضعف مالی و فقدان سودآوری به مرحله انحلال کشیده شده اند. صورت سود یا زیان (به همراه اطلاعات موجود در سایر صورتهای مالی) ابزار انتقال اطلاعات برای ارزیابی

^۹ Options Securities

^۱ Gi-Shian

عملکرد شرکت و نتایج فعالیت های مالی است. برخی از فرصت های سرمایه گذاری ممکن است توسط مدیریت عالی سازمان یا اعضای هیأت مدیره ارائه شود. مشارکت مدیریت عالی در ارائه فرصت های سرمایه گذاری معمولاً به اقدامات استراتژیک نظیر بسط و گسترش فعالیت شرکت از طریق سیاست های مالی و ورود به بازارهای جدید محدود می شود؛ نظر به اینکه فرصت های سرمایه گذاری موجب تخصیص منابع مالی شرکت به منظور تحصیل درآمد یا کاهش هزینه ها می شوند، ممکن است سیاست های مالی منظم و اصولی برای فرصت های سرمایه گذاری از سوی شرکت به اجرا گذاشته شود. فرصت های سرمایه گذاری، انتخاب پروژه های سرمایه گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت است که منجر به افزایش کارایی سرمایه گذاری و در مجموع افزایش ارزش بازار شرکت و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت می شود. از نظر اقتصادی، بهره وری در توسعه دارای اهمیت زیادی است. توسعه همه جانبه بدون استفاده بهینه از هر یک از عوامل تولید امکان پذیر نیست. یکی از عوامل تولید، سرمایه است، انسان که وسیله اصلی توسعه همه جانبه است، می تواند با استفاده از عامل سرمایه و پیشرفت تکنولوژی سرمایه مورد استفاده، از راه افزایش کارایی سرمایه، مسیر ساده تر و سریعتری را برای رسیدن به توسعه طی کند. مفهوم کارایی سرمایه به اندازه گیری توان مدیریت در استفاده بهینه از سرمایه به عنوان یکی از منابع مهم و محدود شرکت می پردازد و انتظار می رود که سهام شرکت های با کارایی سرمایه بالا، عملکرد بالاتری نیز داشته باشند. یکی از موادی که می تواند نیاز تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها به تأمین مالی شرکت با مشکل مواجه کند، درماندگی مالی شرکت ها است. در واقع زمانی که شرکت ها از وضعیت مالی مناسبی برخوردار نباشند، اعتباردهندگان به راحتی منابع مالی را در اختیار شرکت ها قرار نمی دهند. همچنین مدیران شرکت ها ناگزیرند که تصمیمات سرمایه گذاری خود را با توجه به ناتوانی مالی ایجاد شده، تغییر دهند. در واقع شرکت هایی که دچار بحران شده اند، با نوعی مشکلات دستیابی به منابع مالی از طریق ایجاد بدهی مواجه، خواهند شد. رفتار سرمایه گذاری شرکت ها در صورت مواجه با ناتوانی مالی را مورد مطالعه قرار داد و به این نتیجه دست یافت که مشکلات دستیابی به توان مالی از طریق ایجاد بدهی، روی سرمایه گذاری تأثیر می گذارد (لوپز- گوتیرز و همکاران، ۲۰۱۴، ص ۲). به عبارت دیگر شرکت هایی ناتوانی مالی دارند، با مشکلات تأمین منابع مالی از طریق بدهی مواجه می شوند، چرا که اعتباردهنده به دلیل افزایش ریسک عدم پرداخت از سوی شرکتی که دچار بحران و درماندگی مالی شده است، تمایل کمتری در خصوص اعطای اعتبار به این گونه شرکت ها را، دارد. غالباً اعتباردهندگان جهت ارزیابی توان پرداخت اصل و بهره وام، به وضعیت مالی شرکت ها اتکا می نمایند، حال اگر وضعیت مالی آینده را به گونه ای دقیق تر پیش بینی نماید، اعتباردهندگان ریسک کمتری خواهند داشت. زیرا می توانند ریسک مربوط به توانایی شرکت اعتبار گیرنده در بازپرداخت دیون خود را به گونه ای دقیق تر برآورد نمایند و به شرکت های با ریسک بالا اعتبار اعطا نمایند. بنابراین اعتباردهندگان سلامت مالی را برای ارزیابی توان مالی وام گیرندگان مدنظر قرار می دهند.

منابع

۱. افشاری، اسداله؛ سعیدی، علی و رشادی، الهام. (۱۳۹۱). تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت. ۵(۱۳)، ۱۷-۲۹۸.
۲. پورابراهیمی، محمدرضا. (۱۳۸۱). بررسی وضعیت کارایی بازار سرمایه ایران. نشریه شیخ بهایی، شماره ۱، صص ۱۰۰-۸۶.
۳. تهرانی، رضا و نوربخش، عسکر (۱۳۸۵). مدیریت سرمایه گذاری، انتشارات نشر، نگاه دانش.

۴. تهرانی، رضا. (۱۳۹۱). مدیریت مالی. تهران، انتشارات نگاه دانش. ویرایش سوم، چاپ یازدهم.
۵. ثقفی، علی و مجید معتمدی فاضل. (۱۳۹۰). رابطه میان کیفیت حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا. پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۴، صص ۱۴-۱.
۶. جهانخانی، علی و حسین عبده تبریزی. (۱۳۷۲). نظریه بازار کارای سرمایه، تحقیقات مالی، سال اول، شماره ۱، صص ۲۳-۷.
۷. جهانخانی، علی. (۱۳۸۲). نظریه کارایی بازار. تحقیقات مالی، سال اول، شماره ۱، صص ۲۳-۷.
۸. شورورزی، محمدرضا؛ و آزادوار، ایمان. (۱۳۸۹). تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها. مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره ۶، صص ۲۳-۱۳.
۹. عظیمی، حسین (۱۳۷۵)، نقش سیستم‌های حسابداری در توسعه اقتصاد ملی، نشریه حسابداری، شماره ۱۱۳، صص ۱۰-۳.
۱۰. کازرونی سیدعلیرضا. (۱۳۷۹). نقش بازار مالی در تجهیز منابع لازم برای توسعه. نشریه دانشکده ادبیات و علوم انسانی تبریز، دوره ۴۳، شماره ۱۷۵، صص ۱۸۸-۱۶۳.
۱۱. مدرس، احمد و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱(۲)، ۸۵-۱۱۶.
12. Chiang, H. (2005). An empirical study of corporate governance and corporate performance. *The Journal of American Academy of Business*, 6(1), 95-101.
13. Gi-Shian Su. (2011), The relationship between corporate strategy, capital structure and firm performance: An empirical study of the listed companies in Vietnam, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 50, pp1450-2887.
14. López-Gutiérrez, C., Sanfilippo-Azofra, S & Torre-Olmo, B. (2014). Investment decisions of companies in financial distress. *Business Research Quarterly*, PP. 1-14.
15. Marion R. Hutchinson " An Analysis of the Association Between Firms' Investment Opportunities, Board Composition, and Firm Performance" *The University of Queensland Accounting and Accountability*: February 25, 2004.
16. Modigliani, F and Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. 48(3), 261-297.