



## زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار، تأمین مالی بدهی و مقیاس سرمایه‌گذاری بر مبنای تئوری چشم‌انداز

نصیبه ولی زاده<sup>۱</sup>

جواد رمضانی<sup>۲</sup>

مهدی خلیل پور<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۱۶

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۱۴

### چکیده

هدف این مقاله بررسی زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار، تأمین مالی بدهی و مقیاس سرمایه‌گذاری می‌باشد. جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که تعداد ۱۰۰ شرکت به عنوان نمونه در نظر گرفته می‌شود. تعداد ۲۲۰ نفر از مدیران شرکت‌های فوق اقدام به پاسخگویی به سؤالات پرسشنامه کردند. تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد و از نظر روش، تحقیق توصیفی از نوع پیمایشی می‌باشد. در ادامه با استفاده از رویکرد حداقل مجزورات جزئی روابط متغیرهای تحقیق و مدل اصلی تحقیق بررسی شده است. داده‌های خام به دست آمده از جامعه آماری با استفاده از تکنیک‌های آماری مورد تجزیه و تحلیل و پس از پردازش به شکل اطلاعات ارائه شده است. نتایج نشان داد بین زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار و کمک نقدی رابطه‌ی معناداری وجود دارد. بین تأمین مالی بدهی و کمک نقدی رابطه‌ی معناداری وجود دارد. بین مقیاس سرمایه‌گذاری و کمک نقدی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

**واژه‌های کلیدی:** زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار، تأمین مالی بدهی، مقیاس سرمایه‌گذاری با کمک نقدی.

۱- گروه حسابداری، واحد نور، دانشگاه آزاد اسلامی، نور، ایران. Nasibeh.valizadeh@gmail.com

۲- گروه حسابداری، واحد قائمشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، قائمشهر، ایران. نویسنده مسئول. javad.ramezani58@gmail.com

۳- گروه حسابداری، واحد نور، دانشگاه آزاد اسلامی، نور، ایران. khalilpourmehdi@gmail.com

## ۱- مقدمه

به لحاظ تاریخی نقش و جایگاه سرمایه‌گذاری، در فرآیند رشد و توسعه به حدی است که سرمایه‌گذاری را موتور محرکه رشد اقتصادی نامیده‌اند. با شکل‌گیری و توسعه مدل‌های رشد در ادبیات اقتصادی مقوله سرمایه‌گذاری و تأمین سرمایه به عنوان یکی از موضوعات اساسی اقتصاد در کانون توجه پژوهشگران و سیاست‌گذاران قرار گرفت. بحث سرمایه‌گذاری می‌تواند در طیف وسیعی از مباحث اقتصادی مطرح شود به عبارت دیگر همزمان در ادبیات رشد و در سطح کلان فرآیند تأمین سرمایه مورد نیاز اقتصاد، برای قرار گرفتن در سطح تعادلی رشد مطرح است، در سطح خرد نیز یافتن منابع بهینه تأمین مالی در بخش‌های مختلف حائز اهمیت می‌باشد. اقتصاددانان و برخی از مورخین اقتصادی عموماً بر این باورند سه در بلندمدت، تحقق رشد سریع اقتصادی بدون افزایش سرمایه‌گذاری ثابت امکان‌پذیر نیست. ارتباط نزدیک بین رشد و سرمایه‌گذاری در مطالعات برخی از اقتصاددانان از جمله سوزنتس و مدیون در گذشته مورد حمایت قرار گرفته است و در سال‌های اخیر نیز مقالات بسیاری در این باره منتشر شده است.

نقش و اهمیت سرمایه‌گذاری در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی جوامع در اکثر نظریات رشد و توسعه اقتصادی مورد تأیید قرار گرفته است. با توجه به کمبود منابع سرمایه‌گذاری و ضرورت تخصیص بهینه این منابع جهت تحریک رشد اقتصادی، لازم است مزیت‌های نسبی یک کشور در زمینه تخصیص منابع سرمایه‌گذاری، به درستی شناسایی شده و با هدایت منابع سرمایه‌گذاری به مولدترین و کارآمدترین بخش‌ها زمینه استفاده کارآمد از منابع محدود در جهت تسریع رشد اقتصادی فراهم گردد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

فرآیند مدیریت پرتفوی یک مجموعه اقدامات مرتبط بهم (ادغام شده) برای تشکیل و حفظ یک پرتفوی مناسب (مجموعه‌ای از دارایی‌ها) در جهت دستیابی به اهداف سرمایه‌گذاران می‌باشد. این فرآیند، یک فرآیند پویا و انعطاف‌پذیر برای همه پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری شامل سهام، اوراق مشارکت و برای همه سازمان‌ها اعم از صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه و... مستقل از روش، محل و فلسفه سرمایه‌گذاری است. شالوده اصلی این فرآیند، بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری می‌باشد. بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری یک سند نوشته شده از چشم‌اندازها و بازدهی‌های مورد انتظار سرمایه‌گذاران و درجه تحمل ریسک آنها در افق زمانی یا همان افق سرمایه‌گذاری مربوطه، با در نظر گرفتن محدودیت‌های عملی بازار مثل نیاز به نقدینگی، ملاحظات مالیاتی و... می‌باشد. در کنار چشم‌اندازها و محدودیت‌ها، بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری مسائل دیگری را نیز می‌تواند در

برگیرد. به عنوان مثال نیازمندی‌های گزارش، استراتژی سرمایه‌گذاری، روش سرمایه‌گذاری مانند سهام رشدی، گروه‌بندی قواعد سرمایه‌گذاری که در واقع قدرت پیش‌بینی نوسانات بازدهی سهام را دارند و سایر موارد مربوطه نیز می‌تواند در این بیانیه دیده شود. فرآیند مدیریت پرتفوی به لحاظ تقسیم‌بندی نیز از برنامه‌ریزی تا اجرا و در نهایت بازخورد را شامل می‌شود. در قسمت برنامه‌ریزی، چشم‌اندازهای سرمایه‌گذاری و محدودیت‌ها به صورت قواعد و فرمول‌هایی درمی‌آیند و راهبردهای تخصیص دارایی تعریف استراتژی تخصیص دارایی به ارائه طبقات مختلف دارایی در بیانیه سیاست سرمایه‌گذاری در جهت دستیابی به اهداف و محدودیت‌های بلندمدت سرمایه‌گذار می‌باشد. در واقع در این استراتژی وزن‌های طبقات دارایی انتخاب می‌گردند. هر طبقه دارایی شامل سرمایه‌گذاری‌های مختلفی است که ویژگی‌ها و رفتارهای مشابهی دارند و عمدتاً تحت تأثیر نیروهای مشابهی در بازار قرار می‌گیرند.

از طرفی، ایجاد و توسعه روز افزون بنگاه‌های اقتصادی نیازمند تأمین مالی قابل ملاحظه است که اغلب از عهده مؤسسان خارج است، بازار سرمایه برای شرکت‌ها این امکان را فراهم می‌آورد که منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق عرضه سهام و انتشار بدهی تأمین نمایند.

مدیران با استفاده از منابع به دست آمده برای بقا و رشد سازمان خود تلاش می‌کنند. در یک بازار کارا، رشد و سودآوری شرکت و در نهایت افزایش ثروت سهامداران زمانی محقق خواهد شد که بازدهی ناشی از بکارگیری منابع مالی ناشی از انتشار سهام بیش از هزینه‌های فرصت ناشی از پروژه‌های سرمایه‌ای مورد اجرا باشد. از آنجا که روش‌های تأمین مالی به همراه تصمیمات سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود بر ارزش و در نهایت بر ثروت سهامداران مؤثر است، شناسایی الگوها و مدل‌هایی که تصمیم‌گیری شرکت‌ها و مدیران از آن تبعیت می‌کنند، از اهمیت به‌سزایی برخوردار است. باور حاکم در پژوهش‌ها، وجود رابطه منفی تأمین مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری با بازده سهام است. دو نظریه زمان‌بندی بازار و سرمایه‌گذاری واقعی در ارتباط با رابطه بین تأمین مالی برون‌سازمانی با بازده غیرعادی سهام وجود دارد. نظریه زمان‌بندی بازار این رابطه را در قالب تأمین مالی ترکیبی و نظریه سرمایه‌گذاری واقعی در قالب تأمین مالی خالص بیان می‌کنند (خانی و همکاران، ۱۳۹۳).

عدم اطمینان نقطه مقابل اطمینان است. وقتی که گفته می‌شود "اطمینان داریم" به این معناست که شرایط برای یک حادثه معین کاملاً قابل پیش‌بینی است؛ اما وقتی که یک تصمیم‌گیرنده دانش و اطلاعات کامل و یا فهم دقیقی از تصمیم پیشنهادی و یا نتایج احتمالی آن ندارد، گفته می‌شود در شرایط "عدم اطمینان" به سر می‌برد.

در دنیای کنونی نمی‌توان نقش اطلاعات را نادیده گرفت و شاید بتوان گفت مهمترین کالایی که امروزه نقش اساسی را در تخصیص منابع اقتصادی ایفا می‌نماید اطلاعات مالی است. این اطلاعات با توجه به نیازهای استفاده‌کنندگان، راهنمای مفیدی برای تصمیم‌گیری اقتصادی است. هر تصمیم اقتصادی که در یک واحد تجاری گرفته می‌شود، چنانچه شرایط محیطی حاکم بر آن نادیده گرفته شود در این صورت باید انتظار رخ دادن خطا در آن تصمیم را داشت (سدیدی و ابراهیمی درده، ۱۳۹۰، ۱۱۹-۱۰۳). امروزه تقریباً فعالیت همه سازمان‌ها و واحدهای تجاری متأثر از عوامل محیطی است که سازمان در آن فعالیت می‌کند. وجود روابط انکارناپذیر سازمان‌ها با محیط خود باعث می‌شود که عملکرد و سودآوری آن‌ها تا حد زیادی به عوامل محیطی خارجی بستگی داشته باشد. در این صورت ایجاد تغییرات در این عوامل محیطی می‌تواند عملکرد و سودآوری سازمان را تحت تأثیر قرار دهد. یکی از این عوامل عدم اطمینان و پیچیدگی محیطی شرکت است که نوسانات زیادی را در سود گزارش شده شرکت ایجاد می‌کند ولی تحت کنترل مدیریت نیست (ثقفی و همکاران، ۱۳۹۳، ۲۷-۷) سازمان‌ها در برقراری ارتباط با محیط، همواره با شرایطی روبرو می‌شوند که بیانگر نبود آگاهی بر وقایع و عملکردهای به وقوع پیوسته در محیط تجاری و یا عدم امکان پیش‌بینی تغییرات بیرونی و اثر آن‌ها بر تصمیمات پیش‌بینی شده است این شرایط را عدم اطمینان محیطی می‌نامند (حسنی توابع و همکاران، ۱۳۹۲، ۹۳-۶۸) عدم اطمینان محیطی یعنی این که تصمیم‌گیرندگان درباره عوامل محیطی اطلاعات کافی ندارند و برای پیش‌بینی تغییرات خارجی با مشکل مواجه هستند. همچنین به معنای ناتوانی در تخصیص احتمالات به حوادث قابل وقوع در آینده و یا اینکه نوعی ناتوانی در پیش‌بینی نتایج احتمالی یک تصمیم است. عدم اطمینان محیطی نتیجه دو بعد پویایی (پایداری یا ناپایداری) عوامل محیطی و ساده یا پیچیده بودن محیط است. پویایی و ایستایی به سرعت تغییر و تحولات عوامل محیطی بستگی دارد و شامل تغییرات محیطی وعدم امکان پیش‌بینی عوامل بازار است. نتایج پویایی از قدرت تکنولوژیکی، اقتصادی و سیاسی همچنین تغییرات در بازار و موارد احتمالی در صنعت ناشی می‌شود. همچنین سنر (۲۰۱۲، ۱۷۷-۱۶۹) سه بعد را برای عدم اطمینان محیطی در نظر گرفته‌اند. این سه بعد عبارتند از:

- (۱) پویایی که شامل فراوانی تغییرات محیطی و عدم قابلیت پیش‌بینی عوامل بازار است
- (۲) پیچیدگی که عبارت است از تعداد و تنوع رقبا، تأمین‌کنندگان، خریداران
- (۳) در دسترس بودن منابع مالی، انسانی و مواد اولیه.

محیط‌های پویا نسبت به محیط‌های ایستا عدم اطمینان بیشتری ایجاد می‌کنند. جوهج معتقد است که عدم اطمینان در محیط نهفته نیست بلکه در افرادی نهفته است که موقع تصمیم‌گیری

محیط را در نظر می‌گیرند. وی معتقد است وقتی مدیران تصور می‌کنند محیط غیرقابل پیش‌بینی است احساس عدم اطمینان می‌نمایند و این حالت زمانی اتفاق می‌افتد که برای تصمیم‌گیری اطلاعات مورد نیاز را در اختیار ندارند. در یک محیط پیچیده تعداد زیادی از عوامل خارجی با هم در ارتباط هستند و بر سازمان تأثیر می‌گذارند که این پیچیدگی باعث افزایش عدم اطمینان محیطی می‌شود. در پژوهش‌های انجام شده پیچیدگی محیط شرکت این گونه تعریف شده است (حسینی توابع و همکاران، ۱۳۹۲، ۶۸-۹۳) پیچیدگی بیانگر تنوع و تمرکز منابع در محیط خارجی است و وجود تهدیدهای بالقوه زیاد و رقابت شدید در بازار محصولات به عنوان محیط‌های پیچیده توصیف می‌شوند پیچیدگی محیط شرکت یک متغیر ساختاری هست که عملیات و فرآیند ارتباطی یک شرکت را توصیف می‌کند. پیچیدگی محیط شرکت با تعداد عناصر مختلفی که مدیر به طور همزمان، با آنها سروکار دارد افزایش می‌یابد. این عناصر می‌تواند شامل فعالیت‌ها یا سیستم‌های فرعی داخل شرکت باشد. گزارشگری مالی برای شرکت‌هایی که دارای کسب‌وکار متنوع و عملیات جغرافیایی وسیع می‌باشند، پیچیده‌تر به نظر می‌رسد. در محیط‌های پیچیده و پویا مدیر قادر به تعیین فرضیات مورد نیاز خود برای تصمیم‌گیری، با توجه به عدم پیش‌بینی پذیری اطلاعات موجود، نیست (سنر، ۲۰۱۲، ۱۷۷-۱۶۹).

یکی از تصمیمات مهم استراتژیک در شرکت‌ها به زمان‌بندی و تأمین مالی یک سرمایه‌گذاری ارتباط دارد. مطابق با نظریه امور مالی شرکتی، شرکت‌ها باید ۲ توافق را در نظر بگیرند. ابتدا اینکه تصمیم زمان‌بندی سرمایه‌گذاری بهینه توسط سازش میان تعهد اولیه به جریان‌های نقدی و تعهد نهایی نسبت به حفظ انعطاف‌پذیری مدیریتی تعیین می‌شود. دوم اینکه تصمیم‌گیری اهرم مطلوب از سوی مصالحه میان مزایای سپر مالیاتی و هزینه‌های بدهی ورشکستگی در رویداد اصلی تعیین می‌شود (کردستانی و پیرداوری، ۱۳۹۱)

ارزیابی سرمایه‌گذاری مبتنی بر انتخاب به‌عنوان ابزار تحلیلی کارآمد برای بررسی این مصالحه پیشنهاد شده است و این مطالب راهنمایی را در مورد نحوه تعیین زمان‌بندی سرمایه‌گذاری بهینه شرکت غیر وام‌گیرنده ارائه می‌کند. این نگرش‌ها به‌منظور اتخاذ تصمیمات مالی در حساب، بخصوص تأمین سرمایه از طریق بدهی توسط اوراق شرکتی تعمیم‌یافته‌اند. با این حال، این اوراق تنها منبع تأمین سرمایه برای سرمایه‌گذاری‌های اصلی استراتژیک به شمار نمی‌روند. انواع مختلف حمایت‌های عمومی نیز از جمله منابع مهم تأمین مالی تلقی می‌شوند. گرچه این کمک‌ها به طور روز افزون برای افزایش سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه، زیرساخت و دیگر سرمایه‌گذاری‌های استراتژیک اهمیت دارند، اما تأثیر آنها بر روی گزینه‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه توجهات زیادی را به سوی خود جلب نکرده است. این تحقیق به‌واسطه

شناسایی سیاست سرمایه‌گذاری ۱ بهینه هنگام تأمین مالی نسبی از سوی کیفیت داخلی و بدهی خارجی در مسائل امور مالی شرکتی مشارکت داشته و از سوی کمک سرمایه دولتی افزوده می‌شود. از ترکیب بهینه بدهی خارجی ارزش ارائه شده از سوی شرکت، شدت سرمایه‌گذاری بهینه و زمان‌بندی سرمایه‌گذاری بهینه برای شرکتی که می‌تواند از طرح‌های حمایتی مالی بهره‌بردار، استفاده خواهد شد. صرف‌نظر از راهی که شرکت برای سرمایه‌گذاری‌های خود در نظر می‌گیرد، گزینه واقعی مشترک میان شرکت و دولت موجب سرمایه‌گذاری ناکافی می‌شود. در این تحقیق، سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه، تأمین مالی و سیاست‌های انگیزشی را برای شرکت‌های وام‌گیرنده و غیر وام‌گیرنده ارائه نموده که به وضوح نسبت به موارد یافت شده در مطالب قبلی متفاوت است (لوکاس ۱ و همکاران، ۲۰۱۹).

نظریه زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار از جمله ابزارهایی است که امروزه در حوزه‌ی برنامه‌ریزی و سیاست‌گذاری اقتصادی مورد استفاده قرار می‌گیرد. با توجه به اینکه نوع روابط در چارچوب نظریه زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار، روابط دینامیکی است و از سوی دیگر امکان احتمالی در نظر گرفتن معادلات در آن وجود دارد، مدل‌های برآمده از آن می‌تواند سنخیت بیشتری با مسائل دنیای واقعی داشته باشد. از این رو، نظریه‌ی زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار از زمان طرح آن در دهه‌ی ۱۹۰۰ و ورود آن به عرصه‌ی اقتصاد در دهه‌ی ۱۹۱۰ میلادی شاهد اقبال روز افزون بوده است.

فرض خواهیم کرد شرکت می‌تواند ۳ انتخاب داشته باشد. این انتخاب‌ها به (۱) زمان‌بندی

بهینه، (۲) مقیاس سرمایه

گذاری بهینه و (۳) تأمین مالی سرمایه‌گذاری وابسته باشد که به موجب آن کمک مالی احتمالی از سوی دولت به شکل کمک نقدی مدنظر قرار می‌گیرد. ما دریافتیم که خرید با انگیزه سرمایه‌گذاری موجب سرمایه‌گذاری ناکافی می‌شود. با این حال در حالت تعادل، کمک‌های مالی سطح سرمایه‌گذاری ناکافی را کاهش داده و قدرت این انگیزه بشدت متأثر از انتخاب‌های تأمین مالی شرکت قرار دارد.

گرچه شرکت‌های وام‌گیرنده نسبت به شرکت‌های غیر وام‌گیرنده کمک‌های مالی کمتری را دریافت می‌کنند، اما آنها سرمایه‌گذاری‌های بیشتری را انجام می‌دهند. این نتیجه با یافته‌های اخیر در مطالبی که سطح سرمایه‌گذاری شرکت برای تصمیم تأمین مالی خنثی بوده، متناقض است. علاوه بر این، وضعیت‌هایی رخ می‌دهند که در آن مزایای سپر مالیاتی شرکت وام‌گیرنده به‌عنوان انگیزه کلی برای سرمایه‌گذاری زود هنگام عمل نمی‌کنند. ما در عین حال دریافتیم که برای برخی مجموعه‌های پارامترهای منطقی، آستانه سرمایه‌گذاری بهینه شرکت وام‌گیرنده نسبت به هم‌تای غیر وام‌گیرنده خود، بالاتر است؛ بنابراین احتمال صدور بدهی بر روی زمان‌بندی بدهی اثر مبهم

ندارد. دومین نتیجه مهم این است که تأثیر تردید جریان نقدی بر کمک‌های مالی بهینه دیگر یکنواخت نیست. از سوی دیگر، این امر ممکن است مبهم شود که نشان می‌دهد پروژه‌های بسیار مبهم ضرورتاً کمک‌های مالی زیادی را دریافت نمی‌کنند. علاوه بر این ما نشان می‌دهیم که تحت چه شرایطی یک تغییر کامل از کمک مالی برای یک رژی می‌کشد که از کمک مالی استفاده نکرده، روی می‌دهد. این نتایج نشان می‌دهند که بخصوص پروژه‌های پرریسک شرکت‌های وام‌گیرنده در معرض این تهدید قرار می‌گیرند. با توجه به موارد مطرح شده در این تحقیق به دنبال، ارائه الگویی برای عدم اطمینان سرمایه‌گذاری بر رابطه بین کمک‌های نقدی و زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذاری، تأمین مالی بدهی و مقیاس سرمایه‌گذاری (مبتنی بر تئوری چشم‌انداز) خواهیم بود.

المار لوکاس ۱ و همکاران، ۲۰۱۹ در تحقیقی با عنوان، عدم اطمینان سرمایه‌گذاری بر رابطه بین کمک‌های نقدی و زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذاری، تأمین مالی بدهی و مقیاس سرمایه‌گذاری، بیان کردند، درک سیاست سرمایه‌گذاری بهینه یک شرکت تحت شرایط خاص با پیشرفت‌هایی چشمگیر همراه بوده است. با این حال تا به امروز تلاش زیادی برای تمرکز بر روی مبادله مقیاس زمانی و گزینه‌های واقعی صرف نشده است. ما از مدل گزینه واقعی بازی-نظری میان یک شرکت و دولت به منظور تحلیل اثر تردید و محرک سرمایه‌گذاری به شکل کمک‌های نقدی بابت زمان‌بندی سرمایه‌گذاری بهینه، تأمین مالی و مقیاس بندی سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنیم. ما دریافتیم که گزینه‌های واقعی مشترک میان یک شرکت و دولت صرف‌نظر از اینکه شرکت در معرض بدهی احتمالی قرار گیرد یا خیر، به سرمایه‌گذاری ناکافی منجر می‌شود. با این حال، کمک‌های مالی، سطح سرمایه‌گذاری ناکافی را کاهش می‌دهد. قابل توجه است که این نتایج نشان می‌دهند گرچه شرکت‌های وام‌گیرنده از حمایت کمتری برخوردارند، اما آنها نسبت به شرکت‌های غیر وام‌گیرنده بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند. این امر یافته‌های اخیر مبنی بر اینکه سطح سرمایه‌گذاری بهینه شرکت متأثر از روش تأمین مالی یک پروژه قرار ندارد را به چالش می‌کشد. این امر نشان می‌دهد که موجودیت مزایای سپر مالیاتی ضرورتاً به‌عنوان محرکی برای سرمایه‌گذاری زودتر عمل نمی‌کند. ما در نهایت نشان می‌دهیم که تأثیر تردید جریان نقدی در مورد سطح تعادل کمک‌ها، مبهم بوده و تغییر از کمک‌هزینه به روش غیر از این را تحریک می‌کند. ۲

گاما ۲ (۲۰۱۶) در تحقیقات خود به بررسی تأثیر رفتار فرصت‌طلبانه مدیران بر هزینه تأمین مالی بدهی پرداخت. نتایج پژوهش وی نشان داد که مدیریت سود واقعی و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی منجر به افزایش هزینه تأمین مالی بدهی می‌شود.

خدامی پور و تاج الدینی (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین سطح محافظه‌کاری حسابداری و تصمیمات مالی مربوط به شیوه تأمین مالی و گرایش به نگهداری وجه نقد شرکت‌ها پرداختند.

نتایج حاکی از آن است که گرایش به نگهداری وجه نقد با دیدگاه تحریف اطلاعات مطابقت داشته و شرکت‌های با محافظه‌کاری حسابداری بیشتر، به نگهداری وجه نقد بیشتری نیز گرایش دارند. علاوه بر این، اگر چه رابطه معناداری بین محافظه‌کاری حسابداری و شیوه‌های تأمین مالی وجود دارد، از معناداری کل برخوردار بوده، اما به علت استفاده بیشتر از بدهی برای تأمین مالی در شرکت‌ها، امکان بررسی نوع رابطه وجود نداشت.

جبارزاده کنگرلویی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر ساختار بدهی بر محافظه‌کاری شرطی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بر اساس نتایج فرضیه اول پژوهش، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بر محافظه‌کاری شرطی در مدل مبتنی بر رابطه سود و بازده، تأثیر مثبت، در مدل مبتنی بر تغییرات سود، بی‌تأثیر و در مدل مبتنی بر رابطه اقلام تعهدی و جریان نقد عملیاتی تأثیر منفی دارد. همچنین یافته‌های پژوهش در مورد فرضیه دوم حاکی از عدم تأثیر نسبت بدهی بلندمدت بر کل بدهی‌ها بر محافظه‌کاری شرطی در هر سه مدل یاد شده دارد که این امر نشان‌دهنده عدم تأثیرگذاری ویژگی مربوط به سررسید بدهی‌ها بر محافظه‌کاری شرطی می‌باشد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

- ◀ بین زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار و کمک نقدی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.
- ◀ بین تأمین مالی بدهی و کمک نقدی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.
- ◀ بین مقیاس سرمایه‌گذاری و کمک نقدی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.
- ◀ عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار، تأمین مالی بدهی و مقیاس سرمایه‌گذاری با کمک نقدی (مبتنی بر تئوری چشم‌انداز) تأثیرگذار است.

### ۴- روش‌شناسی

تحقیق زمینه‌یابی عبارت است از مشاهده پدیده‌ها به منظور معنا دادن به جنبه‌های مختلف اطلاعات جمع‌آوری شده. در تحقیقات زمینه‌یابی سه هدف اصلی مدنظر است، توصیف، تبیین و کشف. می‌باشد لذا بخشی از تحقیق، از نوع تحقیقات زمینه‌یابی است. بخشی دیگر از تحقیق از نوع تحقیقات همبستگی می‌باشد. در آن بخش به دنبال یافتن رابطه همبستگی احتمالی بین نسبت بهای تمام شده سرمایه‌گذاری‌های انجام شده به منابع شرکت و بازده پرتفوی می‌باشیم. تحقیقات همبستگی شامل کلیه تحقیقاتی است که در آن‌ها سعی می‌شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی تعیین گردد



در این تحقیق اطلاعات جمع آوری شده مربوط به ۱۰۰ شرکت مورد نظر در جامعه آماری در سال ۱۳۹۸ بوده است که تعداد ۲۲۰ نفر از مدیران این ۱۰۰ شرکت پرسشنامه‌های تحقیق را پاسخ گفتند تجزیه و تحلیل داده‌ها برای بررسی صحت و سقم فرضیه برای هر نوع تحقیق از اهمیت خاصی برخوردار است. امروزه در بیشتر تحقیقاتی که متکی بر اطلاعات جمع آوری شده از موضوع مورد تحقیق می‌باشد، تجزیه و تحلیل اطلاعات از اصلی‌ترین و مهم‌ترین بخش‌های تحقیق محسوب می‌شود. داده‌های خام با استفاده از نرم‌افزار آماری مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند و پس از پردازش به شکل اطلاعات در اختیار استفاده‌کنندگان قرار می‌گیرند. در این فصل، ابتدا تحلیل عاملی تحقیق انجام شده و بعد مدل اصلی پژوهش بررسی می‌شود. در نهایت فرضیات تحقیق آزمون می‌شوند. برای بررسی و تحلیل فرضیات تحقیق از روش معادلات ساختاری با استفاده از نرم‌افزار PLS بهره برده شده است. این روش این امکان را فراهم می‌کند تا صحت فرضیه‌های تحقیق را مورد آزمون قرار داده و معنادار بودن ضرایب به دست آمده را نشان داد.

جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در بازه ده‌ساله ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۸ می‌باشد که:

- ✓ سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
- ✓ جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد.
- ✓ در معاملات سهام آنها بیش از هشت ماه وقفه وجود نداشته باشد

## ۵- متغیرهای تحقیق

آمار توصیفی متغیرهای جمعیت‌شناختی تحقیق

جدول ۱- نتایج بررسی پایایی هر یک از متغیرهای تحقیق

متغیر	نشان اختصاری	تعداد سؤال	ضریب آلفای کرونباخ
زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار	OIS	۵	۰/۸۷۱
تأمین مالی بدهی	DF	۵	۰/۹۲۲
مقیاس سرمایه‌گذاری	IS	۳	۰/۸۱۳
عدم اطمینان محیطی	EU	۶	۰/۹۰۹
کمک نقدی	FA	۵	۰/۸۷۰
جمع کل		۲۴	۰/۸۷۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## • جنسیت

همانطور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، ۲۶ درصد پاسخ‌دهندگان زن و ۷۴ درصد مرد هستند.

جدول ۲- فراوانی گروه‌های جنسیت

جنسیت	فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی تجمعی
زن	۵۸	٪۲۶	٪۲۶
مرد	۱۶۲	٪۷۴	٪۱۰۰
جمع کل	۲۲۰	٪۱۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## • سن

همانطور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود از میان پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه از لحاظ سن، ۱۴ درصد کمتر از ۳۰ سال، ۴۰ درصد بین ۳۰ تا ۴۰ سال و ۴۶ درصد بالاتر از ۴۰ سال بوده‌اند.

جدول ۳- فراوانی گروه‌های سنی

سن	فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی تجمعی
کمتر از ۳۰ سال	۳۱	٪۱۴	٪۱۴
بین ۳۰ تا ۴۰ سال	۸۸	٪۴۰	٪۵۴
بالاتر از ۴۰ سال	۱۰۱	٪۴۶	٪۱۰۰
جمع کل	۲۲۰	٪۱۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## • میزان تحصیلات

همانطور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود از میان پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه از لحاظ میزان تحصیلات، ۱۸ درصد فوق‌دیپلم، ۳۹ درصد لیسانس و ۴۳ درصد فوق‌لیسانس و بالاتر بوده‌اند.

جدول ۴- فراوانی گروه‌های تحصیلی

میزان تحصیلات	فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی تجمعی
فوق‌دیپلم	۳۹	٪۱۸	٪۱۸
لیسانس	۸۶	٪۳۹	٪۵۷
فوق‌لیسانس و بالاتر	۹۵	٪۴۳	٪۱۰۰
جمع کل	۲۲۰	٪۱۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۶- آمار توصیفی

جدول ۵- جدول آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حداقل	حداکثر
کمک نقدی	۱۰۰۰	۰/۰۲	۰/۰۲	۰/۱۴	۰/۳۵	۱/۴۱	-۰/۵۶	۰/۶۸
زمان بندی بهینه سرمایه گذار	۱۰۰۰	۰/۸	۰/۷۱	۰/۵۶	۲/۸۴	۱۵/۵۸	۰/۰۰	۶/۰۵
تأمین مالی بدهی	۱۰۰۰	-۰/۴۴	-۰/۳۴	۰/۷۲	-۰/۳۰	۱/۳۲	-۳/۸۴	۱/۸۰
مقیاس سرمایه گذاری	۱۰۰۰	۵۴۵/۰۵	۳۵۴/۳۴	۱۰۴۲/۲۰	۰/۷۳	۱/۲۵	-۳۰۵۹/۱۷	۴۸۵۹/۲۲
عدم اطمینان محیطی	۱۰۰۰	۰/۱۲	۰/۱۰	۰/۱۵	۱	۳/۶۱	-۰/۴۳	۱/۱۵

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۷- آمار استنباطی

### آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

بر اساس نتایج آزمون جاکر برا مقدار معناداری تمامی متغیرها کوچکتر از سطح خطا (۰/۰۵) بدست آمده است؛ بنابراین فرض صفر رد شده و توزیع داده‌ها نرمال نمی‌باشد. از ویژگی‌های نرم افزار اسمارت پی. ال. اس عدم حساسیت به پیش فرض نرمال بودن داده‌ها است لذا در چنین شرایطی، بهترین نرم افزار معادلات ساختاری برای اجرای مدل می‌باشد.

جدول ۶- آماره جاکر برا متغیرهای تحقیق

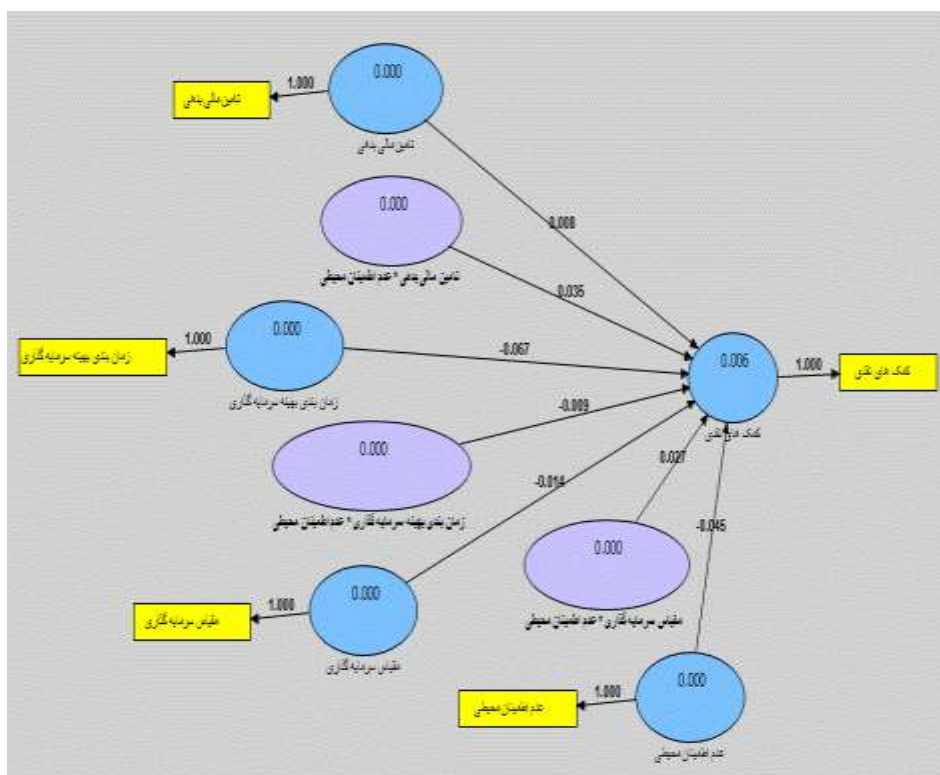
متغیر	جاکر برا	معنی داری	تعداد مشاهده
کمک نقدی	۰/۸۷	۰/۰۰	۱۰۰۰
زمان بندی بهینه سرمایه گذار	۵/۳۲	۰/۰۰	۱۰۰۰
تأمین مالی بدهی	۱/۰۲	۰/۰۰	۱۰۰۰
مقیاس سرمایه گذاری	۱/۰۴	۰/۰۰	۱۰۰۰
عدم اطمینان محیطی	۰/۸۷	۰/۰۰	۱۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۸- تحلیل عاملی تائیدی و تأیید مدل کلی

جهت تست و تائید روایی سؤالات و تأیید مدل در فرضیه‌ها از تحلیل عاملی تائیدی و مدل سازی معادلات ساختاری استفاده می‌شود.

در اینجا از تحلیل عاملی تأییدی مرتبه اول استفاده می‌کنیم زیرا متغیرهای مکنون دارای خورده مقیاس نیستند. به علت اینکه تعداد مشاهدات بیشتر از ۱۰۰ عدد می‌باشد جهت تست روایی از نرم‌افزار smart-pls با ورژن ۲ استفاده می‌شود.



نمودار ۱- ضرایب استاندارد

ضرایب T-Value (عدد معناداری):

نمودار پایین سطح معناداری گویه متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. لازم به ذکر است سطح معناداری بیشتر از ۱,۹۶ و کمتر از ۱,۹۶- قابل قبول می‌باشد.



همانطور که در نمودار ۱ و ۲ ملاحظه می‌شود ضریب مسیر بین دو متغیر از سطح معناداری خوبی برخوردار می‌باشد؛ زیرا بیشتر از ۱,۹۶ می‌باشد. در این حالت فرضیه تأیید می‌گردد.

• فرضیه دوم:

H2: بین تأمین مالی بدهی و کمک نقدی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

H0: بین تأمین مالی بدهی و کمک نقدی رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.

همانطور که در نمودار ۱ و ۲ ملاحظه می‌شود ضریب مسیر بین دو متغیر از سطح معناداری خوبی برخوردار می‌باشد؛ زیرا بیشتر از ۱,۹۶ می‌باشد. در این حالت فرضیه تأیید می‌گردد.

• فرضیه سوم:

H3: بین مقیاس سرمایه‌گذاری و کمک نقدی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

H0: بین مقیاس سرمایه‌گذاری و کمک نقدی رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.

سطح معناداری:

همانطور که در نمودار ۱ و ۲ ملاحظه می‌شود ضریب مسیر بین دو متغیر از سطح معناداری خوبی برخوردار می‌باشد؛ زیرا بیشتر از ۱,۹۶ می‌باشد. در این حالت فرضیه تأیید می‌گردد.

• فرضیه چهارم:

H4: عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار، تأمین مالی بدهی و مقیاس سرمایه‌گذاری با کمک نقدی (مبتنی بر تئوری چشم‌انداز) تأثیرگذار است.

H0: عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار، تأمین مالی بدهی و مقیاس سرمایه‌گذاری با کمک نقدی (مبتنی بر تئوری چشم‌انداز) تأثیرگذار نیست.

همانطور که در نمودار ۱ و ۲ ملاحظه می‌شود ضریب مسیر بین عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذار با کمک نقدی. تأمین مالی بدهی با کمک نقدی و تأمین مالی بدهی و مقیاس سرمایه‌گذاری با کمک نقدی از سطح معناداری خوبی برخوردار می‌باشد؛ زیرا بیشتر از ۱,۹۶ می‌باشد. در این حالت فرضیه تأیید می‌گردد.

## ۱۰- روایی فورنل و لارکر

در این قسمت ابتدا ماتریس همبستگی بین متغیرهای تحقیق ایجاد شده و به جای قطر اصلی آن ماتریس که عدد ۱ می‌باشد عدد جذر روایی همگرا یا همان AVE را قرار می‌دهیم. اگر اعداد داخل ماتریس در هر ستون از مقدار جذر روایی همگرا کمتر باشند می‌گوییم این نوع روایی تأیید می‌گردد.

جدول ۷- روایی فورنل و لارکر

مقیاس سرمایه گذاری	عدم اطمینان محیطی	زمان بندی بهینه سرمایه گذاری	تأمین مالی بدهی	
تأمین مالی بدهی			۱/۰۰۰۰۰۰	
زمان بندی بهینه سرمایه گذاری		۱/۰۰۰۰۰۰	-۰/۰۱۰۹۰۳	
عدم اطمینان محیطی	۱/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۲۰۵۹۳	۰/۰۲۱۳۲۰	
مقیاس سرمایه گذاری	-۰/۰۰۴۲۷۵	-۰/۰۱۶۵۱۲	۰/۱۷۶۵۴۱	۱/۰۰۰۰۰۰
کمک های نقدی	-۰/۰۰۲۹۸۷	-۰/۰۶۷۶۹۳	۰/۰۰۷۷۷۳	-۰/۰۱۱۴۰۴

کمک های نقدی	
تأمین مالی بدهی	
زمان بندی بهینه سرمایه گذاری	
عدم اطمینان محیطی	
مقیاس سرمایه گذاری	
کمک های نقدی	۱/۰۰۰۰۰۰

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به جدول ۷ ضرایب همبستگی در هر ستون از جذر روایی همگرا کوچکتر می باشند بنابراین روایی فورنل و لارکر تأیید می گردد.

### شاخص های برازش مدل

شاخص واریانس تبیین شده  $R^2$ ، برازش کلی مدل GOF و کیفیت مدل اندازه گیری COMMUNALITY شرح جدول ذیل می باشد: لازم به ذکر است شاخص واریانس تبیین شده جهت سازه های درون زای مدل بررسی می گردد و نشان می دهد که متغیر وابسته به چه میزان توانست متغیر وابسته را پیشگویی یا تبیین نماید.

$$GOF = \sqrt{communality \times R^2}$$

با توجه به جدول ۸ مقدار کیفیت اندازه گیری مدل برابر با ۰/۴۹ می باشد و به علت اینکه بیشتر از ۰/۳۶ است بنابراین نتیجه می شود که از مقدار مطلوبی برخوردار است.

جدول ۸- شاخص‌های برازش مدل

نتیجه	GOF	COMMUNALITY	R2	ابعاد
قابل قبول	۰/۴۹۳	۰/۵۷	---	تأمین مالی بدهی
		۰/۵۱	---	زمان‌بندی بهینه سرمایه‌گذاری
		۰/۷۰	۰/۵۲	عدم اطمینان محیطی
		۰/۵۷	۰/۳۱	مقیاس سرمایه‌گذاری
		۰/۵۸۷۵	۰/۴۱۵	کمک‌های نقدی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۱۱- بحث و نتیجه‌گیری

عدم اطمینان محیطی که نتیجه غیرقابل پیش‌بینی بودن تغییرات آینده محیط است. معیار آینده‌نگری در تشخیص میزان تلاطم محیطی را با مشکل مواجه ساخته است؛ از این رو بسیاری از پژوهشگران به دنبال راه‌کارهای کاهش عدم اطمینان مسائل آینده به منظور اتخاذ تصمیمات استراتژیک اثربخش هستند؛ بنابراین شناخت توانمندی‌های سازمان برای کاهش عدم اطمینان‌های محیطی در تصمیمات استراتژیک امری بسیار ضروری و مهم است. تجربه نشان می‌دهد که اکثر مدیران اثربخش کسانی بوده‌اند که وقت خود را صرف تفکر در مورد نیازهای فعلی و روندهای آتی مؤسسه کرده‌اند؛ اما مشکل آنجاست که تجزیه و تحلیل آینده بیش از آنکه پاسخ به سؤالات را در پی داشته باشد، موجب افزودن بر سؤالات می‌شود. مدیرانی که آگاهی کافی از شرایط داخلی و خارجی سازمان داشته باشند و فعالانه عمل کنند، موفقیت بیشتری کسب خواهند کرد.

در قبال درک سیاست سرمایه‌گذاری بهینه یک شرکت بزرگ در شرایط نامطمئن، پیشرفت‌هایی به وجود آمده است. با این حال تا به امروز بخش عمده فعالیت‌ها بر روی مقیاس زمانی معامله و اختیارات واقعی جمعی متمرکز نشده‌اند. به دلیل ماهیت این تحقیق دریافتیم که خرید بر اساس محرک سرمایه‌گذاری به‌طور کلی سرمایه‌گذاری ناکافی را صرف‌نظر از سرمایه‌گذاری خود شرکت، ایجاد می‌کند. با این حال، کمک مالی بهینه سطح سرمایه‌گذاری ناکافی را کاهش داده و قدرت این انگیزه بشدت تحت تأثیر تصمیم سرمایه‌گذار شرکت قرار می‌گیرد. نتایج نشان می‌دهند که شرکت‌های بزرگ تا حدی کمتری به شعب دیگر تقسیم می‌شوند. این نتایج با یافته‌های اخیر در مورد خنثی بودن سطح سرمایه‌گذاری یک شرکت برای تصمیم سرمایه‌گذاری متناقض است. علاوه بر این، این وضعیت‌ها ممکن است تحت شرایطی رخ دهند که در آن مزایای سپر مالیاتی شرکت بزرگ به‌عنوان یک انگیزه کلی برای سرمایه‌گذاری زودتر عمل نکنند. ولی برعکس، یافته‌های ما نشان می‌دهند که تحت برخی طرح‌های مالیاتی، آستانه سرمایه‌گذاری بهینه



شرکت بزرگ نسبت به همتای کوچکتر خود، بالاتر است. در نهایت یکی از نتایج مهم بدست آمده این است که تأثیر تردید جریان نقدی در مورد کمک مالی بهینه مطابق با اظهارات «دانیلوا و سارکار» (۲۰۱۱) دیگر انحصاری نیست. در حقیقت ما دریافتیم که برای بیشتر مقیاس‌های منطقی، این امر مبهم است که نشان می‌دهد پروژه‌های کاملاً مبهم از کمک‌های مالی بهره نمی‌برند.

به همین منوال، ما دریافتیم که برای گروه‌های واقعی یک پارامتر، آستانه سرمایه‌گذاری بهینه یک شرکت بزرگ می‌تواند نسبت به همتای کوچکتر خود، بالاتر باشد. این امر نشان می‌دهد که موجودیت مزایای سپر مالیاتی ضرورتاً به‌عنوان محرکی برای سرمایه‌گذاری زودتر عمل نمی‌کند. در نهایت ما نشان می‌دهیم که تأثیر تردید جریان نقدی بر روی سطح توازن اعطاء، مبهم بوده و تغییر از یک شعبه به یک شیوه مبتنی بر غیر شعب را تحریک می‌کند.

عوامل متعددی بر افزایش عدم اطمینان تأثیرگذار است که با بکارگیری استراتژی‌های کاهش عدم اطمینان می‌توان آنها را کنترل کرد؛ که پیشنهاد می‌شود به موضوع بکارگیری استراتژی‌های کاهش عدم اطمینان توجه ویژه داشته باشند.

کاهش عدم اطمینان محیطی، مدیران را در تدوین برنامه‌های اثربخش برای حوادث آینده یاری خواهد کرد که باید مورد بررسی قرار گیرد.

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام تجزیه تحلیل برای خرید سهام شرکت‌ها به متغیرهایی چون تأثیر مثبت‌تر کمک نقدی بر محدودیت در تأمین مالی و بالتبع سطح حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری توجه خاصی داشته باشند.

## فهرست منابع

- ۱) عبدالله خانی، حمیده افشاری و میر هادی حسینی کندلجی، (۱۳۹۳)، "بررسی تصمیمات تأمین مالی، زمان‌بندی بازار و سرمایه‌گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی سال اول، شماره اول.
- ۲) کردستانی، غلامرضا و طنناز پیرداوری، (۱۳۹۱)، "ساختار سرمایه، آزمون تجربی نظریه زمان‌بندی بازار"، مجله دانش حسابداری، ش ۹، صص ۱۴۸.
- ۳) فرید، داریوش و مریم قدک فروشان، (۱۳۹۷)، "بررسی تأثیر نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر ارزش شرکت"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری سال هفتم، شماره بیست و هشتم، ش ۸، صص ۷۵.
- 4) Butler, A. Cornaggia, J. Grullon, G. and Weston, J. (2011), "Corporate Financing, Managerial Market Timing, and Real Investment", *Journal of Financial Economics*, PP. 666-68
- 5) Elmar Lukas \*, Sascha Thiergart, (2019), "The Interaction of Debt Financing, Cash Grants and the Optimal Investment Policy under uncertainty European", *Journal of Operational Research* 276, PP. 284-299 Contents lists available at ScienceDirect European Journal of Operational Research journal homepage.
- 6) Setyawan, R. I, (2012), "Empirical Tests for Market Timing Theory of Capital Structure on the Indonesian Stock Exchange", <http://ssrn.com/abstract=1980014>.
- 7) Setyawan, R. I and Frensidy, B, (2013), "Empirical Tests for Market Timing Theory of Capital Structure of IPOs", Working paper serie

## یادداشت‌ها

<sup>1</sup> TEF

<sup>2</sup> Lukas et all

<sup>3</sup> Elmar Lukas et all