

نقش تعاملی محدودیت‌های مالی بر رابطه بین معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد و تامین مالی در بورس اوراق بهادار تهران

امیرعلی بندریان

حسابرس ارشد سازمان امور مالیاتی، مودیان بزرگ مالیاتی استان خوزستان، اهواز، ایران. (نویسنده مسئول).

bandari_amirali@yahoo.com

آزیتا کیانی فر

کارشناس ارشد حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران.

Kiyanifar.Az@Gmail.Com

دکتر سعید امامی ده چشمه

دکتری حسابداری و حسابرس ارشد سازمان امور مالیاتی، مودیان بزرگ مالیاتی استان البرز، کرج، ایران.

Saeed.4690.se@gmail.com

چکیده

این پژوهش به بررسی نقش تعاملی محدودیت‌های مالی بر رابطه بین معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد و تامین مالی در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ (بازه ۱۰ ساله) با استفاده از اطلاعات ۱۲۵ شرکت منتخب پرداخته است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش که به روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآورد شد بیانگر آن بود که معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته از طریق اعطای اعتبار غیرعادی و فروش غیرعادی باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی و تامین مالی می‌شود که بیانگر تئوری نمایندگی است همچنین نتایج نشان داد که وجود محدودیت مالی باعث افزایش و تشدید رابطه مثبت بین معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی و تامین مالی می‌شود. به عبارتی با توجه به فرضیه تضاد منافع (تئوری نمایندگی)، معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته باعث می‌شود تا وجوه نقد مازاد شرکت به صورت فرصت‌طلبانه و یا در قالب تامین مالی توسط اشخاص وابسته مورد سوء استفاده قرار گیرد و در نهایت منجر به افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد گردد و شرکت دچار محدودیت مالی شود. به عبارتی با توجه به مسئله نمایندگی و تضاد منافع بین مدیران و مالکان؛ مدیران فرصت‌طلب در تصمیم‌گیری‌های خود در تضاد با منافع سهامداران عمل نموده و جریان‌های نقدی را جهت افزایش منافع شخصی به کار گیرند و منجر به افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری شوند. به عبارتی اشخاص وابسته فرصت‌طلبانه می‌توانند وجوه نقد را بجای سرمایه‌گذاری کارا در پروژه‌های ناکارا سرمایه‌گذاری کنند و منجر به افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد شوند. همچنین این افراد می‌توانند از طریق کاهش کیفیت گزارشگری مالی و عدم افشای کافی در خصوص معاملات با اشخاص وابسته منجر به افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد شوند.

کلمات کلیدی: معاملات با اشخاص وابسته، تامین مالی، حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی.

مقدمه

حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی، موضوعی نوظهور در زمینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. در یک شرایط معقول، تمرکز مدیران بر کاهش نوسانات جریان وجه نقد جهت به حداقل رساندن هزینه‌های ناشی از بدهی و اطلاعات نامتقارن است (بن محمد و همکاران^۱، ۲۰۲۱). حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی از طریق میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقدی، اندازه‌گیری می‌شود. مزیت عمده نگاهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا، افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از هزینه‌های بالای تأمین مالی خارج از شرکت است، از طرف دیگر نگاهداری سطوح بالای وجه نقد برای شرکت هزینه فرصت به‌همراه دارد. مدیران برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران و افزایش ارزش شرکت باید به تعیین بهترین ترکیب منابع تأمین مالی بپردازند و مطابق تئوری نمایندگی؛ نگاهداری وجه نقد مازاد ممکن است باعث فرصت‌طلبی مدیران شده و این وجوه نقد را به صورت فرصت‌طلبانه مصرف نمایند. از سویی دیگر در رسوایی‌های مالی شرکت‌ها، یکی از موضوعات مهم، مربوط به معاملات با اشخاص وابسته می‌باشد. معاملات با اشخاص وابسته در شرکت‌ها بسیار رایج می‌باشد و ممکن است با اهداف خاصی انجام شود و موضوع مهم این است که منافع سهامداران اقلیت در مقایسه با منافع مدیرعامل یا سهامدار کنترل‌کننده (اکثریت) در اولویت پایین‌تری قرار می‌گیرد. لذا این سهامداران از طریق معاملات با اشخاص وابسته با انحراف دارایی‌ها و انتقال قیمت به منافع شخصی خود می‌رسند و بر جریان‌های نقدی اثرگذار می‌باشد (حاجیان، ۱۴۰۱).

از آنجایی که در شرایط اقتصادی کنونی به ویژه چند سال اخیر؛ سیاست‌های اقتصادی دولت در زمینه خصوصی سازی شرکت‌های دولتی و جبران کسری بودجه ناشی از تحریم و تورم و رکود و شرایط محدودیت مالی، به منظور جذب سرمایه‌های بخش خصوصی و هدایت این سرمایه‌ها در راه سازندگی و شکوفایی اقتصاد کشور باعث شده است تا گروه زیادی از مردم به بازار بورس اوراق بهادار روی آورند. طبیعی است بدون آگاهی از وضعیت مالی و عملکرد شرکت‌ها و ارزیابی صورت‌های مالی آن‌ها، سرمایه‌گذاران با ریسک بالایی مواجه خواهند بود. بدون تردید هرگونه اطلاعاتی که بتواند روند حرکت و حیات یک بنگاه را به درستی به استفاده کنندگان خارجی نشان دهد در روشن کردن مسیر برای مدیریت بنگاه و کمک به اتخاذ تصمیمات درست و منطقی توسط مدیران نیز نقش جدی خواهد داشت بنابراین نیاز است که سرمایه‌گذاران و سایر استفاده کنندگان از صورت‌های مالی به این موضوع مهم پی ببرند که معاملات با اشخاص وابسته به عنوان یکی از اقلام مهم شرکت‌ها، دارای بار اطلاعاتی بوده و می‌تواند در تصمیم‌گیری آن‌ها در خصوص خرید یا فروش سهام نقش مؤثری داشته باشد. لذا انتظار بر آن است تا نتایج این پژوهش بتواند دستاورد و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد:

اول اینکه نتایج این پژوهش می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد گردد. دوم اینکه شواهد پژوهش نشان خواهد داد که آیا معاملات با اشخاص وابسته به صورت کارا انجام می‌شوند یا فرصت‌طلبانه و میزان تاثیر فرصت‌طلبانه اینگونه معاملات بر حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد و تأمین مالی چگونه خواهد بود و نقش محدودیت مالی به عنوان عامل واسطه‌ای بر روابط بین آنها چگونه می‌باشد؟ از این رو بررسی این ارتباط می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و تحلیل‌گران مالی و سایر استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری قرار دهد و موجب غنای تحقیقات حسابداری شود. سوم این که نتایج پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش در زمینه تئوری‌های مالی و استانداردهای حسابداری در خصوص عوامل موثر بر حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد پیشنهاد نماید.

¹ Ben Mohamed et al

مبانی نظری پژوهش

اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه‌ای است که آن را به یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه تبدیل نموده است. تلاش برای رشد و ارتقای سرمایه‌گذاری از یک سو موجب کاهش حجم نقدینگی سرگردان و تورم شده و از سوی دیگر با افزایش سطح عملکرد شرکت منجر به افزایش ثروت سرمایه‌گذاران می‌شود (بن محمد و همکاران، ۲۰۲۱). با مطرح شدن مسئله سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، موضوع تأمین مالی این سرمایه‌گذاری‌ها مورد توجه قرار می‌گیرد (اسپرینگر و لازاروا^۱، ۲۰۲۱). مدیران شرکت‌ها به منظور حداکثر کردن ارزش شرکت، به دنبال اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری با سودآوری بالا هستند از این رو، با شناخت عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری و با به کارگیری آنها در رسیدن به سطح سرمایه‌گذاری بهینه می‌توانند نهایت بازدهی را ایجاد کنند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب نمایند (اسپالیر و گروگلیا^۲، ۲۰۱۵)؛ اما بازارهایی ناکارا دارای نواقصی هستند که می‌تواند سطح سرمایه‌گذاری بهینه شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (فازاری و همکاران^۳، ۱۹۸۸). از طرفی اجرای پروژه‌های سود آور، مستلزم تأمین مالی مناسب و ارزان است. روش‌های مختلف تأمین مالی شامل تأمین مالی داخلی، تأمین مالی و یا ترکیبی از دو روش است (اسپالیر و گروگلیا، ۲۰۱۵). همچنین بنا به نظر مودیلیانی و میلر^۴ (۱۹۵۸)، در بازارهای کارا، انتظار بر این است که همه شرکت‌ها به آسانی به منابع خارج از شرکت دسترسی داشته باشند و تصمیمات سرمایه‌گذاری منحصرأمتنی بر سودآوری مورد انتظار آینده باشد و دسترسی به سرمایه‌های داخلی هیچ گونه تأثیری بر تصمیمات نداشته باشد (برومند و همکاران، ۱۴۰۰)؛ اما در دنیای واقعی با توجه به مکانیسم اطلاعات نامتقارن، هزینه تأمین مالی با استفاده از منابع داخلی و خارجی متفاوت بوده و در این محیط‌ها، اطلاعات نامتقارن بین قرض دهنده و قرض گیرنده بر توانایی شرکت برای دستیابی به اعتبار و قدرت سرمایه‌گذاری و فعالیت اقتصادی آنها تأثیر گذار است (هانگ^۵، ۲۰۱۶؛ مدانلو، ۱۴۰۰). این امر به این دلیل است که با توجه به این که اداره شرکت‌ها در اختیار مدیرانی قرار دارد که مالک شرکت نیستند، تضاد منافع متفاوتی با صاحبان اصلی شرکت دارند (تئوری نمایندگی). از این رو سرمایه‌گذاران شرکت نسبت به عملکرد مدیران شرکت اعتماد لازم را نداشته و برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، نرخ بازده بیشتری را خواستار می‌شوند (فاریمنسا و همکاران^۶، ۲۰۱۷). یکی از مباحثی که به خوبی در مبانی نظری اقتصاد مالی به آن پرداخته شده است، حساسیت هزینه‌های سرمایه‌گذاری نسبت به جریان وجه نقد است. میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی از طریق حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی آن شرکت تعیین می‌شود (کاپلان و همکاران^۷، ۱۹۹۷). شاخص حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی از طریق اندازه‌گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌های شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان‌های نقدی، تعریف می‌شود (موریزیو و همکاران^۸، ۲۰۱۵؛ داچین و همکاران^۹، ۲۰۱۲). به عبارتی تصمیمات سرمایه‌گذاری که در هر شرکت توسط مدیران ارشد اتخاذ می‌شوند، تأثیر بسزایی در رشد شرکت و افزایش ثروت سهامداران دارند. زمانی که شرکت با محدودیت در تأمین مالی رو به رو است، موضوع حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی داخلی مطرح می‌گردد و کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری اهمیت بیشتری پیدا می‌کند (بهندری و همکاران^{۱۰}، ۲۰۲۴).

¹ Sprenger, & Lazareva

² Espallier, & Guariglia,

³ Fazzari, et al.

⁴ Modigliani, & Miller

⁵ Huang,

⁶ Farre-Mensa, et al

⁷ Kaplan et al

⁸ Maurizio et al

⁹ Dichu et al

¹⁰ Bhandari et al

یکی دیگر از مهم ترین تصمیم های پیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم های مربوط به تأمین مالی است. تأمین مالی یکی از اجزاء ضروری عملیات هر واحد تجاری است. اتخاذ سیاست های تأمین مالی توسط مدیران، نقش بسزایی در ریسک و ایجاد ثروت برای سهامداران دارد. با این حال شناخت عوامل مؤثر بر تصمیم های تأمین مالی مدیران از اهمیت بالایی برخوردار است. بررسی اثر محدودیت های مالی بر رویه و سیاست های سرمایه گذاری و تأمین مالی شرکت ها در دهه های گذشته یکی از موضوعات بحث برانگیز در بین پژوهشگران حسابداری بوده است. فازاری و همکاران (۱۹۸۸)، نشان دادند که شرکت های دارای محدودیت مالی در مقایسه با شرکت های بدون محدودیت مالی، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی بالاتری دارند. استدلال می کنند که شرکت هایی که دارای محدودیت مالی شدید هستند در هنگام تصمیم گیری های سرمایه گذاری بر جریان نقدی تأکید بیشتری دارند به عبارتی با افزایش اختلاف بین هزینه های تأمین مالی داخلی و خارجی حساسیت سرمایه گذاری به وجوه نقد داخلی افزایش می یابد. در حالی که کاپلان و زینگلز (۱۹۹۷)، نشان دادند که ارتباط بین محدودیت های مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی به صورت منفی است.

یکی از مواردی که می تواند منجر به تغییر در حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی شود، وجود معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته است. تئوری نمایندگی بیان می کند که مدیران ممکن است از معاملات اشخاص وابسته به عنوان ابزاری برای انتقال ثروت یا سود شرکت به نفع خود استفاده کنند و این موضوع باعث تضییع حقوق سهامداران اقلیت می شود (جلان و همکاران، ۲۰۲۰). اکثر مطالعات انجام شده در بازارهای مختلف نشان داده است که معاملات اشخاص وابسته ابزاری برای تضییع حقوق سهامداران اقلیت است (کولیک و مایهو، ۲۰۱۷؛ بندریان و همکاران، ۱۴۰۱). گوردن و همکاران (۲۰۰۵)، چئونگ و همکاران (۲۰۰۶)، چئونگ و همکاران (۲۰۰۸)، و چینگ لانگ و همکاران، (۲۰۲۰)، معتقدند در خصوص معاملات با اشخاص وابسته دو فرضیه ی تئوری نمایندگی (تضاد منافع) و فرضیه معاملیه کارآمد وجود دارد که هر کدام جنبه های متفاوتی از این گونه معاملات را بیان می دارند. با توجه به فرضیه تضاد منافع، گاهی انگیزه برای معاملات با اشخاص وابسته این است که دارایی های شرکت به نفع اشخاص وابسته از تملک شرکت خارج شود و مدیر برای سرپوش گذاشتن بر آن، به دستکاری صورت های مالی اقدام کند که از نظر این دیدگاه انجام معاملات با اشخاص وابسته به صورت فرصت طلبانه صورت می گیرد و ممکن است وجوه نقد مازاد شرکت به صورت فرصت طلبانه و یا در قالب تأمین مالی توسط اشخاص وابسته مورد سوء استفاده قرار گیرد و در نهایت منجر به افزایش حساسیت سرمایه گذاری وجوه نقد گردد و شرکت دچار محدودیت مالی شود (ونژیا و همکاران، ۲۰۱۰). اما فرضیه معاملیه کارآمد حاکی از آن است که گاهی برای دسترسی به تجربه، تخصص و مهارت منحصر به فرد اشخاص وابسته یا جبران خدمات، معامله با آنها انجام می گیرد که در این صورت، انگیزه ای برای دستکاری وجوه نقد و فرصت طلبی آنها وجود ندارد (گوردن و هنری، ۲۰۰۵). در هر صورت چه این معاملات با تئوری نمایندگی مرتبط دانسته شود و چه این معاملات به عنوان انگیزه های برای مدیران جهت انجام بهتر وظایفشان در نظر گرفته شود، باید به این نکته توجه داشت که این معاملات می توانند بر وضعیت مالی و عملکرد مطلوب شرکت تأثیر منفی بگذارند. این امر الزاماً نه به دلیل خود معامله بلکه می تواند به دلیل تصور استفاده کننده صورت های مالی از ماهیت اینگونه معاملات باشد (بندریان و همکاران، ۱۴۰۱).

بهره برداری فرصت طلبانه از منابع شرکت از طریق معامله با اشخاص وابسته، به سبب پیچیدگی و امکان پنهان سازی پیامدهای آن با اعمال دستکاری در گزارش های مالی، از احتمال کشف کمتری برخوردار است، بنابراین مدیران از معاملات با اشخاص وابسته به عنوان وسیله ای برای کسب منافع خصوصی شان استفاده می کنند و انگیزه هایی برای انجام این معاملات دارند (حاجیها و آزادزاده، ۱۳۹۷). از این گذشته در مطالعات پیشین معاملات با اشخاص وابسته را از دیدگاه ارزشیابی و تأثیر آن بر عملکرد شرکت بررسی نمودند اما کمتر پژوهشی به بررسی آثار آن از دیدگاه تأمین مالی و

حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد پرداخته است. تنها در مطالعه‌ی بهاندیری و همکاران (۲۰۱۷)، و بهاندیری و همکاران (۲۰۲۴)، به بررسی تاثیر معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد و تامین مالی پرداختند. بر اساس دیدگاه بهاندیری و همکاران (۲۰۲۴)، معاملات با اشخاص وابسته از دو طریق می‌توانند منجر به افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد شوند. ابتدا اشخاص وابسته فرصت‌طلبانه می‌توانند وجوه نقد را بجای سرمایه‌گذاری کارا در پروژه‌های ناکارا سرمایه‌گذاری کنند و منجر به افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد شوند. دوما این افراد می‌توانند از طریق کاهش کیفیت گزارشگری مالی و عدم افشای کافی در خصوص معاملات با اشخاص وابسته منجر به افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد شوند. معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته می‌تواند منجر به افزایش تامین مالی شوند. همچنین شرکت‌هایی که معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته بیشتری دارند بیشتر تامین مالی خود را از طریق روش‌های تامین مالی داخلی انجام می‌دهند و تامین مالی در اولویت بعدی آنها قرار دارد. ابتدا شرکت‌های دارای چنین معاملاتی به دلیل تئوری نمایندگی و هزینه‌های نمایندگی نگران هستند که ناظران برون سازمانی مانند مالکان نهادی، مکانیزم حاکمیت شرکتی، بانک‌ها و سازمان‌های نظارتی دسترسی آنها به تامین مالی را محدود کنند این محدودیت در تامین مالی باعث می‌شود تا سطوح بیشتر سرمایه‌گذاری به سمت تامین مالی داخلی سوق داده شود و در نتیجه میزان حساسیت به سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاری وجوه نقد بیشتر گردد (بهاندیری و همکاران، ۲۰۲۴).

فقدان پژوهش کافی در زمینه موضوع معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد، این انگیزه را به وجود آورد تا تاثیر معاملات غیرعادی فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد و تامین مالی را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کند. مضاف بر این همانطور که مشخص است اغلب پژوهش‌های انجام شده در حوزه معاملات با اشخاص وابسته، تنها به بررسی رابطه مبلغ ریالی این معاملات با سایر متغیرهای حسابداری پرداخته‌اند و به بررسی فرصت‌طلبی مدیران از طریق این معاملات و این موضوع که تمام مبالغ معاملات با اشخاص وابسته از روال عادی خارج نیست، نپرداخته‌اند. بنابراین، پژوهش حاضر می‌تواند این خلأ تحقیقاتی را پوشش دهد. ضمن اینکه یکی از مهمترین عوامل موثر بر حساسیت جریان نقد و تامین مالی شرکت‌ها، محدودیت‌های مالی آنهاست که در پژوهش‌های گذشته کمتر به آن توجه شده است یا اینکه صرفاً به صورت مستقیم بررسی شده است در حالی که در این پژوهش به عنوان متغیر تعاملی یا واسطه‌ای در نظر گرفته شده است. وجه تمایز پژوهش حاضر با سایر پژوهش‌های پیشین بدین شکل است که از آنجایی که معامله با اشخاص وابسته می‌تواند ناشی از عرف معمول کسب و کار باشد لذا ابتدا باید جزء معمول و عادی این رویدادها کنار گذاشته شود و سپس معاملاتی که از طریق فروش یا اعطای اعتبار و ... خارج از روال عادی بوده مشخص شوند تا فرصت‌طلبی مدیران از اینگونه معاملات مشخص شود. لذا از آنجایی که تاکنون از این منظر پژوهشی صورت نگرفته است می‌تواند به غنای علمی این پژوهش کمک شایانی کند. علاوه بر این با بررسی بانک‌های اطلاعاتی مشخص گردید که موضوع حاضر در ایران تا کنون انجام نگرفته است و در خارج از کشور نیز صرفاً بهاندیری و همکاران (۲۰۲۴)، در این زمینه پژوهشی را انجام داده‌اند بنابراین با توجه به این که تاکنون پژوهشی در زمینه رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت از طریق معاملات با اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه‌گذاری وجوه نقد و تامین مالی با تاکید بر نقش محدودیت مالی در ایران انجام نگرفته است و این تحقیق جزء نخستین پژوهش‌هایی است که به این موضوع می‌پردازد و باتوجه به متفاوت بودن شرایط سیاسی-اجتماعی و اقتصادی کشور ما با سایر کشورها؛ لذا انجام این پژوهش می‌تواند به راه‌های شناخت و توسعه تجاری بازار سرمایه و شکوفایی اقتصاد کشور از طریق توسعه سرمایه‌گذاری‌ها و هدایت مطلوب‌تر سرمایه‌گذاری‌ها به انجام برسد. این امر مستلزم کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق افزایش کیفیت افشای اطلاعات مربوط به معاملات با اشخاص وابسته توسط شرکت‌های بورسی امکان پذیر می‌شود. لذا در پژوهش حاضر به بررسی تاثیر معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه-

گذاری وجه نقد و تامین مالی با تاکید بر نقش محدودیت مالی پرداخته شده است. پژوهش حاضر به منظور پاسخگویی به سوال‌های ذیل تدوین گردیده است:

آیا معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد تاثیر معناداری دارد؟ آیا معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته بر تامین مالی تاثیر معناداری دارد؟ آیا محدودیت‌های مالی بر رابطه بین معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد تاثیر معناداری دارد؟ آیا محدودیت‌های مالی بر رابطه بین معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته و تامین مالی تاثیر معناداری دارد؟

پیشینه پژوهش

بهاندری و همکاران (۲۰۲۴)، در پژوهشی به بررسی تاثیر معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد و تامین مالی پرداختند. بدین منظور از اطلاعات ۴۵۰ شرکت آمریکایی طی بازه زمانی ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۹ استفاده نمودند. نتایج پژوهش نشان داد در شرکت‌هایی که معاملات با اشخاص وابسته به صورت غیرعادی و فرصت طلبانه انجام می‌گیرد میزان حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد افزایش پیدا می‌کند. همچنین نتایج موید این موضوع بود که با افزایش معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته میزان تامین مالی شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. بن محمد (۲۰۲۱)، در پژوهشی به بررسی تاثیر خوش‌بینی مدیریت بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد با تاکید بر نقش تعاملی هزینه‌های نمایندگی در بورس اوراق بهادار ایالات متحده طی بازه زمانی ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۰ پرداخت. بدین منظور اطلاعات ۱۴۰۰ شرکت استخراج و تجزیه و تحلیل شد. نتایج نشان داد در شرکت‌هایی که هزینه نمایندگی بیشتری دارند میزان حساسیت سرمایه‌گذاری در وجه نقد بیشتر است. همچنین نتایج نشان دادند که مشخصات هیات مدیره می‌تواند تغییرات سیاست‌های سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. اسپرینگر و لازاروا (۲۰۲۱)، در پژوهشی به بررسی تاثیر اثربخشی حاکمیت شرکتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در بورس اوراق بهادار روسیه طی بازه زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۸ و با استفاده از اطلاعات ۶۵۰ شرکت پرداختند. نتایج نشان داد که در شرایطی که حاکمیت شرکتی قوی باشد و هزینه‌های نمایندگی کاهش یابد، اثربخشی حاکمیت شرکتی منجر به کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی می‌شود. این نتیجه در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی شدیدتر است. چینگ لانگ و همکاران (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی تاثیر نقش فرصت‌طلبانه معاملات با اشخاص وابسته بر محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار آمریکا طی بازه زمانی ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۵ و با استفاده از اطلاعات ۹۲۶ شرکت پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد در شرکت‌هایی که معاملات با اشخاص وابسته به صورت غیرعادی و فرصت‌طلبانه انجام می‌گیرد محتوای اطلاعاتی سود حسابداری و کیفیت آن کاهش می‌یابد که مطابق با تئوری نمایندگی بوده است. گیولی و تاستان^۱ (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی نقش تامین مالی داخلی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی با تاکید بر نقش سیاست کلان پولی در بورس اوراق بهادار ترکیه طی بازه زمانی ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۹ پرداختند. نتایج نشان داد که بین تامین مالی داخلی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی یک رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. همچنین نتایج تجربی نشان می‌دهد که درجه حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی به طور قابل توجهی با موضع سیاست پولی تغییر می‌کند. در حالی که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در طول دوره‌های سیاست پولی انبساطی برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی کاهش می‌یابد. بهاندری و همکاران^۲ (۲۰۱۷)، در پژوهشی به بررسی تاثیر معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته بر تامین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. بدین منظور از اطلاعات ۷۸۵ شرکت در بورس ایالات متحده آمریکا طی بازه زمانی ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۶ را

¹ Gül, ., & Taştan

² Bhandari, et al

مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته و تامین مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین در شرکتهایی که معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته بیشتر است میزان کارایی سرمایه-گذاری کاهش می یابد.

زبیدی (۱۴۰۲)، در پژوهشی به بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب منابع بدهی با تاکید بر نقش محدودیت مالی (آزمون تئوری اقتصاد سیاسی) در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ با استفاده از اطلاعات ۱۱۵ شرکت منتخب پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که بین عدم قطعیت سیاسی و انتخاب منابع بدهی (استقراض از سیستم بانکی) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد که موید تئوری اقتصاد سیاسی است. همچنین نتایج نشان داد محدودیت مالی باعث افزایش و تشدید رابطه مثبت بین عدم قطعیت سیاسی و انتخاب منابع بدهی می شود. علاقه مند زاده (۱۴۰۱)، در پژوهشی به بررسی نقش تعاملی هزینه های نمایندگی بر رابطه بین رفتارهای کوتاه بینانه و خوش بینانه مدیریت و حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ با استفاده از اطلاعات ۱۲۵ شرکت منتخب پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که رفتارهای کوتاه بینانه و خوش بینانه مدیریت باعث افزایش حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی شده و یک رابطه مثبت و معنادار بین آنها وجود دارد که مطابق تئوری های مالی-رفتاری است مبنی بر اینکه چنانچه مدیران شرکت ها دارای رفتارهای خوش بینانه و کوتاه بینانه باشند، تمایل زیادی به بیش سرمایه گذاری از محل جریان های نقدی آزاد شرکت دارند که منجر به ایجاد حساسیت در سرمایه گذاری جریان های نقدی می شود. همچنین نتایج نشان داد که هزینه های نمایندگی مالی شدت رابطه مثبت بین رفتارهای کوتاه بینانه و خوش بینانه مدیریت و حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی را تشدید نموده و باعث افزایش آن می شود که موید تئوری نمایندگی می باشد. به عبارتی با توجه به مسئله نمایندگی و تضاد منافع بین مدیران و مالکان؛ مدیران فرصت طلب در تصمیم گیری های خود در تضاد با منافع سهامداران عمل نموده و جریان های نقدی را جهت افزایش منافع شخصی به کار گیرند و منجر به افزایش حساسیت سرمایه گذاری شوند. حاجیان (۱۴۰۱)، در پژوهشی به بررسی تاثیر محدودیت در تامین مالی بر رابطه مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی پرداخت. بدین منظور از اطلاعات ۱۴۱ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹ استفاده کرد که نتایج نشان داد مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیات مدیره بر حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری تأثیر معنی دار دارد. اما محدودیت در تامین مالی بر رابطه بین مالکیت نهادی و حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری تأثیر معنی دار ندارد. همچنین محدودیت در تامین مالی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و استقلال هیات مدیره با حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری تأثیر معنی دار ندارد. تاری وردی و عمادیان (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی تاثیر حساسیت جریان های نقدی نامتقارن بر رابطه محدودیت در تامین مالی و محافظه کاری مشروط در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق تعداد ۱۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ بررسی گردید. یافته ها نشان داد که محدودیت در تامین مالی بر محافظه کاری مشروط تأثیر مثبت و معناداری دارد. حساسیت جریان های نقدی نامتقارن بر محافظه کاری مشروط تأثیر معناداری ندارد. همچنین حساسیت جریان های نقدی نامتقارن بر رابطه محدودیت در تامین مالی و محافظه کاری مشروط تأثیر معناداری ندارد. عزتی (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی تاثیر سیاست های پولی و محدودیت مالی بر حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان نقدی پرداخت. نمونه آماری مورد بررسی در این پژوهش شامل ۱۱۷ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ در نظر گرفته شد. نتایج نشان داد که جریان نقد عملیاتی بر سرمایه گذاری اثر معنادار و مثبت دارد و سرمایه گذاری نسبت به جریان نقدی دارای حساسیت مثبت است. همچنین محدودیت مالی بر رابطه جریان نقدی و سرمایه گذاری شرکت ها، اثر معنادار و مثبت به صورت تشدید کننده دارد. لذا وجود محدودیت مالی، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را تشدید می کند. همچنین نتایج

حاکمی از آن بود که سیاست‌های پولی دولت بر رابطه مثبت جریان نقدی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، اثر معنادار و تضعیف‌کننده دارد. لذا سیاست‌های انبساطی پولی دولت در طی دوره زمانی مورد بررسی، حساسیت سرمایه‌گذاری را نسبت به جریان نقدی آنها کاهش داده است. ایزد و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین محدودیت مالی و هزینه نمایندگی با حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس و اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق تعداد ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ بررسی گردید نتایج نشان داد که بین شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه بودند، حساسیت بالای سرمایه‌گذاری کمتر از حد نسبت به جریان وجه نقد مشاهده گردید. همچنین شرکت‌هایی که با مسئله نمایندگی مواجه هستند، حساسیت بالای سرمایه‌گذاری بیش از حد نسبت به جریان وجه نقد را نشان دادند.

فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مبانی نظری و ادبیات پژوهش، فرضیه‌های زیر تنظیم شده و آزمون می‌شوند:

فرضیه اول: اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی تاثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: فروش غیرعادی به اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی تاثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: محدودیت مالی بر رابطه بین اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی تاثیر معناداری دارد.

فرضیه چهارم: محدودیت مالی بر رابطه بین فروش غیرعادی به اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی تاثیر معناداری دارد.

فرضیه پنجم: اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته بر تامین مالی تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ششم: فروش غیرعادی به اشخاص وابسته بر تامین مالی تاثیر معناداری دارد.

فرضیه هفتم: محدودیت مالی بر رابطه بین اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته و تامین مالی تاثیر معناداری دارد.

فرضیه هشتم: محدودیت مالی بر رابطه بین فروش غیرعادی به اشخاص وابسته و تامین مالی تاثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از نظر نوع هدف؛ کاربردی و از نظر شیوه‌ی انجام و ماهیت، از نوع پژوهش‌های توصیفی و از نظر فلسفه جزء پژوهش‌های اثباتی حسابداری است. از نظر فرآیند اجرا از نوع پژوهش‌های کمی و از نظر منطق اجرا نیز جزء پژوهش‌های با رویکرد قیاسی- استقرایی بوده و از نظر بعد زمانی نیز از نوع پژوهش‌های گذشته‌نگر بوده و از اطلاعات تاریخی شرکت‌های نمونه استفاده می‌شود. برای برآورد مدل رگرسیون و آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش اقتصادسنجی داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها نیز از بانک اطلاعاتی رهاورد نوین و وبگاه الکترونیکی سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده و فرضیه‌های پژوهش نیز بر اساس داده‌های ترکیبی و به کمک نرم افزار Eviews ۱۰ آزمون می‌شوند. جامعه‌ی آماری پژوهش حاضر نیز، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۴۰۲ به مدت ۹ سال بوده است که در طی این دوره عضویت خود را در بورس اوراق بهادار حفظ کرده‌اند. افزون بر این، جامعه‌ی آماری با استفاده از شرایط زیر تعدیل شده است:

✓ شرکت باید قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس پذیرفته شده و از ابتدای سال ۱۳۹۳ سهام آن در بورس معامله شده باشد.

- ✓ پایان سال مالی شرکت پایان اسفند ماه بوده و در طول دوره‌ی تحقیق نیز، تغییر سال مالی نداشته باشد.
- ✓ اطلاعات مالی شرکت در دسترس بوده باشد.
- ✓ از مجموعه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ و واسطه‌ای مانند بانک و بیمه نباشد. پس از اعمال این محدودیت-ها، ۱۲۵ شرکت، همه‌ی شرایط حضور در جامعه‌ی آماری را داشته‌اند. لذا ۱۲۵ شرکت (۱۲۵۰ سال-شرکت) به عنوان جامعه آماری انتخاب شدند.

اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد $(\frac{CAPEX_{it}}{A_{it-1}})$

به پیروی از پژوهش بهاندری و همکاران (۲۰۲۴)، بن محمد (۲۰۲۱)، اکبری و همکاران (۱۳۹۶)، برای اندازه‌گیری حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد از نسبت مخارج سرمایه‌ای در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره استفاده می‌شود. که عبارت است از نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت در طی سال به کاررفته در ابتدای سال که این متغیر از صورت جریان وجه نقد استخراج می‌شود. در واقع مخارج سرمایه‌ای، سرمایه‌گذاری در آن دسته از دارایی‌هایی است که از آن‌ها انتظار کسب منافع بلندمدت یا بیش از یک دوره مالی می‌رود. در بسیاری از پژوهش‌های انجام شده، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، بر اساس رگرسیون سرمایه‌گذاری به وجه نقد و Q توین، بررسی نموده‌اند. مدل سرمایه‌گذاری به صورت زیر تعریف شده است که در این مدل i شرکت (بعد مکانی) و t بیانگر سال (بعد زمانی) است:

رابطه (۱)

$$\frac{CAPEX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$$

$CAPEX$: مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی اول دوره، Q : نسبت کیوتوین، CF : جریان نقد عملیاتی و A : دارایی‌های اول دوره

تامین مالی $ExtFinance$

برای اندازه‌گیری این متغیر بر اساس تحقیق بهاندری و همکاران (۲۰۲۴)، اخگر و قربانی (۱۳۹۸)، و هاشمی و جلالی (۱۳۹۲) از مجموع مبلغ وجه نقد ایجاد شده به وسیله فعالیت‌های تأمین مالی شرکت و خالص جریان وجه نقد ایجاد شده ناشی از بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت استفاده شده است:

رابطه (۲)

$$External.Finance = Equity_{it} + Debt_{it} +$$

$Equity$: معرف مبلغ وجه نقد ایجاد شده به وسیله فعالیت‌های عملیاتی شرکت و برابر است با تغییر در کل دارایی‌ها منهای تغییر در کل بدهی‌ها منهای سود خالص:

رابطه (۳)

$$Equity = \Delta(TA_{it} - TL_{it}) - NI_{it}$$

$Debt$: معرف خالص گردش وجه نقد ایجاد شده ناشی از بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت است و به صورت مجموع تغییر در بدهی‌های بلند مدت و تغییر در بدهی‌های کوتاه مدت اندازه‌گیری شده است. به منظور همگن کردن داده‌ها، مدل مزبور بر مجموع دارایی‌های اول دوره تقسیم شده‌اند.

متغیر مستقل

معاملات فرصت طلبانه با اشخاص وابسته (غیرعادی)

معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند به منظور بهره‌برداری از منابع شرکت به نفع شخص وابسته انجام شود. در این راستا، اشخاص وابسته منابع مالی شرکت را به تصاحب خود در می‌آورند و از این طریق حقوق سایر سهامداران را مورد تهاجم قرار می‌دهند. از جنبه دیگر، معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند جنبه پشتیبانی از وضعیت و عملکرد واحد گزارشگر را داشته باشد. در این دیدگاه شرکت می‌تواند با انجام فروش غیرعادی دارایی‌های خود به اشخاص وابسته، وضعیت و عملکرد مالی خود را بهبود بخشد (چونگ و همکاران، ۲۰۰۸؛ طالب‌نیا و همکاران، ۱۳۹۵، بندریان و همکاران، ۱۴۰۱). در پژوهش حاضر نیز چگونگی معاملات با اشخاص وابسته از نظر رفتار فرصت طلبانه مدیریت از دو جنبه اعطای اعتبار غیرعادی (بهره برداری اشخاص وابسته)، فروش غیرعادی (پشتیبانی از شرکت) مورد مطالعه قرار می‌گیرد. باقیمانده مدل رگرسیون حاصل از این متغیرها بیانگر معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته خواهد بود.

اعتبار غیرعادی اشخاص (ABNCREDIT)

به منظور محاسبه اعتبار غیرعادی اشخاص وابسته ابتدا نسبت خالص اعتبار اشخاص وابسته (وام به اشخاص وابسته پس از کسر استقراض از اشخاص وابسته) بر اندازه لگاریتم دارایی‌ها، اهرم مالی، رشد شرکت برای هر سال برآزش می‌شود. باقیمانده مدل بیانگر اعتبار غیرعادی اشخاص وابسته خواهد بود. در این راستا اگر مقدار اعتبار غیرعادی اشخاص وابسته بیش از صفر باشد نشان دهنده انجام بهره برداری فرصت طلبانه مدیریت از منابع شرکت خواهد بود (مهربان پور و همکاران، ۱۳۹۶؛ حبیب و همکاران^۱، ۲۰۱۷).

رابطه (۴)

$$ABNCREDIT_{it} = \alpha + \beta_1 CREDIT_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEVE_{it} + \beta_4 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

فروش غیرعادی به اشخاص وابسته (ABNSALE)

فروش غیرعادی به اشخاص وابسته با بکارگیری نسبت فروش اشخاص وابسته (نسبت فروش به اشخاص وابسته بر کل فروش) و متغیرهای کنترلی برآزش می‌شود در این مورد نیز اگر باقیمانده مدل بزرگتر از صفر باشد نشان دهنده بهره برداری فرصت طلبانه مدیران شرکت از طریق معاملات با اشخاص وابسته هستند (بندریان و همکاران، ۱۴۰۱؛ حبیب و همکاران، ۲۰۱۷).

رابطه (۵)

$$ABNSALE_{it} = \alpha + \beta_1 SALE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEVE_{it} + \beta_4 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر تعاملی: محدودیت مالی (KZ)

برای تمیز شرکت‌های محدود در تأمین مالی، از شاخص محدودیت در تأمین مالی KZ استفاده شده است. لی^۲ (۲۰۰۸)، با بسط مطالعه کپلان و زینگلاس^۳ (۱۹۹۷)، بر روی معیارهای شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی، شاخصی را ارائه نموده‌اند که براساس آن می‌توان شرکت‌هایی را که در تأمین مالی محدودیت دارند را شناسایی نمود. براساس این شاخص،

¹ Habib et al

² Li

³ Kaplan & Zingales

شرکت‌هایی را که دارای بیشترین مقدار حاصل از این شاخص باشند، دارای بیشترین محدودیت در تأمین مالی ارزیابی می‌شوند (حمیدی و همکاران^۱، ۲۰۲۰ و تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸).
رابطه (۶)

$$KZ_{it} = -1.002CFO_{it} + 0.383 * MTB_{it} + 3.139Leve_{it} - 39.368Div_{it} - 1.315C_{it}$$

که در آن:

KZ = محدودیت در تأمین مالی و CFO = جریان وجه نقد حاصل از عملیات و MTB = نسبت کیوتوبین و $Leve$ = نسبت اهرمی و Div = سود سهام پرداختی و C = موجودی نقد

بر اساس شاخص KZ فوق، شرکت‌هایی که از یک سو دارای جریان‌های نقدی، سود تقسیمی و مانده وجه نقد کمتری هستند و از سوی دیگر دارای نسبت کیوتوبین و نسبت اهرمی بزرگ‌تری می‌باشند، بالاترین KZ و در نتیجه بیشترین محدودیت در تأمین مالی را دارند. با توجه به تفاوت شرایط اقتصادی و تجاری ایران با کشور آمریکا و کشورهای اروپایی امکان استفاده از ضرایب حاصل از شاخص فوق وجود ندارد؛ بنابراین در این پژوهش از شاخص KZ بومی شده در پژوهش تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸)، استفاده می‌شود. KZ بومی شده بر اساس شرایط اقتصادی ایران در پژوهش تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) در رابطه زیر نشان داده شده است.

رابطه (۷)

$$KZ_{it} = 17.330 - 37.486C_{it} - 15.216DIV_{it} + 3.394Leve_{it} - 1.402MTB_{it}$$

که در آن:

KZ = محدودیت در تأمین مالی بومی شده و C = موجودی نقد تقسیم بر کل دارایی‌ها و Div = سود سهام پرداختی تقسیم و بر کل دارایی‌ها و $Leve$ = نسبت اهرمی تقسیم بر کل دارایی‌ها و MTB = نسبت کیوتوبین پس از محاسبه مقادیر KZ برای هر شرکت - سال، مقادیر از کوچک‌ترین به بزرگ‌ترین مرتب و سپس به پنج قسمت تقسیم می‌شود که شرکت - سال‌های حاضر در پنجک چهارم و پنج را شرکت - سال‌های دچار محدودیت مالی شناسایی کرد. اگر شرکت دچار محدودیت مالی باشد، برابر یک قرار داده می‌شود و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود. روش استفاده از این شاخص بدین ترتیب است که ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص KZ وارد نموده و مقدار KZ محاسبه می‌شود. با مرتب کردن مقادیر از کوچک‌ترین (پنجک اول) به بزرگ‌ترین (پنجک آخر)، مطابق جدول می‌توان شرکت - های دارای محدودیت تأمین مالی را تعیین نمود. در این پژوهش همان‌طور که جدول ۱ نشان می‌دهد از روش ایجاد متغیرهای مصنوعی (دو وجهی) جهت تمیز شرکت‌های دارای محدودیت از سایرین استفاده شده است (لاری دشت بیاض و همکاران، ۱۳۹۷).

روش تمیز شرکت‌های محدود در تأمین مالی با استفاده از شاخص KZ_{IR}

پنجک اول	پنجک دوم	پنجک سوم	پنجک چهارم	پنجک پنجم	احتمال محدودیت مالی
صفر تا ۲۰٪	۲۰٪ تا ۴۰٪	۴۰٪ تا ۶۰٪	۶۰٪ تا ۸۰٪	۸۰٪ تا ۱۰۰٪	
شرکت‌هایی که در این پژوهش به عنوان محدودیت مالی در نظر گرفته شده‌اند.					
		*	*	*	

در نهایت شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می‌کند.

متغیرهای کنترلی

¹ Hamdi et al

اندازه‌ی شرکت (SIZE): در این پژوهش، برای اندازه‌گیری اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال استفاده شده است (کامیابی و همکاران، ۱۳۹۷).

نسبت ارزش بازار به دفتری (MB): برای کنترل اثر مجموعه فرصت‌های رشد شرکت بر حساسیت جریان نقد از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شده است. معمولاً این نسبت به عنوان شاخصی برای فرصت رشد شرکت می‌باشد (بن محمد و همکاران، ۲۰۲۱).

سودآوری (ROA): به پیروی از کامیابی و همکاران (۱۳۹۷)، از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید.
اهرم مالی (LEVE): از تقسیم مجموع بدهی بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود (بهاندروی و همکاران، ۲۰۲۴).

کیفیت حسابرسی (AQ): کیفیت حسابرسی متغیر مجازی صفر و یک بوده که در صورتی که حسابرس شرکت، سازمان حسابرسی باشد، یک، و در غیر اینصورت مقدار صفر را اختیار می‌کند (بهاندروی و همکاران، ۲۰۲۴).

زیان شرکت (LOSS): زیان دهی شرکت یک متغیر مجازی و به صورت دو وجهی (با کد های صفر و یک) که از صورت سود و زیان قابل استخراج است. اگر شرکت زیان ده باشد عدد یک و اگر شرکت سودده باشد عدد صفر اختصاص می‌یابد (بهاندروی و همکاران، ۲۰۲۴).

مدل‌های پژوهش

مدل اول: به منظور تخمین فرضیه‌های اول الی چهارم از مدل رگرسیونی چندمتغیره زیر استفاده می‌شود.

$$\frac{CAPEX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 ABNCREDIT_{it} + \beta_4 ABNSALE_{it} + \beta_5 ABNCREDIT_{it} * \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_6 ABNSALE_{it} * \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_5 ABNCREDIT_{it} * \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * KZ_{it} + \beta_6 ABNSALE_{it} * \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * KZ_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 MB_{it} + \beta_9 Leve_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} AQ_{it} + \beta_{12} LOSS_{it} + \varepsilon$$

مدل دوم: به منظور تخمین فرضیه‌های پنجم الی هشتم از مدل رگرسیونی چندمتغیره زیر استفاده می‌شود.

$$ExtFinance_{it} = \beta_0 + \beta_1 ABNCREDIT_{it} + \beta_2 ABNSALE_{it} + \beta_3 + \beta_1 ABNCREDIT_{it} * KZ_{it} + \beta_2 ABNSALE_{it} * KZ_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 Leve_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 AQ_{it} + \beta_8 LOSS_{it} + \varepsilon$$

که در این مدل‌ها:

$\frac{CAPEX_{it}}{A_{it-1}}$: حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد، $ExtFinance$: تامین مالی KZ : محدودیت مالی، $ABNcredit$: اعتبار

خالص غیرعادی با اشخاص وابسته، $ABNsale$ فروش خالص غیرعادی با اشخاص وابسته، ROA : بازده دارایی، $SIZE$:

اندازه شرکت، MB : نسبت ارزش بازار به دفتری AQ : کیفیت حسابرسی، $LOSS$: زیان شرکت، $Leve$: اهرم مالی و ε جز

اخلال مدل می‌باشند.

یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش بعد از نرمال سازی و انجام آزمون جارک برا که حاکی از نرمال بودن متغیرهای پژوهش بود به شرح جدول ۱ می‌باشد:

جدول (۱): آماره های توصیفی پژوهش

متغیرها	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی
حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی	۰,۳۹	۰,۵۸	۰,۶۱	۰,۰۵	۰,۱۳	۰,۰۸
تامین مالی	۰,۲۰	۰,۲۳	۰,۳۹	۰,۰۸	۰,۰۶	۰,۰۴
اعتبار غیرعادی با اشخاص وابسته	۰,۰۷	۰,۰۸	۰,۱۰	-۰,۰۴	۰,۱۵	۰,۱۱
فروش غیرعادی با اشخاص وابسته	۰,۱۵	۰,۱۱	۰,۱۶	-۰,۰۳	۰,۱۰	۰,۴۹
اندازه شرکت	۶,۶۳	۶,۵۱	۹,۲۶	۴,۲۵	۰,۶۳	۰,۲۷
اهرم مالی	۰,۶۱	۰,۶۳	۰,۸۵	۰,۲۰	۰,۱۶	۰,۰۸
بازده دارایی	۰,۳۳	۰,۳۲	۰,۸۵	-۰,۳۰	۰,۲۱	۰,۱۴
نسبت ارزش بازار به دفتری	۲,۶۵	۲,۳۶	۶,۷۵	۱,۱۰	۰,۱۳	۰,۲۰
مشاهدات	۱۲۵۰	۱۲۵۰	۱۲۵۰	۱۲۵۰	۱۲۵۰	۱۲۵۰

منبع: یافته های پژوهشگر

آمار توصیفی متغیرهای کیفی (کد ۰ و ۱)

متغیرهای کیفی	فراوانی کد ۱	فراوانی کد ۰	درصد فراوانی کد ۱	درصد فراوانی کد ۰	جمع فراوانی
کیفیت حسابرسی	۳۸۷	۸۶۳	۰,۳۰	۰,۷۰	۱۲۵۰
محدودیت مالی	۲۵۱	۱۲۴۹	۰,۲۰	۰,۸۰	۱۲۵۰
زیان شرکت	۱۸۷	۱۰۶۳	۰,۱۵	۰,۸۵	۱۲۵۰

میانگین حساسیت سرمایه گذاری و جوه نقد ۰,۳۹ می باشد به عبارتی میانگین حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد که بر اساس نسبت مخارج سرمایه ای به دارایی ثابت محاسبه شده است ۰,۳۹ می باشد. میانگین تامین مال خارجی بر روی دارایی (نسبت تامین خارجی به دارای ها) ۰,۲۰ بوده است که نشان می دهد ۰,۲۰ از مجموع دارایی ها توانایی پوشش بدهی ناشی از تامین مالی خارجی را دارد. همچنین میانگین اعطای اعتبار غیرعادی و فروش غیرعادی به اشخاص وابسته به ترتیب ۰,۰۷ و ۰,۱۵ بوده که بیانگر فرصت طلبانه این گونه معاملات است. به عبارتی وقتی مقدار اعتبار غیرعادی اشخاص وابسته بیش از صفر باشد نشان دهنده انجام بهره برداری فرصت طلبانه مدیریت از منابع شرکت خواهد بود. همچنین میانگین فروش غیرعادی نیز بزرگتر از صفر بوده که حاکی از فرصت طلبانه بودن اینگونه معاملات با اشخاص وابسته است. میانگین نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام ۲,۶۵ بوده که حاکی از بالا بودن ارزش روز قیمت سهام شرکت های نمونه نسبت به ارزش اسمی آنها است و با توجه به تورم و ایجاد فاصله بین قیمت اسمی و قیمت بازار در بازار بورس ایران این موضوع منطقی است. همچنین میانگین اهرم مالی ۰,۶۱ بوده که نشان می دهد به طور متوسط ۰,۶۱ دارایی های شرکت ها می تواند بدهی ها را تسویه و ۰,۳۹ باقی مانده به عنوان حقوق صاحبان سهام باقی خواهد ماند. میانگین سودآوری آنها نیز ۰,۳۳ بوده و بیشترین نرخ بازدهی ناشی از دارایی ها ۰,۸۵ و کمترین آن نیز -۰,۳۰ بوده است که حاصل زیان ده بودن شرکت در طی یک سال بوده است. متغیرهایی که به دو مقدار صفر و یک محدود می شوند آمار توصیفی آنها به صورت میانگین و میان و ... کارایی نداشته و مفهومی را بیان نمی کند. این متغیرها باید از نظر تعداد فراوانی و درصد فراوانی بررسی شوند. لذا فراوانی شرکت هایی که دارای زیان خالص در یک سال بوده اند؛ ۱۸۷ مشاهده یعنی حدود ۱۹ شرکت می باشند که به آنها کد ۱ اختصاص داده شد و درصد فراوانی آن ها نیز حدودا ۰,۱۵ می باشد. سایر شرکت ها نیز دارای سود بوده اند که فراوانی آنها ۱۰۶۳ مشاهده و درصد فراوانی آنها نیز ۰,۸۵ می باشد. همچنین فراوانی شرکت هایی که توسط سازمان حسابرسی مورد حسابرسی قرار گرفته اند از مجموع ۱۲۵۰ مشاهده تعداد ۳۸۷ مشاهده بوده که درصد فراوانی آنها ۰,۳۰ می باشد. و سایر شرکت ها با فراوانی ۸۶۳ و درصد فراوانی ۰,۷۰ توسط

سایر موسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس اوراق بهادار مورد حسابرسی سالانه قرار گرفته‌اند. علاوه بر این شرکت‌هایی که دچار محدودیت مالی هستند از مجموع ۱۲۵۰ مشاهده تعداد ۲۵۱ مشاهده بوده که درصد فراوانی آنها نیز ۰,۲۰ بوده و سایر شرکت‌ها با فراوانی ۱۲۴۹ و درصد فراوانی ۰,۸۰ دچار محدودیت مالی نیستند.

آزمون پایایی پژوهش

وجود متغیرهای ناپایا در مدل سبب می‌شود تا آزمون‌های تی استیودنت و فیشر از اعتبار لازم برخوردار نباشند و کمیت‌های بحرانی ارائه شده توسط توزیع‌های مذکور، مقادیر صحیحی برای انجام آزمون‌های آماری نباشند. با توجه به جدول ۲، نتایج آزمون پایایی متغیرها نشان می‌دهد که سطح خطای تمامی متغیرها کمتر از ۵٪ درصد بوده و متغیرهای پژوهش پایا می‌باشند؛ در نتیجه، استفاده از متغیرها در برآورد مدل‌های پژوهش، منجر به رگرسیون کاذب نمی‌شود.

جدول (۲): آزمون پایایی برای متغیرها

متغیرها		لوین، لین و چو		ایم پسران و شین		فیشر دیکی فولر تعمیم		فیشر، فلیپس پرو	
		p.v	آماره	p.v	آماره	p.v	آماره	p.v	آماره
حساسیت س جریان نقدی		۰,۰۰۰	-۶,۵	۰,۰۱	-۷,۵۲	۰,۰۰	۱۸۹,۹	۰,۰۰۰	۲۲۸,۳
تامین مالی		۰,۰۰۰	-۳۵,۱	۰,۰۰۰	-۸,۴۳	۰,۰۰۰	۵۰۵,۳	۰,۰۰	۶۲۴,۳
اعتبار غ با اشخاص وابسته		۰,۰۰۰	-۲۹,۷	۰,۰۰۰	-۶,۸۲	۰,۰۰۰	۴۴۴,۲	۰,۰۰۰	۵۴۱,۲
فروش غ با اشخاص وابسته		۰,۰۰۰	-۲۷,۸	۰,۰۰۰	-۸,۹۱	۰,۰۰۰	۵۴۱,۵	۰,۰۰۰	۷۰۸,۱
اندازه شرکت		۰,۰۰۰	-۴۵,۵۸	۰,۰۰۰	-۶,۵۵	۰,۰۰۰	۳۷۲,۹	۰,۰۰۰	۴۰۳,۱
اهرم مالی		۰,۰۰۰	-۲۵,۷۸	۰,۰۰۰	-۴,۵۸	۰,۰۰۰	۳۳۴,۵	۰,۰۰۰	۳۷۰,۸
بازده دارایی		۰,۰۰۰	-۲۰,۹۷	۰,۰۰۰	-۱۲,۳۵	۰,۰۰۰	۲۹۲,۸	۰,۰۰۲	۳۲۷,۳
نسبت ارزش بازار به دفتری		۰,۰۰۰	-۴۲,۸۶	۰,۰۰۰	-۶,۷۱	۰,۰۰۰	۴۰۳,۷	۰,۰۰۰	۴۶۷,۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

تخمین مدل به وسیله داده‌های ترکیبی

برای بررسی نوع آزمون مدل در مقاطع و دوره‌های زمانی مختلف داده‌های ترکیبی، از آزمون چاو استفاده شده است. نتایج آزمون چاو فرض صفر این آزمون مبنی بر مشابه بودن عرض از مبدا در تمام دوره‌ها را، برای مدل‌های پژوهش رد کرده است (سطح خطا کمتر از ۵٪). لذا، روش تخمین داده‌های تابلویی برای برآورد مدل‌های آزمون فرضیه‌های پژوهش، گزینه‌ی مناسب‌تری است. نتایج این آزمون در جدول ۳ بیان شده است:

جدول (۳): نتایج آزمون F لیمر (همسانی عرض از مبدا‌های مقاطع)

آزمون چاو	مدل	آماره چاو	سطح خطا	نتیجه آزمون	نوع روش
H_0 : یکسانی عرض از مبدا‌های مقاطع	۱	۴,۰۹	۰,۰۰	H_0 رد می‌شود	داده‌های تابلویی
H_0 : یکسانی عرض از مبدا‌های مقاطع	۲	۲,۲۰	۰,۰۰	H_0 رد می‌شود	داده‌های تابلویی

منبع: یافته های پژوهشگر

در روش داده‌های تابلویی نیز روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی آزمون می‌شود. برای این کار از آزمون هاسمن استفاده شده است. با توجه به اینکه آماره‌ی محاسباتی آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار نشده است (بیشتر از ۵٪)، بنابراین، فرض صفر آن مبنی بر عدم وجود رابطه بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی پذیرفته می‌شود؛ از این رو، برای برآورد مدل‌های پژوهش از روش اثرات تصادفی استفاده خواهد شد. نتایج آزمون هاسمن در جدول (۴) ارایه شده است:

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن

آزمون هاسمن	مدل	کای اسکوئر	سطح خطا	نتیجه آزمون	نوع روش
H_0 : عدم وجود ارتباط بین متغیر مستقل و خطای تخمین	۱	۲۱,۲۹	۰,۰۹	H_0 رد نمی‌شود	اثرات تصادفی
H_0 : عدم وجود ارتباط بین متغیر مستقل و خطای تخمین	۲	۶,۶۳	۰,۷۵	H_0 رد نمی‌شود	اثرات تصادفی

منبع: یافته های پژوهشگر

آزمون ناهمسانی واریانس

یکی از پیش فرض‌های رگرسیون عدم وجود ناهمسانی واریانس باقیمانده مدل می‌باشد با توجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس بر برآورد، انحراف معیار و استنباط آماری، لازم است تا قبل از پرداختن به هرگونه تخمین وجود و یا عدم وجود ناهمسانی واریانس تحقق یابد. برای همسانی واریانس باقیمانده مدل از آزمون‌های بروش-پاگان گادفری، آزمون آرچ، آزمون گلجسر و آزمون وایت استفاده شد که نتایج آزمون‌ها نشان دهنده عدم همسانی واریانس بوده و به عبارتی باقی مانده‌های حاصل از تخمین مدل پژوهش، دارای واریانس ثابت نبوده است. لذا برای تخمین مدل‌های پژوهش از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) به جای حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده می‌شود.

تخمین مدل رگرسیونی اول

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه‌های پژوهش در جدول (۵) نشان داده شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، معنی داری آماره فیشر (۱۲۵,۶۳) در سطح ۵٪ حاکی از معنی داری کلی مدل برآورد شده است بنابراین، مدل تحقیق در کل معنی دار بوده و متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) ۰,۵۴۲ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۵۴٪ از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد و ۴۶٪ دیگر ناشی از سایر عوامل بوده که از دسترس محقق خارج می‌باشد. هر چه مقدار این شاخص بزرگتر باشد پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود. مقدار آماره دوربین و اتسون (۲,۰۶) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلال مدل برآورد شده است، لذا نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکاست (نرمال آن باید بین ۱,۵ تا ۲,۵ باشد). با توجه به اینکه مقدار شاخص عامل تورم واریانس (VIF) کمتر از ۵ می‌باشد لذا متغیرهای مستقل مدل با هم مشکل همخطی شدید ندارند.

جدول (۵): نتایج آزمون مدل پژوهش در سطح داده های تابلویی

$$\frac{CAPEX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 ABNCREDIT_{it} + \beta_4 ABNSALE_{it} + \beta_5 ABNCREDIT_{it} * \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_6 ABNSALE_{it} * \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_5 ABNCREDIT_{it} * \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * KZ_{it} + \beta_6 ABNSALE_{it} * \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * KZ_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 MB_{it} + \beta_9 Leve_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} AQ_{it} + \beta_{12} LOSS_{it} + \varepsilon$$

شرح	ضرایب	تی-استیودنت	سطح خطا	آماره VIF
عرض از مبدأ	۰,۳۵	۴,۳۳	۰,۰۰	---
نسبت کیوتوبین	۰,۰۳	۲,۱۷	۰,۰۳	۱,۰۹
جریان نقد عملیاتی/دارایی	-۰,۰۲	-۳,۴۷	۰,۰۰	۱,۰۸
اعتبار غیرعادی با اشخاص وابسته	۰,۰۲	۲,۵۲	۰,۰۱	۱,۰۶
فروش غیرعادی با اشخاص وابسته	۰,۰۳	۲,۵۴	۰,۰۱	۱,۰۱
اعتبار غیرعادی با اشخاص وابسته * ج نقد عملیاتی	۰,۰۵	۳,۲۵	۰,۰۰	۲,۵
فروش غیرعادی با اشخاص وابسته * ج نقد عملیاتی	۰,۰۴	۲,۱۱	۰,۰۳	۳,۱
اعتبار غ با اشخاص وابسته * ج نقد عملیاتی * محدودیت مالی	۰,۰۷	۲,۲۳	۰,۰۲	۲,۷۵
فروش غ با اشخاص وابسته * ج نقد عملیاتی * محدودیت مالی	۰,۰۸	۲,۰۸	۰,۰۳	۳,۲۵
اندازه شرکت	۰,۰۵	۲,۳۹	۰,۰۱	۱,۳۲
نسبت ارزش بازار به دفتری	-۰,۰۳	-۲,۷۰	۰,۰۰	۱,۰۲
بازده دارایی	-۰,۰۱	-۲,۰۴	۰,۰۴	۱,۲۸
اهرم مالی	۰,۰۴	۲,۴۴	۰,۰۱	۱,۰۲
کیفیت حسابرسی	-۰,۰۲	-۱,۵۹	۰,۱۱	۱,۰۳
زیان شرکت	۰,۰۴	۲,۶۰	۰,۰۱	۱,۰۲
ضریب تعیین تعدیل شده R2		۰,۵۴۲		
F رگرسیون (سطح خطا)		۱۲۵,۶۳		
دوربین واتسون		۲,۰۶		

منبع: یافته های محقق

فرضیه اول: اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی تاثیر معناداری دارد. ضریب حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در نتیجه اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته برابر ۰,۰۵ (β_5) و در سطح ۹۵٪ درصد معنادار است زیرا مقدار احتمال آماره t متناظر با آن برابر ۰,۰۰ بوده که کمتر از ۰,۰۵٪ می باشد. همچنین علامت مثبت ضریب رگرسیونی نشانگر مثبت بودن این رابطه است. در نتیجه وجود رابطه معنادار مثبت میان اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی اثبات و فرضیه اول تأیید می گردد.

فرضیه دوم: فروش غیرعادی به اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی تاثیر معناداری دارد.

ضریب حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در نتیجه‌ی اعطای فروش غیرعادی به اشخاص وابسته برابر $0,04$ (ضریب β_6) و در سطح 95% درصد معنادار است زیرا مقدار احتمال آماره t متناظر با آن برابر $0,03$ بوده که کمتر از 5% می‌باشد. همچنین علامت مثبت ضریب رگرسیونی نشانگر مثبت بودن این رابطه است. در نتیجه وجود رابطه معنادار مثبت میان اعطای فروش غیرعادی به اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی اثبات و فرضیه دوم تأیید می‌گردد.

فرضیه سوم: محدودیت مالی بر رابطه بین اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی تأثیر معناداری دارد.

برای تأیید یا رد این فرضیه ابتدا ضریب اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته * حساسیت جریان نقد بررسی می‌شود. همانطور که مشخص است ضریب متغیر مزبور $0,05$ و در سطح اطمینان 95% نیز معنادار است که نشان می‌دهد با افزایش اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته میزان حساسیت جریان نقد نیز افزایش پیدا می‌کند که این موضوع در فرضیه اول نیز تأیید شد. در مرحله بعد ضریب متغیر (محدودیت مالی * اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته * جریان نقد) در مدل مورد بررسی قرار می‌دهیم؛ این ضریب $0,07$ و آماره t استیودنت و سطح معناداری آن نیز به ترتیب $2,23$ و $0,02$ بوده است که نشان از تأیید فرضیه سوم در سطح اطمینان 95% می‌باشد. در واقع محدودیت مالی زمانی که در اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته * جریان نقد عملیاتی ضرب می‌شود و اثر تعاملی ایجاد می‌کند و باعث می‌شود تا تأثیر مثبت اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقد از $0,05$ به $0,07$ افزایش می‌یابد لذا محدودیت مالی باعث تشدید و افزایش رابطه مثبت بین اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقد می‌شود.

فرضیه چهارم: محدودیت مالی بر رابطه بین فروش غیرعادی به اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی تأثیر معناداری دارد.

برای تأیید یا رد این فرضیه ابتدا ضریب اعطای فروش غیرعادی به اشخاص وابسته * حساسیت جریان نقد بررسی می‌شود. همانطور که مشخص است ضریب متغیر مزبور $0,04$ و در سطح اطمینان 95% نیز معنادار است که نشان می‌دهد با افزایش فروش غیرعادی به اشخاص وابسته میزان حساسیت جریان نقد نیز افزایش پیدا می‌کند که این موضوع در فرضیه دوم نیز تأیید شد. در مرحله بعد ضریب متغیر (محدودیت مالی * فروش غیرعادی به اشخاص وابسته * جریان نقد) در مدل مورد بررسی قرار می‌گیرد؛ این ضریب $0,08$ و آماره t استیودنت و سطح معناداری آن نیز به ترتیب $2,08$ و $0,03$ بوده است که نشان از تأیید فرضیه چهارم در سطح اطمینان 95% می‌باشد. در واقع محدودیت مالی زمانی که در فروش غیرعادی به اشخاص وابسته * جریان نقد عملیاتی ضرب می‌شود و اثر تعاملی ایجاد می‌کند و باعث می‌شود تا تأثیر مثبت فروش غیرعادی به اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقد از $0,04$ به $0,08$ افزایش می‌یابد لذا محدودیت مالی باعث تشدید و افزایش رابطه مثبت بین فروش غیرعادی به اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقد می‌شود.

تخمین مدل رگرسیونی دوم

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه‌های پژوهش در جدول (۶) نشان داده شده است.

جدول (۶): نتایج آزمون مدل دوم پژوهش در سطح داده‌های تابلویی

$$\begin{aligned} ExtFinance_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ABNCREDIT_{it} + \beta_2 ABNSALE_{it} + \beta_3 + \beta_1 ABNCREDIT_{it} * KZ_{it} \\ & + \beta_2 ABNSALE_{it} * KZ_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 Leve_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 AQ_{it} \\ & + \beta_8 LOSS_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

شرح	ضرایب	تی-استیودنت	سطح خطا	آماره VIF
عرض از مبدأ	۰,۴۸	۲,۵۴	۰,۰۱	---
اعتبار غیرعادی با اشخاص وابسته	۰,۰۴	۲,۸۶	۰,۰۰	۱,۰۶
فروش غیرعادی با اشخاص وابسته	۰,۰۳	۲,۷۳	۰,۰۰	۱,۰۳
محدودیت مالی	۰,۰۳	۳,۱۴	۰,۰۰	۱,۰۱
اعتبار غ با اشخاص وابسته*محدودیت مالی	۰,۰۷	۲,۳۷	۰,۰۱	۱,۰۹
فروش غ با اشخاص وابسته*محدودیت مالی	۰,۰۵	۲,۲۰	۰,۰۲	۲,۴۹
اندازه شرکت	۰,۰۱	۲,۰۱	۰,۰۴	۱,۳۲
نسبت ارزش بازار به دفتری	-۰,۰۳	-۲,۱۳	۰,۰۳	۱,۰۲
بازده دارایی	-۰,۰۵	-۲,۷۶	۰,۰۰	۱,۲۸
اهرم مالی	۰,۰۳	۳,۵۳	۰,۰۰	۱,۰۲
کیفیت حسابرسی	-۰,۰۱	-۲,۶۲	۰,۰۰	۱,۰۳
زیان شرکت	۰,۰۲	۳,۱۲	۰,۰۰	۱,۰۲
ضریب تعیین تعدیل شده R2		۰,۵۳۰		
F رگرسیون (سطح خطا)		۱۰۲,۷۸		
دوربین واتسون		۱,۶۷		

منبع: یافته های محقق

فرضیه پنجم: اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته بر تامین مالی تاثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج جدول (۶) آماره تی -استیودنت مربوط به متغیر مستقل اعطای اعتبار غیرعادی با اشخاص وابسته (ABNCREDIT) و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۲,۸۶ و ۰,۰۰ بوده و ضریب آن نیز ۰,۰۴ می باشد. به عبارتی با ۰,۰۱ افزایش در اعطای اعتبار غیرعادی با اشخاص وابسته، میزان تامین مالی ۰,۰۴ افزایش می یابد. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر اعطای اعتبار غیرعادی با اشخاص وابسته تاثیر معناداری بر تامین مالی داشته و فرضیه پنجم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می گیرد. ضریب متغیر اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته مثبت می باشد. در نتیجه، رابطه مثبت (مستقیم) و معنی داری بین اعتبار غیرعادی با اشخاص وابسته و تامین مالی شرکت وجود دارد.

فرضیه ششم: فروش غیرعادی به اشخاص وابسته بر تامین مالی تاثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج جدول (۶) آماره تی -استیودنت مربوط به متغیر مستقل فروش غیرعادی با اشخاص وابسته (ABNSALE) و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۲,۷۳ و ۰,۰۰ بوده و ضریب آن نیز ۰,۰۳ می باشد. به عبارتی با ۰,۰۱ افزایش در فروش غیرعادی با اشخاص وابسته، میزان تامین مالی ۰,۰۳ افزایش می یابد. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر فروش غیرعادی به اشخاص وابسته تاثیر معناداری بر تامین مالی داشته و فرضیه ششم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می گیرد. ضریب متغیر فروش غیرعادی به اشخاص وابسته مثبت می باشد. در نتیجه، رابطه مثبت (مستقیم) و معنی داری بین فروش غیرعادی با اشخاص وابسته و تامین مالی شرکت وجود دارد.

فرضیه هفتم: محدودیت مالی بر رابطه بین اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته و تامین مالی تاثیر معناداری دارد..

برای تایید یا رد این فرضیه ابتدا ضریب محدودیت مالی بررسی می‌شود. همانطور که مشخص است ضریب متغیر مزبور ۰,۰۳ و در سطح اطمینان ۹۵٪ نیز معنادار است که نشان می‌دهد با افزایش محدودیت مالی میزان تامین مالی شرکت افزایش می‌یابد. حال به ضریب اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته توجه می‌شود که این ضریب نیز ۰,۰۴ بوده که در سطح اطمینان ۹۵٪ نیز مورد تایید قرار گرفته و نشان می‌دهد که اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته باعث افزایش تامین مالی و استقرار از طریق سیستم بانکی می‌شود. در مرحله بعد ضریب متغیر تعاملی (محدودیت مالی * اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته) مورد بررسی قرار می‌گیرد؛ این ضریب ۰,۰۷ و آماره تی استیودنت و سطح معناداری آن نیز به ترتیب ۲,۳۷ و ۰,۰۱ بوده است که نشان از تایید فرضیه هفتم در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد. در واقع محدودیت مالی زمانی که در اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته ضرب می‌شود و اثر تعاملی ایجاد می‌کند و باعث می‌شود تا تاثیر مثبت اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته بر تامین مالی شرکت از ۰,۰۴ به ۰,۰۷ افزایش می‌یابد لذا محدودیت مالی باعث تشدید و افزایش رابطه مثبت بین اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته و تامین مالی شرکت می‌شود.

فرضیه هشتم: محدودیت مالی بر رابطه بین فروش غیرعادی به اشخاص وابسته و تامین مالی تاثیر معناداری دارد.. ضریب متغیر محدودیت مالی ۰,۰۳ و در سطح اطمینان ۹۵٪ نیز معنادار است که نشان می‌دهد با افزایش محدودیت مالی میزان تامین مالی شرکت افزایش می‌یابد. ضریب فروش غیرعادی به اشخاص وابسته نیز ۰,۰۳ بوده که در سطح اطمینان ۹۵٪ نیز مورد تایید قرار گرفته و نشان می‌دهد که فروش غیرعادی به اشخاص وابسته باعث افزایش تامین مالی و استقرار از طریق سیستم بانکی می‌شود. در مرحله بعد ضریب متغیر تعاملی (محدودیت مالی * فروش غیرعادی به اشخاص وابسته) مورد بررسی قرار می‌گیرد؛ این ضریب ۰,۰۵ و آماره تی استیودنت و سطح معناداری آن نیز به ترتیب ۲,۲۰ و ۰,۰۲ بوده است که نشان از تایید فرضیه هشتم در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد. در واقع محدودیت مالی زمانی که در فروش غیرعادی به اشخاص وابسته ضرب می‌شود و اثر تعاملی ایجاد می‌کند و باعث می‌شود تا تاثیر مثبت فروش غیرعادی به اشخاص وابسته بر تامین مالی شرکت از ۰,۰۳ به ۰,۰۵ افزایش می‌یابد لذا محدودیت مالی باعث تشدید و افزایش رابطه مثبت بین فروش غیرعادی به اشخاص وابسته و تامین مالی شرکت می‌شود.

نتایج متغیرهای کنترلی نیز نشان داد که رابطه مثبت و معنی داری بین اندازه شرکت و اهرم مالی و زیان شرکت با حساسیت سرمایه گذاری جریان‌های نقدی وجود دارد. همچنین بین سودآوری و نسبت ارزش بازار به دفتری با حساسیت سرمایه گذاری جریان‌های نقدی نیز یک رابطه منفی و معنادار مشاهده گردید. علاوه بر این بین اندازه شرکت و اهرم مالی با تامین مالی رابطه مثبت و معنادار مشاهده شد تایید متغیرهای کنترلی یاد شده نشان از تاثیر این متغیرها بر متغیر وابسته بوده و به درستی تشخیص و در مدل تخمین زده شده اند.

نتیجه گیری

این پژوهش به بررسی تاثیر معاملات فرصت طلبانه با اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی و تامین مالی با تاکید بر نقش محدودیت مالی در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ با استفاده از اطلاعات ۱۲۵ شرکت منتخب پرداخته است. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق بیانگر آن بود که معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته از طریق اعطای اعتبار غیرعادی و فروش غیرعادی باعث افزایش حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی و تامین مالی می‌شود که بیانگر تئوری نمایندگی است همچنین نتایج نشان داد که وجود محدودیت مالی باعث

افزایش و تشدید رابطه مثبت بین معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته با حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی و تامین مالی می شود که موید نظریه فزاری و همکاران (۱۹۸۸)، می باشد که بیان می کنند شرکت های دارای محدودیت مالی در مقایسه با شرکت های بدون محدودیت مالی، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی بالاتری دارند و شرکت هایی که دارای محدودیت مالی شدید هستند در هنگام تصمیم گیری های سرمایه گذاری بر جریان های نقدی تأکید بیشتری دارند به عبارتی با افزایش اختلاف بین هزینه های تامین مالی داخلی و خارجی حساسیت سرمایه گذاری به وجوه نقد داخلی افزایش می یابد. به طور کلی با توجه به فرضیه تضاد منافع (تئوری نمایندگی)، معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته باعث می شود تا وجوه نقد مازاد شرکت به صورت فرصت طلبانه و یا در قالب تامین مالی توسط اشخاص وابسته مورد سوء استفاده قرار گیرد و در نهایت منجر به افزایش حساسیت سرمایه گذاری وجوه نقد گردد و شرکت دچار محدودیت مالی شود. به عبارتی با توجه به مسئله نمایندگی و تضاد منافع بین مدیران و مالکان؛ مدیران فرصت طلب در تصمیم گیری های خود در تضاد با منافع سهامداران عمل نموده و جریان های نقدی را جهت افزایش منافع شخصی به کار گیرند و منجر به افزایش حساسیت سرمایه گذاری شوند. این نتایج همچنین مطابق با نتیجه پژوهش بهاندیری و همکاران (۲۰۲۴)، می باشد که بیان می کند اشخاص وابسته فرصت طلبانه می توانند وجوه نقد را بجای سرمایه گذاری کارا در پروژه های ناکارا سرمایه گذاری کنند و منجر به افزایش حساسیت سرمایه گذاری وجوه نقد شوند. همچنین این افراد می توانند از طریق کاهش کیفیت گزارشگری مالی و عدم افشای کافی در خصوص معاملات با اشخاص وابسته منجر به افزایش حساسیت سرمایه گذاری وجوه نقد شوند. علاوه بر این بهاندیری و همکاران (۲۰۲۴)، بیان می کند که معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته در شرکت های با محدودیت مالی می توانند منجر به افزایش تامین مالی شوند. آنها بیان می کنند که شرکت هایی که معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته بیشتری دارند و دارای محدودیت های مالی نیز هستند بیشتر تامین نقدینگی خود را از طریق روش های تامین مالی انجام می دهند. نتایج یافته های مربوط به این فرضیه با نتایج بهاندیری و همکاران (۲۰۲۴)، بهاندیری و همکاران (۲۰۱۷)، عزتی (۱۴۰۰)، و ایزد و همکاران (۱۳۹۸)، همخوانی دارد.

بر اساس نتایج پژوهش حاضر مبنی بر وجود رابطه مثبت بین معاملات فرصت طلبانه با اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی، به سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی پیشنهاد می شود تا در تجزیه و تحلیل اطلاعات، رابطه میان این دو را در تصمیم گیری های خود مدنظر قرار دهند و توجه داشته باشند که احتمال بروز رفتار فرصت طلبانه مدیران از طریق انجام معاملات با اشخاص وابسته منجر به افزایش حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی می شود. همچنین با توجه به نتایج پژوهش مبنی بر اینکه وجود معاملات غیرعادی شرکت با اشخاص وابسته منجر به افزایش حساسیت سرمایه گذاری وجوه نقد می شود لذا به سهامداران و سرمایه گذاران توصیه می شود در شرکت هایی که دارای معاملات غیرعادی شرکت با اشخاص وابسته بالا هستند با وسواس و حساسیت بیشتری تصمیم گیری نمایند. همچنین به مدیران شرکت هایی که معاملات غیرعادی شرکت با اشخاص وابسته بیشتری دارند نیز توصیه می شود در تصمیمات سرمایه گذاری خود و انتخاب پروژه های سرمایه گذاری دقت و توجه بیشتری داشته باشند و عوامل تشدیدکننده حساسیت سرمایه گذاری وجوه نقد را کاهش دهند. مضافاً نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد، هنگامی که شرکت معاملاتی را با اشخاص وابسته انجام می دهد، حساسیت سرمایه گذاری وجوه نقد و تامین مالی افزایش می یابد. از آنجایی که ممکن است ماهیت اساسی رویدادهای اقتصادی معاملات با اشخاص وابسته، به طور کامل نشان داده نشود و نیز چنین معاملاتی در جهت منافع سهام داران نباشد، بنابراین سهام دارانی که در شرکت های دارای معاملات با اشخاص وابسته سرمایه گذاری می کنند، ممکن است متضرر شوند. از این رو، بهتر است سهام داران به دنبال راه های دیگری برای مقابله با رفتارهای فرصت طلبانه مدیران باشند تا از منافع مالی خود محافظت کنند. با توجه به نتایج

پژوهش به سرمایه‌گذاران و سهامداران توصیه می‌شود تا قبل از هرگونه تصمیم‌گیری به شرایط مالی شرکت‌ها توجه بیشتری نموده و شرکت‌هایی که دچار محدودیت مالی هستند را شناسایی و سپس سرمایه‌گذاری نمایند چرا که وجود محدودیت مالی در شرکت به معنای افزایش دریافت تسهیلات و استقراض خواهد بود که ممکن است در آینده بازپرداخت آنها با مشکل مواجه شده و بر سودآوری و قیمت سهام اثر منفی بگذارد.

منابع

- ✓ اخگر، محمد امید، قربانی، راضیه، (۱۳۹۸)، ارتباط بین تامین مالی و افشای داوطلبانه با تأکید بر وضعیت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۴۲، شماره ۱۱، صص ۲۰۳-۲۲۸.
- ✓ اکبری، محسن، فتوحی، سعید، مهسا، فرخند، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، چشم انداز مدیریت مالی، دوره ۷، شماره ۱۷، صص ۴۹-۶۹.
- ✓ ایزد، آزاده، اعتمادی، حسین، غلامی مهرآبادی، هانیه، (۱۳۹۸)، بررسی ارتباط بین محدودیت مالی و هزینه نمایندگی با حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس و اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس ملی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد با تأکید بر بازاریابی منطقه ای و جهانی، تهران.
- ✓ برومند، راهبه، گرکز، منصور، سعیدی، پرویز، معطوفی، علیرضا، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری بر اشتیاق سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۸، شماره ۴، صص ۱۸۷-۲۱۲.
- ✓ بندریان، امیرعلی، امامی ده چشمه، سعید، کارگرپور، خاطره، (۱۴۰۱)، نقش تعاملی تخصص حسابرس بر رابطه بین معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته و گزارشگری مالی متقبلانه: آزمون تئوری نمایندگی، مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۱، صص ۱۳۷-۱۶۳.
- ✓ تاری وردی، بداله، عمادیان، ندا، (۱۴۰۰)، تأثیر حساسیت جریان‌های نقدی نامتقارن بر رابطه محدودیت در تأمین مالی و محافظه‌کاری مشروط، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۴۹، صص ۱۱۹-۱۴۶.
- ✓ حاجیان، حمیده، (۱۴۰۱)، بررسی تاثیر محدودیت در تامین مالی بر رابطه مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی فروردین - قائمشهر، گروه حسابداری.
- ✓ حاجیها، زهره، آزادزاده، عادل، (۱۳۹۷)، بررسی رابطه بین معاملات غیرنقدی و غیرعملیاتی با اشخاص وابسته با قابلیت مقایسه اطلاعات حسابداری با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی اندازه موسسه حسابرسی، دانش حسابداری مالی، دوره ۵، شماره ۱، صص ۵۳-۷۸.
- ✓ حصارزاده، رضا، تهرانی، رضا، (۱۳۸۷)، تاثیر جریان‌های نقد آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره ۳، صص ۲-۳.
- ✓ زبیدی، علی، (۱۴۰۲)، بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاسی بر انتخاب منابع بدهی با تأکید بر نقش محدودیت مالی (آزمون تئوری اقتصاد سیاسی) در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد خرمشهر، دانشکده مدیریت و حسابداری.

- ✓ طالب نیا، قدرت اله، تقی زاده خانقاه، وحید، حشمت، نسا، (۱۳۹۵)، ارتباط بین چرخه عمر شرکت و خطر سقوط قیمت سهام با تاکید بر عدم تقارن اطلاعاتی و رویکرد رفتاری. حسابداری ارزشی و رفتاری، دوره ۱، شماره ۲، صص ۲۱۵-۲۳۹.
- ✓ عزتی، علی، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر سیاست های پولی و محدودیت مالی بر حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان نقدی، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ملارد، دانشکده علوم انسانی.
- ✓ علاقه مند زاده، محمدحسین، (۱۴۰۱)، بررسی نقش تعاملی هزینه های نمایندگی بر رابطه بین رفتارهای کوتاه بینانه و خوش بینانه مدیریت و حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، آزاد اسلامی واحد خرمشهر.
- ✓ کامیابی، یحیی، خدای پور، احمد، (۱۳۹۷)، اثر رفتارهای کوتاه بینانه و خوش بینانه مدیریت بر شفافیت اطلاعات مالی، پژوهش های کاربردی در گزارشگری مالی، دوره ۷، شماره ۲، صص ۱۴۱-۱۷۷.
- ✓ لاری دشت بیاض، محمود، صالحی، مهدی، سخاوت پور، مریم، (۱۳۹۷)، بررسی رابطه محدودیت مالی، ساختار دارایی ها و تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۶، شماره ۱، صص ۱۸۱-۱۹۶.
- ✓ مدانلو، فاطمه، نادریان، آرش، خوزین، علی، گرگانلی دوجی، جمادوردی، (۱۴۰۰)، جریان وجه نقد آزاد، حساسیت سرمایه گذاری و نقش تعدیلگری هزینه نمایندگی، فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۵، شماره ۵۷، صص ۳۰۹-۳۳۲.
- ✓ مهربان پور، محمدرضا، جندقی قمی، محمد، محمدی، منصور، (۱۳۹۶)، بررسی اثر روابط سیاسی شرکتها بر بکارگیری معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته، فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری، دوره ۲، شماره ۳، صص ۱۴۷-۱۶۸.
- ✓ هاشمی، سید عباس، حسین، جلالی مقدم، (۱۳۹۲)، تأثیر اقلام تعهدی بر رابطه تأمین مالی با بازده آتی سهام، پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۵، شماره ۲، صص ۵۳-۷۲.
- ✓ Ben Mohamed, Ezzeddine, (2021), Managerial optimism, investment cash flow sensitivity and agency costs: Evidence from NYSE panel data firms, Journal of Behavioral and Experimental Finance, Volume 30, 1-10
- ✓ Bhandari, A., Mark, K., Brian, M. (2024). Association of related party transactions with sensitivity of investments and external financing. Journal of Corporate Finance, Volume 72, 102146, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2024.102146>.
- ✓ Bhandari, Avishek, Mark, Kohlbeck, Brian, Mayhew. (2017). "Related Party Transactions, Investments and External Financing. September 28, 2017, <https://www.lsu.edu/business/accounting/files/researchseries/Bhandari-Kohlbeck-Mayhew-September-2017.pdf>
- ✓ Cheung, Y.L., Rau, P.R., Stouraitis, A.M. (2006), Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong, Journal of Financial Economics 82, : 343-386
- ✓ Cheung, Y0L., Rau, P.R., Yuehua., Q. P., Stouraitis, A. (2008). Buy high, sell low: How listed firms Price Asset Transfers in Related Party Transactions, City University of Hong Kong
- ✓ Cheng, C-Y. Chen, P-Y. Weng, Do Related Party Transactions Always Deteriorate Earnings Informativeness?, North American Journal of Economics & Finance (2020), doi: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101270>
- ✓ Dichu Bao. Kam C, Chan .Weining Zhang, (2012), "Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings". Journal of Corporate Finance 18 , PP. 690-700

- ✓ Espallier, B. Guariglia, A. (2015). Does the investment opportunities bias affect the investment-cash flow sensitivities of unlisted SMEs?. *The European Journal of Finance*, 21(1), 1-25
- ✓ Farre-Mensa, J. Hegde, D. & Ljungqvist, A. (2017). "What is a Patent Worth? Evidence from the US Patent", "Lottery" (No. w23268). National Bureau of Economic Research
- ✓ Fazzari, S.M. Hubbard, R.G. Petersen, B.C. (1988). "Financing constraints and corporate investment". *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 141-195
- ✓ Gordon, E., Henry, E., Palia, D., (۲۰۰۵). *Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value*, Rutgers University.
- ✓ Gül ,S. ,Hüseyin,Taştan.(2020),The impact of monetary policy stance, financial conditions, and the GFC on investment-cash flow sensitivity☆, *International Review of Economics & Finance*, Volume 69, September 2020, Pages 692-707
- ✓ Habib, Ahsan , Mostaf, Monzur Hasan,(2017)'Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk, , *Research in International Business and Finance* 42 (2017) 262-274, journal homepage: www.elsevier.com/locate/ribaf
- ✓ Hamdi, H., Lobna, B., Shahid, E and Zhong, R. (2020). Political uncertainty and the choice of debt sources, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol. 2, PP. 202-234.
- ✓ Huang, R., Keng Tan, K.J., W.Faff, R., (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*. 36, 93-110
- ✓ Jalan ,AS. G. Badrinath ,B Al- Gamrh,(2020)"Women on audit committees and the relationship between related party transactions and earnings management' *Microfinance and Financial Inclusion: Challenges and Opportunies*,Volume29, Issue3,,Pages 389-406.
- ✓ Kaplan, S. N. and Zingales, L., (1997). Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?, *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169-215
- ✓ Kohlbeck, M., & Mayhew, B. W. (2017). Are related party transactions red flags? *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 900-928
- ✓ Li, K., (2008). Asymmetric Information and Dividend Policy. *Financ Manage*. 37,
- ✓ Maurizio La, R., Raffaele, S., Tiziana La, R., Alfio, C. (2015). Investment cash flow sensitivity and financial constraint: a cluster analysis approach. *Applied Economics*, 47(41), 4442- 4457
- ✓ Modigliani, F, Miller, M. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance & the Theory of Investment". *J. American Economic Review*, 48: 261-297
- ✓ Sprenger ,Carsten , Olga ,Lazareva, ,(2021),Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: Evidence from Russian unlisted firms, *Journal of Comparative Economics*, Available online 8 June 2021
- ✓ Wenxia, G., Fortin ,D. H., Feng, S.L., Desmond, T. (2010). Value Relevance of Disclosed Related Party Transactions, *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting* 26, PP: 134-141