

بررسی تاثیر حساسیت سرمایه گذاری به منابع تامین داخلی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان وجوه نقد بر سود سهام پرداختی

مهناز اکبریان

کارشناسی ارشد رشته حسابرسي، دانشگاه آزاد اسلامي تهران مركزي واحد حسابداری.

نام نویسنده مسئول:

مهناز اکبریان

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۸/۴

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۰/۱۰

چکیده

تحقیق حاضر به بررسی تاثیر حساسیت سرمایه گذاری به جریان وجوه نقد و تامین مالی داخلی بر سود سهام تقسیمی پرداخته است. این تحقیق از نوع کاربردی بوده که هدف آن پاسخ به این پرسش است که آیا حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی و حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی داخلی با سود سهام پرداختی رابطه ای دارند؟

جامعه مورد تحقیق کلیه شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران بوده که با استفاده از نمونه گیری با روش غربالگری ۱۳۴ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۶ انتخاب گردید و با استفاده از داده های ترکیبی و روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته فرضیات مورد نظر در تحقیق آزمون شد.

نتایج به دست آمده حاکی از این است که حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی بر سود سهام پرداختی تاثیر منفی و معناداری دارد، همچنین تاثیر حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی بر سود سهام پرداختی منفی و معنادار می باشد بنابراین با افزایش حساسیت سرمایه به تامین مالی علی-الخصوص در شرکت هایی که با محدودیت در تامین مالی مواجهند؛ سود سهام پرداختی به طور قابل ملاحظه ای کاهش می یابد.

واژگان کلیدی: حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی داخلی، سود سهام تقسیمی.

مقدمه

شرکت ها برای رشد و پیشرفت نیاز به سرمایه دارند، بخشی از سرمایه از طریق منابعی چون جریان های نقدی حاصل از عملیات، فروش دارایی ها، سود انباشته، اندوخته ها، سود تقسیم نشده و ذخایر استهلاک که در داخل شرکت عرضه می شوند، تأمین می شوند و باقی می تواند از طریق بازارهای سرمایه یا استقراض ایجاد گردد (آقای و احمدی گورچی، ۱۳۹۴).

در یک بازار سرمایه کامل که حساسیت سرمایه گذاری نسبت به تأمین مالی در آن وجود ندارد. منابع داخلی و خارجی جایگزین های کاملی باشند و تصمیمات سرمایه گذاری یک شرکت جدا از انتخاب های تأمین مالی و سرمایه گذاری آن اتخاذ می شود. به عبارت دیگر، شرکت ها می توانند همیشه تأمین مالی خارجی را با هزینه ای معادل هزینه ی سرمایه ی خودشان، انجام دهند (مودیگیلیانی و میلر^۱، ۱۹۵۸). اما با توجه به اطلاعات نامتقارن و مشکلات نمایندگی فرض عدم بازار، غیرواقعات بینانه است و شرکت ها به ازای بدهی تأمین مالی خارجی با هزینه های زیادی مواجه می شوند (اکسو و اکسو^۲، ۲۰۱۹).

بنابراین در صورت وجود نقص های بازار سرمایه، منابع وجوه داخلی و خارجی نمی توانند کاملاً جایگزین یکدیگر باشند (بهر و همکاران^۳، ۲۰۱۳).

طبق نظر المدی و کامپلو^۴ (۲۰۱۰)، تصمیمات مالی مدیران تحت تأثیر شرایط فرهنگی و اقتصادی کلان بازار است. شرکت ها در تصمیمات تأمین مالی، با دو منبع تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی مواجه هستند. تأمین مالی داخلی مجموعه روش ها و سیاست هایی است که مدیریت شرکت بکار می گیرد تا بدون نیاز به تأمین کنندگان مالی، صرفاً با کمک منابع داخلی نیازهای شرکت را رفع نماید و تأمین مالی خارجی منابعی هستند که در صورت عدم کفاف منابع داخلی برای تأمین مالی نیازهای شرکت، بوسیله انتشار سهام عادی، سهام ممتاز، استقراض، اوراق مشارکت، استفاده از وام بانکی و... جذب سرمایه می کنند (چو و همکاران^۵، ۲۰۱۰).

شرکت ها برای بهره برداری از فرصت های سرمایه گذاری به وجه نقد نیاز دارند. وجه نقد را هم می توان از منابع مالی داخلی و هم از منابع خارجی تأمین کرد (مودیگیلیانی و میلر^۱، ۱۹۵۸). تأمین مالی از منابع خارج از شرکت دارای هزینه های زیادی است که باعث می شود هزینه تأمین مالی از نرخ بازده اسمی اعلام شده فراتر رود (عرب صالحی و اشرفی^۶، ۱۳۹۰). از دلایل عمده وجود اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی می توان نام برد. در این حالت، مدیران در مورد جریان نقدی، فرصت های سرمایه گذاری و به طور کلی چشم انداز آتی و ارزش واقعی شرکت اطلاعاتی بیش از سرمایه گذاران برون سازمانی در اختیار دارند (عزالدین و همکاران^۷، ۲۰۱۴).

این عوامل، شرکت ها را به استفاده روزافزون از منابع داخلی برای تأمین مالی سرمایه گذاری های خود، متمایل می نماید. میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی به وسیله حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی آن شرکت تعیین می شود. حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی مشکلات دستیابی به منابع مالی خارجی را منعکس می کند (فزری و همکاران^۸، ۱۹۸۸).

به عقیده ی بیشب و باسو^۸ (۲۰۰۰)، مدیران مالی معمولاً با دو تصمیم عملیاتی روبرو هستند که عبارتند از: تصمیمات سرمایه گذاری و تصمیمات تأمین مالی. تصمیمات سرمایه گذاری در مورد دارایی هایی است که شرکت باید کسب کند در حالیکه تصمیمات مالی در مورد این است که این دارایی ها چگونه تأمین مالی شوند. تصمیمات نوع سوم زمانی بوجود می آید که شرکت شروع به ایجاد سود کند. در این حالت این سوال پیش می آید که آیا شرکت باید این سود ایجاد شده را به صورت سود تقسیمی به سهامداران پرداخت کند یا آن را دوباره در شرکت سرمایه گذاری کند. در هر صورت مدیران باید اینکه چگونه ثروت سهامداران را حداکثرسازی نمایند را در نظر بگیرند. بنابراین موضوع سیاست تقسیم سود یکی از مهم ترین حوزه های ادبیات مالی است.

با توجه به مطالب عنوان شده در این تحقیق هدف پاسخ به این سوال است که حساسیت سرمایه گذاری به منابع تأمین داخلی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان وجوه نقد بر سود سهام پرداختی تأثیر دارد؟

¹ Modigliani, F., Miller M. H.,

² Xu and Xu

³ Behr P et al

⁴ Almeida H, Campello M

⁵ Chow K.W et al

⁶ Ezzeddine, B et al

⁷ Fazzari, S.M et al

⁸ Bishop , Basu, S

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یکی از مهم ترین تصمیمات اقتصادی، تصمیمات سرمایه گذاری است. به طور کلی سرمایه گذاری به عنوان فرآیند تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شد تعریف می شود. سرمایه گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه گذاری است. بسیاری از دارایی های شرکت، به ویژه فرصت های رشد را می توان به عنوان یک اختیار خرید در نظر گرفت (خانقاه و رامتین نیا، ۱۳۹۶). اهمیت سرمایه گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه ایست که آن را به یکی از اهرم های قوی برای رسیدن به توسعه تبدیل نموده است (محفوظی و اکبری، ۱۳۹۶). یکی از مهم ترین عوامل اثرگذار بر رشد سرمایه گذاری، وجود اطلاعات متقارن در بازارهای سرمایه هست زیرا اخذ تصمیمات سرمایه گذاری سریع و صحیح مستلزم وجود اطلاعات کافی، منظم و شفاف است (آقا محمد، ۱۳۹۱).

تحقیق های اخیر نشان داده اند که عدم تقارن اطلاعاتی سبب می شود که هزینه سرمایه بالاتر برود. تحقیق در مورد رابطه بین مخارج سرمایه ای شرکت و جریان های نقدی داخلی بحث جالب توجهی را هم در نظری و هم تجربی ایجاد کرده است (محفوظی و اکبری، ۱۳۹۶). مدل های عدم تقارن اطلاعات نشان می دهند که این رابطه به وسیله شکاف بین هزینه های منابع داخلی و خارجی که ناشی از داشتن اطلاعات برتر مدیریت نسبت به سهامداران است، هدایت می شود. بر همین اساس تئوری هزینه نمایندگی، رابطه مثبتی را بین سرمایه گذاری و جریان های نقدی پیش بینی می کند، به طوری که زمانی شرکت ها جریان های نقدی داخلی اضافی تولید می کنند، مدیران تمایل به بیش سرمایه گذاری دارند. این نظریه ها نشان می دهند که شرکت هایی که با مشکلات تقارن اطلاعاتی و یا هزینه های نمایندگی بالاتری مواجه اند، با شکاف بیشتری بین تأمین مالی داخلی و خارجی روبه رو خواهند شد و از این رو مخارج سرمایه ای نسبت به دسترسی منابع داخلی حساس تر خواهند بود (اتیگ و همکاران، ۲۰۱۲).

حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی، به تغییرات مخارج سرمایه ای شرکت ها در قبال تغییرات در جریان های نقدی اشاره دارد. عدم تقارن اطلاعاتی موجب ایجاد ریسک و مخاطره اطلاعاتی برای تأمین کنندگان منابع مالی می گردد. فرضیه بیش و کم سرمایه گذاری بیان می کند شرکت هایی که کمتر از سطح بهینه سرمایه گذاری کنند، از مشکل کم سرمایه گذاری و شرکت هایی که بیشتر از سطح بهینه سرمایه گذاری کنند، از مشکل بیش سرمایه گذاری آسیب می بینند؛ لذا شناخت عوامل مهم و تأثیرگذار بر سطح سرمایه گذاری ها، در ارزیابی، شناسایی و تعیین سطح بهینه سرمایه گذاری شرکت ها، بسیار حائز اهمیت است (عرب صالحی و همکاران، ۱۳۹۳). فازاری (۱۹۸۱)، نشان داد که بعد از کنترل فرصت های رشد، سرمایه گذاری واحد تجاری به جریان های نقدی حساسیت نشان می دهد و این موضوع در مورد بنگاه های با سود تقسیمی پایین، تشدید پیدا می کند. وی نتیجه گرفت که وجود محدودیت های نقدینگی رو در روی بنگاه ها، یک اثر مستقیم قوی از طریق وجوه داخلی بر روی سرمایه گذاری می گذارد (فازاری، ۱۹۸۱).

به دنبال این نظریه اولین مطالعه تحقیقی در زمینه حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی توسط فازاری، هوپارد^۹ و پترسن^{۱۱} در سال ۱۹۹۸ صورت گرفت که حساسیت سرمایه گذاری نسبت به جریان نقدی داخلی شرکت را اثبات کردند. بحث اصلی آن ها این بود که حساسیت سرمایه گذاری برای شرکت هایی که با بیشترین تفاوت بین هزینه سرمایه داخلی و خارجی روبرو هستند، قوی تر است. آن ها با نشان دادن این که شرکت های با سود تقسیمی پایین تر، حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی بالاتری دارند، این فرضیه را اثبات کردند. آن ها به بررسی شرکت های آمریکایی پرداخته و از نسبت پرداخت سود تقسیمی به عنوان معیار فقدان محدودیت مالی استفاده کردند (سدیدی و سانانی، ۱۳۹۳).

تحت این بحث که نسبت پرداخت سود تقسیمی شاخص خوبی از شرکت هایی است که نقدینگی داخلی و آزاد دارند، شرکت های با سود تقسیمی پایین تر و انباشت درآمد بالاتر، به عنوان شرکت های محدودتر از نظر تأمین مالی شناخته شدند، در حالی که شرکت های با پرداخت سود تقسیمی بالا به عنوان شرکت های با محدودیت کمتر طبقه بندی شدند (همان منبع).

منطق آن ها این بود که اگر منابع داخلی و خارجی جایگزین کامل یکدیگر باشند، عملکرد انباشت نباید مطالب زیادی در مورد فعالیت سرمایه گذاری شرکت آشکار کنند. دسترسی به منابع داخلی تنها در صورتی سرمایه گذاری را محدود می نماید که شرکت باید به علت پدیده های اطلاعات نامتقارن، پاداشی به سهامداران یا اعتباردهندگان پرداخت نماید. آن ها ارتباط بین محدودیت های مالی و فعالیت سرمایه گذاری را با توجه به مدل های نئوکلاسیک شتابنده فروش و Q^{۱۰} تبیین تشریح کردند.

^۹ Attig, N, et al^{۱۰} Hubbard^{۱۱} Peterson

وگت^{۱۲} (۱۹۹۴)، در تلاشی برای تشریح روابط سرمایه گذاری جریان نقدی بر اساس جریان نقدی آزاد (اثرات نمایندگی) با ترتیب پله ای (اطلاعات نامتقارن)، یک نمونه از شرکت های آمریکایی را بر اساس اندازه شرکت و پرداخت سود تقسیمی دسته بندی کرد. او نتیجه گیری کرد که مسائل نمایندگی برای شرکت های بزرگ و با پرداخت اندک سود تقسیمی معنی دار نیست. در حالی که اثرات اطلاعات نامتقارن برای شرکت کوچک با پرداخت اندک سود تقسیمی معنادار نیست. همچنین این شرکت ها را بر اساس ارزش دفتری شرکت به سه دسته تقسیم کرده و گزارش کرد که حساسیت برای شرکت های با بالاترین ارزش دفتری، بالاتر است (وگت، ۱۹۹۴). کاپلان و زینگلاس (۱۹۹۷)، اولین افرادی بودند که رابطه قوی تری برای شرکت های با دسترسی کمتر به بازارهای سرمایه خارجی را زیر سؤال بردند. کاپلان و زینگلاس فرض اصلی در ادبیات این موضوع را زیر سؤال بردند. آن ها قبول نداشتند که حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی به طور یکنواختی همراه با میزان محدودیت ها افزایش می یابد. چون به نظر آن ها هیچ گونه مدل نظری پذیرفته شده ای که به این رابطه اشاره کند، وجود ندارد. آن ها نشان دادند که در درون زیرمجموعه با سود تقسیمی پایین فازری و همکارانش، شرکت های با کمترین محدودیت، بالاترین حساسیت تخمین زده شده را دارند. آن ها یک مدل نظری برای اثبات این نکته ارائه کردند (همان منبع).

انتقادی که بر مدل کاپلان و همکارش می رود این است که آن ها تنها یک تشریح ریاضی در مورد رفتار حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی ارائه می دهند و در ارائه هرگونه مفهوم اقتصادی ناتوان هستند.

آن ها بحث می کنند که رابطه مثبت بین جریان نقدی و سرمایه گذاری از اختلاف در بازارهای سرمایه خارجی ناشی نمی شود و در عوض از ناسازگاری ریسک مدیریتی یا هزینه های بالقوه محدودیت مالی یا محافظه کاری بیش از حد مدیران یا رفتار غیر بهینه آن ها ناشی می شود. آن ها اثبات کردند که ضریب حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی می تواند مثبت یا منفی یا حتی صفر باشد (سدیدی و سانیانی، ۱۳۹۳).

در این رابطه صالحی و همکاران (۱۳۹۷) بیان داشتند که ارتباط مثبت و معناداری میان خوشبینی مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری در شرکت های دارای محدودیت مالی و شرکت هایی که محدودیت مالی ندارند وجود دارد. همچنین رنگزن مقدم و لشکری (۱۳۹۷)، در تحقیقی نشان دادند تاثیر منفی سود سهام پرداختی بر سرمایه گذاری شرکت هایی که بخش عمده ای از ارزش شرکت، حاصل از فرصت های رشد می باشد، شدیدتر است. اما کیفیت گزارشگری مالی موجب کاهش تاثیر منفی سود سهام بر سرمایه گذاری نمی شود. رضایی و هاشمی (۱۳۹۶)، به این نتیجه رسیدند که افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی تاثیر معناداری دارد. همچنین محل تامین مالی افزایش سرمایه نیز بر حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی تاثیرگذار است.

اکبری و همکاران (۱۳۹۶)، نیز به این نتیجه رسیدند که بین فرصت های سرمایه گذاری و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه ای معناداری وجود ندارد. منصور^{۱۳} (۲۰۱۹)، نیز در پژوهشی بیان کرد که در شرایط محدودیت مالی و وجود اطلاعات نامتقارن حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی افزایش شدیدی خواهد داشت.

اکسو و اکسو^{۱۴} (۲۰۱۹)، به این نتیجه رسیدند که حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی بر سود سهام پرداختی تاثیر معناداری دارد.

روش تحقیق

روش این پژوهش، از نوع پس رویدادی است که در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و مبتنی بر داده های پانلی می باشد. این پژوهش بصورت برازش مدل های رگرسیونی بوده و با استفاده از اطلاعات گردآوری شده میزان ارتباط و تاثیرگذاری متغیرهای مستقل و وابسته مورد آزمون قرار می گیرد. از نظر هدف این پژوهش از نوع پژوهش های کاربردی می باشد. اطلاعات مورد نیاز برای آزمون تجربی فرضیه های پژوهش از پایگاه های داده جمع آوری شده است. این پژوهش بر معیارهای مالی و حسابداری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأکید می کند. در این پژوهش با استفاده از اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، میزان ارتباط متغیرهای مستقل و وابسته مورد آزمون قرار گرفته شده است. تمام شرکت های تولیدی فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری انتخاب و از بین آنها با استفاده از روش غربالگری و حذف سیستماتیک ۱۳۴ شرکت بعنوان نمونه انتخاب شد.

¹² Veget

¹³ Mansour

¹⁴ Xu, Xu

فرضیه های تحقیق

۱. حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی داخلی بر سود سهام پرداختی تاثیر دارد،
۲. حساسیت سرمایه گذاری به وجوه نقد بر سود سهام پرداختی تاثیر دارد،
۳. دوره تصدی حسابر س بر سود سهام پرداختی تاثیر دارد.

مدل پژوهش و روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

داده های تحقیق بصورت داده های تابلویی^{۱۵} می باشند. برای تحلیل داده های پژوهش و آزمون فرضیات تحقیق از تحلیل رگرسیون و ضریب همبستگی که در نرم افزار E-views9 اجرا می شود، استفاده می گردد.

مدل فرضیه اول

$$Networth_t = a_0 + a_1 \frac{I_t}{K_{t-1}} + a_2 \frac{Networth_t}{K_{t-1}} \times AC + a_3 TobinsQ + a_4 SalesGrowth + a_5 Lev + a_6 Roa + \varepsilon_{ij}$$

مدل فرضیه دوم

$$Networth_t = a_0 + a_1 \frac{I_t}{K_{t-1}} + a_2 \frac{Networth_t}{K_{t-1}} \times FC + a_3 TobinsQ + a_4 SalesGrowth + a_5 Lev + a_6 Roa + \varepsilon_{ij}$$

مدل فرضیه سوم

$$Networth_t = a_0 + a_1 \frac{I_t}{K_{t-1}} + a_2 AGE + a_3 TobinsQ + a_4 SalesGrowth + a_6 Lev + a_7 Roa + \varepsilon_{ij}$$

I_t : نشان دهنده سرمایه گذاری خالص شرکت که از تغییرات در خالص دارایی های ثابت شرکت بدست می آید. (اکسو و اکسو، ۲۰۱۹)

K_{t-1} : خالص دارایی های ثابت شرکت در ابتدای سال

$Networth$: سود سهام پرداختی)

FC : جریان نقد عملیاتی: از تقسیم وجه نقد عملیاتی بر کل دارایی ها بدست می آید

AC : نشان دهنده فروش خالص در زمان t

$\frac{FC}{K_t}$: براساس نظریه کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری برابر با تغییرات در جریان نقد عملیاتی به تغییرات در دارایی های ثابت. بنابراین این عبارت نشان دهنده حساسیت سرمایه گذاری به ریان وجوه نقد است.

$\frac{AC}{K_t}$: براساس نظریه کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) حساسیت سرمایه نسبت به تامین مالی داخلی از طریق فروش خالص برابر با تغییرات در فروش شرکت به دارایی های ثابت.

$SalesGrowth$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

$TobinsQ$: کیو توبین بعنوان شاخص سرمایه گذاری در مدل در نظر گرفته شده است.

AGE : دوره تصدی حسابر س که برابر است با سال هایی که حسابر س این وظیفه را بر عهده داشته است.

Lev: اهرم مالی: نسبت بدهی به دارایی
 Roa: بازده دارایی از صورتهای مالی که در سایت کدال منتشر می شود استخراج می گردد.

یافته های پژوهش

جدول ۱. توصیف متغیرهای شرکت ها

متغیرها	میانگین	میان	انحراف - معیار	ماکزیمم	مینیمم	چولگی	کشیدگی
سود سهام پرداختی	۸۷۶/۵۵	۵۰۰	۱۱/۵	۸۷۵۰	۰	۲/۸۲	۱۳/۷
سرمایه گذاری خالص بر دارایی ثابت	۷/۲۷	۰/۴۳	۱۳/۸	۳۰۹۶/۲	۰/۰۰۰۱	۲۳/۶	۴۶/۳
حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد	۲۹۲/۱۱	۲۰۷/۷	۷/۲۴	۲۱۹۴۳۷	۳/۰۸	۳/۱۶	۹/۱۲
حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی	۳۰۳۳/۹	۲/۳۲	۷/۲۴	۲۶۱۹۹۹۷	۰۰۰۰	۳۰/۱۸	۹/۱۳
کیو توبین	۱۰۹۷۹۸۹	۷۹۹۰۷۱	۹/۸۶	۷۲۳۵۸۷۵	۰/۰۰۰	۱/۸۲	۷/۵
ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۳	۰/۲۵	۰/۳۸	۲/۸	۰/۰۰۰	۲/۲	۴۵/۷
اهرم مالی	۰/۲۷	۰/۱۲	۰/۴	۵/۴	۰/۰۰۰	۴/۸	۴۵/۷
بازده دارایی	۰/۱۲	۰/۱	۰/۱۸	۳/۰۱	-۰/۷۹	۴/۱۶	۶۹/۴
دوره تصدی	۳/۰۶	۳	۱/۶	۸	۱	۰/۵	۲/۶

در جدول فوق شاخصهای مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش نمایش داده شده است. که نشاندهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست.

بررسی هم خطی میان متغیرهای پژوهش

جدول ۲. بررسی هم خطی میان متغیرهای تحقیق

متغیرها	حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی	دوره تصدی حسابرس	حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی	سرمایه گذاری خالص به دارایی ثابت	اهرم مالی	بازده دارایی	ارزش بازار به ارزش دفتری	کیو توبین
حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی	۱	۰/۰۴۱	۰/۰۹	۰/۰۰۲	۰/۰۴۱	۰/۰۲۹	۰/۰۲۵	۰/۰۱۲
دوره تصدی حسابرس		۱	۰/۰۴۰	۰/۰۰۶	۰/۰۰۲	۰/۴۹	۰/۰۱۷	۰/۰۲۲
حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد			۱	۰/۰۰۱	۰/۰۴۳	۰/۰۳۱	۰/۰۲۴	۰/۰۱۳
خالص سرمایه گذاری بر دارایی ثابت				۱	۰/۰۲۱	۰/۰۱۵	۰/۰۲۸	۰/۰۲۹
اهرم مالی					۱	۰/۲۵	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۵
بازده دارایی						۱	۰/۰۱۷	۰/۰۰۵
ارزش بازار به ارزش دفتری							۱	۰/۰۳۶
کیو توبین								۱

در پژوهش حاضر از ضریب همبستگی دو به دو بین متغیرهای مستقل جهت بررسی وجود و یا عدم وجود همخطی استفاده می شود. چنانچه مقدار ضریب همبستگی بین متغیرها تقریباً کمتر از ۸۰ درصد (۰/۸۰) باشد، بین دو متغیر مستقل همبستگی خاصی وجود ندارد (گجراتی، ۱۳۹۲). در جدول فوق مقدار ضریب ارائه شده است. با توجه به اینکه مقدار همبستگی بین دو متغیر مستقل از ۰/۵ کمتر است، در نتیجه بین متغیرهای مستقل همبستگی و همخطی وجود ندارد.

آزمون مانایی داده های پانلی

در این پژوهش قبل از برآورد مدلهای، به بررسی مانایی داده های مورد پژوهش پرداخته شد جهت بررسی نامانایی از آزمون های لوین، لین و چو استفاده شده است. این آزمون از مهم ترین آزمون های ریشه واحد در داده های پانل می باشد.

جدول ۳. آزمون مانایی لین، لوین و چو

متغیر	حساسیت سرمایه- گذاری به تامین مالی	دوره تصدی حسابرس	حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد	سرمایه گذاری خالص به دارایی ثابت	اهرم مالی	سود پرداختی	بازده دارایی	ارزش بازار به ارزش دفتری	کیو توبین
آماره آزمون	-۲۱/۰۳	-۶۰/۷	-۵۱/۰۱	-۸۲/۵۸	-۲۴/۱۹	-۱۰۱/۵۳	-۴۰/۷۷	-۷۶۶/۷۴	-۱۲/۰۶
سطح معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

با توجه به جدول فوق و سطح معناداری بدست آمده از آزمون ها، چون سطح معناداری آزمون از ۰/۰۵ کمتر است نتیجه می شود فرض صفر مبنی بر نامانایی متغیرهای پژوهش رد شده، بنابراین متغیرهای پژوهش در سطح مانا هستند.

جدول ۴. آزمون چاو و هاسمن

آزمون چاو			آزمون هاسمن		
مدل	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون	آماره خی دو	سطح معناداری
مدل فرضیه ۱	۱۲/۲۰	۰/۰۰۰۷	ترکیبی (تابلویی)	۰/۷۵	۰/۶۸
مدل فرضیه ۲	۱/۵۸	۰/۰۰۰۱	ترکیبی (تابلویی)	۰/۵۴	۰/۷۶
مدل فرضیه ۳	۵/۳۳	۰/۰۰۰	ترکیبی (تابلویی)	۱/۹۸	۰/۳۶

با توجه به اینکه سطح معناداری در آزمون چاو کمتر از ۰/۰۵ و در آزمون هاسمن بیشتر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین از روش پانل - دیتا و همچنین روش اثرات تصادفی جهت برآش مدل رگرسیونی مدل ها استفاده می شود.

آزمون ناهمسانی مدل پژوهش

یکی از فرضیه های اساسی یک مدل رگرسیونی مناسب، فرض همگونی (همسانی) واریانس باقی مانده ها است. برای بررسی این فرض در این پژوهش از آزمون همسانی واریانس وایت استفاده می شود. فرض صفر در این آزمون همسانی واریانس باقی مانده ها می باشد که اگر مقدار احتمال بیشتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر پذیرفته می شود. آزمون ناهمسانی واریانس برای مدل این تحقیق به شرح زیر است:

جدول ۵ آزمون ناهمسانی واریانس

نام متغیر	آماره وایت	احتمال	نتیجه
مدل اول تحقیق	0/55	0/086	همسانی واریانس
مدل دوم تحقیق	0/85	0/067	همسانی واریانس
مدل سوم تحقیق	0/21	0/077	همسانی واریانس

باتوجه به نتایج جدول فوق از آنجایی که مقدار آماره وایت برای دو مدل پژوهش بیشتر از ۰,۰۵ می باشد، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس باقی مانده ها پذیرفته می شود، بنابراین مشکل ناهمسانی واریانس بین متغیرها وجود ندارد.

آزمون خود همبستگی باقی مانده ها

در پژوهش های گوناگون از آزمون دوربین- واتسون برای تشخیص وجود و یا عدم وجود خودهمبستگی استفاده شده است. در صورت وجود خودهمبستگی در خطاها نمی توان از رگرسیون خطی استفاده کرد. آماره دوربین واتسون بین ۰ تا ۴ می باشد. اگر بین باقی مانده ها همبستگی متوالی وجود نداشته باشد، مقدار این آماره باید به ۲ نزدیک باشد. اگر به صفر نزدیک باشد نشان دهنده همبستگی مثبت و اگر به ۴ نزدیک باشد نشان دهنده همبستگی منفی می باشد. در مجموع اگر این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد جای نگرانی نیست.

جدول ۶ آماره دوربین- واتسون

مدل	حدود عدم خودهمبستگی	آماره دوربین- واتسون	نتیجه
سنجش خطای مدل فرضیه اول	$1/5 < DW < 2/5$	2/29	عدم خود همبستگی
سنجش خطای مدل فرضیه دوم	$1/5 < DW < 2/5$	۲/۰۸	عدم خود همبستگی
سنجش خطای مدل فرضیه سوم	$1/5 < DW < 2/5$	۲/۰۴	عدم خود همبستگی

فرضیه اول: حساسیت سرمایه گذاری به وجوه نقد بر سود سهام پرداختی تاثیر دارد.

جدول ۷. ضرایب معادله رگرسیون برای فرضیه اول

$Networth_t = a_0 + a_1 \frac{I_t}{K_{t-1}} + a_2 \frac{Networth_t}{K_{t-1}} \times FC + a_3 TobinsQ + a_4 SalesGrowth + a_5 Lev + a_6 Roa + \varepsilon_{ij}$					
متغیر وابسته	متغیر مستقل	B (ضریب رگرسیونی)	خطای معیار	T	سطح معنی داری (Prob)
سود سهام پرداختی	سرمایه گذاری خالص به دارایی	۰/۲۳	۰/۱۰۰	۲/۳۱	۰/۰۳۶
	حساسیت سرمایه گذاری به جریان	-۲/۱۳	۱/۱۰	-۱/۹۳	۰/۰۱۱۷
	کیو توبین	۷/۷۴	۳/۱۸	۲/۴۳	۰/۰۱۵
	ارزش بازار به ارزش دفتری	۲/۹۰	۱/۱۳	۲/۵۵	۰/۰۴۶
	اهرم مالی	-۲۴/۳	۶۶/۱۵	-۰/۳۶	۰/۷۱
	بازده دارایی	۹/۴۳	۵/۱۴	۱/۸۳	۰/۰۴۶
	ضریب ثابت a	۹۰/۱/۳	۶۵/۹۹	۱۳/۶۵	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۵۴			
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۳			
مقدار فیشر		۷۷/۸			
سطح معنی داری فیشر		۰/۰۰۰			
دوربین واتسون		۲/۲۹			

در این فرضیه میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۵۴ است که این مقدار نشان می دهد متغیرهای مستقل توانایی پیش بینی متغیر وابسته را دارد. هم چنین میزان ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۵۳ می باشد که نزدیک بودن این مقدار به ضریب تعیین نشان دهنده واقعی بودن داده ها و برازش مناسب مدل رگرسیونی است.

از طرفی سطح معنی داری آزمون فیشر کمتر از ۵ درصد است، که این بدین معنا است مدل این فرضیه معنی داری شده است

با توجه به سطح معنادار آزمون t و اینکه این مقدار در سطح ۹۵ درصد اطمینان از ۰/۰۵ کمتر می باشد نتیجه می شود که حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی بر سود سهام پرداختی تاثیر معناداری دارد از طرفی با توجه به منفی بودن ضریب رگرسیونی می توان گفت که هرچه حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی بالاتر برود میزان سود سهام پرداختی در شرکت های بورسی کاهش می یابد. خالص سرمایه گذاری به دارایی ثابت دارای تاثیری مثبت و معنادار بر سود سهام پرداختی بوده و کیو توبین دارای تاثیری مثبت و معنادار بر سود سهام پرداختی است.

بازدهی دارایی نیز تاثیری مثبت و معنادار بر سود سهام پرداختی دارد بدین ترتیب با افزایش بازدهی سود سهام بیشتری به سهامداران تعلق می گیرد.

فرضیه دوم: حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی داخلی بر سود سهام تقسیمی تاثیر دارد.

جدول ۸. ضرایب معادله رگرسیون برای فرضیه دوم

$Networth_t = a_0 + a_1 \frac{I_t}{K_{t-1}} + a_2 \frac{Networth_t}{K_{t-1}} \times AC + a_3 TobinsQ + a_4 SalesGrowth + a_5 Lev + a_6 Roa + \varepsilon_{ij}$				
متغیر وابسته	متغیر مستقل	B (ضریب رگرسیونی)	خطای معیار	T
سود سهام پرداختی	سرمایه گذاری خالص به دارایی ثابت	۲/۲۳	۰/۹۶	۲/۳۰
	حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی داخلی	-۳/۵۲	۲/۰۰۴	-۱/۷۵
	کیو توبین	۷/۶	۳/۲۳	۲/۳۵
	ارزش بازار به ارزش دفتری	۱۹۳/۹۳	۱۰۰/۳۱	۱/۹۳
	اهرم مالی	-۱۶/۶۸	۹۳/۱۳	-۰/۱۷
	بازده دارایی	-۶۶/۸	۱۷۶/۶	-۰/۳۷
	ضریب ثابت a	۸۹۹/۱۲	۷۰/۶۵	۱۲/۷۲
ضریب تعیین		۰/۶۵		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۴		
مقدار فیشر		۱۰۱		
سطح معنی داری فیشر		۰/۰۰۰		
دوربین واتسون		۲/۰۸		

در این فرضیه میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۶۵ است که این مقدار نشان می دهد متغیرهای مستقل توانایی پیش بینی متغیر وابسته را دارد. هم چنین میزان ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۶۴ می باشد که نزدیک بودن این مقدار به ضریب تعیین نشان دهنده واقعی بودن داده ها و برازش مناسب مدل رگرسیونی است.

از طرفی سطح معنی داری آزمون فیشر کمتر از ۵ درصد است، که این بدین معنا است مدل این فرضیه معنی داری شده است. با توجه به سطح معناداری آزمون t و اینکه این مقدار برای متغیر حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی کمتر از ۰/۰۵ می باشد نتیجه می شود که حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی بر سود سهام پرداختی منفی و معنادار می باشد بنابراین با افزایش حساسیت سرمایه به تامین مالی علی الخصوص در شرکت هایی که با محدودیت در تامین مالی مواجهند؛ سود سهام پرداختی به طور قابل ملاحظه ای کاهش می یابد.

سرمایه گذاری خالص به دارایی ثابت دارای تاثیر مثبت و معنادار بر سود سهام پرداختی است. اهرم مالی و بازده دارایی تاثیر معناداری بر سود سهام پرداختی ندارند.

فرضیه سوم: دوره تصدی حسابر س بر سود سهام تقسیمی تاثیر دارد.

جدول ۹. ضرایب معادله رگرسیون برای فرضیه سوم

$Networth_t = a_0 + a_1 \frac{I_t}{K_{t-1}} + a_2 AGE + a_3 TobinsQ + a_4 SalesGrowth + a_6 Lev + a_7 Roa + \varepsilon_{ij}$					
متغیر وابسته	متغیر مستقل	B (ضریب رگرسیونی)	خطای معیار	T	سطح معنی داری (Prob)
سود سهام پرداختی	سرمایه گذاری خالص به دارایی ثابت	۱/۲۵	۰/۲۷	۴/۶۳	۰/۰۰۶
	دوره تصدی	۲۴/۴	۱۹/۳	۱/۲۶	۰/۲
	کیو توبین	۷/۳	۳/۲	۲/۲۶	۰/۰۲
	ارزش بازار به ارزش دفتری	۱۷۶/۰۱	۱۰۱/۳	۱/۷۳	۰/۰۸
	اهرم مالی	-۲۶/۸	۹۴/۰۸	-۰/۲۸	۰/۷۷
	بازده دارایی	-۷۱/۱۶	۱۷۷/۶	-۰/۴۰	۰/۶۸
	ضریب ثابت a	۸۳۶/۴۰	۹۳/۱۹	۸/۹۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۶۳			
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۲			
مقدار فیشر		۱۱۵			
سطح معنی داری فیشر		۰/۰۰۰			
دوربین واتسون		۲/۰۴			

در این فرضیه میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۶۳ است که این مقدار نشان می دهد متغیرهای مستقل توانایی پیش بینی متغیر وابسته را دارد. هم چنین میزان ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۶۲ می باشد که نزدیک بودن این مقدار به ضریب تعیین نشان دهنده واقعی بودن داده ها و برازش مناسب مدل رگرسیونی است.

از طرفی سطح معنی داری آزمون فیشر کمتر از ۵ درصد است، که این بدین معنا است مدل این فرضیه معنی داری شده است. با توجه به سطح معناداری آزمون تی و اینکه این مقدار برای متغیر دوره تصدی حسابر س بیشتر از ۰/۰۵ می باشد نتیجه می شود که دوره تصدی حسابر س بر سود سهام پرداختی تاثیر معناداری ندارد. بنابراین افزایش سال های تصدی حسابر س نمی تواند بر میزان سود سهام پرداختی تاثیر معناداری داشته باشد

سرمایه گذاری خالص به دارایی ثابت دارای تاثیر مثبت و معنادار بر سود سهام پرداختی است. اهرم مالی و بازده دارایی تاثیر معناداری بر سود سهام پرداختی ندارند.

بحث و نتیجه گیری

در پژوهش حاضر تاثیر حساسیت سرمایه گذاری به جریان وجوه نقد بر سود سهام پرداختی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفت. یافته های حاصل از فرضیه اصلی اول نتایج آزمون فرضیه اول حاکی از این است که حساسیت سرمایه گذاری به وجوه نقد بر سود سهام پرداختی تاثیر منفی و معنادار دارد. این بدین معناست که با افزایش حساسیت سرمایه گذاری به وجوه نقد؛ سود سهام پرداختی شرکت های کاهش می یابد. نسبت پرداخت سود تقسیمی شاخص خوبی از شرکت هایی است که نقدینگی داخلی و آزاد دارند. شرکت های با سود تقسیمی پایین تر و انباشت درآمد بالاتر، به عنوان شرکت

های محدودتر از نظر تامین مالی شناخته شدند، در حالی که شرکت های با پرداخت سود تقسیمی بالا به عنوان شرکت های با محدودیت کمتر طبقه بندی شدند.

نتایج این تحقیق با مطالعات اکبری و همکاران (۱۳۹۶)، مشایخ و باقری (۱۳۹۴)، حاجیها و محمدی چمخانی (۱۳۹۴)، کامیابی و همکاران (۱۳۹۳)، منصور (۲۰۱۹)، ایل گاید (۲۰۱۸)، دنگ و همکاران (۲۰۱۷)، ریاض و شهاب (۲۰۱۶)، رافائل و تیرینیا (۲۰۱۵)، درابتر و همکاران (۲۰۱۴) منطبق می باشد.

اما نتایج تحقیق اسپالیر و گورولیا (۲۰۱۵) با نتایج تحقیق حاضر منطبق نیست. دلیل این امر را می توان در نمونه انتخابی و شرایط حاکم بر شرکت ها و منابع مالی آن ها طی دوره نمونه دانست.

نتایج فرضیه دوم حاکی از این است که حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی داخلی بر سود سهام تقسیمی تاثیر دارد. بدین ترتیب شرکت هایی که با محدودیت تامین مالی مواجه هستند و حساسیت سرمایه گذاری در آن ها بر تامین مالی داخلی زیاد است تمایل به پرداخت سود کمتری دارند و تاثیر این حساسیت بر پرداخت سود سهام منفی خواهد بود.

نتایج این تحقیق با مطالعات رضایی و هاشمی (۱۳۹۶)، آقایی و احمدی گورجی (۱۳۹۵)، مرادی و همکاران (۱۳۹۳)، اکسو و اکسو (۲۰۱۸)، دنگ و همکاران (۲۰۱۷)، ریاض و شهاب (۲۰۱۶) منطبق می باشد.

نتایج فرضیه دوم حاکی از این است که دوره تصدی حسابرس بر سود سهام تقسیمی تاثیر معناداری ندارد. در واقع افزایش دوره تصدی حسابرس عاملی در جهت افزایش یا کاهش سود سهام پرداختی نمی باشد.

تا کنون در ایران تحقیقی که به بررسی تاثیر دوره تصدی حسابرس بر سود سهام پرداختی شرکت های بورسی پرداخته باشد، انجام نگرفته است بنابراین در این فرضیه پیشنهادی جهت مقایسه نتایج این تحقیق یافت نشد.

با توجه به نتایج حاصل از این پژوهش و تاثیر حساسیت سرمایه گذاری بر سود سهام پرداختی به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان در تصمیم گیری، به عامل محدودیت مالی شرکت ها توجه کنند، زیرا این عامل بر حساسیت تامین مالی شرکت ها به جایگزین شدن دارایی ثابت به جای نقد در شرکت ها اثرگذار است و به این ترتیب بر نوع و هزینه تامین مالی شرکت و متعاقباً بر سود سهام پرداختی تاثیرگذار خواهد بود. همچنین پیشنهاد می شود که فعالیت های شرکت و به طور کلی خط مشی های کلی مدیریت به سمت و سویی باشد که منجر به انطباق بیشتر اطلاعات بین کلیه ی استفاده کنندگان گردد و عدم تقارن اطلاعاتی موجود در شرکت ها به صفر و حداقل ممکن برسد، تا شرکت ها در انجام فعالیت های مالی و همچنین تامین مالی خود با مشکل مواجه نشوند. همچنین سرمایه گذاران نیز می توانند با معیارهای ارائه شده و بررسی شرایط شرکت ها، وضعیت حساسیت وجوه نقد شرکت را مورد بررسی قرار داده و درباره ی خرید، فروش و یا نگهداری سرمایه گذاری تصمیم گیری کنند.

منابع و مراجع

- [۱] آقایی، محمدعلی، احمدی گورجی، جلیل. (۱۳۹۵). بررسی حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی داخلی و استقرار شرکت های سیاسی و غیرسیاسی. مجله دانش حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۳، صص ۱-۲۲.
- [۲] اکبری، محسن، فتحی، مهسا و فرخنده، زهرا. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی. مجله چشم اندازه مدیریت مالی، شماره ۱۷، صص ۴۹-۶۸.
- [۳] آقامحمد، محمدرضا. (۱۳۹۱). تاثیر مالکیت نهاد بر نسبت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده مدیریت و حسابداری، صص ۲۳.
- [۴] حاجیه، زهره و محمدی چم خانی، زهره. (۱۳۹۴). حساسیت منابع به جریان نقد در شرایط محدودیت های مالی داخلی و خارجی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مدیریت دارایی و تامین مالی، دوره ۵، شماره ۵، شماره پیاپی ۱۷، صص ۳۷-۵۰.
- [۵] سدیدی، مهدی و محمدی سانیانی، احمد. (۱۳۹۴). بررسی ارتباط حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی با سطح مخارج سرمایه گذاری. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم، شماره ۴۱، صص ۱۰۵-۱۲۹.
- [۶] کامیابی، یحیی، نیکروان فرد، بیتا و سلمانی، رسول. (۱۳۹۳). مطالعه رابطه بین نوسانات جریان نقدی - وجوه نقد با سیستم تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران. دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۲۱۱-۲۲۸.
- [۷] عرب صالحی، مهدی صادقی، غزل و معین الدین، محمود. (۱۳۹۲). رابطه مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، ۳ (۹)، صص ۱-۲۰.
- [۸] رنگزن مقدم، رقیه و لشکری، زهرا. (۱۳۹۷). تاثیر سیاست های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه گذاری با تاکید بر کیفیت گزارشگری مالی. فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابداری، دوره ۱۰، شماره ۴۰، صص ۲۱-۴۶.
- [۹] رضایی، فرزین و هاشمی، لیل. (۱۳۹۶). تاثیر تامین مالی از محل افزایش سرمایه بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد شرکت ها. مجله مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره سوم، شماره ۳، صص ۲۵۰-۲۶۲.
- [۱۰] مشایخ، شهناز و باقری، نازیلا. (۱۳۹۴). جهت حساسیت جریان وجه نقد عملیاتی به مانده وجه نقد و محدودیت دسترسی به منابع مالی و تاثیر سهامداران نهادی بر آن. مجله دانش حسابداری مالی، شماره ۱۷، صص ۴۷-۷۰.
- [۱۱] محفوظی، غلامرضا، اکبری، محسن و قاسمی شمس، محسن. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال ششم، شماره ۲۱، صص ۲۱-۳۳.
- [12] Attig.N, Cleary.S, Ei Ghoul .S , Guedhami. O.(2012). "Institutional investment horizon and investment –cash flow sensitivity". *Journal of Banking & Finance*,36(4). 1164-1180.
- [13] Almeida H, CampelloM.(2010). Financing frictions and the substitution between internal and external funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(3):589-622.
- [14] Behr P , Norden L , Noth F.(2013). Financial constraints of private firms and bank lending behavior. *Journal of Banking & Finance*,37(9):3472-3485.
- [16] Bishop , Basu, S. (2000). The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, Pp. 3-37.
- [18] Chow K.W , Song FM , Wong KP . (2010). Investment and the soft budget constraint in China. *International Review of Economics and Finance* , 19(2):219-227.
- [19] Deng, Kebin, Ding, Zhong , Yushu Zhu , Zhou, Qing . (2017). Investment–cash flow sensitivity measures investment thirst, but not financial constraint. First published: 27 April 201 <https://doi.org/10.1111/acfi.12133>. Pp 125-136.

- [20] Drobets, Wolfgang, Rebekka Haller, Iwan Meier, Vefa Tarhan. (2014). Cash flow sensitivities during financial crises .HFRC Working Paper Series No.6 – 5. August 2014
- [21] Ezzeddine, B., Richard, F., Abdelfettah, B. (2014). 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.
- [22] EL Gaied, Moez . (2018). INVESTMENT-CASH FLOW SENSITIVITY AND GROWTH OPPORTUNITIES. INTERNATIONAL JOURNAL OF ECONOMICS AND FINANCIAL ISSUES. Pp 123-152.
- [23] Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., Petersen, B.C.,(1988). "Financing constraints and corporate investment". Brookings Papers on Economic Activity 2, 141–195.
- [24] Kaplan, S. N. and Zingales, L.,(1997). 'Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures offinancing constraints?' Quarterly Journal of Economics, Vol. 112, 1997, pp. 169۲۱۵..
- [25] Modigliani, F., Miller M. H., (1958).The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- [26] Mansour, S. (2019). Investment-cash flow sensitivity and financial constraints. DOI: 10.1108/SAJGBR-08- 215-235.
- [27] Riaz , Yasir., Shahab , Ahmad. (2016). Investment-cash flow sensitivity: evidence from Pakistan. South Asian Journal of Global Business Research, Vol. 5 Issue: 3, pp.403-423, <https://doi.org/10.1108/SAJGBR-08-285-296>.
- [28] Raffaele Stagliano , Tiziana La Rocca. (2015). Investment Cash Flow Sensitivity and Financial Constraint: A Cluster Analysis Approach. Applied Economics, Forthcoming Posted: 8 Jun 2015. Xiaodong Xu, Huifeng Xu, (2019) "Investment-internal capital sensitivity, investment-cash flow sensitivity and dividend payment", China Finance Review International, Vol. 9 Issue: 2, pp.183-207, <https://doi.org/10.1108/CFRI-06-2017-0103>