

بررسی تأثیر خوش بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی

اله کرم صالحی^۱

روح اله موسوی^۲

محمد مرادی^۳

تاریخ پذیرش: ۹۵/۱/۱۵

تاریخ دریافت: ۹۴/۱۰/۱۶

چکیده

بحث حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی یکی از موضوعاتی است که اخیراً مورد توجه پژوهشگران مالی قرار گرفته است. این شاخص از طریق میزان تغییرات در مخارج سرمایه ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقدی، اندازه گیری می شود. هدف از این تحقیق بررسی معیار خوش بینی مدیریتی و تأثیر آن بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی با در نظر گرفتن وجود و یا عدم وجود محدودیت مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور اطلاعات مالی ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ بررسی گردیدند. تعداد داده های جمع آوری شده برای این پژوهش ۷۰۰ سال-شرکت می باشد. به منظور انجام آزمون فرضیه های تحقیق از روش رگرسیون چندمتغیره با رویکرد داده های ترکیبی (Panel Data) و برای انجام روش های آماری از نرم افزارهای SPSS21 و Eviews7 استفاده شده است. نتایج پژوهش ارتباط مثبت و معنادار میان خوش بینی مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری را در میان کل نمونه، و همچنین در میان شرکت های طبقه بندی شده تحت عنوان دارای محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی را نشان می دهد. همچنین نتایج حاکی از آن است که حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در نتیجه خوش بینی مدیریتی در شرکت های دارای محدودیت مالی بیشتر از شرکت های بدون محدودیت مالی است.

واژه های کلیدی: حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، خوش بینی مدیریتی، محدودیت مالی.

۱- استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مسجدسلیمان، A.k.salehi@iaumis.ac.ir

۲- کارشناس ارشد حسابداری roli_1357@yahoo.com

۳- گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مسجدسلیمان، Mohamad.moradi777@gmail.com

۱- مقدمه

بیان می‌کند که تصمیمات سرمایه‌گذاران عقلایی و عاری از تعصب است و رفتار بازار نیز کاراً می‌باشد، اما محققین مالی با کشف بی‌قاعدگی‌های بازار و وجود احساسات انسانی در فرایند تصمیم‌گیری نشان داده‌اند، روانشناسی در تصمیم‌گیری مالی نقش مهمی ایفا می‌کند، به گونه‌ای که در مبحث سرمایه‌گذاری ممکن است رفتار منطقی وجود نداشته باشد و بازارها نیز ناکارآمد باشند و سرمایه‌گذاران در برخی موارد مطلوبیت را نادیده می‌گیرند. تیورسکی و کاهنمان^۶ (۱۹۷۹) رشته مالی رفتاری را در زمینه روانشناسی ریسک گسترش دادند. کار آنان و اقتصاد رفتاری در کل به چالش کشیدن مفروضات اصلی و عقلانیت ذاتی در مدل تصمیم‌گیری اقتصاد کلاسیک بود. یکی از حوزه مطالعاتی آنها در بحث سرمایه‌گذاری خوش بینی و اطمینان بیش از حد مدیریت است. در حالی که تئوری اقتصاد کلاسیک مدعی است، سرمایه‌گذاران، تصمیم‌گیرندگان عقلایی هستند و به اطلاعات مالی که وجود دارد دسترسی دارند، مالی رفتاری معتقد است سرمایه‌گذاران به اطمینان بیش از حد و تصمیمات جانبدارانه متمایل هستند. تیورسکی و کاهنمان دریافته‌اند که سرمایه‌گذاران اغلب در مورد تصمیمات سرمایه‌گذاری کاملاً خوش‌بینانه هستند و شانس موفقیت‌شان در مسائل مالی بیشتر پیش‌بینی می‌شود. اطمینان بیش از حد باعث می‌شود معرفت افراد در سرمایه‌گذاری بیشتر گردد و مخاطرات سرمایه‌گذاری کاهش یابد و توانایی آنها روی کنترل رویدادها اغراق آمیز گردد (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۹۳).

خوش‌بینی تأثیر مثبت بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت دارد و می‌تواند سطح سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش دهد. خوش‌بینی می‌تواند تأثیری متقارن در شرکت‌های وابسته به سرمایه داشته باشد. سرمایه‌گذاران شرکت‌های وابسته به سرمایه می‌تواند بطور ویژه‌ای توسط خوش‌بینی مدیریتی تحت تأثیر قرار گیرد. اگر یک شرکت دارای مقادیر کافی وجه نقد و

بحث حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی یکی از موضوعاتی است که اخیراً مورد توجه محققین مالی قرار گرفته است. این ادبیات به طور واضح‌تر با ادبیات تأمین مالی و ادبیات سرمایه‌گذاری مرتبط است. این ادبیات برای نخستین بار توسط پژوهش‌فازاری^۱ و دیگران (۱۹۸۸) شروع گردید و سپس توسط پژوهش‌کاپلان و زینگالس^۲ (۱۹۷۷) به چالش کشیده شد. ادبیات مالی معتقد است که سرمایه‌گذاری شرکت، به دسترسی جریان وجه نقد داخلی حساس است. در یک چارچوب عقلانی، دلیل چنین حساسیتی می‌تواند باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی و مسائل مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی گردد. در آن سوی چارچوب عقلانی، برخی از تحقیقات معتقدند که تمایلات خوش‌بینی یا اطمینان بیش از حد، نقش کنترلی را در فرایند تصمیم‌گیری مالی و سرمایه‌گذاری بازی می‌کند. موضوع ارتباط میان تصمیمات شرکت و مشخصات هیأت مدیره در تئوری مالی استاندارد نادیده گرفته شده بود. ارتباط جریان نقدی سرمایه‌گذاری بطور ویژه‌ای توسط هزینه‌های نمایندگی و مشکلات اطلاعات نامتقارن توضیح داده شده است (جنسن و مک‌لینگ^۳، ۱۹۷۶؛ مایرز و ماجلوف^۴، ۱۹۸۴). یک ویژگی کلیدی در تئوری استاندارد این است که نماینده‌ها کاملاً عاقل هستند بطوریکه قادر به تصمیم‌گیری خوش‌بینانه‌اند که ارزش شرکت را حداکثر می‌کند (اولیویرا^۵، ۲۰۰۷). هدف از این تحقیق بررسی معیار خوش‌بینی مدیریتی و تاثیر آن بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی با در نظر گرفتن وجود و یا عدم وجود محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

تئوری اقتصاد نئوکلاسیک بر پایه مفاهیم مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای و فرضیه بازار کاراً

یا ظرفیت بدهی تقاضانشده برای تأمین مالی همه پروژه‌های سرمایه‌گذاری‌شان باشد، جریان وجه نقد داخلی ممکن است سطح سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار ندهد (مالمندیر^۷ و تیت^۸، ۲۰۰۵).

جریان‌های نقدی برای یک شرکت جهت تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران، مدیران و سایر اشخاص ذینفع مهم است. هر شرکتی برای تداوم حیات خود و بازپرداخت اصل بدهی‌ها و بهره باید به نقدینگی کافی دسترسی داشته باشد. در بلندمدت جریان وجوه نقد ناشی از عملیات باید برای پوشش نیازهای نقدی کفایت داشته باشند. اگر خالص جریان وجوه نقد ناشی از عملیات یک شرکت منفی باشد معمولاً این شرکت با مشکلات مالی متعددی روبرو می‌شود (عربصالحی و اشرفی، ۱۳۹۰).

با مطرح شدن مسأله سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، مسأله تأمین مالی این پروژه‌های سرمایه‌گذاری نیز مطرح می‌شود. در بازارهای کامل سرمایه، انتظار می‌رود که همه شرکت‌ها به راحتی به منابع خارجی برای تأمین مالی دسترسی داشته و تصمیمات سرمایه‌گذاری منحصراً مبتنی بر سودآوری مورد انتظار آینده باشد و تأمین مالی داخلی هیچ تأثیری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری نداشته باشد. اما در دنیای واقعی هزینه تأمین مالی با استفاده از منابع داخلی و خارجی متفاوت است و تأمین مالی خارجی نسبت به تأمین داخلی گرانتر است. به همین دلیل شرکت‌ها متمایل به استفاده از منابع داخلی می‌شوند. از دلایل عمده وجود اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی را می‌توان نام برد. در حالت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران در مورد جریان‌های نقدی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و به طور کلی چشم‌انداز آتی و ارزش واقعی شرکت، اطلاعاتی بیش از سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی در اختیار دارند. عدم تقارن اطلاعاتی موجب ایجاد ریسک و مخاطره اطلاعاتی برای تأمین کنندگان منابع مالی می‌گردد. تأمین کنندگان منابع مالی در قبال ریسک اطلاعاتی

که تحمل می‌کنند، صرفی را برای تأمین مالی در نظر می‌گیرند. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در چنین شرکت‌هایی، نرخ بازده بالاتری را طلب می‌کنند (مایرز و ماجلوف، ۱۹۸۴). بر مبنای مطالب ذکرشده، می‌توان ادعا نمود که شرکت‌هایی که نارسایی‌های مربوط به بازار سرمایه در مورد آنها از شدت بیشتری برخوردار است، برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود، بیشتر بر منابع داخلی تکیه می‌کنند. فازاری و همکاران (۱۹۸۸) بر مبنای چنین اندیشه‌ای، شاخصی بنام حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را معرفی نمودند. این شاخص از طریق اندازه‌گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقدی، تعریف می‌شود. بر این اساس، هر اندازه حساسیت مخارج سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی خود بیشتر است و بنابراین، از محدودیت مالی بیشتری برخوردار خواهد بود. همچنین بر اساس این شاخص در مورد شرکت‌هایی که نقص‌های بازار سرمایه در مورد آنها شدیدتر باشد، انتظار حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی بالاتری وجود دارد.

در مطالعات انجام شده از معیارهای مختلفی مانند اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی، گروه‌های تجاری، اهرم مالی، ساختار مالکیت و سطح نگهداری وجه نقد، برای سنجش محدودیت مالی استفاده شده است. به طور کلی شرکت‌های بزرگ با مشکلات جذب سرمایه‌گذاری کمتری مواجه هستند. زیرا در شرکت‌های بزرگ، اعتباردهندگان با هزینه‌های نظارتی و نمایندگی کمتری مواجه هستند. استدلال می‌شود که شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک، دارای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی کمتری هستند (آنتونیو رامش^۹، ۱۹۹۲). شرکت‌های با سابقه شهرت بسزایی در بازار دارند و همین امر موجب تسهیل دسترسی شرکت‌ها به تأمین مالی خارجی

می‌شود، زیرا ارتباط آنها با اعتباردهندگان با گذشت زمان مستحکم شده است. از طرف دیگر، شرکت‌های جوان و نوپا دارای ریسک بالاتر و شفافیت اطلاعاتی کمتری هستند. بنابراین، می‌توان انتظار داشت که شرکت‌های تازه تأسیس در جذب منابع مالی خارجی با توفیق کمتری مواجه باشند. شرکت‌هایی که اقدام به تقسیم سود می‌کنند، در مقایسه با شرکت‌هایی که سودی تقسیم نمی‌کنند، کمتر در معرض محدودیت‌های مالی قرار دارند، زیرا زمانی که توانایی آنها در دسترسی به منابع مالی خارجی کاهش یابد، می‌توانند از طریق توقف پرداخت سود سهام، بخشی از کمبود منابع مالی را جبران کنند. ولی این معیار باید با احتیاط استفاده شود؛ زیرا قطع پرداخت سود سهام به منظور حفظ نقدینگی می‌تواند بر ارزش سهام شرکت در بازار اثر منفی داشته باشد. قطع سود تقسیمی موجب کاهش شهرت شرکت در بین سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی گردیده و همین امر به نوبه خود موجب مشکل‌تر شدن تأمین مالی خارجی می‌گردد (ارسلان و همکاران، ۲۰۰۶). سرمایه‌گذاری شرکت‌های عضو گروه تجاری می‌تواند بدون محدودیت مالی جدی صورت پذیرد، زیرا گروه‌های تجاری نوعی بازار سرمایه داخلی را تشکیل می‌دهند. این بازار داخلی نوعی جایگزین برای عملیات تخصیص سرمایه بازارهای خارجی است. انتظار می‌رود که شرکت‌های عضو گروه، از عهده عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی موجود در بازارهای سرمایه خارجی بهتر برآیند (هوشی^{۱۰} و همکاران، ۱۹۹۱). در کشور ما گروه‌های تجاری در قالب روابط مالکانه متبلور می‌شوند. بنابراین، شرکت‌هایی که بیش از پنجاه درصد سهام آنها در اختیار شرکت و یا سازمان دیگری باشد و یا مالک بیش از پنجاه درصد سهام شرکت دیگری باشند، در یک گروه تجاری قرار می‌گیرند (عربصالحی و اشرفی، ۱۳۹۰).

اهرم مالی نشان‌دهنده میزان بدهی‌های موجود در ساختار سرمایه شرکت است. شرکتی که مقدار زیادی از منابع مورد نیاز خود را از طریق استقراض

تأمین نموده باشد، در جذب منابع جدید تأمین مالی دچار مشکل می‌شود، زیرا هرچه میزان استقراض (اهرم) شرکتی بالاتر برود، ریسک ورشکستگی آن شرکت افزایش می‌یابد. افزایش ریسک با افزایش بازده موردانتظار تأمین‌کنندگان وجوه همراه است و باعث بالارفتن هزینه استقراض می‌شود. بنابراین، شرکت‌هایی که میزان اهرم آنها بیشتر باشد، با مشکلات بیشتری در دستیابی به منابع مالی خارجی مواجه بوده، چاره‌ای غیر از اتکا بر منابع داخلی ندارند. یکی از موضوعات اساسی در مدیریت مالی این است که آیا اهرم بر سیاست سرمایه‌گذاری مؤثر است یا خیر (کاشانی‌پور و همکاران، ۱۳۸۹).

جورج^{۱۱} و همکاران (۲۰۰۸) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۳۳۹ شرکت هندی در دوره‌ی زمانی ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۰ نشان دادند که محدودیت‌های مالی شامل گروه تجاری، ساختار مالکیت، اهرم مالی، اندازه‌ی شرکت، و عمر شرکت بر حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار بمبئی تاثیرگذار هستند.

دنيس و سيبيلکوف^{۱۲} (۲۰۰۹) نشان دادند که در شرکت‌های دارای محدودیت مالی و نیز شرکت‌های بدون محدودیت مالی، وجه نقد نگهداری شده بیشتر با سطوح بالای سرمایه‌گذاری مرتبط است. یعنی صرفنظر از محدودیت مالی، هر شرکتی که وجه نقد نگهداری شده بیشتری داشته باشند، سرمایه‌گذاری بیشتری انجام خواهند داد.

دوچین^{۱۳} و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی اثر بحران‌های مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداختند و دریافتند که با افزایش هزینه تأمین مالی خارجی، شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی داخلی روی آورده و در نتیجه حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی داخلی افزایش می‌یابد.

فرانکیس^{۱۴} و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی با موضوعیت نظام راهبری شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، تاثیر نظام راهبری شرکتی بر

بادآورن‌پندی و درخو (۱۳۹۲) رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که وجه نقد برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی نیستند، بیشتر باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردد. آنها همچنین رابطه مستقیم بین وجه نقد با میزان سرمایه‌گذاری شرکت را تایید نمودند.

حقیقت و زرگر (۱۳۹۲) در پژوهش خود با عنوان تأثیر محدودیت‌های مالی و وجه نقد نگهداری شده بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی به بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی و تأثیر محدودیت‌های مالی و وجه نقد در ۱۳۰ شرکت در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که بین مخارج سرمایه‌ای با جریان نقدی ارتباط مثبتی وجود دارد و شرکت‌های فاقد محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های دارای محدودیت مالی، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی بیشتری دارند. همچنین یافته دیگر تحقیق آنها نشانگر آن است که تأثیر متقابل وجه نقد نگهداری شده بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی به صورت منفی است و این ارتباط در شرکت‌های دارای محدودیت مالی قوی‌تر می‌باشد.

رحیمیان و جان‌فدا (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان نظام راهبری شرکتی و محدودیت‌های مالی (حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی) به بررسی تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر محدودیت‌های مالی در ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ با استفاده از روش‌های رگرسیون خطی و خوشه‌بندی پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تعداد سهامداران عمده و استقلال هیات مدیره، تأثیر افزایشی و معنادار بر محدودیت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند.

محدودیت مالی را مورد بررسی قرار دادند. آنان این مطالعه را با استفاده از داده‌های ۱۴ کشور انجام داده و نتیجه گرفتند که حاکمیت شرکتی بهتر، وابستگی شرکت‌ها به جریان‌های نقدی داخلی را کاهش داده و محدودیت‌های مالی را می‌کاهد.

بن‌محمد^{۱۵} و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری ناشی از خوش‌بینی مدیریتی، به بررسی حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری از طریق داده‌های پانلی شرکت‌های امریکایی در دوره زمانی ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۰ پرداختند. نتایج حاکی از آن است که در شرکت‌های با محدودیت مالی، حساسیت قویتر است. آنها همچنین نشان دادند که مشخصات هیات مدیره می‌تواند تغییرات سیاست‌های سرمایه‌گذاری را کاهش دهد.

کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی با عنوان محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی ۹۶ شرکت در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ با استفاده از داده‌های تابلوی (پنل دیتا) پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که شرکت‌های با محدودیت مالی، نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی بالاتری برخوردارند و در هنگام تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، بر جریان‌های نقدی داخلی، تأکید بالایی می‌کنند.

عرب‌صالحی و اشرفی (۱۳۹۰) در پژوهش خود با عنوان نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۷۲ شرکت را طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان‌دهنده نقش مثبت ذخایر نقدی در کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکت‌هاست. از طرف دیگر، برتری خاصی در استفاده از مدل ذخایر نقدی بهینه در مقایسه با معیارهای سنتی محدودیت مالی مشاهده نشده است.

با توجه به موارد فوق تعداد ۱۰۰ شرکت در طی دوره زمانی تحقیق انتخاب و بررسی گردیدند. در این تحقیق، گردآوری اطلاعات و داده‌های مورد نیاز در دو مرحله انجام شده است. در مرحله اول برای تدوین مبانی نظری تحقیق از روش کتابخانه‌ای (و مراجعه به پایان نامه‌ها و مقالات فارسی و انگلیسی از طریق سایت‌های مربوطه) و در مرحله دوم، برای گردآوری داده‌های مورد نظر از اطلاعات ارائه شده در سایت اطلاع رسانی بانک مرکزی و صورت‌های مالی ارائه شده به سازمان بورس اوراق بهادار، و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط مانند بانک اطلاعاتی ره آورد نوین استفاده شده است. به منظور انجام آزمون فرضیات از روش رگرسیون پنل دیتا و برای انجام روش‌های آماری از نرم‌افزارهای SPSS21 و Eviews7 استفاده شده است.

۴- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیه اول: بین خوش‌بینی مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه‌ی معنادار مثبت وجود دارد.

فرضیه دوم: در شرکت‌های با محدودیت مالی، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در نتیجه‌ی خوش‌بینی مدیریتی قوی‌تر است.

۵- متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته تحقیق حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی (I) است و با استفاده از نسبت مخارج سرمایه‌ای در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره ($CAPEX$) اندازه‌گیری می‌شود.

بوستانی و رضایی (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت پرداختند. نتایج حاصل از بررسی نشان داد مدیرانی که از سطح خوش‌بینی بالایی برخوردارند و در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری کم فعالیت می‌کنند، موجب بهبود (افزایش) سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شوند. درحالی‌که وجود مدیران با سطح خوش‌بینی کم در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری زیاد موجب کاهش سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نگردید. همچنین نتایج، نشان‌دهنده آن است که خوش‌بینی بیشتر (کمتر) مدیران در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری کم (زیاد) موجب افزایش ارزش شرکت نمی‌گردد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از نوع شبه تجربی در زمینه تحقیقات اثباتی حسابداری بوده و مبتنی بر اطلاعات واقعی شرکت‌ها می‌باشد. روش‌شناسی آن پس‌رویدادی است و چون می‌تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، لذا نوعی تحقیق کاربردی است. جامعه آماری این تحقیق، تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ۱۳۸۶ تا پایان سال ۱۳۹۲ می‌باشد. نمونه آماری پژوهش با استفاده از روش حذفی سیستماتیک و در نظر گرفتن ویژگی‌های زیر تعیین شده است:

- (۱) قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- (۲) سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
- (۳) شرکت در دوره‌ی زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشد.
- (۴) شرکت جزء بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و ...) نباشد.
- (۵) اطلاعات مالی مورد نیاز به منظور استخراج داده‌های مورد نیاز در دسترس باشد.

متغیرهای مستقل

شرکت‌هایی که بالاتر از میانه باشند جزء شرکت-

های بدون محدودیت تلقی خواهند شد.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی بشرح زیر استفاده شده است:

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 Optimism_{it} + \beta_4 Q_{it-1} CF_{it} + \beta_5 Optimism_{it} CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

۶- یافته‌های پژوهش

۱-۶- آماره‌های توصیفی پژوهش

در این بخش و قبل از انجام آزمون فرضیه، آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق در جدول (۱) ارائه شده‌اند. آماره‌های مذکور شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های تحقیق ارائه می‌نمایند.

بررسی نتایج کمی آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان می‌دهد که میانگین و انحراف معیار متغیر وابسته‌ی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی به ترتیب $-0/19$ و $-0/19$ می‌باشد. یکی از نشانه‌های نرمال بودن متغیر مساوی بودن مقادیر میانگین و میانه می‌باشد. که در ارتباط با متغیر وابسته موردنظر در تحقیق حاضر بدین‌گونه می‌باشد.

- جریان نقدی^{۱۶} (CF): خالص جریان‌های نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی.
- Q توپین^{۱۷}: بیانگر فرصت‌های رشد است و از طریق نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها بعلاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌گردد.
- خوش‌بینی مدیریتی^{۱۸} (Optimism): یک شاخص دودویی است. اگر مدیرعامل به عنوان خوش‌بین تلقی شود، عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر می‌گیرد. در این پژوهش جهت تعیین خوش‌بینی مدیریت از پیش‌بینی فروش مدیریت استفاده می‌گردد. اگر پیش‌بینی مدیریت از فروش سال $t+1$ بیشتر از فروش واقعی سال t باشد، مدیریت به عنوان خوش‌بین تلقی می‌گردد.
- معیار محدودیت مالی: در این پژوهش از نسبت سود تقسیمی پرداختی به عنوان معیار محدودیت مالی استفاده می‌کنیم. در ابتدا میزان سود تقسیمی شرکت‌ها را استخراج و سپس میانه تمام شرکت‌ها را محاسبه کردیم. شرکت‌هایی که پایین‌تر از میانه باشند دارای محدودیت مالی و

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
I	۷۰۰	-۰/۱۹	-۰/۱۹	۰/۳۰	۰/۱۸	-۰/۰۶
Q	۷۰۰	۴/۰۹	۳/۵۲	۴/۹۰	۱/۰۵	۴۴/۹۶
CF	۷۰۰	۰/۴۲	۰/۳۶	۰/۹۹	۱/۲۲	۸۵/۰۰
Optimism	۷۰۰	۰/۸۱	۱/۰۰	۰/۳۹	-۱/۶۰	۰/۵۸
DIV	۷۰۰	۸۰۵/۶۱	۴۰۰/۰۰	۱۱۹۹/۳۶	۳/۱۷	۱۲/۸۳

معناداری آزمون بزرگتر از $0/05$ باشد نتیجه می‌گیریم که توزیع متغیر موردنظر نرمال می‌باشد. با توجه به سطح معناداری در جدول (۲) نتیجه گرفته

۲-۶- آزمون نرمال بودن متغیر وابسته
برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیرها از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف استفاده شده است. اگر سطح

جدول ۴- نتایج آزمون چاو

نوع اثر	Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	نوع آزمون
ثابت	۰/۰۲۰	۶	۱۵/۰۳	آزمون چاو

همان طور که از جدول ۴ مشاهده می شود، آماره ی F در سطح خطای ۵ درصد معنادار است، بنابراین، آزمون چاو، مشابه بودن عرض از مبدا در تمام دوره ها را به طور قوی رد کرده است. از اینرو، در این آزمون روش اثرات ثابت پذیرفته می شود. در مرحله ی بعد، روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی آزمون می شود. برای این کار از آزمون هاسمن استفاده شده است. اگر آماره ی محاسباتی در سطح خطای ۵ درصد معنادار باشد، فرضیه اثرات تصادفی رد می شود و مدل اثرات ثابت پذیرفته می شود. به منظور بررسی انتخاب روش برآورد، نتایج آزمون هاسمن در جدول ۵ ارائه شده است. با توجه به جدول آماره ی محاسباتی آزمون هاسمن در سطح خطای ۵ درصد معنادار شده است، بنابراین، عدم وجود رابطه بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی رد شده است. از این رو، برای برآورد مدل از روش اثرات ثابت استفاده خواهد شد.

جدول ۵- نتایج آزمون هاسمن

نوع اثر	Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	نوع آزمون
ثابت	۰/۰۰۶	۵	۱۶/۱۵	آزمون هاسمن

۶-۵- نتایج برآورد مدل تحقیق

نتایج برآورد مدل تحقیق به روش مقید در جدول (۶) ارائه شده است. ستون اول از جدول ۶ نتایج تخمین مدل (۱) را برای همه نمونه نشان می دهد. در این ستون مقدار احتمال F برابر با ۰/۰۰۰ است که این مقدار کمتر از ۰/۰۵ می باشد. بنابراین فرض صفر مبنی بر خطای تصریح مدل رد می شود و معنادار بودن مدل در سطح اطمینان ۰/۹۵ پذیرفته می شود. از طرفی دوربین- واتسون مدل برابر با ۱/۹۲

می شود که متغیر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی دارای توزیع نرمال می باشد زیرا سطح معناداری آزمون کولموگروف-اسمیرنوف برای آن بزرگتر از ۰/۰۵ می باشد.

جدول ۲- نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف

سطح معناداری	آماره ی K-S
۰/۰۵۹	۱/۳۲۶

۶-۳- بررسی پایایی متغیرهای تحقیق

پیش از برآورد پارامترهای مدل، چگونگی پایایی متغیرها با استفاده از آزمون لوین^{۱۹}، لین^{۲۰} و چو^{۲۱} بررسی شده است. نتایج کمی آزمون پایایی متغیرهای تحقیق در جدول (۳) نشان داده است. همان طور که ملاحظه می شود متغیرهای تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد پایا هستند زیرا سطح معناداری آنها کمتر از ۰/۰۵ می باشد در نتیجه می توان پارامترها را بدون نگرانی از کاذب بودن آنها برآورد کرد.

جدول ۳- نتایج آزمون پایایی متغیرهای تحقیق

متغیرها	آماره ی آزمون لوین، لین و چو	سطح معنی داری
I	۶۰/۶۷	۰/۰۰۰
Q	۴۰/۸۰	۰/۰۰۰
CF	۴۰/۷۸	۰/۰۰۰
Optimism	۶/۱۹	۰/۰۰۰

۶-۴- نتایج آزمون های انتخاب الگوی مناسب برآورد

به منظور انتخاب مدل ارجح جهت آزمون فرضیه های تحقیق، آزمون چاو اجرا شده و نتایج آن ها در جدول (۴) ارائه شده است.

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 Optimism_{it} + \beta_4 Q_{it-1} CF_{it} + \beta_5 Optimism_{it} CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

می‌باشد که حاکی از عدم خودهمبستگی است. ضریب حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در نتیجه‌ی خوش‌بینی مدیریتی (β_5) در سطح ۰/۹۵ درصد معنادار است زیرا مقدار احتمال آماره t متناظر با آن برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. علامت مثبت ضریب رگرسیونی نشانگر مثبت بودن این رابطه است. در نتیجه وجود رابطه معنادار مثبت میان خوش‌بینی مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی اثبات و فرضیه اول تأیید می‌گردد.

ستون دوم از جدول ۶ نتایج تخمین مدل (۱) برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی و ستون سوم نتایج تخمین همین مدل را برای نمونه‌ای تحت عنوان شرکت‌های بدون محدودیت مالی نشان می‌دهد. در اینجا نیز در هر دو ستون مقدار احتمال F برابر با ۰/۰۰۰ است که این مقدار کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. در نتیجه معنادار بودن مدل در سطح اطمینان ۰/۹۵ پذیرفته می‌شود. از طرفی دوربین-واتسون مدل برای ستون دوم و ستون سوم به ترتیب برابر با ۲/۲۹ و ۲/۴۰ می‌باشد که حاکی از عدم خود

همبستگی است. در ارتباط با موضوع اصلی تحقیق هم برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی و هم شرکت‌های بدون محدودیت مالی مقدار احتمال آماره t متناظر با متغیر ضریب حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در حضور خوش‌بینی مدیریتی (β_5) در سطح ۰/۹۵ درصد معنادار است، زیرا مقدار آنها کمتر و مساوی ۰/۰۵ است (به ترتیب برابر با ۰/۰۵۵ و ۰/۰۰۰). ضریب رگرسیونی این ضرایب حاکی از مثبت بودن این رابطه در دو گروه است. برای بررسی فرضیه موردنظر که مدعی بالاتر بودن حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در نتیجه‌ی خوش‌بینی مدیریتی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی می‌باشد باید ضریب متغیر (β_5) را در دو نمونه بررسی کنیم. مشاهده می‌شود که این ضریب در شرکت‌های دارای محدودیت مالی بزرگتر از شرکت‌های بدون محدودیت مالی است که حاکی از بالاتر بودن حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در نتیجه‌ی خوش‌بینی مدیریتی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی است. در نتیجه فرضیه دوم تأیید می‌گردد.

جدول ۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیات

متغیر وابسته: حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی									
متغیرها	کل نمونه (ستون اول)			شرکت‌های دارای محدودیت مالی (ستون دوم)			شرکت‌های بدون محدودیت مالی (ستون سوم)		
	ضرایب	آماره t	مقدار معناداری	ضرایب	آماره t	مقدار معناداری	ضرایب	آماره t	مقدار معناداری
Constant	-۰/۲۸۰	-۷/۴۸۳	۰/۰۰۰	-۰/۱۷۷	-۹/۱۵۳	۰/۰۰۰	-۰/۲۶۵	-۳/۲۵۷	۰/۰۰۱
Q	۰/۰۰۶	۱/۸۲۹	۰/۰۶۷	۰/۰۰۲	۱/۰۳۲	۰/۳۰۲	-۰/۰۲۵	-۲/۶۸۵	۰/۰۰۷
CF	-۰/۰۲۷	-۳/۴۹۰	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۷	-۰/۶۱۲	۰/۵۴۱	-۰/۱۰۰	-۰/۶۴۷	۰/۵۱۸
Optimism	۰/۰۸۶	۲/۵۷۲	۰/۰۱۰	-۰/۰۱۲	-۰/۵۲۴	۰/۶۰۰	۰/۱۰۷	۱/۸۲۴	۰/۰۶۹
Q*CF	-۰/۰۰۲	-۴/۲۶۵	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۲	-۹/۴۴۱	۰/۰۰۰	۰/۰۱۷	۱/۸۱۰	۰/۰۷۱
Optimism*CF	۰/۰۸۴	۴/۷۸۶	۰/۰۰۰	۰/۲۶۴	۱/۹۲۱	۰/۰۵۵	۰/۰۵۰	۵/۵۷۶	۰/۰۰۰
F آماره	۰/۵۲۹ (۰/۰۰۰)			۰/۳۲۴ (۰/۰۰۰)			۲/۶۴ (۰/۰۰۰)		
R ²	۰/۴۸			۰/۴۱			۰/۳۶		
DW	۱/۹۲			۲/۲۹			۲/۴۰		
تعداد مشاهدات	۷۰۰			۳۳۶			۳۶۴		

۷- نتیجه گیری و بحث

برای فرضیه اول که در آن همه شرکت‌های نمونه مورد بررسی قرار گرفتند، با توجه به مقدار احتمال آماره t و همچنین علامت مثبت ضریب رگرسیونی، در شرکت‌های مورد مطالعه ارتباط معنادار مثبت میان خوش‌بینی مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی وجود دارد. در دیدگاه رفتاری، محققین معتقدند عوامل روانشناختی فرد تصمیم‌گیر بر کیفیت تصمیم‌گیری‌های او مؤثر است. از آنجائی که اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها تصمیمات راهبردی و اجرایی شرکت‌ها را اتخاذ می‌کنند، آنها نیز تحت تأثیر عوامل روانشناختی فردی و جمعی (هیأت مدیره) قرار می‌گیرند. پیامدهای تصمیمات مدیران با موضوعاتی چون حساسیت سرمایه‌گذاری نیز مشخص می‌شود. هنگامی که مدیران نسبت به سرمایه‌گذاری خوش‌بین باشند، شانس موفقیت‌شان در مسائل مالی بیشتر پیش‌بینی می‌شود در نتیجه اطمینان بیش از حد باعث می‌شود معرفت افراد در سرمایه‌گذاری بیشتر گردد و مخاطرات سرمایه‌گذاری کاهش یابد. این یافته با نتایج تحقیق بن‌محمد و همکاران (۲۰۱۴) همسو می‌باشد. از آنجا که مبحث خوش‌بینی مدیریتی در داخل کشور بررسی نگردیده است در نتیجه تحقیقی برای مقایسه یافت نگردید.

برای فرضیه دوم با توجه به مقدار احتمال آماره t و همچنین مثبت بودن ضریب رگرسیونی در دو گروه شرکت‌های دارای محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی ارتباط معنادار مثبت میان حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی و خوش‌بینی مدیریتی مشاهده گردید. یعنی صرف‌نظر از محدودیت مالی، هر شرکتی که وجه نقد نگهداری شده بیشتری داشته باشند، سرمایه‌گذاری بیشتری انجام خواهند داد. اما بررسی ضریب موردنظر در دو گروه فوق بیانگر بالاتر بودن حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در نتیجه‌ی خوش‌بینی مدیریتی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی است. این بدان معنی است که

خوش‌بینی مدیریتی تأثیر بیشتری بر سرمایه‌گذاری شرکت به ویژه در مورد شرکت‌های دارای محدودیت مالی دارد و باعث می‌شود هنگامی که شرکت‌ها در بحران مالی هستند حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی افزایش یابد. شرکت‌های با مدیران خوش‌بین در معرض مشکلات تغییر شکل سرمایه‌گذاری هستند؛ این بدان دلیل است که آنها پروژه‌های سرمایه‌گذاری‌شان را به پدیده‌ی سرمایه‌گذاری جریان نقدی نشان می‌دهند. هنگامی که تأمین مالی داخلی امکان‌پذیر است آنها شدیداً سرمایه‌گذاری می‌کنند و ممکن است پروژه‌های سرمایه‌گذاری خوب و دارای NPV مثبت را در مورد وجوه کوتاه رد کنند. این یافته با نتایج بن‌محمد و همکاران (۲۰۱۴) همخوانی دارد.

پیشنهادهای کاربردی تحقیق حاصل از یافته‌های آن به شرح زیر ارائه می‌شود:

- ۱) از آن جهت که افشای اطلاعات در خصوص داشتن یا نداشتن محدودیت‌های مالی برای اتخاذ تصمیمات تمام استفاده‌کنندگان مؤثر می‌باشد به کمیته تدوین استانداردهای حسابداری پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها را ملزم به افشای اطلاعاتی در خصوص داشتن یا نداشتن محدودیت‌های مالی نماید.
- ۲) به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد که شرکت‌ها را از لحاظ محدودیت‌های مالی رتبه‌بندی کند.
- ۳) پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه سطح محدودیت مالی شرکت‌ها را به عنوان یکی از عوامل اصلی تصمیم‌گیری در خصوص خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاری در نظر بگیرند.

فهرست منابع

* بادآورنده‌ی، ی. و درخور، س. (۱۳۹۲). رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص

- Sensitivity, Emerging Markets Review, 7(4), 320-338.
- * Ben Mohamed, E., Fairchild, R. and Bouri, A. (2014). Investment cash flow sensitivity under managerial optimism: New evidence from NYSE panel data firms, *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 19, 11-18.
- * Denis, D. J. and Sibilkov, V. (2009). Financial Constraints, investment, and the Value of Cash Holding, <http://rfs.oxfordjournals.org/content/23/1/247.full.pdf>.
- * Duchin, R., Ozbas, O. and Sensoy, B. A. (2010). Costly external finance, corporate investment and the subprime mortgage financial crisis, *Journal of Financial Economics*, 97(3): 418-435.
- * Fazzari, S. R., Hubbard, G. and Petersen, B., (1988). Financing Constraints and Corporate Investment, *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.
- * Francis, B., Hasan, I., Song, L., and Waisman, M., (2013). Corporate Governance and Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from Emerging Markets, *Emerging Markets Review*, 15, 57-71.
- * George, R., Kabir, R. and Qian, I., (2008). Investment-Cash Flow Sensitivity and Financial Constraints: An Analysis of Indian Business Group Firms, SSRN Working Paper.
- * Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D., (1991). Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups, *Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 683-701.
- * Hovakimian, A. G., (2009). Cash Flow Sensitivity of Investment., *European Financial Management*, 15(1), 47-65.
- * Jensen, M. and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- * Kaplan, S. N. and Zingales, L., (1997). Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?, *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169-215.
- * Malmendier, U. and Tate, G. (2005). Does overconfidence affects corporate investment? CEO overconfidence measures
- سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، ش ۸، صص ۱۷۶-۱۸۴.
- * بوستانی، ف و رضایی، ف. (۱۳۹۴). تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت، اولین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد کاربردی و تجارت.
- * حقیقت، ح. و زرگر، ی. (۱۳۹۲). تأثیر محدودیت‌های مالی و وجه نقد نگهداری شده بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) - قزوین.
- * رحیمیان، ن. و جان فدا، ر. (۱۳۹۳). نظام راهبری شرکتی و محدودیت‌های مالی (حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی)، دانش حسابداری، سال سوم، شماره دهم، صص ۴۵-۲۵.
- * رهنمای رودپشتی، ف. و صالحی، ا. (۱۳۹۳)، مکاتب و تئوری‌های مالی و حسابداری، چاپ دوم، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- * عرب‌صالحی، م. و اشرفی، م. (۱۳۹۰). نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، صص ۹۴-۷۵.
- * کاشانی‌پور، م.، راسخی، م.، نقی‌نژاد، ب. و رسائی‌ان، ا. (۱۳۸۹). محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری، دوره دوم، صص ۷۴-۵۱.
- * Anthony, J., Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: a test of the life cycle hypothesis, *Journal of Accounting and Economics*, 15, 203-227.
- * Arsalan, Ö., Florackis, C. and Ozkan, A. (2006). The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow

یادداشت‌ها

- ¹Fazzari
- ²Kaplan&Zingales
- ³Jensen&Meckling
- ⁴Myers&Majluf
- ⁵Oliveira
- ⁶Kahneman&Tversky
- ⁷Malmendier
- ⁸Tate
- ⁹Anthony&Ramesh
- ¹⁰Hoshi
- ¹¹George
- ¹²Denis &Sibilkov
- ¹³Duchin
- ¹⁴Francis
- ¹⁵Ben Mohamed
- ¹⁶Cash Flow
- ¹⁷Q-Tobin
- ¹⁸Managerial Optimism
- ¹⁹Levin
- ²⁰Lin
- ²¹Chu

- revisited, *European Financial Management*, 5(11), 649-659.
- * Modigliani, F. and Miller, M. H., (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48, 261-297
 - * Myers, S. and Majluf, N., (1984). Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
 - * Oliveira, A., (2007). Discussion of rational and psychological decision-making theories and models: the search for a cultural-ethical decision-making model. *Electronic, journal of business ethics and organization studies*, 12(2), 12-17