

## تأثیر تامین مالی از محل افزایش سرمایه بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد شرکتها

فرزین رضایی\* و لیلا هاشمی\*\*

\*دانشیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، دانشکده حسابداری و مدیریت، نویسنده مسؤل، Email: [Farzin.rezaei@qiau.ac.ir](mailto:Farzin.rezaei@qiau.ac.ir)

\*\*کارشناس ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی تاکستان، دانشکده مدیریت حسابداری، Email: [Hashemi.lili@yahoo.com](mailto:Hashemi.lili@yahoo.com)

### چکیده

اهداف اصلی این پژوهش تبیین نظری و تئوریک مبانی تامین مالی و چگونگی ارتباط آن با حساسیت صورت جریان وجه نقد یک سال پیش رو و آتی، بررسی عوامل موثر بر حساسیت صورت جریان وجه نقد، بررسی تأثیرات تامین مالی از محل افزایش سرمایه بر حساسیت صورت جریان وجه نقد در صنایع مختلف بورس اوراق بهادار، بررسی روش‌های معمول تامین مالی به تفکیک صنایع مختلف بورس اوراق بهادار، تبیین رابطه آثار تامین مالی شرکتها و حساسیت صورت جریان وجه نقد یکسال پیش رو بود. روش مورد نظر برای انجام این پژوهش علی و از نوع پس‌رویدادی، در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی بود. روش آماری پژوهش همبستگی مقطعی بود و اطلاعات واقعی شرکتها به صورت تلفیقی و به وسیله الگوی رگرسیون چندگانه مورد بررسی قرار گرفت. روش گردآوری اطلاعات بدین گونه بود که اطلاعات لازم از مقالات و تحقیقات داخلی و به خصوص خارجی و منابع اینترنتی استفاده شد. همچنین از اطلاعات مربوط به متغیرهای تحقیق از اطلاعات موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار و اسناد و گزارشات مالی شرکت‌های بورسی، اطلاعات و داده‌های نرم افزار حسابداری "تدبیر پرداز" و "ره آورد نوین" و اطلاعات سایت [www.Rdis.ir](http://www.Rdis.ir) و [Codal.ir](http://Codal.ir) استفاده شد. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که از سال ۸۴ تا ۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته‌اند، بود. از این پژوهش نتیجه گرفته شد که با توجه به فرضیه اول پژوهش؛ افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات بر حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی تأثیر معنادار داشت. با توجه به فرضیه دوم پژوهش؛ افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته‌ها بر حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی تأثیر معنادار داشت. با توجه به فرضیه سوم پژوهش؛ محل تامین مالی افزایش سرمایه بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تأثیر متفاوت و معنادار داشت.

واژه‌های کلیدی: مخارج سرمایه ای، حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی، محدودیت های مالی

## مقدمه

تأمین منابع مالی برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، بخش عمده‌ای از نگرانی‌های مدیران شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. طبق نظریه میلر-مودیگلیانی در شرایط وجود بازار سرمایه "کامل"، تفاوتی در هزینه تأمین مالی از منابع داخلی یا خارجی شرکت وجود ندارد. در چنین حالتی، شرکت‌ها می‌توانند بدون هیچ مشکلی، با نرخ هزینه سرمایه مشخص، به تأمین منابع مالی لازم از طریق بازار سرمایه اقدام نمایند (مودیگلیانی و میلر<sup>۱</sup>، ۱۹۵۸).

اما بازار سرمایه در عمل، نمی‌تواند به طور کامل کارا باشد. از طرفی، اداره شرکت‌ها در اختیار مدیرانی قرار دارد که مالک شرکت نبوده، منافع متفاوتی با صاحبان اصلی شرکت دارند (مسأله نمایندگی). در چنین حالتی، سرمایه‌گذاران نسبت به مدیران شرکت اعتماد لازم را نداشته، برای تأمین پروژه‌های سرمایه‌گذاری، نرخ بازده بیشتری را خواستار می‌شوند (لیند و پیلی<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷). از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران اطلاعات کمتری در مورد شرایط اقتصادی شرکت‌ها دارند و در بسیاری از موارد، ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها را بیشتر از میزان واقعی ارزیابی می‌کنند (آرسالان و همکاران، ۲۰۰۶). در نهایت، تأمین مالی از منابع خارج از شرکت (انتشار سهام، اوراق قرضه) دارای هزینه‌های زیادی است که باعث می‌شود هزینه تأمین مالی از نرخ بازده اسمی اعلام شده فراتر رود. این عوامل، شرکت‌ها را به استفاده روز افزون از منابع داخلی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود، متمایل می‌نماید (عربصالحی و اشرفی، ۱۳۹۰).

شرکتی که در دسترسی به منابع خارجی بازار سرمایه با مشکلات بیشتری مواجه باشد، بخش بیشتری از منابع مالی مورد نیاز خود را از منابع داخل شرکت تأمین می‌کند. چنین شرکتی اصطلاحاً "شرکت دچار محدودیت مالی" نامیده می‌شود. میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی نیز از طریق "حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان نقدی" آن شرکت تعیین می‌شود (فزازی<sup>۳</sup> و همکاران، ۱۹۸۸). ادعا می‌شود که شرکت‌های دچار محدودیت مالی، از حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان نقدی بیشتری برخوردارند. برای تعیین محدودیت مالی شرکت‌ها نیز از شاخص‌هایی مانند اندازه و عمر استفاده می‌شود که در دو گروه سنتی و مدرن طبقه‌بندی می‌شوند (آرسالان<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۶).

یکی از معیارهای مدرن تشخیص محدودیت مالی، میزان ذخایر نقدی (موجودی نقد و معادل‌های آن) موجود در شرکت است. انتظار می‌رود که شرکت‌های "دچار محدودیت مالی" برای بیمه کردن خود در برابر نیازهای سرمایه‌گذاری آینده، به ذخیره‌سازی وجوه نقد اقدام کنند (آلمیدا<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۴). از طرف دیگر، شرکت‌ها باید بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری حال و آینده خود، نوعی موازنه برقرار کنند. در صورت ذخیره‌سازی جریان‌های نقدی، توان سرمایه‌گذاری واحد تجاری در زمان حاضر، کاهش می‌یابد. در این زمینه، مقایسه خالص ارزش فعلی سرمایه‌گذاری‌های حال و آینده از اهمیت خاصی برخوردار خواهد بود. برای شرکتی که محدودیت خاصی در تأمین منابع مالی نداشته باشد، نگهداری "ذخایر نقدی" هیچ گونه مزیت خاصی نخواهد داشت (آرسالان و همکاران، ۲۰۰۶؛ اپلر<sup>۶</sup> و همکاران، ۱۹۹۹).

## پیشینه تحقیق

در زیر پیشینه تحقیقات در دو دسته داخلی و خارجی و به صورت موردی و جدولی آورده شده است:

### پیشینه داخلی

۱- مشایخ و باقری، (۱۳۹۴)، مقاله‌ای با عنوان جهت حساسیت جریان وجه نقد عملیاتی به مانده وجه نقد و محدودیت دسترسی به منابع مالی و تأثیر سهامداران نهادی بر آن، مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری مالی انجام داده‌اند. هدف این تحقیق بررسی تغییرات سطوح نگهداری وجه نقد در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی مثبت و منفی واحد تجاری و همچنین

1 Perfect

2 Modigliani, F., & Miller, M. H.

3 Leland, H., & Pyle, D.

4 Fazzary, S.

5 Arsalan, Ö.

6 Almeida, H.

7 Opler, T.

در شرکت‌های با محدودیت در دسترسی به منابع می‌باشد. علاوه بر آن، تأثیر سهامداران نهادی به عنوان یکی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد نیز مورد بررسی قرار گرفت. به بیان دیگر، آیا سهامداران نهادی می‌توانند با نظارت کارآمد بر میزان نگهداری وجه نقد با توجه به جریان‌های نقدی مثبت و منفی تأثیر داشته باشند؟ برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۵۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۰ مورد مطالعه قرار گرفته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های مورد بررسی به عواملی دیگر ارتباط دارد و مثبت یا منفی بودن جریان‌های نقدی عملیاتی واحد تجاری، وجود محدودیت‌های مالی و سهامداران نهادی به عنوان مکانیسمی از حاکمیت شرکتی در آن تأثیر با اهمیتی ندارد.

نجمایی (۱۳۹۴)، در پایان نامه کارشناسی ارشد خود با عنوان بررسی تأثیر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه سهام عادی بر گزارشگری محافظه کارانه سود پرداخته است. هدف این تحقیق، بررسی تأثیر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه سهام عادی بر محافظه کار بودن سود در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این تحقیق تعداد ۱۰۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه انتخاب گردیدند که از طریق از روش‌های آمار توصیفی شامل میانگین و واریانس و انحراف معیار و چارکها استفاده گردید. این تحقیق از نظر هدف، تحقیقی توسعه‌ای و از نظر گردآوری داده‌ها، توصیفی-همبستگی تلقی می‌شود که در آن از اطلاعات واقعی در صورت‌های مالی شرکت‌ها برای جمع‌آوری اطلاعات و داده‌ها از روش کتابخانه‌ای استفاده گردید و تحلیل داده‌ها و آزمون‌ها به کمک نرم افزارهای Eviews و Excel و سایر نرم‌افزارهای مرتبط، انجام پذیرفت. نتایج تحقیق نشان داد، بین محافظه کاری با حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه سهام عادی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد که نتایج این تحقیق همگی مطابق نظریات و ادبیات تحقیق درباره‌ی این موضوع می‌باشد.

#### پیشینه خارجی

۱- لی و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۳)، در پژوهشی نقش ارتباطات دولتی شرکت‌ها، با دخالت دولت در انتصاب مدیران اجرایی ارشد و وضعیت مالکیت دولتی تعریف شده در تعیین شدت محدودیت‌های مالی مواجه شده توسط شرکت‌ها را بررسی و به این نتایج دست یافتند که، ارتباطات دولتی نقش مهمی در تبیین رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و وضعیت مالی آن‌ها دارد؛ شرکت‌ها با منصوب کردن مدیران اجرایی ارشد دولتی، حساسیت سرمایه‌گذاری پایین‌تر معنی‌داری دارند، در شرکت‌های خصوصی، سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی داخلی، دارای حساسیت زیادی است، در حالی که حساسیتی برای شرکت‌های دولتی وجود ندارد.

یوان و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۳)، با استفاده از یک نمونه از شرکت‌های خانوادگی از ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۷، بررسی کردند که آیا ارتباط سیاسی شرکت‌های خانوادگی، آن‌ها را در کاهش حساسیت تأمین مالی خارجی که در یک اقتصاد مبتنی بر رابطه مواجه اند، کمک خواهد کرد؟ آن‌ها دریافتند: ارتباطات سیاسی شرکت‌های خانوادگی، حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری آن‌ها را کاهش می‌دهد. استدلال آن‌ها این است که این شواهد سازگار با سرمایه‌گذاری ناکافی شرکت‌ها، ناشی از مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی هستند و مغایر با سرمایه‌گذاری افراطی (سرمایه‌گذاری اضافی)، شرکت‌ها ناشی از مشکلات جریان نقدی آزاد می‌باشند. به هر حال، ارتباط سیاسی با موقعیت‌های مالی شرکت‌ها تغییر می‌کند. علاوه بر این، آن‌ها دریافتند که سرمایه‌گذاری ناکافی به جای سرمایه‌گذاری افراطی، اختلافات (عدم تعادل) مهمتری در شرکت‌های خانوادگی است.

#### فرضیه‌های پژوهش

در راستای دستیابی به اهداف پژوهش و پاسخگویی به سؤالات پژوهش سه فرضیه اصلی به شرح زیر تدوین و آزمون می‌گردند:

<sup>8</sup> Li et al.

<sup>9</sup> Yuan et al.

فرضیه اول: افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات بر حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی تاثیر معنا دار دارد.  
فرضیه دوم: افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته ها بر حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی تاثیر معنا دار دارد.

فرضیه سوم: محل افزایش سرمایه بر حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی تأثیر متفاوت و معنا دار دارد.

### نوع پژوهش

این تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی، توصیفی و همبستگی بوده و سعی بر آن دارد تا نقش و جایگاه تئوری زمان سنجی بازار در تبیین ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهد. دوره زمانی تحقیق ۱۱ ساله (از سال ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۹۳) بوده و جامعه آماری آن را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهد. همچنین نمونه آماری تحقیق که بر اساس روش غربالگری به دست آمده شامل ۱۳۱ شرکت و تعداد مشاهدات برابر با ۱۴۴۱ شرکت-سال می باشد. در این مطالعه با الهام از مبانی نظری تحقیق سه فرضیه تبیین شده است که بر اساس مدل های ارائه شده، با استفاده از روش داده های پانل مورد آزمون قرار خواهد گرفت و در نهایت نسبت به معنی دار بودن مدل و هر یک از متغیرهای مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ تصمیم گیری می شود.

### نمونه آماری پژوهش و روش نمونه گیری

در این تحقیق برای این که نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور ۵ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده و مابقی حذف می شوند. روند انتخاب نمونه در نگاره ۱-۳ ارائه شده است.

۱. سال مالی شرکت منتهی به تاریخ پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. شرکت طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.
۳. شرکتهای تحت بررسی جزء شرکتهای سرمایه گذاری، هلدینگ، واسطه گری مالی و بیمه نباشند.
۴. اطلاعات و داده های آنها در دسترس باشد.
۵. معاملات سهام شرکت به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از سه ماه در مورد سهام یاد شده اتفاق نیفتاده باشد

### متغیرهای پژوهش

متغیرهای این تحقیق را ۷ متغیر شامل مخارج سرمایه ای، جریان نقدی داخلی، نسبت کیو توبین، وجه نقد در دسترس، بدهی بهره دار، افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات و افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته ها تشکیل می دهند. لازم به ذکر است که متغیر مخارج سرمایه ای به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای نسبت کیو توبین، وجه نقد در دسترس و بدهی بهره دار به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل شده اند. در ادامه نحوه محاسبه هر یک از این متغیرها بیان می شود.

### متغیرهای مستقل:

جریان نقد داخلی (CF): این متغیر نسبت خالص جریان های نقدی عملیاتی ( $OCF_{i,t}$ ) به کل داراییها در ابتدای سال ( $TA_{i,t-1}$ ) است.

$$CF = \frac{OCF_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \quad \text{رابطه ۱-۳}$$

جریان نقد داخلی (QT): این متغیر نشان دهنده فرصت سرمایه گذاری شرکت است و برابر است با نسبت ارزش بازار سهام (MVS) به علاوه ارزش دفتری بدهیها (MVD) تقسیم بر ارزش دفتری داراییها (BVA).

$$Tobin's Q = \frac{MVS + MVD}{BVA} \quad \text{رابطه ۲-۳}$$

وجه نقد در دسترس (CA): برابر است با نسبت وجوه نقد ابتدای سال ( $ICF_{i,t-1}$ ) به علاوه اوراق بهادار قابل فروش ( $MS_{i,t}$ ) به کل دارایی ها.

$$CA = \frac{MS_{i,t} + ICF_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} \quad \text{رابطه ۳-۳}$$

بدهی بهره‌دار (DBT): برابر است با نسبت بدهی بهره دار ابتدای سال به کل دارایی ها در ابتدای سال.

$$DBT = \frac{DBT_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} \quad \text{رابطه ۳-۴}$$

افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات (CCI): این متغیر درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات است که از اطلاعات مستند بر رهاورد نوین استخراج شده است. متغیر CCI به صورت دامی می‌باشد بدین صورت که اگر افزایش سرمایه از محل آورده نقدی داشته باشیم عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر می‌گیرد. افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته ها (RCI): متغیر RCI نیز درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته ها است. متغیر RCI نیز به صورت دامی می‌باشد بدین صورت که اگر افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته ها داشته باشیم عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر می‌گیرد.

متغیر وابسته:

مخارج سرمایه‌ای (CX): متغیر مخارج سرمایه‌ای به عنوان متغیر وابسته این پژوهش است و عبارت است از نسبت مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی ها.

$$CX = \frac{CX_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \quad \text{رابطه ۳-۵}$$

#### مدل های اصلی پژوهش و نحوه آزمون فرضیه ها

برای تحلیل فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی زیر بهره گرفته می‌شود:

رابطه ۳-۶:

$$CX_{it} / TA_{it-1} = \alpha_0 + \alpha_1 QT_{it-1} + \alpha_2 CF_{it} / TA_{it-1} + \alpha_3 CA_{it} / TA_{it-1} + \alpha_4 DBT_{it-1} / TA_{it-1} + \alpha_5 CCI + \alpha_6 RCI + \alpha_7 CCI \cdot QT_{it-1} + \alpha_8 RCI \cdot QT_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

این رابطه به صورت خلاصه به فرم زیر می‌باشد:

رابطه ۳-۷:

$$CX = \alpha_0 + \alpha_1 QT + \alpha_2 CF + \alpha_3 CA + \alpha_4 DBT + \alpha_5 CCI + \alpha_6 RCI + \alpha_7 CCI * QT + \alpha_8 RCI * QT + \varepsilon$$

#### آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه‌ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شود. همچنین توصیف آماری داده‌ها، گامی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آن‌ها و پایه‌ای برای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار می‌رود. بنابراین، قبل از این که به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شود، متغیرهای پژوهش به صورت خلاصه در جدول ۴-۱ مورد بررسی قرار می‌گیرد. این جدول حاوی شاخص‌هایی برای توصیف متغیرهای تحقیق می‌باشد.

جدول ۴-۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

RCIQT	CCIQT	RCI	CCI	DBT	CA	CF	QT	CX	
0.91	1.32	0.59	0.85	0.09	1.20	0.31	1.54	0.07	میانگین
0.95	1.23	1	1	0.05	1.23	0.08	1.31	0.02	میانه
4.78	9.21	1	1	0.94	2.51	19.42	9.21	1.83	ماکزیمم
0	0	0	0	0	0.21	-3.50	0.28	-0.51	مینیمم
0.92	0.90	0.49	0.35	0.10	0.33	1.45	0.79	0.17	انحراف معیار
0.84	1.77	-0.37	-2.02	3.01	-0.19	9.32	3.17	3.88	چولگی
3.53	12.86	1.14	5.06	15.17	3.14	99.10	21.16	25.72	کشیدگی
1441	1441	1441	1441	1441	1441	1441	1441	1441	تعداد مشادات

#### مأخذ: یافته‌های تحقیق

در جدول ۴-۱ متغیر CX مخارج سرمایه‌ای، QT فرصت سرمایه‌گذاری شرکت، CF جریان نقد داخلی، CA وجه نقد در دسترس، DBT کل بدهی بهره‌دار، CCI و RCI به ترتیب دو متغیر دامی افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات و افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته است. CCIQT و RCIQT نیز به ترتیب اثر متقابل متغیرهای CCI و RCI با متغیر QT است. همانگونه که در جدول ۴-۱ مشاهده می‌گردد میانگین فرصت سرمایه‌گذاری شرکت (QT) در بین شرکت‌های بورسی برابر ۱/۵۴ می‌باشد و اعداد حداکثر و حداقل مربوطه، به ترتیب ۹/۲۱ و ۰/۲۸ می‌باشد. عدد انحراف معیار نیز برابر با ۰/۷۹ می‌باشد که بیان گر انحراف نسبتاً پایین در بین شرکت‌های پذیرفته شده بورسی می‌باشد. میانگین مخارج سرمایه‌ای، برابر ۰/۰۷ می‌باشد این عدد بیانگر این است که اکثر مشاهدات در اطراف این نقطه تمرکز دارند. و میانه ۰/۰۲ نشان می‌دهد نیمی از مشاهدات بالای این نقطه و نیمه دیگر در پایین این نقطه قرار دارند. انحراف معیار ۰/۱۷ نیز بیانگر پراکندگی کوچک داده‌ها با توجه به اختلاف ماکزیمم و مینیمم است. با توجه به اینکه میانگین وجه نقد در دسترس از میانه آن کوچکتر است بیانگر کمی چولگی به چپ می‌باشد ولی این میزان چندان چشمگیر نیست. در متغیر جریان نقد داخلی با توجه به مقدار ماکزیمم و مینیمم (به ترتیب ۱۹/۴۲ و -۳/۵) و میانگین ۰/۳۱ نشان می‌دهد که اکثر مشاهدات به سمت راست متمرکز هستند که از مقایسه میانه و میانگین نیز می‌توان به چولگی چپ مشاهدات پی برد. برای این متغیر انحراف معیار ۱/۴۵ در کنار سایر آمارها نشان از وجود داده پرت در سمت داده‌های ماکزیمم است که باید قبل از برآورد در صورت اثرگذاری بالای آن مشاهده مورد تعدیل قرار گیرد. سایر متغیرهای پژوهش نیز به همین ترتیب در جدول گزارش شده است.

#### آزمون فرضیه‌های پژوهش

در تحقیق حاضر به دنبال بررسی سه فرضیه بوده‌ایم که به ترتیب عبارتند از:  
فرضیه اول: افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان های نقدی تاثیر معنا دار دارد.  
فرضیه دوم: افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان های نقدی تاثیر معنا دار دارد.

فرضیه سوم: محل تأمین مالی افزایش سرمایه بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تأثیر متفاوت معنا دار دارد.  
مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیات مذکور در جدول ۴-۱۰ نشان داده شده است.

جدول ۴-۱: مدل رگرسیونی تأثیر تأمین مالی از محل افزایش سرمایه‌گذاری بر جریان نقد شرکت‌ها

$$CX = \alpha_0 + \alpha_1 QT + \alpha_2 CF + \alpha_3 CA + \alpha_4 DBT + \alpha_5 CCI + \alpha_6 RCI + \alpha_7 CCI * QT + \alpha_8 RCI * QT + \varepsilon$$

متغیر	نماد	ضرایب رگرسیونی	انحراف معیار	آماره t	احتمال آماره t
فرصت سرمایه‌گذاری	QT	-0.005	0.008	-0.605	0.545
جریان نقد داخلی	CF	0.012	0.002	5.981	0.000
وجه نقد در دسترس	CA	-0.014	0.007	-1.917	0.055
بدهی بهره دار	DBT	-0.034	0.013	-2.574	0.010
دامی افزایش سرمایه از آورده نقدی	CCI	0.021	0.010	2.058	0.040
دامی افزایش سرمایه از محل سود انباشته	RCI	0.030	0.007	4.591	0.000
اثر متقابل فرصت سرمایه‌گذاری و افزایش سرمایه از محل آورده نقدی	CCIQT	0.043	0.007	5.960	0.000
اثر متقابل فرصت سرمایه‌گذاری و افزایش سرمایه از سود انباشته	RCIQT	-0.032	0.004	-7.980	0.000
ضریب ثابت	C	0.030	0.014	2.166	0.031
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین - واتسون	آماره F	احتمال آماره F	
0.4867	۰,۴۳۲۳	۱,۷۶۸۷	۸,۹۴۷۴	۰,۰۰۰۰	

#### مأخذ: یافته‌های تحقیق

همانطور که در جدول ۴-۱ مشاهده می‌شود، مقدار احتمال (یا سطح معناداری) F برابر ۰,۰۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود، یعنی مدل معنی دار است. مقدار آماره دوربین-واتسون ۱,۷۶۸ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می‌دهد، تقریباً ۴۹٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t به استثنای متغیر فرصت سرمایه‌گذاری و وجه نقد در دسترس برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد یعنی به جزء متغیر فرصت سرمایه‌گذاری و وجه نقد در دسترس تمام این متغیرها در مدل معنی دار هستند. نتایج حاصل همچنین نشان می‌دهد که جریان نقد داخلی در جهت مثبت بر مخارج سرمایه‌ای و یا حساسیت سرمایه‌گذاری اثر گذار است. این بدان معنا است که با افزایش یک درصدی جریان وجه نقد داخلی، ۱/۲ درصد مخارج سرمایه‌ای افزایش می‌یابد. همچنین با افزایش بدهی بهره دار مخارج سرمایه‌ای کاهش می‌یابد.

در حالت کلی نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر اثر متقابل فرصت سرمایه‌گذاری و افزایش سرمایه از آورده نقدی (CCIQT)، ۰/۴۳ بوده که نشان دهنده تأثیر مثبت این متغیر بر حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت می‌باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر CCIQT، در مدل معنی دار است، با توجه به موارد فوق می‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه اول پژوهش را تأیید شده تلقی نمود. این امر به این معنی است که افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تأثیر معنا دار دارد.

علاوه بر متغیر CCIQT اثر متغیر RCIQT (اثر متقابل فرصت سرمایه‌گذاری و افزایش سرمایه از سود انباشته) نیز بر حساسیت سرمایه‌گذاری دارای تأثیر منفی و معنادار است. لذا می‌توان گفت که در سطح ۹۵٪ فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. این امر به این معنی است که افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تأثیر معنادار دارد.

برای بررسی فرضیه سوم نیاز به آزمون برابری دو ضریب متغیرهای CCIQT و RCIQT می‌باشد. لذا برای این منظور از آزمون والد<sup>۱۰</sup> استفاده شد که نتایج آن در جدول ۴-۱۱ قابل ملاحظه است.

جدول ۴-۱۱: بررسی فرضیه سوم پژوهش از طریق آزمون والد

آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره
آزمون t	1302	0.0000
آزمون F	(1, 1302)	0.0000
آزمون کای دو	(1, 1302)	0.0000

#### مأخذ: یافته‌های تحقیق

همانطور که نتایج سه آماره نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵٪ فرض صفر رد می‌شود. یعنی ضرایب دو متغیر CCIQT و RCIQT برابر نیستند. لذا با توجه به موارد فوق می‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه سوم پژوهش را تأیید شده تلقی نمود. این امر به این معنی است که محل تأمین مالی افزایش سرمایه بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تأثیر متفاوت معتادار دارد.

جدول ۴-۱۲: خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

ردیف	فرضیه	عنوان	نوع تاثیر	معمادار	تایید / عدم تایید
۱	اول	افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تاثیر معنا دار دارد.	مثبت	معمادار	تایید
۲	دوم	افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تاثیر معنا دار دارد.	منفی	معمادار	تایید
۳	سوم	محل تأمین مالی افزایش سرمایه بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تأثیر متفاوت معنا دار دارد..	-	معمادار	تایید

#### مأخذ: یافته‌های تحقیق

#### جمع‌بندی و تفسیر نتایج

بر اساس نتایج ضریب متغیر اثر متقابل فرصت سرمایه‌گذاری و افزایش سرمایه از آورده نقدی (CCIQT)، ۰/۰۴۳ بوده که نشان دهنده تأثیر مثبت این متغیر بر حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت می‌باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر CCIQT، در مدل معنی دار است، با توجه به موارد فوق می‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه اول پژوهش را تأیید شده تلقی نمود. این امر به این معنی است که افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تاثیر معنا دار دارد. این نتایج مطابق با مطالعات اپلر و همکاران، (۱۹۹۹)، آلمدیا و همکاران (۲۰۰۴) و آلمدیا و کامپلو (۲۰۰۷) بوده است. به طوری که برای نخستین بار حساسیت جریان نقدی وجه نقد را تأثیر تغییرات در نگهداشت وجه نقد در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی تعریف نمودند.

در همین راستا علاوه بر متغیر CCIQT اثر متغیر RCIQT (اثر متقابل فرصت سرمایه‌گذاری و افزایش سرمایه از سود انباشته) نیز بر حساسیت سرمایه‌گذاری دارای تأثیر منفی و معنا دار است. لذا می‌توان گفت که در سطح ۹۵٪ فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. این امر به این معنی است که افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری

<sup>10</sup> -Wald



جریان های نقدی تاثیر معنادار دارد. میزان اتکا یک شرکت بر منابع داخلی از طریق "حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی" آن شرکت تعیین می‌شود. ادعا می‌شود که شرکت‌هایی که دچار محدودیت‌های مالی هستند از حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی بیشتری برخوردارند. شرکت‌هایی که نارسایی‌های مربوط به بازار سرمایه در مورد آنها از شدت بیشتری برخوردار است، برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود بیشتر به منابع داخلی تکیه می‌کنند. ریدیک و وایت (۲۰۰۹) نیز معتقدند که حساسیت گردش وجه نقد از ذخایر نقدی به طور کلی منفی می‌باشد. که نتایج تحقیق حاضر نیز حاکی از تایید نتایج مطالعات ریدیک و وایت (۲۰۰۹) می‌باشد. در نتیجه بهتر است مدیریت از محل سود انباشته و اندوخته‌ها اقدام به افزایش سرمایه انجام دهد.

علاوه بر متغیرهای افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و افزایش سرمایه از سود انباشته نتایج سه آماره  $F$ ،  $t$  و  $\chi^2$ ، نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵٪ فرض صفر رد می‌شود. یعنی ضرایب دو متغیر CCIQT و RCIQT برابر نیستند. لذا با توجه به موارد فوق می‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه سوم پژوهش را تأیید شده تلقی نمود. این امر به این معنی است که محل تأمین مالی افزایش سرمایه بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تأثیر متفاوت و معنادار دارد. نتایج این فرضیه بر اساس مطالعات ریدیک و وایت (۲۰۰۹) و از طرفی مطالعات آلمدیا و همکاران (۲۰۰۴) و آلمدیا و کامپلو (۲۰۰۷) که اثرات متفاوت افزایش سرمایه از محل سود انباشته و از محل آورده نقدی بر حساسیت سرمایه‌گذاری را نتیجه گرفته‌اند می‌باشد. در ایران نیز نتایج این فرضیه مطابق با مطالعه مشایخ و باقری (۱۳۹۴) است.

#### محدودیت های پژوهش

همواره گام نهادن در راه رسیدن به هدف، با محدودیت‌هایی همراه است که باعث می‌شود رسیدن به هدف مورد نظر با کندی همراه شود. پژوهش نیز به عنوان فرآیندی در جهت نیل به هدف حل مسئله پژوهش، از این امر مستثنی نیست. لذا در این قسمت با ارائه محدودیت‌های پژوهش، سعی بر آن است که به خواننده این پیام داده شود تا بتواند در تعمیم نتایج پژوهش با آگاهی بیشتری عمل کند و در مورد فرآیند پژوهش قضاوت عادلانه‌ای داشته باشد. در این راستا محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر قابل ذکر است:

الف) تمامی واحدهای تجاری انتخابی در نمونه آماری، از بین شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده‌اند؛ بنابراین، در تعمیم نتایج به کلیه واحدهای تجاری که در حال حاضر در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده‌اند، با احتیاط باید عمل شود.

ب) قلمرو زمانی پژوهش حاضر، بازه ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ بوده است؛ بنابراین، در تعمیم نتایج به دوره‌های زمانی دیگر باید با احتیاط عمل شود.

ج) اقلام مندرج در متن صورت‌های مالی به واسطه آثار تورم تعدیل نشده است و از آنجایی که واحدهای تجاری در زمان‌های متفاوت تاسیس شده‌اند و اقلام دارایی‌های خود را در زمان‌های متفاوت تحصیل نموده‌اند لذا کیفیت قابلیت اقلام می‌تواند بر نتایج تحقیق اثر بگذارد و تعمیم نتایج را با محدودیت‌هایی همراه سازد.

د) روش نمونه‌گیری بر مبنای حذف سیستماتیک اعمال شده است و لذا امکان آزمون فرضیه‌های پژوهش بر حسب صنعت وجود نداشته است.

با این وجود، اعتقاد ما بر این است که هیچ کدام از محدودیت‌های مزبور منجر به خدشه دار شدن پژوهش نشده و پژوهش همچنان از روایی داخلی و خارجی مناسبی برخوردار است.

#### ۵-۵- پیشنهادهای پژوهش

در این بخش براساس نتایج و یافته‌های پژوهش، دو دسته پیشنهاد مطرح می‌گردد. نخست، پیشنهادهای کاربردی که امید می‌رود استفاده‌کنندگان از اطلاعات حسابداری و مالی به ویژه سرمایه‌گذاران و مدیران را در امر تصمیم‌گیری یاری نماید و دوم، پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی که می‌تواند راهنمایی برای پژوهش‌های بعدی درباره موضوع پژوهش باشد.

#### ۵-۵-۱- پیشنهادهای کاربردی پژوهش

با توجه به نتایج بدست آمده و نقش افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات بر حساسیت سرمایه‌گذاری و همچنین افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود که فعالان بازار بورس بر اساس میزان حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به محل افزایش سرمایه اقدام به تعیین سبد سهام و تصمیم‌گیری نمایند. از طرفی با توجه به نوع تأثیرگذاری متغیرهای یاد شده پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها بر اساس معیار یاد شده اقدام به تأمین مالی نمایند. پیشنهاد می‌گردد که با گسترش مطالعات و ادبیات نظری محدودیت مالی شرکت‌ها، فعالان بازار بورس، اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها، سهامداران، مؤسسات حسابرسی، پژوهشگران و ... با مباحث مرتبط با محدودیت مالی شرکت‌ها بیشتر آشنا شوند، تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش در کاهش محدودیت مالی شرکت‌ها و افزایش ارزش شرکت‌ها بپردازند. با توجه به تأثیر منفی افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری، پیشنهاد می‌شود که مدیران و اعضای هیئت مدیره شرکت‌ها بیشتر بر تأمین مالی بر اساس سود انباشته و اندوخته‌ها تمرکز نمایند.

#### الف) منابع فارسی

- ۱- تهرانی، رضا، حصارزاده، رضا، (۱۳۸۸)، تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، تحقیقات حسابداری، ۳؛ ۵۰-۶۷.
- ۲- خواجه‌جو، شکراله، حسینی، سید حسین، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه حمایت سیاسی دولت و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۲(۱): ۶۷-۸۴.
- ۳- رسائی‌ان، امیر، رحیمی، فروغ، حنجری، سارا، (۱۳۸۹)، تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، (۶): ۱۲۵-۱۴۴.
- ۴- سدیدی، مهدی، محمدی سانینی، احمد، (۱۳۹۳)، بررسی ارتباط حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی با سطح مخارج سرمایه‌گذاری، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم، شماره ۴۱، صص ۱۰۵-۱۲۹.
- ۵- طاهرزاده اصفهانی، پریسا، (۱۳۹۱)، تأثیر گزارش حسابرسی روی حساسیت جریان نقد عملیاتی به سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری، واحد علوم تحقیقات زنجان.
- ۶- عربصالحی، مهدی، اشرفی، مجید، (۱۳۹۰)، نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره پیاپی (۹)، صص ۷۵-۹۴.
- ۷- علی نژاد ساروکلائی، مهدی، آئین، صدیقه، (۱۳۹۳)، تأثیر سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش با توجه به محدودیت‌های تأمین مالی بر حساسیت جریان وجوه نقد، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ششم، شماره دوم، شماره پیاپی (۲۰)، صص ۴۵-۶۰.
- ۸- کاشانی پور، محمد تقی، نقی نژاد، بیژن، (۱۳۸۸)، بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، تحقیقات حسابداری، ش ۲، صص ۷۲-۹۳.

- ۹- مختاری زنوزی، احسان، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری.
- ۱۰- مشایخ، شهناز، باقری، نازیلا، (۱۳۹۴)، جهت حساسیت جریان وجه نقد عملیاتی به مانده وجه نقد و محدودیت دسترسی به منابع مالی و تأثیر سهامداران نهادی بر آن، مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری مالی، دوره دوم، شماره ۳، پیاپی ۶، صص ۴۷-۶۹.
- ۱۱- مهام، کیهان، فرج زاده، علی اصغر، حسینی، جواد، (۱۳۸۷)، جریان نقدی آزاد، نشریه دانش و پژوهش حسابداری، (۱۳)، ۳۷-۳۰ و ۷۶-۸۰.
- ۱۲- نجمایی، اسمعیل، (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه سهام عادی بر گزارشگری محافظه کارانه سود، پایان نامه کارشناسی ارشد.
- ۱۳- شریفی، محمد جواد، (۱۳۹۲)، بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی عملیاتی با در نظر گرفتن اثر کنترل دولت، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی، دانشکده علوم اجتماعی.
- ۱۴- کامیابی، یحیی، نیکرووان فرد، بیتا، سلمانی، رسول، (۱۳۹۳)، مطالعه رابطه بین نوسانات جریان نقدی و حساسیت جریان‌های نقدی-وجه نقد با سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۲۱۱-۲۲۸.
- ۱۵- عرب مازار یزدی، محمد و محمدحسین صفرزاده، (۱۳۸۶)، تفکیک سود و پیش بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۹، صص ۱۱۱-۱۳۹.
- ۱۶- ستایش، م، مهتری، ز، (۱۳۹۰)، تجزیه و تحلیل رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی و تغییرات سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، ۲(۵): ۱۴۹-۱۷۱.

#### ب) منابع لاتین

- 17- Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S., (2004). The cash flow sensitivity of cash, *Journal of Finance* 59(4), 1777-1804.
- 18- Arsalan, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2006). The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity. *Emerging Markets Review* 7(4) , 320-338.
- 19- Atting, N., Cleary, S., Ghoul, S. (2013). Corporate Legitimacy and Investment-Cash Flow Sensitivity. *J Bus Ethics* .DOI 10.1007/s10551-013-1693-3.
- 20- Bao, D., Chan, K., Zhang, W. (2012) , Asymmetric cash flow sensitivity of cash holding, *journal of corporate finance* 18: 690-700.
- 21- Berle, A.A., Means, G.C. (1932) , *The Modern Corporation and private property*, Macmillan, Newyork, NY.
- 22- Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, *Accounting Review*, vol.73: 305-334.
- 23- Dechow, P.M.; Sloan, R.; and Sweeney, A.P. (1996). "Cause and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research*, 13(1): 1-36.
- 24- Dechow, P.M.; Sloan, R.; and Sweeney, A.P. (1996). "Cause and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research*, 13(1): 1-36.
- 25- Degeorge, F; J. Patel and R. Zeckhauser (1999). "Earning Management to exceed thresholds", *The Journal of Business*, 72(1): 1-33.

- 26- Fazzary, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on* (2), 141-195.
- 27- Ferreira, M.A., Vilela, A. (2004) , Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries, *European Financial Management*,10(2): 295-319.
- 28- Francis, B.B., Iftekhhar, H., and Liang, S. (2010).Agency problem and investmentcash flow sensitivity: Evidence from antitakeover legislation. [www.docstoc.com/docs/44074996/Agency problem -and-investment-cash-flowsensitivity-Evidence-from](http://www.docstoc.com/docs/44074996/Agency_problem_-and-investment-cash-flowsensitivity-Evidence-from).
- 29- Friedlan,J.M(1994)."Accounting choices of issuers of initial public offerings",*Contemporary Accounting Research*, 11(1):1-31.
- 30- George,R.,Kabir,R.,Qian,I.(2008).Investment-Cash Flow Sensitivity and Financial Constraints:An Analysis of Indidan Business Group Firms, SSRN Working Paper
- 31- George. R., Kabir, R.,Qian.J (2010). Investment - Cash Flow Sensitivity and Financing Constraints:New Evidence from Indian Business Group Firms. Working paper
- 32- Ginglinger, E., Saddour, K. (2007) , cash holding, corporate governance and financial constraints, available at [ssrn.com](http://ssrn.com).
- 33- Guariglia, A., and Yang, J. (2012). Is Investment inefficiency caused by financial constraints or agency costs? Evidence from Chinese firms. <http://ssrn.com/abstract=1928021>
- 34- Harford, J., Mansi, S,A., Maxwell, W. (2008) , Corporate Governance and Firm Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, Vol 87: 535-555.
- 35- Healy, P.M;Wahlen, J.M (1999). "A review of the earnings management literature and its implication for standard setting",*Accounting Horizons*, 13(4):365-383.
- 36- Healy,P.M.(1985)."The effect of bonus schemes on accounting decisions",*Journal of Accounting and Economics*, 7:85-107.
- 37- Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. *Quarterly Journal of Economics* 106(1), 683-701.
- 38- Hovakimian, A., and Hovakimian, G. (2009). Cash flow sensitivity of investment. *European Financial Management*, 15 (1): 47-65.
- 39- Jensen, M.C. (1986) , Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic of Review* (76): 323-329.
- 40- Jing, D. (2005). Cash flow volatility and dividend policy. Thesis for Master of Science, University of Singapore.
- 41- Kadapakkam, P. R., Kumar, p. c., & Riddick, L. A. (1998). The Impact of Cash Flows and Firm Size on Investment: The International Evidence. *Journal of Banking & Finance* 22(3) ,293-320.
- 42- Leland, H., & Pyle, D. (1997). Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *Journal of Finance* 32(2) , 371-387.
- 43- Marchica, M.T., Mura, R.( 2007). Cash holding policy and ability to invest: how do firms determine their capital expenditures? Working paper.
- 44- Mark A. Bliss, Ferdinand A. Gul.(2012). Political connection and leverage: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36(8):2344-2350.
- 45- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review* 48(3) , 261-297.

- 46- Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13(2), 187-221.
- 47- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics* 52(1), 3-46.
- 48- Pawlina, G., and Renneboog, L. (2005). Is Investment - cash flow sensitivity caused by the agency costs or asymmetric information? evidence from the UK. *European Financial Management*, 11 (4): 483-513.
- 49- Riddick, L.A., Whited, T.M. (2009), the corporate propensity to save, *Journal of Finance* (64): 1729-1766.
- 50- Schipper, K. (1989). "Commentary on earnings management", *Accounting Horizons*, 3: 91-102. Scott, W.R. (2012). "Financial Accounting Theory", Sixth Edition.
- 51- Skinner, D.J., Sloan, R.G. (2002). "Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio", *Review of Accounting Studies*, 7: 289-312.
- 52- Sweeney, A.P. (1994). "Debt covenant violations and managers' accounting responses", *Journal of Accounting and Economics*, 17(3): 281-308.
- 53- Yafee, R., (2003). A Primer for Panel Data Analysis. New York University, derivation from: <http://www.nyu.edu/fls/pubs/connect/fall03/yafee-primer.html>.