

بررسی ارتباط خوش بینی مدیران، محدودیت مالی و حساسیت سرمایه گذاری بر جریان نقد

سیده بتول زبردست گشتی^۱، اکرم بابازاده اصلی^۲

^۱ کارشناسی ارشد حسابداری مدرس دانشگاه آزاد واحد ماسال

^۲ کارشناسی ارشد مدیریت منابع انسانی مدرس دانشگاه آزاد واحد ماسال

چکیده

اصولا هر واحد تجاری جهت تداوم فعالیت خود نیازمند سرمایه در گردش است و به منظور توسعه فعالیتها و افزایش سودآوری، ناچار به سرمایه گذاری جدید می باشد. هر دو نیاز واحد تجاری، یعنی نیاز به سرمایه در گردش و همچنین سرمایه گذاری جدید، از طریق منابع مالی تامین می گردند. بنابراین، تامین منابع مالی برای سرمایه گذاری های بلندمدت، بخش عمده ای از نگرانی های مدیران شرکتها را تشکیل می دهد. هدف این پژوهش بررسی ارتباط بین خوش بینی مدیران (در پیش بینی درآمد هر سهم)، محدودیت مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی می باشد. به همین منظور، داده های مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ استخراج و از الگوی رگرسیونی داده های ترکیبی برای آزمون فرضیه ها استفاده شد. در نهایت ارتباط محدودیت مالی بر خوش بینی مدیریت در پیش بینی سود هر سهم و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تایید گردید اما ارتباط معناداری میان محدودیت مالی بر میزان سرمایه گذاری و جریان نقد عملیاتی وجود ندارد.

واژه های کلیدی: خوش بینی مدیران، محدودیت مالی، حساسیت سرمایه گذاری و جریان نقد.

۱- مقدمه

حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی بخش قابل توجهی از ادبیات مالی را تشکیل می‌دهد. اگر چه در تئوری مالی استاندارد (سنتی) حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی به کرات مورد بررسی قرار گرفته است، اما در مالی رفتاری این موضوع جدید است. ادبیات مالی استاندارد بیان می‌کند که سرمایه گذاری شرکتها به جریان نقدی داخلی حساسیت دارد (کاپلن و زینگالس^۱، ۱۹۹۷؛ هریس و راویو^۲، ۱۹۹۰؛ فازاری و همکاران^۳، ۱۹۸۸). در یک چارچوب منطقی دلیل این حساسیت را می‌توان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه های نمایندگی عنوان نمود (جنسن^۴، ۱۹۸۶). موجی از تحقیقات انجام شده نشان می‌دهند که خوش بینی مدیران نقش مهمی در فرآیند تصمیمات سرمایه گذاری و تامین مالی ایفا می‌کند (کاهنمن و لوالو^۵، ۱۹۹۳؛ فازاری و همکاران، ۱۹۸۸) (مالمندیر و تیت^۶، ۲۰۰۵؛ شفرین^۷، ۲۰۰۱). در چارچوب مالی رفتاری خوش بینی مدیران عاملی است که می‌تواند باعث حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی داخلی شود. هدف پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین خوش بینی مدیران (در پیش بینی درآمد هر سهم)، محدودیت مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی می‌باشد.

۲- مبانی نظری

۱-۲- حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقدی

میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی از طریق شاخص حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقدی آن شرکت تعیین می‌شود. هر اندازه حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی خود بیشتر خواهد بود (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸). از طرفی طبق فرضیه جریان نقد آزاد جنسن مدیران شرکتی که دارای جریان نقد مازاد (اضافه بر میزان مورد نیاز جهت انجام سرمایه گذاری های سودآور) هستند، نه تنها جریان نقد مازاد را بین سهامداران تقسیم می‌کنند، بلکه ممکن است آن را به صورت نقد (بیش سرمایه گذاری در وجه نقد) نگهداری کنند یا با سرمایه گذاری در دارایی های واقعی - بیش سرمایه گذاری در مخارج سرمایه ای) مصرف نمایند (جنسن، ۱۹۸۶). این بیش سرمایه گذاری ها منافع شخصی مدیران را حداکثر می‌کند، اما ارزش شرکت را کاهش می‌دهد.

بر مبنای مطالب پیش گفته مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های دچار محدودیت مالی نسبت به شرکت های دیگر بیشتر است. بنابراین تامین مالی خارجی برای این دسته شرکت ها گران تر است. پس این شرکت ها بیشتر از منابع داخل شرکت برای تامین مالی استفاده می‌کنند. یکی از منابع داخلی مهم شرکت، جریان نقد عملیاتی است. فازاریو همکاران نشان دادند که بین سرمایه گذاری و جریان نقد عملیاتی ارتباط مستقیمی وجود دارد (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸). آنها شاخصی به نام حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را معرفی نمودند. این شاخص از طریق اندازه گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه ای به ازای یک واحد تغییر در جریان نقد عملیاتی، تعریف می‌شود. حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، بیانگر میزان اتکای شرکت بر منابع داخلی است. بر این اساس، هرچه حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی بیشتر است و از محدودیت مالی بیشتری برخوردار خواهد بود (ترکمان پری، ۱۳۹۱). اما

¹ Kaplan and Zingales

² Harris & Raviv

³ Fazzari, Hubbard and Petersen

⁴ Jensen

⁵ Kahneman & Lovallo

⁶ Malmendier & Tate

⁷ Shefrin

تحقیقات اخیر مانند چن و چن نشان دادند که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در سالیان اخیر ناپدید شده و لذا نباید از آن به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری محدودیت مالی استفاده کنیم (چن و چن^۸، ۲۰۱۲).
تئوری نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که بیش سرمایه‌گذاری انجام شده توسط مدیران قدرتمند و با پشتوانه موقعیتی محکم در سازمان، عامل دیگری است که حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی را افزایش می‌دهد. به بیان دیگر، یکی از دلایل بالا بودن حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی ممکن است در ارتباط با وجود مساله نمایندگی باشد (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸).

وابستگی سرمایه‌گذاری به جریان نقدی به این دلیل است که تامین مالی خارجی به دلایل ذکر شده (مانند عدم تقارن اطلاعاتی) پرهزینه است و از تئوری بازار کارا فاصله دارد. شرکت‌ها ممکن است به دلیل نوسان در جریان نقدی داخلی، بعضی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را رد نموده و یا آنها را به تعویق بیندازند.

۲-۲- خوش‌بینی مدیران در پیش‌بینی درآمد هر سهم

یکی از ابزار تعامل مدیران شرکت‌ها با بازار، ارائه اطلاعات در مورد پیش‌بینی سود شرکت است که بدینوسیله شرکت‌ها می‌توانند رفتار بازار را تحت تاثیر قرار دهند. در شرایط حاضر بسیاری از سهامداران فردی حضوری فعال در بورس تهران داشته‌اند و تا حدود زیادی تصمیمات خود را بر مبنای اطلاعات منتشره اتخاذ می‌نمایند. اگر چه انتظار می‌رود مدیران شرکت‌ها پیش‌بینی‌های خود را با نهایت دقت به اطلاع بازار برسانند اما به هر صورت عملکرد مالی واقعی شرکت‌ها در بسیاری موارد با اطلاعات مالی پیش‌بینی شده تفاوت قابل توجهی دارد که این موضوع تحت عنوان دقت پیش‌بینی سود توسط مدیران شرکت‌ها قابل بررسی است (ترکمان پری، ۱۳۹۱).

پیش‌بینی سود هر سهم در سرمایه‌گذاری‌ها از اهمیت ویژه برخوردار است، زیرا در شیوه‌های ارزیابی سهام، عامل مهمی تلقی می‌شوند و در بیشتر موارد، جز اساسی روش‌های انتخاب سهام می‌باشد. اهمیت این پیش‌بینی به میزان انحرافی بستگی دارد که با واقعیت دارد. هرچه میزان انحراف کمتر باشد، پیش‌بینی از دقت بیشتری برخوردار است و این مساله برای استفاده‌کننده و تهیه‌کننده مهم تلقی می‌شود. مدیریت با در اختیار داشتن اطلاعات مربوط و به موقع سعی می‌کند سود آتی هر سهم را به نحوی برآورد کند که اعتماد استفاده‌کنندگان را جلب کند. در مقابل سرمایه‌گذاران می‌توانند با استفاده از روش‌های دیگری مانند مدل سری زمانی برآوردی از سود هر سهم آتی بدست آورند. اهمیت پیش‌بینی سود توسط مدیریت در کشور ما به دلیل عدم وجود منبع اطلاعاتی دیگر برای پیش‌بینی (مانند تحلیل‌گران خبره بازار سرمایه) نسبت به بازارهای توسعه یافته مضاعف است.

۳- محدودیت مالی

منظور از اصطلاح محدودیت مالی این است که در تامین مالی برای تمامی سرمایه‌گذاری‌های مطلوب مانعی وجود داشته باشد. عدم توانایی در تامین وجوه برای سرمایه‌گذاری، ممکن است به دلیل شرایط بد اعتباری و عدم توانایی در گرفتن وام، یا عدم توانایی در انتشار سهام جدید، یا وجود دارایی‌های غیرنقد شونده باشد. به هر حال محدودیت مالی نمی‌تواند مترادف با فشار مالی یا اقتصادی یا ریسک ورشکستگی باشد، هر چند که این اصطلاحات با محدودیت مالی ارتباط دارند (کنعانی امیری، ۱۳۸۶).
کامل‌ترین و صریح‌ترین تعریف محدودیت مالی این است که شرکت‌ها زمانی با محدودیت مالی مواجه می‌شوند که بین منابع و مصارف داخلی و خارجی با شکاف روبرو باشند (عرب صالحی و کاظمی نوری، ۱۳۹۳). با این تعریف تمام شرکت‌ها را می‌توان دارای نوعی محدودیت مالی دانست، اما سطوح محدودیت مالی متفاوت است.

⁸ Chen and Chen

تعیین اینکه کدام شرکت واقعاً دارای محدودیت مالی است و کدام شرکت دارای محدودیت مالی نیست، کار آسانی نمی‌باشد. لذا به منظور تفکیک شرکت‌ها به دو گروه دارای محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی به معیار مناسبی نیاز است. در ادبیات نظری و تحقیقات تجربی از معیارهای متعددی به عنوان معیار وجود محدودیت‌های استفاده شده که به دو دسته معیارهای منفرد و معیارهای ترکیبی تقسیم می‌شوند.

۴- پیشینه تحقیق

چی و تین (۱۹۷۶) در پژوهشی با عنوان حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی و عوامل موثر بر آن به بررسی عوامل موثر بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی منفی است و به همین دلیل شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بالایی دارند، کم‌سرمایه‌گذاری می‌کنند. همچنین عواملی مانند عمر شرکت، درجه مشهود بودن دارایی‌ها، اندازه، سود سهام تقسیمی، فرصت رشد و اهرم مالی رابطه منفی و معنادار با سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارند. همچنین نتایج نشان داد که بین محدودیت مالی و سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد. مشیریان و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی عوامل موثر بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در سراسر جهان پرداختند. نتایج نشان داد که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی با گذشت زمان در کشورهای پیشرفته و در حال توسعه کاهش یافته است، اما حساسیت نگهداشت وجه نقد به جریان نقدی در طول زمان تغییر محسوسی نداشته است. کاپلن و همکاران (۱۹۹۷) با دخالت متغیر حاکمیت شرکتی به مدل المیندر و تیت (۲۰۰۵) تایید کردند که نتایج المیندر و تیت صحیح است و شرکت‌های آمریکایی دارای مدیران خوش بین حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی بالاتری دارند. عرب‌صالحی و کاظمی (۱۳۹۳) پژوهشی با عنوان تاثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی نمونه-ای شامل ۱۰۳ شرکت را در بازه زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۹ و با استفاده از رگرسیون لوجستیک مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که هزینه‌های نمایندگی به تنهایی عامل ایجاد بیش (کم) سرمایه‌گذاری نمی‌باشد، اما باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی می‌شود. علی نژاد و آئین (۱۳۹۳) تاثیر سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش را بر مبنای مدیریت سرمایه در گردش بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از این بود که بین معیارهای مدیریت سرمایه در گردش بر رابطه بین محدودیت مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی تاثیر مثبت و معناداری دارد. گلباغی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی رابطه بین خوش بینی مدیریت و محافظه کاری در حسابداری را در نمونه‌ای شامل ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۰-۱۳۹۰ مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های این تحقیق حاکی از عدم رابطه بین محافظه کاری حسابداری و خوش بینی مدیریت است. حقیقت و زرگر (۱۳۹۲) در پژوهشی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی و تاثیر محدودیت‌های مالی و وجه نقد نگهداری شده بر این رابطه را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین سرمایه‌گذاری 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 تاثیر متقابل وجه نقد نگهداری شده بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی به صورت منفی است و این ارتباط در شرکت‌های دارای محدودیت مالی قوی‌تر است. ترکمان و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و دقت پیش بینی سود مدیران می‌پردازند. بدین منظور داده‌های ۲۲۱ شرکت در طی سالهای ۱۳۸۵-۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفتند. یافته‌ها حاکی از این است که کیفیت گزارشگری مالی و اشتباهات پیش بینی سود مدیران رابطه منفی دارند؛ یعنی با افزایش کیفیت افشای اطلاعات دقت پیش‌بینی سود افزایش می‌یابد.

۵- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالب ذکر شده فرضیه‌های زیر طرح شده‌اند:

فرضیه اول: بین میزان سرمایه‌گذاری و جریانهای نقد عملیاتی ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد.

فرضیه دوم: محدودیت مالی بر ارتباط بین میزان سرمایه‌گذاری و جریانهای نقدی عملیاتی تأثیر دارد.

فرضیه سوم: خوش بینی مدیریت در پیش بینی درآمد هر سهم آتی بر میزان حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی تأثیرگذار است.

فرضیه چهارم: محدودیت مالی بر ارتباط بین خوش بینی مدیریت در پیش بینی سود هر سهم و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی تأثیرگذار است.

۶- روش تحقیق

پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های همبستگی است. در تحقیقات همبستگی، هدف کسب اطلاع از وجود رابطه بین متغیرها است؛ ولی در آنها الزاماً کشف رابطه علت و معلولی موردنظر نیست. با توجه به اینکه از داده‌های تاریخی واقعی جهت آزمون فرضیات استفاده خواهد شد، پژوهش حاضر از نوع تجربی است. جهت آزمون فرضیه‌ها و مدل‌ها از داده‌های ترکیبی به دلیل مزایایی که نسبت به داده‌های مقطعی و سری زمانی دارند استفاده شده است جهت آزمون فرضیه‌ها و مدل‌ها از روشهای اقتصادسنجی و آزمونهای آماری مربوط به داده‌های ترکیبی استفاده خواهد شد.

۷- روش گردآوری داده‌ها و اطلاعات

گردآوری اطلاعات تحقیق در دو مرحله انجام شده است. در مرحله اول، برای تدوین مبانی نظری تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است و در مرحله دوم، داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای تحقیق از سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار استفاده شده است. به منظور انجام محاسبات و آماده کردن داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز تحقیق و همچنین تجزیه و تحلیل آن‌ها، از نرم‌افزارهای Excel و Eviews8 استفاده شده است.

۸- متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل سه دسته متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل به شرح زیر می‌باشد:

۸-۱- متغیر وابسته**۸-۱-۱- حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی (متغیر وابسته)**

در پژوهش حاضر میزان حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی از طریق مدل فازاری و همکاران (۱۹۸۸) که به فرم مدل شماره (۱) زیر است محاسبه خواهد شد؛ بطوری که میزان حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی برابر ضریب بتا دو باشد.

$$CapExp = \alpha + \beta_1 tobinsQ + \beta_2 cf + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

۸-۱-۲- CapExp

منظور از مخارج سرمایه‌ای جمع پرداخت بابت سود سهام و خرید دارایی ثابت منهای فروش دارایی ثابت که بر جمع دارایی‌های اول دوره تقسیم می‌شوند.

۸-۲- متغیر مستقل:

۸-۲-۱- محدودیت مالی

برای محاسبه میزان محدودیت مالی از مدل کپلان و زینگالس (۱۹۹۷) که توسط کنعانی امیری (۱۳۸۶) به محیط ایران بومی شده است محاسبه خواهیم کرد. در ادامه بر مبنای امتیاز محدودیت مالی کسب شده شرکتها به دو دسته شرکتهای دارای محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی تقسیم خواهند شد. سپس مدل شماره (۱) برای هر دسته به طور مجزا برآورد خواهد شد. برای قضاوت در مورد فرضیه نیز بایستی ضرایب در پرتفوی شرکتهای دارای محدودیت مالی معنادارتر باشند. مدل شماره (۲) بومی شده مدل کپلان و زینگالس می باشد (۱۹۹۷):

$$KZ_{i,t} = -1.002 \frac{CF_{i,t}}{A_{i,t-1}} + 29.268 \frac{DIV_{i,t}}{A_{i,t-1}} - 1.315 \frac{C_{i,t}}{A_{i,t-1}} - 3.129 LEV_{i,t} + 0.282 Q_{i,t} \quad (2)$$

در مدل شماره (۲) متغیرها عبارتند از:

در مدل شماره (۲) متغیرها عبارتند از: CF: جریان نقد عملیاتی، DIV: سود نقدی تقسیمی، C: ذخایر نقدی (که شامل مانده وجه نقد و سرمایه گذاریهای کوتاه مدت) و LEV: اهرم مالی و Q نیز نسبت کیو تو بین است (که برابر ارزش بازار سهام به علاوه ارزش دفتری بدهیها تقسیم بر ارزش دفتری داراییها می باشد) است که از طریق جمع بدهی به جمع دارایی محاسبه خواهد شد. تمامی متغیرها در مقیاس جمع داراییهای اول دوره (A) می باشند.

۸-۲-۲- خوش بینی مدیریت:

برای محاسبه خوش بینی مدیریت ابتدا بایستی تورش پیش بینی درآمد هر سهم را که تفاوت بین سود هر سهم واقعی و سود هر سهم پیش بینی شده می باشد محاسبه کنیم:

$$MisEPS_t = Real EPS_t - ExpEPS_t \quad (3)$$

در رابطه (۴) تورش پیش بینی سود هر سهم (MisEPSt) سال t برابر سود هر سهم واقعی سال t (Real EPS) منهای سود هر سهم پیش بینی شده سال t (Exp EPS) می باشد. سپس با توجه به تورش محاسبه شده خوش بینی (بدبینی) مدیریت در پیش بینی درآمد هر سهم را محاسبه خواهیم کرد. بدین صورت که اگر تورش پیش بینی سود هر سهم منفی (مثبت) باشد نشانه خوش بینی (بدبینی) مدیریت در پیش بینی سود هر سهم می باشد. سپس برای تعریف خوش بینی مدیریت از متغیری مجازی استفاده خواهیم کرد؛ به طوری که اگر پیش بینی درآمد هر سهم در سال t خوش بینانه باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می گیرد.

۸-۳- متغیر کنترلی

۸-۳-۱- نسبت تو بین

نسبت تو بین برابر جمع ارزش دفتری بدهی (D) و ارزش بازار سهام (MV) تقسیم بر جمع داراییها (A) می باشد و با استفاده از رابطه (۴) محاسبه خواهد شد:

$$Q_{i,t} = \frac{(MV_{i,t} + D_{i,t})}{A_{i,t}} \quad (4)$$

۹- مدل تحقیق

در تعریف آمار استنباطی آمده است که مجموعه‌ای از تکنیک‌های آماری است که به کمک آن می‌توان روند گذشته را به آینده تعمیم داد و اساس تکنیک‌های تعمیم روند گذشته به آینده فنون تحلیل رگرسیون است. روش رگرسیون مبتنی بر به دست آوردن یک رابطه خطی یا غیرخطی بین متغیر وابسته و مستقل است؛ برای این کار از خط رگرسیون بر اساس اطلاعات نمونه به دست آمده که فرض می‌شود بیانگر خط رگرسیون جامعه است استفاده می‌شود. در رگرسیون به دنبال برآورد رابطه ریاضی و تحلیل آن هستیم به طوریکه با آن بتوان کمیت متغیر مجهول را با استفاده از متغیرهای معلوم تعیین کرد. سپس در همبستگی به دنبال تعیین نوع رابطه و میزان ارتباطی هستیم که متغیرها را به هم ربط دهد. پس از گردآوری داده‌ها و آماده سازی آنها در اکسل در نرم افزار Eviews8 عملیات تحلیل آماری را انجام می‌دهیم. مدل اقتصادسنجی شماره (۱) که برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم استفاده خواهد شد به شرح زیر است (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸):

$$CapExp = \alpha + \beta_1 tobinsQ + \beta_2 cf + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

جهت آزمون فرضیه اول مدل شماره (۱) برآورد خواهد شد. سپس با توجه به ضریب β_2 که بیانگر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی می‌باشد در مورد فرضیه قضاوت خواهیم کرد.

در مورد فرضیه دوم ابتدا محدودیت مالی شرکتها با استفاده از مدل کپلان و زینگالس (۱۹۹۷) که توسط کنعانی امیری (۱۳۸۶) به محیط ایران بومی شده است محاسبه خواهیم کرد. در ادامه بر مبنای امتیاز محدودیت مالی کسب شده شرکتها به دو دسته شرکت‌های دارای محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی تقسیم خواهند شد. سپس مدل شماره (۱) برای هر دسته به طور مجزا برآورد خواهد شد. برای قضاوت در مورد فرضیه نیز بایستی ضرایب در پرتفوی شرکت‌های دارای محدودیت مالی معنادارتر باشند. مدل شماره (۲) بومی شده مدل کپلان و زینگالس می‌باشد (۱۹۹۷):

$$KZ_{i,t} = -1.002 \frac{CF_{i,t}}{A_{i,t-1}} - 39.368 \frac{DIV_{i,t}}{A_{i,t-1}} - 1.315 \frac{C_{i,t}}{A_{i,t-1}} + 3.139 LEV_{i,t} + 0.283 Q_{i,t} \quad (2)$$

مدل اقتصادسنجی شماره (۳) که برای آزمون فرضیه سوم مورد استفاده قرار خواهد گرفت نیز در ادامه آمده است:

$$CapExp = \alpha + \beta_1 tobinsQ + \beta_2 cf + \beta_3 Optimism + \beta_4 cf * Optimism + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

در واقع مدل شماره (۳) همان مدل شماره (۱) است که به آن متغیر خوش بینی مدیریت (Optimism) و تعامل آن با جریان نقدی افزوده شده است. برای آزمون فرضیه سوم ضریب β_4 مهم‌ترین ضریب مدنظر ما می‌باشد. در مورد فرضیه چهارم نیز مشابه فرضیه دوم مدل شماره (۳) را برای هر دو پرتفوی شرکت‌های دارای محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی به طور مجزا برآورد خواهیم کرد.

۱۰- جامعه آماری و نحوه انتخاب شرکتها

جامعه آماری مورد نظر تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ سهام آنها در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده است. نمونه آماری مورد نظر در این تحقیق بر اساس روش حذف سیستماتیک انتخاب می‌شود. در این تحقیق نمونه آماری شامل از شرکت‌هایی است که دارای تمام ویژگیهای زیر باشند:

۱. شرکت‌هایی که جزء سرمایه گذاری و واسطه گری نباشند؛ به دلیل ماهیت متفاوت شرکت های مزبور با سایر شرکت ها، این شرکت‌ها از نمونه آماری تحقیق حذف می‌گردند.
۲. شرکت‌هایی که در طول دوره تحقیق پایان سال مالی شان تغییر نکرده است؛ برای افزایش اعتبار محاسبات متغیرهای تحقیق برای آزمون فرضیات نبایستی پایان سال مالی شرکت‌ها تغییر یابد.
۳. شرکت‌هایی که داده های مورد نظر آنها در دسترس باشد؛ برای آزمون فرضیات تحقیق به چنین اطلاعاتی نیاز داریم.
۴. شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند هر سال باشد؛ به جهت همسانی تاریخ گزارشگری، حذف اثرات فصلی و افزایش مقایسه‌ای اطلاعات، دوره مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند می‌باشد.
۵. شرکت‌هایی که در طی سالهای ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ پیش بینی درآمد سهم خود را به بورس ارائه داده باشند. زیرا از سال مالی ۱۳۸۸ ارائه پیش‌بینی درآمد هر سهم برای شرکت‌های بورسی الزامی شده است.

۱۱- یافته‌های پژوهش

۱۱-۱- آمار توصیفی

برای ارایه یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول زیر برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و اکثر مشاهدات ارائه شده است.

جدول ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	متغیر	
					نماد	عنوان
۰.۱۲	-۰.۴۱	۰.۹۹	۰.۱۲	۰.۱۴	CAPEXP	سرمایه گذاری
۰.۱۶	-۰.۶۹	۱.۱۴	۰.۱۱	۰.۱۳	CF	جریان نقدی
۰.۵	۰	۱	۰.۵	۰.۵	OPTIMISM	خوش بینی مدیریت
۰.۶۴	۰.۴۹	۶.۴۸	۱.۲۷	۱.۴۷	Q	نسبت توبین

با نگاهی به آماره‌های توصیفی می‌توان تحلیل‌هایی به شرح زیر انجام داد:

۱. متوسط سرمایه گذاری (مخارج سرمایه ای) در شرکت‌های نمونه ۰.۱۴ جمع داراییها می‌باشد.
۲. نسبت توبین دارای میانگین ۱.۴۷ است که بیانگر وجود فرصت رشد در شرکت‌های نمونه است. متوسط درصد خوش بینی مدیران ۵۰٪ می‌باشد که بیانگر معقول بودن پیش بینی درآمد هر سهم توسط مدیریت می‌باشد.

۱۱-۲- آمار استنباطی

۱۱-۲-۱- آزمون فرضیه اول

برای آزمون فرضیه اول از نتایج آزمون برآورد مدل شماره (۱) استفاده می‌شود که در ادامه آمده است.

جدول ۲: نتایج آزمون برآورد مدل شماره (۱) پژوهش

$CapExp = \alpha + \beta_1 tobinsQ + \beta_2 cf + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$				
متغیر	نماد	احتمال	آماره T	ضریب رگرسیون
جریان نقدی	CF	۰.۰۰	۱۶.۰۸	۰.۱۸۲۳۸۰
نسبت توبین	tobinsQ	۰.۱۲	۱.۵۷	۰

۰.۱۱۰۱۹۴	۲۶.۵۲	۰.۰۰	۴	جز خطا
۲۰.۸۳	آماره F	۰.۸۱		ضریب تعیین
۲.۰۳	آماره دوربین-واتسون	۰.۷۷		ضریب تعیین تعدیل شده

منبع: نتایج پژوهش

با توجه به نتایج آزمون برآورد مدل شماره (۱) که برای آزمون فرضیه اول استفاده شده است، در جدول ۲ و در قسمت آماره‌های موزون مقدار آماره F برابر ۲۰.۸۳ (مقدار بحرانی این آماره تقریباً ۱.۹۶ است) است و احتمال آن نیز ۰.۰۰ (زیر ۰.۰۵ که سطح خطاست) است و لذا می‌توان ادعا کرد که رگرسیون فوق معنادار است. همچنین آماره دوربین-واتسون دارای مقدار ۲.۰۳ است که با توجه به بازه بحرانی (بین ۱.۵ الی ۲.۵) مشخص می‌شود که مدل دارای خودهمبستگی نیست. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۰.۷۷ است که میزان قابل قبولی است.

۱۱-۲-۲- آزمون فرضیه دوم

به منظور آزمون این فرضیه از مدل شماره (۱) که در دو حالت و برای شرکت‌های فاقد محدودیت مالی و شرکت‌های دارای محدودیت مالی که به طور مجزا برآورد شده اند، بهره گرفته شده است. نتایج آزمون برآورد در جداول شماره ۳ و ۴ ارائه گردیده است.

جدول ۳: نتایج آزمون برآورد مدل شماره (۱) - پرتفوی شرکت‌های فاقد محدودیت مالی

$CapExp = \alpha + \beta_1 tobinsQ + \beta_2 cf + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$				
متغیر	نماد	احتمال	آماره T	ضریب رگرسیون
جریان نقدی	CF	۰.۰۰	۶.۷۹	۰.۱۴۲۱۸۷
نسبت توبین	tobinsQ	۰.۰۰	۳.۰۲	۰.۰۱۰۳۵۴
جز خطا	۴	۰.۰۰	۲۰.۷۶	۰.۱۴۲۱۴۲
ضریب تعیین	۰.۸۱		آماره F	۲۰.۳۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۷۷		آماره دوربین-واتسون	۲.۰۰

منبع: نتایج پژوهش

جدول ۴: نتایج آزمون برآورد مدل شماره (۱) - پرتفوی شرکت‌های دارای محدودیت مالی

$CapExp = \alpha + \beta_1 tobinsQ + \beta_2 cf + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$				
متغیر	نماد	احتمال	آماره T	ضریب رگرسیون
جریان نقدی	CF	۰.۳۵	-۰.۹۳	۰

نسبت توبین	tobinsQ	۰.۰۰	۱۵.۱۶	۰.۲۰۰۱۶۶
جز خطا	ε	۰.۰۰	۱۶.۸۸	۰.۰۸۳۴۷۷
ضریب تعیین	۰.۷۸	آماره F	۱۷.۰۸	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۷۳	آماره دوربین-واتسون	۲.۰۳	

با توجه به نتایج آزمون برآورد مدل شماره (۱) در هر دو حالت که برای آزمون فرضیه دوم استفاده شده است، در جداول ۳ و ۴ و در قسمت آماره‌های موزون مقدار آماره F به ترتیب برابر ۲۰.۳۷ و ۱۷.۰۸ (مقدار بحرانی این آماره تقریباً ۱.۹۶ است) است و احتمال آن نیز ۰.۰۰ (زیر ۰.۰۵ که سطح خطاست) است و لذا می‌توان ادعا کرد که رگرسیون در هر دو حالت معنادار است. همچنین آماره دوربین-واتسون دارای مقدار ۲.۰۳ و ۲.۰۰ است که با توجه به بازه بحرانی (بین ۱.۵ الی ۲.۵) مشخص می‌شود که مدل دارای خودهمبستگی نیست. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل در پرتفوی فاقد محدودیت مالی ۰.۷۷ و در پرتفوی دارای محدودیت مالی ۰.۷۳ است که میزان قابل قبولی است.

۱۱-۲-۳- آزمون فرضیه سوم

به منظور آزمون فرضیه سوم از مدل شماره (۳) استفاده شده است. نتایج برآورد مدل شماره (۳) در جدول شماره ۵ آمده است.

جدول ۵: نتایج آزمون برآورد مدل شماره (۳)

$CapExp = \alpha + \beta_1 tobinsQ + \beta_2 cf + \beta_3 Optimism + \beta_4 cf * Optimism + \varepsilon_{i,t}$ (۲)				
متغیر	نماد	احتمال	آماره T	ضریب رگرسیون
جریان نقدی	CF	۰.۰۰	۱۵.۹۹	۰.۲۲۷۳۹۵
نسبت توبین	tobinsQ	۰.۱۷	۱.۳۸	۰
خوش بینی مدیریت	OPTIMISM	۰.۰۰	۶.۷۲	۰.۰۱۶۲۲۹
تعامل خوش بینی مدیریت و جریان نقدی	CF*OPTIMISM	۰.۰۰	-۶.۲۸	-۰.۱۰۶۶۹۳
جز خطا	ε	۰.۰۰	۲۲.۳۸	۰.۱۰۶۸۶۷
ضریب تعیین	۰.۸۹	آماره F	۳۴.۶۵	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۸۷	آماره دوربین-واتسون	۲.۱۴	

با توجه به نتایج برآورد مدل شماره (۳) جدول ۵ مشخص می‌شود که اولاً رگرسیون معنادار است (آماره F دارای مقدار قابل قبول ۳۴.۶۵ است)؛ ثانياً آماره دوربین-واتسون دارای مقدار ۲.۱۴ است که با توجه به بازه قابل قبول (۱.۵ تا ۲.۵) مشخص

می‌شود که مدل دارای خودهمبستگی نمی‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز مقدار ۰.۸۷ است که مقدار خوبی محسوب می‌شود. حال به منظور تعیین وضعیت فرضیه سوم از آزمون T استفاده خواهیم کرد.

۱۱-۲-۴- آزمون فرضیه چهارم

برای آزمون فرضیه چهارم با رویکردی مشابه فرضیه دوم، مدل شماره (۳) را دو بار برای شرکت‌های محدودیت مالی و شرکت‌های فاقد محدودیت مالی به طور مجزا برآورد خواهیم نمود. نتایج برآوردها در جداول شماره ۶ و ۷ ارائه شده اند.

جدول ۶: نتایج آزمون برآورد مدل شماره (۳) - پرتفوی شرکت‌های فاقد محدودیت مالی

$CapExp = \alpha + \beta_1 tobinsQ + \beta_2 cf + \beta_3 Optimism + \beta_4 cf * Optimism + \varepsilon_{i,t}$ (۲)				
متغیر	نماد	احتمال	آماره T	ضریب رگرسیون
جریان نقدی	CF	۰.۰۰	۸.۷۷	۰.۲۲۰۱۱۵
نسبت توبین	tobinsQ	۰.۰۰	۲.۸۷	۰.۰۱۰۴۳۳
خوش بینی مدیریت	OPTIMISM	۰.۰۰	۲.۹۸	۰.۰۱۸۵۶۳
تعامل خوش بینی مدیریت و جریان نقدی	CF*OPTIMISM	۰.۰۰	-۳.۰۴	-۰.۱۰۱۸۹۷
جز خطا	ε	۰.۰۰	۱۶.۴۸	۰.۱۳۰۴۱۷
ضریب تعیین	۰.۸۳	آماره F	۲۰.۰۵	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۷۹	آماره دوربین-واتسون	۲.۱۳	

جدول ۷: نتایج آزمون برآورد مدل شماره (۳) - پرتفوی شرکت‌های دارای محدودیت مالی

$CapExp = \alpha + \beta_1 tobinsQ + \beta_2 cf + \beta_3 Optimism + \beta_4 cf * Optimism + \varepsilon_{i,t}$ (۲)				
متغیر	نماد	احتمال	آماره T	ضریب رگرسیون
جریان نقدی	CF	۰.۰۰	۱۲.۷۳	۰.۲۱۹۲۸۸
نسبت توبین	tobinsQ	۰.۰۱	-۲.۵۵	-۰.۰۱۰۹۱۰
خوش بینی مدیریت	OPTIMISM	۰.۰۰	۸.۴۲	۰.۰۱۲۷۰۳
تعامل خوش بینی مدیریت و جریان نقدی	CF*OPTIMISM	۰.۰۰	-۵.۷۱	-۰.۱۰۷۶۹۱
جز خطا	ε	۰.۰۰	۱۵.۰۹	۰.۰۹۰۵۳۶
ضریب تعیین	۰.۹۴	آماره F	۶۲.۶۴	

۲.۱۶	آماره دوربین-واتسون	۰.۹۳	ضریب تعیین تعدیل شده
------	---------------------	------	----------------------

منبع نتایج پژوهش

با توجه به نتایج آزمون برآورد می‌توان بیان کرد که رگرسیون در هر دو حالت با تفسیری مشابه فرضیات قبلی معنادار است (مقدار آماره F برای پرتفوی فاقد محدودیت مالی ۲۰۰۵ و پرتفوی دارای محدودیت مالی ۶۲.۶۴ می‌باشد که خارج از ناحیه بحرانی ۱.۹۶ است). همچنین مقدار آماره دوربین واتسون در هر دو حالت نشان دهنده عدم خودهمبستگی در مدل است (مقدار آماره باید بین ۱.۵ تا ۲.۵ باشد). ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز دارای مقدار قابل توجه ۰.۹۳ است.

۱۲- نتیجه‌گیری

در این تحقیق بررسی ارتباط خوش بینی مدیران، محدودیت مالی و حساسیت سرمایه گذاری بر جریان نقد آزاد مورد مطالعه قرار گرفته است. فرضیه اول این تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنادار بین میزان سرمایه گذاری و جریان نقد عملیاتی با مبانی نظری آن فرضیه صدق می‌کند و براساس نتایج به دست آمده همان طور که گفته شد، میزان اتکای شرکت بر منابع داخلی از طریق شاخص حساسیت سرمایه گذاری-جریان نقدی آن شرمتم تعیین می‌شود. طبق ادعای فازاری و همکارانشان دادند (۱۹۸۸) که بین سرمایه گذاری و جریان نقد عملیاتی ارتباط مستقیمی وجود دارد. آن‌ها شاخصی به نام حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را معرفی نمودند. این شاخص از طریق اندازه گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای به ازای یک واحد تغییر در جریان نقد عملیاتی، تعریف می‌شود. اما تحقیقات اخیر مانند چن و چن (۲۰۱۲) نشان دادند که حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در سالیان اخیر ناپدید شده و لذا نباید از آن به عنوان معیاری برای اندازه گیری محدودیت مالی استفاده کنیم.

فرضیه دوم این تحقیق مبنی بر تاثیر محدودیت مالی بر ارتباط بین سرمایه گذاری و جریان نقد عملیاتی رد شده است (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸). کامل‌ترین و صریح‌ترین تعریف محدودیت مالی این است که شرکت‌ها زمانی با محدودیت مالی مواجه می‌شوند که بین منابع و مصارف داخلی و خارجی با شکاف روبرو شوند. با این تعریف میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی از طریق شاخص حساسیت سرمایه گذاری-جریان نقدی آن شرکت تعیین می‌شود. طبق ادعای فازاری و همکاران (۱۹۸۸) هر اندازه حساسیت سرمایه گذاری-جریان نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی خود بیشتر خواهد بود.

فرضیه سوم این تحقیق مبنی بر تاثیرگذاری خوش بینی مدیریت در پیش بینی درآمد هر سهم آتی بر میزان حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی پذیرفته شده استیکی از ابزار تعامل مدیران شرکت‌ها با بازار، ارائه اطلاعات در مورد پیش‌بینی سود شرکت است که بدینوسیله شرکت‌ها می‌توانند رفتار بازار را تحت تاثیر قرار دهند. در شرایط حاضر بسیاری از سهامداران فردی حضوری فعال در بورس تهران داشته‌اند و تا حدود زیادی تصمیمات خود را بر مبنای اطلاعات منتشره اتخاذ می‌نمایند. اگر چه انتظار می‌رود مدیران شرکت‌ها پیش‌بینی‌های خود را با نهایت دقت به اطلاع بازار برسانند اما به هر صورت عملکرد مالی واقعی شرکت‌ها در بسیاری موارد با اطلاعات مالی پیش‌بینی شده تفاوت قابل توجهی دارد که این موضوع تحت عنوان دقت پیش‌بینی سود توسط مدیران شرکت‌ها قابل بررسی است. پیش بینی سود هر سهم در سرمایه گذاری‌ها از اهمیت ویژه برخوردار است، زیرا در شیوه‌های ارزیابی سهام، عامل مهمی تلقی می‌شوند و در بیشتر موارد، جز اساسی روشهای انتخاب سهام می‌باشد.

فرضیه چهارم این تحقیق مبنی بر ارتباط محدودیت مالی بین خوش بینی مدیریت در پیش بینی سود هر سهم و حساسیت سرمایه گذاری بر جریان های نقدی پذیرفته شد. بر این اساس، هرچه حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی بیشتر است و از محدودیت مالی بیشتری برخوردار خواهد بود (حقیقت و زرگر فیوجی، ۱۳۹۲). تئوری نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که بیش‌سرمایه‌گذاری انجام شده توسط مدیران قدرتمند و با پشتوانه موقعیتی محکم در سازمان، عامل دیگری است که حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی را افزایش می‌دهد. به بیان دیگر،

یکی از دلایل بالا بودن حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی ممکن است در ارتباط با وجود مساله نمایندگی باشد (جنسن و مک‌کلینگ^۹، ۱۹۷۶).

۱۳- پیشنهادهای تحقیق

پیشنهاداتی برای پژوهش‌های آتی به صورت زیر ارائه می‌شوند:

۱. با توجه به جدید بودن شاخه مالی رفتاری در تحقیقات حسابداری و مالی توصیه می‌شود به دلایل رفتاری پدیده های مالی مانند ناکارایی بازار سرمایه، وجود تناقض در نتایج پژوهش‌های انجام شده و سایر ناهنجاری های بازار سرمایه بیشتر پرداخته شود.
۲. رفتارهای مدیران مانند خوش بینی یا محافظه کاری در تصمیمات مالی و ریسک پذیری آنان در تصمیمات و تاثیر این عوامل بر تصمیمات مالی شرکت مانند سیاست تقسیم سود، سیاست نقدینگی، سیاست ساختار سرمایه و سیاست سرمایه گذاری و تامین مالی نیز از عواملی است که بایستی بیشتر مورد بررسی قرار گیرد.
۳. پیشنهاد دیگر این است که در مورد تاثیر مکانیزمهای پاداش مدیران (به عنوان راهکاری برای کاهش هزینه های نمایندگی) و تاثیر آن بر تصمیم گیری های شرکت و عملکرد مالی نیز تحقیقات بیشتری صورت بگیرد.

منابع

۱. ترکمان پری، زینب، (۱۳۹۱)، رابطه کیفیت افشا و دقت پیش بینی سود مدیران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه الزهراء.
۲. حقیقت، حمید و زرگز فیوجی، یعقوب. (۱۳۹۲) "تاثیر محدودیتهای مالی و وجه نقد نگهداری شده بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی"، فصلنامه پژوهش های کاربردی در گزارشگری مالی، سال دوم، شماره ۳، پاییز و زمستان ۱۳۹۲، صص ۱۴۹-۱۷۴.
۳. شاهرخی، سیده سمانه، (۱۳۸۶)، بررسی دقت پیش بینی سود توسط مدیران شرکتهای و عوامل موثر بر آن، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه الزهراء.
۴. عرب صالحی، مهدی و کاظمی نوری، سپیده. (۱۳۹۳) "تاثیر هزینه های نمایندگی بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقدی"، مجله دانش حسابداری، سال پنجم، شماره ۱۷، تابستان ۱۳۹۳، صص ۹۷-۱۱۷.
۵. علی نژاد ساروکلائی، مهدی و آئین، صدیقه. (۱۳۹۳) "تاثیر سرمایه گذاری در سرمایه گذاری در سرمایه در گردش با توجه به محدودیت های مالی بر حساسیت سرمایه گذاری جریان وجوه نقد"، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی، سال ششم، شماره دوم، پیاپی ۲۰، تابستان ۱۳۹۳، صص ۴۵-۶۰.
۶. کنعانی امیری، منصور. (۱۳۸۶) " بررسی رابطه بین محدودیت های مالی و بازده سهام"، دو ماهنامه دانشور رفتار، سال چهاردهم، دوره جدید، شماره ۲۶.
۷. گلباغی، عبدالرضا، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین خوش بینی مدیریت و محافظه کاری در حسابداری، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه گیلان.

8. Chen, H. and Chen, S. (2012), "Investment-cash flow sensitivity cannot be a good measure of financial constraints: evidence from the time series", Journal of Financial Economics, Vol.103No.2,pp.393-410.

⁹ Jensen & Meckling

9. Ezzeddine Ben Mohamed, Richard Fairchild, AbdelfettahBouri, (2014), Investment cash flow sensitivity under managerial optimism: New evidence from NYSE panel data firms, *Journal of Economics, Finance and Administrative Science* 19 (2014) 11–18.
10. Fazzari, S., Hubbard, R.G. and Petersen, B. (1988), “Financing constraints and corporate investment”, *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 141-195.
11. Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2000). *Rationality overconfidence and leadership*. Mimeo, University of California: Brekeley.
12. Harris, M., &Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *Journal of Finance*, 45, 321–349.
13. Jensen. M. &Meckling.W. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure". *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
14. Jensen. M., (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and takeovers" *American Economic Review* 76, pp. 323-329
15. Kahneman, D., & Lovallo, D. (1993). Timid choice and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking. *Management Science*, 39, 17–31.
16. Kaplan,S.andZingales,L.(1997),“Dofinancingconstraintsexplainwhyinvestmentiscorrelated with cash flow?”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, pp. 169-215.
17. Malmendier, U., & Tate, G. (2005a). CEO overconfidence and corporate investment.*Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700.
18. Moshirian, F and Nanda, V and Vadilyev, A and Zhang, B. (2014), " What Drives Investment-Cash Flow Sensitivity around the World?", available online on www.ssrn.com
19. Shefrin, H. (2001). Behavioral Corporate Finance.*Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3).

The relationship between optimism managers, financial constraints and the sensitivity of investment to cash Flow

Seyyede Batool Zebardast Ghashti¹, Akram Babazadeh Asli²

¹ M.A in Accounting, Master Azad University Masal

² M.A in Human Resource Management, Master of Azad University Masal

Abstract

Normally, any business unit needs working capital to continue its activity. To develop activities and increase profitability, any business unit is obliged to make new investment. Both requirements of business unit, the need to working capital and new investment are provided via funding. Thus, funding for a long-term investment is a major concern of managers of companies. This study is aimed to evaluate the relationship between managerial optimism (in earnings per share forecast), financial constraint and Investment-cash flow sensitivity. To do this, the data of all companies listed on Tehran Stock Exchange (TSE) during 2009 to 2014 are extracted and regression model of pooled data is used for hypotheses test. Finally, the relationship between financial constraint in managerial optimism in earnings per share forecast and investment-cash flow sensitivity was supported. However, there was no significant relationship between financial constrain, investment and operating cash flow.

Keywords: Managerial optimism, Financial constraint, Investment-cash flow sensitivity
