

اثر نقدینگی و سرمایه در گردش بر سرمایه گذاری های شرکت با در نظر گرفتن مالکیت دولتی

صابر سیل سپور

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران شرق، تهران، ایران

چکیده

اعتبار شرکت ها در بازارهای سرمایه تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنها وابسته است. پایه و اساس تولید و ارائه خدمات به چگونگی تامین و مصرف منابع مالی مرتبط است همچنین به وجود آوردن بدهی و عرضه و انتشار سهام به عنوان دو منبع اصلی تامین مالی شرکت ها ذکر می شوند. البته باید توجه داشت که استفاده از بدهی ضمن ایجاد هزینه های ثابت قابل توجه، موجب افزایش اهرم و در نتیجه ریسک شرکت ها می شود. به همین علت، رصد چگونگی تامین مالی با کمک و استفاده از راه ها و روش های اهرمی و با توجه به سایر عوامل، از اهمیت بالایی برخوردار است. سرمایه گذاری شرکت ها در زمینه های مختلف، همواره به عنوان یکی از راه های مهم توسعه شرکت ها و جلوگیری از رکود و عقب ماندگی، مورد توجه بوده است. هدف اصلی این پژوهش بررسی اثر نقدینگی و سرمایه در گردش بر سرمایه گذاری شرکت با در نظر گرفتن نقش مالکیت دولتی می باشد. جامعه آماری تحقیق شامل شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران و حجم نمونه شامل ۹۰ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که به روش حذف سامانمند انتخاب گردید. همچنین قلمرو زمانی مورد مطالعه از سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ می باشد. در این تحقیق از روش داده های تابلویی استفاده شده است و از نرم افزار ایویوز ۸ برای انجام محاسبات و آماده کردن داده ها به اطلاعات مورد نیاز پژوهش و نیز تجزیه و تحلیل آن ها استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می دهد که وجود رابطه معناداری بین جریان نقدی و سرمایه گذاری تایید نمی شود. همچنین تاثیر معناداری مالکیت دولتی بر روابط بین نقدینگی و سرمایه گذاری شرکت ها تایید گردید و رابطه معناداری سرمایه در گردش با سرمایه گذاری تایید شد در پایان میتوان گفت مالکیت دولتی تاثیر معناداری بر روابط بین سرمایه در گردش و سرمایه گذاری شرکت ها دارد و این موضوع در این پژوهش تایید گردید.

واژگان کلیدی: جریان های نقدی، سرمایه در گردش، سرمایه گذاری شرکت، مالکیت دولتی

مقدمه

سرمایه گذاران همواره به دانستن میزان موفقیت مدیران در به کارگیری از سرمایه آن‌ها تمایل دارند. ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهام داران در بلندمدت از مهم‌ترین اهداف شرکت‌ها محسوب می‌شود و سیستم‌های ارزیابی عملکرد، ابزارهایی مفید برای ارزیابی عملکرد مدیران به شمار می‌رود.

اصولا سرمایه‌گذاران باید بررسی‌های وسیعی در مورد خرید یا فروش سهام عادی انجام دهند. به عبارت دیگر آنها باید عوامل زیادی را در هنگام سرمایه‌گذاری مد نظر قرار دهند؛ زیرا آنها نقدترین دارایی خود را به سهام تبدیل می‌نمایند. در صورتی که آنها بدون در نظر گرفتن تعدادی از عوامل، سرمایه گذاری کنند، نتایج مطلوبی از سرمایه‌گذاری دریافت نخواهند کرد. این موضوع بیشتر در کشورهایی که بازار اوراق بهادار (بورس) فاقد کارایی است مطرح است. در کشورهایی که بورس اوراق بهادار کارایی دارند، احتیاج به بورس‌های وسیع در مورد اوراق بهادار نیست زیرا قیمت بازار سهام نزدیک به ارزش ذاتی (واقعی) آن است. به عبارت گویاتر قیمت بازار اوراق بهادار شاخص مناسبی از ارزش واقعی اوراق بهادار است. (جهانخانی، ۱۳۹۲). در کشورهای پیشرفته صنعتی، تحقیقات بسیاری در مورد فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار صورت گرفته است. در این کشورها به سرمایه‌گذار به عنوان یکی از اجزای مهم بورس نگریسته می‌شود. در سایر کشورها نیز سرمایه‌گذاران نقش بسزایی در رونق بورس دارند. در راستای خصوصی سازی اقتصاد و واگذاری سهام شرکت‌های دولتی، دست اندرکاران باید شناخت دقیقی نسبت به سرمایه‌گذاران داشته باشند.

بیان مساله

اعتبار شرکت‌ها در بازارهای سرمایه تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنها وابسته است. پایه و اساس تولید و ارائه خدمات به چگونگی تامین و مصرف منابع مالی وابسته است. به همین علت، ساختار سرمایه به عنوان با اهمیت ترین عامل تاثیرگذار بر ارزش گذاری شرکت‌ها و سمت گیری آن‌ها در بازارهای سرمایه، ذکر شده است. بیشتر شرکت‌ها وجوه مورد نیاز خود را از روش‌های گوناگونی تامین می‌کنند؛ اما عواملی مانند اندازه شرکت، ریسک، نوع صنعت و میزان دسترسی به بازارهای تامین مالی و نیز محیط‌های اقتصادی و سیاسی، آنها را در خصوص تصمیم‌گیری‌های بهینه در این زمینه، محتاط کرده است. این در حالی است که به وجود آوردن بدهی و عرضه و انتشار سهام به عنوان دو منبع اصلی تامین مالی شرکت‌ها ذکر شده است. البته باید توجه داشت که استفاده از بدهی ضمن ایجاد هزینه‌های ثابت قابل توجه، موجب افزایش اهرم و در نتیجه ریسک شرکت‌ها می‌شود. به همین علت، رصد چگونگی تامین مالی با کمک و استفاده از راه‌ها و روش‌های اهرمی و با توجه به سایر عوامل، از اهمیت بالایی برخوردار است. منابع تامین مالی شرکت‌ها به دو بخش منابع مالی داخلی و منابع مالی خارجی تقسیم می‌شود. در خصوص تامین نیاز مالی با استفاده از روش اول، شرکت از سود بدست آمده استفاده می‌کند؛ یعنی در عوض تقسیم نمودن سود بین سهامداران، آن را به منظور کسب بازدهی بیشتر در فعالیت‌های عملیاتی شرکت به کار می‌گیرد. همچنین، برای تامین مالی برون سازمانی، شرکت‌ها از بدهی‌ها و انتشار سهام استفاده می‌کنند. این در حالی است که تفاوت اصلی بدهی‌ها و سهام را می‌توان در الزام به پرداخت و مزایای مالیاتی بدهی خلاصه کرد. (یوسف معمار، ۱۴۰۲) امروزه با گسترش سطح کیفی فعالیت و همچنین توسعه گستره امور اقتصادی، تصمیم‌های مالی شرکت‌ها از جمله مسایل پیچیده‌ای است که در راستای کسب بهترین بازده و مطلوبیت در بهترین شرایط به وجود می‌آید. در این راستا با توجه به آن که مسئولیت اصلی این تصمیم‌ها به مدیران مالی برمی‌گردد، آنها در تلاش برای دستیابی به روابط بین عوامل شاخص در شرکت‌ها هستند. از جمله این مسایل مبحث تصمیمات سرمایه‌گذاری است (آئون و هوانگ، ۲۰۲۲). در واقع سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در زمینه‌های مختلف، همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب ماندگی، مورد توجه بوده است. سیاست سرمایه‌گذاری یک شرکت باید تنها مبتنی بر عواملی باشد که باعث افزایش سودآوری، ارزش خالص و جریان نقدی می‌شود. نظریه‌های متعددی این موقعیت را در طول سال‌ها به چالش کشیده‌اند و از طریق سبدهای مالیاتی از مزایای سرمایه در گردش حمایت کرده‌اند؛ این سبدهای مالیاتی از اتخاذ قراردادهای بدهی مرتبط با هزینه‌های خالص ورشکستگی ناشی می‌

شوند؛ یعنی نقطه ای که در آنجا هزینه های سرمایه به حداقل می رسند (فرانک و گوئل، ۲۰۱۶^۲). تصمیمات یک شرکت در مورد تامین مالی ناگزیر بر سرمایه- گذاری ها، بر ارزش چنین سرمایه گذاری ها و در کل بر ارزش شرکت تأثیر می گذارند. سرمایه در گردش نقطه قوت شرکت ها است؛ چرا که تقویت کننده نقدینگی، عملکرد و جریان نقدی می باشد و از نیروی های حیاتی شرکت به حساب می آیند (ونگسای و کیندا، ۲۰۲۲^۳). به اعتقاد مایرز^۴ (۲۰۲۰) هنگامی که شرکت، تأمین مالی درون سازمانی را به تأمین مالی برون سازمانی، و تأمین مالی از محل استقراض را به تأمین مالی از طریق انتشار سهام ترجیح می دهد، ساختار سرمایه شرکت براساس الگوی نظریه سلسله مراتب شکل گرفته است. فرض اصلی در نظریه سلسله مراتب این است که تا وقتی که تأمین مالی از راه استقراض به صرف شرکت باشد، شرکت هیچگاه سهام جدیدی را منتشر نمی کند. بر اساس این نظریه، میان اهرم و جریان نقد رابطه منفی وجود دارد (فرانک و گوئل، ۲۰۲۳^۵؛ اسپوون و وان هول، ۲۰۲۱^۶). این نظریه بر اولویت بندی در انتخاب منابع ساختار سرمایه مبتنی است و جریان نقد ایجاد شده در داخل سازمان، انتخاب نخست برای تأمین مالی به حساب می آید (مایرز، ۲۰۲۰).

همچنین در زمینه مالکیت نیز مودیگیلیانی و میلر (۲۰۱۹) عنوان نمودند که اگر درصد سهامداران دولتی زیاد باشد مدیریت شرکتی ناکارآمد و بی فایده خواهد شد و در نتیجه آن جریان نقدی روی سرمایه گذاری تأثیر مثبت بالاتری خواهد داشت. در مقابل نسبت بالاتر از سرمایه گذاران دولتی و نهادی تخصصی مانند بانک ها، مدیریت را بهبود می بخشد و در نتیجه ی آن، اهمیت جریان وجوه نقدی روی سرمایه گذاری کاهش می یابد. اگر نسبت بالایی از سهام داران، بی تجربه باشند تأثیری معکوس خواهد گذاشت. علاوه بر این در صورتی که مالکیت درونی در حد بالایی باشد، به دلیل جبهه گیری مدیریت^۷ تأثیر مثبت این فرآیند بی تأثیر خواهد شد. حال اگر سرمایه گذاری به صورت متمرکز انجام گیرد، رابطه آن با جریان نقد کاهش یافته که دلیل آن می تواند کاهش هزینه های تأمین مالی و یا بهبود مدیریت باشد. همچنین در صورت بروز مشکلات مدیریتی، بالا بودن درصد سهام دولتی، روی جریان نقدی تأثیر زیادی دارد. اما وقتی مدیریت بهبود یابد، اثر کاهشی این نوع از مالکیت سهام را شاهد خواهیم بود (ژین چن و همکاران، ۲۰۲۱).

مالکیت دولتی توان اثرگذاری بر تصمیمات مالی شرکت ها را دارد. مطالعات اولیه نشان می دهد که به دلیل داشتن امتیازات تخفیف مالیاتی، دسترسی مناسب به اعتبار یا سایر موارد پشتیبانی، شرکت های دولتی در حوزه اقتصادی محدودیت کمتری دارند، به این معنی که شرکت های دولتی ممکن است حساسیت سرمایه گذاری متفاوتی نسبت به جریان نقدی داشته باشند (کورنای^۸، ۲۰۱۹؛ کورنای، ۲۰۱۹؛ ماسکین و همکاران^۹، ۲۰۲۲). چن و همکاران^{۱۰} (۲۰۲۲) شواهدی را نشان می دهد که حساسیت سرمایه گذاری به نسبت کیوتوبین به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی در مالکیت دولتی ضعیف شده و منجر به افزایش ناکارآمدی سرمایه گذاری می شود. علاوه بر این، رابطه معناداری بین سرمایه گذاری و نقدینگی به صورت تجربی در هر دوی شرکت های دولتی و غیر دولتی یافت شده است (فیرث و همکاران، ۲۰۱۹؛ تسای و همکاران، ۲۰۲۰). در زمینه مالکیت مودیگیلیانی و میلر^{۱۱} (۲۰۲۳) عنوان نمودند که اگر درصد سهامداران دولتی زیاد باشد مدیریت ناکارآمد و بی فایده خواهد شد و در نتیجه آن جریان نقدی روی سرمایه گذاری تأثیر مثبت خواهد داشت. تسای و همکاران (۲۰۲۰) رابطه معناداری بین سرمایه گذاری و جریان های نقدی را نشان می دهند، که این موضوع باعث محدودیت های مالی برای شرکت ها و به ویژه شرکت های خصوصی می شود. این بدان معناست که ارتباط بین سرمایه گذاری و جریان های نقدی توسط

2 - Frank & Goyal

3 - Vengesai & Kwenda

4 - Myers

5 - Frank & Goyal

6 - Schoubben & Van Hulle

7 - Management Entrenchment

8 - Kornai

9 - Maskin et al

1 - Chen et al

1 - Modigliani & Miller

شرکت های دولتی افزایش می یابد. همچنین فیرث و همکاران (۲۰۱۹) رابطه معناداری بین سرمایه گذاری و جریان های نقدی را تأیید می کند، اما بیشتر استدلال می کند که این رابطه معناداری ممکن است با مالکیت دولتی یا محدودیت در تامین مالی متفاوت باشد. همچنین نونگ و اوکودا (۲۰۲۱) اظهار داشتند که شرکت های دولتی نسبت به سایر شرکت ها دسترسی آسان تری به قرض گرفتن وجوه از بانک ها دارند. به این ترتیب مالکیت دولت ممکن است اثر تعدیلی در رابطه بین سرمایه گذاری و سرمایه در گردش داشته باشد. به عبارت دیگر می توان انتظار داشت که مالکیت دولتی تاثیر مثبتی بر ارتباط بین سرمایه در گردش با سرمایه گذاری شرکت داشته باشد (ثوا و همکاران، ۲۰۲۲). با توجه به مبانی مطرح شده در خصوص موضوع پژوهش، این انتظار می رود که نقدینگی و سرمایه در گردش بر سرمایه گذاری شرکت اثر معناداری داشته باشند. همچنین می توان انتظار داشت که مالکیت دولتی بر این ارتباط تاثیرگذار باشد. در نتیجه این سوال پژوهشی مطرح می گردد که آیا با در نظر گرفتن نقش مالکیت دولتی، نقدینگی و سرمایه در گردش بر سرمایه گذاری های شرکت اثر معناداری دارد؟

اهمیت موضوع

از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکتی می توان به توانایی شرکت در مشخص کردن منابع مالی بالقوه داخلی و خارجی برای فراهم سازی سرمایه جهت سرمایه گذاری و برنامه ریزی مناسب اشاره کرد. برای مطلوب تر کردن ساختار سرمایه، آشنا شدن با منبع های مختلف تامین مالی و هزینه های مربوط جهت تصمیم گیری مدیران در راستای حداکثرسازی ارزش شرکت، دارای اهمیت بالایی است. در کشور ما تامین مالی با محدودیت هایی از جمله عدم انتشار به موقع اوراق مشارکت، میزان بالا بودن نرخ سود وام های بانکی، تحریم ها و محدودیت های اقتصادی خارجی و غیره روبه رو است. این موضوعات تصمیم گیری در خصوص ساختار سرمایه را تحت تاثیر قرار می دهد. همچنین هیچ روش قابل اتکایی برای بدست آوردن و تعیین نسبت خوبی از ساختار سرمایه (بدهی و حقوق صاحبان سهام) به علت وجود تضاد منافع بین صاحبان سهام و اعتباردهندگان، وام هایی با سطوح ریسک متفاوت و بحران های مالی، وجود ندارد. اگر بدهی از منابع ارزانی تامین گردد، استفاده آن در ساختار سرمایه شرکت ها موجب بالا رفتن بازدهی صاحبان سهام است و در صورتی که نرخ بدهی بالاتر از بازده سرمایه گذاری باشد، استفاده از آن روش تامین مالی خوبی نیست. با توجه به اینکه نوع تامین مالی شرکتها بر ریسک و بازده آنها در عرصه بازارهای تامین مالی تاثیرگذار است، تصمیم های مربوط به ساختار سرمایه نقش موثری بر اعتبار شرکت ها نزد موسسه های تامین مالی خواهد داشت.

شناخت رفتار سرمایه گذاری در کانون توجه اقتصاددانان و سیاست گذاران اقتصادی بوده است. بر این اساس، از دیرباز نظریه پردازان درصدد تهیه الگویی بوده اند تا بتواند رفتار سرمایه گذاری را تبیین و عوامل مهم تأثیرگذار بر آن را شناسایی کنند (هادیان و تحویلی، ۱۴۰۲). تصمیم درخصوص سرمایه گذاری با سه مسئله مهم انتظارات، وقفه ها و ریسک آمیخته است که تحلیل و بررسی همزمان به آنها برای اقتصاددانان به راحتی مقدور نیست؛ چون عوامل بسیاری با توجه به این مسائل، بر سرمایه گذاری یک شرکت تأثیرگذار است. مدیران شرکتها، با شناخت عوامل موثر بر سرمایه گذاری و با به کارگیری آنها در رسیدن به سطح سرمایه گذاری بهینه، می توانند نهایت بازدهی را ایجاد کنند (وردی، ۱۹۱۲).

همچنین جریان نقدی عامل بسیار تعیین کننده ای جهت سرمایه گذاری برای شرکت هایی است که در گذشته به عنوان شرکت هایی که به احتمال فراوان استانداردهای راهبری ضعیف یا مشکلات نمایندگی زیادی دارند، شناسایی شده اند. در مجموع، شواهد نشان می دهد، ارتباط بین سرمایه گذاری و جریان نقد شرکتها با توجه به سطح مشکلات نمایندگی تغییر می کند، گرچه همچنان به عنوان پرسشی قابل تأمل مطرح است.

علاوه بر این، سرمایه اضافی از مهم ترین ابزارهایی است که سهام داران کنترل کننده می توانند برای تحت تملک درآوردن (سلب مالکیت) منابع شرکت استفاده کنند. لذا اهمیت این پژوهش در این است که با بررسی ارتباط بین سرمایه گذاری و جریان های نقدی، مالکیت دولتی و سرمایه در گردش به این پرسش اساسی پاسخ مناسبی بدهد که چگونه مالکیت دولتی، نقدینگی و سرمایه در گردش بر سطح سرمایه گذاری شرکت تأثیرگذار خواهد بود؟ و آیا این پژوهش به افزایش شناخت سرمایه گذاری در

جامعه کمک می کند یا نه؟ همه این سوال ها را می توان با انجام این پژوهش پاسخ داد و با پاسخ به این سوال ها می توان به افزایش رفاه اجتماعی کمک کرد. همچنین انجام این پژوهش موجب گسترش قلمرو رابطه های حسابداری و افزایش دانش حسابداری در این زمینه می شود، که همه این عوامل نشان دهنده اهمیت این پژوهش است.

هدف های پژوهش

- ۱- تعیین تاثیر نقدینگی بر سرمایه گذاری شرکت.
- ۲- تعیین تاثیر نقدینگی بر سرمایه گذاری شرکت با در نظر گرفتن نقش تعدیلی مالکیت دولتی.
- ۳- تعیین تاثیر سرمایه در گردش بر سرمایه گذاری شرکت.
- ۴- تعیین تاثیر سرمایه در گردش بر سرمایه گذاری شرکت با در نظر گرفتن نقش تعدیلی مالکیت دولتی.

فرضیه های تحقیق

- ۱- فرضیه اول: نقدینگی بر سرمایه گذاری شرکت تاثیر معناداری دارد.
- ۲- فرضیه دوم: مالکیت دولتی در تاثیر نقدینگی بر سرمایه گذاری شرکت ها نقش تعدیل گری دارد.
- ۳- فرضیه سوم: سرمایه در گردش بر سرمایه گذاری شرکت ها تاثیر معنادار دارد.
- ۴- فرضیه چهارم: مالکیت دولتی بر روابط بین سرمایه در گردش و سرمایه گذاری شرکت ها تاثیر معنادار دارد.

جامعه و نمونه

جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد؛ لذا قلمرو مکانی تحقیق، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال های ۱۳۹۶ لغایت ۱۴۰۱ است. درخصوص نمونه گیری از شیوه حذف سیستماتیک استفاده خواهد شد که شرایط آن به صورت زیر می باشد:

- ۱- به منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت ها از نوع بانک ها، موسسات مالی و اعتباری، بیمه و لیزنگ نباشند.
- ۲- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند باشد.
- ۳- در دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.
- ۴- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش قابل دسترس باشد.
- ۵- شرکت های عضو نمونه در طول دوره پژوهش دارای وقفه معاملاتی طولانی نباشد (حداکثر سه ماه)

پس از بررسی حجم نمونه شامل ۹۰ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

پیشینه پژوهش

ثوا و همکاران^۳ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان "مالکیت دولتی و رابطه بین سرمایه گذاری و جریان نقدی: مورد مطالعه شرکت های لیست شده ویتنامی" به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین سرمایه گذاری و نقدینگی در ویتنام پرداخته اند. با استفاده از نمونه شرکتهای لیست شده در بورس سهام ویتنام (۳۳۶۶ سال شرکت) در بازه زمانی ۲۰۲۳-۲۰۲۱، نتایج نشان داد که رابطه جریان نقد و سرمایه گذاری برای هر دوی شرکت دولتی و غیر دولتی به معناداری است. علاوه بر این، شرکت های دولتی از حساسیت بالایی به جریان نقدینگی نسبت به سرمایه گذاری برخوردارند که شاید این موضوع به دلیل مسئولیت های اقتصادی، سیاسی، حاکمیت ضعیف شرکت ها و مشکلات نمایندگی باشد. علاوه بر این، سرمایه گذاری در شرکت های با رشد بالا، چه با مالکیت دولتی و چه بدون مالکیت دولتی، وابستگی کمتری به جریان نقدی داخلی دارد. علاوه بر این، شرکت های دولتی با رشد پایین ارتباط بین سرمایه گذاری و نقدینگی بالاتری نسبت به شرکت های بدون مالکیت دولتی دارند.

گرو لون و همکاران^۴ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان "تمرکز بر کیو توبین و جریان نقدی" به بررسی تاثیر نسبت کیوتوبین، نقدینگی و محدودیت های مالی بر میزان سرمایه گذاری شرکتها پرداخته اند. این پژوهش در بازه زمانی ۲۰۱۵-۲۰۲۱ با استفاده از تعداد مشاهدات ۱۱۴۰۳۶ سال- شرکت در کشور ایالات متحده آمریکا انجام شده است. نتایج پژوهش نشان داد که هزینه های سرمایه گذاری توسط شرکت های عمومی ایالات متحده بسیار متمرکز است. صد سرمایه گذار بزرگ، ۶۰ درصد کل هزینه های سرمایه را تشکیل می دهند و بیشترین تغییر در سرمایه گذاری کل را در اختیار دارند. این تمرکز بالا باعث ایجاد اختلافی بین شرکت های متوسط و مؤسسات کلان اقتصادی می شود. برای شرکت های بزرگ، جریان نقدی به عنوان عامل اصلی هزینه های سرمایه گذاری محسوب می شود و برای شرکت های کوچک عمومی اهمیتی ندارد. وجه نقد پیش بینی بهتری از فرصت های سرمایه گذاری آینده برای مصرف کنندگان (هزینه کنندگان) بزرگ فراهم می کند، همچنین نسبت کیوتوبین بر سرمایه گذاری شرکت ها تاثیرگذار است، حتی اگر این شرکت ها به لحاظ مالی محدود نباشند. این نتایج نشان می دهد که حداقل برای بزرگترین مصرف کنندگان، بعید است که خطای اندازه گیری باعث اهمیت جریان نقدی شود. نتایج حساسیت جریان سرمایه گذاری بالقوه را برای شرکت های کوچک و بارشد کم پیش بینی می کند و نشان می دهد که جریان نقدی هنوز مهم ترین عامل تعیین کننده نوسانات اقتصاد کلان در هزینه های سرمایه گذاری است.

دینگ و همکاران^۵ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان "حساسیت جریان نقد-سرمایه گذاری معیار اندازه گیری میل به سرمایه گذاری است نه محدودیت تامین مالی"، به بررسی ارتباط بین حساسیت جریان نقد-سرمایه گذاری و محدودیت تامین مالی در کشور چین پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۵۵۷۶ سال شرکت می باشد که در دوره زمانی ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ مورد بررسی قرار گرفت. روش مورد استفاده در این پژوهش روش حداقل مربعات معمولی و گشتاورهای تعمیم یافته می باشد. نتایج پژوهش نشان می دهد با وجود آنکه روابط بین حساسیت جریان نقد-سرمایه گذاری و محدودیت تامین مالی متفاوت می باشد، لذا حساسیت جریان نقد-سرمایه گذاری نمی تواند محدودیت تامین مالی را اندازه گیری کند. علاوه بر این نتایج نشان می دهد که بعد از کنترل محدودیت تامین مالی، بین حساسیت جریان نقد-سرمایه گذاری و میل به سرمایه گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

سانگ با (۲۰۲۱) به طور تجربی به بررسی ارتباط بین سرمایه در گردش و فرصت های سرمایه گذاری در شرکتهای صنعتی چین پرداخت. وی برای اندازه گیری سرمایه در گردش از چهار نسبت استفاده کرد: نسبت بدهی به ارزش دفتری سرمایه (ارزش دفتری سهام عادی بعلاوه ارزش دفتری سهام ممتاز)، نسبت بدهی به ارزش بازار سرمایه (ارزش بازار سهام عادی به اضافه ارزش دفتری سهام ممتاز)، نسبت بدهی بلندمدت به ارزش دفتری سرمایه (ارزش دفتری سهام عادی بعلاوه ارزش دفتری سهام ممتاز) و نسبت بدهی بلندمدت به ارزش بازار سهام (ارزش بازار سهام عادی به اضافه ارزش دفتری سهام ممتاز) برای اندازه گیری فرصتهای رشد از نسبت بازار به ارزش دفتری سهام عادی استفاده شد. همچنین شرکتها با توجه به نوع صنعت طبقه بندی شدند. وی بیان نمود که انتظار می رود گرایش آن دسته از شرکتهای چینی که فرصتهای رشد بیشتری دارند، به سوی وام گیری کمتر باشد. در این پژوهش، همچنین، شرکتها در دو گروه شرکتهای بزرگ و شرکتهای کوچک قرار گرفتند و آزمونهای جداگانه ای برای هر طبقه انجام گرفت، زیرا اعتقاد بر این است که نسبت بدهی به سرمایه با اندازه شرکت رابطه مثبت دارد. همچنین، شرکت های بزرگ از بدهی بیشتری استفاده میکنند، اما شرکتهای کوچک برای سرمایه گذاری ها، بیشتر از وجوه خود شرکت استفاده میکنند.

مک کانل و سرواز (۲۰۲۱) نمونه بزرگی از شرکتهای تولیدی آمریکا در سالهای ۲۰۱۶، ۲۰۱۷ و ۲۰۱۷ انتخاب کردند. آنها برای هر سال نمونه خود را به دو گروه تقسیم کردند: شرکتهایی که فرصت رشد بالایی دارند و شرکتهایی که فرصت رشد کمتری دارند. نتیجه این بود که در شرکت هایی که فرصت رشد بالایی دارند (دارای نسبت توبین کیو بالا هستند)، ارزش شرکت با اهرم ارتباط منفی دارد، ولی در شرکتهایی که این فرصت رشد را ندارند (دارای نسبت توبین کیو

1 Grullon et al

1 - Deng et al

پایین هستند)، ارزش شرکت با اهرم ارتباط مثبتی دارد. آنها در مباحث خود با استفاده از مفاهیم نظری دو نکته را مورد بحث قرار دادند: اول اینکه اهرم باعث سرمایه گذاری کمتر از اندازه شده، ارزش شرکت را کم میکند؛ دوم، اهرم سرمایه گذاری بیش از واقع را رقیق کرده، ارزش شرکت را بالا میبرد.

کیم^۶ (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان "تاثیر نگاهداشت وجوه نقد و تامین مالی خارجی بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی"، به بررسی تاثیر نگاهداشت وجوه نقد و تامین مالی خارجی بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی در دوره زمانی ۲۰۱۰-۲۰۱۷ پرداخته است. روش انجام این پژوهش با استفاده از رگرسیون چندمتغیره به روش اثرات ثابت است. یافته‌ها نشان می‌دهد که جایگزینی بین نگاهداشت وجوه نقد و جریان نقدی آزاد تا حدی می‌تواند این موضوع را که چرا منابع مالی محدود شده شرکت‌ها به جریان نقدی بستگی نداشته را تشریح کند. همچنین سطح تامین مالی خالص خارجی نیز می‌تواند تا حدی مشکل حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی را توضیح بدهد. علاوه بر این، استدلال می‌شود که تاثیر نگاهداشت نقدی و تامین مالی خارجی بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی توسط سطح پایین جریان نقدی داخلی برای شرکت‌های محدود شده مالی ایجاد می‌شود.

بابائی صدقیانی و جبارزاده کنگرلوئی (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان "تاثیر سطح نگهداشت وجه نقد و تامین مالی از طریق بدهی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی با تأکید بر محدودیت مالی"، به بررسی تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و تامین مالی از طریق بدهی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی با تأکید بر نقش میانجی محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در راستای دستیابی به هدف پژوهش نمونه‌ای شامل ۱۱۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ انتخاب گردید. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون داده‌های تابلویی به روش تلفیقی بهره گرفته شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که، بین جریان وجوه نقد و سرمایه‌گذاری رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار وجود دارد و شرکت‌های دارای محدودیت مالی در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت مالی، حساسیت جریان وجوه نقد بیشتری دارند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که بین سطح نگهداشت وجه نقد و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه‌ای وجود ندارد.

عرب صالحی و اشرفی (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان "نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی"، به بررسی نقش ذخایر نقدی در تعیین ارتباط بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این پژوهش از نوع همبستگی بوده، بر تحلیل داده‌های تابلویی مبتنی است. در این پژوهش، اطلاعات مالی ۷۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ بررسی شده است (۷۲ شرکت-سال). یافته‌های پژوهش نشان دهنده نقش مثبت ذخایر نقدی در کاهش ارتباط بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی شرکت‌هاست. از طرف دیگر، برتری خاصی در استفاده از مدل ذخایر نقدی بهینه در مقایسه با معیارهای سنتی محدودیت مالی مشاهده نشد.

نوریان (۱۳۹۶) در تحقیقی به بررسی اثر گذاری سود خالص و جریان های نقد عملیاتی بر قیمت و بازده سهام پرداخته است، نتایج تحقیق وی نشان می‌دهد که سود هم چنان یکی از اطلاعات مفید اثر گذار در تعیین بازده سهام به شمار می‌رود در حالی که جریان های نقد عملیاتی چندان مربوط نمی‌باشند. همچنین در پیش بینی قیمت سهام سود هر سهم قابل اتکاتر از ارزش دفتری می‌باشد.

جهاننهاد و شعبانی (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان "تاثیر محدودیت در تامین مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری"، به بررسی تاثیر محدودیت در تامین مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و ارتباط بین نقدینگی و سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. هدف این پژوهش بررسی تاثیر محدودیت تامین مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری است. جامعه آماری، ۱۴۶ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۶ می‌باشد. روش پژوهش از نوع همبستگی و متغیرهای پژوهش با تکنیک‌های آماری پولد و آزمون

تفاوت مورد آزمون قرار گرفته است. یافته‌های آزمون بیانگر آنست که سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معنادار و سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی تأثیر منفی و معنادار و در شرکت‌های فاقد محدودیت در تأمین مالی تأثیر معناداری ندارد. همچنین حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که دارای محدودیت در تأمین مالی، بیشتر است نسبت به شرکت‌هایی که دارای محدودیت در تأمین مالی نیستند.

عسکری کوپائی و لاجوردی (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان "تعیین تأثیر نگره داشت وجوه نقد و تأمین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی" به بررسی تأثیر نگره داشت وجوه نقد و تأمین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی پرداخته‌اند. جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری آن شامل داده‌های ۱۰۱ شرکت برای دوره ۷ ساله ۱۳۸۶-۱۳۹۲ می‌باشد. روش داده‌های تابلویی و رگرسیون چند متغیره روش مورد استفاده جهت برآورد الگو می‌باشد. نتایج پژوهش نشان داد بین نگره داشت وجوه نقد و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی رابطه مثبت و مستقیمی وجود دارد. همچنین بین نسبت بدهی‌ها و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی رابطه مثبت و مستقیمی وجود دارد، ولی بین بدهی‌های بلند مدت و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی رابطه معنی‌داری وجود ندارد. همچنین نتایج پژوهش نشان داد بین اثر تعاملی جریان‌های نقدی و نگره داشت وجه نقد با حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی رابطه مثبت و مستقیمی وجود دارد.

روش شناسی پژوهش

از نظر هدف

روش پژوهش به‌کاررفته در این پژوهش توصیفی (همبستگی) است. پژوهش حاضر از نوع تجربی بنیادی^{۱۷} می‌باشد که در آن رابطه منطقی بین کار پژوهشی و جامعه پدید می‌آید و پژوهشگر در اندیشه کاربردی کردن دستاوردها در جامعه می‌باشد.

از نظر شیوه بررسی

با توجه به اینکه در این پژوهش برای جمع‌آوری از اسناد و مدارک، کتب، مقالات، پایان‌نامه‌ها و نیز پایگاه اطلاعاتی اینترنتی جهت جمع‌آوری اطلاعات در خصوص فصل‌ها و بخش‌های مختلف استفاده شده است؛ لذا پژوهش حاضر از نظر شیوه بررسی از نوع پژوهش‌های همبستگی با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است.

از نظر ارتباط بین متغیرها

این پژوهش از نظر ارتباط بین متغیرها از نوع پژوهش‌های همبستگی^{۱۸} می‌باشد. زیرا روابط بین متغیرهای مستقل و وابسته را بررسی می‌نماید.

جامعه و نمونه آماری مورد بررسی

- جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از ابتدای سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ شامل می‌شود.

- حجم نمونه

برای تعیین حجم نمونه از روش حذف سیستماتیک استفاده شد که شرایط آن به‌صورت زیر تعریف شده است:

- ۱- به‌منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت‌ها از نوع بانک‌ها، موسسات مالی و اعتباری، بیمه و لیزنگ نباشند.
- ۲- به‌منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.
- ۳- در دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.
- ۴- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب‌شده در این پژوهش قابل دسترس باشد.

1 - Applied Research

1 - Correlation R. Method

۵- شرکت‌های عضو نمونه در طول دوره پژوهش دارای وقفه معاملاتی طولانی نباشد (حداکثر سه ماه) بر اساس معیارهای فوق، ۹۰ شرکت شناسایی گردید. سپس کلیه‌ی اطلاعات مورد نیاز جهت انجام این پژوهش از بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای ره‌آورد نوین جمع‌آوری گردید.

ابزار گردآوری اطلاعات

در این تحقیق برای گرد آوری مبانی نظری و ادبیات موضوع پژوهش، از شیوه کتابخانه‌ای استفاده شده است. بدین قصد اطلاعات لازم از طریق مطالعه‌ی کتاب‌ها و نشریات مربوطه و مراجعه به سایت‌های تخصصی جمع‌آوری شده است. همچنین از سایت کدال^۹ یا بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین برای گردآوری داده‌های متغیرهای مدل پژوهش استفاده خواهد شد. همچنین به دو روش توصیفی و استنباطی به تجزیه و تحلیل داده‌های به‌دست آمده در این پژوهش، پرداخته شده است. داده‌های مورد استفاده از شیوه‌های کمی شامل ابزارهای موجود در آمار توصیفی، نظیر میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف معیار تجزیه و تحلیل شده است. اطلاعات مورد نیاز از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌ها از صورت‌های مالی آنها و نرم افزار ره‌آورد نوین و سایت اینترنتی بازار بورس صورت گرفت و جهت تجزیه تحلیل داده‌ها و استخراج آمار توصیفی و آمار استنباطی از نرم افزار اکسل و ایویوز ۸ استفاده گردید.

یافته‌های تحقیق

در تحلیل نتایج ابتدا به بررسی معناداری مدل و میزان بیان کنندگی متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل پرداخته شده، در این پژوهش جهت آزمون معناداری کل مدل از آماره اف و جهت آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره تی استفاده می‌شود. همچنین از ضریب تعیین R^2 تعدیل شده برای بررسی ارتباط بین متغیرهای وابسته و مستقل استفاده خواهد شد. نتایج حاصل از تخمین مدل در جدول زیر منعکس می‌شود.

جدول (۱) نتایج مربوط به تخمین مدل اول

$IK_{it} = \alpha_0 + \alpha_1CFK_{it} + \alpha_2CFKSQR_{it} + \alpha_3SG_{it} + \alpha_4Tobin's Q_{it} + \alpha_5SIZE_{it} + \alpha_6AGE_{it} + \alpha_7BETA_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره T	احتمال
جریان‌های نقدی	CFK	۰/۶۷۳	۰/۰۸۲	۸/۱۸۰	۰/۰۲۰
توان دوم جریان‌های نقدی	CFKSQR	۰/۱۷۳	۰/۱۱۳	۱/۵۲۶	۰/۰۵۲
رشد فروش	SG	۰/۷۸۷	۰/۰۶۴	۱۲/۲۵۴	۰/۰۲۰
نسبت کیوتوبین	TOBINSQ	۰/۱۱۸	۰/۰۴۵	۲/۵۶۲	۰/۰۲۷
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۲۵	۰/۰۰۶	۱۳/۱۴۶	۰/۰۱۰
سن شرکت	AGE	۰/۰۲۴	۰/۰۰۳	۳/۶۰۵	۰/۰۱۵
بتای شرکت	BETA	۰/۶۹۹	۰/۰۶۴	۱۰/۸۲۴	۰/۰۲۳
ضریب تعیین			۰/۸۱۲	آماره اف	۱۸/۰۱۸
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۷۵۲	احتمال آماره اف	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش،

جدول (۲) نتایج مربوط به تخمین مدل دوم

$$IK_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFKPOS_{i,t} + \alpha_2 CFKNEG_{i,t} + \alpha_3 CFKPOS_{i,t} * SC_{i,t} + \alpha_4 CFKNEG_{i,t} * SC_{i,t} + \alpha_5 SC_{i,t} + \alpha_6 SG_{i,t} + \alpha_7 Tobin's Q_{i,t} + \alpha_8 SIZE_{i,t} + \alpha_9 AGE_{i,t} + \alpha_{10} BETA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	نماد متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره T	احتمال
جریان نقدی مثبت	CFKPOS	۰/۰۰۸	۰/۰۱۵	۰/۴۳۶	۰/۲۹۱
جریان نقدی منفی	CFNEG	۰/۰۱۴	۰/۳۱۳	۰/۹۱۱	۰/۲۶۱
مالکیت دولتی * جریان نقدی مثبت	CFKPOS*SC	۰,۰۵۰	۰,۰۰۶	۷,۹۹۶	۰,۰۰۰
مالکیت دولتی * جریان های نقدی منفی	CFKNEG*SC	۰,۵۲۰	۰,۰۰۷	۱,۶۳۰	۰,۰۰۴
مالکیت دولتی	SC	۰/۰۲۱	۰/۰۱۲	۱۷/۹۰۵	۰/۰۱۰
رشد فروش	SG	۰/۷۸۵	۰/۰۶۰	۱۲/۲۵۶	۰/۰۲۰
نسبت کیوتوبین	TOBINSQ	۰/۱۱۴	۰/۰۴۰	۲/۵۶۲	۰/۰۲۷
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۲۵	۰/۰۰۹	۱۳/۱۴۶	۰/۰۱۰
سن شرکت	AGE	۰/۰۱۲	۰/۰۰۳	۳/۶۰۷	۰/۰۱۵
بتای شرکت	BETA	۰/۶۹۹	۰/۰۶۴	۱۰/۸۲۴	۰/۰۲۳
ضریب تعیین		۰/۵۰۵		آماره اف	۲۵/۳۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۴۸۰		احتمال آماره اف	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش،

همانگونه که ملاحظه می‌شود آماره تی محاسباتی و مقادیر سطح اطمینان ۹۵ درصدی در جدول فوق حاکی از این است متغیر مالکیت دولتی در جریان نقدی مثبت و منفی رابطه مثبت و معناداری با سرمایه گذاری (متغیر وابسته) دارند. مقدار ضریب تعیین الگو نشان می‌دهد. مجموعاً ۵۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. با توجه به اینکه سطح معنی داری آماره اف کمتر از ۰/۰۵ است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۰/۰۹۵ تایید می‌شود، همانطور که مشاهده می‌شود ضریب متغیر مالکیت دولتی در جریان نقدی مثبت برابر ۰/۰۵۰ و مالکیت دولتی در جریان نقدی منفی بر ۰/۵۲ است، آماره تی این متغیرها به ترتیب برابر ۷/۹۹ و ۱/۶۳ و سطح معنی داری آن به ترتیب برابر با ۰/۰۰۰ و ۰/۰۴ است. بنابراین نقش تقویت کننده مالکیت دولتی در تاثیر نقدینگی بر سرمایه گذاری شرکت‌ها (سطح خطای ۰/۰۵) رد نمی‌شود.

جدول (۳) نتایج مربوط به تخمین مدل سوم

$$IK_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFK_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t-1} + \alpha_3 SC_{i,t} + \alpha_4 SC_{i,t} * LEV_{i,t-1} + \alpha_5 SG_{i,t} + \alpha_6 Tobin's Q_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 AGE_{i,t} + \alpha_9 BETA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	نماد متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال
سرمایه در گردش	LEV	۰,۶۸۸	۰,۱۱۶	۵,۷۹۲	۰,۰۰۰
جریان نقدی	CFK	۰,۶۸۴	۰,۰۸۶	۸,۹۴۷	۰,۰۲۰
مالکیت دولتی	SC	۰/۰۵۳	۰/۰۰۷	۷/۱۴۳	۰/۰۰۷

۰/۰۳۹	۲/۰۲۳	۰/۰۴۰	۰/۰۸۲	SC*LEV	سرمایه در گردش مالکیت دولتی
۰/۰۲۰	۱۲/۲۵۴	۰/۰۶۴	۰/۷۸۷	SG	رشد فروش
۰/۰۲۷	۲/۵۶۵	۰/۰۴۶	۰/۱۱۴	TOBINSQ	نسبت کیوتوبین
۰/۰۱۰	۱۳/۱۴۵	۰/۰۰۹	۰/۱۲۶	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۱۵	۳/۶۰۷	۰/۰۰۳	۰/۰۱۲	AGE	سن شرکت
۰/۰۲۳	۱۰/۸۲۴	۰/۰۶۴	۰/۶۹۹	BETA	بتای شرکت
۱۴/۴۲۱	آماره اف	۰/۶۱۳			ضریب تعیین
۰/۰۰۰	احتمال آماره اف	۰/۵۸۳			ضریب تعیین تعدیل شده

منبع: یافته‌های پژوهش،

همانگونه که ملاحظه می‌شود آماره تی محاسباتی و مقادیر سطح اطمینان ۹۵ درصدی در جدول فوق حاکی از این است متغیر سرمایه در گردش رابطه معناداری با سرمایه گذاری (متغیر وابسته) دارد. مقدار ضریب تعیین الگو نشان می‌دهد. مجموعاً ۰/۶۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آماره اف کمتر از ۰/۰۵ است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۰/۰۹۵ تایید می‌شود، همانطور که مشاهده می‌شود ضریب متغیر سرمایه در گردش برابر ۰/۶۸۸ است، آماره تی این متغیر برابر ۵/۷۹۲ و سطح معنی‌داری آن برابر ۰/۰۰۰ است. بنابراین اثر مثبت و معنادار سرمایه در گردش بر سرمایه گذاری (سطح خطای ۰/۰۵) رد نمی‌شود

جدول (۴) نتایج مربوط به تخمین مدل چهارم

$$IK_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CFK_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t-1} + \alpha_3 SC_{i,t} + \alpha_4 SC_{i,t} * LEV_{i,t-1} + \alpha_5 SG_{i,t} + \alpha_6 Tobin's Q_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 AGE_{i,t} + \alpha_9 BETA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	نماد متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال
مالکیت دولتی	SC	۰,۰۵۳	۰,۰۰۷	۷,۱۴	۰,۰۰۷
سرمایه در گردش مالکیت دولتی	SC*LEV	۰,۰۸۲	۰,۰۴۰	۲,۰۲	۰,۰۳۹
سرمایه در گردش	LEV	۰,۶۸۴	۰,۱۱۸	۵,۷۹۲	۰,۰۰۰
رشد فروش	SG	۰/۷۸۷	۰/۰۶۴	۱۲/۲۵۴	۰/۰۲۰
نسبت کیوتوبین	TOBINSQ	۰/۱۱۴	۰/۰۴۶	۲/۵۶۵	۰/۰۲۷
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۲۶	۰/۰۰۹	۱۳/۱۴۵	۰/۰۱۰
سن شرکت	AGE	۰/۰۱۲	۰/۰۰۳	۳/۶۰۷	۰/۰۱۵
بتای شرکت	BETA	۰/۶۹۹	۰/۰۶۴	۱۰/۸۲۴	۰/۰۲۳
ضریب تعیین		۰/۶۱		آماره اف	۱۴/۴۲
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۸		احتمال آماره اف	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش،

همانگونه که ملاحظه می‌شود آماره تی محاسباتی و مقادیر سطح اطمینان ۹۵ درصدی در جدول فوق حاکی از این است متغیر اهرم مالی و مالکیت دولتی رابطه مثبت و معناداری سرمایه گذاری (متغیر وابسته) دارند. مقدار ضریب تعیین الگو نشان می‌دهد. مجموعاً ۰/۶۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. با توجه به اینکه سطح

معنی‌داری آماره اف کمتر از ۰/۰۵ است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۰/۰۹۵ تایید می‌شود، همانطور که مشاهده می‌شود ضریب سرمایه در گردش در مالکیت دولتی برابر ۰/۰۵۳ است، آماره تی این متغیر برابر ۲/۰۲ و سطح معنی - داری آن برابر ۰/۰۳۹ است. بنابراین مالکیت دولتی در تاثیر بین سرمایه در گردش بر سرمایه گذاری شرکت ها نقش تعدیلی تقویت کننده دارد.

بحث و نتیجه گیری درباره یافته های پژوهش

- بحث و نتیجه گیری درباره یافته های مربوط به آزمون فرضیه اول

نقدینگی بر سرمایه گذاری شرکت اثر معناداری دارد.

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 تامین مالی 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 خواهند داد لذا بر اساس موضوع عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبتی بین جریان وجه نقد و سرمایه‌گذاری وجود دارد. جریان وجه نقد برای بقای واحد اقتصادی بسیار بااهمیت است. در واقع شرکت‌هایی که دارای جریان وجوه نقد داخلی بسیار خوبی هستند کمتر به تامین مالی خارجی متکی می‌باشند و در ضمن وام دهندگان نیز به این شرکت‌ها به دلیل نقدینگی خوبی که دارند به راحتی اعتبار می‌دهند. بنابراین این شرکت‌ها سریع‌تر از سایر رقیبان، قادر به اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری مورد نظر خود می‌باشند (آئون و هوانگ، ۲۰۱۷). به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد که نتایج متفاوتی (رابطه مثبت و منفی) برای ارتباط بین جریان وجه نقد و سرمایه‌گذاری وجود دارد. این نتایج در نهایت نشان می‌دهند که رابطه بین جریان نقد و فرصت‌های سرمایه - گذاری در تشخیص و نحوه برخورد مدیران شرکت‌ها با مقوله بهره‌گیری از وجوه نقد در اتخاذ تصمیمات مناسب اقتصادی در مورد فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، بسیار حائز اهمیت است. در این باره می‌توان بیان کرد که شرکت‌هایی که جریان نقدی مثبت دارند، مایل هستند از بودجه داخلی خود برای سرمایه‌گذاری بیشتر استفاده کنند، در حالی که شرکت‌هایی که جریان نقدی منفی دارند، باید به دلیل کمبود بودجه سرمایه‌گذاری خود را محدود کنند و در نتیجه وابستگی بیشتری به سرمایه‌گذاری نسبت به جریان وجوه نقدی دارند به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد که رابطه معناداری بین نقدینگی و سرمایه‌گذاری وجود دارد (ثوا و همکاران، ۲۰۲۳). علاوه بر این برخی از پژوهش‌های دیگر نیز نشان داده که بین سرمایه‌گذاری و نقدینگی رابطه معناداری وجود دارد (کلری و همکاران، ۲۰۱۶^۱؛ فیرث و همکاران، ۲۰۱۹^۲؛ تسای و همکاران، ۲۰۲۰^۳). کلری و همکاران (۲۰۱۶) رابطه معناداری بین سرمایه‌گذاری و نقدینگی پیدا کردند. گاریگلیا^۴ (۲۰۱۷) تاکید می‌کند که رابطه معناداری بین سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی داخلی وجود دارد. همچنین فیرث و همکاران (۲۰۱۹) رابطه معناداری بین سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی را تایید می‌کند. به طور خلاصه رابطه معناداری بین نقدینگی و سرمایه‌گذاری در بسیاری از مطالعات یافت می‌شود، که نشانگر ارتباط متفاوت بین سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدینگی است (ثوا و همکاران، ۲۰۲۳^۵).

نتایج این پژوهش با پژوهش ثوا و همکاران (۲۰۲۳^۶) همسو می‌باشد

- بحث و نتیجه گیری درباره یافته های مربوط به آزمون فرضیه دوم

مالکیت دولتی در تاثیر نقدینگی بر سرمایه گذاری شرکت ها نقش تعدیل گری دارد.

-
- 2 Thoa et al
 - 2 Cleary et al
 - 2 Firth et al
 - 2 Tsai et al
 - 2 - Guariglia
 - 2 Thoa et al
 - 2 Thoa et al

کیان، پانونینگ (۲۰۲۱) نشان دادند مدیران ممکن است از ارتباطات سیاسی، مانند ابزاری برای انتقال ثروت یا سود از شرکت به نفع خود استفاده کنند و این موضوع موجب تضييع حقوق سهامداران می‌شود و ممکن است باعث کاهش ارزش شرکت شود در مقابل، مطالعاتی نیز نشان داده‌اند به ارزش شرکت‌های وابسته سیاسی می‌افزاید (چانی و همکاران، ۲۰۲۱).

مالکیت دولتی توان اثرگذاری بر تصمیمات مالی شرکت‌ها را دارد. مطالعات اولیه نشان می‌دهد که به دلیل داشتن امتیازات تخفیف مالیاتی، دسترسی مناسب به اعتبار یا سایر موارد پشتیبانی، شرکت‌های دولتی در حوزه اقتصادی محدودیت کمتری دارند، به این معنی که شرکت‌های دولتی ممکن است حساسیت سرمایه‌گذاری متفاوتی نسبت به جریان نقدی داشته باشند (کورنای، ۲۰۱۹^{۲۷}؛ کورنای، ۲۰۱۹؛ ماسکین و همکاران، ۲۰۲۲^{۲۸}). چن و همکاران^{۲۹} (۲۰۲۲) شواهدی را نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاری به نسبت کیوتوبین به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی در مالکیت دولتی ضعیف شده و منجر به افزایش ناکارآمدی سرمایه‌گذاری می‌شود. علاوه بر این، رابطه معناداری بین سرمایه‌گذاری و نقدینگی به صورت تجربی در هر دوی شرکت‌های دولتی و غیر دولتی یافت شده است (فیرث و همکاران، ۲۰۱۹؛ تسای و همکاران، ۲۰۲۰). در زمینه مالکیت مودیگیلیانی و میلر^{۳۰} (۲۰۲۳) عنوان نمودند که اگر درصد سهامداران دولتی زیاد باشد مدیریت ناکارآمد و بی‌فایده خواهد شد و در نتیجه آن جریان نقدی روی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت خواهد داشت. تسای و همکاران (۲۰۲۰) رابطه معناداری بین سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی را نشان می‌دهند، که این موضوع باعث محدودیت‌های مالی برای شرکت‌ها و به ویژه شرکت‌های خصوصی می‌شود. این بدان معناست که ارتباط بین سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی توسط شرکت‌های دولتی افزایش می‌یابد. همچنین فیرث و همکاران (۲۰۱۹) رابطه معناداری بین سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی را تأیید می‌کند، اما بیشتر استدلال می‌کند که این رابطه معناداری ممکن است با مالکیت دولتی یا محدودیت در تامین مالی متفاوت باشد. چو و فانگ^{۳۱} (۲۰۱۹) هم نشان دادند که ارتباط بین سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی برای شرکت‌های دولتی نسبت به شرکت‌های خصوصی قوی‌تر است. به عبارت دیگر می‌توان انتظار داشت که مالکیت دولتی بر ارتباط بین نقدینگی با سرمایه‌گذاری شرکت تاثیرگذار باشد و این رابطه را تضعیف کند (ثوا و همکاران، ۲۰۲۲).

نتایج این پژوهش با پژوهش جهان‌شاد و شعبانی (۱۴۰۱) همسو می‌باشد.

– بحث و نتیجه‌گیری درباره یافته‌های مربوط به آزمون فرضیه سوم

سرمایه در گردش تاثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

میرز (۲۰۱۷) در پژوهشی، تأثیر عواملی را که متعاقب بدهی ایجاد می‌شود، بر استراتژی سرمایه‌گذاری بهینه سهامداران و مدیران تحلیل نمود. وی چنین بیان کرد که هر چه بدهی بیشتر شود، انگیزه‌های ائتلاف -سهامدار مدیر در کنترل شرکت، برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت کاهش می‌یابد، زیرا مزایای چنین سرمایه‌گذاری‌هایی (حداقل تا حدی) به جای سهامداران بر اعتباردهندگان منتقل می‌شود. در نتیجه، شرکت‌هایی که اهرم بالایی دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که اهرم پایین‌تری دارند فرصت‌های رشد کمتری خواهند داشت و در تئوری سرمایه‌گذاری کمتر از اندازه برتأثیرات نقدینگی تمرکز می‌کنند شرکت‌هایی که تعهدات بدهی بیشتری دارند، بدون توجه به ماهیت فرصت‌های رشد خود، سرمایه‌دهند گذاری کمتری انجام می‌دهد.

اهرم حاوی هشدار حاکمی از اطلاعات مدیران درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری است تئوری‌های ساختار سرمایه بیان می‌کنند که مدیران شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد مناسب باید اهرم کمتری انتخاب نمایند، زیرا اگر آنها میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند، قادر نخواهند بود از مزایای فرصت و در نتیجه ارتباط سرمایه‌گذاری‌شان استفاده کنند و در نتیجه ارتباط منفی میان رشد آتی و اهرم ایجاد می‌شود، زیرا مدیران شرکت‌هایی با فرصت رشد بالا، اهرم پایین را

-
- 2 Kornai
 - 2 Maskin et al
 - 2 Chen et al
 - 3 - Modigliani & Miller
 - 3 - Chow & Fung

انتخاب خواهند کرد. چنین نتایجی می‌تواند در رگرسیون‌هایی که فرصت‌های رشد را کنترل می‌کنند، وجود داشته باشد.

نتایج این پژوهش با پژوهش کنادحسن^(۲۰۲۰) همسواست.

– بحث و نتیجه‌گیری درباره یافته‌های مربوط به آزمون فرضیه چهارم

مالکیت دولتی تاثیر معناداری بر روابط بین سرمایه در گردش و سرمایه گذاری شرکت‌ها دارد. مالکیت دولتی به عبارتی دیگر مالکیت نهاد دولتی چندین محرک بر نظارت بر گزارشگری مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها دارند، در صورت وضعیت مالکیت دولتی معمولاً مشکلات نمایندگی کم خواهد شد و این امر می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد (شورورزی و همکاران، ۱۴۰۲)

سیستم حاکمیت شرکتی با محوریت دولت، می‌تواند به صورت بالقوه بر سیاست‌های صنعتی دولت مؤثر باشد. (فان و یوشیکاوا، ۲۰۲۳)

فاسیو (۲۰۱۹) عنوان می‌دارد اگر ارتباطات دولتی به عنوان یک عامل سودآوری در نظر گرفته شود، می‌تواند منجر به تحریف تصمیمات سرمایه‌گذاری و یا القاء تصمیمات سرمایه‌گذاری نامناسب گردد که در نتیجه این امر منجر به کاهش ارزش شرکت خواهد شد. اگرچه اشکال مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکت‌ها بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها تأثیرگذار است (چان و همکاران، ۲۰۲۰). اقتصاددانان و کارشناسان به تجربه دریافته‌اند که میزان دولتی بودن اقتصاد کشورها با بازار بورس، رابطه مستقیم و تنگاتنگی دارد، به طوری که هرگونه کنشی از سوی دولت (اگر تصمیم‌گیرنده کلان اصلی اقتصاد باشد) با واکنش‌هایی قابل مشاهده و متعددی در بازار سهام همراه می‌شود (سیتزلی، ۲۰۱۹). در ایران نیز، دولت نقشی اساسی در اقتصاد و همچنین در ساختار شرکت‌های بزرگ دارد و عمده صنایع را شرکت‌هایی با مالکیت دولتی تشکیل می‌دهند. این در حالی است، که رشد سال‌های اخیر بازار سرمایه بیشتر از اینکه متأثر از گزارشگری‌های مالی و وضعیت داخلی شرکت‌ها باشد، متأثر از عوامل سیاسی کلان بوده است. یکی از مواردی که معمولاً به عنوان عوامل سیاسی در فعالیت‌ها و عملکرد شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد، میزان تسلط و کنترل فعالیت‌های شرکت از جهت قیمت‌گذاری و فروش محصولات، توسط دولت است (کوری، ۲۰۱۹). کوان لی (۲۰۱۹) بیان می‌دارد شرکت‌هایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند در انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر عمل می‌کنند و می‌توانند از وابستگی‌های دولتی جهت انتخاب پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت بهره‌مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و باعث افزایش ارزش شرکت شود. شرکت‌ها با وابستگی دولتی و ارتباطات سیاسی می‌توانند از دسترسی آسان به منابع، مالیات پایین‌تر و قدرت بازار قوی‌تر بهره‌مند گردند (فاسیو، ۲۰۱۹). از آنجاکه، مدیران با عنوان نماینده مالکان شرکت را اداره می‌کنند، اگر دست به رفتارهای فرصت‌طلبانه بزنند و تصمیماتی بگیرند که در جهت منافع آن‌ها و عکس منافع سهامداران باشد، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می‌شود. در این میان، سهامداران نهادی که یکی از سازوکارهای مؤثر حاکمیت شرکتی شمرده می‌شوند و دارای اهمیت می‌باشند، با توجه به مالکیت بخش شایان توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ چشم‌گیری برخوردارند و می‌توانند رویه‌های حسابداری و گزارشگری مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهند (مهرانی، کرمی، مرادی و اسکندری، ۱۴۰۰). بنابراین، تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی از طریق بهبود و ارتقای کیفیت گزارشگری مالی، به کاهش ریسک بنگاه اقتصادی کمک می‌کند و از سوی دیگر، مدیران را برای تلاش در جهت افزایش ارزش شرکت به جای پیگیری منافع شخصی کوتاه‌مدت ترغیب می‌کند.

فهرست منابع

آقایی، مسعود؛ مختاریان، احمد (۱۴۰۱). بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳: ۳۶-۳۵

ایروانی، محمدجواد (بهار و تابستان ۱۳۹۶)، بحران مالی جهانی و چند پیشنهاد راهبردی. نشریه مدیریت بازرگانی، دوره ۱، شماره ۲: ۳۳ - ۴۶.

اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ شهریاری، سهیل (۱۳۸۴) بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۹: ۲۵-۴۴.

اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ کردلوئی حمیدرضا (۱۳۹۶). مالی رفتاری، مرحله ی گذر از مالی استانداراد تا نوروفینانس. مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفو سال اول شماره اول

افشاری، حسین (۱۴۰۰) بررسی ساختاری قابلیت پیش بینی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۲: ۱۳-۱۲۶.

ایزدی پناه، ناصر؛ نظر زاده، سلماز (۱۳۹۶) بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله توسعه و سرمایه، شماره ۳: ۸۷-۱۱۰.

بولو، قاسم (۱۳۹۵) نظام راهبردی شرکت و تاثیر آن بر کیفیت سود. مجله اقتصادی بورس، شماره ۵۲: ۸-۱۳.

بختیاری حسن (۱۳۹۵) روشهای موثر در مدیریت نقدینگی بانکها. حسابرس، شماره ۳۴: ۸۶-۹۴

بابائی صدقیانی، جواد؛ جبارزاده کنگرلوئی، سعید. (۱۴۰۱). تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و تأمین مالی از طریق بدهی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی با تأکید بر محدودیت مالی. پژوهش های نوین در حسابداری و حسابرسی ۱ (۲): ۱۵۶-۱۸۹.

حجازی، رضوان؛ انواری رستمی، علی اصغر؛ مقدسی، مینا (۱۳۹۷) تحلیل کارایی کل بانک توسعه صادرات ایران و رشد کارایی شعب آن با استفاده از تحلیل پوششی داده ها (DEA). مجله مدیریت، دانشگاه تهران، شماره ۱.

باغومیان رافیک، (۱۴۰۱) بررسی روند اثر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۲، زمستان ۱۴۰۱: ۱۲۰

بهرامفر، ناصر (۱۳۹۷) ویژگی های کیفی اطلاعات حسابداری مدیریت و نقش آن در تصمیم گیری مدیریت. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۴ و ۲۵: ۸۶-۱۰۹

بدری، احمد (۱۴۰۱) اطلاعات حسابداری و تصمیم گیری چند فرضیه رفتاری. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴: ۸۳-۶۳

برزیده، فریبا (۱۴۰۲) ارتباط بین نسبت کیو توبین و ارزش افزوده اقتصادی (EVA) در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشگده ی حسابداری و مدیریت

قائمی، محمدحسن؛ وطن پرست، محمدرضا (۱۴۰۱). نقش اطلاعات در بازار سرمایه. سایت بورس اوراق بهادار بررسیهای حسابداری و حسابرسی پاییز ۱۳۸۴: ۴۱-۸۵

صدقی خوراسگانی، حسین (۱۳۹۵) سبک های غالب رفتاری سرمایه گذاران در بازار سهام تهران. روزنامه سرمایه [شماره ۵۴۲](#) > 10/6/86: ۱۸

خوش سیما، رضا؛ شهیکی تاش، محمدنبی، (۱۴۰۰) تاثیر ریسک های اعتباری، عملیاتی و نقدینگی بر کارایی نظام بانکی ایران. فصلنامه برنامه ریزی و بودجه، شماره ۴.

خوش طینت، فلاح (۱۳۹۵) بررسی رابطه بین سرمایه در گردش و ظریب واکنش سود. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۵ (۵۱): ۲۲-۸.

شهرآبادی، ابوالفضل؛ یوسفی، راحله (۱۳۹۶) مقدمه ای بر مالیه رفتاری. چاپ شده در ماهنامه بورس، شماره ۶۹، آبان ماه
عسکری کوپائی، رضا؛ لاجوردی، محمد (۱۴۰۰)، تعیین تاثیر نگره داشت وجوه نقد و تأمین مالی بر حساسیت سرمایه گذاری
جریانات نقدی ارتباط بین برخی مکانیزم نئوریهای حاکمیت شرکتی و کارآیی سرمایه گذاری در مراحل چرخه عمر". دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۱۸.

- کردستانی، غلامرضا؛ آشتاب، علی (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین خطای پیش بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران. بررسی یهای حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۷(۶۰):۹۳-۱۰۸.
- مشایخی، برزو؛ صفری، مسعود (۱۳۹۵) وجه نقد ناشی از عملیات و مدیریت سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴: ۳۵-۵۴
- موسویان، سیدعباس؛ کاوه وند، مجتبی (۱۴۰۰)، مدیریت نقدینگی در بانکداری اسلامی. اقتصاد اسلامی، سال دوم، شماره اول، پایایی سوم، پاییز و زمستان ۱۴۰۰: ۳۵-۶۳
- مهرآرا، محسن؛ عبدلی، قهرمان (۱۳۹۵)، نقش اخبار خوب و بد در نوسانات بازدهی سهام در ایران. فصلنامه پژوهشهای اقتصادی ایران، ۸(۲۶): ۲۵-۴۰.
- نوروش، ایرج؛ سعیدی، علی (۱۳۸۴) بررسی برتری سود جامع نسبت به سود خالص برای ارزیابی عملکرد شرکت. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹: ۹۷-۱۲۷
- Aoun, David. and Hwang, John. (2017). The Effects of Cash flow and Size on The Investment Decision of ICT Firms. A Dynamic Approach, *Information Economics and Policy*, 20: 120-134.
- Aivazian, V. A., Y. Ge, and J. Qiu. (2023). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance* 11 (1):۹۱-۲۷۷.
- Allen, F., J. Qian, and M. Qian. (2023). Law, finance, and economic growth in China. *Journal of Financial Economics* 77(1):57-116.
- Bhagat, S., N. Moyen, and I. Suh. (2023). Investment and internal funds of distressed firms. *Journal of Corporate Finance* 11(3):۷۲-۴۹۹.
- Bond, S., Van Reenen, J., (2016). Microeconomic models of investment and employment. *Handb. Econ.* 6: 4417-4498.
- Deng, K, Ding Z, Zhub. Y and Zhou Q. (2022). Investment-cash flow sensitivity measures investment thirst, but not financial constraint, *Accounting and Finance* 57: 165-200
- Duchin, R., Ozbas, O. and Sensoy, B. A., (2021). Costly external finance, corporate investment and the subprime mortgage financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 3(97), 418-435.
- Ezzeddine, B., Richard, F., Abdelfettah, B. (2020). Investment cash flow sensitivity under managerial optimism: New evidence from NYSE panel data firms. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 36(19):11-18.
- Fan, Joseph, T. J. Wong, and Tianyu Zhang, (2016), "Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms", *Journal of Financial Economics* 84(2), PP. ۵۷-۳۳۰.
- Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., Petersen, B.C., (2017). Financing constraints and corporate investment. *Brook. Pap. Econ. Act.* 1: 141-200.
- Faccio, Mara, Ronald Masulis, and John McConnell, (2019), "Political Connections and Corporate Bailouts", *Journal of Finance* 61(6), PP. 2597-2635.
- Firth, M., P. H. Malatesta, Q. Xin, and L. Xu. (2019). Corporate investment, government control, and financing channels: Evidence from China's Listed Companies. *Journal of Corporate Finance* 18 (3):۵۰-۴۳۳.
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2016). Trade-off and pecking order theories of debt. Available at SSRN 670543.
- Frank, M., & V. Goyal. (2023). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*, 38, pp. 1-37.

- Firth, M., C. Lin, and S. M. J. J. O. C. F. Wong. (2017). Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance* 14 (5):۵۳-۶۴۲.
- George, R, Kabir, R, and Jing, Q. (2017). Investment – Cash Flow Sensitivity and Financing Constraints: An Analysis of Indian Business Group Firms, available at ssrn.com, id=683725.
- Kannadhasan, M. (2020). Does Financial Leverage Influence Investment Decisions? The Case of Pharmaceutical Firms in India. Working Paper. Available At: www.ssrn.com
- Kornai, J. J. A. O. (2019). “ Hard” and” Soft” budget constraint. *Acta Oeconomica* 25:۴۵-۲۳۱.
- Kornai, J. J. E. J. O. T. E. S. (2009). Resource-constrained versus demand-constrained systems. *Econometrica* 47:۱۹-۸۰۱.
- Lang, L., E. Ofek, and R. Stulz. (2021). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics* 40 (1):3-29.
- Modigliani, F., Miller M. H., (2008).The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. (2016). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53, 433-443.
- Mateeva, Miroslav, Panikkos, Poutziourisb, Konstantin, Ivanovc. (2021). On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis, *Research in International Business and Finance* 27: 28– 51.
- Maurizio La, R. Raffaele, S. Tiziana La, R. Alfio, C. (2021). Investment cash flow sensitivity and financial constraint: a cluster analysis approach. *Applied Economics* 47 (41): 4442-4457.
- Tarek Ibrahim Eldomiatty Ola Atia Ahmad Badawy Hassan Hafez , (2020), "Mutual benefits of transferring stock risks to dividend policy", *Journal of Economic and Administrative Sciences*, Vol. 30 Iss 2 pp. 131- 158
- Thoa T. K. Tu & Uyen T. U. Nguyen (2022): State Ownership and the Relationship between Investment and Cash Flow: The Case of Vietnamese Listed Firms, *Emerging Markets Finance and Trade*, 1-23.
- Tsai, Y.-J., Y.-P. Chen, C.-L. Lin, and J.-H. Hung. (2020). The effect of banking system reform on investment–Cash flow sensitivity: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance* 46:۷۶-۱۶۶