

بررسی تاثیر هزینه نمایندگی بر بیش سرمایه گذاری

محمد صادقی^۱ و امیر حسین جمالی^{۲*}

۱ گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران

۲ گروه حسابداری، واحد شیراز، دانشگاه آزاد اسلامی، شیراز، ایران

* نویسنده مسئول: امیر حسین جمالی

چکیده

یکی از مباحث مالی شرکتها میزان سرمایه‌گذاری است و مدیران در این راستا همواره جبهه گیری متفاوتی در خصوص نوع سرمایه داشته‌اند. با این هدف پژوهش حاضر تاثیر هزینه نمایندگی بر بیش سرمایه‌گذاری را مورد مطالعه قرار داده. آزمون فرضیه پژوهش بر اساس اطلاعات مالی ۱۱۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۱۳۸۷-۱۳۹۴ می باشد. برای تجزیه و تحلیل فرضیه پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره از نوع لاجستیک استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان داد که شرکتها با مسئله نمایندگی بالا، تاثیر جریان نقدی آزاد بر بیش سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود.

واژگان کلیدی: بیش سرمایه گذاری، جریان نقدی آزاد، هزینه نمایندگی

مقدمه

مشکلات نمایندگی ممکن است از جدایی مالکیت و مدیریت (نوع اول) یا تضاد منافع بین سهام داران کنترل کننده و فاقد کنترل (نوع دوم)، ناشی شود. هر دو نوع مشکلات نمایندگی موجب می شود تا مدیران بتوانند علیه منافع سهام داران عمل کنند. برای مثال از طریق اختلاس و فساد مالی مدیر و خارج ساختن منافع سهام دار از شرکت، که نمونه های افراطی از این تضاد منافع می باشند. (نمازی، ۱۳۸۴)، یا از طریق معامله با اشخاص وابسته و یا از طریق مسدود کردن سهام داران فاقد کنترل، در نتیجه سهامداران چنین شرکت هایی را مجازات می کنند و بنابراین عملکرد شرکت کاهش می یابد. واحدهای تجاری همواره با فرصت های سرمایه گذاری زیادی روبه رو می شوند و نیازمند تصمیم گیری منطقی نسبت به یک سرمایه گذاری بهینه هستند. در واقع، سرمایه گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت بگیرد. اما مساله اصلی، انتخاب طرح ها و تصمیم گیری راجع به به فرصت های سرمایه گذاری به وسیله مدیران واحد های تجاری است که بر اساس منافع شخصی آنها صورت می گیرد. به عبارتی دیگر عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع مانع انجام یک سرمایه گذاری بهینه می شود (یانگ و جیانگ^۱، ۲۰۰۸). افزایش جریان نقدی آزاد و به دنبال آن، تمایل مدیران برای مصارف غیر بهینه وجوه مزبور، می تواند مشکلات نمایندگی را افزایش دهد و به دنبال، مشکلات نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد نیز، بر مسیر تصمیم گیری های آتی تاثیر می گذارد (طالب نیا و همکاران، ۱۳۹۱). بنابراین، هنگامی که مدیران واحد تجاری با جریان نقدی آزاد مواجه می شوند، در وهله اول، مهم این است که آنها بتوانند وجوه مذکور را در پروژه های مناسب و پربازده سرمایه گذاری کنند تا از این طریق موجب افزایش ثروت مالکان و همچنین، رشد واحد تجاری گردند (گولسیبی^۲، ۱۹۹۸). با توجه به متفاوت بودن اهداف مدیران با اهداف مالکان، وجود جریان های نقدی مازاد ایجاد شده در داخل شرکت منجر به اتلاف این منابع، به طور مثال، از طریق سرمایه گذاری ها غیر بهینه، خواهد شد (جنسن، ۱۹۸۶). هرگاه مدیران به فرصتی جهت سرمایه گذاری در پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت دست یابند. باید قادر به تامین مالی آن باشد (تهرانی و حصار زاده، ۱۳۸۸). انگیزه تحقیق ما ناشی از تلاش های تحقیقات دانشگاهی اخیر در مورد سرمایه گذاران نهادی می باشد، زیرا با توجه به اینکه وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است و ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی یکی از مهم ترین عوامل سلامت اقتصادی واحد تجاری و تداوم فعالیت آنها است. حساسیت جریان های نقد سرمایه گذاری، در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزش گذاری اوراق بهادار و... نقش محوری دارد. تحقیقات نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی مناسب می توانند هزینه نمایندگی را با کاهش نگرانی سهامداران و با توجه به تخصیص مناسب ذخایر نقدی، کاهش دهد و همچنین می تواند منتج به استفاده کارآمدتر از ذخایر نقدی شود (جهانشاد و شعبانی، ۱۳۹۴). با توجه به موارد فوق، این سؤال مطرح می شود: آیا شرکت ها با مسئله نمایندگی، حساسیت بیشتری نسبت به بیش سرمایه گذاری از جریان نقدی آزاد نشان می دهند؟

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

تئوری نمایندگی با قدمتی بیش از چهل سال در اوایل دهه هفتاد میلادی توسط اندیشمندان همچون اسپنس و زیکهاوز^۳ (۱۹۷۱) جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) و ... مطرح گردید. در تمامی پژوهش های صورت گرفته در زمینه تئوری نمایندگی بارقه های از تئوری قراردادهای نمایان است. تئوری قراردادهای^۴ سازمان را به عنوان مجموعه ای از قراردادهای مورد بررسی قرار می دهد و از آنجا که تئوری نمایندگی به بررسی حالت خاصی از یک قرارداد می پردازد، می توان خواستگاه آن را در تئوری قراردادهای جستجو نمود. همین نگرش به ظاهر ساده اما علمی به یک واحد سازمانی، موجب شده تا بتوان مباحث بسیاری را در این چارچوب قرارداد گونه بررسی نمود. به علاوه، از آنجا که تئوری قراردادهای، شرکت را مجموعه ای از قراردادهای می داند، توانسته جایگاه حسابداری را به عنوان سازوکار ایجاد و اجرای هر قرارداد و عنصر اصلی و تسهیل کننده فرایند تشکیل قراردادهای تثبیت نماید. در تئوری نمایندگی با توجه به شرایط حاکم و همچنین ویژگی های اشخاص مدنظر آن، انواع گوناگونی از روابط قراردادی قابل بررسی است. در ساده ترین و اصلی ترین صورت این روابط سهامداریک شرکت (کارگزار) و مدیر آن شرکت (کارگزار) وجود دارد. اساس شکل گیری رابطه میان طرفین، برپایه قراردادی است که در آن تفویض اختیار و دادن مسئولیت از طرف کارگزار و انجام مسئولیت و لزوم پاسخگویی بر عهده کارگزار می باشد. چنین رابطه ای را رابطه نمایندگی می گویند (جنسن^۵، ۱۹۸۶).

1 Yang & Jiang

2 Goolsbee

3 Spence & Zeckhauser

4 Contracts Theory

5 Jensen

البته تئوری نمایندگی نیز مانند هر چارچوب تئوریک دیگر، دارای مفروضاتی می‌باشد؛ از جمله این مفروضات می‌توان به فرض های موجود بین کارگزار و کارگزار اشاره کرد. این مفروضات، معرف پیش شرطهایی هستند که بر اساس آن کارگزار و کارگزار دست به اقدام خواهند زد (عربصالحی، صالحی کهریزسنگی، ۱۳۹۱). کاشانی پور وهمکارن (۱۳۸۹)، در مطالعه‌ای محدودیت های مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت های با محدودیت مالی، نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی، از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان های نقدی بالاتری برخوردارند و در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، بر جریان‌های نقدی داخلی، تاکید بالایی می‌کنند. ریچاردسون^۶ (۲۰۰۶)، طی تحقیقی رابطه بین جریان نقدی آزاد و بیش سرمایه‌گذاری را مورد مطالعه قرار دادند، نتایج آنها بیانگر آن است که، در شرکت‌هایی دارای سطوح بالای جریان نقدی آزاد، سرمایه‌گذاری به میزانی بیش از حد بهینه بیشتر است. همچنین وی طی بررسی رابطه بین ساختار نظام راهبری شرکت و سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جریان نقد آزاد، دریافت که بر خس سازکارهای نظام راهبری شرکت باعث کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جریان نقدی آزاد می‌گردد. پیندارو و تور^۷ (۲۰۰۵)، در پژوهشی رابطه بین ساختار مالکیت شرکتی و فرآیند بیش و کم سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. نشان دادند که بین ساختار مالکیت شرکت‌های بیش و کم سرمایه‌گذاری، تفاوت معنی‌دار وجود ندارد.

روش تحقیق

این پژوهش کاربردی است. طرح پژوهش آن از نوع شبه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. از روش پس‌رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهش گر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد. روش گردآوری اطلاعات در این پژوهش را به طور کلی می‌توان به دو دسته کتابخانه‌ای و میدانی تقسیم نمود. در خصوص جمع آوری اطلاعات مربوط به ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش از شامل کتب، مجلات هفتگی، انتشارات مراکز پژوهشاتی و پژوهشی، پایان‌نامه‌های تحصیلی و پایگاه اینترنت و در خصوص جمع آوری اطلاعات برای تأیید یا رد فرضیه‌های پژوهش از روش میدانی استفاده شده است. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. شرکت‌هایی که برای نمونه انتخاب می‌شوند، بایستی در دوره زمانی ابتدای سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۴ در بورس مشغول فعالیت بوده باشند. روش نمونه‌گیری حذفی است. به عبارت بهتر، چنانچه شرکت‌های مورد بررسی دارای ویژگی‌های مورد نظر نباشند، از فرآیند تجزیه و تحلیل کنار می‌روند. در نهایت با در نظر گرفتن محدودیت‌های ذکر شده تعداد ۱۱۹ شرکت از صنعت مختلف که دارای ویژگی‌های فوق بودند به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند.

در پژوهش مورد نظر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره که از پژوهش گاریگلیا و یانگ^۸ (۲۰۱۶) استخراج شده است، به شرح زیر می‌باشد. به طوری که از مدل زیر استفاده شده است.

مدل (۱)- برای آزمون فرضیه دوم

$$\text{over_inv} = \beta_0 + \beta_1 FCF + \beta_3 FCF \times DUM_1 + \beta_4 FCF \times DUM_2 + \beta_5 \text{cash}_{it-1} + \beta_6 \text{size}_{it-1} + \beta_7 \text{Age} \\ + \beta_8 \text{ROA}_{it-1} + \beta_9 \text{LEV}_{it-1} + \varepsilon$$

که در آن:

I = سرمایه‌گذاری

FCF = جریان‌های نقدی آزاد

DUM_1 = متغیر مجازی نشان دهنده محدودیت مالی

DUM_2 = متغیر مجازی نشان دهنده هزینه نمایندگی

$cash$ = وجه نقد

$size$ = اندازه شرکت

Age = عمر شرکت

ROA = بازده دارایی

6 Richardson

7 Pindado and Torre

8 Guariglia and Yang,

$LEV =$ اهرم مالی

متغیر وابسته این پژوهش، بیش و کم سرمایه‌گذاری می‌باشد که به منظور آزمون تجربی، مدلی را بکار گرفت که بتواند حد مطلوب سرمایه‌گذاری را تعیین نماید. در این پژوهش، بیش و کم سرمایه‌گذاری با استفاده از مدل زیر محاسبه گردیده است.

$$IX_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it-1} + \beta_2 GO + \varepsilon$$

که در آن:

IX_{it} = سرمایه‌گذاری شرکت برابر است با تغییر در کل دارایی‌ها

CFO_{it-1} = خالص جریان وجوه نقد عملیاتی سال قبل

GO = فرصت‌های رشد که با استفاده از مقدار کیو توبین محاسبه می‌گردد.

ε = خطای مدل مقادیر خطا ممکن است مثبت یا منفی باشند، مقادیر مثبت خطا، بیش سرمایه‌گذاری و مقادیر منفی، کم سرمایه‌گذاری نامیده می‌شود.

متغیرهای مستقل پژوهش عبارت است از هزینه نمایندگی که برای تعیین محاسبه آنها در جریان نقدی آزاد شرکت ضرب می‌شوند برای محاسبه هزینه نمایندگی از نسبت کل مطالبات شرکت به کل دارایی‌های شرکت استفاده شده است. محاسبه جریان‌های نقد آزاد بر اساس مدل جنسن بسیار مشکل می‌باشد، زیرا که نمی‌توان به صورت سریع تمام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت مورد انتظار واحد تجاری را شناسایی نمود. علاوه بر این معمولاً اطلاعات در خصوص تعیین نرخ هزینه سرمایه قابل اتکا در دسترس نیست. از این رو سعی شده است تا از مدل‌های دیگری که به نوعی مدل‌های جایگزین مدل جنسن هستند، برای محاسبه جریان‌های نقد آزاد واحد تجاری استفاده گردد. در این تحقیق از مدل لن و پلسن^۹ (۱۹۸۹) برای اندازه‌گیری جریان‌های نقدی آزاد واحد تجاری استفاده می‌شود. بر اساس مدل مذکور، جریان‌های نقدی آزاد از طریق فرمول زیر محاسبه می‌گردد:

$$FCF_{it} = (INC_{it} - TAX_{it} - INTEP_{it} - PSDIV_{it} - CSDIV_{it}) / A_{i,t-1}$$

که در آن :

FCF_{it} : جریان‌های نقدی آزاد شرکت t در سال

INC_{it} : سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت t در سال

TAX_{it} : کل مالیات پرداختی شرکت t در سال

$INTEP_{it}$: هزینه بهره پرداختی شرکت t در سال

$PSDIV_{it}$: سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت t در سال

$CSDIV_{it}$: سود سهامداران عادی پرداختی شرکت t در سال

$A_{i,t-1}$: کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت $t-1$

متغیرهای کنترلی پژوهش عبارتند از وجه نقد، اندازه شرکت، عمر شرکت، بازده دارایی و اهرم مالی. وجه نقد برابر است مانده وجه نقد ترازنامه شرکت در پایان دوره که بر کل دارایی‌های شرکت تقسیم می‌شود. وجه نقد شرکت از صورت ترازنامه استخراج و به کل دارایی‌های شرکت همگن شده است. اندازه شرکت برابر است لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت. عمر شرکت برابر با تعداد سال‌های ماندگاری شرکت در بورس اوراق بهادار تهران، بازده دارایی برابر است تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌های شرکت. اهرم مالی برابر است نسبت کل بدهی‌های شرکت به کل دارایی‌های شرکت.

یافته‌های تحقیق

در جدول شماره ۱، نتایج آزمون فرضیه ارائه شده است. به منظور آزمون فرضیه پژوهش، با توجه به دو وجهی بودن متغیر وابسته (بیش سرمایه‌گذاری)، جهت آزمون فرضیه پژوهش از رگرسیون لاجستیک استفاده شده است. سطح معناداری آماره LR نشان می‌دهد کل مدل رگرسیونی پژوهش معنادار است. ضریب تعیین مک فادن در رگرسیون لاجستیک برابر با ۲۹٪ است که بیانگر این است که ۲۹٪ تغییرات

وابسته توسط متغیرهای توضیحی رگرسیون تبیین می‌شود. مقدار ضریب و آماره Z بدست آمده برای متغیر جریان نقدی آزاد برابر با ۰/۹۳۴- و ۴/۶۵۸ می‌باشد و در سطح خطای آماری ۰/۰۱ معنادار است. بنابراین، بین جریان نقدی آزاد و بیش سرمایه گذاری رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۹٪ وجود دارد. همچنین مقدار ضریب و آماره Z بدست برای جریان نقدی آزاد با هزینه نمایندگی برابر با ۲/۷۴۱ و ۲/۱۸۲ است. بنابراین، در شرکت های با مسئله نمایندگی بالا تاثیر جریان نقدی آزاد بر بیش سرمایه گذاری بیشتر می‌شود.

جدول شماره ۱، نتایج آزمون فرضیه دوم

$over_inv = \beta_0 + \beta_1 FCF + \beta_3 FCF \times DUM_2 + \beta_5 cash_{it-1} + \beta_6 size_{it-1} + \beta_7 Age + \beta_8 ROA_{it-1} + \beta_9 LEV_{it-1} + \varepsilon$				
متغیرها	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	β_0	۱/۶۲۱	۶/۸۴۳	۰/۰۰۰
جریان نقدی آزاد	FCF	۰/۹۳۴	۴/۶۵۸	۰/۰۰۰
جریان نقدی آزاد با هزینه نمایندگی	$FCF \times DUM_2$	۲/۷۴۱	۲/۱۸۲	۰/۰۲۸
وجه نقد	$cash_{it-1}$	۰/۳۴۸	۳/۶۲۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	$size_{it-1}$	-۰/۵۴۲	-۵/۹۲۷	۰/۰۰۰
عمر شرکت	Age	-۰/۳۶۲	-۰/۷۸۶	۰/۲۱۴
بازده دارایی	ROA_{it-1}	-۰/۳۲۶	-۰/۳۱۹	۰/۱۳۷
اهرم مالی	LEV_{it-1}	-۰/۹۲۷	-۰/۵۳۸	۰/۳۲۷
ضریب تعیین مک فادن		۰/۲۹		
خطای استاندارد مدل		۰/۰۰۶		
آماره LR		۵۷/۹۱		
سطح معنی داری LR		۰/۰۰۰		

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

بر اساس نتایج به دست آمده از فرضیه تحقیق، بررسی اینکه شرکت‌ها در مواجهه با مسئله نمایندگی، حساسیت بیشتری نسبت به بیش سرمایه‌گذاری از جریان نقدی آزاد نشان می‌دهند، مورد آزمون واقع شد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه نشان داد که بین جریان نقدی آزاد و بیش سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۹٪ وجود دارد. همچنین با بررسی در شرکت‌ها با مسئله نمایندگی بالا، تاثیر جریان نقدی آزاد بر بیش سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود. این نتایج بدست آمده استدلال می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی بالا بین سهامداران و سرمایه‌گذاران باعث تئوری جریان نقدی آزاد شده و به موازات افزایش جریان نقدی آزاد امکان دارد مدیران در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کنند و از این طریق مشکلات نمایندگی و سرمایه‌گذاری بیش از حد را تشدید کنند. به طوری کلی این پژوهش نظر جنسن (۱۹۸۶) در خصوص فرض جریان نقدی آزاد و مسائل نمایندگی را تایید می‌کند. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش با سطح اطمینان ۹۹٪ پذیرفته شده است. این یافته با نتایج پژوهش گاریگلیا و یانگ (۲۰۱۶) سازگار است. بر مبنای نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش پیشنهاد کاربردی پژوهش به این شرح بیان شده است: بر مبنای نتایج آزمون فرضیه پژوهش به سرمایه‌گذاران و سهامداران پیشنهاد می‌شود که از راه‌های که موجب نظارتو کنترل بر فعالیتهای مدیران به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بهره بگیرند تا از وقوع و کنترل بیش سرمایه‌گذاری منفعت چشمگیری برداشت کنند.

منابع

- ۱) تهرانی، رضا و رضا حصارزاده. (۱۳۸۸). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، فصلنامه تحقیقات مالی، دانشگاه تهران، شماره ۳، ۶۷-۵۰.
- ۲) جهان شاد آریتا، شعبانی، داوود. (۱۳۹۴). تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۷، ص ۵۶-۳۹.
- ۳) طالب‌نیا، قدرت‌الله؛ خان حسینی، داود؛ معزز، ملاقاسم و نیکو‌نستی، محمد (۱۳۹۱). بررسی تأثیر سرمایه‌فکری بر ارزش بازار و عملکرد مالی شرکت‌های صنعت سیمان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۵، صص ۶۶-۵۱.
- ۴) کاشانی پور، محمد؛ راسخی، سعید؛ نقی‌نژاد، بیژن و رساییان، امیر (۱۳۸۹). محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت‌های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)، دوره ۲، شماره ۲، صص ۷۴-۵۱.
- ۵) نمازی، محمد (۱۳۸۴). بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت، مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۲۲، شماره ۲، صص ۱۶۴-۱۴۷.
- ۶) عربصالحی، مهدی؛ صالحی‌که‌ریزسنگی، هاجر. (۱۳۹۱). مبانی تئوری نمایندگی، مجله حسابداری و مدیریت مالی، شماره ۱۱، صص ۱۶۶-۱۷۸.
- 7) Goolsbee, A. (1998). Investment Tax Incentives, Prices, and the Supply of Capital Goods. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 1, pp. 121-148.
- 8) Jensen, Michael C., (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American economic review*, 76 (2), May: 323-329.
- 9) Lehn, K., Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions, *The Journal of Finance*, 771-787.
- 10) Pindado, m.j.Torre. C. (2005). The Effects of owenship structure on underinvestment and overinvestment, www.ssrn.com.
- 11) Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*. 11, 159-189.
- 12) Yang, J., & Jiang, Y. (2008). Accounting information quality T free cash flow and over investment: A Chinese study. *The Business Reiview*, 11(1), 159-166.
- 13) Guariglia, A., Yang, J, (2016), "A Balancing Act: Managing Financial Constraints and Agency Costs to Minimize Investment Inefficiency in The Chinese Market", Paper in www.SSRN.com.

