



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال ششم / شماره بیست‌وچهارم / زمستان ۱۳۹۶

بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و جریان نقدی با کارآیی سرمایه‌گذاری شرکتها

سمانه سادات صلواتی

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت، گروه مدیریت، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.
samanesalavati@gmail.com

عبدالرضا اسعدی

استادیار مدیریت مالی، گروه مدیریت، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران. (نویسنده مسئول)
Abdorrezasadi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۵/۰۵ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۷/۲۹

چکیده

سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکتها همواره به عنوان یکی از راههای توسعه شرکتها و جلوگیری از رکود مورد توجه بوده است. هدف از این پژوهش بررسی رابطه میان جریان نقد آزاد و حاکمیت شرکتی با میزان کارایی سرمایه‌گذاری است. وجوه نقد آزاد و حاکمیت شرکتی با مولفه‌های نسبت اعضای موظف، تمرکز مالکیت و نسبت مالکیت نهادی به عنوان متغیرهای مستقل پژوهش حاضر هستند. داده‌های مربوط به ۱۳۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۹ در قالب داده‌های ترکیبی جمع‌آوری و با مدل رگرسیون چندمتغیره توسط نرم افزار Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. در مدل پژوهش رابطه بین وجوه نقد مازاد و حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری مورد ارزیابی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون مدل نشان داد که بین وجوه نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود نداشته اما حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری با یکدیگر دارد..

واژه‌های کلیدی: وجوه نقد آزاد، حاکمیت شرکتی، کارایی سرمایه‌گذاری، داده‌های ترکیبی.

۱- مقدمه

واحدهای تجاری برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد و میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع مورد توجه قرار دهند. تحلیل گران و سرمایه‌گذاران با توجه به تئوری نمایندگی در پی استفاده از روش‌های نوین جهت ارزیابی عملکرد شرکت‌ها هستند. منافع و انگیزه‌های مدیران و سهامداران بر سر مسائلی همچون اندازه بهینه شرکت و پرداخت نقدی به سهامداران دچار تضاد است. این تضادها با شدت خیلی بیشتری در شرکت‌هایی با حجم عظیم جریان نقد آزاد دیده می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶). جریان نقد آزاد معیاری در جهت ارزیابی عملکرد شرکت‌ها است که نشان‌دهنده وجه نقدی است که شرکت پس از مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها در اختیار خود دارد. چرا که بدون وجوه نقد امکان توسعه محصولات جدید، انجام تحصیلات تجاری، پرداخت‌های سود نقدی به سهامداران و پرداخت بدهی امکان‌پذیر نیست. اما اینکه چرا این قلم با اهمیت تر از سود است در آن است که، شرکتی می‌تواند سود خالص مثبت در صورت سود و زیان خود گزارش دهد اما توانایی بازپرداخت بدهی را نداشته، لذا برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری صورت جریان وجوه نقد از اهمیت بیشتری برای سرمایه‌گذاران برخوردار است. این موضوع اهمیت شاخص جریان نقد را به عنوان یکی از ابزارهای ارزیابی قدرت بازپرداخت بدهی و تعیین انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها نشان می‌دهد. از این روی هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر جریان نقدی و حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها یعنی ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت مورد بررسی قرار گرفت.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

جنسن جریان نقدی آزاد را مانده جریان‌های نقدی که پس از کسر مقادیر وجه نقد لازم برای پروژه‌هایی که ارزش فعلی خالص آن‌ها مثبت ارزیابی می‌شود، می‌داند. این پروژه‌ها، طرح‌های سرمایه‌گذاری بلندمدتی هستند که ارزش فعلی جریان‌های نقدی ورودی مورد انتظار آن بیش از ارزش فعلی جریان‌های نقدی خروجی است (جنسن، ۱۹۸۶). همچنین وی مطرح نمود که وجوه نقد داخلی به مدیران فرصت بیشتری می‌دهد تا اجازه کنترل توسط بازار را ندهند، چرا که آنان به موافقت سهامداران احتیاج ندارند و در تصمیمات سرمایه‌گذاری‌شان از اختیار بالاتری برخوردار خواهند بود (دروبتز و همکاران، ۲۰۱۰). مفهوم جریان نقدی آزاد مثبت نشان می‌دهد که واحد تجاری پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها، دارای وجوه نقد مازاد هستند. در مقابل برخی از شرکت‌ها ممکن است که با جریان نقد آزاد منفی مواجه شوند. جریان نقد آزاد منفی همیشه بد و نامطلوب نیست بلکه علل منفی شدن آن مهم است و باید مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. اگر جریان نقد آزاد منفی ناشی از سرمایه‌گذاری شرکت در فرصت‌های سودآور موجود باشد، این نوع منفی شدن مقطعی است و به دوره‌های کوتاه مدت سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود، امری که در بسیاری از شرکت‌های نوپا طبیعی است. در صورتی که سرمایه‌گذاری‌های انجام شده بازده بالایی را در پی داشته باشد، راهبرد مزبور توان کسب نتیجه مطلوب در بلندمدت را دارد (رحیمیان، آخوندزاده و حبشی، ۱۳۹۲). بنابراین جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است

که به شرکت اجازه می‌دهد تا در جستجوی فرصت‌هایی باشد که ارزش سهامدار را افزایش دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه‌ی نگهداری وجه نقد و هزینه‌ی وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود (یحیی‌زاده فرد و همکاران، ۱۳۹۲). اما مسئله نحوه مدیریت وجه نقد و کارایی آن به اقتدار و توانمندی مدیریت بر می‌گردد. که این مطلب نقش حاکمیت شرکتی را در آن پررنگ می‌کند.

حاکمیت شرکتی مجموعه سازوکارهای هدایت و کنترل شرکت‌ها است. نظام حاکمیت شرکتی توزیع حقوق و مسئولیت‌های ذی‌نفعان مختلف شرکت که از فعالیت‌های شرکت تأثیر پذیر بوده و بر آن اثرگذارند را مشخص می‌کند. بنابراین نظام حاکمیت شرکتی مجموعه دستورالعمل‌ها، ساختارها، فرآیندها و هنجارهای فرهنگی است که با رعایت آنها از سوی شرکت‌ها می‌توان به اهداف شفافیت در فرآیندهای کاری، پاسخگویی در مقابل ذی‌نفعان و رعایت حقوق ایشان دست یافت. سازوکار حاکمیت شرکتی در جهت کاهش مشکلات نمایندگی بوده که کیفیت این سازوکارها از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است (پیوت^۳، ۲۰۰۷). وجود سیستم راهبری شرکتی مناسب می‌تواند شرکت‌ها را در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و تشویق آنان به سرمایه‌گذاری کمک کند. بر مبنای پژوهش‌های صورت گرفته اجرای اصول صحیح حاکمیت شرکتی منجر به بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت می‌گردد. همچنین این نظام چارچوبی فراهم می‌کند تا تامین‌کنندگان مالی را مطمئن سازد که بازده مناسبی از سرمایه‌گذاری خود بدست خواهند آورد. بنابراین این مکانیزم در جهت تشویق مدیران به استفاده موثر از منابع مالی و غیر مالی شرکت و نیز پاسخگویی آنان به سهامدارانی که منابع خود را در اختیار مدیران گذاشته‌اند طراحی شده است (نمازی، رئیسی و حسینی، ۱۳۹۲). دو هدف عمده حاکمیت شرکتی کاهش ریسک بنگاه اقتصادی به وسیله بهبود و ارتقاء شفافیت و پاسخگویی و نیز بهبود کارایی بلندمدت سازمان با ممانعت از خودکامگی و عدم مسئولیت‌پذیری مدیریت اجرایی، است (حساس یگانه، رئیسی و حسینی، ۱۳۸۸). برای دستیابی به اهداف حاکمیت شرکتی مکانیزم‌ها و معیارهای مختلفی وجود دارد که به دو دسته معیارهای درونی مثل کنترل‌های داخلی و معیارهای بیرونی مثل حساب‌رسان مستقل و سهامداران نهادی تقسیم می‌شود که اثرگذارترین معیار بیرونی بر حاکمیت شرکتی و دیگر معیارهای حاکمیت شرکتی، حضور سهامداران نهادی است (رئیسی، ۱۳۸۷). اجرای حاکمیت شرکتی فضای اعتماد را گسترش خواهد داد و کارآیی شرکت در دو بعد درون و برون سازمانی، افزایش خواهد یافت. با افزایش اعتماد، دارایی شرکت اضافه و ریسک شرکت در فضای بازار کاهش خواهد یافت. در نتیجه این رویکرد به افزایش ارزش شرکت‌ها منجر می‌شود. این عامل ضمن تنظیم روابط کار درون سازمان، به توزیع عادلانه ثروت کمک کرده و منجر به کاهش فقر خواهد شد که این موضوع براساس شواهد و مطالعات در جوامعی که قانون مناسب جاری است و حاکمیت شرکتی اعمال می‌شود، توزیع عادلانه ثروت و کاهش فقر مشهود است. همچنین با نگاهی به پژوهش‌های صورت گرفته مشاهده می‌گردد حاکمیت شرکتی به شفافیت اطلاعات کمک خواهد کرد و فساد مالی کنترل خواهد شد. لذا حاکمیت شرکتی مناسب است که منجر به کاهش ریسک شرکت شود و تاب‌آوری اقتصادی در مقابل بحران‌ها، حاصل گردد.

سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها همواره به عنوان یکی از راه‌های توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود مورد توجه بوده است. که در این میان، موضوع محدودیت منابع منجر شده علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نیز از جایگاه با اهمیتی برخوردار باشد. این متغیر به معنای قبول پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت و منظور از ناکارایی انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی و یا عدم انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. در تعیین کارایی سرمایه‌گذاری دو معیار وجود دارد. اولی عنوان می‌کند که جهت تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نیاز به جمع آوری منابع وجود دارد. که در بازار کارا تمام پروژه‌های با ارزش خالص فعلی مثبت باید تامین مالی شوند. در معیار دوم اگر شرکتی تصمیم به تامین مالی گیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود. این مورد در زمانی صورت می‌گیرد که مدیران درصد رفع نیازهای منفعت طلبانه خود باشند، لذا امکان دارد در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری شود. لازم به ذکر است که بر اساس پژوهش‌های صورت گرفته مشخص شده که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را در تامین مالی محدود می‌سازد (ثقفی و معتمدی، ۱۳۹۰). به عبارتی مدیران ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تامین مالی، از انجام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت اجتناب نمایند که این موضوع به کم سرمایه‌گذاری ختم می‌گردد. بنابراین مدیران در میان روش‌های گوناگون تامین مالی به سراغ روش‌هایی خواهند رفت که هزینه کمتری بر آنان متحمل کند. یکی از این راهکارها استفاده از جریان وجوه نقد آزاد است. به اعتقاد مودیلیانی و میلر در بازار سرمایه کامل هیچ ارتباطی بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها وجود ندارد. اما طی پژوهش‌های صورت گرفته، وجود رابطه مثبت میان آنها تایید شده است. در چرایی وجود این رابطه موضوع عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی مطرح شده است. چرا که در بازار سرمایه ناکارا، عدم تقارن اطلاعاتی منجر به افزایش هزینه سرمایه شده، لذا تامین مالی خارجی برای شرکت‌ها پر هزینه خواهد بود. به دلیل این محدودیت در تامین مالی، سرمایه‌گذاری در این شیوه فایننس پرجاذبه نبوده و شرکت‌ها به منظور کاهش هزینه سرمایه، سرمایه‌گذاری در جریان وجوه نقد آزاد تولید شده در داخل شرکت را پایه تامین مالی خود قرار می‌دهند. در مورد هزینه‌های نمایندگی نیز این دو محقق عنوان نمودند که این دسته از هزینه‌ها ناشی از جدایی مالکیت از کنترل شرکت است. به اعتقاد آنان زمانی که جریان نقد آزاد حجم بالایی دارد مدیران از انگیزه بیشتری جهت سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی دارند. در این نظریه احتمال می‌رود مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارند که از دیدگاه‌شان سودمند باشد اما برای مالکین این سودمندی را به ارمغان ندارد، به‌ویژه زمانی که کنترل مدیریت ضعیف است. همچنین در زمینه مالکیت نیز عنوان نمودند که اگر درصد سهام‌داران دولتی زیاد باشد مدیریت شراکتی ناکارآمد و بی‌فایده خواهد شد و در نتیجه آن جریان نقدی روی سرمایه‌گذاری حساسیت مثبت بالاتری خواهد داشت. در مقابل نسبت بالاتر از سرمایه‌گذاران نهادی تخصصی مانند بانک‌ها، مدیریت را بهبود می‌بخشد و در نتیجه آن، اهمیت جریان وجوه نقدی روی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. اگر نسبت بالایی از سهام‌داران، بی‌تجربه باشند تأثیری معکوس خواهد گذاشت. علاوه بر این در صورتی که مالکیت درونی در حد بالایی باشد، به دلیل جبهه‌گیری مدیریت، تأثیر مثبت این فرآیند بی‌تأثیر خواهد شد. حال اگر سرمایه‌گذاری به صورت متمرکز

انجام گیرد، حساسیت جریان نقد کاهش یافته که دلیل آن کاهش هزینه‌های تأمین مالی و یا بهبود مدیریت می‌تواند باشد. همچنین در صورت بروز مشکلات مدیریتی، بالا بودن درصد سهام بالای دولتی، روی جریان نقدی حساسیت بالا ایجاد می‌کند. از آن سو مالکیت خارجی بالا زمانی که محدودیت مالی^۴ وجود داشته باشد، تأثیری روی حساسیت جریان نقدی نخواهد داشت. اما وقتی مدیریت بهبود یابد، اثر کاهشی این نوع از مالکیت سهام را شاهد خواهیم بود (ژین چن و همکاران^۵، ۲۰۱۵).

ریچاردسون^۶ (۲۰۰۶) در پژوهشی دریافت که در شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان‌های نقد آزاد، سرمایه‌گذاری به میزانی بیش از حد بهینه بیشتر است. همچنین وی طی بررسی رابطه ساختار نظام راهبری شرکت و سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جریان‌های نقد آزاد، دریافت که برخی از سازوکارهای نظام راهبری شرکت باعث کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جریان نقد آزاد می‌گردد.

بیدل و همکاران^۷ (۲۰۰۹) به تبیین این موضوع پرداختند که کیفیت بالاتر گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری در اقلام سرمایه‌ای را بر اثر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه، عواملی چون گزینش نادرست یا خطر اخلاقی، افزایش داده، به کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد منجر می‌گردد. یافته‌های آنها مؤید این مطلب بود که همبستگی مثبت یا منفی میان کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که محیط عملیاتی آنها مستعد سرمایه‌گذاری کمتر از حد یا سرمایه‌گذاری بیشتر از حد است، بیشتر است. این نتایج بیانگر آن است که وجود مکانیسمی میان گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند اصطکاک میان این دو موضوع را که عمدتاً نشأت گرفته از خطر اخلاقی و گزینش نادرست بوده، کارایی سرمایه‌گذاری را مختل می‌نماید، کاهش دهد. در نتیجه یافته‌های آنها نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد در ارتباط است؛ یعنی رابطه‌ای علی میان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد و بین کیفیت گزارشگری و سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد، رابطه معناداری برقرار است.

گرگوری و وانگ^۸ (۲۰۱۱) رابطه بین جریان نقدی آزاد، مالکیت سازمانی و بدهی را بر عملکرد درازمدت مورد مطالعه قرار دادند. آنها نشان دادند که نسبت بدهی به دارایی خالص پایین و FCF بالا می‌تواند مزایایی را برای نظارت و کنترل سهام داران در برداشته باشد. ژین چن و همکاران (۲۰۱۵) پژوهشی تحت عنوان جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری انجام دادند و به این نتیجه دست یافتند که سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها حساسیت بیشتری نسبت به جریان نقدی فعلی آزاد دارد و سرمایه‌گذاری بیش از حد در شرکت‌های با جریان نقدی آزاد رابطه مثبت و برجسته‌تر است. همچنین دریافتند برخی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی به میزان قابل توجهی بر سرمایه‌گذاری در سطح شرکت، ارتباط دارد.

ثقفی و همکاران (۱۳۹۰) دریافتند که هر چه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسأله‌ی سرمایه‌گذاری بیش از حد، کمتر به وجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا بیشتر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیش‌تر است.

طاهری (۱۳۹۱) اذعان نمود با در نظر گرفتن وضعیت نقدینگی واحد تجاری به عنوان متغیر ثانویه، هر چقدر وجه نقد آزاد و وجه نقد پایان دوره بیشتر و همچنین محدودیت تأمین مالی واحد تجاری کمتر باشد شدت رابطه مستقیم بین متغیرهای نقدینگی و سرمایه‌گذاری بیش از حد بیشتر خواهد بود و نیز هر چقدر میزان وجه نقد آزاد و وجه نقد پایان دوره کمتر و محدودیت تأمین مالی واحد تجاری بیشتر باشد وجود رابطه مستقیم بین متغیرهای نقدینگی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد با شدت بیشتری نمایان می‌گردد.

کیان (۱۳۹۲) رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری در ۸۲ شرکت که محصولات متنوعی را ارائه می‌کردند، مورد بررسی قرار داد. مشخص گردید که در شرکت‌های با سطح بالایی از تنوع محصولات، رابطه میان سهام شناور آزاد و نرخ نسبی سرمایه‌گذاری منفی و معنادار و رابطه بین مالکیت بلوکی و نقش دوگانه مدیرعامل با ارزش افزوده نسبی مثبت و معنادار است، در حالی که بین سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری (نرخ نسبی سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نسبی) در شرکت‌های با سطح بالای تنوع محصول رابطه معناداری وجود ندارد.

محمدی بهر آسمان و همکاران (۱۳۹۲) اذعان نمودند که اجرای مناسب اصول حاکمیت شرکتی می‌تواند بر سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد تاثیر قابل ملاحظه‌ای داشته باشد. که از میان اجزای این متغیر، متغیرهای ساختار هیئت مدیره و تمرکز مالکیت بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد با توجه به محدودیت‌های تأمین مالی تاثیر بیشتری دارد.

رضایی (۱۳۹۳) رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادند و دریافتند میان عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معکوس وجود دارد که در این میان سرمایه‌گذاری بیش از حد با متغیر عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معنادار داشته اما سرمایه‌گذاری کمتر از حد با این ویژگی هیچ‌گونه ارتباط معناداری نداشته است.

۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های مرتبط، جهت دستیابی به هدف پژوهش حاضر فرضیه‌های زیر تدوین گردید.

فرضیه ۱: جریان نقدی آزاد با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارتباط دارد.

فرضیه ۲: استقلال هیات مدیره با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارتباط دارد.

فرضیه ۳: تمرکز مالکیت با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارتباط دارد.

فرضیه ۴: مالکیت نهادی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارتباط دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق همبستگی است. در این تحقیق هدف، تعیین میزان رابطه متغیر هاست. به منظور تجزیه تحلیل داده‌ها از تجزیه تحلیل پانلی استفاده شده

است. تحلیل پنل دیتا امکان تحلیل داده‌ها در مدل رگرسیون را در دو بعد زمانی و مکانی فراهم می‌کند. بعد مکانی، به مجموعه‌ای از واحد‌های مقطعی مشاهده مربوط می‌شود و بعد زمانی نیز به مشاهدات دوره‌ای از مجموعه‌ای از متغیرهایی که بیانگر ویژگی این واحدهای مقطعی در طول یک مدت مشخص می‌باشد، اشاره دارد. بنابراین پنل دیتا ترکیبی از داده‌های مقطعی و سری زمانی است. بکارگیری پنل دیتا منجر به افزایش حجم نمونه مورد بررسی و در نتیجه افزایش قابلیت تعمیم‌پذیری نتایج و اعتبار آن می‌شود. از طرفی در این سبک تجزیه و تحلیل رفتار متفاوت متغیرها در هر یک از شرکت‌های مورد بررسی طی زمان که ناشی از عوامل پیش‌بینی نشده است نیز در نظر گرفته می‌شود (اسعدی، زنده دل و کیانی‌نژاد، ۱۳۹۲).

جامعه مطالعاتی پژوهش حاضر در برگیرنده شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۳ می‌باشد. برای انتخاب جامعه آماری پژوهش از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است و شرکت‌های مورد مطالعه در جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، بدین صورت انتخاب گردیده‌اند که تمام شرایط زیر را دارا باشند:

- (۱) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به اسفندماه باشد.
 - (۲) شرکت‌هایی که تا قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - (۳) شرکت‌هایی که داده‌های مورد نظر آنها در دسترس باشد.
 - (۴) شرکت‌هایی که در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی نداده باشند.
 - (۵) شرکت‌های واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها، بیمه‌ها نباشند.
- با در نظر گرفتن شرایط فوق در مجموع تعداد ۱۳۱ شرکت به عنوان نمونه مورد مطالعه گزینش گردید.

۵- متغیرهای پژوهش

• متغیر وابسته

کارایی سرمایه‌گذاری (INE):

زمانی سرمایه‌گذاری از کارایی برخوردار است که سرمایه‌گذاری‌های انجام شده نسبت به رشد درآمدهای فروش بیشتر باشد (محمودآبادی و مهتری، ۱۳۹۰). کارایی سرمایه‌گذاری را می‌توان با استفاده از رابطه زیر محاسبه کرد:

$$INE = \beta_0 + \beta_1 Sales Growth + e \quad \text{رابطه (۱)}$$

اگر مقدار باقیمانده‌های مدل (e) مثبت باشد سرمایه‌گذاری بیش از حد و اگر این مقدار منفی باشد سرمایه‌گذاری کمتر از حد اتفاق افتاده است.

- متغیرهای مستقل

جریان نقد آزاد (FCF): جریان نقدی حاصل از عملیات بعد از کسر مابات بدون در نظر گرفتن بدهی‌ها و هزینه‌های بهره شرکت است. لذا جریان نقدی آزاد وجه نقدی است که بعد از پوشش دادن نیازهای سرمایه‌گذاری و سرمایه در گردش با فرض عدم نبود بدهی، در دسترس شرکت قرار می‌گیرد (اسماعیلی، ۱۳۹۰). به منظور سنجش این متغیر از رابطه ۲ استفاده می‌گردد.

$$FCF_{it} = CFO_{it} - INT_{it} - T_{it} - DIV_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در آن؛

FCF: جریان‌های نقد آزاد؛

CFO: جریان نقد عملیاتی شرکت t در سال t ؛

INT: سود عملیاتی شرکت i در سال t .

T: مالیات پرداختنی شرکت t در سال t ؛

DIV: سود تقسیمی شرکت t در سال t و

استقلال هیات مدیره ($BORD$): استقلال هیات مدیره از تقسیم تعداد اعضای موظف به کل اعضای هیات مدیره بدست می‌آید.

تمرکز مالکیت (HI): کنترل مطلق سهامداران عمده بر اداره امور شرکت را تمرکز مالکیت گویند. در این پژوهش، تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال-هیرشمن^۹ محاسبه شده است. این شاخص با رابطه ۴ محاسبه می‌شود:

$$HI = \sum_{i=1}^n S_i^2 \quad \text{رابطه (۴)}$$

که در آن: S_i درصد سهام در اختیار سهامدار شماره i در شرکت است.

مالکیت نهادی (IOW): مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های گروه مالی مانند بیمه‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها و واسطه‌گری‌های مالی از کل سهام است:

- متغیرهای کنترلی

اندازه ($SIZE$): لگاریتم کل دارایی‌های شرکت i در سال t است.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری (TQ): نشان‌دهنده فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت است که از نسبت ارزش جایگزینی بازار به ارزش دفتری دارایی‌های پایان دوره‌ی شرکت i در سال t ، با استفاده از نسبت کیو-توبین بدست می‌آید.

اهرم مالی (LEV): نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت i در سال t است.

۶- مدل آزمون فرضیه‌ها

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل رگرسیون چندگانه زیر استفاده شده است:

$$INE = \beta_0 + \beta_1 FCF + \beta_2 BORD + \beta_3 HI + \beta_4 IOW + \beta_5 SIZE + \beta_6 TQ + \beta_7 LEV + e_i \quad (\text{رابطه ۵})$$

که در آن؛

β_0 : عرض از مبدا

INE : کارایی سرمایه‌گذاری شرکت

FCF : جریان نقد آزاد شرکت

$BORD$: استقلال هیات مدیره شرکت

HI : تمرکز مالکیت شرکت

IOW : مالکیت نهادی

$SIZE$: کل دارایی‌های شرکت

TQ : فرصت سرمایه‌گذاری شرکت

LEV : اهرم مالی

e_i : مقادیر باقیمانده‌ها

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱- آماره‌های توصیفی

جدول ۱ نتایج آماره‌های توصیفی متغیرها را نشان می‌دهد. با نگاهی به متغیر کارایی سرمایه‌گذاری مشاهده می‌شود که میانگین این متغیر طی ۶ سال به مقدار ۰/۰۰۷ است همچنین مقدار پراکندگی این متغیر ناچیز است. همچنین میانگین متغیر جریان نقد آزاد منفی بوده و از انحراف معیار قابل توجهی برخوردار است که این موضوع نمایانگر عدم برخورداری بیشتر شرکت‌های نمونه از جریان نقد آزاد بوده و سرمایه‌گذاری بیش از حد ندارند. همچنین مقادیر میانگین تمرکز مالکیت و ترکیب هیئت مدیره مثبت بوده و بالاتر از ۵ درصد است. و نهایتاً مقدار میانگین مالکیت نهادی ۰/۳ است که با توجه به مقادیر کمینه و بیشینه مشخص است که در اکثر شرکت‌ها مالکیت نهادی از درصد پایین‌تری برخوردار است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

متغیر	تعداد	میانگین	ماکزیم	مینیمم	انحراف معیار
INE	۶۵۹	۰/۰۰۷	۱/۷۴۶	-۱/۵۱۳	۰/۳۷۶
FCF	۶۵۹	-۸۶۳۷۳۵۸۰	۲۶۲۰۰۰۰۰۰	-۳۵۴۰۰۰۰۰۰۰	۱۶۸۰۰۰۰۰۰۰
BORD	۶۵۹	۰/۵۴۵	۱/۰۰۰	۰/۱۶۷	۰/۱۷۵
HI	۶۵۹	۰/۶۰۶	۱/۰۰۰	۰/۲۵۶	۰/۱۹۲
IOW	۶۵۹	۰/۳۱۳	۰/۹۸۸	۰/۰۰۰	۰/۳۱۴
SIZE	۶۵۹	۱۳/۵۹۷	۱۸/۴۵۵	۱۰/۰۸۶	۱/۳۵۸
TQ	۶۵۹	۲/۷	۱۵/۷	۰/۷۴	۹/۹۲
LEV	۶۵۹	۰/۶۰۵	۲/۰۷۸	۰/۰۱۸	۰/۲۱۳

۲-۷- آماره‌های استنباطی

قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مطابق رابطه ۵، لازم است آزمون‌های تشخیصی جهت انتخاب روش مناسب برآورد مدل با استفاده از داده‌های جمعی یا داده‌های ترکیبی صورت گیرد.

آزمون F لیمر یا آزمون چاو به انتخاب بین روش‌های برآورد مدل با جمعی و داده‌های ترکیبی (پنلی) می‌پردازد. نتایج این آزمون در جدول ۲ آمده است. بر اساس نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقدار آماره F و سطح معنی‌داری محاسبه شده متناظر با آن، از مقدار معنی‌داری آزمون یا خطای $۰/۰۵$ کمتر می‌باشد، لذا بنا بر قاعده‌ی تصمیم‌گیری این آزمون روش داده‌های ترکیبی (پنلی) جهت برازش این مدل مناسب خواهد بود.

جدول ۲- نتایج آزمون F لیمر برای مدل تحقیق

متغیر وابسته مدل	آماره F	درجات آزادی	P-Value	نتیجه
INE	۳/۷۰۱	۱۳۰/۵۲۱	۰/۰۰۰	مدل داده‌های پنلی

پس از تشخیص مناسب مدل با داده‌های ترکیبی برای انتخاب از بین روش‌های با اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول ۳ گزارش شده است. با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر آماره کی‌دو و مقدار معنی‌داری متناظر با آن که کمتر از خطای $۰/۰۵$ می‌باشد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که الگوی مناسب جهت برازش مدل تحقیق، مدل با اثرات ثابت است.

جدول ۳- نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌های تحقیق

متغیر وابسته مدل	آماره X^2	درجه آزادی	P-Value	نتیجه
INE	۴۵۱/۷۱۵	۷	۰/۰۰۰	مدل با اثرات ثابت

مدل رگرسیون بر فرض‌هایی استوار است که پیش از برآورد ضرایب و برازش خط رگرسیون می‌بایست صحت این فروض بررسی شوند تا اطمینان نسبت به نتایج آن تا حد ممکن افزایش یابد. براین اساس از آزمون‌های ضرایب لاگرانژ، نسبت درست‌نمایی و نمودار چندک‌های نرمال جهت بررسی و شناسایی خود همبستگی جملات خطا، ناهمسانی واریانس جملات خطا و نرمال بودن جملات خطا به عنوان فروض اساسی رگرسیون استفاده می‌شود. برقراری این شروط اعتبار نتایج حاصل از مدل برازش یافته را تضمین می‌نماید. نتایج آزمون تشخیص خود همبستگی سریالی ضرائب لاگرانژ برای مدل تحقیق در جدول ۴ ارائه شده است. با توجه به نتایج ارائه شده در جدول فوق، سطح معنی‌داری این آزمون برای مدل تحقیق بیشتر از خطای ۰/۰۵ است. بنابراین مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

جدول ۴- نتایج آزمون شناسایی خود همبستگی جملات خطا

متغیر وابسته مدل	آماره F	درجات آزادی	P-Value	نتیجه
INE	۲/۰۲۱	۷/۶۴۴	۰/۰۵۴	عدم وجود خود همبستگی

برای سنجش و آزمون همسانی یا ناهمسانی واریانس در داده‌های پنلی، آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) انجام شده است. خلاصه نتایج آن در جدول ۵ آمده است. براساس نتایج این آزمون چون سطح معنی‌داری آن بزرگتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر برای مدل رد شده و لذا مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌های مدل وجود ندارد.

جدول ۵- نتایج آزمون LR برای شناسایی ناهمسانی واریانس

متغیر وابسته مدل	آماره X^2	درجات آزادی	P-Value	نتیجه
INE	۱۱/۳۹۱	۷	۰/۱۲۱	واریانس همسان می‌باشد

۳-۷- برازش مدل تحقیق

با توجه به نتایج آزمون‌های پیشین، مدل تحقیق بصورت رگرسیون کمترین مربعات پنلی با روش اثرات ثابت برازش یافته و نتایج برازش این مدل در جدول ۶ ارائه شده است.

با توجه به مقدار آماره F و سطح معنی‌داری متناظر با آن، چون سطح معناداری برآورد شده کمتر از از خطای ۰/۰۵ است، لذا با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا نمود مدل برازش داده شده به روش رگرسیون کمترین مربعات پنلی با اثرات ثابت معنادار است. همچنین ضریب تعیین رگرسیون ($R^2 = ۰/۵۰۷$) و مقدار ضریب تعیین تعدیل شده ($R_{adj}^2 = ۰/۴۷۷$) در مدل نشان می‌دهد که حدود ۴۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته کارآیی سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مدل تبیین می‌گردد. لذا می‌توان نتیجه گرفت مدل برازش داده شده از قدرت تبیین‌کنندگی بالایی برخوردار است. همچنین از آنجا که مقدار آماره دوربین-واتسون معادل

۱/۳۸۹ برآورد شده، می‌توان از عدم وجود خود همبستگی جملات خطای مدل مذکور اطمینان حاصل کرد. همچنین بر اساس آماره‌های t گزارش شده و معنی‌داری متناظر با هر یک برای هر متغیر مستقل می‌توان نتایج زیر را توضیح داد.

با توجه به اینکه سطح معناداری پارامتر برآورد شده مربوط به متغیر جریان نقدی آزاد (FCF) برابر ۰/۹۷۷ و بیش از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین می‌توان گفت پارامتر برآورد شده معنی‌دار نیست و جریان نقدی آزاد رابطه معنی‌داری با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ندارد، پس فرضیه اول پژوهش مورد تایید قرار نمی‌گیرد. همچنین از آنجا که پارامتر برآورد شده برای متغیر استقلال هیات مدیره (BORD) دارای سطح معنی‌داری برابر ۰/۶۶۰ و بیش از ۰/۰۵ است، بنابراین در این مورد نیز با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان اظهار داشت، استقلال هیات مدیره با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه معنی‌داری ندارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش نیز مورد تایید قرار نمی‌گیرد.

اما از آنجا که ضریب برآورد شده متغیر تمرکز مالکیت (HI) معادل ۰/۵۲۵ و مثبت است و از سویی سطح معنی‌داری آن کمتر از ۰/۰۵ است، بدان معنی است که این پارامتر برآورد شده معنی‌دار است و از این رو با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان مدعی شد که تمرکز مالکیت با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم و معنی‌داری دارد، در نتیجه فرضیه سوم پژوهش مورد تایید قرار می‌گیرد. همچنین مشاهده می‌شود که پارامتر برآورد شده برای متغیر مالکیت نهادی (IOW) برابر ۰/۲۱۶ و مثبت است و سطح معنی‌داری متناظر با آن نیز معادل ۰/۰۴۳ و مقداری کمتر از ۰/۰۵ است و نشان می‌دهد که این پارامتر نیز معنی‌دار است. لذا در این مورد نیز می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد اظهار داشت که مالکیت نهادی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه مستقیم و معنی‌داری دارد. در نتیجه فرضیه چهارم این پژوهش نیز مورد تایید قرار می‌گیرد. بنابر این نتایج جدول حاکی از آن است که کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با افزایش میزان تمرکز مالکیت و مالیت نهادی افزایش می‌یابد و بالعکس. این نتایج بیانگر عدم تایید فرضیه‌های اول و دوم و در مقابل تایید فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش می‌باشد.

جدول ۶- نتایج برازش مدل پژوهش و آزمون فرضیه‌ها

متغیر وابسته: کارایی سرمایه‌گذاری (INE)				
روش برازش مدل: رگرسیون کمترین مربعات پنبلی با اثرات ثابت				
متغیر	برآورد پارامتر	انحراف استاندارد	مقدار آماره t	p -value
ثابت رگرسیون	-۹/۳۶۳	۰/۴۸۲	-۱۹/۴۱۲	۰/۰۰۰
جریان نقدی آزاد (FCF)	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۲۹	۰/۹۷۷
استقلال هیات مدیره (BORD)	۰/۰۳۳	۰/۰۷۶	۰/۴۴۱	۰/۶۶۰
تمرکز مالکیت (HI)	۰/۵۲۵	۰/۱۲۳	۴/۲۵۲	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی (IOW)	۰/۲۱۶	۰/۱۰۶	۲/۰۲۷	۰/۰۴۳
اندازه شرکت (SIZE)	۰/۶۹۱	۰/۰۳۴	۳۰/۳۹۸	۰/۰۰۰
فرصت سرمایه‌گذاری (TQ)	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۲/۵۵۴	۰/۰۱۱

متغیر وابسته : کارایی سرمایه‌گذاری (INE)				
روش برازش مدل : رگرسیون کمترین مربعات پنبلی با اثرات ثابت				
متغیر	برآورد پارامتر	انحراف استاندارد	مقدار آماره t	p-value
اهرم مالی (LEV)	-۰/۷	۰/۱۱۱	-۶/۲۸۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین (R^2)	۰/۵۰۷			
ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj R^2$)	۰/۴۷۷			
مقدار آماره F	۳/۹۰۷			
p-value	۰/۰۰۰			
آماره دوربین-واتسون	۱/۳۸۹			

۸- نتیجه‌گیری و بحث

پژوهش حاضر به بررسی رابطه وجوه نقد آزاد و مولفه‌های حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته است. آزمون فرضیه‌های پژوهش به روش رگرسیون کمترین مربعات پنبلی با اثرات ثابت نشان داد که بین جریان نقدی آزاد شرکت‌ها با کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. این بدان معنی است که وجود جریان نقد آزاد برای شرکت‌ها نمی‌تواند لزوماً به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری آنها بیانجامد. وجود جریان نقدی آزاد در صورتی که مکانیزم‌های نظارتی بر عملکرد مدیران ضعیف باشند و یا شرکت نتواند فعالیت‌های عملیاتی خود را توسعه دهد، به سمت سرمایه‌گذاری‌های غیرکارآ متماایل خواهد شد. در این زمینه بنظر می‌رسد استفاده بهینه از جریان نقد آزاد شرکت در کنار مکانیزم‌های مناسب راهبری است که می‌تواند به کارایی سرمایه‌گذاری منجر شود، چنان که ریچاردسون (۲۰۰۶) مکانیزم حاکمیت شرکتی را عاملی برای اثرگذاری جریان نقدی آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌داند. نتایج این پژوهش همچنین نشان داد که بین استقلال هیات مدیره به عنوان یکی از مولفه‌های حاکمیت شرکتی نیز با کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. در واقع باید کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را بیشتر می‌توان به تنوع محصولات و سهم بازار شرکت از سویی و مکانیزم‌های نظارتی حاکمیت شرکتی از سوی دیگر مرتبط دانست تا ترکیب هیات مدیره آن. این نتیجه با مطالعه کیان (۱۳۹۲) و ریچاردسون (۲۰۰۶) سازگاری دارد. با این وجود دیگر نتایج بیانگر آن است که برخی مولفه‌های حاکمیت شرکتی مانند تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت معنی‌داری دارند. در واقع مالکان عمده با استفاده از مکانیزم‌های نظارتی می‌توانند با کنترل اقدامات مدیران بر عملکرد سرمایه‌گذاری‌های شرکت تاثیرگذار باشند و موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شوند. بر این اساس هرچه سهم بیشتری از مالکیت در اختیار تعداد کمتری از مالکان باشد آنها از قدرت کنترلی بالاتری برخوردار بوده و می‌توانند مانع از افزایش هزینه‌های نمایندگی توسط مدیران شوند که در نتیجه تصمیمات نادرست آنان بروز می‌کند. بنابراین با تمرکز مالکیت می‌توان انتظار داشت که کارایی سرمایه‌گذاری‌ها افزایش پیدا کند. این نتیجه با نتایج

پژوهش‌های محمدی بهر آسمان و همکاران (۱۳۹۲)، ژین چن و همکاران (۲۰۱۵) و ریچاردسون (۲۰۰۶) نیز سازگاری دارد. بر این اساس می‌توان توضیح داد که کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بیش از آن که به وضعیت جریان وجوه نقد و نقدینگی شرکت مرتبط باشد به ساختار مالکیت و تصمیمات سهامداران و مالکان عمده و کیفیت نظارت بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری ارتباط دارد.

با نگاهی به وضعیت متغیر جریان نقد آزاد شرکت‌ها معلوم می‌شود که این متغیر نوسانات قابل ملاحظه‌ای را طی سال‌های اخیر تجربه کرده است و این نوسانات در کنار سرمایه‌گذاری‌های اندک بیشتر شرکت‌ها مویید نتایج این پژوهش است. از سوی دیگر زمانی که تمرکز مالکیت افزایش داشته، قدرت کنترل و نظارت سهامداران عمده افزایش می‌یابد و سعی می‌کنند جهت کاهش وجوه نقد مازاد در اختیار مدیران، آنها را مجبور به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بیشتری نمایند که از آن به عنوان سرمایه‌گذاری بیش از حد یاد می‌شود.

با توجه به نتایج بدست آمده از این پژوهش می‌توان به مدیران، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد نمود که در هنگام بررسی صورت‌های مالی شرکت‌ها به مولفه‌های حاکمیتی مانند ترکیب سهامداران آن توجه نمایند. چرا که نوع مالکیت و درصد سهامداران بر چگونگی کیفیت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها موثر است. به مدیران سازمان بورس اوراق بهادار نیز پیشنهاد می‌شود از آنجا که حضور سهامداران عمده و نهادی منجر به تغییر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد، اطلاعات مربوط به ساختار مالکیت شرکت‌ها و این دسته از سهامداران را در اختیار تحلیل‌گران و استفاده‌کنندگان قرار دهند.

همچنین به پژوهشگران آینده پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های خود ارتباط میان متغیرهای مالی شرکت‌ها و دیگر مولفه‌های ساختار مالکیت را با کارایی سرمایه‌گذاری آنها مورد توجه و مطالعه قرار دهند.

فهرست منابع

- * اسعدی، عبدالرضا، زنده‌دل، احمد و کیانی‌نژاد، آزاده. (۱۳۹۲)، "رابطه محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و معیارهای سنتی با ارزش افزوده بازار شرکت‌ها"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، صص ۱۸-۱.
- * اسماعیلی، حسن. (۱۳۹۰)، "رابطه جریان وجوه نقد و درآمد (سود) خالص شرکت‌ها"، مجله حسابرس، شماره ۵۲، صص ۶-۱.
- * ثقفی، علی، بولو، قاسم و محمدیان، محمد. (۱۳۹۰)، "کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد"، پیشرفت‌های حسابداری، شماره ۲، صص ۶۳-۳۷.
- * ثقفی، علی و معتمدی فاضل، مجید. (۱۳۹۰)، "رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۱۰، صص ۱۴-۱.
- * حساس یگانه، یحیی، رئیسی، زهره و حسینی، سید مجتبی. (۱۳۸۸)، "رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه علوم مدیریت ایران. سال چهارم، شماره ۱۳، صص ۷۵-۱۰۰.

- * رحیمیان، نظام‌الدین، آخوندزاده، میثم و حبشی، علی. (۱۳۹۲)، "بررسی تاثیر مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه دانش حسابرسی، شماره ۵۲، ص ۱۵۳-۱۳۳.
- * رضایی، خلیل. (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات پردیس شاهرود.
- * رئیسی، زهره. (۱۳۸۷)، "رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی. دانشکده حسابداری و مدیریت.
- * طاهری سرتشنیزی، سجاد. (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری و وضعیت منابع وجه نقد قابل سرمایه‌گذاری"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصاد.
- * کیان، نرگس. (۱۳۹۲)، "رابطه بین سازو کارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکتهای دارای محصولات متنوع"، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی غیر دولتی غیرانتفاعی کار.
- * محمدی بهر آسمان، سعید امیر، صادقی، زین‌العابدین، افشار جهانشاهی، مجتبی. (۱۳۹۲)، "تاثیر حاکمیت شرکتی با توجه به محدودیت های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد"، دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه ای مدیران و حسابداران گلستان، http://www.civilica.com/Paper-CAFM02-CAFM02_132.html
- * محمودآبادی، حمید و زینب مهتری. (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، شماره ۶۱، ص ۱۴۰-۱۱۳.
- * نمازی، محمد، رئیسی، زهره و حسینی، سید مجتبی. (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲۲، ص ۵۱-۲۵.
- * یحیی‌زاده‌فر، محمود، شمس، شهاب‌الدین، پاکدین امیری، مجتبی. (۱۳۹۲)، "بررسی تاثیر فرصت‌های رشد در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۱، صص ۱۴۲-۱۱۳.
- * Biddle, G., Hilary, G., Verdi, R. (2009). How Does Financial Reporting Quality Improve Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economic*, 48, 112-131.
- * Gergory, A. and Wang, Y. (2011), Cash Acquirers: Can Free Cash Flow, Debt and Institutional Ownership Explain Long Run Performance?, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1793094>.
- * Jensen, Michael C. (1986), the Takeover Controversy: Analysis and Evidence. *Midland Corporate Finance Journal* 4, no. 2 (Summer): 6-32.
- * Richardson, S. (2006), Over-investment of free cash flow, *Rev. Acc. Stud.* 11, 159-189.
- * Xin Chen, YongSun and Xiaodong Xu, (2015), Free cash flow, over-investment and corporate governance in China, *Pacific-Basin Finance Journal*, 37, pp: 81-103.
- * Yang, J., and Jiang, Y. (2008). Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study. *The Business Review*, 11 (1): 159-166.

یادداشت‌ها

- ¹ Jensen
- ² Drobetz et al.
- ³ Piot
- ⁴ Financial Constraint
- ⁵ Xin Chen et al
- ⁶ Richardson
- ⁷ Biddle et al
- ⁸ Gergory and Wang
- ⁹ Herfindal Index