

تاثیر ویژگی های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری شرکت ها

سیروس سعادت

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. (نویسنده مسئول)

s.saadati136p@gmail.com

دکتر عسگر پاک مرام

دانشیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

pakmaram@gmail.com

شماره ۲۵/تابستان ۱۳۹۹ (جلد اول) /صص ۹۷-۱۳۳
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تاثیر ویژگی های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری شرکت ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین از آمار و اطلاعات مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران، در دوره ۱۳۸۹-۱۳۹۵ شامل ۱۱۰ شرکت نمونه و ۷۷۰ مشاهده استفاده شده است، تا ارتباط بین متغیرها برای آزمون فرضیه های پژوهش بررسی شود. نتایج نشان می دهد که مکانیزم های نظارتی حاکمیت شرکتی همچون استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تاثیر منفی دارد. بدین معنی که در شرکت هایی که جریان های نقد آزاد بالا است، ارتباط ویژگی های حاکمیت شرکتی و سطح سرمایه گذاری منفی است.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، جریان های نقد آزاد، سطح سرمایه گذاری.

مقدمه

واحدهای تجاری، همواره با فرصت های سرمایه گذاری زیادی روبه رو می شوند و نیازمند تصمیم گیری منطقی نسبت به یک سرمایه گذاری بهینه هستند. در واقع، سرمایه گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت بگیرد؛ اما مسأله اصلی، انتخاب طرح ها و تصمیم گیری راجع به فرصت های سرمایه گذاری به وسیله مدیران واحدهای تجاری است که بر اساس منافع شخصی آن ها صورت می گیرد. به عبارتی دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع، مانع انجام یک سرمایه گذاری بهینه می شود (یانگ و جیانگ^۱، ۲۰۰۸). از این رو، واحدهای تجاری برای سرمایه گذاری در طرح های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهند (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). با برقراری رابطه نمایندگی هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خویش می باشند. از آنجا که تابع

^۱. Yang & Jiang

مطلوبیت مدیران با مالکان یکسان نیست، بین آنها تضاد منافع وجود دارد. به دلیل وجود تضاد منافع، مدیران لزوماً در پی کسب حداکثر منافع برای مالک (مالکان) نخواهند بود. با شکل گیری رابطه نمایندگی، به واسطه تضاد منافع بین طرفین، هزینه های نمایندگی ایجاد می گردد. در تئوری های مالی فرض اساسی آن است که هدف اولیه شرکت ها افزایش ثروت سهامداران است. اما در عمل این گونه نیست، مدیران همیشه کاملاً به دنبال منافع مالکان نیستند و این امکان وجود دارد که آن ها سعی در دستیابی به افزایش منافع خود به وسیله ثروت مالکان باشند. نتیجه این تفکر مدیران منجر به ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی بین مالک و مدیر شده و انگیزه های متفاوت آنان، موجب عدم اعتماد مالکان به مدیران شده است. ممکن است مدیر به نحوی رفتار نماید تا اطلاعات نادرست و یا غیر کامل به سهامدار منتقل نماید این مورد زمانی اتفاق می افتد که مدیر تمایل دارد با دارا بودن اطلاعات خصوصی درباره چیزی که نفع وی را فراهم می سازد با مالک، قرارداد منعقد نماید. از آنجایی که مکانیزم های حاکمیت شرکتی به کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران کمک می نماید بنابراین افزایش مکانیزم های نظارتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موجب افزایش ارزش شرکت می شود و تضاد منافع را بین گروههای مختلف ذینفع کاهش می دهد. با توجه مطالب مطرح شده این سوال ایجاد می شود که آیا ویژگی های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؟

پیشینه پژوهش

براو و همکاران^۱ (۲۰۰۵)، به شواهدی دست یافتند که نشان می دهد شرکت ها تمایل دارند که از سرمایه گذاری در پروژه های مطلوب به منظور حفظ سود چشم پوشی کنند. اما احتمال کمی وجود دارد که شرکت ها بطور کلی از سرمایه گذاری در پروژه های مطلوب به منظور افزایش سودهای تقسیمی صرف نظر کنند. نتایج تحقیق بیان می کند، شرکت هایی که سود تقسیمی کمی پرداخت می کنند به احتمال زیاد محدودیت مالی زیادی دارند و مجبورند که از فرصت های سرمایه گذاری مطلوب چشم پوشی کنند.

ریچاردسون^۲ (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.

بیدل و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری در بین سال های ۱۹۹۳-۲۰۰۵ پرداختند. یافته های آنها نشان داد که همبستگی منفی (یا مثبت) بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت هایی که محیط عملیاتی آنها متمایل به (کم سرمایه گذاری) یا بیش سرمایه گذاری است، بیشتر است. همچنین، شرکت های با کیفیت گزارشگری مالی بالا، انحراف کمتری از میزان سرمایه گذاری مطلوب داشته و حساسیت پایینی به شرایط

¹ Brov et al

² Richardson

اقتصاد کلان دارند. نتایج بدست آمده بیانگر آن است که وجود ساز و کاری بین کیفیت گزارشگری و کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند اصطکاک میان این دو را کاهش دهد و در نتیجه منجر به کاهش انتخاب ناسازگار و خطر اخلاقی شود. ییتی و همکاران^۱ (۲۰۱۰)، به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرایط دستیابی به اطلاعات خصوصی در بین سال‌های ۱۹۹۵-۲۰۰۶ در ۳۰۳۳ شرکت تولیدی پرداختند. آنها انتظار داشتند دستیابی به اطلاعات اختصاصی و اعمال محدودیت‌های مستقیم بر سرمایه‌گذاری از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند در صورت افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. آنها بیان کردند شرکت‌هایی که کیفیت اطلاعات حسابداری پایینی دارند، گرایش بالقوه‌ای 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 می‌دهند، اما اصولاً محدودیت در فرایند سرمایه‌گذاری، منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شده و تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد.

حیب^۲ (۲۰۱۱) به بررسی تاثیر فرصت‌های رشد و کیفیت سود بر ارزشیابی جریان‌های نقدی که بصورت تفاوت بین جریان‌های نقد عملیاتی و مخارج سرمایه‌ای تعریف می‌شود، پرداخت. تئوری ارزشیابی حقوق صاحبان سهام اشاره دارد که جریان‌های نقد آزاد نباید با بازده سهام مرتبط باشد به این دلیل که چیزی به ارزش شرکت اضافه نمی‌کند. با این وجود، جریان‌های نقد آزاد می‌تواند در موارد خاص با ارزش شرکت مربوط باشد. در مطالعه وی فرصت‌های رشد و سودهای زودگذر با ارزشیابی جریان‌های نقد آزاد مورد بررسی قرار گرفتند. یافته‌های پژوهش نشان داد شرکت‌هایی که با جریان‌های نقد آزاد مثبت و فرصت‌های رشد بالا روبه رو هستند افزایش در ارزش را تجربه می‌کنند، علاوه براین، جریان‌های نقد آزاد زمانی که سودها ناپایدار هستند، ارتباط مثبت با بازده‌های سهام دارد.

اسکندر و همکاران^۳ (۲۰۱۲) به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده کارآمد از دارایی‌ها در بورس اوراق بهادار مالزی پرداختند. در این راستا تعداد ۴۷۷ شرکت برای دوره زمانی ۲۰۰۵ انتخاب شد. نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش نشان دهنده ارتباط منفی بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده از دارایی‌ها می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که جریان‌های نقد آزاد ممکن است برای پروژه‌های نامناسبی صرف شود. این مطالعه همچنین به طور تجربی نشان 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 مالکیت در نظارت بر استفاده دارایی‌های شرکت کمک می‌نماید.

چن و لین^۴ (۲۰۱۳) به بررسی رابطه بین خوش بینی مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و ارزشیابی شرکت پرداختند. آنها برای اندازه‌گیری خوش بینی مدیریت از الگوی کمپل (۲۰۱۱)، استفاده کردند و تاثیر سطوح خوش بینی مدیریتی را بر بهبود کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت زمانی که شرکت‌ها تمایل به بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری دارند، مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکتی که مدیر عامل آن از خوش بینی مدیریتی بالایی برخوردار است، کاهش می‌یابد و بنابراین کارایی سرمایه‌گذاری شرکت بهبود یافته و منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. با این حال، زمانی که شرکت تمایل به بیش سرمایه‌گذاری دارد، شواهد کمتری وجود دارد که نشان می‌دهد در شرکت‌هایی با

¹ Beaty et al

² Habib

³ Eskandar et al

⁴ Chen & Lin

سطوح خوش بینی پایین بطور موثری کارایی سرمایه‌گذاری شرکت و ارزش شرکت افزایش می‌یابد. نتایج آنها به محققان و نویسندگان کمک می‌کند تا اینکه درک کنند چطور خوش‌بینی مدیریتی کارایی سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار می‌دهد. 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.

رشید^۲ (۲۰۱۴) تاثیر استقلال هیئت مدیره بر هزینه‌های نمایندگی برای دوره زمانی ۲۰۰۶-۲۰۱۱ را بررسی کرد. در این راستا تعداد ۱۱۸ شرکت غیر مالی در بورس اوراق بهادار بنگلادش مورد بررسی قرار گرفت. وی از سه شاخص نسبت هزینه‌های عملیاتی، نسبت گردش دارایی و شاخص تعاملی فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد استفاده کرد. نتایج پژوهش نشان دهد که استقلال هیئت مدیره تنها می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را از طریق شاخص گردش دارایی‌ها کاهش دهد. علاوه بر این، آزمون غیرخطی متغیرها نشان دهد که مزایای استقلال مدیران خارجی بطور کلی به عنوان عامل کنترل هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شود.

چن و همکاران (۲۰۱۵) تاثیر جریان‌های نقد آزاد و حاکمیت شرکتی بر سطوح سرمایه‌گذاری در ۸۶۵ شرکت چینی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بیش سرمایه‌گذاری حساسیت بیشتری به جریان‌های نقد آزاد فعلی دارد. همچنین بیش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد مثبت مشهودتر است. یافته‌های بیشتر نشان داد که بالا بودن مالکیت دولتی منجر به افزایش بیش سرمایه‌گذاری می‌شود، در حالی که در شرکت‌های با هیئت مدیره بزرگ، نسبت بالای سهام قابل معامله و همچنین اهرم بالا، بیش سرمایه‌گذاری پایین است. همچنین آنها نشان دادند که افزایش مالکیت دولتی، هیئت مدیره بزرگ و همچنین وجود مدیران خارجی با شدیدتر شدن سرمایه‌گذاری کمتر از حد مرتبط است. در حالی که اهرم بالا و افزایش سهام قابل معامله، کم سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش می‌دهد.

لارا و همکاران^۳ (۲۰۱۶) تاثیر محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های محافظه‌کار، سرمایه‌گذاری بیشتری دارند و بدهی بیشتری را برای کاهش سرمایه‌گذاری کمتر از حد منتشر می‌کنند و چنین کاهش برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر است. همچنین نتایج نشان داد که محافظه‌کاری حسابداری با کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد مرتبط است.

چن و همکاران (۲۰۱۷) 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

¹ Chen et al

¹ Rashid

³ Lara et al

سطوح مالکان نهادی ضعیفی دارند، قوی تر 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 شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا و مالکیت نهادی پایین، قوی تر 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.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه معنی‌دار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنی‌دار و مثبت بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت معنی‌دار و منفی بر عملکرد تاثیر می‌گذارد. در حالی که شرکت‌های با اهرم مالی بالا یا افزایش سهام قابل معامله منجر به کاهش کم سرمایه‌گذاری می‌شود.

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

بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۳) ارتباط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را در مراحل چرخه عمر مورد بررسی قرار دادند. آنها برای بررسی حاکمیت شرکتی از چهار سازوکار سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیئت مدیره و مالکیت مدیریتی استفاده کردند. نتایج نشان می‌دهد که بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معنی‌داری در مراحل چرخه عمر وجود دارد. همچنین یافته‌ها نشان داد که بین شاخص‌های مالکیت مدیریتی، سهامداران نهادی و استقلال هیئت مدیره در مراحل رشد، بلوغ و افول در تاثیر بر کارایی سرمایه‌گذاری تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

اسماعیل زاده و همکاران (۱۳۹۴) تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان وجه نقد آزاد و مدیریت استفاده بهینه از دارایی‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش بیانگر این است که مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی در سطح کل صنایع و به تفکیک بر رابطه منفی بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها اثر معکوس داشته است. همچنین نتایج نشان داد که مالکیت شرکتی در سطح کل صنایع و به تفکیک، بر رابطه منفی بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها اثر مستقیم دارد.

ستایش و صالحی نیا (۱۳۹۴) تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان های نقد آزاد را مورد بررسی قرار دادند. یافته های پژوهش نشان می دهد مالکیت شرکتی به صورت مستقیم و نسبت بدهی به صورت معکوس با جریان نقد آزاد شرکت ها رابطه معناداری دارند. ولی شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت ها مشاهده نشد.

عباسی (۱۳۹۵) تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش بینی سود را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش بیانگر این است که بین جریان نقد آزاد و پیش بینی سود رابطه معنی داری 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 پیش بینی سود تأثیری ندارند.

فرضیه های پژوهش

- فرضیه اصلی: ویژگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تأثیر دارد.
- فرضیه فرعی اول: استقلال هیات مدیره بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تأثیر دارد.
- فرضیه فرعی دوم: تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تأثیر دارد.

روش پژوهش

این پژوهش سعی بر آن دارد که تأثیر ویژگی های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و 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 مقایسه ای (پس رویدادی) به تحقیقی گفته می شود که پژوهشگر علت احتمالی متغیر وابسته را مورد بررسی قرار می دهد چون متغیر مستقل و وابسته در گذشته رخ داده اند لذا این نوع تحقیق غیر آزمایشی را تحقیق پس رویدادی می گویند. 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 پژوهش های همبستگی، تعدادی از متغیرهایی که تصور می رود با مساله مرتبط هستند ارزیابی می شوند. متغیرهایی که معلوم شود وابستگی زیادی ندارند، حذف شده و مورد بررسی بیشتر قرار نمی گیرند.

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 آماری و دشواری های خاص حاصل از آن و همچنین وجود برخی ناهماهنگی 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 EVIEWS 7 استفاده شده است.

متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها متغیر مستقل: 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 بازپرداخت 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

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

متغیر تعدیل گر: 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:

$$HHI = \sum_{i=1}^n (د_i)$$

¹ Li & Wang

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).

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:

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 شرکت های 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 شرکت های بزرگ نسبت به شرکت های کوچک دارای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی بیشتری هستند. همچنین شرکت های 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.

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.

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

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 فرعی اول: استقلال هیات مدیره بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد.

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 INDE * FCF_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MBV_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + e_{it}$$

مدل آزمون فرضیه فرعی دوم: تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد.

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 CONOWN * FCF_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MBV_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + e_{it}$$

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 می دهد نیمی از داده ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این

مقدار هستند. مینیمم و ماکزیمم، به ترتیب کمترین و بیشترین عدد متغیر در جامعه آماری را نشان می دهد. برای مثال کمترین مقدار برابر $0/239$ - برای متغیر بازده دارایی و بیشترین مقدار برای اندازه شرکت با مقدار $14/02$ می باشد. 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 $(1/480)$ و برای متغیر بازده دارایی برابر با $(0/122)$ می باشد که نشان می دهد در بین متغیرهای پژوهش، فرصت های رشد و بازده دارایی به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی می باشند.

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 5% باشد ($Sig < 5\%$)، فرض صفر در سطح اطمینان 95% 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 $0/095$ می باشد که رقم آن بیشتر از 5% است؛ با اطمینان 95% متغیر وابسته دارایی توزیع نرمال هستند؛ لذا در سطح اطمینان 95% فرض H_1 رد، و فرض H_0 تأیید می شود. همچنین در بین متغیرهای مستقل تمرکز مالکیت و جریان های نقد آزاد با سطح معنی داری $0/058$ ، $0/064$ دارایی 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 ۷ 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.

ضریب همبستگی پیرسون

جدول ۶ ضریب همبستگی پیرسون متغیرهای پژوهش را برای ۱۱۰ شرکت نمونه (۷۷۰ مشاهده) از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا پایان ۱۳۹۵ نشان می‌دهد. همانطور که یافته‌ها نشان می‌دهد بین سطح سرمایه گذاری شرکت ها و جریان های نقد آزاد همبستگی مثبت و معنی داری وجود دارد. یعنی در صورت افزایش جریان های نقد آزاد، سطح سرمایه گذاری افزایش می یابد. همچنین نتایج نشان می دهد که بین تمرکز مالکیت و استقلال هیات مدیره با سطح سرمایه گذاری همبستگی مثبت و معنی داری وجود دارد. بدین معنا که با اعمال مکانیزم های نظارتی تمایل شرکت برای سرمایه گذاری افزایش می یابد. یافته های آزمون همبستگی پیرسون سازگار با یافته های فرضیه های پژوهش است.

جدول (۶): ضریب همبستگی متغیرهای پژوهش								
تأثیر جریان های نقد آزاد و ویژگی های حاکمیت شرکتی بر سطح سرمایه گذاری								
	INV	FCF	CONOWN	INDE	SIZE	LEV	MBV	ROA
INV	۱/۰۰۰							
FCF	۰/۰۶۴*	۱/۰۰۰						
CON	۰/۰۶۱*	۰/۰۷۱*	۱/۰۰۰					
OWN	۰/۲۵۵**	-۰/۱۹۵**	-۰/۱۴۳**	۱/۰۰۰				
INDE	-۰/۰۷۸*	۰/۰۶۴*	۰/۰۳۲	۰/۰۴۲	۱/۰۰۰			
SIZE	-۰/۰۱۲	۰/۰۶۸*	۰/۰۴۵	۱/۰۰۶	۰/۲۱۴**	۱/۰۰۰		
LEV	۰/۱۲۵**	۰/۱۲۹**	۰/۰۰۳	۲/۰۳**	۰/۰۰۶	-۰/۰۶۷*	۱/۰۰۰	
MBV	۰/۱۶۱**	-۰/۰۳۱	۰/۰۱۲	۱/۰۹**	۰/۰۲۵	۰/۰۰۶	۰/۰۱۲	۱/۰۰۰
ROA				۰/				

نکته: همبستگی معنی دار بین متغیرهای پژوهش با علامت * و * نشان داده شده است که علامت نشان دهنده همبستگی در سطح معنی ۰/۰۱ و علامت * نشان دهنده سطح معنی داری ۰/۰۵ می باشد

آزمون فرضیه های پژوهش آزمون فرضیه فرعی اول

این فرضیه بیان می‌دارد که استقلال هیات مدیره بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می شود:

فرضیه صفر (H_0): استقلال هیات مدیره بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تاثیر ندارد.

فرضیه مقابل (H_1): استقلال هیات مدیره بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه در جدول ۷ نشان می‌دهد استقلال هیات مدیره بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تاثیر منفی ($-0/248$) و معنی‌داری ($0/000$) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بنابراین فرضیه فرعی اول پژوهش در سطح معنی داری ۹۵ درصد پذیرش می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود $40/9$ درصد از تغییرات متغیر وابسته سطح سرمایه گذاری توسط متغیرهای مستقل و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین $1/5$ و $2/5$ بوده و می توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با $0/000$ و کوچکتر از $0/05$ می‌باشد که حاکی از معنی داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه سوم 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، اهرم مالی و بازده دارایی ($0/022$ ، $0/072$ ، $0/023$ ، $0/105$) حاکی از ارتباط منفی و معنی دار ($0/000$ ، $0/004$ ، $0/003$) بین این متغیرها با سطح سرمایه گذاری می‌باشد. همچنین نتایج نشان داد که بین اهرم مالی و سطح سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت ($0/000$) و غیرمعنی داری ($0/126$) وجود دارد.

جدول (۷): تاثیر استقلال هیات مدیره بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری

$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDE_{it} + \beta_2 FCF_{it} + \beta_3 INDE * FCF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MBV_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROA_{it} + e_{it}$					
متغیر وابسته: سطح سرمایه گذاری					
VIF	سطح معنی‌داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	0/000	-4/910	0/071	-0/348	ضریب ثابت
1/871	0/000	-6/458	0/023	-0/141	INDE
1/375	0/000	5/458	0/024	0/131	FCF
2/108	0/000	-3/815	0/065	-0/248	INDE * FCF
1/236	0/000	3/685	0/006	0/022	SIZE
1/029	0/004	2/903	0/025	0/072	LEV
1/038	0/126	1/366	0/003	0/004	MBV
1/038	0/003	2/966	0/035	0/105	ROA
0/409					R^2 تعدیل شده
1/607					دوربین واتسون
36/596					آماره F

/۰۰۰	احتمال آماره F
------	----------------

آزمون فرضیه فرعی دوم

این فرضیه بیان می‌دارد که تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می‌شود:

فرضیه صفر (H_0): تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تاثیر ندارد.

فرضیه مقابل (H_1): تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تاثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم در جدول ۸ نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تاثیر منفی ($-0/217$) و معنی‌داری ($0/014$) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بنابراین فرضیه فرعی دوم پژوهش در سطح معنی داری ۹۵ درصد پذیرش می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۲۴/۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته سطح سرمایه گذاری توسط متغیرهای مستقل و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ 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 معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد که حاکی از معنی داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه چهارم مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت. در ارتباط با سایر متغیرها، علامت مثبت ضریب اندازه شرکت، فرصت های رشد، بازده دارایی ($0/027$ ، $0/20$ ، $0/153$) حاکی از ارتباط مثبت و معنی دار ($0/000$ ، $0/021$ ، $0/037$) بین این متغیرها با سطح سرمایه گذاری می‌باشد. همچنین نتایج جدول ۱۲ حاکی از آن است که بین اهرم مالی با سطح سرمایه گذاری ارتباط منفی ($-0/037$) و غیر معنی داری ($0/693$) در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد.

جدول (۸): تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری

$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CONOWN_{it} + \beta_2 FCF_{it} + \beta_3 CONOWN * FCF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MBV_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROA_{it} + e_{it}$					
متغیر وابسته: سطح سرمایه گذاری					
VIF	سطح معنی‌داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	۰/۲۶۷	-۱/۱۱۱	۰/۲۶۱	-۰/۲۸۹	ضریب ثابت
۱/۸۷۴	۰/۰۲۸	-۲/۱۹۶	۰/۰۸۳	-۰/۱۸۳	CONOWN
۱/۳۷۵	۰/۰۰۹	۲/۸۰۶	۰/۰۳۱	۰/۰۸۷	FCF
۲/۱۰۸	۰/۰۱۴	-۲/۵۲۹	۰/۰۸۶	-۰/۲۱۷	CONOWN * FCF
۱/۲۳۶	۰/۰۰۰	۳/۳۷۵	۰/۰۰۸	۰/۰۲۷	SIZE
۱/۰۲۹	۰/۶۹۳	-۰/۳۹۵	۰/۰۹۳	-۰/۰۳۷	LEV
۱/۲۹۷	۰/۰۲۱	۲/۵۰۱	۰/۰۰۸	۰/۰۲۰	MBV
۱/۰۳۸	۰/۰۳۷	۲/۱۲۵	۰/۰۷۲	۰/۱۵۳	ROA
۰/۲۴۹					R^2 تعدیل شده

۱/۹۶۲	دوربین واتسون
۱۰/۶۰۲	آماره F
۰/۰۰۰	احتمال آماره F

یافته های پژوهش

نتایج نشان می دهد که ویژگی های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری تاثیر منفی و معنی داری دارد. بدین معنی که در شرکت هایی که جریان های نقد آزاد بالا است، ارتباط ویژگی های حاکمیت شرکتی و سطح سرمایه گذاری منفی است. تئوری نمایندگی پیشنهاد می کند که حاکمیت شرکتی، ورودی هایی جهت پردازش در فرایند تصمیم گیری فراهم می نماید. مدیرانی که سهام قابل ملاحظه ای از شرکت را مالک هستند می توانند بطور مستقیم تصمیمات شرکت را در جهت استفاده از جریان های نقد آزاد برای تامین مالی پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت تحت تاثیر قرار دهند. این مدیران بر جریان های نقد آزاد نظارت موثری خواهند داشت تا اطمینان حاصل کنند که تنها طرح های مربوط به پروژه های سودآور تصویب می شود (وارفیلد و همکاران، ۱۹۹۵). به عبارت دیگر، مدیریت به طور فعالانه در تصمیم گیری و استفاده از جریان های نقد آزاد برای تولید سودهای بلند مدت که منجر به حداکثرسازی ارزش سهامداران می شود، مشارکت می کند. حاکمیت شرکتی بطور مستقیم به استفاده موثر از جریان های نقد آزاد شرکت کمک می کند، به خصوص هنگامی که مبالغ زیادی از جریان های نقد آزاد در دسترس باشد. این مطالعه بیان می کند که جریان های نقد آزاد ارتباط بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و سطح سرمایه گذاری را به دو دلیل تضعیف می کند: ابتدا افزایش جریان های نقد آزاد می تواند، با توجه به کم کردن عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه گذاران، موجب کاهش هزینه های انتخاب ناسازگار شود. از سوی دیگر، وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه گذاران، می تواند باعث شود تا تأمین کنندگان سرمایه شرکت، قیمت سهام را کاهش و هزینه تأمین مالی شرکت را افزایش دهند، زیرا سرمایه گذاران این گونه استنباط می کنند که شرکت هایی که در حال تأمین مالی هستند، به شیوه ای نامناسب عمل می کنند. بنابراین، اگر میزان نظارت بر جریان های نقد آزاد، هزینه های انتخاب ناسازگار را کاهش دهد، می تواند سطح سرمایه گذاری مطلوب نماید. دوم اینکه، بخش عمده ای از ادبیات پیشین اشاره دارند که حاکمیت شرکتی، نقشی حیاتی در کاهش مشکلات نمایندگی ایفا می کند. برای نمونه، حاکمیت شرکتی می تواند منبع اصلی سهامداران برای نظارت بر مدیران و افزایش ارزش سهامداران باشد. بنابراین، اگر حاکمیت شرکتی مشکلات نمایندگی را کاهش دهد، می تواند با افزایش توانایی سهامداران در نظارت بر مدیران و کنترل دسترسی به جریان های نقد آزاد، به بهبود سطح سرمایه گذاری ها یاری رساند. نتایج سازگار با یافته های سانداراماتی و لویز (۲۰۰۳)؛ فلوراکیس (۲۰۱۴) می باشد. سانداراماتی و لویز (۲۰۰۳) تاکید می کنند که نقش مالکیت مدیریتی کنترل رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در شرکت می باشد. علاوه بر این، فلوراکیس (۲۰۱۴) نشان داد که افزایش در مالکیت مدیریت عملکرد شرکت را بهبود می بخشد.

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 می‌دهد و مدیران ارشد را تا یک وضعیت آسیب‌پذیر تحت فشار قرار می‌دهد. بدترین حالت سناریو این است که مدیران فرصت‌طلب با استفاده از ابزار مدیریت سود، اثرات مخرب این سرمایه‌گذاری را پنهان نمایند. در حقیقت انتشار گزارش‌های درآمد متورم توسط مدیران ممکن است بر قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی بالقوه بر مبنای درآمد تأثیر بگذارد، زیرا این درآمد بر اساس تلفیق‌های جعلی ایجاد شده است، بنابراین نیاز به یک مکانیزم نظارتی برای کنترل استفاده از جریان‌های نقد آزاد وجود دارد (عباسی، ۱۳۹۵). حاکمیت شرکتی برای نظارت بر استفاده شرکت از جریان نقد آزاد در جهت اطمینان از این رویکرد که تنها پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت اجرا می‌شود، به کار می‌رود. تئوری نمایندگی پیشنهاد می‌کند که حاکمیت شرکتی، ورودی‌هایی جهت پردازش در فرایند تصمیم‌گیری فراهم می‌نماید. مدیرانی که سهام قابل ملاحظه‌ای از شرکت را مالک هستند می‌توانند بطور مستقیم تصمیمات شرکت را در جهت استفاده از جریان‌های نقد آزاد برای تامین مالی پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت تحت تأثیر قرار دهند. این مدیران بر جریان‌های نقد آزاد نظارت موثری خواهند داشت تا اطمینان حاصل کنند که تنها طرح‌های مربوط به پروژه‌های سودآور تصویب می‌شود (وارفیلد و همکاران، ۱۹۹۵). به عبارت دیگر، مدیریت به طور فعالانه در تصمیم‌گیری و استفاده از جریان‌های نقد آزاد برای تولید سودهای بلند مدت که منجر به حداکثرسازی ارزش سهامداران می‌شود، مشارکت می‌کند. مالکیت مدیریتی بطور مستقیم به استفاده موثر از جریان‌های نقد آزاد شرکت کمک می‌کند، به خصوص هنگامی که مبالغ زیادی از جریان‌های نقد آزاد در دسترس باشد. در این پژوهش تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که مکانیزم‌های نظارتی حاکمیت شرکتی همچون استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد. نتایج با یافته‌های جنسن (۱۹۸۶)؛ چن و لین (۲۰۱۳) و تقفی و همکاران (۱۳۹۰) سازگار می‌باشد.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱. با توجه به این که بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، مالی و لیزنیگ‌ها) از نمونه پژوهش حذف شده بودند، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌گران در آینده تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دهند.
۲. به پژوهش‌گران پیشنهاد می‌شود که تأثیر 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 تأثیر 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

- ✓ اشرف زاده، سید رضا، مهرگان، نادر، (۱۳۸۹)، اقتصادسنجی پانل دیتا، موسسه تحقیقات تعاون دانشگاه تهران.
- ✓ بیگ پناه، بهزاد، (۱۳۹۲)، قیمت گذاری خدمات حسابرسی، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.
- ✓ پورحیدری، امید، صفی پور افشار، مجتبی، تله جردی، علی گودرز، صفی پور افشار، معصومه، (۱۳۹۵)، بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی بر هزینه حسابرسی و قیمت گذاری کمتر از واقع در عرضه های اولیه، حسابداری مالی، دوره ۷، شماره ۲۶، صص ۵۱-۳۱.
- ✓ تقوی، مهدی، (۱۳۸۵)، مدیریت مالی، انتشارات دانشگاه پیام نور، جلد اول، صص ۵۰-۵۱.
- ✓ حاجیهها، زهره، رفیعی، آزاده، (۱۳۹۳)، تاثیر کیفیت عملکرد حسابرسی داخلی بر به هنگام بودن گزارش حسابرسی مستقل، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۶، شماره ۲۴، صص ۱۲۱-۱۳۷.
- ✓ حیدرپور، فرزانه، جعفری، یعقوب، (۱۳۹۵)، تاثیر ساختار بازار محصول بر هزینه های حسابرسی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۸، شماره ۳۰، صص ۱۰۳-۱۱۸.
- ✓ خاکی، غلامرضا، (۱۳۸۷)، روش تحقیق با رویکرد پایان نامه نویسی، انتشارات بازتاب، چاپ دوم.
- ✓ رضایی، فرزین، محسنی، رضا، رایقی، مریم، (۱۳۹۲)، مقایسه عوامل موثر بر نرخ بازده داراییها با تاکید بر راهبردهای تجاری، حسابداری مدیریت، دوره ۶، شماره ۱۷، صص ۱-۱۳.
- ✓ روحی، پژمان، (۱۳۸۳)، آگاهی حسابرسان از استانداردهای حسابرسی صادره توسط سازمان حسابرسی، مطالعات حسابداری، دوره ۲، شماره ۵، صص ۵۷-۷۷.
- ✓ سوری، علی، (۱۳۹۴)، اقتصادسنجی مقدماتی و تکمیلی جلد ۱ و ۲، چاپ سوم، تهران فرهنگ شناسی.
- ✓ صفرزاده، محمد حسین، بیگ پناه، بهزاد، (۱۳۹۴)، بررسی چسبندگی هزینه حسابرسی مستقل در شرکت های ایرانی، حسابداری مالی، دوره ۷، شماره ۲۷، صص ۵۳-۷۶.
- ✓ عبدلی، محمدرضا، نادعلی، علی اکبر، (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر وجود حسابرس داخلی بر کاهش رخداد تحریفهای مالی و قانونی و مالیاتی در شرکت ها، دانش حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۶۱، صص ۱۷۷-۱۹۳.
- ✓ عرب مازار یزدی، محمد، پوریوسف، اعظم، شهری، مریم، (۱۳۸۷)، حسابرسی مستمر در عصر فناوری اطلاعات، سیستم های اطلاعاتی و فناوری، سال ۲۲، شماره ۱۹۴، صص ۶۰-۶۶.
- ✓ واعظ، سیدعلی، رمضان احمدی، محمد، رشیدی باغی، محسن، (۱۳۹۳)، تاثیر کیفیت حسابرسی بر حق الزحمه حسابرسی شرکت ها، دانش حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۱، صص ۸۷-۱۰۷.
- ✓ Chaney, P. K., M. Faccio, and D. C. Parsley. (2012), the Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms, *Journal of Accounting and Economics*, 51, 58-76.
- ✓ Doukas, J. Kim, C., & Pantzalis, C. (2000), Security analysts, agency costs, and company characteristics, *Financial Analysts Journal*, 56, 54-63.
- ✓ Demerjian, P.; Lev, B.; and S. McVay (2012), Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests, *Management Science*, 58 (7), 1229-1248.
- ✓ Foster, J. B. (2002), *Ecology against Capitalism*, New York, Monthly Review Press.

- ✓ Faccio, M. (2010), Differences between politically-connected and nonconnected firms: A cross-country analysis, *Financial Management*, 39 (3), 905-927.
- ✓ Fisman, R. (2001), Estimating the Value of Political Connections, *American Economic Review*, 91 (4), 1095-1102.
- ✓ Henry, Daren, (2003), Agency Costs, Corporate Governance and Ownership Structure: Evidence from Australia, http://www.fma.org/Orlando/Papers/Agency_costs_govern_ance_ownership.pdf
- ✓ Henry, D. (2010), Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective, *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, 24-46.
- ✓ Hope, O. & Langli, J. C. & Thomas, W. B. (2012), Agency conflicts and auditing in private firms, *Accounting, Organizations and Society*, 37 (7), 500-517.
- ✓ Jensen, Michael. (1986), Agency Cost Of Free Cash Flow, *Corporate Finance and Takeovers*, *American Economic Review*, 76, 323-329.
- ✓ Jurkus, A.; Park, J. C. & Woodard, L. S. (2010), Women in Top Management and Agency Costs, *Journal of Business Research*, 64 (2), 180-186.
- ✓ Lee, Chien-Chiang, Wang, Chih-Wei, Chiu, Wan-Chien, Tien, Te-Sheng (2018), Managerial ability and corporate investment opportunity, *International Review of Financial Analysis*, 57, 65-76.
- ✓ Leftwich, R.W., R. L. Watts, and J.L. Zimmerman. (1981), Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reporting, *Journal of Accounting Research*, 18, 50-77.
- ✓ Mustapha, Mazlina, & Ayoib Che Ahmad (2009), Agency Theory and Managerial Ownership: Evidence from Malaysia, *Annual Asian Academic Accounting Association Conference Program*, Turkey and November 15.
- ✓ Pantzalis, C., & Park, J.C. (2014), Agency costs and equity mispricing. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 43, 89-123.
- ✓ Tee, Chwee Ming, (2018), Political connections and stock price crash risk: evidence of institutional investors' heterogeneous monitoring, *Spanish Journal of Finance and Accounting*.
- ✓ Wang, Fangjun, Xu, Luying, Zhang, Junrui, Shu, Wei, (2018), Political connections, internal control and firm value: Evidence from China's, *Journal of Business Research*, 86, 53-67.
- ✓ Wang, Zhi, Chen, mei-Hui, Chin, Chen Lung, Zheng, Qi, (2017), Managerial ability, political connections, and fraudulent financial reporting in China, *Journal of Accounting and Public Policy*, 36 (2), 141-162.
- ✓ Zimmerman, Jerold L. - Ross L. Watts (2008), Positive accounting theory political costs and social disclosure analyse.