

## بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد با در نظر گرفتن نقش تعدیلی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

میثم رحیمی<sup>۱\*</sup>، دکتر هدی همتی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۹۷/۲/۴

تاریخ پذیرش: ۹۷/۵/۶

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد با در نظر گرفتن نقش تعدیلی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی است. این پژوهش از نوع کاربردی و از لحاظ نحوه اجرا، توصیفی-همبستگی است. این پژوهش به صورت نمونه‌گیری غربال‌گری (حذفی سیستماتیک) در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴، با نمونه‌ای ۱۳۴ تایی بررسی شد؛ و در این راستا از رگرسیون با نرم‌افزارهای ایویز ۶ و اس پی اس اس ۱۸ استفاده شد. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد جریان‌های نقدی آزاد بر سرمایه‌گذاری بیش از حد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر منفی دارد. همچنین، تأثیر استقلال هیئت مدیره بر این رابطه نیز تأیید شده است.

**کلیدواژه‌ها:** جریان‌های نقدی آزاد، حاکمیت شرکتی، سرمایه‌گذاری بیش از حد.

### ۱. مقدمه

از تصمیمات کلیدی و اساسی در شرکت‌ها، تصمیم‌گیری راجع به سرمایه‌گذاری و تخصیص سرمایه است. به این منظور، مدیران نقش قابل ملاحظه‌ای در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارند. این در حالی است که در یک بازار ناقص، عدم تقارن اطلاعاتی و تضادهای نمایندگی، مانع از اتخاذ تصمیمات بهینه و سازگار با اهداف شرکت می‌شود. از این رو، سرمایه‌گذاری به میزان بهینه صورت نمی‌گیرد (محمدیان، ۱۳۸۹: ۲).

یکی از مباحث اقتصادی و مالی، میزان سرمایه‌گذاری است؛ به طوری که هم از دیدگاه کلان و هم به صورت خرد، اهمیت قابل ملاحظه‌ای دارد. از دیدگاه کلان می‌توان به تأثیر میزان سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه اشاره کرد. تحولاتی که در جهان امروز رخ داده، باعث شده است تا این کشورها با بسط و توسعه سرمایه‌گذاری، مشکلات اقتصادی خود را برطرف کنند. از دیدگاه خرد نیز می‌توان به تأثیر میزان سرمایه‌گذاری بر رشد و توسعه شرکت‌ها اشاره کرد. یکی

است (محمدیان، ۱۳۸۹). به دلیل تأثیر بالای متغیر جریان‌های نقدی آزاد بر ارزش شرکت، در پژوهش‌های مختلفی درباره رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و سطح سرمایه‌گذاری بررسی انجام شده است؛ اما نتایج مختلف و بعضاً متضادی از این پژوهش‌ها به دست آمده است (مودیگلیانی و میلر<sup>۱</sup>، ۱۹۵۸؛ هابارد<sup>۲</sup>، ۱۹۸۸؛ شاهنده، ۱۳۹۰ به نقل از میرز و مجولف<sup>۳</sup>، ۱۹۸۴ و ریچاردسون<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶)؛ از این رو، دو مسئله در ذهن مطرح می‌شود: مسئله اول سهمیه‌بندی سرمایه است که به سبب نبود تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود. اگر مدیران از اطلاعات محرمانه سوءاستفاده کنند، سرمایه‌گذاران از انجام سرمایه‌گذاری خودداری می‌کنند. دومین مسئله از مشکلات مربوط به نمایندگی ناشی می‌شود. یعنی زمانی که مدیران به جای ایجاد بازده نقدی بیشتر در پی تأمین منافع شخصیشان هستند. این گونه مسائل (منفعت‌گرایی مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی)، حساسیت سرمایه‌گذاران را به جریان‌های نقدی آزاد برمی‌انگیزد و سبب تغییر در میزان سرمایه‌گذاری می‌شود (تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸).

از طرفی، امروزه واژه راهبری (حاکمیت) شرکتی، مفهومی مهم و در حال تکامل در دنیای کسب و کار است. راهبری شرکتی، شالوده روابط شرکت با گروه‌های ذی‌نفع است. با وجود برخی تفاوت‌ها، به نظر می‌رسد مبانی اصلی راهبری شرکتی در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه، در طول زمان، مسیر همگرایی را پیموده است. با توجه به اینکه بحث سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها بسیار مهم است، وجود نظام حاکمیت شرکتی که بتواند پاسخگوی سهام‌داران و ذی‌نفعان اطلاعات حسابداری باشد، ضروری است. برای تدوین یک نظام راهبری شرکتی مطلوب، باید به عوامل داخلی و بیرونی و نیز شرایط اقتصادی، سیاسی و فرهنگی هر کشور توجه شود. از این رو، محور مباحث این پژوهش راهبری شرکتی و مکانیزم‌های درونی و بیرونی آن است. بنابراین، در این پژوهش درصدد بررسی این موضوع هستیم که آیا بین سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان‌های نقدی آزاد رابطه معناداری وجود دارد یا خیر، و

بحث سرمایه‌گذاری، با وجود جریان‌های نقدی آزاد مطرح می‌شود و حاکمیت شرکت بر نوع سرمایه‌گذاری این جریان‌های نقد آزاد اثرگذار است که در این پژوهش درباره آنها بررسی می‌شود.

در این بخش، نقشه پژوهش برای ادامه پژوهش ارائه می‌شود. بازار سرمایه، مکانی برای توسعه اقتصادی است و هدف اصلی از ایجاد بازار سرمایه، ایجاد مکانی سامان‌یافته برای جمع‌آوری سرمایه‌ها در راستای توسعه اقتصادی است؛ چراکه یکی از قابل‌تأمل‌ترین و چالش‌برانگیزترین مسائل عصر حاضر، بحث توسعه اقتصادی است؛ به گونه‌ای که تحقق آن به یکی از اهداف اساسی سیاست‌گذاری‌ها و تصمیم‌گیری‌های اقتصادی کشورها تبدیل شده است.

عدم کفایت سرمایه‌گذاری، ریشه در نظریه نمایندگی و نظریه اقتصاد اطلاعات و مسائلی همچون هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد. به عبارت دیگر، در بازار سرمایه کامل، تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، مستقل از یکدیگر نیستند و نقایص بازار سرمایه، از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، عدم کفایت سرمایه‌گذاری فرایندهای سرمایه‌گذاری بیش از حد و یا کمتر از حد را به وجود می‌آورند. با وجود این مسائل، همه طرح‌های باارزش فعلی مثبت پذیرفته نمی‌شوند (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و برخی از طرح‌ها با ارزش خالص منفی رد نمی‌شوند (سرمایه‌گذاری بیش از حد). فرایند سرمایه‌گذاری بیش از حد، ممکن است به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران رخ دهد. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیسم‌های همسوساختن منافع سهام‌داران و مدیران کاملاً کارآ نیست، مدیران ممکن است از جریان نقدی آزاد استفاده کنند و طرح‌هایی با ارزش خالص فعلی منفی را برای افزایش منافع خود به کار گیرند که این اقدام به سرمایه‌گذاری بیش از حد منجر شود (تقفی و همکاران، ۱۳۹۰).

پژوهش‌ها نشان می‌دهد که، یکی از عوامل مؤثر در ایجاد سرمایه‌گذاری بیش از حد، جریان نقدی آزاد در واحد تجاری

1. Modigliani and Miller

2. Hubbard

3. Myers and Mjlaf

4. Richardson

و نظریه اقتصاد اطلاعات و مسائلی مانند هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد. به عبارت دیگر، در بازار سرمایه کامل، تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، مستقل از یکدیگر نیستند و نقایص بازار سرمایه، از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، عدم کفایت سرمایه‌گذاری (فرایندهای سرمایه‌گذاری بیش از حد و یا کمتر از حد را به وجود می‌آورند. با وجود این مسائل، همه طرح‌های با ارزش فعلی مثبت پذیرفته نمی‌شوند (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و برخی از طرح‌ها با ارزش خالص منفی رد نمی‌شوند (سرمایه‌گذاری بیش از حد).

به طور کلی، عدم تقارن اطلاعاتی چندین تضاد بین صاحبان منافع اصلی ایجاد می‌کند که به سرمایه‌گذاری بیش (کمتر) از حد منجر می‌شود. فرایند سرمایه‌گذاری بیش از حد، ممکن است به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران رخ دهد. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیزم‌های همسو کردن منافع سهام‌داران و مدیران کاملاً کاراً نیست، مدیران ممکن است از جریان نقدی آزاد استفاده کنند و طرح‌هایی با ارزش خالص منفی را برای افزایش منافع خود به کار گیرند که این اقدام به سرمایه‌گذاری بیش از حد منجر شود (تقفی و همکاران، ۱۳۹۰). از این رو، می‌توان گفت پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که، یکی از عوامل مؤثر در ایجاد سرمایه‌گذاری بیش از حد، جریان نقدی آزاد در واحد تجاری است (محمدیان، ۱۳۸۹). و یکی از عوامل بر نوع سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی مازاد حاکمیت شرکتی است؛ چرا که یکی از تئوری‌های زیربنایی حاکمیت شرکتی، تئوری نمایندگی است که این موضوع در خصوص جریان‌های نقدی آزاد نیز مطرح است (چن و همکاران، ۲۰۱۶).

پژوهش‌ها نشان داده‌اند که یکی از معیارهای مقایسه شرکت‌ها، اندازه آنها است. به عبارتی، اندازه شرکت، سبب بالارفتن قدرت شرکت می‌شود. معیارهای مختلفی برای اندازه شرکت‌ها در نظر گرفته شده است که از جمله می‌توان به دارایی‌ها، حقوق صاحبان سهام و میزان فروش اشاره کرد. هرچه میزان موارد فوق بیشتر باشد، میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نیز بیشتر است و این امر به دلیل قدرت بالای

مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان‌های نقدی آزاد اثرگذار است، یا خیر. از این رو، هدف کاربردی در این پژوهش، بررسی رابطه جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد و تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر این رابطه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، و تسهیل تصمیم‌گیری‌های مدیریتی و کمک به بورس اوراق بهادار تهران در توسعه حاکمیت شرکتی است. به علاوه، نتایج حاصل از این پژوهش، در آموزش‌ها و تحقیقات آتی در مؤسسات آموزشی و پژوهشی قابل استفاده است.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سرمایه‌گذاری، از مباحث اقتصادی مالی و یکی از عوامل مهم در راستای حل مشکلات اقتصادی کشورها، و بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است. اما این امر به تنهایی کافی نیست و با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کفایت سرمایه‌گذاری نیز از مسائل بااهمیت است.

ارزیابی مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری، برعهده مدیران است. مدیران باید به صورت بهینه و در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند؛ یعنی، طرح‌های با ارزش فعلی مثبت، پذیرفته و طرح‌های با ارزش خالص منفی رد شود. به طور مفهومی، کفایت سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت در تمامی (فقط) طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ‌یک از مشکلات بازار ناقص، مانند گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد. علاوه بر این، کفایت سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری بیش از حد در آن مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند، هدایت شود.

عدم کفایت سرمایه‌گذاری ریشه در نظریه نمایندگی

آزاد در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی است که به زیان سرمایه‌گذاران منجر می‌شود. هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه بین ریسک جریان‌های نقدی آزاد با متغیرهای حاکمیت شرکتی و میزان بدهی است. از این رو، نمونه‌ای متشکل از ۱۲۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹، با استفاده از روش غربالگری، انتخاب و برای آزمون فرضیات و تحلیل نتایج از روش حداقل مربعات سه‌مرحله‌ای استفاده شد. نتایج حاکی از آن است که بین متغیرهای حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی) با ریسک جریان نقدی آزاد رابطه معنی‌داری وجود ندارد. همچنین، بین اهرم مالی با دارایی‌های ثابت مشهود، اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، رابطه مثبت و معنی‌دار و بین اهرم و مالیات بر درآمد رابطه منفی و معنادار و بین استقلال اعضای هیئت مدیره و بدهی با ریسک جریان نقدی آزاد رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد.

محمدزاده سالطه و همکاران (۱۳۹۴)، پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر نظام راهبری شرکت بر ارزش شرکت»، با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی، شامل درصد مالکیت نهادی، درصد مالکیت مدیریتی، درصد سهام شناور آزاد و استقلال هیئت مدیره بر ارزش شرکت، با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش، نسبت کیوتوبین، معیار سنجش ارزش شرکت در نظر گرفته شد و کارایی سرمایه‌گذاری نیز به کمک مدل‌های وردی<sup>۱</sup> اندازه‌گیری شد. به علاوه، در این پژوهش، آثار سه متغیر اندازه شرکت، نسبت بدهی و نسبت نقدینگی که انتظار می‌رفت بر روابط بین متغیرهای مستقل و وابسته اثرگذار باشد، کنترل شد. جامعه آماری این پژوهش، شامل ۱۳۲ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران است که در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ بررسی شده‌اند.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل رگرسیونی

شرکت‌های با اندازه بالا است؛ به این ترتیب، می‌توان گفت که اندازه بر میزان سرمایه‌گذاری اثرگذار است. از سوی دیگر، میزان بدهی‌ها نیز بر اساس اعتبار و قدرت مالی شرکت‌ها متغیر است. بدهی بالاتر معمولاً نشان از سرمایه‌گذاری‌های بیشتر دارد، از این رو می‌توان دو متغیر اندازه و اهرم را به‌عنوان متغیرهای مستقل فرعی (کنترلی) در نظر گرفت (چن و همکاران، ۲۰۱۶).

پژوهش‌های متعددی، هم در داخل کشور و هم در خارج از کشور در این زمینه انجام شده است که به برجسته‌ترین آنها اشاره می‌شود:

ستایش و ذوالفقاری (۱۳۹۰)، پژوهشی با عنوان «تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر نسبت‌های بدهی و تقسیم سود شرکت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام دادند. در این مقاله، چهار فرضیه اصلی و شش فرضیه فرعی، با انتخاب ۱۱۷ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی پنج ساله ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷، آزمون شده است. برای تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش، از ضریب همبستگی پیرسون، ضریب همبستگی تفکیکی، رگرسیون خطی و تحلیل عاملی استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقدی آزاد و نسبت بدهی شرکت‌ها، رابطه معنی‌دار منفی وجود دارد؛ اما بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نسبت بدهی شرکت‌ها، رابطه معنی‌داری وجود ندارد. علاوه بر آن، بین جریان‌های نقدی آزاد و نسبت تقسیم سود شرکت‌ها، رابطه معنی‌داری وجود ندارد؛ اما بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نسبت تقسیم سود، رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد.

رضایی و تیموری (۱۳۹۱)، در پژوهشی با عنوان «بررسی روابط تعاملی بین ریسک جریان‌های نقدی آزاد، ساختار حاکمیت شرکتی و سیاست بدهی شرکت‌ها»، بیان داشتند که یکی از مشکلات نمایندگی، سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی

پانل دیتا استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، بر ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری ندارد. همچنین، سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت، تأثیر معناداری نشان نداد.

یودیانتی (۲۰۰۸)، در پژوهشی با عنوان «تأثیر مجموع فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت سود بر ارتباط بین جریان‌های نقدی آزاد و ارزش سهام‌دار»، با استفاده از ۱۵۰ شرکت نمونه، درباره تأثیر مدیریت سود بر رابطه جریان‌های نقدی آزاد و ارزش سهام‌داران بررسی انجام داد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که با ۹۵ درصد اطمینان، تغییرات جریان‌های نقدی آزاد با تغییرات ثروت سهام‌داران ارتباط معناداری دارد. همچنین، او در این پژوهش نشان داد که بین جریان‌های نقدی آزاد مثبت و ارزش سهام‌داران رابطه مستقیم معناداری وجود دارد، ولی بین جریان‌های نقدی منفی و ارزش سهام‌داران رابطه معنادار مستقیمی وجود ندارد. وی در آزمون فرضیه دوم، به این نتیجه رسید که با ۹۹ درصد اطمینان، مدیریت سود در سطح کل نمونه و در سطح جریان‌های نقدی مثبت، باعث تضعیف رابطه جریان‌های نقدی با ثروت ایجادشده برای سهام‌داران می‌شود.

الجماری<sup>۲</sup> و اسماعیل<sup>۳</sup> (۲۰۱۴)، پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر جریان نقد آزاد اضافی، حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت بر قابلیت پیش‌بینی سود» انجام دادند. در این پژوهش، تأثیر جریان‌های نقد آزاد اضافی بر قابلیت پیش‌بینی سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار مالزی، به‌عنوان یک کشور توسعه‌یافته با اقتصادی نوظهور، از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۰۹، تعداد ۶۶۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش مربوط، نشان داد که جریان نقد آزاد اضافی با قابلیت پیش‌بینی سود شرکت‌ها رابطه منفی معناداری دارد. به‌علاوه، یافته‌ها نشان داد که حاکمیت شرکتی خوب بر این رابطه اثرگذار است و سبب بهبود این رابطه، به‌ویژه در

شرکت‌های بزرگ‌تر می‌شود.

چن و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان «جریان‌های نقدی آزاد، سرمایه‌گذاری بیش از حد و حاکمیت شرکتی در چین» بررسی کردند که جریان‌های نقدی آزاد و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت اثرگذار است. یک نمونه، شامل ۸۶۵ شرکت چینی در سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۴، در این پژوهش مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که ویژگی‌های خاص حاکمیت شرکتی به‌طور معناداری با سرمایه‌گذاری شرکت رابطه دارد. به‌علاوه، تقسیم‌بندی نمونه‌های پژوهش به شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بالا و شرکت‌های با سرمایه‌گذاری پایین انجام شد که شواهد نشان دادند، برای شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بالا، تمرکز مالکیت نهادی بیشتر، سرمایه‌گذاری بالا را بهبود می‌بخشد؛ در حالی که شرکت‌های با اهرم مالی بالاتر یا سطح بالای داد و ستد سهام، سرمایه‌گذاری کمتر را افزایش می‌دهند. سهام قابل داد و ستد، اندازه هیئت مدیره بزرگ‌تر با مدیران ارشد یا ترکیب اهرم بالاتر سرمایه‌گذاری بالا دارند. برای شرکت‌های با سرمایه‌گذاری پایین، شواهد نشان دادند که شرکت‌های با تمرکز مالکیت نهادی بیشتر، اندازه هیئت مدیره بزرگ‌تر یا اعضای غیرموظف هیئت مدیره با سرمایه‌گذاری پایین هستند. در حالی که شرکت‌های با اهرم مالی بالاتر یا سطح عادی داد و ستد سهام سرمایه‌گذاری کمتر را افزایش می‌دهند.

### ۳. فرضیات پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش عبارت‌اند از:

**فرضیه اول:** بین جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

## ۴. روش پژوهش

از نظر هدف پژوهش، به دلیل اینکه در پژوهش حاضر، تأثیر جریان‌های نقدی آزاد، سرمایه‌گذاری بیش از حد و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود و نتایج آن در حوزه عمل قابل استفاده خواهد بود، جزو گروه پژوهش‌های کاربردی طبقه‌بندی می‌شود. به علاوه، چون تأثیر جریان‌های نقدی آزاد، سرمایه‌گذاری بیش از حد و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، با استفاده از مدل رگرسیون چندمتغیره بررسی می‌شود، این پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی و به دلیل استفاده از اطلاعات تاریخی، از نظر زمانی جزو تحقیقات گذشته‌نگر و پس‌رویدادی است.

کتابخانه‌ها و سایت‌های معتبر اینترنتی، از جمله سایت‌های بورس و شبکه کدال و سایت بورس اوراق بهادار تهران برای دسترسی به صورت‌های مالی و نرم‌افزارهای بورسی، مانند ره‌آورد نوین، جزء ابزارهای مهم این پژوهش هستند.

## ۵. جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه پژوهش حاضر در ۷ سال، با تعداد نمونه ۱۳۴ شرکت (۹۳۸ مشاهده شرکت - سال)، مورد بررسی قرار گرفته، و نمونه آماری به صورت غربالگری (حذفی سیستماتیک)، و با شرایط زیر، از این جامعه انتخاب شده است:

۱. هلدینگ‌ها، مؤسسات مالی، بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت ماهیت متفاوت فعالیت‌هایشان کنار گذاشته شدند.

۲. اطلاعات مورد نیاز برای استفاده در آزمون‌ها باید در دسترس باشد.

۳. برای یکنواختی دوره زمانی، سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی دوره مالی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ تغییر سال

مالی نداده باشد.

۴. شرکت‌هایی که در طی دوره بررسی، وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشند.

## ۶. متغیرهای پژوهش و تعاریف عملیاتی آنها

پژوهش حاضر، شامل متغیرهای مستقل، وابسته، تعدیل‌گر و کنترلی است:

### ۶-۱. متغیر مستقل

جریان‌های نقدی آزاد: جریان نقدی آزاد: محاسبه جریان‌های نقدی آزاد نیز عبارت است از سود عملیاتی قبل از هزینه استهلاک، پس از کسر وجوه پرداختی بابت مالیات، هزینه بهره و سود سهام‌داران عادی. (چن و همکاران، ۲۰۱۶)

### ۶-۲. متغیر وابسته

سرمایه‌گذاری بیش از حد: با استفاده از معادله رگرسیون، سطح معمول سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برآورد می‌شود و از تفاوت (به صورت باقیمانده رگرسیون) بین سطح واقعی سرمایه‌گذاری و سطح برآوردشده سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌ها به دست می‌آید. (چن و همکاران، ۲۰۱۶)

### ۶-۳. متغیر تعدیل‌گر

مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی: استقلال هیئت مدیره (درصد اعضای غیرموظف به کل، اندازه هیئت مدیره (تعداد) و اندازه مؤسسه حسابرسی (رتبه مؤسسه) جز مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی‌اند. (چن و همکاران، ۲۰۱۶)

### ۶-۴. متغیرهای کنترلی

اهرم: جمع بدهی تقسیم بر جمع دارایی. (چن و همکاران، ۲۰۱۶)

اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی دارایی‌ها. (چن و همکاران، ۲۰۱۶)

## ۷. مدل‌های پژوهش

### ۷-۱. مدل رگرسیونی مرتبط با فرضیه اول

$$I^e NEW_i = \beta_0 + \beta_1 FCF_i + \beta_2 Size_i + \beta_3 Lev_i + \varepsilon$$

### ۷-۲. مدل رگرسیونی مرتبط با فرضیه دوم

$$I^e NEW_i = \beta_0 + \beta_1 FCF_i + \beta_2 IndB_i + \beta_3 SizeB_i + \beta_4 AuditSize_i + \beta_5 Ind \times FCF_i + \beta_6 SizeB \times FCF_i + \beta_7 AuditSize \times FCF_i + \beta_8 Size_i + \beta_9 Lev_i + \varepsilon$$

در مدل‌های فوق:

$CF_{i,t}$  جریان‌های نقدی آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$  به‌عنوان متغیر مستقل در فرضیه‌های اول و دوم است.  $IndB$  استقلال هیئت مدیره (درصد اعضای غیرموظف به  $CF_{i,t}$ )،  $SizeB$  اندازه هیئت مدیره و  $AuditSize$  اندازه مؤسسه حسابرسی به‌عنوان فاکتورهای مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی شرکت  $i$  در سال  $t$  به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر در فرضیه دوم است.

$\beta_0$  عرض از مبدأ و سایر  $\beta$ ها شیب خط رگرسیونی متغیرهای پژوهش است.  $\varepsilon$  به‌عنوان خطای مدل رگرسیونی

پژوهش در نظر گرفته می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۱۶).

با استفاده از معادله رگرسیون زیر نیز، سطح معمول سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برآورد می‌شود و از تفاوت (به‌صورت باقیمانده رگرسیون)، بین سطح واقعی سرمایه‌گذاری و سطح برآوردشده سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌ها به‌دست می‌آید (باقیمانده  $> 0 =$  سرمایه‌گذاری بیش از حد).

$$I_i, t = a_0 + a_1 * controls_i, t-1 + \varepsilon_i, t$$

$I$  نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری شرکت در سال  $t$  است که از وجه پرداختی برای تحصیل یا ساخت دارایی بلندمدت ثابت مشهود و نامشهود یا سایر دارایی‌های بلندمدت استفاده می‌شود و بر کل دارایی‌های ابتدای دوره تقسیم می‌شود تا خطا از بین برود.

Controls شامل متغیرهای کنترلی زیر است:

Cash وجه نقد است و Grow معیار فرصت‌های رشد که از نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام به‌دست می‌آید، ROA بازده دارایی‌ها، Lev اهرم (جمع بدهی تقسیم بر جمع دارایی) و Size اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی دارایی‌ها) هستند. (ثقفی و همکاران، ۱۳۹۰).

## ۸. یافته‌های پژوهش

### ۸-۱. بررسی نتایج آزمون‌های مانایی

جدول ۱. آزمون لوین، لین و چو برای بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

پارامترها	مقدار آماره	مقدار احتمال	نتیجه
I.NEW	-۲۰/۱۳	۰/۰۰۰	پایاست
FCF	-۳۱/۳۴	۰/۰۰۰	پایاست
IndB	-۱۴/۱۴	۰/۰۰۰	پایاست
SizeB	-۲/۱۵	۰/۰۱۶	پایاست
AuditSize	-۶/۸۲	۰/۰۰۰	پایاست
IndB*FCF	-۳۲/۴۴	۰/۰۰۰	پایاست
SizeB*FCF	-۲۷/۷۷	۰/۰۰۰	پایاست
AuditSize*FCF	-۳۸/۷۸	۰/۰۰۰	پایاست
SIZE	-۱۳/۳۶	۰/۰۰۰	پایاست
LEV	-۹۲/۱۸	۰/۰۰۰	پایاست

قبل از تخمین مدل، لازم است مانایی (یا پایایی) متغیرهای آن بررسی شود. یک متغیر، وقتی مانا است که میانگین، واریانس و کواریانس آن در طول زمان ثابت باقی بماند. به طور کلی، اگر مبدای زمانی یک متغیر، تغییر کند و میانگین و واریانس و کواریانس تغییری نکند، در آن صورت، متغیر مانا است و در غیر این صورت، متغیر، نامانا خواهد بود. براساس آزمون «لوین، لین و چو» که در جدول ۱ ارائه شده است، چون مقدار احتمال همه متغیرها کمتر از ۵٪ بوده است، تمامی متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش، در سطح پایا بوده‌اند.

## ۸-۲. بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته

جدول ۲. آزمون کلموگروف اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته پژوهش

متغیر وابسته	تعداد	پارامترهای نرمال			بیشترین تفاوت			مقدار Z کلموگروف - اسمیرنوف	مقدار احتمال
		میانگین	انحراف معیار	قدر مطلق	مثبت	منفی			
Ii	۹۳۸	۰/۰۵	۰/۰۷	۰/۲۱	۰/۱۸	-۰/۲۱	۶/۵۲	۰/۰۰۰	
lnIi	۹۳۲	-۳/۷۱	۱/۴۳	۰/۰۶	۰/۰۵	-۰/۰۶	۰/۸۵	۰/۴۶۸	
I.NEW	۴۸۶	۱/۰۰	۰/۶۷	۰/۰۸	۰/۰۸	-۰/۰۷	۰/۹۷	۰/۳۰۱	

باتوجه به جدول ۲، مقدار احتمال آزمون نرمالیتی برای متغیر وابسته I.NEW، برابر با ۰/۳۰۱ است که این مقدار بیشتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین این متغیر نرمال است. همچنین، مقدار احتمال آزمون نرمالیتی برای متغیر وابسته Ii، برابر با ۰/۰۰۰ است که حاکی از عدم نرمال بودن این متغیر طبق پیش‌بینی است، برای نرمال‌سازی این متغیر، لگاریتم آن محاسبه می‌شود و مقدار احتمال برای لگاریتم آن، برابر با ۰/۴۶۸ است که این مقدار بیشتر از ۰/۰۵ بوده، بنابراین، فرض صفر برای لگاریتم این متغیر رد نمی‌شود، یعنی توزیع آن نرمال است.

## ۸-۳. انتخاب مدل و آزمون فرضیه‌ها

### ۸-۳-۱. انتخاب مدل مناسب

جدول ۳. آزمون چاو و آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب

نتیجه	آزمون چاو یا لیمر			آزمون هاسمن			مدل‌ها
	مقدار	درجه آزادی	احتمال	مقدار	درجه آزادی	احتمال	
مدل اول	۲/۲۱	۱۲۷,۳۵۴	۰/۰۰۰	۱۳/۷۶	۳	۰/۰۰۳	مدل با اثرات ثابت
	۲۸۳/۱۲	۱۲۷	۰/۰۰۰				مدل کای - دو
مدل دوم	۲/۱۳	۱۲۷,۳۴۵	۰/۰۰۰	۱۷/۸۰	۹	۰/۰۳۸	مدل با اثرات ثابت
	۲۷۹/۴۱	۱۲۷	۰/۰۰۰				مدل کای - دو



باتوجه به جدول ۳، مقدار احتمال آزمون چاو برای مدل اول و دوم، برابر با ۰/۰۰۰ بوده که کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین، مدل مورد استفاده دارای اثرات جداگانه‌ای برای شرکت‌ها هستند؛ یعنی مدل با اثرات مناسب است و باتوجه به اینکه مقادیر احتمال آزمون هاسمن، به ترتیب برابر با ۰/۰۰۳ و ۰/۰۳۸ است و این مقادیر کمتر از ۰/۰۵ است، مدل با اثرات ثابت مناسب‌ترین مدل برای داده‌ها است.

### ۸-۳-۲. یافته‌های پژوهش

#### — برازش مدل مرتبط با فرضیه اول:

جدول ۴. برآورد و آزمون پارامترهای مدل اول

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
مقدار ثابت	-۱/۶۹	-۳/۱۵	۰/۰۰۲	معنادار و منفی	-
FCF	-۰/۰۰۰۰۰۰۰۹	-۳/۲۵	۰/۰۰۱	معنادار و منفی	۱/۰۶
SIZE	۰/۱۹۷	۵/۱۸	۰/۰۰۰	معنادار و مثبت	۱/۰۵
LEV	-۰/۲۱۱	-۱/۹۵	۰/۰۵۲	بی‌معنی	۱/۰۲
مقدار F	۲/۴۲		مقدار احتمال F		۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۴۷		دوربین واتسون		۲/۱۷

باتوجه به جدول ۴، مقدار آماره t برای FCF، برابر با -۳/۲۵ (معنادار و منفی)، برای Size، برابر با ۵/۱۸ (معنادار و مثبت) و برای LEV، برابر با -۱/۹۵ (بی‌معنا) است. مقدار آماره t برای عرض از مبدأ، برابر با -۳/۱۵ است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد؛ یعنی عرض از مبدأ معنادار است. بنابراین می‌توان گفت فرضیه اول پذیرفته شده است و بین جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

#### — برازش مدل مرتبط با فرضیه دوم:

جدول ۵. برآورد و آزمون پارامترهای مدل دوم

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
مقدار ثابت	-۲/۳۷	-۳/۲۶	۰/۰۰۱	معنادار و منفی	-
FCF	-۰/۰۰۰۰۰۰۱۷	-۳/۹۰	۰/۰۰۰	معنادار و منفی	۳/۰۹
IndB	۰/۰۲۴	۰/۱۰	۰/۹۲۴	بی‌معنی	۱/۰۵
SizeB	۰/۳۱۹	۰/۹۷	۰/۳۳۳	بی‌معنی	۱/۰۲
AuditSize	-۰/۱۳۳	-۱/۵۲	۰/۱۲۸	بی‌معنی	۱/۰۹
IndB*FCF	-۰/۰۰۰۰۰۰۱۶	-۳/۲۶	۰/۰۰۱	معنادار و منفی	۱/۹۲
SizeB*FCF	۰/۰۰۰۰۰۰۰۲	۰/۴۸	۰/۶۳۳	بی‌معنی	۷/۲۱
AuditSize*FCF	۰/۰۰۰۰۰۰۱۷	۲/۳۶	۰/۰۱۹	معنادار و مثبت	۵/۳۸
SIZE	۰/۲۱۴	۵/۵۸	۰/۰۰۰	معنادار و مثبت	۱/۲۲
LEV	-۰/۱۸۵	-۱/۷۴	۰/۰۸۳	بی‌معنی	۱/۰۳
مقدار F	۲/۶۳		مقدار احتمال F		۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۵۱		دوربین واتسون		۲/۲۱

جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جست‌وجو کند که ارزش سهام‌دار را افزایش می‌دهد. بدون دراختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیلات تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهام‌داران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نخواهد بود. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود. یکی از عواملی که بر اکثر متغیرهای مالی و روابط آنها اثرگذار است، حاکمیت شرکتی است.

یافته‌های پژوهش نشان داد که بین سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی وجود دارد و معیار استقلال هیئت مدیره حاکمیت شرکتی نیز بر رابطه بین سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان‌های نقدی آزاد کلی شرکت‌ها تأثیر دارد. از این رو، می‌توان جریان نقدی آزاد را عاملی معکوس برای سرمایه‌گذاری بیش از حد، و حاکمیت شرکتی را نیز عاملی مؤثر بر این ارتباط دانست. همچنین، این پژوهش نشان می‌دهد که وجود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در واحدهای تجاری موجب می‌شود که مدیران در جهت منافع سهام‌داران و به نمایندگی آنان قدم بردارند و ریسک سهام‌داران از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها که درنهایت، منتج به استفاده از آن منابع از سوی مدیران در پروژه‌های سرمایه‌ای است، به حداقل برسد.

این نتایج با پژوهش جنسن (۱۹۸۶) با عنوان «هزینه‌های نمایندگی، امور مالی شرکت و به‌دست آوردن اکثریت آرای شرکت»، مورگادو و پیندادو (۲۰۰۳) با عنوان «فرضیه‌های سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد»، ریچاردسون (۲۰۰۶) با عنوان «سرمایه‌گذاری بیش از حد جریان‌های نقدی آزاد» و یانگ و جیانگ (۲۰۰۸) با عنوان «کیفیت اطلاعات حسابداری، جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد»، چن و همکاران (۲۰۱۶) با عنوان «جریان‌های نقدی آزاد، سرمایه‌گذاری مازاد و حاکمیت شرکتی در چین»، ثقفی و همکاران (۱۳۹۰) با عنوان «کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقدی آزاد»، همخوانی دارد.

باتوجه به جدول ۵، مقدار آماره  $t$  برای CFC، برابر با  $3/90$  - (معنادار و منفی)، برای IndB، برابر با  $0/10$  - (بی‌معنی)، برای SizeB برابر با  $0/97$  - (بی‌معنی)، برای AuditSize برابر با  $1/52$  - (بی‌معنی)، برای IndB\*FCF برابر با  $3/26$  - (معنادار و منفی)، برای SizeB\*FCF برابر با  $0/48$  - (بی‌معنی)، برای AuditSize\*FCF برابر با  $2/36$  (معنادار و مثبت)، برای Size برابر با  $5/58$  (معنادار و مثبت) و برای LEV برابر با  $1/74$  - (بی‌معنی) است. مقدار آماره  $t$  برای عرض از مبدأ، برابر با  $3/26$  - است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد؛ یعنی عرض از مبدأ معنادار است. بنابراین، می‌توان گفت فرضیه دوم پذیرفته شده است و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

## ۹. نتیجه‌گیری

واحدهای تجاری، همواره با فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی مواجه می‌شوند و نیازمند تصمیم‌گیری منطقی درباره یک سرمایه‌گذاری بهینه هستند. درواقع، سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری، باید باتوجه به محدودیت منابع و کارآ بودن آن انجام گیرد؛ اما مسئله اصلی، انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری از سوی مدیران واحدهای تجاری است که براساس منافع شخصی آنها صورت می‌گیرد. واحدهای تجاری برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را باتوجه به محدودیت منابع، مد نظر قرار دهند که از عوامل مؤثر در ایجاد سرمایه‌گذاری بیش از حد، جریان نقد آزاد در واحد تجاری است. مدیران در واحدهای تجاری که جریان نقد آزاد بالایی دارند، در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که بازده غیرپولی را به‌وجود می‌آورد و موجب گسترش سرمایه‌گذاری واحد تجاری و درنتیجه، سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود.

جریان نقد آزاد، معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها، دراختیار دارد.

## ۱۰. پیشنهاد‌های حاصل از پژوهش

### ۱۰-۱. پیشنهاد‌های کاربردی ناشی از نتایج

#### پژوهش

باتوجه به وجود رابطه منفی بین جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد در فرضیه اول، شرایط بازار سرمایه به گونه‌ای است که می‌توان پیش‌بینی کرد که وجود جریان‌های نقدی آزاد سبب تمایل شرکت‌ها به سرمایه‌گذاری بیشتر نمی‌شود، از این رو، سرمایه‌گذاران باید با حساسیت بیشتری سیاست‌های برخورد با جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌ها را بررسی کنند.

براساس نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه دوم، می‌توان شرکت‌ها را به تدوین سیاست‌های حاکمیت شرکتی مناسب‌تر ترغیب کرد.

نتایج این پژوهش، موجب افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از وضعیت حاکمیتی شرکت‌ها می‌شود و به آنها پیشنهاد می‌شود که با استفاده از این اطلاعات، از ائتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری کنند. همچنین، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری، به ویژه، نوع و میزان سرمایه‌گذاری، از اطلاعات مربوط به حاکمیت شرکتی استفاده کنند.

علاوه بر این، به مدیران و مسئولان سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود، در راستای کاهش عدم تقارن اطلاعات و بهبود کارایی سرمایه‌گذاری، راهکارهای عملی اتخاذ کنند و نظارت بیشتری بر حاکمیت شرکتی شرکت‌ها داشته باشند؛ به علاوه، برای کاهش تضاد منافع، مؤسسات را به دقت در امر گزارشگری حسابرسی و اعتباردهی به گزارش‌های مالی ملزم سازند.

### ۱۰-۲. پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

باتوجه به نتایج این پژوهش و پرسش‌هایی که طی انجام آن برای پژوهشگر مطرح شد، برای تکمیل این پژوهش و انجام مطالعات بیشتر در حوزه‌های مرتبط با این پژوهش، پیشنهاد‌های زیر برای انجام مطالعات آتی ارائه می‌شود:

۱. رابطه بین انواع جریان‌های نقدی با سرمایه‌گذاری بیش از حد، با در نظر گرفتن نقش متغیرهای تعدیل‌گر، مانند کمیته حسابرسی؛
۲. بررسی اثر سهام‌داران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد.

## مرجع‌ها

- احمدپور، احمد و یحیی‌زاده‌فر، محمود. ۱۳۸۳. مدیریت مالی. جلد اول. انتشارات مدیریت و پژوهش.
- آذر، عادل و مؤمنی، منصور. ۱۳۸۵. آمار و کاربرد آن در مدیریت ۲. تهران: انتشارات سمت.
- بدری، احمد. ۱۳۸۷. «مبانی و ضرورت راهبری شرکتی»، مجموعه مقالات همایش راهبری شرکتی.
- تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا. ۱۳۸۸. «اثر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری»، نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی ۳، ۶۸-۵۰.
- ثقفی، علی؛ بولو، قاسم؛ محمدیان، محمد. ۱۳۹۰. «کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقدی آزاد»، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز ۳(۲)، ۶۳-۳۷.
- حساس یگانه، یحیی. ۱۳۸۴. فلسفه حسابرسی، چاپ اول. تهران: شرکت انتشارات علمی و فرهنگی.
- خدادادی، ولی؛ رشیدی باغی، محسن؛ قربانی، رامین؛ کاویانی، مریم. ۱۳۹۲. «تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها»، مجله مدیریت دارایی و تأمین مالی ۱، ۱۰۸-۹۳.
- رضایی، فرزین و تیموری، محمد. ۱۳۹۱. «بررسی روابط تعاملی بین ریسک جریان‌های نقدی آزاد، ساختار حاکمیت شرکتی و سیاست بدهی شرکت‌ها»، فصلنامه دانش حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۳، ص ۱۱۵-۹۸.
- ستایش، محمدحسین و ذوالفقاری، مهدی. ۱۳۹۰. «تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر نسبت‌های بدهی و تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار ۱۵، ۹۴-۷۱.

- AL-Dhamari, Redhwan Ahmed & Ismail, Ku Nor Izah Ku. 2014. "An Investigation into the Effect of Surplus Free Cash Flow, Corporate Governance and Firm Size on Earnings Predictability", *International Journal of Accounting and Information Management* 22(2), 118-133.
- Chen, Xin; Sun, Yong; XU, Xiaodong. 2016. "Free Cash Flow, Over-Investment and Corporate Governance in China", *Pacific-Basin Finance Journal* 37, 81-103. With doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.06.003>
- Chung, R.; Firth, M.; Kim, J. B. 2005. "Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring", *Journal of Business Research* 58, 766-776.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. 1983. "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Hubbard, R. Glenn. 1998. Capital market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature* 36, 193-227
- Jensen, M. C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review* 76 (2), 323-329.
- Modigliani, F., and Miller, M. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48, 261-297.
- Morgado, M. and Pindado, J. 2003, The underinvestment and overinvestment hypotheses: An Analysis using panel data. *European Financial Management*, 9(2): 163-177.
- شاهنده، اکرم، ۱۳۹۰، بررسی رابطه بین اطلاعات حسابداری و جریان نقدی آزاد با بیش‌سرمایه‌گذاری مدیران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران مرکز.
- شیرین‌بخش، شمس‌الله و حسن خونساری، زهرا. ۱۳۸۴. کاربرد *Eviews* در اقتصادسنجی. تهران: نشر پژوهشکده امور اقتصادی.
- غلامزاده لداری، مسعود. ۱۳۸۸. «جریان نقد آزاد، معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها»، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۱۷۶۹، تاریخ چاپ: بیست و سوم فروردین.
- فخاری، حسین؛ کاشانی‌پور، محمد؛ رجب‌بیگی، محمدعلی. ۱۳۹۳. «بررسی نقش نظارتی ساختار مالکیت و خطمشی بدهی بر کنترل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پیشرفت‌های حسابداری ۶۶، ۶۳-۹۰.
- محمدزاده ساطقه، حیدر؛ بادآور نهندی، یونس؛ اسماعیل‌نژاد، مجید. ۱۳۹۴. «بررسی تأثیر نظام راهبری شرکت بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۷۹، ۱۴۲-۱۲۵.
- محمدیان، محمد. ۱۳۸۹. رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقدی آزاد (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبائی.
- محمودآبادی، حمید؛ مهدوی، غلامحسین؛ فریدونی، مرضیه. ۱۳۹۲. «بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه دانش حسابداری، ۴(۱۲)، ۱۱۱-۱۳۱.
- مؤمنی، منصور و فعال قیومی، علی. ۱۳۹۰. تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS. تهران: نشر نو.
- نوروش، ایرج؛ مهرانی، ساسان؛ کرمی، غلامرضا؛ مرادی، محمد. ۱۳۸۷. مروری جامع بر حسابداری مالی. جلد اول. چاپ پنجم. تهران: انتشارات نگاه دانش.

- Steve, C.; Lim, A.; Thomas, M. 2013. "Intangible Assets, Investment Policy, and Capital Structure", available in: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), PP. 1-70.
- Yang, J., and Jiang, Y. 2008. Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study. *The Business Review*, 11(1): 159-166
- Yudianti, Ninik. 2008. "The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free Cash Flow and Shareholder Value", *Journal of Business Research*, 193-228.
- Nurwati A. et al. 2010. "Corporate Governance and Earnings Forecasts Accuracy", *Asian Review of Accounting* 18(1), 50-67
- Okiro, K.; Aduda, J.; Omoro, N. 2015. "The Effect of Corporate Governance and Capital Structure on Performance of Firms Listed at the East African Community Securities Exchange", *European Scientific Journal* 11(7), 517-546.
- Richardson, S. 2006. Overinvestment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11:159-189.