

تاثیر جریان های نقد آزاد، استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت نهادی بر سطح سرمایه گذاری شرکت ها

شماره ۲۲ / بهار ۱۳۹۹ (جلد دوم) / صص ۱۲۱-۱۴۱
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

سیروس سعادت

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. (نویسنده مسئول)
s.saadati1360@gmail.com

دکتر عسگر پاک مرام

دانشیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.
pakmaram@gmail.com

چکیده

بر اساس تئوری نمایندگی جریان نقد آزاد، زمانی که جریان های نقد آزاد افزایش می یابد، مدیران برای سرمایه گذاری در پروژه هایی با بازدهی منفی تشویق می شوند. حاکمیت شرکتی برای نظارت بر استفاده شرکت از جریان نقد آزاد در جهت اطمینان از این رویکرد که تنها پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت اجرا می شود، به کار می رود. هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر جریان های نقد آزاد، استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت نهادی شرکت ها بر سطح سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. در این راستا تعداد ۱۱۰ شرکت با روش نمونه گیری حذفی برای دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۵ انتخاب گردید. از روش داده های ترکیبی برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده گردید. نتایج نشان می دهد که جریان های نقد آزاد تاثیر مثبت و معنی داری بر سطح سرمایه گذاری دارد در حالیکه استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت نهادی تاثیر منفی و معنی داری بر سرمایه گذاری دارد. بنابراین افزایش مالکیت اعضای خانواده هیئت مدیره به عنوان یک سازوکار کنترلی می تواند از دسترسی بیش از حد مدیران به جریان های نقد آزاد، بکاهد.
واژگان کلیدی: جریان های نقد آزاد، استقلال هیات مدیره، تمرکز مالکیت نهادی، سطح سرمایه گذاری.

مقدمه

مطابق با تئوری نمایندگی وجود انواع مختلف مکانیزم های حاکمیت شرکتی به هزینه های نمایندگی (هزینه های مرتبط با مشکلاتی از قبیل اهداف متفاوت و عدم تقارن اطلاعاتی) بستگی دارد. بنابراین، وجود سیستم حاکمیت شرکتی مناسب موجب می شود که مدیران در دنبال کردن اهداف خود و ضرر رساندن به منافع سهامداران دلسرد شوند. فاما و جنسن (۱۹۸۳) پیشنهاد می کنند که بدون وجود مکانیزم های مناسب در ساختار مالکیت احتمال بیشتری وجود دارد که مدیران از حداکثر سازی منافع سهامداران منحرف شوند و ممکن است تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در راستای منافع سهامداران و سرمایه گذاران نباشد. یکی از تصمیمات مهم شرکت، تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری است که برای حیات شرکت ضروری می باشد. از آنجایی که مدیران نقش موثرتری در اتخاذ این تصمیمات دارند ممکن است از تصمیمات مطلوب سرمایه گذاری

منحرف شوند. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) بیان می کنند که سرمایه گذاری شرکت نقش مهمی در ارزش آفرینی دارد و بنابراین بایستی تصمیمات سرمایه گذاری در راستای منافع شرکت باشد. ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلند مدت از جمله مهم ترین اهداف شرکت ها به شمار می رود و افزایش ثروت تنها در نتیجه عملکرد مطلوب حاصل خواهد شد. برای ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری تاکنون معیارهای مختلفی ارائه شده است که یکی از جدیدترین این معیارها، جریان های نقدی آزاد می باشد. این جریان های نقدی می تواند از طریق اعمال سیستم حاکمیت مناسب بر سطوح سرمایه گذاری شرکت تاثیر بگذارد.

بیان مساله

سرمایه تامین شده توسط سرمایه گذاران برای شرکت های دولتی و خصوصی به عنوان یک نیروی حیاتی در بازارها محسوب می شود. بنابراین، حمایت از سرمایه گذار برای دستیابی به سرمایه گذاری مطلوب برای حیات و رقابت پذیری شرکت ها در بازارهای سرمایه، ضروری است. سرمایه گذاران نه تنها باید تشویق شده و برای سرمایه گذاری در بازارهای سرمایه پاداش بگیرند، بلکه بایستی از طریق مقررات مناسب حاکمیتی و همچنین مکانیزم های نظارتی بازار، حمایت شوند. حفظ یکپارچگی، اعتبار و کارایی بازارهای سرمایه، مسئولیت تمام مشارکت کنندگان، مانند سرمایه گذاران، واحدهای تجاری، وضع کنندگان قوانین، واحد های دولتی و جوامع بزرگ می باشد و بهترین مزایا را برای تمام مشارکت کنندگان در پی دارد. ویلیام دونالدسون، رئیس سابق کمیته بورس و اوراق بهادار آمریکا، در موضوع اهمیت اعتبار بازارهای سرمایه اظهار می دارد که بازارها همیشه جایی هستند که از آن استقبال شود و بیان می کند که آنجا همان جایی است که معاملات در آن صورت می گیرد (چن و همکاران^۱، ۲۰۱۱). مطالعات صورت گرفته در زمینه سرمایه گذاری شامل دو مجموعه از فرضیه هاست که بیان می کند چرا برخی از شرکت ها ممکن است از میزان سرمایه گذاری مطلوب، منحرف شوند. یکی از این فرضیه ها، وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران است (فازای و همکاران^۲، ۱۹۸۸). مدیران از فرصت های سرمایه گذاری مطلوب مطلع هستند، در حالی که سرمایه گذاران از این فرصت ها اطلاع کافی ندارند. بنابراین شرکت ها ممکن است دچار سرمایه گذاری کمتر از حد شوند و پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت را تامین مالی ننمایند. فرضیه دیگر، وجود اختیارات مدیریتی برای دنبال کردن منافع شخصی است که منجر به سرمایه گذاری بیشتر از حد می شود (گرابوسکی و مولر^۳، ۱۹۷۲). هر کدام از این فرضیه ها پیش بینی می کنند که سرمایه گذاری تابعی از جریان های نقد داخلی است. بر اساس تئوری عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری مطلوب و با جریان های نقد بالا، پروژه های سرمایه گذاری را بدون نیاز به بازارهای سرمایه خارجی، تامین مالی می کنند. بر اساس فرضیه اختیارات مدیریتی، مدیران وجوه داخلی را به وجوه خارجی برای تامین مالی پروژه های کم بازده ترجیح می دهند (مولر و پیو^۴، ۲۰۰۷). به طور کلی، عدم تقارن اطلاعاتی، چندین تضاد بین صاحبان منافع اصلی ایجاد می کند که منجر به سرمایه گذاری بیش (کم تر) از حد می شود. فرآیند بیش سرمایه گذاری ممکن است به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، رخ دهد. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیسم های همسو نمودن منافع سهامداران و مدیران کاملاً کارا نیست، مدیران ممکن است از جریان های نقد آزاد استفاده

¹ Chen et al

² Fazari et al

³ Grabowski

⁴ Mueller & Peev

نموده و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی را جهت افزایش منافع خود به کار بگیرند که این اقدام به بیش سرمایه‌گذاری منتهی می‌شود (تقفی و معتمدی فاضل، ۱۳۹۰). جریان‌های نقد آزاد عامل کلیدی در ایجاد مسأله بیش سرمایه‌گذاری است. جریان نقدی آزاد معیاری است که سودآوری شرکت را پس از همه هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها اندازه‌گیری می‌کند. معیار مزبور یکی از معیارهایی است که برای مقایسه و تجزیه و تحلیل سلامتی مالی شرکت‌ها استفاده می‌شود (یحیی زاده فرد و همکاران، ۱۳۹۱). نظریه جریان‌های نقد آزاد، پیش‌بینی می‌کند که به موازات افزایش در جریان نقد آزاد، امکان دارد طرح‌هایی اجرا شود که دارای ارزش فعلی خالص منفی باشند. پس مشکلات نمایندگی می‌تواند موجب بیش سرمایه‌گذاری شود (پاولینگ و رنگبگ، ۲۰۰۵). از این رو، تضاد منافع در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا، در مقایسه با شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد پایین، شدیدتر است و مدیران به منظور رسیدن به منافع شخصی خود، انگیزه‌ی بیش‌تری جهت استفاده از جریان نقد آزاد برای پذیرش بیش سرمایه‌گذاری دارند (بیدل و همکاران^۱، ۲۰۰۹). مطابق دیدگاه چئونگ و همکاران^۲ (۲۰۱۱) حاکمیت شرکتی حداقل به دو طریق بر سطح سرمایه‌گذاری تأثیر دارد. اول اینکه، مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه موجب محدودیت در تامین منابع خارجی می‌شود. در بازارهای ناقص، شرکت‌ها اغلب در دسترسی به وجوه خارجی دچار محدودیت هستند. در نتیجه تامین مالی از منابع خارجی همیشه سطح مطلوب سرمایه‌گذاری را در پی ندارد. با این وجود، شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی مناسب می‌توانند تضاد منافع بین دارندگان اوراق بهادار و سهامداران را کاهش دهند. این رویکرد به شرکت‌ها اجازه می‌دهد که به بدهی‌های با ریسک پایین دسترسی پیدا کرده و هزینه‌های سرمایه‌گذاری را کاهش دهند و از این طریق کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشند (مایرز^۳، ۱۹۷۷). چنین کاهش‌ی در میزان هزینه سرمایه، ممکن است تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را تسهیل کند، در غیر این صورت شرکت‌ها ممکن است به دلیل کمبود وجه نقد قادر به تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری نباشند. بدین مفهوم، شرکت‌هایی با مکانیزم‌های حاکمیتی مناسب باید بتوانند کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق تسهیل دسترسی به منابع خارجی و کاهش هزینه طرح‌های سرمایه‌گذاری جدید، کاهش دهند. دوم، در پاسخ به مشکلات نمایندگی، جنسن^۴ (۱۹۸۶) اظهار می‌دارد که مدیران تمام وجوه نقد را برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی مصرف می‌کنند. به چنین رویکردی اصطلاحاً پدیده ساختن امپراتوری گفته می‌شود. با این وجود، در صورتی که شرکت دارای فرصت‌های رشد کم باشد، افزایش بیش از حد در اندازه شرکت در تضاد مستقیم با منافع سهامداران است. در حقیقت، گرایش به ساختن امپراتوری موجب می‌شود که مدیران به تمام منابع شرکت (جریان‌های نقد آزاد) دسترسی پیدا کنند. دسترسی بیش از حد به منابع شرکت، مدیران را به سمت سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که موجب افزایش اندازه شرکت شده و بر ارزش شرکت تأثیری ندارد، سوق می‌دهد. اساساً مدیران تمایل دارند حتی در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی تا مادامی که اندازه شرکت را افزایش می‌دهد و بر منابع شخصی می‌افزاید، سرمایه‌گذاری کنند (دگریز و دی‌جونگ^۵، ۲۰۰۱). مکانیزم‌های حاکمیتی شرکتی مناسب می‌تواند مانع ساختن امپراتوری جدید مدیران و سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی شود (چئونگ و همکاران، ۲۰۱۱). این پژوهش استدلال می‌کند که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی مناسب می‌توانند کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق کاهش محدودیت

¹ Biddle et al

² Cheung et al

³ Myers et al

⁴ Jensen

⁵ Degryse & De Jong

تامین مالی و هزینه های سرمایه و از طریق فراهم آوردن مکانیزم های نظارتی و کنترلی مناسب در انتخاب پروژه های سرمایه گذاری، بهبود بخشند. با توجه مطالب مطرح شده این سوال ایجاد می شود که آیا جریان های نقد آزاد و ویژگی های حاکمیت شرکتی بر سطح سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؟

پیشینه پژوهش

ریچاردسون^۱ (۲۰۰۶) به بررسی میزان بیش سرمایه گذاری و ارتباط آن با جریان های نقد آزاد پرداخت و از داده های ۵۸۰۵۳ شرکت برای دوره مالی ۱۹۸۸-۲۰۰۲ استفاده کرد. نتایج نشان داد که میزان بیش سرمایه گذاری در شرکت های دارای سطوح بالای جریان های نقد آزاد بیشتر است. همچنین وی طی بررسی رابطه ساختار نظام راهبری شرکت و بیش سرمایه گذاری ناشی از جریان های نقد آزاد، دریافت که برخی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی باعث کاهش میزان بیش سرمایه گذاری می شود.

بیتی و همکاران^۲ (۲۰۱۰)، به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری در شرایط دستیابی به اطلاعات خصوصی در بین سال های ۱۹۹۵-۲۰۰۶ در ۳۰۳۳ شرکت تولیدی پرداختند. آنها انتظار داشتند دستیابی به اطلاعات اختصاصی و اعمال محدودیت های مستقیم بر سرمایه گذاری از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می تواند در صورت افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری، کارایی سرمایه گذاری را افزایش دهد. آنها بیان کردند شرکت هایی که کیفیت اطلاعات حسابداری پایینی دارند، گرایش بالقوه ای به اجاره کردن دارایی تا خرید آن دارند. نتایج تحقیق، حاکی از آن بود که اگرچه وام دهندگان برون سازمانی با انعقاد قراردادهای محدود کننده و دستیابی به اطلاعات اختصاصی، اهمیت کیفیت اطلاعات حسابداری را کاهش می دهند، اما اصولاً محدودیت در فرایند سرمایه گذاری، منجر به افزایش کارایی سرمایه گذاری شده و تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر کارایی سرمایه گذاری را کاهش می دهد.

حبیب^۳ (۲۰۱۱) به بررسی تاثیر فرصت های رشد و کیفیت سود بر ارزشیابی جریان های نقدی که بصورت تفاوت بین جریان های نقد عملیاتی و مخارج سرمایه ای تعریف می شود، پرداخت. تئوری ارزشیابی حقوق صاحبان سهام اشاره دارد که جریان های نقد آزاد نباید با بازده سهام مرتبط باشد به این دلیل که چیزی به ارزش شرکت اضافه نمی کند. با این وجود، جریان های نقد آزاد می تواند در موارد خاص با ارزش شرکت مربوط باشد. در مطالعه وی فرصت های رشد و سود های زودگذر با ارزشیابی جریان های نقد آزاد مورد بررسی قرار گرفتند. یافته های پژوهش نشان داد شرکت هایی که با جریان های نقد آزاد مثبت و فرصت های رشد بالا روبه رو هستند افزایش در ارزش را تجربه می کنند، علاوه بر این، جریان های نقد آزاد زمانی که سودها ناپایدار هستند، ارتباط مثبت با بازده های سهام دارد.

اسکندر و همکاران^۴ (۲۰۱۲) به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و استفاده کارآمد از دارایی ها در بورس اوراق بهادار مالزی پرداختند. در این راستا تعداد ۴۷۷ شرکت برای دوره زمانی ۲۰۰۵ انتخاب شد. نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه های پژوهش نشان دهنده ارتباط منفی بین جریان های نقد آزاد و استفاده از دارایی ها می باشد. این یافته ها نشان می دهد که جریان های نقد آزاد ممکن است برای پروژه های نامناسبی صرف شود. این مطالعه همچنین به طور تجربی نشان

¹ Richardson

² Beaty et al

³ Habib

⁴ Eskandar et al

می‌دهد که مالکیت خارجی و مدیریتی بر استفاده از دارایی‌ها در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد نظارت موثری به عمل می‌آورد. این یافته‌ها به درک نقش ابعاد مختلف ساختار ملکیت در نظارت بر استفاده دارایی‌های شرکت کمک می‌نماید. چن و همکاران^۱ (۲۰۱۴) تاثیر مالکیت دولتی و خارجی بر کارایی سرمایه‌گذاری را در ۶۶ کشور خصوصی مورد بررسی قرار دادند. بر اساس پیش‌بینی آنها مالکیت دولتی و خارجی با سطوح مختلفی از عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی مرتبط است. شواهد نشان می‌دهد که تضعیف مالکیت دولتی و تقویت مالکیت خارجی منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. علاوه بر این آنها نشان دادند که رابطه بین مالکیت خارجی و کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که مالکیت دولتی و سطوح مالکان نهادی ضعیفی دارند، قوی‌تر است. یافته‌های آنها اهمیت نقش نوع مالکیت در تعیین رفتار و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را برجسته می‌کند.

چن و همکاران (۲۰۱۷) تاثیر تحلیل گران مالی بر کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آنها با بهره‌گیری از تخصص و کیفیت پیش‌بینی، نشان دادند که کیفیت بالای پیش‌بینی با سطوح بالای سرمایه‌گذاری مرتبط است. بنابراین تخصص بالای تحلیل گران از طریق کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد، موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین آنها نشان دادند که چنین تاثیری برای شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا و مالکیت نهادی پایین، قوی‌تر است. این نتایج سازگار با این ادعاست که کیفیت بالای پیش‌بینی تحلیل گران، نظارت در محیط اطلاعاتی و محیط خارجی را افزایش داده و به نوبه خود کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد.

مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) به بررسی تاثیر کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۸۵ پرداختند. نتایج نشان داد که سطح کیفیت گزارشگری مالی با سطح کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبتی دارد، کیفیت بالاتر گزارشگری مالی موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. همچنین نتایج نشان داد که بین بیش (کم) سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. ثقفی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۸۹ پرداختند. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که هر چه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسأله بیش سرمایه‌گذاری، کم‌تر به وجود می‌آید و این ارتباط در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا بیش‌تر رخ می‌دهد و کاهش تاثیر بیش سرمایه‌گذاری از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیش‌تر است.

خدادادی و همکاران (۱۳۹۲) تاثیر ساختار مالکیت بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقد آزاد، مالکیت مدیریتی و استفاده بهینه از دارایی‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد، اما ارتباط بین مالکیت نهادی و استفاده بهینه از دارایی‌ها تایید نشد. همچنین، نتایج حاکی از آن است که با افزایش مالکیت مدیریتی، ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها منفی و معنی‌دار است.

ستایش و صالحی نیا (۱۳۹۴) تاثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقد آزاد را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد مالکیت شرکتی به صورت مستقیم و نسبت بدهی به صورت معکوس با جریان نقد آزاد

¹ Chen et al

شرکت‌ها رابطه معناداری دارند. ولی شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت‌ها مشاهده نشد.

عباسی (۱۳۹۵) تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر این است که بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد و همچنین سازوکارهای حاکمیت شرکتی (نسبت مدیران مستقل، تعداد اعضای هیات مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، درصد سهام تحت تملک سهامدار نهادی و مالکیت سهام مدیران) بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیری ندارند.

فرضیه های پژوهش

- فرضیه اول: جریان های نقد آزاد بر سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد.
- فرضیه دوم: استقلال هیات مدیره بر سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد.
- فرضیه سوم: تمرکز مالکیت نهادی بر سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد.

روش پژوهش

این پژوهش سعی بر آن دارد که تاثیر جریان های نقد آزاد و ویژگی های حاکمیت شرکتی بر سطح سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهد. بنابراین پژوهش حاضر به دلیل اینکه نتایج آن می تواند در تدوین قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار مورد استفاده قرار گیرد، از نوع تحقیقات کاربردی می باشد. پژوهش کاربردی پژوهشی است که نظریه ها، قانونمندی ها، اصول و فنون را برای حل مسایل اجرایی و واقعی به کار می گیرد. همچنین با توجه به اینکه این پژوهش به دنبال یافتن ارتباط بین چندین متغیر می باشد از نوع همبستگی و روش شناسی آن از نوع پس رویدادی می باشد؛ بدین معنی که انجام پژوهش براساس اطلاعات گذشته انجام می شود. پژوهش مقایسه‌ای (پس رویدادی) به تحقیقی گفته می‌شود که پژوهشگر علت احتمالی متغیر وابسته را مورد بررسی قرار می‌دهد چون متغیر مستقل و وابسته در گذشته رخ داده اند لذا این نوع تحقیق غیر آزمایشی را تحقیق پس رویدادی می‌گویند. در پژوهش های همبستگی، هدف اصلی آن است که مشخص شود آیا ارتباطی بین دو یا چند متغیر کمی (قابل سنجش) وجود دارد؟ اگر این ارتباط وجود دارد اندازه و حد آن چقدر است؟ در پژوهش‌های همبستگی، تعدادی از متغیرهایی که تصور می‌رود با مساله مرتبط هستند ارزیابی می‌شوند. متغیرهایی که معلوم شود وابستگی زیادی ندارند، حذف شده و مورد بررسی بیشتر قرار نمی‌گیرند.

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به علت گستردگی حجم جامعه ی آماری و دشواری های خاص حاصل از آن و همچنین وجود برخی نا هماهنگی ها میان اعضای جامعه در ارتباط با داده های مورد نیاز پژوهش، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و نمونه آماری پژوهش به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است:

جامعه آماری این تحقیق، کلیه شرکت هایی هستند که حداقل از ابتدای سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده، تا پایان سال ۱۳۹۵ حضور داشته و از چهار ویژگی زیر، به طور همزمان برخوردار باشند:

الف) به دلیل ماهیت و طبقه بندی متفاوت اقلام صورت های مالی شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی در مقایسه با شرکت های تولیدی، شرکت های سرمایه گذاری شرکت های بیمه، بانک ها و موسسات تامین مالی در این پژوهش مورد بررسی قرار نمی گیرند.

ب) به دلیل لزوم محاسبه متغیرهای تحقیق و انجام آزمون فرضیات در مورد هر شرکت، اطلاعات مورد نیاز در ارتباط با شرکت ها، در دسترس باشد.

ج) برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

د) در طول هر یک از سال های دوره تحقیق، وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشند.

با توجه به اعمال محدودیت های فوق، تعداد شرکت های باقی مانده به ۱۱۰ شرکت یا به عبارتی ۷۷۰ شرکت - سال رسید. از این رو جهت آزمون فرضیه ها، تمام شرکت های باقی مانده به عنوان جامعه مورد مطالعه (جامعه در دسترس) انتخاب گردید.

جدول (۱): نحوه انتخاب نمونه پژوهش

ردیف	محدودیت ها	تعداد کل شرکت ها ۳۶۳
۱	شرکت های واسطه گری و سرمایه گذاری	(۷۲)
۲	در دسترس نبودن کل اطلاعات برای دوره پژوهش	(۴۹)
۳	دوره مالی شرکت ها منتهی به پایان سال نباشد	(۵۱)
۴	وقفه معاملاتی بیش از شش ماه متوالی	(۸۱)
	تعداد شرکت های مورد بررسی	۱۱۰

روش گردآوری اطلاعات و داده ها

در پژوهش حاضر، به منظور گردآوری داده ها و اطلاعات از روش اسنادی و کتابخانه ای استفاده گردید. بدین گونه که اطلاعات مورد نیاز جهت ادبیات پژوهش و مبانی نظری آنها از طریق کتابها، مجلات خارجی و داخلی جمع آوری گردید. همچنین داده های آماری مورد نیاز نیز از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین نرم افزار ره آورد نوین استخراج شده است. این صورت های مالی از طریق سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران قابل مشاهده می باشد. همچنین جهت آزمون فرضیه های پژوهش از نرم افزار 7 EVIEWS استفاده شده است.

متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها

متغیرهای مستقل

۱. جریان نقد آزاد: طبق تعریف استاندارد حسابداری بین المللی شماره ۷ (IAS7)، جریان نقد آزاد تحت عنوان وجوه نقد حاصل از عملیات منهای مخارج سرمایه ای مورد نیاز برای حفظ ظرفیت فعلی تولید شرکت تعریف شده است. جریان نقد آزاد برای صاحبان سرمایه نشانگر وجوه نقد در دسترس پس از کسر هزینه ها و بدهی های باز پرداخت شده است که در شرکت

باقی می ماند و می تواند در اختیار صاحبان سرمایه قرار گیرد. در این پژوهش از مدل لن و پولسن (۱۹۸۹) برای تعیین جریان های نقد آزاد واحد تجاری استفاده شده است که بصورت زیر می باشد:

$$FCF_{i,t} = (INC_{i,t} - TAX_{i,t} - INTEXP_{i,t} - PSDIV_{i,t} - CSDIV_{i,t}) / TA_{i,t-1}$$

که در آن:

$FCF_{i,t}$: جریان های نقد آزاد شرکت i در سال t ; $INC_{i,t}$: سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در سال t ; $TAX_{i,t}$: کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t ; $INTEXP_{i,t}$: هزینه بهره پرداختی شرکت i در سال t ; $PSDIV_{i,t}$: سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت i در سال t ; $CSDIV_{i,t}$: سود سهامداران عادی پرداختی شرکت i در سال t ; $TA_{i,t-1}$: کل ارزش دفتری دارایی های شرکت i در سال t

۲. ویژگی های حاکمیت شرکتی: در این پژوهش برای سنجش حاکمیت شرکتی از دو شاخص استقلال اعضای هیات مدیره و تمرکز مالکیت استفاده شده است:

استقلال اعضای هیئت مدیره: در تحقیق حاضر از نسبت مدیران غیر مؤلف عضو هیئت مدیره به کل اعضاء برای سنجش میزان استقلال اعضای هیئت مدیره استفاده شده است. عضو غیرمؤلف هیئت مدیره، عضوی است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت می باشد.

تمرکز مالکیت نهادی: برای محاسبه تمرکز مالکیت نهادی از شاخص هرفیندال - هیرشمن استفاده شده است. شاخص هرفیندال - هیرشمن شاخص اقتصادی است که برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده می گردد. بدین ترتیب درصد سهام هر یک از مالکان نهادی به توان دو رسیده و با هم جمع می شوند:

$$HHI = \sum_{i=1}^n (\text{درصد سهامداران نهادی})^2$$

در این پژوهش میانه هر یک از ویژگی های حاکمیت شرکتی (استقلال اعضای هیات مدیره و تمرکز مالکیت) محاسبه می شود، سپس به اعداد بالای میانه عدد ۱ و به اعداد پایین میانه عدد ۰ تعلق می گیرد. ارزش های بالاتر نشان دهنده حاکمیت شرکتی قوی می باشد (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۱).

متغیر وابسته

سطح سرمایه گذاری: در این پژوهش مطابق پژوهش های لی و وانگ^۱ (۲۰۱۰)، چن و همکاران (۲۰۱۱) از معیار محاسبه بیدل و همکاران (۲۰۰۹) برای اندازه گیری سطح سرمایه گذاری استفاده می شود.

$Investment_{i,t}$ (سرمایه گذاری کل): نسبت خالص افزایش در دارایی های مشهود و نامشهود بر دارایی های کل

متغیرهای کنترلی

در پژوهش حاضر، مطابق پژوهش های بیدل و همکاران (۲۰۰۹) از متغیرهای کنترلی برای جداسازی تاثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری به شرح ذیل استفاده شده است:

¹ Li & Wang

۱. **اندازه شرکت (SIZE):** اندازه شرکت میزان بزرگی و کوچکی شرکتها را مشخص می کند. از اندازه شرکت به عنوان یک عامل اثرگذار بر شیوه تامین مالی شرکت یاد شده است. اندازه شرکت یکی از عوامل موثر در سودآوری و ارزش شرکت ها به شمار می رود؛ به این معنی که شرکتهای بزرگ با برخورداری از تنوع محصول، تصاحب سهم بیشتری از بازار، صرفه جویی در مقیاس و امکان تنوع بخشی به فعالیتهای تجاری خود، ریسک تجاری خود را کاهش داده و سودآوری خود را افزایش می دهند. استدلال شده است که شرکتهای بزرگ نسبت به شرکتهای کوچک دارای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی بیشتری هستند. همچنین شرکتهای بزرگتر دارای سهامداران نهادی بوده و این سهامداران نظارت دقیق تر و با کیفیت تر بر مدیران داشته و بدین ترتیب مشکلات نمایندگی را به حداقل ممکن می رسانند. اندازه شرکت نقش تعیین کننده ای در ارتباط با محیط فعالیت شرکت دارد (حبیب و همکاران، ۲۰۱۴). اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی دارایی کل شرکت محاسبه می شود.

۲. **اهرم مالی (LEV):** اهرم عبارت است از وجود هزینه های ثابت در فهرست هزینه های شرکت می باشد. منظور از اهرم مالی میزان بدهی های شرکتها است. وجه تسمیه اهرم تشابه بین منفعت حاصل از اتکاء به اهرم مکانیکی و منفعت حاصل از اتکاء به هزینه های ثابت است. هر اندازه درجه اهرم مالی بزرگتر باشد، درجه ریسک مالی بیشتر می شود؛ زیرا اگر درجه اهرم مالی زیاد باشد، با کاهش نسبتا اندک در رقم سود قبل از بهره و مالیات، سود هر سهم ممکن است منفی گردد. مدیران شرکتها به دلیل مزایای تامین مالی از طریق بدهی، تمایل دارند از این طریق نیازهای مالی شرکت را تامین کنند، اما تامین مالی از طریق بدهی، هزینه بهره را در پی دارد و این موضوع باعث خواهد شد که شرکت ها بخشی از درآمدهای خود را در سال های آینده صرف پرداخت هزینه های تامین مالی کنند. در نتیجه، سودآوری آینده آنها کاهش خواهد یافت (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷). اهرم مالی از طریق تقسیم بدهی های کل به دارایی های کل بدست می آید.

۳. **بازده دارایی ها (ROA):** بازده دارایی ها سود آوری شرکت را نشان می دهد، هرچه این شاخص بیشتر باشد نشان دهنده عملکرد بهتر شرکت می باشد که از فرمول زیر به دست می آید:

کل دارایی ها / سود عملیات قبل از کسر مالیات = بازده دارایی

۴. **فرصت های رشد (MBV):** فرصت های رشد شرکت مجموعه گزینه هایی هستند که شرکت تصمیم به انتخاب آنها می گیرد. فرصت های رشد بالا نشان دهنده عدم تقارن اطلاعاتی بالا بین گروه های مختلف ذینفع است (بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه، ۱۳۹۲). نسبت ارزش بازار کل حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن.

مدل آزمون فرضیه های پژوهش

مدل آزمون فرضیه اول: جریان های نقد آزاد بر سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد.

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + e_{it}$$

که در آن:

Inv: سطح سرمایه گذاری

FCF: جریان های نقد آزاد

SIZE: اندازه شرکت

MBV: فرصت های رشد

LEV: اهرم مالی

ROA: بازده دارایی ها

مدل آزمون فرضیه دوم: استقلال هیات مدیره بر سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد.

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + e_{it}$$

INDE: استقلال اعضای هیات مدیره

مدل آزمون فرضیه سوم: تمرکز مالکیت بر سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد.

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 CONOWN_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + e_{it}$$

CONOWN: تمرکز مالکیت

آمار توصیفی پژوهش

ابتدا جهت تجزیه و تحلیل داده ها، آماره های توصیفی داده های تحت مطالعه محاسبه می گردد. جدول (۲)، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح کل شرکت ها را نشان می دهد که بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا می باشد و شامل اطلاعات مربوط به میانگین و میانه است. دسته دوم اطلاعات شامل پارامترهای مربوط به پراکندگی نظیر انحراف معیار است که بیانگر پراکنش داده ها حول محور میانگین می باشد.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
سطح سرمایه گذاری	۰/۱۲۸	۰/۰۸۵	۰/۱۲۸	۰/۰۰۸	۰/۷۰۶
استقلال هیات مدیره	۰/۶۰۳	۰/۶۰۰	۰/۲۱۹	۰/۰۰۰	۰/۹۲۰
تمرکز مالکیت	۰/۳۲۹	۰/۳۱۰	۰/۲۱۰	۰/۰۰۳	۰/۹۳۷
جریان های نقد آزاد	۰/۱۵۶	۰/۱۳۶	۰/۲۵۱	-۰/۹۶۱	۰/۹۶۰
اهرم مالی	۰/۵۷۸	۰/۶۲۰	۰/۱۹۹	۰/۰۵۰	۰/۹۴۹
بازده دارایی ها	۰/۱۲۶	۰/۱۰۷	۰/۱۲۲	-۰/۲۳۹	۰/۶۲۰
اندازه شرکت	۱۱/۹۸	۱۱/۹۱	۰/۶۱۵	۱۰/۳۵	۱۴/۰۲
فرصت های رشد	۲/۰۳۲	۱/۷۰۴	۱/۴۸۰	۰/۰۱۵	۱۱/۳۰

همان طور که در جدول ۲ ملاحظه می شود، اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین سطح سرمایه گذاری، استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت به ترتیب برابر ۰/۱۲۸، ۰/۶۰۳ و ۰/۳۲۹ است که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. میانگین جریان های نقد عملیاتی برابر با ۰/۱۵۶ می باشد. میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی می باشد که وضعیت جامعه را نشان می دهد. بطور مثال میانه سطح سرمایه گذاری، استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت به

ترتیب برابر ۰/۰۸۵، ۰/۶۰۰ و ۰/۳۱۰ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. مینیم و ماکزیمم، به ترتیب کمترین و بیشترین عدد متغیر در جامعه آماری را نشان می‌دهد. برای مثال کمترین مقدار برابر ۰/۲۳۹- برای متغیر بازده دارایی و بیشترین مقدار برای اندازه شرکت با مقدار ۱۴/۰۲ می‌باشد. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر فرصت های رشد برابر با (۱/۴۸۰) و برای متغیر بازده دارایی برابر با (۰/۱۲۲) می‌باشد که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، فرصت های رشد و بازده دارایی به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی می‌باشند.

آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

نرمال بودن متغیرها، شرط اولیه انجام کلیه آزمون های پارامتریک می باشد. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف (K-S) استفاده شده است. در این آزمون هرگاه سطح معنی داری کمتر از ۵٪ باشد (Sig < ۰.۰۵)، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود. مفروضات آزمون کولموگروف-اسمیرنوف (K-S) به قرار زیر می باشد:

H_0 : توزیع داده ها نرمال است.

H_1 : توزیع داده ها نرمال نیست.

نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف (K-S) در جدول (۳) ارائه شده است:

همانطور که نتایج نشان می دهد سطح معنی داری وابسته سطح سرمایه گذاری برابر ۰/۰۹۵ می باشد که رقم آن بیشتر از ۵٪ است؛ با اطمینان ۹۵٪ متغیر وابسته دارایی توزیع نرمال هستند؛ لذا در سطح اطمینان ۹۵٪ فرض H_1 رد، و فرض H_0 تائید می شود. همچنین در بین متغیرهای مستقل تمرکز مالکیت و جریان های نقد آزاد با سطح معنی داری ۰/۰۵۸، ۰/۰۶۴ دارای توزیع نرمال است. از آنجایی که شرط نرمال بودن برای متغیر وابسته ضروری است، نیازی به نرمال کردن سایر داده ها نیست.

جدول (۳): نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف (K-S)

متغیرها	تعداد مشاهدات	آماره Z	P-Value
سطح سرمایه گذاری	۷۷۰	۱/۱۲۵	۰/۰۹۵
استقلال هیات مدیره	۷۷۰	۱/۴۴۴	۰/۰۴۶
تمرکز مالکیت	۷۷۰	۱/۳۲۶	۰/۰۵۸
جریان های نقد آزاد	۷۷۰	۱/۲۳۹	۰/۰۶۴
اهرم مالی	۷۷۰	۲/۲۱۳	۰/۰۰۰
بازده دارایی ها	۷۷۰	۱/۹۸۷	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۷۷۰	۲/۴۲۸	۰/۰۰۰
فرصت های رشد	۷۷۰	۲/۳۶۴	۰/۰۰۰

آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

در صورتی که داده های آماری به گونه ای بود که مقاطع دارای عکس العمل های متفاوتی باشند و برای هر مقطع عرض از مبدأ جداگانه ای در نظر گرفته شود، باید منشأ خطاهای ناشی از تخمین نیز مشخص شود. به بیان دیگر، باید مشخص شود که خطای ناشی از تخمین در طی زمان اتفاق افتاده است یا اینکه خطای نام برده شده علاوه بر اینکه در طی زمان اتفاق افتاده به دلیل تغییر در مقاطع نیز بوده است. در نحوه در نظر گرفتن چنین خطاهای با دو اثر، اثرات ثابت و اثرات تصادفی مواجه می شود. در اثرات ثابت، خطای تخمین ناشی از تغییر مقاطع در عرض از مبدأ منظور می گردد ولی در مدل اثر تصادفی چنین خطاهایی به طور تصادفی در نظر گرفته می شود. هاسمن (۱۹۷۸)، آزمونی را برای تشخیص روش برآورد ارائه نموده است. بر اساس این آزمون، فرضیه صفر دال بر این است که روش اثرات تصادفی کارا و سازگار است و فرضیه مقابل مبتنی بر این است که روش اثرات ثابت کارا و سازگار است. نتایج آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن برای فرضیه های پژوهش در جدول (۴) و (۵) ارائه شده است:

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن (انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی)

نتیجه آزمون	P-Value	آماره کای دو	مدل آزمون	فرضیه صفر (H_0)
فرض H_0 پذیرفته می شود	۰/۰۷۵	۱۰/۸۱۰	فرضیه فرعی اول	تفاوت در ضرایب سیستماتیک نیست
فرض H_0 پذیرفته می شود	۰/۰۶۴	۱۰/۵۶۷	فرضیه فرعی دوم	
فرض H_0 پذیرفته می شود	۰/۰۵۴	۱۰/۳۴۵	فرضیه فرعی سوم	
فرض H_0 پذیرفته می شود	۰/۱۴۶	۹/۶۳۷	فرضیه فرعی چهارم	

در آزمون F لیمر، فرضیه H_0 استفاده از روش داده های تلفیقی را در مقابل فرضیه H_1 یعنی استفاده از روش داده های تابلویی نشان می دهد. با توجه به سطح معناداری به دست آمده از جدول ۶، نتیجه این آزمون بیانگر این مطلب است که مقاطع مورد بررسی ناهمگن و دارای تفاوت های فردی بوده، بنابراین استفاده از روش های داده های تابلویی برای هر ۴ مدل مناسب تر است. بعد از انتخاب روش داده های تابلویی توسط آزمون لیمر، آزمون هاسمن انجام گرفت. در این آزمون در صورت پذیرفته شدن H_0 از مدل اثرات تصادفی و در صورت پذیرفته شدن H_1 از مدل اثرات ثابت استفاده می گردد.

جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن (انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی)

نتیجه آزمون	P-Value	آماره کای دو	مدل آزمون	فرضیه صفر (H_0)
فرض H_0 پذیرفته می شود	۰/۰۷۵	۱۰/۸۱۰	فرضیه فرعی اول	تفاوت در ضرایب سیستماتیک نیست
فرض H_0 پذیرفته می شود	۰/۰۶۴	۱۰/۵۶۷	فرضیه فرعی دوم	
فرض H_0 پذیرفته می شود	۰/۰۵۴	۱۰/۳۴۵	فرضیه فرعی سوم	
فرض H_0 پذیرفته می شود	۰/۱۴۶	۹/۶۳۷	فرضیه فرعی چهارم	

همانطور که نتایج جدول ۵ نشان می دهد، مقدار این آماره برای تمام مدل ها غیر معنی دار است و سطح معناداری گزارش شده در جدول ۶ برای ۴ مدل بیشتر از ۰/۰۵ است و بیانگر پذیرش فرضیه H_0 و رد فرضیه H_1 در سطح اطمینان ۹۵ درصد بوده و بر استفاده از روش اثرات تصادفی دلالت دارد.

آزمون فرضیه های پژوهش آزمون فرضیه اول

این فرضیه بیان می‌دارد، جریان های نقد آزاد بر سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می‌شود:

فرضیه صفر (H_0): جریان های نقد آزاد بر سطح سرمایه گذاری تاثیر ندارد.

فرضیه مقابل (H_1): جریان های نقد آزاد بر سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول در جدول ۷ نشان می‌دهد که جریان های نقد آزاد بر سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد. تاثیر مثبت ($0/125$) و معنی‌داری ($0/000$) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بدین معنای که فرضیه اصلی اول تایید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود $23/1$ درصد از تغییرات متغیر وابسته سطح سرمایه گذاری توسط متغیر جریان های نقد آزاد و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین $1/5$ و $2/5$ بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی داری F برابر با $0/000$ و کوچکتر از $0/05$ می‌باشد که حاکی از معنی داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه اول مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از 10 بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت. در ارتباط با سایر متغیرها، علامت مثبت ضریب فرصت های رشد ($0/24$) و حاکی از ارتباط مثبت و معنی دار ($0/000$) بین این متغیر با سطح سرمایه گذاری می‌باشد. همچنین نتایج جدول ۷ حاکی از آن است که بین اندازه شرکت، اهرم مالی و بازده دارایی با سطح سرمایه گذاری به ترتیب ارتباط مثبت ($0/001$ ، $0/023$ ، $0/102$) و غیر معنی داری ($0/905$ ، $0/733$ ، $0/185$) در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد.

جدول (۷): تاثیر جریان های نقد آزاد بر سطح سرمایه گذاری

$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + e_{it}$					
متغیر وابسته: سطح سرمایه گذاری					
VIF	سطح معنی داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	0/517	-0/650	0/139	-0/090	ضریب ثابت
6/261	0/000	3/906	0/032	0/125	FCF
1/072	0/905	-0/119	0/010	-0/001	SIZE
1/446	0/000	5/092	0/005	-0/24	MBV
1/932	0/733	-0/342	0/066	-0/23	LEV
6/673	0/185	1/329	0/076	-0/102	ROA
					R^2 تعدیل شده
					دوربین واتسون
					آماره F
					احتمال آماره F

آزمون فرضیه دوم

این فرضیه بیان می‌دارد، استقلال هیات مدیره بر سطح سرمایه‌گذاری تاثیر دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می‌شود:

فرضیه صفر (H_0): استقلال هیات مدیره بر سطح سرمایه‌گذاری تاثیر ندارد.

فرضیه مقابل (H_1): استقلال هیات مدیره بر سطح سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در جدول ۸ نشان می‌دهد که استقلال هیات مدیره بر سطح سرمایه‌گذاری تاثیر منفی ($-0/659$) و معنی‌داری ($0/000$) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود $22/8$ درصد از تغییرات متغیر وابسته سطح سرمایه‌گذاری توسط متغیر مستقل نسبت استقلال هیات مدیره و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین $1/5$ و $2/5$ بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگرمستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با $0/000$ و کوچکتر از $0/05$ می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه فرعی اول مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از 10 بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت. در ارتباط با سایر متغیرها، علامت مثبت ضریب فرصت‌های رشد ($0/014$) و حاکی از ارتباط مثبت و معنی‌دار ($0/006$) بین این متغیر با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌باشد. همچنین نتایج جدول ۸ حاکی از آن است که بین اندازه شرکت و اهرم مالی با سطح سرمایه‌گذاری به ترتیب ارتباط مثبت ($0/001$ ، $0/095$) و غیر معنی‌داری ($0/913$ ، $0/154$) در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. یافته‌ها نشان می‌دهد که بازده دارایی با سطح سرمایه‌گذاری ارتباط منفی ($-0/676$) و معنی‌داری ($0/000$) دارد.

جدول (۸): تاثیر استقلال هیات مدیره بر سطح سرمایه‌گذاری

$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + e_{it}$					
متغیر وابسته: سطح سرمایه‌گذاری					
متغیرها	ضرایب استاندارد نشده		t	سطح معنی‌داری	VIF
	ضریب	میزان خطا			
ضریب ثابت	$-0/682$	$0/201$	$3/389$	$0/001$	-
INDE	$-0/659$	$0/159$	$-4/151$	$0/000$	$2/492$
SIZE	$-0/001$	$0/009$	$-0/109$	$0/913$	$1/072$
MBV	$-0/014$	$0/005$	$2/760$	$0/006$	$1/870$
LEV	$-0/095$	$0/067$	$1/430$	$0/154$	$2/091$
ROA	$-0/676$	$0/169$	$-3/992$	$0/000$	$2/094$
R^2 تعدیل شده	$0/228$				
دوربین واتسون	$1/856$				
آماره F	$12/256$				
احتمال آماره F	$0/000$				

آزمون فرضیه سوم

این فرضیه بیان می‌دارد، تمرکز مالکیت بر سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می‌شود:

فرضیه صفر (H_0): تمرکز مالکیت بر سطح سرمایه گذاری تاثیر ندارد.

فرضیه مقابل (H_1): تمرکز مالکیت بر سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم در جدول ۹ نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت بر سطح سرمایه گذاری تاثیر منفی ($-0/137$) و معنی داری ($0/001$) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بدین معنی که با افزایش تمرکز مالکیت، سطح سرمایه گذاری کاهش می‌یابد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود $23/4$ درصد از تغییرات متغیر وابسته سطح سرمایه گذاری توسط متغیر مستقل تمرکز مالکیت و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین $1/5$ و $2/5$ بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی داری F برابر با $0/000$ و کوچکتر از $0/05$ می‌باشد که حاکی از معنی داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه فرعی دوم مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از 10 بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت. در ارتباط با سایر متغیرها، علامت مثبت ضریب اندازه شرکت و بازده دارایی به ترتیب حاکی از ارتباط مثبت ($0/018$ ، $0/091$) و معنی دار ($0/008$ ، $0/026$) بین این متغیرها با سطح سرمایه گذاری می‌باشد. همچنین نتایج جدول ۹ حاکی از آن است که بین اهرم مالی و سطح سرمایه گذاری ارتباط منفی ($-0/153$) و معنی داری ($0/000$) در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. همچنین یافته‌ها نشان می‌دهد که بین فرصت‌های رشد و سطح سرمایه گذاری ارتباط مثبت ($0/003$) اما غیر معنی داری ($0/343$) برقرار است.

جدول (۹): تاثیر تمرکز مالکیت بر سطح سرمایه گذاری

$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 CONOWN_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + e_{it}$					
متغیر وابسته: سطح سرمایه گذاری					
VIF	سطح معنی داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			ضریب	میزان خطا	
-	0/160	-1/407	0/086	-0/120	ضریب ثابت
4/269	0/001	-3/304	0/041	-0/137	CONOWN
1/056	0/008	2/663	0/007	0/018	SIZE
1/318	0/343	0/950	0/003	-0/003	MBV
1/728	0/000	-4/005	0/038	-0/153	LEV
4/519	0/026	2/229	0/041	0/091	ROA
0/234					R^2 تعدیل شده
1/558					دوربین واتسون
16/660					آماره F
0/000					احتمال آماره F

یافته های پژوهش

در فرضیه اول پژوهش نتایج نشان می دهد که جریان های نقد آزاد بر سطح سرمایه گذاری تاثیر مثبت و معنی داری دارد. بدین ترتیب با افزایش جریان های نقد آزاد در دسترس، میزان سرمایه گذاری افزایش می یابد. بر اساس تئوری نمایندگی جریان نقد آزاد، زمانی که جریان های نقد آزاد افزایش می یابد، مدیران برای سرمایه گذاری در پروژه هایی با بازدهی منفی تشویق می شوند. در این رابطه چانگ و همکاران (۲۰۱۳) استدلال می کنند که این پروژه ها منافع مدیران را حمایت می کنند. اقدامات مدیران مانند سرمایه گذاری با ارزش مخرب می تواند هزینه های نمایندگی را افزایش داده و ارزش شرکت را کاهش می دهد و مدیران ارشد را تا یک وضعیت آسیب پذیر تحت فشار قرار می دهد. بدترین حالت سناریو این است که مدیران فرصت طلب با استفاده از ابزار مدیریت سود، اثرات مخرب این سرمایه گذاری را پنهان نمایند. در حقیقت انتشار گزارش های درآمد متورم توسط مدیران ممکن است بر قابلیت پیش بینی جریان های نقدی بالقوه بر مبنای درآمد تاثیر بگذارد، زیرا این درآمد بر اساس تلفیق های جعلی ایجاد شده است، بنابراین نیاز به یک مکانیزم نظارتی برای کنترل استفاده از جریان های نقد آزاد وجود دارد. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیسم های همسو نمودن منافع سهامداران و مدیران کاملاً کارا نیست، مدیران ممکن است از جریان های نقد آزاد استفاده نموده و طرح هایی با ارزش فعلی خالص منفی را جهت افزایش منافع خود به کار بگیرند که این اقدام به بیش سرمایه گذاری منتهی می شود. جریان های نقد آزاد عامل کلیدی در ایجاد مسأله بیش سرمایه گذاری است. نتایج سازگار با یافته های ریچاردسون (۲۰۰۶)؛ بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱)؛ اسکندر و همکاران (۲۰۱۲) و چن و لین (۲۰۱۳) می باشد. آنها نشان دادند که جریان های نقد آزاد عاملی مهم در سرمایه گذاری های محسوب می شود. نتایج فرضیه های دوم و سوم نیز نشان می دهد که استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت نهادی به عنوان سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سطح سرمایه گذاری تاثیر منفی و معنی داری دارد. بدین معنا که با افزایش نظارت بر مدیران، احتمال انحراف از سرمایه گذاری مطلوب کاهش می یابد. مطابق دیدگاه چئونگ و همکاران (۲۰۱۱) حاکمیت شرکتی حداقل به دو طریق بر سرمایه گذاری تاثیر دارد. اول اینکه، مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه موجب محدودیت در تامین منابع خارجی می شود. در بازارهای ناقص، شرکت ها اغلب در دسترسی به وجوه خارجی دچار محدودیت هستند. در نتیجه تامین مالی از منابع خارجی همیشه سطح مطلوب سرمایه گذاری را در پی ندارد. با این وجود، شرکت هایی با حاکمیت شرکتی مناسب می توانند تضاد منافع بین دارندگان اوراق بهادار و سهامداران را کاهش دهند. این رویکرد به شرکت ها اجازه می دهد که به بدهی های با ریسک پایین دسترسی پیدا کرده و هزینه های سرمایه را کاهش دهند و از این طریق سطح سرمایه گذاری را بهبود بخشند (مایرز، ۱۹۷۷). چنین کاهش در میزان هزینه سرمایه، ممکن است تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری را تسهیل کند، در غیر این صورت شرکت ها ممکن است به دلیل کمبود وجه نقد قادر به تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری نباشند. بدین مفهوم، شرکت هایی با مکانیزم های حاکمیتی مناسب باید بتوانند کارایی سرمایه گذاری را از طریق تسهیل دسترسی به منابع خارجی و کاهش هزینه طرح های سرمایه گذاری جدید، کاهش دهند. دوم، در پاسخ به مشکلات نمایندگی، جنسن (۱۹۸۶) اظهار می دارد که مدیران تمام وجوه نقد را برای سرمایه گذاری در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی مصرف می کنند. به چنین رویکردی اصطلاحاً پدیده ساختن امپراتوری گفته می شود. با این وجود، در صورتی که شرکت دارای فرصت های رشد کم باشد، افزایش بیش از حد در اندازه شرکت در تضاد مستقیم با منافع سهامداران است. در حقیقت، گرایش به ساختن امپراتوری موجب می شود که مدیران به تمام منابع شرکت (جریان های نقد آزاد) دسترسی پیدا کنند. دسترسی بیش از حد به منابع شرکت، مدیران را به سمت سرمایه گذاری در پروژه هایی که

موجب افزایش اندازه شرکت شده و بر ارزش شرکت تأثیری ندارد، سوق می دهد. اساساً مدیران تمایل دارند حتی در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی تا مادامی که اندازه شرکت را افزایش می دهد و بر منابع شخصی می افزاید، سرمایه گذاری کنند. مکانیزم های حاکمیتی شرکتی مناسب می تواند مانع ساختن امپراتوری جدید مدیران و سرمایه گذاری در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی شود. نتایج سازگار با یافته های جنسن و همکاران، (۱۹۷۶)؛ یگون و همکاران (۲۰۱۴)؛ رشید (۲۰۱۴) و چن و همکاران (۲۰۱۵) می باشد. آنها نشان دادند که مکانیزم های نظارتی حاکمیت شرکتی می توانند اثرات منفی سرمایه گذاری های ناکارای شرکت را کاهش دهد.

نتیجه گیری

بر اساس تئوری نمایندگی جریان نقد آزاد، زمانی که جریان های نقد آزاد افزایش می یابد، مدیران برای سرمایه گذاری در پروژه هایی با بازدهی منفی تشویق می شوند. در این رابطه چانگ و همکاران (۲۰۱۳) استدلال می کنند که این پروژه ها منافع مدیران را حمایت می کنند. اقدامات مدیران مانند سرمایه گذاری با ارزش مخرب می تواند هزینه های نمایندگی را افزایش داده و ارزش شرکت را کاهش می دهد و مدیران ارشد را تا یک وضعیت آسیب پذیر تحت فشار قرار می دهد. بدترین حالت سناریو این است که مدیران فرصت طلب با استفاده از ابزار مدیریت سود، اثرات مخرب این سرمایه گذاری را پنهان نمایند. در حقیقت انتشار گزارش های درآمد متورم توسط مدیران ممکن است بر قابلیت پیش بینی جریان های نقدی بالقوه بر مبنای درآمد تأثیر بگذارد، زیرا این درآمد بر اساس تلفیق های جعلی ایجاد شده است، بنابراین نیاز به یک مکانیزم نظارتی برای کنترل استفاده از جریان های نقد آزاد وجود دارد. در این پژوهش تأثیر جریان های نقد آزاد، استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت نهادی بر سطح سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان می دهد که جریان های نقد آزاد موجب افزایش سطح سرمایه گذاری می شود. همچنین مکانیزم های نظارتی حاکمیت شرکتی همچون استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت میزان سرمایه گذاری را کاهش می دهد. حاکمیت شرکتی نقش مهمی در کاهش اثرات منفی سرمایه گذاری دارد. نتایج با یافته های اسکندر و همکاران (۲۰۱۲) و چن و همکاران (۲۰۱۱) می باشد. آنها نشان دادند که حاکمیت شرکتی منجر به بهبود سطح سرمایه گذاری می شود. اسکندر و همکاران (۲۰۱۲) بیان می کند که تمرکز مالکیت همانند یک سازوکار حاکمیت شرکتی یک نقش نظارتی بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران ایفا می کند، بنابراین افزایش مالکیت اعضای خانواده هیئت مدیره به عنوان یک سازوکار کنترلی می تواند از دسترسی بیش از حد مدیران به جریان های نقد آزاد، بکاهد.

پیشنهاد های حاصل از نتایج پژوهش

۱. به شرکت ها پیشنهاد می شود تعداد اعضای غیرموظف را جهت بهبود نظارت بر استفاده از جریان های نقد آزاد افزایش دهند. مالکیت بالای اعضای غیرموظف مسئله نمایندگی بین سهامداران و مدیران را به دلیل همسو کردن منافع مدیران و سهامداران، کاهش خواهد داد. بنابراین، به نظر می رسد که این موضوع انگیزه ای است که مدیران را به سمت کنترل بهتر و رسیدن به عملکرد مناسبتر سوق می دهد.
۲. به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در تصمیم های سرمایه گذاری به میزان مکانیزم های نظارتی شرکت توجه نمایند. به این دلیل که وجود مکانیزم های نظارتی همچون تمرکز مالکیت و استقلال هیات مدیره شکاف بین مالکیت و مدیریت را کاهش

داده و عدم تقارن اطلاعاتی نیز نسبت به سایر سازمان‌ها پایین تر خواهد بود. به علاوه، مدیرانی که در شرکت تحت مدیریت خود سرمایه‌گذاری کرده‌اند، نسبت به سایر مدیران، از تصمیم‌های با ریسک بالا اجتناب می‌کنند.

۳. بنابر یافته‌های پژوهش، به تحلیل گران مالی، سرمایه‌گذاران و مدیران مالی، توصیه می‌شود که به اثر تمرکز مالکیت و استقلال هیات مدیره بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت توجه داشته باشند. نتایج نشان می‌دهد که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به دلیل نقش نظارتی در شرکت، عاملی در جهت کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران محسوب می‌شوند.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱. با توجه به این که بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، مالی و لیزینگ‌ها) از نمونه پژوهش حذف شده بودند، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌گران در آینده تاثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دهند.
۲. به پژوهش‌گران پیشنهاد می‌شود که تاثیر مالکیت سهامداران نهادی و مالکیت شرکتی را بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد مورد بررسی قرار دهند.
۳. پیشنهاد می‌شود تاثیر جریان‌های نقد آزاد بر سطح سرمایه‌گذاری را در مراحل چرخه عمر انجام گیرد.
۴. به محققین داخلی پیشنهاد می‌شود که رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری را با معیارهای جدید سرمایه‌گذاری بررسی کنند.
۵. تحقیقات گذشته نشان می‌دهد که ضعف حاکمیت شرکتی ممکن است مشکلاتی همچون ورشکستگی را بر شرکت‌ها متحمل کند. بنابراین پیشنهاد می‌شود رابطه بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های ورشکسته بررسی شود تا مشخص شود عامل ورشکستگی شرکت‌ها ضعف حاکمیت شرکتی است یا نه.

منابع

- ✓ بادآور نهندی، یونس، تقی زاده خانقاه، وحید، (۱۳۹۳)، ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر، دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۸، صص ۱۱۳-۱۴۰.
- ✓ ثقفی، علی، بولو، قاسم، محمدیان، محمد، (۱۳۹۰)، کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۳، شماره ۲، صص ۳۷-۶۳.
- ✓ ثقفی، علی، معتمدی فاضل، مجید، (۱۳۹۰)، رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۱۰، صص ۱-۱۴.
- ✓ خدادادی، ولی، رشید باغی، محسن، قربانی، رامین، کاویانی، مریم، (۱۳۹۲)، تاثیر ساختار مالکیت بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها، مدیریت دارایی و تامین مالی، دوره ۱، شماره ۱، صص ۹۳-۱۰۸.
- ✓ رهنمای رودپشتی، فریدون، هیبتی، فرشاد، طالب نیا، قدرت الله، چاشمی، سید علی نبوی، (۱۳۹۱)، ارائه الگوی سنجش تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، دوره ۵، شماره ۱۲، صص ۷۹-۱۰۰.

- ✓ ستایش، محمد حسین، صالحی نیا، محسن، (۱۳۹۴)، تاثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان های نقدی آزاد، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۲۱-۳۸.
- ✓ شیخ، محمد جواد، لازمی چلک، سعید، محمد نژاد، سعید، (۱۳۹۱)، جریان های نقد آزاد: اهمیت، کاربرد و نقش آن در مدیریت سود، مطالعات حسابداری و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۲، صص ۱-۲۲.
- ✓ عباسی، ابراهیم، (۱۳۹۵)، بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش بینی سود، دانش سرمایه گذاری، دوره ۵، شماره ۲۰، صص ۲۶۳-۲۷۶.
- ✓ یحیی زاده فرد، محمود، شمس، شهاب الدین، پاکدین امیری، مجتبی، (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر فرصت های رشد در ارزش گذاری جریان نقدی آزاد، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۱، صص ۱۱۳-۱۳۲.
- ✓ Barnes, M. V., and Downes, J. (2013), International investment efficiency: The joint effect of investor protection and audit quality. American Accounting Association Annual Meeting and Conference Teaching and Learning in Accounting. California.
- ✓ Biddle, G., Hilary, G., and Verdi, R. S. (2009), how does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48 (4), 112-31.
- ✓ Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., Wang, X. (2011), Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets, *The Accounting Review*, 86, 1255-1288.
- ✓ Chen, I. J., and Lin, SH. H. (2013), Managerial optimism, investment efficiency, and firm valuation. *Multinational Finance Journal*. 17 (3), 295-340.
- ✓ Chen, R., Ghoul, S. E., Guedhami, O., and Wang, H. (2017), Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations, *Journal of Corporate Finance*. 41 (February): 217-240.
- ✓ Chen, T. Xie. L. Zhang. Y. (2017). How does analysts' forecast quality relate to corporate investment efficiency?, *Journal of Corporate Finance*, 43 (April): 408-421.
- ✓ Chen, X., Sun, Y., and Xu, X. (2015). Free cash flow, over-investment and corporate governance in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, In Press, doi:10.1016/j.pacfin.2015.06.003.
- ✓ DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Stulz, R. (2004). Dividend policy, agency costs and earned equity. Working paper, University of Southern California.
- ✓ Florackis, CH., Kanas, A., Kostakis, A. (2014). Dividend policy, managerial ownership and debt financing: A non-parametric perspective. *European Journal of Operational Research*, Working paper. doi: 10.1016/j.ejor.2014.08.031.
- ✓ Fazzari, S., Hubbard, R. G., and Petersen, B. (1988), Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activities*. 1 (1): 141-195.
- ✓ Habib, H. (2011), Growth opportunities, earnings permanence and the valuation of free cash flow. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*. 5 (4): 101-122.
- ✓ Iskandar, T. M., Bukit, R., and Sanusi, Z. M. (2012), The moderating effect of ownership structure on the relationship between free cash flow and asset utilization. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. 8 (1): 69-89.
- ✓ Jensen, M. C., and Meckling W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- ✓ Jensen. M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76 (4), 323-329.

- ✓ Lara, J.M.G. Osma, B.G. Penalva, F. (2016), Accounting conservatism and firm investment efficiency, *Journal of Accounting and Economics*, 61 (1), 221-238.
- ✓ Li, Q., and Wang, T. (2010), Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience. *Nankai Business Review*, 1 (2), 197-213.
- ✓ Prommin, P., Jumreornvong, S. & Jiraporn, P., (2014), The Effect of Corporate Governance on Stock Liquidity: The Case of Thailand, *International Review of Economics and Finance*, doi: 10.1016/j.iref.2014.01.011.
- ✓ Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*. 11 (1), 159–189.
- ✓ Yegon, CH., Sang, S., Kirui, J. (2014). The Impact of corporate governance on agency cost: empirical analysis of quoted services firms in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (12), 145-155.