

## روش های تصمیم گیری مدیران مبتنی بر بودجه بندی سرمایه ای و تاثیر آن بر عملکرد مالی شرکت های خصوصی و عمومی

دکتر عبدالرضا اسعدی

استادیار مدیریت مالی، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نیشابور  
نیشابور، ایران.

[Abdorrezasadi@yahoo.com](mailto:Abdorrezasadi@yahoo.com)

دکتر احمد زنده دل

استادیار آمار کاربردی، گروه ریاضی و آمار، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نیشابور  
نیشابور، ایران.

[Ah.zendedel@gmail.com](mailto:Ah.zendedel@gmail.com)

نگار آرش نیا

کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نیشابور  
نیشابور، ایران.

[Arashnia.negar@ymail.com](mailto:Arashnia.negar@ymail.com)

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۹/۲۴ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۰۲/۲۰

چکیده:

تحقیق حاضر روش های ارزیابی عملکرد مبتنی بر بودجه بندی سرمایه ای را مورد بررسی قرار داده است. جهت آزمون فرضیه های اول، دوم و سوم از آزمون برابری میانگین ها، برای فرضیه چهارم از آزمون کی- دو و برای فرضیه پنجم از مدل های رگرسیونی استفاده شده است. بر اساس

یک نمونه متشکل از ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و شرکت های خارج از بورس نتایج نشان می دهد که شرکت های عمومی نسبت به شرکت های خصوصی بیشتر از معیارهای تنزیلی برای انتخاب طرح های سرمایه گذاری خود استفاده می نمایند و همچنین شرکت هایی که از معیارهای تنزیلی استفاده نموده اند از عملکرد مالی بالاتری نسبت به شرکت های دیگر برخوردارند و همچنین نتایج حاکی از آن است که رابطه معناداری بین روش های بودجه بندی سرمایه ای و عملکرد مالی شرکت ها وجود دارد.

واژه های کلیدی: بودجه بندی سرمایه ای، بودجه سرمایه ای، تصمیم گیری، عملکرد مالی.

## (۱) مقدمه

با پیشرفت های شگرف فناوری در زمینه بهبود روش های تولید کالاها و خدمات، شرکت ها همه ساله مبالغ هنگفتی را در ماشین آلات، تجهیزات، تاسیسات و دیگر دارایی های مولد جدید سرمایه گذاری می کنند. تخصیص بهینه سرمایه به سرمایه گذاری های مختلف یکی از وظایف مدیران مالی در دنیای امروز به شمار می رود که متضمن تصمیماتی برای به کارگیری وجوه جاری شرکت در دارایی های بلند مدت است.

تصمیماتی که در ارتباط با بودجه بندی سرمایه ای اتخاذ می شود، تا حدود زیادی بر موفقیت سازمان در دست یابی به هدف های تعیین شده اثر می گذارد. بنابراین، بودجه بندی سرمایه ای نقش عمده ای را در موفقیت بلند مدت این واحدها ایفا می کند [۱۵]. مدیران برخی شرکت ها برای اجرای پروژه های خود از تکنیک های ساده و غیر تنزیلی مثل دوره بازگشت سرمایه و یا حتی قضاوت فردی استفاده می کنند و برخی دیگر از معیارهای دقیق مانند NPV استفاده می نمایند. تصمیم مدیران می تواند باعث افزایش یا کاهش ارزش سرمایه گذاری ها و ارزش سهام شرکت ها و نیز مطابق تئوری نمایندگی می تواند بر هزینه های نمایندگی شرکت تاثیر بگذارد. تئوری نمایندگی وجود تضاد بین

سهامداران و مدیران را بیان می کند. یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه گذاری است و مدیر نیز در وهله اول به دنبال افزایش ثروت خود می باشد، بنابراین این احتمال وجود دارد که مدیر، در راستای منافع سهامدار عمل ننماید [۱۴].

هدف عمده بودجه بندی سرمایه ای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. یعنی مبنای اصلی رد یا قبول طرح های مختلف سرمایه گذاری آثاری است که این طرح ها در ثروت سهامداران شرکت دارند. مدیران شرکت نیز به عنوان نمایندگان سهامداران همواره در پی دستیابی به این هدف هستند و در این زمینه هیات مدیره شرکت ها قادرند با تصمیمات خود بر عملکرد شرکت تاثیرگذار باشند [۱۱]. گرچه عملکرد مالی شرکت ها تابع عوامل بسیاری است که برخی از آن عوامل داخلی و در حیطه اختیارات مدیران و برخی دیگر عوامل خارج از کنترل آنان است و اصولاً به شرایط کسب و کار در محیط اقتصادی، ویژگی های بازار سرمایه و نیز رقابت در بازار مرتبط می گردد [۷].

با توجه به توسعه بازار های سرمایه، امروزه ارزیابی عملکرد از مهم ترین موضوعات مورد توجه سهامداران، اعتبار دهندگان، دولت ها و مدیران است. سرمایه گذاران همواره تمایل دارند تا از میزان موفقیت مدیران در به کارگیری از سرمایه شان آگاهی یابند. آن ها علاقه دارند دریابند از سرمایه گذاری انجام شده چه اندازه ایجاد ارزش شده است. لذا ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت از مهمترین اهداف شرکت ها محسوب می شود. در این زمینه نقش معیارهای ارزیابی عملکرد در انعکاس عملکرد شرکت ها از طریق محتوای اطلاعاتی موجود شان نیز پررنگ تر شده است [۱۸]. اهمیت ارزیابی عملکرد مالی به قدری است که حتی می توان آن را معیار موفقیت یا شکست انتقال مالکیت شرکت ها از بخش دولتی به بخش خصوصی دانست [۱۴]. اگر چه مالکیت بخش دولتی بر جنبه های متفاوت مالی شرکت ها تاثیر گذار است و عملکرد مالی را نیز میتوان از ابعاد مختلفی مورد ارزیابی قرار داد، کما اینکه برخی از تحقیقات اثرات متفاوت متغیرهای شرکتی بر جنبه های عملکردی را نشان داده اند [۱]. معمولاً در شرکت های بزرگ و عموماً بورسی که دارای مدیران باتجربه و متخصص تر هستند بیشتر سعی می شود از معیارهای مختلف ارزیابی عملکرد استفاده شود.

## ۲) ادبیات موضوع

بودجه بندی سرمایه ای اتخاذ تصمیمی در حوزه ی مدیریت مالی است و معیارهایی را جهت سرمایه گذاری منابع در پروژه های بلندمدت، تدوین می نماید. پروژه هایی چون زمین، ساختمان، تجهیزات، تسهیلات و ماشین آلات مشترک هستند [۵].

دیدگاه ها، نظریه ها و تعاریف مختلفی در خصوص بودجه بندی سرمایه ای ارائه شده است. این تعاریف نیز متأثر از نظریه های اقتصادی در مورد سازمان ها بوده و دیدگاه های موجود در این زمینه نیز تحت تاثیر شرایط متفاوت سیاسی، اقتصادی و فرهنگی است. در بررسی کلی می توان گفت که نظام بودجه بندی به عنوان ابزار مهم و حساس در برنامه ریزی، به موازات رشد و توسعه سازمان و جامعه، مراحل و تحولات مهمی را پشت سر گذاشته و امروزه به صورت نظام پیچیده فنی و مالی در آمده است [۳].

در بودجه بندی سرمایه ای باید به اجرا و فرموله کردن طرح های بلند مدت و کوتاه مدت توجه کرد و اکثر شرکت ها هم از دو نوع طرح استفاده می کنند. بودجه های بلند مدت، ابزار برنامه ریزی اند و از بودجه های کوتاه مدت جهت تخصیص و جیره بندی استفاده می شود. بودجه های بلند مدت را معمولاً مدیران ارشد شرکت های بزرگ (مانند هیأت مدیره) و بودجه های کوتاه مدت را صاحبان و مدیران شرکت های کوچک تر ارائه می دهند. طرح های بلند مدت برای بودجه بندی سرمایه ای از تجزیه و تحلیل اهداف مؤسسه پدید می آیند، که در این گونه تجزیه و تحلیل ها باید به شش موضوع مهم توجه کرد: (۱) نیازها و اهداف صاحبان سرمایه؛ (۲) حجم و اندازه بازار از لحاظ فروش محصولات و امکانات رشد این بازار در آینده؛ (۳) حجم و اندازه کارخانه در حال حاضر و امکانات توسعه در آینده؛ (۴) تصمیمات در جهت احداث خط تولید در محل جدید؛ (۵) شرایط اقتصادی موثر بر عملیات شرکت و (۶) ریسک تجاری<sup>۱</sup> و ریسک مالی<sup>۲</sup> در جایگزینی<sup>۳</sup>، بازسازی و خرید دارایی های ثابت جدید [۱۴].

---

<sup>۱</sup> Business risk

<sup>۲</sup> Financial risk

<sup>۳</sup> Replacement

طرح های سرمایه گذاری دارای شرایط متفاوتی هستند که جهت انتخاب مناسب ترین سرمایه گذاری باید از ابزارهای مالی متفاوت استفاده کرد تا یک پروژه از جنبه های مختلف ارزیابی و بررسی شود. چون اکثر شرکت ها با طرح های سرمایه گذاری متفاوتی مواجه هستند که گاه از میزان توان نقدینگی آن ها بیشتر است. مجموعاً روش های متعددی را می توان به عنوان ابزارهای مالی مطمئن برای ارزیابی و انتخاب مناسب ترین پروژه ها مورد استفاده قرار داد، که مهمترین آن ها به صورت زیر قابل توضیح هستند [۱۸]:

۱. روش های مبتنی بر تنزیل گردش وجوه نقد شامل: نرخ بازده داخلی، ارزش فعلی خالص و شاخص سودآوری.

۲. سایر روش های ارزیابی پروژه های سرمایه گذاری شامل: دوره بازگشت سرمایه، نرخ بازده حسابداری و قضاوت های شخصی.

از مهمترین اهداف بنگاه های اقتصادی، کسب سود در کوتاه مدت و افزایش ثروت اقتصادی مالکان در بلندمدت است، اتخاذ تصمیمات منطقی رابطه مستقیم با ارزیابی عملکرد بنگاه اقتصادی دارد و ارزیابی عملکرد بنگاه های اقتصادی نیز نیازمند شناخت معیارها و شاخص هایی است که در دو مجموعه ی شاخص های مالی و غیر مالی طبقه بندی می شوند. معیارهای مالی سنجش عملکرد به دلیل برخورداری از ویژگی هایی نظیر کمی بودن، عملی بودن، عینی بودن و ملموس بودن آن نسبت به معیارهای غیر مالی ارجحیت دارد. روش های مختلفی برای ارزیابی عملکرد مالی یک بنگاه وجود دارد که می توان این روش ها را به طور کلی به دو دسته معیار های حسابداری و معیار های اقتصادی ارزیابی عملکرد تقسیم نمود.

سود حسابداری، سنتی ترین معیار ارزیابی عملکرد است که برای سرمایه گذاران، سهامداران، مدیران، اعتباردهندگان و تحلیل گران اوراق بهادار از اهمیت زیادی برخوردار است. سود حسابداری که با فرض تعهدی محاسبه می شود به نظر بسیاری از پژوهشگران یکی از مهمترین معیارهای سنجش عملکرد محسوب می شود. با توجه به مزیت در دسترس بودن اطلاعات مورد نیاز در این مدل ها و آسانی محاسبات مربوط به آن، این گروه از معیارهای ارزیابی عملکرد به شکل گسترده ای توسط استفاده کنندگان از

اطلاعات مالی، مورد استفاده قرار می گیرد. بررسی های انجام شده توسط پژوهشگران نیز نشان می دهد که سود حسابداری و اطلاعات بدست آمده از آن، اطلاعات مفیدی را در اختیار استفاده کنندگان قرار می دهد که در تصمیم گیری های آنان بسیار مؤثر است [۱۲].

در این زمینه نرخ بازده دارایی ها یکی از معیارهایی است که به مهارت های تولید و فروش شرکت مربوط می شود و به وسیله ساختار مالی شرکت تحت تاثیر قرار نمی گیرد. به دلیل استفاده از سود حسابداری در محاسبه نرخ بازده دارایی ها، ایراداتی بر این معیار وارد است. از جمله اینکه. پایین بودن نرخ بازده دارایی ها، ضرورتاً به این مفهوم نیست که دارایی ها باید در جای دیگری بکار گرفته شوند، همچنین بالا بودن نرخ بازده دارایی ها نیز به مفهوم خرید بیشتر از آن دارایی ها و لزوماً کسب بازده ی بیشتر نمی باشد [۸].

علیرغم کاربردهای مختلف سود حسابداری، برخی معتقدند که سود حسابداری نمی تواند معیار مناسبی برای ارزیابی عملکرد شرکت باشد [۱۲]. لذا پژوهشگران تلاش کردند نقایص مدل های مبتنی بر اعداد حسابداری را بر طرف کنند، این موضوع باعث معرفی معیار های اقتصادی ارزیابی عملکرد شد. در معیارهای اقتصادی، ارزش شرکت تابعی از قدرت سود آوری، اولویت های موجود، سرمایه گذاری های بالقوه و ما به التفاوت نرخ بازده و هزینه سرمایه شرکت تعریف می شود [۱۹].

با توجه به اینکه در بکارگیری معیار سود حسابداری هزینه های تامین مالی مورد توجه قرار نمی گیرند، نمی توان از آن جهت ارزیابی تصمیمات مدیریت راجع به افزایش سرمایه و تامین مالی داخلی و تاثیر آن بر ارزش شرکت استفاده کرد. این در حالی است که در محاسبه ارزش افزوده اقتصادی<sup>۱</sup> (EVA) و ارزش افزوده بازار<sup>۲</sup> (MVA)، هزینه تامین مالی از طریق صاحبان سهام یکی از متغیرهای مهم و تاثیر گذار می باشد. از نقطه نظر سرمایه گذاران MVA، بهترین سنجش نهایی درباره عملکرد یک شرکت می توان باشد و در واقع

---

<sup>۱</sup> Economic Value Added

<sup>۲</sup> Market Value Added

می توان آن را یک معیار انباشته از عملکرد شرکت دانست که ارزش بازاری ایجاد شده را نشان می دهد [۱۶].

### ۳) پیشینه تحقیق

سلیمانی (۱۳۸۶) در پایان نامه خود به مقایسه عملکرد مدیران شرکت های دولتی و خصوصی پرداخته است. در این تحقیق با استفاده از اطلاعات ۸۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۸۳ عملکرد شرکت های دولتی و خصوصی مورد مطالعه قرار گرفته است و نتایج حاصله نشان می دهد که عملکرد مدیران شرکت های دولتی پذیرفته شده در بورس از عملکرد مدیران شرکت های خصوصی بهتر بوده است [۶].

توکلی محمدی و اعتمادی (۱۳۸۶) به بررسی رابطه بین مشارکت کارکنان در بودجه بندی و عملکرد مدیران و اثر اطلاعات مرتبط با شغل در این رابطه در شرکت های اصلی زیر مجموعه وزارت نفت پرداختند. نتایج نشان می دهد که مشارکت در بودجه بندی نقش قابل توجهی در دسترسی مدیران به اطلاعات مرتبط با شغل دارد و منجر به بهبود عملکرد آن ها می شود [۲].

قالیباف اصل و رنجبر درگاه (۱۳۸۴) به تحقیقی در مورد اثر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت ها در فاصله زمانی ۱۳۷۹-۱۳۸۰ پرداختند، نتایج آن ها نشان می دهد اگرچه عملکرد شرکت ها بعد از واگذاری بهبود یافته است، اما از نظر آماری تفاوت معنی داری بین عملکرد شرکت ها قبل و بعد از واگذاری مشاهده نمی شود. همچنین بین عملکرد شرکت های واگذار شده به بخش خصوصی و عمومی در دوره بعد از واگذاری تفاوت معنی داری وجود ندارد [۹].

زبیری<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) در مقاله ای به بررسی شیوه های تصمیم گیری کاربران در شرکت های پاکستانی پرداخته و بودجه بندی سرمایه ای از جمله تکنیک های به کار گرفته شده و مبنای برآورد ارزش سرمایه گذاری/ریسک پروژه را مورد توجه قرار داده است. کاوشی هم بر

---

<sup>1</sup> Zubairi

روی میزان تاثیر گسترده هیات مدیره در تصمیمات بودجه بندی سرمایه انجام شده است. نتایج نشان می دهد که تصمیم گیرندگان اصلی شرکت های پاکستانی کاملاً از تکنیک های پیچیده بودجه بندی سرمایه ای آگاه اند و عملاً استفاده کرده اند. مطالعات نشان می دهد که شرکت های بزرگ تر تمایل بیشتری به استفاده از معیار IRR دارند در حالی که شرکت های کوچک تر تمایل بیشتری به استفاده از NPV دارند. همچنین شرکت های کوچک تر نسبت به شرکت های بزرگ تر تمایل بیشتری به تخمین دوره برگشت سرمایه دارند. همین طور نتایج بدست آمده نشان می دهد، شرکت هایی که بیشتر به تامین مالی وام و نرخ رشد بالاتر تکیه دارند تمایل شان به NPV بیشتر است در حالی که شرکت های با نرخ رشد کمتر به IRR متمایل ترند [۲۵].

جفری و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی به ارزیابی تکنیک های کنونی در تصمیم گیری برای بودجه بندی سرمایه در کانادا پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که از میان ۸۸ شرکت مورد مطالعه، ۱۷ شرکت از جریان نقدی تنزیلی (DCF) استفاده نمی کردند در حالی که ۹۴/۲ درصد شرکت ها معیار NPV و ۸۷/۷ درصد آنان معیار IRR را در تصمیم گیری های خود به کار می گرفتند. یعنی اکثریت شرکت ها معیار NPV را بهترین معیار برای ارزیابی عملکرد قلمداد می کنند [۲۱].

قنبری و مور<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین EVA و MVA در شرکت های صنعت خودرو سازی بورس اوراق بهادار هند برای دوره زمانی سال های بین ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۵ پرداختند. نتایج این پژوهش بیانگر آن است که EVA نسبت به معیارهای سنتی ارزیابی عملکرد، معیار مناسب تری در توجیه تغییرات MVA شرکت های نمونه انتخابی می باشد [۲۲].

بوش، مونتلور و ترازون<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) در پژوهشی به توسعه معیارهای تصمیم گیری بهتر در بودجه بندی سرمایه ای پرداختند، نتایج نشان داد که نرخ بازده داخلی، محرک ارزش فعلی خالص پروژه است، و این که جریان وجوه نقدی آزاد پروژه را می توان به عنوان تابعی از دوره بازگشت سرمایه، وضعیت IRR و زمان آن جریانها در نظر گرفت و از طریق

---

<sup>1</sup> Ghanbari & More

<sup>2</sup> Bosch & Montllor & Tarrazon



معکوس دوره بازگشت می توان یک نرخ بازگشت تعدیل شده بدست آورد که کاملاً با NPV سازگار است. نتایج همچنین نشان داد سازگار با معیار NPV، تفاوت میان IRR و معکوس دوره بازگشت سرمایه در همان آغاز دوره کاهش می یابد، زیرا آنچه که حائز اهمیت است برابری قطعیت در ابتدای پروژه است، نه اختلاف مورد انتظار در انتهای پروژه [۱۸].

داینلسون و اسکات<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) در مقاله خود با استفاده از داده های نظر سنجی گردآوری شده توسط فدراسیون ملی کسب و کار مستقل به تجزیه و تحلیل شیوه های بودجه بندی سرمایه در شرکت های کوچک پرداختند. نتایج نشان داد در حالی که شرکت های بزرگ به تجزیه و تحلیل تنزیل جریان نقدی تاکید دارند، شرکت های کوچک پروژه ها را با دوره برگشت سرمایه ارزیابی می کنند. در این مطالعه دلایل خاص دیگری را نیز شناسایی کرده اند، شامل نگرانی نقدینگی و چالش های برآورد نقدینگی جزئی، که توضیح می دهد چرا شرکت های کوچک از معیارهای تنزیلی جریان نقدی در ارزیابی پروژه ها استفاده نمی کنند. این نتایج نشان می دهند روش بهینه ارزیابی سرمایه گذاری در شرکت های بزرگ و کوچک ممکن است تفاوت داشته باشد [۲۰].

تراونگ، پارتینگتون و پیت<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) شیوه های بودجه بندی سرمایه در شرکت های استرالیایی را مورد مطالعه و آزمون قرار دادند. نتایج به دست آمده نشان داد که معیارهای NPV و IRR و دوره برگشت سرمایه رایج ترین تکنیک های ارزیابی هستند. همچنین استفاده از گزینه های واقعی<sup>۳</sup> در بودجه بندی سرمایه ای جای پای پیدا کرده اند اما هنوز به عنوان معیاری اصلی محسوب نمی شوند [۲۴].

لیون، عیسی و کستر<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) در پژوهشی به نظر سنجی از مدیران شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار جا کارتا در مورد روش های بودجه بندی سرمایه و مهمترین عوامل موثر بر کارکرد آنها پرداختند. نتایج نشان می دهد که اکثریت شرکت های پاسخگو از

---

<sup>1</sup> Danielson & Scott

<sup>2</sup> Truong & Partington & Peat

<sup>3</sup> Real Options

<sup>4</sup> Leon & Isa & Kester

تکنیک های رسمی برای ارزیابی سرمایه گذاری های پیشنهادی استفاده می کنند. این شرکت ها عمدتاً روش جریان نقدی تنزیل یافته را به عنوان معیار اولیه ارزیابی پیشنهادات سرمایه گذاری استفاده می کنند. این مطالعه همچنین نشان می دهد که تجزیه و تحلیل حساسیت و استفاده از سناریو از جمله روش های ارزیابی ریسک هستند که بیشترین استفاده را دارند [۲۳].

تحقیق حاضر در پی آن بوده است تا بررسی کند که مدیران شرکت های خصوصی و عمومی در بازار سرمایه ایران از چه روش هایی و چگونه در فرآیند بودجه بندی سرمایه ای شرکت خود استفاده می کنند و تصمیمات آنها در این زمینه چه تاثیری بر عملکرد مالی شرکت داشته است.

#### ۴) روش شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ روش در زمره تحقیقات همبستگی - علی قرار دارد. داده های مورد نیاز جهت آزمون فرضیه های تحقیق از طریق پرسشنامه و همچنین صورت های مالی شرکت ها تهیه شده است. پس از انجام محاسبات لازم در نرم افزار صفحه گسترده EXCEL، جهت تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها نرم افزار 18 SPSS بکار گرفته شده است. در تحقیق حاضر برای آزمون فرضیه های اول، دوم و سوم از آزمون برابری میانگین های چند نمونه مستقل و آزمون T و برای فرضیه چهارم از آزمون کی - دو و برای بررسی فرضیه پنجم از مدل های رگرسیونی چند گانه استفاده شده است.

#### ۴-۱) فرضیه های تحقیق

با توجه به مبانی نظری و پیشینه تحقیقات انجام شده، بمنظور بررسی روش های تصمیم گیری مدیران در ارتباط با پروژه های سرمایه ای و ارتباط آن با عشاخص های عملکردی شرکت فرضیه های زیر تدوین شده اند:

**فرضیه اول:** مدیران شرکت های خصوصی در قیاس با مدیران شرکت های عمومی بیشتر از معیارهای غیر تنزیلی و قضاوتی در انتخاب طرح های سرمایه گذاری استفاده می کنند.

**فرضیه دوم:** مدیران شرکت های عمومی در قیاس با مدیران شرکت های خصوصی بیشتر از معیارهای تنزیلی در انتخاب طرح های سرمایه گذاری استفاده می کنند.

**فرضیه سوم:** شرکت هایی که مدیران آنها از معیارهای قضاوتی و غیر تنزیلی استفاده می کنند عملکرد مالی پایین تری نسبت به شرکت هایی دارند که مدیران آنها از معیارهای تنزیلی استفاده می کنند.

**فرضیه چهارم:** شرکت های با سابقه فعالیت بیشتر از معیارهای تنزیلی استفاده می کنند.

**فرضیه پنجم:** استفاده از معیارهای بودجه بندی سرمایه ای تاثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت ها دارد.

#### ۲-۴) جامعه آماری و نمونه گیری

جامعه آماری در این پژوهش شامل کلیه شرکت های عمومی و خصوصی می شود. شرکت های عمومی به شرکت هایی اطلاق می شود که در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده اند و شرکت های خصوصی شرکت های خارج از بورس اوراق بهادار هستند. با توجه به امکان دسترسی به آحاد جامعه آماری، در تحقیق حاضر از روش نمونه گیری تصادفی ساده استفاده شده است، به این صورت که ابتدا از میان شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار تهران تعداد ۴۰ شرکت و سپس از میان شرکت های خصوصی نیز ۴۰ شرکت دیگر در صنایع مشابه و در مجموع ۸۰ شرکت مورد مطالعه انتخاب شده اند

#### ۳-۴) محاسبه متغیرها

متغیرهای مورد بررسی در این تحقیق شامل شش متغیر مستقل و دو متغیر وابسته به صورت زیرند:

**متغیرهای مستقل:**

X<sub>1</sub>: بکارگیری روش ارزش فعلی خالص (NPV)

X<sub>2</sub>: بکارگیری روش نرخ بازده داخلی (IRR)

X<sub>3</sub>: بکارگیری شاخص سودآوری (PI)

X<sub>4</sub>: بکارگیری روش دوره بازگشت سرمایه (PP)

X<sub>5</sub>: بکارگیری روش نرخ بازده حسابداری (ARR)

X<sub>6</sub>: بکارگیری روش قضاوتی

به منظور محاسبه متغیرهای مستقل که نشان دهنده استفاده یا عدم استفاده از معیارهای بودجه بندی سرمایه ای در تصمیم گیری های مدیران هستند، پرسشنامه ای شامل ۱۸ سوال با استفاده از تحقیقات مشابه قبلی [۲۳] و در طیف لیکرت تدوین شد و پاسخ مدیران شرکت های مورد بررسی در خصوص میزان بکارگیری معیارهای مورد نظر جمع آوری گردید. گزینه های این سوالات از "هرگز استفاده نمی کنم" (مقدار ۱) تا "همیشه استفاده می کنم" (مقدار ۵) در نظر گرفته شده اند.

#### متغیرهای وابسته:

برای سنجش عملکرد مالی شرکت نیز از دو معیار حسابداری (ROA) و اقتصادی (MVA) به صورت زیر استفاده شده است:

$$ROA = \frac{\text{سود خالص پس از مالیات}}{\text{مجموع داراییها}}$$

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام - (تعداد سهام منتشر شده × قیمت پایانی هر سهم) = MVA

## ۵) آزمون فرضیه ها

### ۵-۱) نتایج آزمون فرضیه اول

به منظور آزمون فرضیه اول تحقیق، میزان استفاده مدیران شرکت های مورد مطالعه از معیارهای غیر تنزیلی و قضاوتی در تصمیمات بودجه بندی سرمایه ای طی شش سوال پنج

گزینه ای استخراج گردید. جدول ۱ نشان دهنده نتایج بدست آمده از آزمون مقایسه میانگین ها در دو گروه شرکت های خصوصی و عمومی است.

جدول ۱: استفاده از معیارهای غیر تنزیلی و قضاوتی

شرکت	میانگین	انحراف معیار	T-test	P-value
عمومی	۲/۴۹	۱/۱۴	-۱۰/۴۴	۰/۰۰۰
خصوصی	۴/۶۰	۰/۵۹		

همانطور که مشاهده می شود میانگین امتیاز مربوط به استفاده از معیارهای غیر تنزیلی و قضاوتی در بین مدیران شرکت های عمومی ۲/۴۹ و در شرکت های خصوصی ۴/۶۰ می باشد و سطح معناداری (P-value) آزمون مقایسه این دو میانگین کوچک تر از ۰/۰۵ است. بنابراین با اطمینان ۰/۹۵ فرض یکسان بودن این دو میانگین رد می شود. از آن جا که این میانگین در بین مدیران شرکت های خصوصی بیشتر از شرکت های عمومی است، لذا می توان نتیجه گرفت که مدیران شرکت های خصوصی به طور معناداری بیش از مدیران شرکت های عمومی از معیارهای غیر تنزیلی و قضاوتی استفاده می کنند و بر این اساس فرضیه اول تحقیق تایید می شود.

## ۲-۵) آزمون فرضیه دوم

برای آزمون فرضیه دوم، میزان استفاده مدیران شرکت های عمومی از معیارهای تنزیلی در انتخاب طرح های سرمایه گذاری خود بررسی شده است. در جدول ۲ نتایج حاصل از آزمون برابری میانگین امتیازهای استفاده از معیارهای تنزیلی بین شرکت های عمومی و خصوصی آمده است.

جدول ۲: استفاده از معیارهای تنزیلی

میانگین	انحراف معیار	T	P-value
---------	--------------	---	---------

۰/۰۰۵	۲/۷۷۴	۰/۳۴	۳/۹۴	عمومی
		۰/۵۱	۳/۶۷	خصوصی

همانطور که مشاهده می شود میانگین امتیاز معیارهای تنزیلی استفاده شده در شرکت های عمومی ۳/۹۴ و در شرکت های خصوصی ۳/۶۷ است و چون سطح معناداری (P-Value) آزمون مقایسه این دو میانگین کوچکتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض یکسان بودن این دو میانگین رد می شود، پس می توان نتیجه گرفت که مدیران شرکت های عمومی به طور معناداری بیش از مدیران شرکت های خصوصی از معیارهای تنزیلی تصمیم گیری استفاده می نمایند و بر این اساس فرضیه دوم تحقیق پذیرفته می شود.

### ۳-۵ آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم به بررسی تفاوت عملکرد مالی شرکت هایی می پردازد که مدیران آنها برای ارزیابی پروژه های خود از معیارهای متفاوتی (معیارهای تنزیلی در مقابل معیارهای غیر تنزیلی) استفاده می کنند. برای آزمون این فرضیه پس از محاسبه میانگین پاسخ ها در مورد معیارهای غیر تنزیلی و معیارهای تنزیلی، شرکت ها به دو دسته تقسیم شده و از آزمون T جهت مقایسه نسبت های ROA و MVA بعنوان شاخص های عملکرد بین این دو دسته استفاده می شود. جدول ۳ نتایج این آزمون را نشان می دهد.

جدول ۳: مقایسه شاخص های عملکرد بین شرکتهای استفاده کننده از معیارهای تنزیلی و غیر تنزیلی

P-value	T	انحراف معیار	میانگین	شرکت ها	
۰/۰۴۶	۱/۹۹۷	۰/۲۰۵	۰/۱۴۴	معیارهای تنزیلی	ROA
		۰/۰۸۳	۰/۰۷۷	معیارهای قضاوتی و غیر تنزیلی	
۰/۰۲۳	۱/۲۲۱	۲۹۳۶۱۰۰	۱۴۴۱۳۵۶	معیارهای تنزیلی	MVA
		۱۴۶۹۴۷۸	۴۵۷۵۴۵	معیارهای قضاوتی و غیر تنزیلی	

همانطور که مشاهده می شود میانگین شاخص ROA برای شرکت های استفاده کننده از معیارهای تنزیلی ۰/۱۴۴ و برای شرکت های استفاده کننده از معیارهای قضاوتی و غیر تنزیلی ۰/۰۷۷ محاسبه شده و معناداری (P-value) این آزمون معادل ۰/۰۴۶ می باشد. بنابراین فرض یکسان بودن این دو میانگین در سطح خطای ۵ درصد رد می شود. چون این میانگین در شرکت های گروه اول بیشتر از گروه دوم است، لذا با اطمینان ۹۵ درصد می توان نتیجه گرفت که شرکت هایی که از معیارهای غیر تنزیلی استفاده می کنند عملکرد مالی پایین تری نسبت به شرکت هایی دارند که از معیارهای تنزیلی استفاده می نمایند. همچنین با مشاهده میانگین شاخص MVA بین این دو گروه شرکت ها نیز می توان به نتیجه مشابهی دست یافت. بنابراین بر اساس نتایج به دست آمده ملاحظه می شود که شاخص های ارزیابی عملکرد (ROA و MVA) در شرکت هایی که از معیارهای تنزیلی استفاده می کنند نسبت به شرکت های استفاده کننده از معیارهای غیر تنزیلی، وضعیت بهتری دارد. در نتیجه فرضیه سوم تحقیق تایید شده است.

#### ۴-۵) آزمون فرضیه چهارم

برای آزمون فرضیه چهارم که به بررسی رابطه بین سابقه فعالیت و استفاده از معیارهای تنزیلی و غیر تنزیلی بودجه بندی سرمایه ای می پردازد، میانگین سابقه فعالیت شرکت ها محاسبه شده و بر آن اساس شرکت ها به دو گروه با سابقه فعالیت بیش از میانگین و کمتر از میانگین تقسیم شده اند. بعد از محاسبه میانگین امتیاز مربوط به معیارهای غیر تنزیلی و قضاوتی و معیارهای تنزیلی شرکت ها بر اساس میزان امتیاز به دو دسته تقسیم و برای آزمون فرضیه از آزمون کی-دو استفاده شده است. جدول ۴ نتایج این آزمون را نشان می دهد.

جدول ۴: ارتباط سابقه فعالیت و استفاده از معیارهای تنزیلی و غیر تنزیلی

استفاده از معیارهای غیر تنزیلی		استفاده از معیارهای تنزیلی		سابقه فعالیت
درصد	تعداد	درصد	تعداد	

۵۲/۵	۲۱	۲۷/۵	۱۱	کمتر از میانگین
۴۷/۵	۱۹	۷۲/۵	۲۹	بیشتر از میانگین
۰/۰۲۲	معناداری (P-value)	۵/۲۰۸		آماره کای - اسکووار

همچنانکه در جدول ۴ مشاهده می شود، ۲۷/۵ درصد از شرکت هایی که از معیارهای تنزیلی استفاده می کنند، دارای سابقه کمتر از میانگین و ۷۲/۵ درصد از آنها دارای سابقه بیشتر از میانگین هستند. همچنین ۵۲/۵ درصد از شرکت های استفاده کننده از معیارهای غیر تنزیلی، سابقه ای کمتر از میانگین و ۴۷/۵ درصد از آنها دارای سابقه ای بیش از میانگین هستند. معنی دار بودن این تفاوت ها با استفاده از آزمون کی - دو بررسی شده است. مشاهده می شود که معناداری این آماره (P-value) معادل ۰/۰۲۲ و کوچک تر از ۰/۰۵ شده است، پس می توان نتیجه گرفت که شرکت های با سابقه فعالیت بالاتر تمایل بیشتری به استفاده از معیارهای تنزیلی دارند. بنابراین فرضیه چهارم تحقیق پذیرفته می شود.

#### ۵-۵) آزمون فرضیه پنجم

فرضیه پنجم تحقیق به بررسی تاثیر استفاده از معیارهای بودجه بندی سرمایه ای بر شاخص های عملکردی شرکت ها می پردازد. به این منظور، استفاده از هر یک از این معیارها به عنوان یک متغیر مستقل در نظر گرفته شده و هر یک از شاخص های عملکرد مالی (ROA و MVA) به عنوان یک متغیر وابسته در دو مدل رگرسیون چندگانه به صورت زیر قرار داده شده است.

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \varepsilon \quad (مدل 1)$$

$$MVA = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \varepsilon \quad (مدل 2)$$



که در این مدل ها خواهیم داشت:

ROA : بازده دارایی ها؛

MVA : ارزش افزوده بازار؛

$X_1$  : استفاده از روش ارزش فعلی خالص؛

$X_2$  : استفاده از روش نرخ بازده داخلی؛

$X_3$  : استفاده از روش شاخص سود آوری؛

$X_4$  : استفاده از روش دوره برگشت سرمایه؛

$X_5$  : استفاده از روش نرخ بازده حسابداری؛

$X_6$  : استفاده از قضاوت های شخصی مدیران؛

$\varepsilon$  : مقدار باقیمانده رگرسیون.

جدول ۵: نتایج تاثیر متغیرها بر بازده دارایی ها (مدل ۱)

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آزمون T	احتمال (P-value)
C	۰/۱۸۵	۰/۰۹۵	۱/۹۴۴	۰/۵۶
$X_1$	۰/۰۰۲	۰/۰۱۳	۰/۱۲۹	۰/۰۸۹
$X_2$	۰/۰۰۹	۰/۰۱۴	۰/۶۵۸	۰/۵۱۳
$X_3$	-۰/۰۴۴	۰/۰۱۷	-۲/۶۴۳	۰/۰۱۰
$X_4$	۰/۰۳۷	۰/۰۱۶	-۲/۲۸۲	۰/۰۲۶
$X_5$	-۰/۰۳۲	۰/۰۱۱	-۲/۹۳۶	۰/۰۰۵
$X_6$	۰/۰۰۱	۰/۰۱۰	۰/۱۴۸	۰/۸۸۳
ضریب تعیین ( $R^2$ )		۰/۱۸۲		
ضریب تعیین تعدیل شده ( $Adj-R^2$ )		۰/۱۰۹		
آماره F		۲/۴۸۱		
احتمال (P-value)		۰/۰۳۲		
آماره دوربین واتسون (DW)		۱/۶۲۶		

جدول ۵ نتایج آزمون مدل رگرسیونی اول را نشان می دهد. همانطور که ملاحظه می شود، آماره F مدل معادل ۲/۴۸۱ و معناداری (P-value) آن ۰/۰۳۲ شده است. پس می توان نتیجه گرفت که این مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. چون مقدار ضریب تعیین مدل ۰/۱۸۲ شده است نشان می دهد که متغیرهای مستقل مدل می توانند ۱۸/۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته (ROA) را توضیح دهند.

همانطور که مشاهده می شود ضرایب متغیرهای  $X_1$ ،  $X_2$ ،  $X_4$  و  $X_6$  مثبت است و این به آن معنی است که استفاده از روش های ارزش فعلی خالص، نرخ بازده داخلی، دوره بازگشت سرمایه و قضاوت شخصی مدیران با نرخ بازده دارایی ها ارتباط مستقیم دارند. در حالی که ضرایب متغیرهای  $X_3$  و  $X_5$  منفی هستند و نشان می دهند که استفاده از روش های شاخص سودآوری و نرخ بازده حسابداری با نرخ بازده دارایی های شرکت ارتباط معکوسی دارند. ملاحظه می گردد که از میان متغیرهای مستقل فقط ضرایب متغیرهای  $X_3$ ،  $X_4$  و  $X_5$  با اطمینان ۹۵ درصد معنادار شده اند.

جدول ۶ نتایج آزمون ضرایب رگرسیون مدل دوم را نشان می دهد. چون مقدار ضریب تعیین مدل ۰/۳۸۵ شده است نشان می دهد که ۳۸/۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته مدل (MVA) توسط متغیرهای مستقل تبیین می شود. همانطور که مشاهده می شود، آماره F مدل معادل ۳/۲۳۰ و معناداری (P-value) آن ۰/۰۱۴ شده است، پس می توان نتیجه گرفت که این مدل نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است.

ضرایب برآورد شده متغیرهای  $X_1$ ،  $X_2$ ،  $X_3$  و  $X_5$  مثبت است و این به آن معنی است که استفاده از روش های ارزش فعلی خالص، نرخ بازده داخلی، شاخص سودآوری و نرخ بازده حسابداری با ارزش افزوده بازار شرکت ارتباط مستقیم دارند. در حالی که ضرایب متغیرهای  $X_4$  و  $X_6$  منفی هستند و بیانگر آن

است که استفاده از روش های دوره بازگشت سرمایه و قضاوت شخصی مدیران در ارزیابی پروژه های سرمایه گذاری با ارزش افزوده بازار شرکت ارتباط معکوسی دارند. نتایج جدول نشان می دهد که ضرائب متغیرهای  $X_1$ ،  $X_2$ ،  $X_3$  و  $X_5$  با اطمینان ۹۵ درصد معنادار شده اند، اما تاثیر متغیرهای  $X_4$  و  $X_6$  معنادار نیست. بنابراین بر اساس نتایج بدست آمده از مدل های فوق می توان فرضیه پنجم تحقیق را نیز مورد تایید قرار داد.

جدول ۶: نتایج تاثیر متغیرها بر ارزش افزوده بازار (مدل ۲)

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آزمون T	احتمال (P-value)
C	-۰/۴۱۲	۰/۷۱۷	-۰/۵۷۵	۰/۵۷۰
$X_1$	۰/۰۳۱	۰/۱۲۴	-۳/۲۴۷	۰/۰۰۷
$X_2$	۰/۰۸۴	۰/۰۴۳	۲/۳۷۲	۰/۰۳۸
$X_3$	۰/۰۱۶	۰/۱۶۷	-۲/۸۹۵	۰/۰۲۵
$X_4$	-۰/۰۰۹	۰/۰۹۱	۱/۰۹۷	۰/۰۷۲
$X_5$	۰/۰۱۹	۰/۰۷۰	۱/۸۹۴	۰/۰۴۸
$X_6$	-۰/۱۵۶	۰/۰۵۵	۰/۸۵۳	۰/۱۳۸
ضریب تعیین ( $R^2$ )			۰/۳۸۵	
ضریب تعیین تعدیل شده ( $Adj-R^2$ )			۰/۲۶۶	
آماره F			۳/۲۳۰	
احتمال (P-value)			۰/۰۱۴	
آماره دوربین واتسون (DW)			۱/۵۹۴	

## ۶) بحث و نتیجه گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق که در جداول فوق ارائه شد، حاکی از آن است که تمام فرضیه های تحقیق مورد تایید قرار می گیرند. فرضیه ها و نتایج آزمون فرضیه ها به طور خلاصه در جدول زیر آورده شده است.

براساس این یافته ها می توان نتیجه گرفت که شرکت های عمومی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در تصمیمات بودجه بندی سرمایه ای خود تمایل بیشتری به استفاده از معیارهای تنزیلی دارند در حالی که مدیران شرکت های خصوصی بیشتر از معیارهای غیر تنزیلی و قضاوتی استفاده می کنند. همچنین می توان به این نتیجه رسید که شرکت هایی که مدیران آنها از معیارهای تنزیلی برای انتخاب طرح های سرمایه گذاری خود استفاده می کنند، عملکرد مالی بالاتری از شرکت هایی دارند که بیشتر بر معیارهای غیر تنزیلی و قضاوتی متکی هستند. از سوی دیگر ارتباط بین سابقه فعالیت شرکت ها و میزان استفاده از معیارهای تنزیلی مثبت و معنادار نشان داده شد، بدین معنی که مدیران شرکت هایی که از قدمت و سابقه فعالیت بالاتری برخوردارند بدلیل وجود تجربه کارشناسی بیشتری تمایل بیشتری به استفاده از معیارهای مناسب تنزیلی در تصمیمات خود دارند. این در حالی است که شرکت های جوان تر به استفاده از معیارهای قضاوتی مدیران تمایل بیشتری دارند. بر اساس نتایج فرضیه پایانی نیز می توان نتیجه گرفت که استفاده از معیارهای دقیق تر تنزیلی در تصمیمات سرمایه گذاری می تواند بر شاخص های ارزیابی عملکرد و ارزش افزوده بازار شرکت ها تاثیر مثبت معناداری داشته باشد. لذا می توان نتیجه گیری نمود که شرکت ها برای داشتن عملکرد مالی بهتر، باید از معیارهای تنزیلی برای انتخاب تصمیمات پروژه های سرمایه گذاری خود استفاده نمایند.

## **(۷) کاربرد نتایج و استفاده کنندگان از آنها**

هدف بودجه بندی سرمایه ای شناسایی و تعیین فرصت ها و طرح هایی است که ارزش آنها بیش از هزینه سرمایه آنها است. از دیدگاه مدیریت مالی، هدف بودجه

بندی سرمایه عبارت است از گزینش آن دسته از طرح های سرمایه گذاری بلندمدت که انتظار می رود با اجرای این طرح ها، ثروت صاحبان سهام به حداکثر برسد. بنابراین نتایج این تحقیق می تواند راهنمای مدیران، سهامداران و سرمایه گذاران جهت انتخاب کاربردی ترین پروژه ها و گزینش بهترین طرح های سرمایه گذاری باشد به طوریکه باعث افزایش ارزش شرکت و سود سهامداران گردد.

## ۷) پیشنهادهایی برای انجام تحقیقات آتی

با توجه به نتایج حاصل از این پژوهش و به منظور رواج استفاده از معیارهای بودجه بندی سرمایه ای و آگاه نمودن مدیران و سرمایه گذاران با این معیارها، پیشنهادهای زیر مطرح می گردد:

۱) جهت بررسی تفاوت میان شاخص های تصمیم گیری شرکت ها در صنایع مختلف، پیشنهاد می گردد محققین آتی مقایسه ای بین معیارهای بودجه بندی سرمایه ای به تفکیک صنایع انجام دهند تا مشخص شود آیا الگوی تصمیم گیری مدیران در شرکت های موجود در صنایع مختلف متفاوت است یا خیر و در کدامیک از صنایع مدیران تمایل بیشتری به استفاده از معیارهای تنزیلی در انتخاب طرح های سرمایه گذاری خود دارند.

۲) پیشنهاد می گردد در تحقیقات آتی تاثیر استفاده از معیارهای مختلف بودجه بندی سرمایه ای بر شاخص های دیگر عملکردی نظیر شاخص های نقد شوندگی و ریسک شرکت ها پرداخته شود.

## منابع

- ۱- اسعدی، عبدالرضا (۱۳۹۳)، "تاثیر متغیرهای شرکتی و نقش تعدیل کننده مالکیت دولت بر ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران"، **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۲.
- ۲- توکلی محمدی، محمد، اعتمادی، حسین (۱۳۸۶)، "بررسی رابطه بین مشارکت در بودجه بندی و عملکرد مدیران و اثر اطلاعات مرتبط با شغل در شرکت های اصلی زیر مجموعه وزارت نفت"، **دوماهنامه علمی - پژوهشی دانشور رفتار**، دانشگاه شاهد، سال ۱۴، شماره ۲۳، تیر، ص ۸۱.
- ۳- حسینی، محمد رضا، خوزین، علی (۱۳۸۹)، "رویکردهای ارزیابی پروژه ها و طرح های سرمایه گذاری"، **مجموعه مقالات و پژوهش های علمی مدیریت**، زمستان، ص ۴۱.
- ۴- حسینی، علی، کرمی، غلام رضا و شفیع پور، مجتبی (۱۳۸۹)، "بررسی ارتباط عملکرد شرکت ها و نقد شوندگی بازار سهام"، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، شماره ۱۱.
- ۵- خلیلی عراقی، مریم (۱۳۸۷)، "بودجه بندی سرمایه ای: چند معیاره گروهی"، **پژوهشنامه اقتصادی**، پیاپی ۲۸، بهار، ص ۱۰۳.
- ۶- سلیمانی، حجت (۱۳۸۶)، "بررسی و مقایسه عملکرد مدیران شرکت های دولتی و خصوصی"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور.
- ۷- شیخ، محمدجواد، زمانی گندمانی، محسن و مهاجرانی، مریم (۱۳۹۳)، "بررسی تاثیر تنوع کسب و کار بر عملکرد مالی شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۲.
- ۸- غفوری فرد، مهدی (۱۳۹۰)، "رابطه بین عوامل داخلی شرکت با ارزش افزوده اقتصادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه نیشابور.
- ۹- قالیباف اصل، حسن، رنجبر درگاه، فائزه (۱۳۸۴)، "بررسی اثر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت ها (تجربه خصوصی سازی در ایران)"، **مجله تحقیقات مالی**، شماره ۱۹.

۱۰- قربانی، رامین، نیک کار، جواد و برزایی، یونس (۱۳۹۳)، "بررسی تاثیر ویژگیهای هیات مدیره بر عملکرد شرکت در سطوح متفاوت رقابت بازار"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۴.

۱۱- گرکز، منصور، مالی، مجتبی و ترابی، حسین (۱۳۸۷)، "الزامات مدیریتی در فرآیند تصمیم گیری های سرمایه ای"، **روزنامه سرمایه**.

۱۲- مهدوی، غلامحسین، حسینی ازان آخاری، سید مهدی (۱۳۸۷)، "بهترین معیار برای ارزیابی عملکرد مالی چیست؟"، **پژوهشنامه اقتصادی**، پیاپی ۳۱، زمستان، ص ۱۲۸-۱۲۴.

۱۳- میرزامحمدی، سعید، سید خسروشاهی، سیدعلی و دلیری، علیرضا (۱۳۹۳)، "بررسی عملکرد مالی شرکت های دولتی مشمول واگذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۲.

۱۴- نمازی، محمد (۱۳۸۴)، "بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت"، **مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز**، دوره بیست و دوم، شماره دوم، تابستان، پیاپی ۴۳، (ویژه نامه ی حسابداری)، ص ۱۴۹-۱۴۸.

۱۵- نویسی، فرشید، نظری، رضا، حسینی، احمد و عالی پور، عزیز (۱۳۸۰)، "حسابداری صنعتی"، **انتشارات مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی**، چاپ چهاردهم، تهران، ص ۱۷۷.

۱۶- ودیعی، محمد حسین، رضوی راد، محمود (۱۳۸۷)، "بررسی اثر افزایش سرمایه بر ارزش افزوده بازار در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله دانش و توسعه، سال پانزدهم**، شماره ۲۳، تابستان، ص ۱۷۴-۱۷۲.

۱۷- وکیلی فرد، حمید رضا، وکیلی فرد، مسعود (۱۳۸۰)، **مدیریت مالی**، جلد اول، انتشارات علمی فوج.

18- Bosch, M.T., Montllor-Serrats, J. and Tarrazon, M.A. (2007), "NPV as a function of the IRR: the value drivers of investment projects", **Journal of Applied Finance**, Vol. 17 No. 2, pp. 41-5.

- 19- Bausch,e (2003),"Is market value – based residual income a superior performance measure compared to book value – based residual hkcome", **working paper**. no1.
- 20- Danielson, M.G. and, J.A. (2006)," The capital budgeting decisions of the small business", **Journal of Applied Finance**, Vol. 16 No. 2, pp. 45-56.
- 21- Geoffrey G, Meredith and Teresa Marchant (2010), " Improved capital budgeting decision making: evidence from Canada", **Management Decision**, Vol. 48 No. 2.
- 22- Ghanbari,ali and u.s more (2007)," The relationship between economic value added and market value added: an empeiical analysis in Indian automobile industry", **Journal of accounting research**.
- 23- Leon, M.Farah and Isa, Mansur and Kester, George W. (2008)," Capital Budgeting Practices of Listed Indonesian Companies", **Asian Journal of Business and Accounting**, 1(2), 175-192.
- 24- Truong, G., Partington, G. and Peat, M. (2008)," Cost-of-capital estimation and capital-budgeting practice in Australia", **Australian Journal of Management**, Vol. 33 No. 1, pp. 95-122.
- 25- Zubairi, H. Jamal. (2008)," Capital Budgeting - Decision Making Practices in Pakistan", **Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1308662>**.

Managers’ decision making based on capital  
budgeting and its effect on financial performance of  
public and private companies



## Abstract

This study investigates performance measures based on capital budgeting methods. To test the first, second and third hypotheses, one sample t-test and for fourth one chi square method are used in the study. A multiple regression model is also used to test fifth hypothesis. Required data collected from a sample of 80 companies comprising some listed firms of Tehran stock exchange along with some other private companies. The results indicate that public companies are more likely to use discounted methods to analyze their investment projects compared to private firms. It is also concluded that companies employing the discounted methods would have better financial performance in comparison with other companies. The study indicated a significant relationship between capital budgeting methods and firm' financial performance.

Keywords: Capital budgeting, Decision making methods, Discounted measures and Market value added.

---