

تأثیر بدهی بلندمدت بر مسئله بیش سرمایه‌گذاری نماینده و ارزش شرکت

فرزین رضائی*، فاطمه حاجی عزیزخانی**

چکیده

هدف از این تحقیق بررسی اثر بدهی بلندمدت بر مسئله بیش سرمایه‌گذاری نماینده و ارزش شرکت است. در این تحقیق از اطلاعات جمع‌آوری شده از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۸ استفاده و نسبت نقدینگی و نسبت مخارج سرمایه‌ای به‌عنوان شاخص‌های اندازه‌گیری بیش سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شدند. روش تحقیق مورد استفاده، روش همبستگی و روش تحلیل، رگرسیون چندمتغیره با الگوی داده‌های تلفیقی می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان داد که بدهی بلندمدت تنها باعث کاهش نسبت نقدینگی تعدیل‌شده بر مبنای صنعت می‌شود و همچنین کاهش بیش سرمایه‌گذاری سرمایه‌ای و نقدی تعدیل‌شده باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود.

کلیدواژه‌ها: بدهی بلندمدت؛ بیش سرمایه‌گذاری؛ شرکت‌های اهرمی؛ نسبت نقدینگی؛ نسبت مخارج سرمایه‌ای.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۰/۰۸/۲۸، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۱/۰۳/۰۲

* استادیار، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین (نویسنده مسئول).

Email: Farzin.rezaei@qiau.ac.ir

** کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین.

۱. مقدمه

مقدمه بسیاری از تحولات چشمگیر، در سایه جدایی مالکیت از مدیریت در شرکت‌ها اتفاق افتاده است. در گذشته مالکان، همان مدیران واحد تجاری بودند و نقش آن‌ها را به‌طور متمرکز مشاهده می‌کردیم. از طرفی مالکان خود بر تمامی عملیات کنترل داشته و باعث افزایش ارزش شرکت می‌شدند. پیشرفت تکنولوژی و نیاز روزافزون به سرمایه باعث شد که بازارهای بزرگ سرمایه به‌وجود آید، در پی آن مالکیت از مدیریت جدا شد. مشکل اصلی این بود که کنترل در کجای معادله قرار می‌گیرد تا وضعیت سابق حفظ گردد، از طرفی چگونه باید کنترل کرد؟ آیا می‌توان رفتار مدیر را کنترل کرد؟ آیا مدیر در راستای اهداف سهامداران حرکت می‌کند؟ طبق تئوری نمایندگی^۱ یک نفر مسئولیت تصمیم‌گیری درخصوص توزیع منابع مالی و اقتصادی و یا انجام خدمتی را طی قرارداد مشخصی به شخص دیگری واگذار می‌نماید. شخص اول را در اصطلاح صاحبکار (مالک) و شخص دوم را اصطلاحاً نماینده (کارگزار) می‌نامند [۱۰]. نظریه نمایندگی توافقات قراردادی را عنوان می‌کند که طبق آن رابطه بین یک مالک و یک نماینده به‌طور بسیار کارا عمل می‌شود. می‌توان از آن برای ابعاد روشن (قانونی) و ضمنی (اجتماعی) قرارداد استفاده کرد [۲۱].

در یک بازار کارا، میزان و نوع سرمایه‌گذاری واحدهای تجاری مستقل از ساختار مالی و میزان نقدینگی آن‌هاست. به‌عبارت دیگر مطابق با ادبیات نئوکلاسیک مالی، بازار کارا با تأمین مالی به‌موقع و کافی پروژه‌های دارای چشم‌انداز مثبت و روشن، باعث می‌شوند که مدیران شرکت‌ها تا هنگامی که نرخ بازده نهایی سرمایه‌گذاری صفر شود، به انجام آن مبادرت ورزند. از این‌رو نباید ارتباطی بین جریان‌های نقدی داخلی و سرمایه‌گذاری مشاهده گردد، اما چندین مسئله این نتیجه‌گیری‌ها را مخدوش می‌کند؛ اگر مدیران بتوانند از اطلاعات محرمانه سوءاستفاده نمایند، سرمایه‌گذاران از انجام سرمایه‌گذاری خودداری می‌کنند که این عمل منجر به کم سرمایه‌گذاری می‌شود و اگر مدیران با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوءاستفاده از منابعی مثل جریان‌های نقد آزاد، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نمایند، انتخاب پروژه‌های ضعیف موجب بیش سرمایه‌گذاری می‌شود.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

تئوری جریان نقد آزاد^۲ بر این اصل استوار است که مدیران شرکت‌هایی که دارای وجوه مازاد بر نیاز هستند، برای تأمین مالی پروژه‌های دارای توجیه اقتصادی مثبت، پول نقد را میان سهامداران توزیع نمی‌کنند. شرکت‌های مزبور یا مبالغ مازاد را نگه می‌دارند (یعنی بیش

1. Agency Theory

2. Free Cash Flow Theory

سرمایه‌گذاری نقدی) و یا به خرید دارائی‌های واقعی (یعنی بیش سرمایه‌گذاری در مخارج سرمایه‌ای) می‌پردازند. این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها، ضمن افزایش بهره‌وری شخصی مدیران، ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. مایرز^۱ [۱۷]، جنسن^۲ [۱۴] و استولز^۳ [۱۹] و ... معتقدند که راه‌حل بالقوه برای مسئله بیش سرمایه‌گذاری، انتشار بدهی است. بدهی مدیران را وادار به پرداخت پول نقد بیشتر می‌کند، در نتیجه میزان وجه نقد تحت نظارت مدیران، کاهش می‌یابد [۱۲]. جنسن در تئوری جریان نقد آزاد بیان می‌نماید که مدیران به‌جای توزیع وجوه نقد آزاد بین مالکان تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد آن در شرکت دارند، چرا که پرداخت وجه به سهامداران، باعث کاهش منابع تحت کنترل مدیران و در نتیجه کاهش قدرت آن‌ها می‌گردد. از طرفی این امر احتمالاً به دلیل نیاز به جذب سرمایه جدید توسط شرکت، موجب افزایش نظارت بازار سرمایه خواهد شد. به عبارت دیگر انباشت جریان‌های نقد آزاد باعث کاهش توان نظارت بازار بر تصمیمات مدیریت می‌شود. مدیران تمایل به رشد بیش از اندازه بهینه دارند زیرا رشد شرکت با افزایش منابع تحت کنترل مدیران، افزایش قدرت و همچنین افزایش پاداش ایشان را در پی خواهد داشت [۱۱].

جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌هاست و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارائی‌ها در اختیار دارد. این جریان از این حیث دارای اهمیت است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جستجو کند که ارزش سهامدار را افزایش دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام فعالیت‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد. از طرفی دیگر وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه‌های نگهداری وجه نقد و هزینه فرصت از دست‌رفته ناشی از عدم نگهداری وجه نقد تعادل برقرار شود. جریان وجه نقد آزاد، توانائی شرکت را برای پرداخت بدهی‌ها، سودهای نقدی، بازخرید سهام و تسهیلات رشد کسب‌وکار را علامت می‌دهد. همچنین معیار مزبور یک پیش‌بینی اولیه در رابطه با قیمت آتی سهام را ارائه می‌کند. برای مثال وقتی قیمت سهام پایین است و جریان نقد آزاد در حال افزایش است، این احتمال مناسب است که سود خالص و ارزش سهام به‌زودی افزایش خواهد یافت. زیرا مقدار زیاد جریان نقد آزاد بدین معناست که سود هر سهم نیز احتمالاً باید افزایش یابد [۷]. از نظر تئوری نمایندگی، سرمایه‌گذاری در شرکت نباید ارتباطی با جریان نقدینگی ایجادشده در درون شرکت داشته باشد ولی پژوهش‌های قبلی (هابارد^۴، ۱۹۹۸) رابطه مثبتی

1. Myers
2. Jensen
3. Stulz
4. Hubbard

میان مخارج سرمایه‌ای و گردش نقدینگی بیان کرده‌اند. دو تعبیر برای این رابطه مثبت وجود دارد: اولاً مدیران شرکت‌ها با وجوه نقد آزاد به مخارج بیهوده می‌پردازند، وقتی اهداف مدیران با اهداف سهامداران متفاوت باشد، وجوه نقد ایجادشده داخلی بیش از میزان مورد نیاز برای حفظ دارایی‌ها و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت جدید خواهد بود. ثانیاً رابطه مثبت، نواقص بازار سرمایه را منعکس می‌کند. در واقع بیش سرمایه‌گذاری با مصادیق، مخارج سرمایه‌گذاری بیش از میزان مورد نیاز برای نگهداری دارایی‌ها و تأمین مالی پیش‌بینی‌شده در پروژه‌های جدید دارای توجیه اقتصادی، می‌باشد. در واقع منظور از بیش سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری غیرعادی در دارایی‌هایی است که موجبات افزایش ارزش شرکت در بازار سرمایه را فراهم نمی‌آورد و مؤید این است که حد سرمایه‌گذاری قبلی کافی بوده است [۱۹].

براساس نظریهٔ بیش و کم سرمایه‌گذاری^۱، از یک سو وجود جریان‌های نقد آزاد به سبب نبود تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، منجر به بیش سرمایه‌گذاری می‌شود و از سوی دیگر وجود محدودیت‌هایی در تأمین مالی به کم سرمایه‌گذاری منتهی می‌شود [۴].

بیش سرمایه‌گذاری. با توجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده است، خصوصاً در کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات عدیده‌ای روبه‌رو می‌باشند، این کشورها، برای حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب برای استفادهٔ بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی می‌باشند. در این راستا یکی از راهکارهای مهم، بسط و توسعهٔ سرمایه‌گذاری است [۳]. با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئلهٔ توسعهٔ سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار با اهمیت می‌باشد. کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیشتر از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری) و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایه‌گذاری) [۹]. حداقل دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. اول اینکه یک شرکت نیاز دارد تا به منظور تأمین مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع را جمع‌آوری کند. در یک بازار کارا، همهٔ پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت باید تأمین مالی شوند. هرچند بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در حوزهٔ مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می‌سازد [۱۴].

یکی از مواردی که می‌توان استنباط کرد این است که شرکت‌ها در مواجهه با محدودیت تأمین مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش

1. The Underinvestment and overinvestment hypotheses

خالص فعلی مثبت صرف‌نظر نمایند که این کار به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود به‌علاوه اگر شرکتی تصمیم به تأمین مالی بگیرد، با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوءاستفاده از منابعی مثل جریان‌های نقد آزاد، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نماید. بیشتر مقالات موجود پیش‌بینی می‌کنند که انتخاب پروژه‌های ضعیف باعث بیش سرمایه‌گذاری می‌شود و تعداد اندکی از این مقالات نیز پیش‌بینی می‌کنند که انتخاب پروژه‌های ضعیف می‌تواند سبب کم‌سرمایه‌گذاری شود [۴]. مسئله مهم این است که مشکلات نمایندگی می‌تواند به کارایی سرمایه‌گذاری به دلیل انتخاب پروژه‌های ضعیف، اثرگذار باشد و نیز موجبات افزایش هزینه‌های تأمین مالی را در صورتی که سرمایه‌گذاران پیش‌بینی نمایند که مدیران می‌تواند از منابع سوءاستفاده نمایند، فراهم سازند [۱۶].

روکا^۱ می‌نویسد مسائل موجود در بیش سرمایه‌گذاری با این احتمال روبه‌روست که مدیریت می‌تواند از قدرت تصمیم‌گیری خویش با انجام پروژه‌های غیرقابل سودده و بسیار خطرناک که می‌تواند به منافع سهامداران و نیز بدهکاران آسیب وارد نماید، سوءاستفاده نماید. هنگام به‌کارگیری سیاست‌های مدیریت منابعی که مطلوب و بهینه تلقی می‌شوند، مسائل مربوط به بیش سرمایه‌گذاری مدیریتی و بیش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های خطرناک می‌تواند افزایش یابد. فراتر از هدف افزایش ارزش سهام، مدیران، شرکت را منبع سود اقتصادی و ابزاری برای افزایش سرمایه‌انسانی خویش تلقی می‌کنند، گاهی اوقات به همین دلیل اتخاذ تصمیمات ناکارآمد و غیرمؤثر را که تنها هدف آن در افزایش سودهای شخصی خویش است، بدون توجه به نتایج نهایی که می‌تواند به سهامدار آسیب وارد کند، کنار می‌گذارند. منبع دیگر بیش سرمایه‌گذاری می‌تواند با بیش اعتمادی مدیریتی ایجاد شود، مدیران ضمن اینکه با اطمینان درست و با هدف افزایش ارزش برای سهامداران عمل می‌کنند. با وجود این می‌توانند شایستگی‌ها و توانایی‌های موجود را برآورد بیشتری نموده و در مورد پتانسیل اقدامات شرکت با سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که دارای ارزش فعلی خالص مثبت نمی‌باشند، بسیار خوش‌بین باشند. این مسئله به‌خاطر خطای روانی و فکری است، به‌صورتی که مدیر تصور می‌کند که نسبت به دیگری بیشتر می‌داند و معتقد است که دارای مهارت‌های ارزیابی است که بیشتر از مهارت‌های دیگران است. مدیران، با اعتماد بیش از حد به توانایی‌های خویش، می‌توانند احساس خطر کمتری نسبت به آنچه که هست، نمایند و به‌دقت تمامی عدم قطعیت‌هایی را که مشخصه پروژه سرمایه‌گذاری هستند، ارزیابی نمایند.

جنسون معتقد است در این‌گونه وضعیت‌ها، بدهی می‌تواند به کاهش مسائل بیش سرمایه‌گذاری با محدود ساختن صلاحیت مدیریتی در استفاده از منابع سازمان کمک نماید.

1. Rocca

درواقع ایجاد منابع برای بدهی، نشان‌دهنده ابزار غیرمستقیم کنترل و نظم و اصول رفتار مدیریتی با محدود ساختن تمایل آن‌ها به استفاده از گردش نقدینگی غیرمؤثر سازمان است، زیرا باید ابتدا برای بازپرداخت سود و سرمایه وام به کار گرفته شود [۱۴].

استقراض و هزینه نمایندگی. همان‌طور که می‌دانیم بدهی بلندمدت به بدهی‌ای که سررسیدش طولانی و معمولاً بیش از یکسال باشد اطلاق می‌شود. چنانچه سررسید بدهی‌های بلندمدت به یکسال و یا کمتر، کاهش یابد به بدهی‌های جاری تبدیل می‌شوند [۲].

استراتژی تأمین مالی در شرکت‌ها، از مباحث مهم دانشمندان مالی و حسابداری است. یکی از اهداف مهم تأمین مالی، انجام سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برای سودآوری بیشتر است. از طرفی استقراض یا خروج وجه نقد به صورت منظم و از پیش تعیین شده منجر به کاهش جریان‌های نقد آزاد شده و این امر امکان سرمایه‌گذاری چنین وجوهی را در پروژه‌های با ارزش خالص فعلی منفی، کاهش می‌دهد و در نتیجه با افزایش استقراض، هزینه نمایندگی جریان‌های نقد آزاد کاهش می‌یابد [۴].

تأمین مالی از طریق استقراض، حداقل به سه صورت به‌عنوان یک‌سازوکار کاهنده هزینه‌های نمایندگی، به حل مسئله نمایندگی کمک می‌کند:

۱. ممکن است مدیران به دنبال بیشترین منافع برای اعتباردهندگان نباشند و بین مدیران و اعتباردهندگان تضاد منافع وجود داشته باشد و این امر منجر به ایجاد انگیزه در اعتباردهندگان برای اعمال نظارت بر مدیر می‌گردد.

۲. با انتشار سهام جدید، درصد مالکیت مدیران کاهش می‌یابد، تأمین مالی از طریق استقراض در مقایسه با انتشار سهام جدید، مانع کاهش درصد مالکیت و در نتیجه باعث افزایش همسویی منافع مدیران و مالکان می‌شود.

۳. جنسن بیان می‌دارد افزایش بدهی با کاهش جریان‌های نقد در اختیار مدیریت، باعث کاهش هزینه نمایندگی جریان‌های نقد آزاد می‌شود. استقراض با خروج وجه نقد به صورت منظم و از پیش تعیین شده، منجر به کاهش جریان‌های نقد آزاد شده و این امر امکان سرمایه‌گذاری چنین وجوهی را در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی کاهش می‌دهد. در نتیجه با استقراض هزینه نمایندگی جریان‌های نقد آزاد کاهش می‌یابد. در ضمن ایجاد بدهی برای سازمان، تعهداتی را به دنبال دارد. مثل پرداخت بهره که باعث کاهش جریان‌های نقدی شرکت می‌شود که این کاهش وجوه نقد، مدیران را از بیش سرمایه‌گذاری منع می‌کند [۵].

مشکلات و اختلافات عمده و بالقوه سود میان مدیران، سهامداران و بدهکاران، بر ساختار سرمایه‌ای، اقدامات حاکمیتی و اداره‌ای شرکت و سیاست‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارند، که

در عوض می‌تواند باعث افزایش تصمیمات ناکافی و غیر موثر مدیریتی و سرمایه‌گذاری‌های نامطلوبی گردد که کلاً در دسته مشکلات بیش سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری ناکافی قرار می‌گیرند [۱۲].

پیشینه پژوهش. تاکنون در کشور ما تحقیق کاملاً مشابه تحقیق حاضر صورت نگرفته اما تحقیقات مرتبط انجام گرفته به شرح زیر می‌باشد:

تهرانی (۱۳۸۸) در تحقیقی، تأثیر جریان‌های نقد آزاد و محدودیت تأمین مالی را بر بیش و کم سرمایه‌گذاری مورد مطالعه قرار داده، نتایج تحقیق مؤید این است که رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و بیش سرمایه‌گذاری مستقیم و معنادار است اما رابطه معناداری بین محدودیت تأمین مالی و کم سرمایه‌گذاری وجود ندارد [۳].

مدرس (۱۳۸۷) در تحقیقی تحت عنوان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری به بررسی رابطه بین این دو متغیر پرداخته و نتایج تحقیق نشان داد که علاوه بر اینکه سطح کیفیت گزارشگری مالی با سطح کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم و معنادار دارد، کیفیت بالاتر گزارشگری مالی موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری نیز می‌گردد [۸].

طالب‌پور اصل (۱۳۸۷)، در تحقیقی نقش بدهی بلندمدت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده، یافته‌های پژوهش نشان داد که افزایش بدهی بلندمدت باعث افزایش ارزش شرکت از طریق صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از قابل قبول بودن هزینه حاصل می‌گردد [۶].

ریچاردسون (۲۰۰۶)، در تحقیقی تحت عنوان بیش سرمایه‌گذاری و جوه نقد آزاد، میزان بیش سرمایه‌گذاری نقدی در سطح شرکت را مورد بررسی قرار داده، نتایج تحقیق حاکی از این است که بیش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با بیشترین سطح گردش نقدینگی، صورت می‌گیرد، یعنی هر چه میزان گردش نقدینگی شرکت‌ها بالاتر باشد، بیش سرمایه‌گذاری نقدی در آنها بیشتر خواهد بود [۲۰].

دی مللو (۲۰۰۹)، تأثیر بدهی بلندمدت را بر مسئله بیش سرمایه‌گذاری نماینده در شرکت‌های هرمی مورد بررسی قرار داده، در این تحقیق فرض بر این است که بدهی‌های بلندمدت با ایجاد تعهد بازپرداخت بدهی، باعث کاهش عمده نسبت‌های نقدی و همین‌طور هزینه‌های سرمایه‌ای غیرعادی می‌شود که این خود باعث کاهش بیش سرمایه‌گذاری و در پی آن باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. نتایج این تحقیق، تمامی فرضیات فوق را مورد تأیید قرار داده است [۱۳].

مورگادو (۲۰۰۰)، در بررسی ارتباط بین ارزش شرکت و سرمایه‌گذاری به‌منظور آزمون فرضیات بیش و کم سرمایه‌گذاری دریافت که یک سطح بهینه برای سرمایه‌گذاری وجود دارد، شرکت‌هایی که از این سطح بهینه کمتر سرمایه‌گذاری می‌کنند از مشکل کم سرمایه‌گذاری و شرکت‌هایی که بیشتر از این سطح بهینه سرمایه‌گذاری می‌کنند از مشکل بیش سرمایه‌گذاری آسیب می‌بینند [۱۷].

روکا (۲۰۰۵)، طی تحقیقی با عنوان مشکلات بیش و کم سرمایه‌گذاری، بیان می‌کند که مشکلات و اختلافات عمده و بالقوه سود میان مدیران و سهامداران و بدهکاران، بر ساختار سرمایه‌ای، اقدامات حاکمیتی و اداره‌ای شرکت و سیاست‌های سرمایه‌گذاری مؤثر است که می‌تواند باعث افزایش تصمیمات ناکافی و غیرمؤثر مدیریتی و سرمایه‌گذاری‌های نامطلوب گردد که کلاً در دسته مشکلات بیش و کم سرمایه‌گذاری، قرار می‌گیرند [۱۲].

پیندادو (۲۰۰۵)، تأثیر ساختار مالکیتی را بر فرایندهای بیش و کم سرمایه‌گذاری مورد تحقیق قرار داده و به این مسئله می‌پردازد که چطور تمرکز مالکیتی و مالکیت داخلی، بر حساسیت گردش نقدینگی سرمایه‌گذاری شرکت، تأثیر می‌گذارد. نتایج نشان داد که هیچ رابطه‌ای میان نقش ایفا شده توسط ساختار مالکیتی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری کننده با بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، وجود ندارد، زیرا تطبیق سود، میان مالکان و مدیران و کنترل با مالکیت متمرکز شده، هردو باعث کاهش حساسیت گردش نقدینگی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها می‌شود [۱۹].

جنسن (۱۹۸۶) نشان داده، افزایش بدهی با کاهش جریان‌های نقد در اختیار مدیریت باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقد آزاد می‌گردد [۱۵].

وو (۲۰۰۴) با بررسی نقش تعیین‌کننده ساختار مالکیت در سیاست‌های تأمین مالی از محل بدهی، در نمونه‌ای شامل ۸۳۳ سال شرکت ژاپنی طی سال‌های ۱۹۹۲-۲۰۰۰ به این نتایج دست یافت: بین بدهی و جریان‌های نقد آزاد رابطه معنادار و مثبتی برقرار است که این رابطه در شرکت‌های با فرصت رشد پایین بیشتر از شرکت‌های با رشد بالاست، همچنین در شرکت‌های با فرصت رشد پایین سرمایه‌گذاران نهادی مدیران را از بیش سرمایه‌گذاری باز می‌دارند و در شرکت‌های با فرصت رشد بالا سرمایه‌گذاران نهادی از استقراض بیشتر حمایت می‌کنند [۲۴]. وردی (۲۰۰۶) در بررسی کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری دریافت که کیفیت گزارشگری مالی بالاتر با بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری رابطه منفی دارد. به‌علاوه او نشان داد که رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کم سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که با محدودیت‌های تأمین مالی روبه‌رو هستند و نیز رابطه بین کیفیت گزارشگری و بیش سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که دارای مانده‌های وجه نقد عمده هستند، قویتر است [۲۳].

بیدل و همکاران (۲۰۰۸) دریافتند که کیفیت گزارشگری در شرکتهایی که در حوزه‌های تجاری متمایل به بیش/کم سرمایه‌گذاری هستند با سرمایه‌گذاری رابطه منفی/مثبت دارد. به عبارتی کیفیت گزارشگری بالاتر موجب جلوگیری از بیش و کم سرمایه‌گذاری می‌شود [۱۱].

۳. توسعه فرضیه‌ها و مدل مفهومی

فرضیه اصلی اول. تأثیر ایجاد بدهی بلندمدت بر بیش سرمایه‌گذاری نقدی نماینده، در شرکتهای اهرمی، معنادار است.

فرضیه فرعی ۱-۱. وجود بدهی بلندمدت در شرکتهای اهرمی، باعث کاهش نسبت نقدینگی می‌شود.

فرضیه فرعی ۱-۲. ایجاد بدهی بلندمدت در شرکتهای اهرمی، باعث کاهش نسبت نقدینگی تعدیل شده بر مبنای صنعت می‌شود.

فرضیه فرعی ۱-۳. ایجاد بدهی بلندمدت در شرکتهای اهرمی با فرصت سرمایه‌گذاری بالا، باعث کاهش نسبت نقدینگی تعدیل شده بر مبنای صنعت می‌شود.

فرضیه اصلی دوم. تأثیر ایجاد بدهی بلندمدت بر بیش سرمایه‌گذاری نماینده، در شرکتهای اهرمی، معنادار است.

فرضیه فرعی ۲-۱. وجود بدهی بلندمدت در شرکتهای اهرمی، باعث کاهش نسبت مخارج سرمایه‌ای می‌شود.

فرضیه فرعی ۲-۲. ایجاد بدهی بلندمدت در شرکتهای اهرمی، باعث کاهش نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر مبنای صنعت می‌شود.

فرضیه فرعی ۲-۳. ایجاد بدهی بلندمدت در شرکتهای اهرمی با هزینه نمایندگی بالا، باعث کاهش نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر مبنای صنعت می‌شود.

فرضیه اصلی سوم. تأثیر نسبت نقدینگی تعدیل شده بر مبنای صنعت بر ارزش شرکت، معکوس و معنادار است.

فرضیه اصلی چهارم. تأثیر نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر مبنای صنعت بر ارزش شرکت، معکوس و معنادار است.

فرضیه اصلی پنجم. تأثیر بیش سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت، معکوس و معنادار است.

۴. روش‌شناسی

نوع تحقیق براساس هدف از نوع کاربردی و براساس روش از نوع شبه تجربی (پس رویدادی) می‌باشد. بازه زمانی تحقیق بین سال‌های ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۸ می‌باشد که اطلاعات این

دوره را از صورت‌های مالی و گزارشات شرکت‌ها به‌دست می‌آوریم و به این دلیل که وقایع اتفاق افتاده‌اند روش تحقیق حاضر پس رویداد است. روش تحقیق مورد استفاده، روش همبستگی بوده و روش تحلیل، رگرسیون چندمتغیره با الگوی داده‌های تلفیقی می‌باشد. همچنین جامعه آماری خود را کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفتیم.

جامعه و نمونه آماری تحقیق

در این پژوهش، جامعه آماری را کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفتیم. روش نمونه‌گیری در این تحقیق روش حذفی سیستماتیک است.

شرایط انتخاب نمونه:

۱. پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند ماه باشد؛
۲. شرکت‌ها از سال ۱۳۸۳ تا پایان سال ۱۳۸۸، در بورس حضور فعال داشته باشند؛
۳. شرکت بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸، تغییر سال مالی نداشته باشد؛
۴. اطلاعات مورد نیاز شرکت، در دسترس باشد؛
۵. وقفه معاملاتی حداکثر ۶ ماه در بورس تهران داشته باشند؛
۶. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری نهادهای پولی و بانکی و بیمه نباشند.

روش‌های گردآوری داده‌ها. روش‌های گردآوری داده‌ها در این پژوهش به شرح زیر است:

۱. مراجعه به کتابخانه بورس اوراق بهادار تهران و جمع‌آوری اطلاعات مالی از صورت‌های مالی؛
۲. مطالعه کتابخانه‌ای و جمع‌آوری اطلاعات مرتبط با مبنای تئوریک و ادبیات تحقیق از پایان‌نامه‌ها، کتب و مقالات که مفاهیم بنیادی و چارچوب تحقیق را بیان می‌دارد؛
۳. اطلاعات خروجی با استفاده از انواع نرم‌افزارهای مربوطه (ره‌آورد نوین، اکسل^۱)؛
۴. مراجعه به سایت‌های اینترنتی معتبر از جمله سامانه مدیریت پژوهش سازمان بورس اوراق بهادار تهران^۲ و سازمان بورس اوراق بهادار^۳ و سایر سایت‌ها و مآخذ معتبر.

1. Excel
2. www.rdis.ir
3. www.irbours.ir

۵. تحلیل داده‌ها

آمار توصیفی. پس از آنکه داده‌های مورد نظر تحقیق جمع‌آوری و ثبت گردیدند، بایستی انبوه این داده‌ها با روش‌های خاصی خلاصه و طبقه‌بندی گردد. خلاصه‌کردن اطلاعات و توضیح ویژگی‌های مجموعه داده‌ها را معمولاً تحت عنوان آمار توصیفی می‌شناسند.

جدول ۱. آمار توصیفی

شرح متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
CR	۴۳۸	۰/۰۸۰۰	۰/۰۱۶	۱/۰۷	۰/۰۰
I Δ CR	۴۳۷	۰/۰۰۶۲	۰/۰۱۴	۱/۱۶	-۰/۶۷
MBR	۴۳۸	۱/۵۹۰۵	۰/۹۹۲	۹/۱۲	-۰/۶۰
LN(AST)	۴۳۸	۲۶/۵۴۱۹	۱/۲۸۵	۲۹/۷۸	۲۲/۷۱
CFR	۴۳۸	۰/۲۳۲۶	۰/۰۲۳	۰/۸۹	-۰/۲۸
NWCR	۴۳۸	۰/۱۰۹۴	۰/۰۵۸	۱/۰۰	-۰/۵۷
CEXP	۴۳۸	۰/۰۷۶۸	۰/۰۲۰	۰/۹۰	-۰/۶۲
STDEV	۴۳۸	۰/۰۴۱۲	۰/۰۷۶	۲/۰۰	-۲/۴۱
I Δ CEXP	۴۳۸	۰/۰۲۹۱	۰/۰۵۹	۲/۲۰	-۱/۴۲
I Δ NWCR	۴۳۸	۰/۰۰۳۴	۰/۰۳۷	۱/۱۹	-۰/۹۳
I Δ CFR	۴۳۸	۰/۰۰۶۵	۰/۰۲۱	۱/۴۷	-۰/۷۸
I Δ LN(AST)	۴۳۸	-۰/۰۰۵۸	۰/۰۵۹	۱/۳۸	-۲/۲۷
I Δ MBVE	۴۳۸	۰/۱۵۵۴	۰/۶۵۰	۷/۹۰	-۳/۱۳
SG	۴۳۸	۰/۰۰۵۸	۰/۰۰	۰/۱۱	-۰/۱۰

روش محاسبه متغیرهای تحقیق. در جدول ۲ روش محاسبه هر یک از متغیرهای تحقیق ذکر شده است

جدول ۲. روش محاسبه متغیرهای مستقل و وابسته

CR	نسبت نقدینگی	سرمایه گذاری کوتاه مدت + وجوه نقد/جمع دارائی‌ها - (صورت کسر)
DODUM	متغیر مجازی بدهی بلندمدت	در صورت استفاده شرکت از بدهی بلندمدت ۱ و در غیر این صورت ۰
MBR	فرصت سرمایه گذاری	جمع دارائی‌ها + (اختلاف بین ارزش بازاری سرمایه و ارزش دفتری آن)/جمع دارائی‌ها
Ln(AST)	لگاریتم طبیعی دارائیه‌ها	لگاریتم (جمع دارائی‌ها منهای بدهی بلندمدت سال جاری)
CFR	نسبت وجوه نقد	اختلاف سود عملیاتی و هزینه های غیرعملیاتی + هزینه استهلاک /جمع دارائی‌ها منهای وجوه نقد
NWCR	نسبت سرمایه در گردش خالص	دارائی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری منهای وجوه نقد /جمع دارائی‌ها منهای صورت کسر
CEXP	نسبت مخارج سرمایه ای	جمع تغییرات ارزش دفتری دارائی‌های ثابت مشهود و نامشهود و تغییرات استهلاک انباشته دارائی‌ها / جمع دارائیه‌ها منهای صورت کسر
STDEV	انحراف معیار وجه نقد	لگاریتم (اختلاف میانه انحراف معیار نسبت وجه نقد ۳ سال + ۱)
DDUM	متغیر مجازی پرداخت سود	در صورت پرداخت سود ۱ و در غیر این صورت ۰
DI	ایجاد بدهی بلندمدت	تغییرات بدهی بلندمدت /جمع دارائی‌ها منهای بدهی بلندمدت سال جاری
MBVE	ارزش شرکت	ارزش بازار سرمایه به ارزش دفتری آن
SG	رشد فروش	اختلاف لگاریتم فروش سال جاری و سال گذشته /لگاریتم فروش سال گذشته
IMBR DUM	متغیر مجازی فرصت سرمایه گذاری	مقایسه فرصت سرمایه گذاری هر سال با میانگین فرصت سرمایه گذاری ۲ سال یک شرکت در صورت بزرگتر بودن فرصت سرمایه گذاری ۱ و در غیر این صورت ۰
ICAPEX DUM	متغیر مجازی هزینه نمایندگی	مقایسه نسبت مخارج سرمایه‌ای هر سال با میانگین نسبت مخارج سرمایه‌ای ۲ سال یک شرکت در صورت بزرگتر بودن نسبت مخارج سرمایه‌ای برای متغیر مجازی هزینه نمایندگی ۱ و در غیر این صورت در نظر می‌گیریم ۰

برای محاسبه دلتاها، اختلاف اطلاعات دو سال را بدست آورده میانه را از اختلاف کم کرده به اضافه عدد یک و بعد لگاریتم می‌گیریم.

آزمون فرضیه‌ها. آزمون F لیمر برای انتخاب روش حداقل مربعات تلفیقی^۱ و ترکیبی^۲ داده‌ها انجام شد. از آنجا که سطح احتمال همه آن‌ها کمتر از ده درصد بود، بنابراین این آزمون نشان داد که روش حداقل مربعات تلفیقی بهتر می‌باشد. آزمون هاسمن نیز برای تعیین الگوی رگرسیون با اثرات ثابت یا تصادفی انجام گرفت و چون سطح احتمال کمتر از ده درصد بود بنابراین آزمون ثابت شد که الگوی اثرات ثابت، بهتر می‌باشد. برای بررسی همزمان کلیه متغیرهای مالی مشروحه در فرضیات پیش گفته از الگوی رگرسیونی چندمتغیره به روش حداقل مربعات تلفیقی به روش اثرات ثابت (PLS) استفاده گردید.

فرضیه اصلی اول. تاثیر ایجاد بدهی بلندمدت بر بیش سرمایه‌گذاری نماینده، در شرکت‌های اهرمی معنادار است. فرضیه ۱-۱. وجود بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی، باعث کاهش نسبت نقدینگی می‌شود.

1. Pooled
2. Panel

$$CR = \alpha_0 + \alpha_1 * DODUM + \alpha_2 * MBR + \alpha_3 * LN(AST) + \alpha_4 * CFR + \alpha_5 * NWCR + \alpha_6 * CEXPR + \alpha_7 * STDEV + \alpha_8 * DDUM + \varepsilon_0$$

جدول ۳. ضرایب مدل رگرسیون روش حداقل مربعات تلفیقی به روش اثرات ثابت

سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	اجزای مدل
۰/۰۰۰۸	۳/۳۶۹۶۷۹	۰/۲۸۲۸۱۶	۰/۹۵۲۹۹۹	C
۰/۷۴۸۷	۰/۳۲۰۵۸۴	۰/۰۲۰۲۳۳	۰/۰۰۶۴۸۶	DODUM
۰/۳۰۵۰	-۱/۰۲۷۲۸۱	۰/۰۱۰۲۶۱	-۰/۰۱۰۵۴۱	MBR
۰/۰۰۳۸	-۲/۹۱۴۱۴۹	۰/۰۱۰۸۳۹	-۰/۰۳۱۵۸۶	LN(AST)
۰/۰۰۰۰	۵/۰۵۳۵۱۲	۰/۰۰۶۹۱۰	۰/۰۳۴۹۲۱	CFR
۰/۰۰۰۰	۶/۲۷۷۷۳۹	۰/۰۲۶۴۶۲	۰/۱۶۶۱۲۵	NWCR
۰/۹۳۴۶	-۰/۰۸۲۱۰۳	۰/۰۲۲۶۵۳	-۰/۰۰۱۸۶۰	CEXPR
۰/۰۷۷۹	-۲/۴۱۵۷۴۹	۰/۰۰۹۱۲۵	-۰/۱۲۰۳۷۹	STDEV
۰/۰۴۰۲	۰/۷۷۲۷۶۲	۰/۰۰۷۸۴۴	۰/۱۴۶۰۶۱	DDUM
دوربین واتسون	سطح معناداری	آماره F	ضریب تعیین R ²	ضریب تعدیل شده
۱/۵۵۹۱۰۶	۰/۰۰۰	۸/۰۸۰۷۷۸	۰/۶۵۲۶۸۷۲	۰/۵۷۱۹۱۷

با توجه به جدول ۳، سطح معناداری متغیرهای (AST) LN، CFR، NWCR، DDUM و عرض از مبدا در سطح ۹۵ درصد و همچنین متغیر STDEV در سطح ۹۰ درصد اطمینان معنادار است. یعنی رابطه نسبت DDUM، NWCR، CFR با CR مثبت است. همچنین رابطه STDEV، LN(AST) با CR منفی است.

فرضیه ۱-۲. ایجاد بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی، باعث کاهش نسبت نقدینگی تعدیل شده بر مبنای صنعت می‌شود.

$$I \Delta CR = \alpha_0 + \alpha_1 * DI + \alpha_2 * IMBR + \alpha_3 * LN(AST) + \alpha_4 * CFR + \alpha_5 * NWCR + \alpha_6 * CEXPR + \alpha_7 * DDUM + \varepsilon_0$$

جدول ۴. ضرایب مدل رگرسیون روش حداقل مربعات تلفیقی به روش اثرات ثابت

اجزای مدل	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری
C	۲/۰۸۸۸۸۸	۰/۵۹۲۷۴۸	۳/۵۲۴۰۷۷	۰/۰۰۰۵
DI	-۰/۰۳۸۱۱۱	۰/۰۱۷۹۱۸	-۲/۱۲۶۹۲۱	۰/۰۳۴۳
IMBR DUM	۰/۰۱۱۷۹۵	۰/۰۰۵۹۷۱	۱/۹۷۵۳۹۳	۰/۰۴۹۲
LN(AST)	-۰/۰۷۸۷۴۷	۰/۰۲۱۹۹۲	-۳/۵۸۰۷۵۴	۰/۰۰۰۴
CFR	-۰/۰۳۸۱۵۳	۰/۰۴۶۷۶۴	-۰/۸۱۵۸۷۳	۰/۴۱۵۳
NWCR	۰/۱۷۲۹۰۳	۰/۰۵۷۵۶۸	۲/۲۶۶۳۸۵	۰/۰۰۶۴
CEXP	-۰/۰۰۹۴۰۸	۰/۰۴۰۰۵۰	-۰/۲۳۴۸۹۱	۰/۸۱۴۵
DDUM	۰/۰۱۱۰۶۵	۰/۰۱۶۷۲۰	۰/۶۶۱۸۱۸	۰/۵۰۸۶
I Δ CR	-۰/۲۴۶۲۳۰	۰/۱۷۰۶۶۴	-۱/۹۸۲۲۷	۰/۰۵۰۲
ضریب تعدیل شده	ضریب تعیین R ²	آماره F	سطح معناداری	دوربین واتسون
۰/۲۰۴۶۰	۰/۲۴۰۸۲۸	۲/۱۱۸۲۱۶	۰/۰۰۳۸۳۸	۲/۲۰۲۰۴۴

با توجه به جدول ۴، سطح معناداری متغیرهای IMBR DUM، LN(AST)، I Δ CR، NWCR در سطح ۹۵ درصد و متغیر تأخیری I Δ CR در سطح ۹۹ درصد اطمینان معنادار است، یعنی رابطه متغیر تأخیری، DI، LN(AST) با I Δ CR منفی است و رابطه IMBRDUM، NWCR با I Δ CR مثبت می‌باشد و حدوداً ۰/۲۰ از تغییرات مربوط به I Δ CR توسط این ۶ متغیر مالی توضیح داده می‌شود.

فرضیه ۳-۱. ایجاد بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی با فرصت سرمایه‌گذاری زیاد، باعث کاهش نسبت نقدینگی تعدیل شده بر مبنای صنعت می‌شود.

$$I \Delta CR = \alpha_0 + \alpha_1 * DI + \alpha_2 * IMBR DUM + \alpha_3 * LN (AST) + \alpha_4 * CFR + \alpha_5 * NWCR + \alpha_6 * CEXP + \alpha_7 * DDUM + \varepsilon_0$$

جدول ۵. ضرایب مدل رگرسیون روش حداقل مربعات تلفیقی به روش اثرات ثابت

اجزای مدل	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
C	۲/۲۵۰۱۱۱	۰/۴۶۱۳۶۷	۴/۸۷۷۰۵۱	۰/۰۰۰۰
DI	-۰/۰۷۱۲۱۹	۰/۰۲۴۵۴۷	-۲/۹۰۱۳۹۳	۰/۰۰۴۰
IMBRDUM*DI	۰/۱۱۵۳۷۷	۰/۰۲۲۸۵۰	۵/۰۴۹۲۰۶	۰/۰۰۰۰
LN (AST)	-۰/۰۸۲۸۰۰	۰/۰۱۷۱۶۵	-۴/۸۲۳۶۶۰	۰/۰۰۰۰
CFR	-۰/۰۴۵۷۱۶	۰/۰۷۳۹۹۸	-۰/۶۱۷۸۰۳	۰/۵۳۷۲
NWCR	۰/۱۵۱۷۶۹	۰/۰۴۳۳۳۱	۲/۱۹۴۷۳۰	۰/۰۳۳۲
CEXPR	-۰/۱۳۱۱۲۸	۰/۰۵۰۹۷۲	-۲/۶۱۰۶۸۳	۰/۰۴۱۹
DDUM	-۰/۰۰۱۹۷۱	۰/۰۲۲۳۷۴	-۰/۰۸۸۰۷۷	۰/۹۲۹۹
I Δ CR	-۰/۲۲۴۰۲۹	۰/۰۵۳۲۶۴	-۴/۲۰۶۰۳۰	۰/۰۰۰۰
ضریب تعدیل شده	ضریب تعیین R ²	آماره F	سطح معناداری	آماره دوربین واتسون
۰/۱۰۴۱۳۸	۰/۳۰۲۱۱۹	۱/۵۲۶۰۰۳	۰/۰۰۶۶۰۵	۲/۲۸۲۶۴۶

با توجه به جدول ۵، سطح معناداری متغیرها $LN(AST)$ ، DI ، $IMBRDUM*DI$ ، $I \Delta CR$ ، $CEXPR$ ، $NWCR$ در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنادار است. رابطه متغیر تاخیری و $LN(AST)$ ، $CEXPR$ ، DI با $I \Delta CR$ منفی است. همچنین رابطه $IMBRDUM*DI$ و $NWCR$ با $I \Delta CR$ مثبت می‌باشد. حدوداً ۱۰٪ از تغییرات مربوط به $I \Delta CR$ توسط این ۶ متغیر مالی توضیح داده می‌شود.

فرضیه اصلی دوم. تاثیر ایجاد بدهی بلندمدت بر بیش سرمایه‌گذاری سرمایه‌ای نماینده، در شرکت‌های اهرمی معنادار است.
فرضیه ۱-۲. وجود بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی، باعث کاهش نسبت مخارج سرمایه‌ای می‌شود.

$$CEXPR = \alpha_0 + \alpha_1 * DODUM + \alpha_2 * CFR + \alpha_3 * SG + \alpha_4 * MBR + \alpha_5 * CR + \varepsilon_0$$

جدول ۶. ضرایب مدل رگرسیون روش حداقل مربعات تلفیقی به روش اثرات ثابت

اجزای مدل	ضرایب (β)	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
C	-۲/۷۷۲۵۱۴	۰/۴۶۶۶۰۲	-۵/۹۴۱۹۲۶	۰/۰۰۲۱
DODUM	۰/۴۴۳۴۵۵	۰/۱۸۴۱۹۷	۲/۴۰۷۵۱۲	۰/۰۱۲۳
CFR	۰/۴۰۳۰۵۶	۰/۱۷۹۳۲۹	۲/۲۴۷۵۸۰	۰/۰۲۵۵
SG	-۰/۰۳۳۲۷۳	۰/۰۹۲۶۸۳	-۰/۳۵۸۹۹۵	۰/۷۱۹۹
MBR	۰/۱۳۲۲۹۴	۰/۰۶۲۵۵۷	۰/۵۱۶۲۲۷	۰/۶۰۶۲
CR	۰/۰۸۰۸۹۰	۰/۰۴۸۱۲۴	۱/۹۸۰۸۷۱	۰/۰۳۴۱
CEXP	۰/۱۶۰۳۲۳	۰/۱۰۲۷۸۶	۲/۵۵۹۸۸۶	۰/۰۳۰۱
ضریب تعدیل شده	ضریب تعیین R^2	آماره F	سطح معناداری	آماره دوربین واتسون
۰/۵۵۰۶۲۳	۰/۶۰۶۶۹۲	۴/۳۱۱۷۴۰	۰/۰۰۰۰	۲/۱۱۲۵۴۲

با توجه به جدول ۶ سطح معناداری متغیرهای DODUM، CFR، CEXP، CR در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنا دار است. رابطه متغیر تأخیری، CR، DODUM، CEXP مثبت است. حدوداً ۰/۵۵ از تغییرات مربوط به CEXP توسط این ۶ متغیر مالی توضیح داده می‌شود.

فرضیه ۲-۲. ایجاد بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی، باعث کاهش نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر مبنای صنعت می‌شود.

$$I \Delta CEXP = \alpha_0 + \alpha_1 * DI + \alpha_2 * ICAPEX DUM + \alpha_3 * CFR + \alpha_4 * SG + \alpha_5 * MBR + \alpha_6 * CR + \varepsilon_0$$

جدول ۷. ضرایب مدل رگرسیون روش حداقل مربعات تلفیقی به روش اثرات

اجزای مدل	ضرایب (β)	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
C	۰/۱۵۸۲۶۰	۰/۱۶۲۵۰۴	۱/۹۳۲۱۰۸	۰/۰۵۲۱
DI	-۰/۰۵۱۰۰۰	۰/۰۵۷۸۵۶	-۰/۸۸۱۴۸۹	۰/۳۷۸۸
ICAPEXDUM	۰/۰۸۵۳۷۲	۰/۰۱۲۷۳۳	۶/۷۰۴۷۴۷	۰/۰۰۰۰
CFR	۰/۲۳۹۷۰۹	۰/۰۶۵۶۱۰	۳/۶۵۳۵۵۱	۰/۰۰۰۳
SG	۰/۰۷۶۶۵۵	۰/۰۳۸۱۵۱	۲/۰۰۹۲۴۲	۰/۰۴۵۵
MBR	-۰/۰۰۱۸۵۷	۰/۰۱۹۰۱۷	-۰/۰۹۷۶۳۴	۰/۹۲۲۳
CR	۰/۰۲۱۴۲۸	۰/۰۰۸۶۸۵	۲/۴۶۷۰۹۶	۰/۰۱۴۲
$I \Delta CEXP$	-۰/۱۱۸۳۲۹	۰/۱۴۴۱۵۶	-۰/۸۲۰۸۳۹	۰/۴۱۲۴
ضریب تعدیل شده	ضریب تعیین R^2	آماره F	سطح معناداری	دوربین واتسون
۰/۲۲۷۱۹۰	۰/۲۵۱۲۵	۲/۱۲۹۹۸۷	۰/۰۰۰۰	۱/۵۳۷۱۱۵

با توجه به جدول ۷، سطح معناداری متغیرهای، SG ، $ICAPEXDUM$ ، CR ، CFR در سطح ۹۵ درصد همچنین عرض از مبدا در سطح ۹۰ درصد اطمینان معنادار است. رابطه CR ، SG ، $ICAPEXDUM$ با $I \Delta CEXP$ مثبت است. حدوداً ۰/۲۲ از تغییرات مربوط به $I \Delta CEXP$ توسط این ۵ متغیر مالی توضیح داده می‌شود. فرضیه ۳-۲. ایجاد بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی با هزینه نمایندگی زیاد، باعث کاهش نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل‌شده بر مبنای صنعت می‌شود.

$$I \Delta CEXP = \alpha_0 + \alpha_1 * DI + \alpha_2 * ICAPEX DUM * DI + \alpha_3 * CFR + \alpha_4 * SG + \alpha_5 * MBR + \alpha_6 * CR + \varepsilon_0$$

جدول ۸. ضرایب مدل رگرسیون روش حداقل مربعات تلفیقی به روش اثرات

اجزای مدل	ضرایب (β)	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
C	۰/۲۷۱۲۱۲	۰/۰۹۵۹۹۸	۲/۸۲۵۱۷۱	۰/۰۰۵۳
DI	-۰/۰۴۳۹۹۲	۰/۰۲۵۰۳۵	-۱/۷۵۷۲۱۵	۰/۰۸۰۷
ICAPEXDUM*DI	۰/۱۹۰۷۲۸	۰/۳۸۲۲۴۷	۰/۴۹۸۹۶۵	۰/۶۱۸۴
CFR	۰/۱۵۵۵۱۲	۰/۰۶۹۹۵۷	۲/۲۲۲۹۵۹	۰/۰۲۷۵
SG	۰/۰۰۰۶۷۱	۰/۰۱۵۱۱۳	۰/۰۴۴۳۹۸	۰/۹۶۴۶
MBR	۰/۰۵۴۹۵۶	۰/۰۱۲۰۵۵	۴/۵۵۸۹۰۱	۰/۰۰۰۰
CR	۰/۰۵۱۶۷۵	۰/۰۲۲۰۴۸	۲/۳۴۳۷۷۶	۰/۰۲۰۲
$I \Delta CEXP$	۰/۰۵۵۱۹۵	۰/۰۸۴۳۲۴	۰/۶۵۴۵۵۱	۰/۵۱۳۶
ضریب تعدیل شده	ضریب تعیین R^2	آماره F	سطح معناداری	آماره دوربین واتسون
۰/۳۲۱۵۶۹	۰/۵۲۸۴۰۸	۲/۵۵۴۶۸۵	۰/۰۰۰۰	۱/۷۳۶۰۸۸

با توجه به جدول ۸، سطح معناداری متغیرهای، CFR ، MBR ، CR و عرض از مبدا در سطح ۹۵ درصد و DI در سطح ۹۰ درصد اطمینان معنادار است. رابطه CR ، MBR ، CFR با $I \Delta CEXP$ مثبت است و رابطه DI ، با $I \Delta CEXP$ منفی می‌باشد. حدوداً ۰/۳۲ از تغییرات مربوط به $I \Delta CEXP$ توسط این ۵ متغیر مالی توضیح داده می‌شود. فرضیه اصلی سوم. تاثیر نسبت نقدینگی تعدیل‌شده بر مبنای صنعت بر ارزش شرکت، معکوس و معنادار است.

$$I \Delta MBVE = \alpha_0 + \alpha_1 * I \Delta CR + \alpha_2 * I MBR DUM * I \Delta CR + \alpha_3 * I \Delta LN (AST) + \alpha_4 * I \Delta NWCR + \alpha_5 * I \Delta CFR + \varepsilon_0$$

جدول ۹. ضرایب مدل رگرسیون روش حداقل مربعات تلفیقی به روش اثرات ثابت

اجزای مدل	ضرایب (β)	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
C	۰/۱۰۰۰۶۴	۰/۰۴۸۹۶۱	۲/۰۴۳۷۵۶	۰/۰۴۱۹
I Δ CR	-۰/۰۷۹۱۸۷	۰/۲۴۲۶۹۷	-۰/۳۲۶۲۷۸	۰/۷۴۴۵
IMBR DUM*I Δ CR	۰/۰۱۳۱۱۹	۰/۲۲۵۹۴۸	۰/۰۵۸۰۶۳	۰/۹۵۳۷
I Δ LN (AST)	۰/۵۴۰۲۱۴	۰/۰۸۹۲۹۴	۲/۵۷۰۲۲۵	۰/۰۱۷۵
I Δ NWCR	-۰/۲۵۶۴۳۰	۰/۲۹۰۹۸۰	-۰/۸۸۱۲۶۳	۰/۳۷۸۹
I Δ CFR	۰/۵۱۴۵۲۱	۰/۲۴۵۳۵۴	۲/۰۹۷۰۵۷	۰/۰۳۶۹
I Δ MBVE	۰/۲۳۰۱۸۳	۰/۲۰۷۵۹۹	۱/۱۰۸۷۸۴	۰/۰۶۸۵
ضریب تعدیل شده	ضریب تعیین R ²	آماره F	سطح معناداری	آماره دوربین واتسون
۰/۲۶۸۳۶۳	۰/۲۶۸۵۴۲	۲/۱۵۹۵۶۷	۰/۰۰۰۰	۱/۳۴۱۴۴۵

با توجه به جدول ۹، سطح معناداری متغیرهای، I Δ CFR، I Δ LN(AST) و عرض از مبدا در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنادار است. رابطه I Δ CFR، I Δ LN(AST) با I Δ MBVE مثبت است. حدوداً ۰/۲۶ از تغییرات مربوط به I Δ MBVE توسط این ۴ متغیر مالی توضیح داده می‌شود.

فرضیه اصلی چهارم. تأثیر مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر مبنای صنعت بر ارزش شرکت، معکوس و معنادار است.

$$I \Delta MBVE = \alpha_0 + \alpha_1 * I \Delta CEXPR + \alpha_2 * ICAPEX DUM * I \Delta CEXPR + \alpha_3 * I \Delta LN (AST) + \alpha_4 * I \Delta NWCR + \alpha_5 * I \Delta CFR + \epsilon_0$$

جدول ۱۰. ضرایب مدل رگرسیون روش حداقل مربعات تلفیقی به روش اثرات ثابت

اجزای مدل	ضرایب (β)	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
C	۰/۲۷۱۲۱۲	۰/۰۹۵۹۹۸	۲/۸۲۵۱۷۱	۰/۰۱۵۳
I Δ CEXPR	-۰/۰۴۳۹۹۲	۰/۰۳۵۰۳۵	-۱/۷۵۷۲۱۵	۰/۰۷۰۷
ICAPEX DUM * I Δ CEXPR	۰/۱۹۰۷۲۸	۰/۳۸۲۲۴۷	۰/۳۶۲۵۱۴	۰/۶۱۸۴
I Δ LN(AST)	۰/۱۵۵۵۱۲	۰/۰۶۹۹۵۷	۲/۲۵۱۴۷۸	۰/۰۳۷۵
I Δ NWCR	۰/۰۰۰۶۷۱	۰/۰۱۵۱۱۳	۰/۱۴۴۳۹۸	۰/۹۶۴۶
I Δ CFR	۰/۰۵۴۹۵۶	۰/۰۱۲۰۵۵	۴/۵۵۸۹۰۱	۰/۰۰۰۰
I Δ MBVE	۰/۰۵۱۶۷۵	۰/۰۲۲۰۴۸	۲/۲۳۲۱۵۴	۰/۰۱۰۲
ضریب تعدیل شده	ضریب تعیین R ²	آماره F	سطح معناداری	دوربین واتسون
۰/۲۶۶۴۳۸	۰/۲۶۶۴۸۷	۱/۳۳۲۱۰۹	۰/۰۰۰۲۹۱	۲/۲۷۳۸۶۵

با توجه به جدول ۱۰، سطح معناداری متغیرهای، $I \Delta CFR$ ، $I \Delta LN(AST)$ ، $I \Delta MBVE$ و عرض از مبدا در سطح ۹۵ درصد و $I \Delta CEXPR$ در سطح ۹۰ درصد اطمینان معنادار است. رابطه $I \Delta CFR$ ، $I \Delta LN(AST)$ با $I \Delta MBVE$ مثبت است و رابطه $I \Delta CEXPR$ با $I \Delta MBVE$ منفی می‌باشد. حدوداً ۰/۲۶ از تغییرات مربوط به $I \Delta MBVE$ توسط این ۴ متغیر مالی توضیح داده می‌شود.

فرضیه اصلی پنجم. تأثیر بیش سرمایه‌گذاری نقدی و سرمایه‌ای بر ارزش شرکت، معکوس و معنادار است.

$$I \Delta MBVE = \alpha_0 + \alpha_1 * I \Delta CR + \alpha_2 * IMBR DUM * I \Delta CR + \alpha_3 * I \Delta CEXPR + \alpha_4 * ICAPEX DUM * I \Delta CEXPR + \alpha_5 * I \Delta LN (AST) + \alpha_6 * I \Delta NWCR + \alpha_7 * I \Delta CFR + \varepsilon_0$$

جدول ۱۱. ضرایب مدل رگرسیون روش حداقل مربعات تلفیقی به روش اثرات ثابت

اجزای مدل	ضرایب (β)	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
C	۰/۱۵۴۷۵۵	-۰/۰۶۲۰۳۴	۲/۴۹۴۶۷۴	-۰/۰۱۳۱
$I \Delta CR$	-۰/۵۹۲۴۷۹	-۰/۵۴۱۸۲۳	-۱/۹۹۳۴۹۲	-۰/۰۷۹۴
$IMBR DUM * I \Delta CR$	۰/۰۷۰۹۳۲	-۰/۲۸۲۶۷۵	۰/۲۵۰۹۳۹	-۰/۸۰۲۰
$I \Delta CEXPR$	-۰/۶۲۹۴۸۶	۰/۱۹۵۵۳۵	-۲/۱۹۳۰۷	۰/۰۰۱۴
$ICAPEX DUM * I \Delta CEXPR$	۰/۷۱۰۷۳۱	-۰/۲۹۹۳۳۶	۲/۲۷۳۳۵۹	-۰/۰۱۸۱
$I \Delta LN(AST)$	-۰/۱۸۱۸۲۸	-۰/۱۰۷۵۱۱	۱/۶۹۱۲۴۹	-۰/۰۹۱۷
$I \Delta NWCR$	-۰/۴۸۰۷۶۵	-۰/۳۳۱۲۳۹	-۴/۵۱۴۱۶	-۰/۰۴۷۵
$I \Delta CFR$	۰/۸۲۵۲۹۷	-۰/۳۵۸۲۷۶	۲/۳۰۲۵۱۳	-۰/۰۳۱۸
$I \Delta MBVE$	۰/۲۱۸۵۰۹	-۰/۰۹۸۸۰۳	۲/۲۱۱۵۵۵	-۰/۰۳۷۶
ضریب تعدیل شده	ضریب تعیین R^2	آماره F	سطح معناداری	دوربین واتسون
-۰/۱۳۵۵۷	۰/۲۹۳۲۰۶	۱/۸۶۵۶۱۸	-۰/۰۰۰	۱/۹۱۷۶۷۶

با توجه به جدول ۱۱، سطح معناداری متغیرهای $I \Delta CEXPR$ ، $ICAPEX DUM * I \Delta CEXPR$ ، $I \Delta NWCR$ ، $I \Delta CFR$ ، $I \Delta CEXPR$ و $I \Delta LN(AST)$ در سطح ۹۵ درصد، $I \Delta CR$ ، $I \Delta LN(AST)$ ، $I \Delta CFR$ در سطح ۹۰ درصد اطمینان معنی دار است. رابطه $I \Delta LN(AST)$ ، $I \Delta CFR$ با $ICAPEX DUM * I \Delta CEXPR$ مثبت است و رابطه $I \Delta NWCR$ ، $I \Delta CEXPR$ با $I \Delta CR$ ، $I \Delta CEXPR$ با $I \Delta MBVE$ منفی می‌باشد. حدوداً ۰/۱۳ از تغییرات مربوط به $I \Delta MBVE$ توسط این ۷ متغیر مالی توضیح داده می‌شود.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیات در جدول زیر آمده است:

نتیجه فرضیه	فرضیه
بین بدهی بلندمدت و بیش سرمایه‌گذاری در سطح صنعت، رابطه معکوس و معنادار است.	فرضیه اصلی اول: تاثیر ایجاد بدهی بلندمدت بر بیش سرمایه‌گذاری نقدی نماینده، در شرکت‌های اهرمی معنادار است.
بین بدهی بلندمدت و نسبت نقدینگی رابطه معنادار و معکوسی وجود ندارد.	فرضیه فرعی ۱-۱: ایجاد بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی، باعث کاهش نسبت نقدینگی می‌شود.
بین بدهی بلندمدت و نسبت نقدینگی تعدیل شده بر مبنای صنعت طی دوره رابطه معکوس و معنادار است.	فرضیه فرعی ۲-۲: ایجاد بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی، باعث کاهش نسبت نقدینگی تعدیل شده بر مبنای صنعت می‌شود.
بین بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی با فرصت سرمایه‌گذاری بالا و نسبت نقدینگی تعدیل شده بر مبنای صنعت، رابطه معنادار است ولی معکوس نیست.	فرضیه فرعی ۳-۱: ایجاد بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی با فرصت سرمایه‌گذاری بالا باعث کاهش نسبت نقدینگی تعدیل شده بر مبنای صنعت می‌شود.
بین بدهی بلندمدت و نسبت مخارج سرمایه‌ای نه در سطح شرکت و نه در سطح صنعت و نه در شرکت‌های اهرمی با هزینه نمایندگی بالا رابطه معکوس و معناداری وجود ندارد.	فرضیه اصلی دوم: تاثیر ایجاد بدهی بلندمدت بر بیش سرمایه‌گذاری سرمایه‌ای نماینده در شرکت‌های اهرمی معنادار است.
بین بدهی بلندمدت و نسبت مخارج سرمایه‌ای رابطه معنادار اما مثبت است.	فرضیه فرعی ۱-۲: وجود بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی، باعث کاهش نسبت مخارج سرمایه‌ای می‌شود.
بین بدهی بلندمدت و نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر مبنای صنعت رابطه معنادار نیست اما معکوس است.	فرضیه فرعی ۲-۲: ایجاد بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی، باعث کاهش نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر مبنای صنعت می‌شود.
بین بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی با هزینه نمایندگی بالا و نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر مبنای صنعت، رابطه معنادار و معکوسی وجود ندارد.	فرضیه فرعی ۳-۲: ایجاد بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی با هزینه نمایندگی بالا، باعث کاهش نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر مبنای صنعت می‌شود.
بین نسبت نقدینگی تعدیل شده بر مبنای صنعت و ارزش شرکت رابطه معنادار نیست ولی معکوس است	فرضیه اصلی سوم: تاثیر نسبت نقدینگی تعدیل شده بر مبنای صنعت بر ارزش شرکت، معکوس و معنادار است
بین نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر مبنای صنعت و ارزش شرکت رابطه معکوس و معنادار است.	فرضیه اصلی چهارم: تاثیر نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر مبنای صنعت، بر ارزش شرکت، معکوس و معنادار است.
بین بیش سرمایه‌گذاری نقدی و سرمایه‌ای و ارزش شرکت رابطه معکوس و معنادار است.	فرضیه اصلی پنجم: تاثیر بیش سرمایه‌گذاری نقدی و سرمایه‌ای بر ارزش شرکت‌ها، معکوس و معنادار است.

نتایج آزمون فرضیه فرعی اول حاکی از این بود بین بدهی بلندمدت و نسبت نقدینگی در سطح شرکت رابطه معنادار و معکوس نیست بلکه بدهی بلندمدت تنها در سطح صنعت بر نسبت نقدینگی تأثیر معکوس و معنادار دارد و طبق نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم، بدهی بلندمدت در شرکت‌های با فرصت سرمایه‌گذاری بالا تأثیرش بر نسبت نقدینگی معنادار بوده ولی معکوس است. به عبارت دیگر نتایج نشان داد که هرچه فرصت سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های اهرمی بیشتر باشد، نسبت نقدینگی هم بیشتر خواهد بود پس در نهایت تنها فرضیه فرعی ۱-۲ تأیید شد. یعنی ایجاد بدهی بلندمدت در سطح صنعت بر نسبت نقدینگی و به عبارتی بر بیش سرمایه‌گذاری نقدی مؤثر است. نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم نشان داد که وجود بدهی بلندمدت بر نسبت مخارج سرمایه‌ای تأثیر معنادار دارد اما مثبت، به عبارت دیگر برخلاف فرض تحقیق وجود بدهی بلندمدت باعث افزایش نسبت مخارج سرمایه‌ای شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی دوم نیز نشان داد که ایجاد بدهی در شرکت‌های اهرمی رابطه معناداری با نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل‌شده بر مبنای صنعت ندارد اما یک رابطه معکوسی بین این دو متغیر وجود دارد که این رابطه معکوس دلیلی معنادار ندارد. نتایج فرضیه فرعی سوم نیز نشان داد که ایجاد بدهی بلندمدت در شرکت‌های اهرمی با هزینه‌های نمایندگی بالا هیچ رابطه معنادار و معکوسی با نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل‌شده بر مبنای صنعت ندارد. یعنی فرضیه دوم تأیید نشد. علت این عدم تأیید فرضیه‌ها را شاید بتوان شرایط اعتباردهندگان در کشور ما دانست. از این منظر که دلیل اصلی تأمین مالی از طریق وام بسط و گسترش سرمایه‌گذاری‌های شرکت و اصولاً گسترش فعالیت‌های شرکت است، این نتایج نشان می‌دهند که احتمالاً وام‌های دریافتی به دلایل مختلف مثل عدم نظارت صحیح از طرف وام‌دهنده در جای صحیح خود مصرف نشده و حتی باعث افزایش نسبت‌های نقدی و سرمایه‌ای شرکت‌ها شده است.

نتایج آزمون فرضیه سوم نیز نشان داد که نسبت نقدینگی تعدیل‌شده بر ارزش شرکت تأثیر معکوس دارد ولی معنادار نیست. یعنی ممکن است رابطه بین نسبت نقدینگی تعدیل‌شده بر مبنای صنعت و ارزش شرکت رابطه‌ای معکوس باشد اما افزایش ارزش شرکت در نتیجه کاهش این نسبت نبوده است پس فرضیه سوم نیز تأیید نشد. نتایج آزمون فرضیه چهارم حاکی از این بود که کاهش نسبت مخارج سرمایه‌ای تعدیل‌شده بر مبنای صنعت باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. یعنی رابطه‌ای معکوس و معنادار بین این دو متغیر دیده شد که نشان داد هرچه نسبت نقدینگی تعدیل‌شده بر مبنای صنعت پایین‌تر باشد یا به عبارتی بیش سرمایه‌گذاری سرمایه‌ای کمتر صورت بگیرد، ارزش شرکت افزایش خواهد یافت پس فرضیه چهارم تأیید می‌شود. نتایج آزمون فرضیه پنجم نشانگر تأثیر معنادار و معکوس بیش سرمایه‌گذاری نقدی و سرمایه‌ای تعدیل‌شده بر مبنای صنعت بر ارزش شرکت می‌باشد. در مدل مربوط به این فرضیه تأثیر هر دو

شاخص بیش سرمایه‌گذاری نقدی و سرمایه‌ای تعدیل‌شده بر مبنای صنعت به‌طور همزمان بر ارزش شرکت مورد بررسی قرار گرفت و نتایج نشان داد هر دو متغیر رابطه‌ای معکوس و معنادار بر ارزش شرکت دارند. پس فرضیه پنجم هم تأیید می‌شود.



منابع

۱. بختیاری، پرویز؛ (۱۳۸۵) حسابداری دارائی ها، انتشارات سازمان مدیریت صنعتی
۲. تهرانی، رضا؛ نوربخش، عسکر؛ (۱۳۸۵) مدیریت سرمایه گذاری تهران، انتشارات نشر دانش
۳. تهرانی، رضا؛ حصارزاده، رضا؛ (۱۳۸۸) تاثیر جریان های نقد آزاد و محدودیت های تامین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری
۴. جهان خانی، علی؛ کنعانی امیری، منصور؛ (۹ دی ۱۳۸۸) مدل تعیین میزان مخارج سرمایه ای در شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، (ویژه مقالات مدیریت ۶)، www.sid.ir
۵. سید نژاد فهیم، سید رضا؛ آقایی، محمد علی، نقش استقراض در سودآوری شرکت ها، انجمن های سرمایه، فارکس
۶. طالب پور اصل، رزگار؛ (۱۳۸۷)، مطالعه نقش بدهی های بلندمدت بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، استاد راهنما: دکتر حسین کرباسی یزدی؛ استاد مشاور: دکتر یداله نوری فرد
۷. غلامزاده لداری، مسعود؛ (۱۳۸۸)، جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه گیری عملکرد شرکت ها روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۱۷۶۹، www.magiran.com
۸. مدرس، احمد؛ حصارزاده، رضا؛ (۱۳۸۷) کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری، فصلنامه بورس اوراق بهادار ° سال اول، شماره ۲، صفحه ۸۵-۱۱۶
۹. نمازی، محمد؛ (۱۳۸۴) بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره بیست و دوم، شماره ۲، صفحه ۴۳
۱۰. نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا؛ وافی ثانی، جلال؛ (۱۳۸۵)، بررسی ساز و کارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری

11. Biddle, G .G. Hilary, Verdi, R2008 "How dose financial reporting quality improve investment efficiency?" working paper
12. Cariole A., Rocco M., Rocco T., overinvestment and underinvestment problems, Determining factors, consequences and solutions, 2005, Working paper ssrn.
13. D Mello R., Miranda M., long term debt and over investment agency problem , 2009. available on line 30, July , 2009

14. Hubbard .r. 1998.capital ° market imperfection and investment - Journal of Economic Literature-36,193-225
15. Jensen, M., 1986.Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review 76,323-329.
16. Lambert.R.C, Leuz.verechia, R.2007.Accoutinginformation, disclosure, and the cost of capital. Journal of Accounting Research 45,385-420
17. Mercado, M. J, pin dado 2000."the under investment and over investment hypotheses: An analysis using panel data.instruto polltecnico de Coimbra(Portugal).www.ssrn.ir
18. Myers, s.1977. Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics 5,147-175
19. Pin dado, j.Torre, C. 2005"the effects of ownership structure on overinvestment and underinvestment "www.ssrn.ir
20. Richardson S., 2006, overinvestment of free cash flow
21. Stulz , R , 1990 , Managerial discretion and optimal financing policies .Journal of Financial Economics 26,3-27
22. Tate W.Ellram L.2009 An Agency theory perspective on the purchase of marketing services .
23. Verdi, R. 2006."Financial reporting quality and investment efficiency M.I.T.Working paper.
24. Wu, L. 2004,"the impact of ownership structure on debt financing of Japanese firm with the agency of cash flow". working paper , city university of Hong Kong .online , www.ssrn.ir