



## The Role of Free Cash Flow in the Relationship Between Managerial Leadership Ability, Marketing and Sales Expenses, and Economic Growth of Companies

Seyed Kazem Ebrahimi<sup>1\*</sup>, Mohammad Amri-Asrami<sup>2</sup>, Milad Tozandehjani<sup>3</sup>, Reza Haghdoost<sup>4</sup>

1. Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran (corresponding author).
2. Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran.
3. MSc., Accounting Department, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran.
4. MSc., Accounting Department, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran.

Received: 15/04/2025 Accepted: 23/07/2025

Corresponding author email: [kebrahimi@semnan.ac.ir](mailto:kebrahimi@semnan.ac.ir)

### Abstract

**Objective:** The purpose of this study is to examine the role of free cash flow in the relationship between managerial leadership ability and marketing and sales expenses on the economic growth of companies. Given the importance of effective management and optimal resource allocation, this study aims to explore whether free cash flow can moderate the impact of managerial leadership ability and marketing and sales expenses on companies' economic growth.

**Method:** In this study, data from 152 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 2013 to 2022 were collected. To test the research hypotheses, the panel data method was employed, and based on the nature of the data, the fixed effects model was selected as the appropriate model. Data analysis was conducted using multiple regression to accurately examine the relationships among the independent, dependent, and moderating variables.

**Findings:** The results showed that an increase in managerial leadership ability improves companies' economic growth. Additionally, an increase in marketing and sales expenses leads to a decrease in companies' economic growth. Free cash flow cannot moderate the effects of managerial leadership ability on economic growth. However, free cash flow mitigates the negative impact of marketing and sales expenses on economic growth. Ultimately, an increase in free cash flow contributes to improved economic growth for companies.

**Conclusion:** This study indicates that managerial leadership ability and marketing and sales expenses directly influence companies' economic growth. At the same time, free cash flow, as a moderating factor, can reduce the negative effects of marketing and sales expenses but does not moderate the impact of managerial leadership ability. These findings can help managers and company decision-makers allocate resources wisely and make more strategic financial and marketing decisions.

**Keywords:** Managerial leadership ability, marketing and sales expenses, economic growth, free cash flow



نشریه مدیریت تبلیغات و فروش

<https://asm.pgu.ac.ir>

دوره 6، شماره 2، تابستان 1404، پیاپی 22، ص 77-91

شاپا: 3060-8163

شناسه یکتا: 10.22034/asm.2025.2057213.3377



## نقش جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین توانایی رهبری مدیران و مخارج بازاریابی و فروش بر رشد اقتصادی شرکت

سید کاظم ابراهیمی<sup>1\*</sup>، محمد امیری اسرمی<sup>2</sup>، میلاد توزنده جانی<sup>3</sup>، رضا حق دوست<sup>4</sup>

1. دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران (نویسنده مسئول).
2. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران.
3. دانش آموخته کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران.
4. دانش آموخته کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران.

دریافت: 1404/01/26 انتشار: 1404/05/01

ایمیل نویسنده مسئول: [kebrahimi@semnan.ac.ir](mailto:kebrahimi@semnan.ac.ir)

### چکیده

**هدف:** یکی از راه‌هایی شناسایی چگونگی بهبود رشد اقتصادی شرکت‌ها، شناخت توانایی مدیریت و مخارج بازاریابی و فروش است. در این راستا نمی‌توان از نقش جریان نقد آزاد شرکت نیز غافل شد. هدف این پژوهش بررسی نقش جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین توانایی رهبری مدیران و مخارج بازاریابی و فروش بر رشد اقتصادی شرکت‌ها است.

**روش:** در این پژوهش داده‌های مربوط به ۱۵۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ جمع‌آوری شده است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از روش داده‌های ترکیبی (پنل دیتا) بهره گرفته شده و با توجه به ماهیت داده‌ها، مدل اثرات ثابت به عنوان مدل مناسب انتخاب شده است. تحلیل داده‌ها از طریق رگرسیون چندگانه صورت گرفته تا روابط میان متغیرهای مستقل، وابسته و تعدیل‌گر به طور دقیق بررسی شود.

**یافته‌ها:** نتایج نشان داد که افزایش توانایی رهبری مدیران موجب بهبود رشد اقتصادی شرکت‌ها می‌شود. همچنین افزایش مخارج بازاریابی و فروش موجب کاهش رشد اقتصادی شرکت‌ها می‌شود.

**نتیجه‌گیری:** این پژوهش نشان می‌دهد که توانایی مدیریت و مخارج بازاریابی و فروش به‌طور مستقیم بر رشد اقتصادی شرکت‌ها تأثیر گذارند. در عین حال، جریان نقد آزاد می‌تواند به‌عنوان یک عامل تعدیل‌گر، اثرات منفی مخارج بازاریابی و فروش را کاهش دهد، اما توانایی رهبری مدیران را تعدیل نمی‌کند. این یافته‌ها می‌توانند به مدیران و تصمیم‌گیرندگان شرکت‌ها کمک کنند تا در تخصیص منابع و اتخاذ استراتژی‌های مالی و بازاریابی خود هوشمندانه‌تر عمل کنند.

**واژه‌های کلیدی:** توانایی رهبری مدیران، رشد اقتصادی شرکت، جریان نقد آزاد، مخارج بازاریابی و فروش.

## مقدمه

در دنیای پیچیده و رقابتی امروز، شرکت‌ها نیاز دارند تا منابع مالی خود را به بهترین نحو ممکن مدیریت کنند تا به رشد اقتصادی پایدار دست یابند. یکی از اصلی‌ترین عواملی که در این فرایند نقش دارد، جریان نقد آزاد است که به میزان نقدی اطلاق می‌شود که پس از کسر هزینه‌های سرمایه‌گذاری برای حفظ و توسعه دارایی‌ها، از سوی شرکت باقی می‌ماند. جریان نقد آزاد به عنوان یک ابزار مهم برای تصمیم‌گیری‌های استراتژیک در سطح شرکت‌ها شناخته می‌شود، زیرا این نقدینگی به شرکت‌ها این امکان را می‌دهد تا از منابع داخلی خود برای انجام فعالیت‌هایی مانند پرداخت سود سهام، کاهش بدهی‌ها، یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید استفاده کنند (لیو<sup>1</sup> و همکاران، 2025). در واقع جریان نقد آزاد نشان‌دهنده وجوه نقدی است که به شرکت‌ها اجازه می‌دهد ارزش خود را افزایش دهند و عملکرد بهتری داشته باشند (امری اسرمی و همکاران، 1403). جریان نقد آزاد زمانی اهمیت بیشتری پیدا می‌کند که مدیران شرکت‌ها مسئولیت هدایت و تخصیص آن را بر عهده دارند. در واقع، نظریه آژانس که یکی از مباحث اساسی در علم مدیریت مالی است، بیان می‌کند که زمانی که مدیران دسترسی به جریان نقد آزاد دارند، ممکن است به جای تخصیص آن به پروژه‌های سودآور و در راستای منافع سهام‌داران، از آن برای منافع شخصی خود استفاده کنند. این رفتارها می‌تواند منجر به اتخاذ تصمیمات اشتباه مانند سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد یا تخصیص منابع به پروژه‌های با بازدهی پایین شود که این امر در نهایت به کاهش سودآوری و کارایی شرکت منتهی می‌شود (لان<sup>2</sup> و همکاران، 2025) از طرفی مدیریت واحد تجاری به طور خاص تر مدیرعامل‌های واحد تجاری رهبران خلق ارزش بنگاه‌های اقتصادی هستند (مرادی و همکاران، 1403) در این زمینه، یکی از مهم‌ترین عواملی که می‌تواند این وضعیت را تحت تأثیر قرار دهد، توانایی رهبری مدیران است. توانایی رهبری مدیران در تخصیص بهینه منابع مالی، به ویژه جریان نقد آزاد، می‌تواند به شکل چشمگیری در بهبود عملکرد مالی و رشد اقتصادی شرکت‌ها مؤثر باشد. مدیرانی که دارای توانایی‌های رهبری قوی هستند، قادرند منابع مالی شرکت را به درستی تخصیص دهند و تصمیمات استراتژیک درستی اتخاذ کنند که نه تنها به نفع سهام‌داران، بلکه به رشد و توسعه بلندمدت شرکت‌ها نیز منتهی شود (یئو<sup>3</sup> و همکاران، 2018).

رهبری کارآمد در این شرایط می‌تواند شامل تنظیم استراتژی‌های بازاریابی و فروش باشد که مستقیماً بر رشد و توسعه اقتصادی شرکت تأثیر می‌گذارد. به عبارت دیگر، توانایی مدیران در هدایت منابع و اتخاذ تصمیمات درست، می‌تواند به تخصیص بهینه منابع به بخش‌هایی مانند بازاریابی و فروش منجر شود که این امر در نهایت به افزایش سهم بازار و بهبود عملکرد اقتصادی شرکت کمک می‌کند. مخارج بازاریابی و فروش، به عنوان یکی از اصلی‌ترین بخش‌های هر شرکت، نقش بسزایی در رشد اقتصادی و افزایش درآمدهای شرکت دارند. تحقیقات نشان داده‌اند که شرکت‌هایی که منابع مالی خود را به طور مؤثر به این بخش‌ها تخصیص می‌دهند، قادرند به صورت چشمگیری سهم خود را در بازار افزایش داده و در نتیجه رشد اقتصادی بیشتری را تجربه کنند. در این زمینه، جریان نقد آزاد نقشی اساسی ایفا می‌کند. شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد بالاتری دارند، قادر به انجام سرمایه‌گذاری‌های بیشتری در بخش‌های حیاتی از جمله بازاریابی و فروش هستند که این امر منجر به بهبود رقابت‌پذیری و افزایش درآمدها می‌شود. به عبارت دیگر، جریان نقد آزاد می‌تواند به عنوان یک تسهیل‌کننده در فرایندهای بازاریابی و فروش عمل کند و به شرکت‌ها کمک کند تا منابع لازم برای اجرای استراتژی‌های بازاریابی خود را تأمین کنند (آمان<sup>4</sup> و همکاران، 2025).

اما همچنان که در بسیاری از پژوهش‌ها اشاره شده است، رهبری مدیران و جریان نقد آزاد به تنهایی کافی نیستند. در واقع، تصمیمات مدیریتی و استراتژی‌هایی که مدیران در زمینه‌های مختلف، به ویژه در بخش بازاریابی و فروش، اتخاذ می‌کنند، می‌تواند به طور مستقیم بر عملکرد اقتصادی شرکت تأثیر بگذارد. مدیرانی که دارای رهبری قوی هستند، قادرند به طور مؤثر از جریان نقد آزاد برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های استراتژیک استفاده کنند که این امر می‌تواند به رشد سریع‌تر و توسعه پایدار شرکت منتهی شود (یئو، 2018). با این حال، با مرور پژوهش‌های پیشین مشاهده می‌شود که علی‌رغم بررسی‌های گسترده درباره تأثیر جریان نقد آزاد، توانایی مدیریت و مخارج بازاریابی به طور جداگانه بر عملکرد شرکت‌ها، در ادبیات تحقیق داخلی به ندرت به نقش تعدیلی جریان نقد آزاد در این روابط پرداخته شده است. این

<sup>1</sup> Liu

<sup>2</sup> Lan

<sup>3</sup> Yeo

<sup>4</sup> Aman

موضوع نشان‌دهنده وجود خلأ پژوهشی و شکاف دانشی در زمینه شناخت دقیق اثرات تعدیلی جریان نقد آزاد در شرکت‌های ایرانی است. بیشتر مطالعات پیشین، صرفاً به بررسی روابط مستقیم میان این متغیرها پرداخته‌اند و تأثیرات میانجی یا تعدیلی جریان نقد آزاد کمتر مورد توجه قرار گرفته است، به ویژه با توجه به تفاوت‌های ساختاری بازار سرمایه ایران با نمونه‌های بین‌المللی. پژوهش حاضر با هدف دانش‌افزایی در این حوزه تلاش دارد این شکاف موجود را پر کرده و نقش جریان نقد آزاد را در بهبود یا تغییر تأثیر توانایی رهبری مدیران و مخارج بازاریابی بر رشد اقتصادی شرکت‌ها بررسی نماید.

در این راستا، این پژوهش به دنبال پاسخ به این پرسش است که آیا جریان نقد آزاد می‌تواند نقش تعدیل‌کننده‌ای در رابطه بین توانایی رهبری مدیران و مخارج بازاریابی و فروش با رشد اقتصادی شرکت‌ها ایفا کند یا خیر. در محیط‌های تجاری رقابتی، رشد اقتصادی شرکت‌ها به عواملی چون توانایی رهبری مدیران و کارایی مخارج بازاریابی و فروش وابسته است. یکی از چالش‌های اساسی در این زمینه، نحوه استفاده از جریان نقد آزاد برای بهینه‌سازی این عوامل و ارتقای عملکرد اقتصادی شرکت‌هاست. این بررسی می‌تواند به درک بهتری از نحوه تخصیص منابع مالی در شرکت‌های ایرانی کمک کرده و مدیران را در اتخاذ تصمیمات مالی و بازاریابی مؤثرتر یاری دهد.

### پیشینه تحقیق

#### تأثیر توانایی مدیریت بر رشد اقتصادی شرکت‌ها

مدیران با قابلیت‌های بالاتر قادر هستند تصمیمات کلیدی را اتخاذ کنند که مستقیماً به رشد اقتصادی شرکت منجر می‌شوند. آنها می‌توانند منابع شرکت را به بهترین شکل ممکن استفاده کنند و به سمت پروژه‌های پایدار و با ارزش حرکت کنند. این نوع تصمیم‌گیری نه تنها باعث افزایش تولید و درآمد شرکت می‌شود، بلکه ایجاد فرصت‌های جدید برای رشد اقتصادی را فراهم می‌کند (قدرتی راد و همکاران، 1400). مدیرانی که دارای مهارت‌های تحلیل و ارزیابی بالاتری هستند، بهتر می‌توانند منابع شرکت را مدیریت کنند (رشیدی، 1399) مدیرانی با مهارت بالاتر بهتر می‌توانند ریسک‌ها را ارزیابی کنند و تصمیمات مناسب برای مدیریت آنها اتخاذ کنند (شهریاری و فدایی، 1399). در نهایت مدیرانی با توانایی بالاتر معمولاً تمایل دارند که ارزش برای سهامداران خود ایجاد کنند. این امر نه تنها باعث افزایش ثبات مالی شرکت می‌شود، بلکه می‌تواند منجر به جذب سرمایه‌گذاران جدید و افزایش ارزش شرکت در بازار شود. این امر در نهایت به رشد اقتصادی شرکت و حتی کل اقتصاد کشور کمک می‌کند (برون و همکاران، 1402).

در مجموع، تأثیر توانایی مدیریت بر رشد اقتصادی شرکت‌ها می‌تواند بسیار قابل توجه باشد. مدیرانی با مهارت‌های بالاتری قادر هستند که بهترین استفاده از منابع شرکت را انجام دهند، به سمت نوآوری حرکت کنند، ریسک‌ها را به بهترین شکل مدیریت کنند، ارتباطات سازنده با جامعه و دولت برقرار کنند، و ارزش برای سهامداران ایجاد کنند. این عوامل کلیدی برای ایجاد محیطی پایدار برای رشد اقتصادی هستند و می‌توانند به طور مستقیم یا غیرمستقیم به بهبود عملکرد مالی و رشد شرکت کمک کنند؛ لذا فرضیه اول به شرح زیر مطرح می‌شود: فرضیه اول: توانایی مدیریت بر رشد اقتصادی شرکت‌ها اثر مثبت و معنادار دارد.

#### تأثیر مخارج بازاریابی و فروش بر رشد اقتصادی شرکت‌ها

فعالیت‌های بازاریابی بر موفقیت فروش محصولات در بازار تمرکز دارند و مدیران ارشد بنگاه‌های اقتصادی دریافته‌اند که هدف نهایی بازاریابی، افزایش بازده سهامداران است. در دنیای امروز، با پیشرفت سریع علم و رقابت جهانی، شرکت‌ها ممکن است هزینه‌های تحقیق و توسعه و تبلیغات خود را افزایش دهند. اینکه این مخارج منجر به ایجاد منافع اقتصادی آینده می‌شود یا خیر، یک مسئله مهم حسابداری است، اگر این هزینه‌ها به ایجاد منافع آینده بینجامد، سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود، در غیر این صورت، به‌عنوان هزینه دوره جاری در نظر گرفته می‌شود (شیبیهی پور و همکاران، 1402)

مخارج بازاریابی و فروش می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا از طریق پیش‌بینی موفقیت‌های آتی، از ابهام موجود در اطلاعات بکاهند و با ارائه اطلاعات مفید به ذی‌نفعان به آنها در تصمیم‌گیری یاری رساند. بازاریابی علاوه بر معرفی محصولات یک شرکت، پتانسیل‌های رشد و سودآوری در آینده را نشان می‌دهد. تحقیقات نشان داده است که توسعه بازار محصول از دو جهت مستقیم و غیرمستقیم می‌تواند ارزش شرکت را بهبود بخشد. کافی است زمان مناسب برای طی چرخه فعالیت‌های بازاریابی فراهم شود، در این صورت تصمیم‌گیرندگان درون و برون‌سازمانی می‌توانند اثرات مالی این دسته از دارایی‌های نامشهود را به طور مشهود محاسبه نمایند (کاشانی پور و همکاران، 1399). به

علاوه، وجود موانع محیطی و رویه‌ای می‌تواند توانایی شرکت‌ها در بهینه‌سازی عملکرد بازاریابی و رشد اقتصادی را تحت تأثیر قرار دهد (فخرایی و همکاران، ۱۴۰۳).

مطالعات جدید نیز جریان نقد آزاد در ارتقاء اثری از فعالیت‌های مارکت را برای بخش قرار داده‌اند. بر اساس پژوهش‌های (اسچامپ<sup>۱</sup> و همکاران، 2024). موفقیت استراتژی‌های مورد مطالعه تا حد زیادی به میزان جریان نقد آزاد در شرکت‌های وابسته است. در صورتی که منابع نقدی کافی وجود داشته باشد، سرمایه‌گذاری در افزایش می‌بخشی رشد اقتصادی شرکت را می‌دهد، در غیر این صورت، ممکن است تأثیری از این مخارج کاهش یا حتی نتایج معکوس ایجاد شود (سان بلا<sup>۲</sup> و همکاران، 2024) نیز نشان دادند که مدیریت منابع مالی به ویژه جریان نقد آزاد، نقش حیاتی در بهینه‌سازی نتایج حاصل از فعالیت‌های بازاریابی و سرمایه‌گذاری مرتبط است. همچنین مطالعات اخیر نیز نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاری در بازاریابی دیجیتال، به ویژه در شبکه‌های اجتماعی، می‌تواند از طریق افزایش اعتماد به برند و درگیری مشتری، رشد ارزش اقتصادی شرکت‌ها را تسریع نماید (شاد و همکاران، ۱۴۰۳). باتوجه‌به مبانی نظری فرضیه چهارم پژوهش به‌صورت زیر مطرح می‌شود:

فرضیه دوم: مخارج بازاریابی و فروش بر رشد اقتصادی شرکت‌ها اثر مثبت و معنادار دارد.

### اثر تعدیلی جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین توانایی مدیریت و رشد اقتصادی شرکت‌ها

رشد اقتصادی شرکت‌ها یکی از شاخص‌های کلیدی در ارزیابی عملکرد مالی و رقابتی آن‌ها محسوب می‌شود. در این میان، توانایی مدیریت به‌عنوان عاملی مؤثر بر بهینه‌سازی منابع، تصمیم‌گیری‌های استراتژیک و بهبود بهره‌وری، نقش کلیدی در رشد اقتصادی دارد (دمیرجان<sup>۳</sup> و همکاران، 2013) مدیران توانمند می‌توانند با مدیریت هزینه‌ها، کاهش ریسک و شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب، موجب رشد پایدار شرکت شوند (تاها<sup>۴</sup> و همکاران، 2023) سوی دیگر، جریان نقد آزاد به‌عنوان یکی از منابع مالی درون‌سازمانی، می‌تواند در توسعه اقتصادی شرکت‌ها تأثیرگذار باشد. طبق نظریه نمایندگی (جنسن، 1986) جریان نقد آزاد در صورتی که به‌درستی مدیریت شود، می‌تواند به سرمایه‌گذاری‌های مولد و سودآور منجر گردد. اما در شرکت‌هایی که ضعف مدیریتی دارند، این منابع مالی ممکن است به سرمایه‌گذاری‌های غیرمولد، هزینه‌های نمایندگی بالا و کاهش بهره‌وری منجر شود (یون و همکاران، 2018) در این راستا، مدیریت توانمند می‌تواند تأثیر جریان نقد آزاد بر رشد اقتصادی را تعدیل کرده و از فرصت‌های مالی برای افزایش سودآوری و ارزش سهامداران بهره‌برداری کند (پاسکو<sup>۵</sup> و همکاران، 2024). با توجه به مبانی نظری فرضیه سوم پژوهش به‌صورت زیر مطرح می‌شود:

فرضیه سوم: جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین توانایی مدیریت و رشد اقتصادی شرکت‌ها اثر تعدیلی معنادار دارد.

### اثر تعدیلی جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین مخارج بازاریابی و فروش و رشد اقتصادی شرکت‌ها

جریان نقد آزاد به میزان نقدی اطلاق می‌شود که پس از تأمین هزینه‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری‌های ضروری برای حفظ و گسترش دارایی‌ها باقی می‌ماند. این جریان به مدیران این امکان را می‌دهد که منابع مالی اضافی را برای پروژه‌های جدید یا کاهش بدهی‌ها استفاده کنند. همچنین، جریان نقد آزاد می‌تواند به‌عنوان یک عامل تعدیلی در رابطه بین مخارج بازاریابی و فروش و رشد اقتصادی عمل کند، به این معنا که با افزایش جریان نقد آزاد، تأثیر مخارج بازاریابی بر رشد اقتصادی بیشتر خواهد شد (لیو و همکاران، 2025) همچنین نتایج برخی پژوهش‌ها نشان می‌دهد که بازاریابی دیجیتال مؤثر در بستر پلتفرم‌های فروش آنلاین می‌تواند نقش مهمی در جذب منابع مالی و ارتقای رشد اقتصادی شرکت‌ها داشته باشد (جوشنی و حسنی، ۱۴۰۴). می‌توان گفت مخارج بازاریابی و فروش شامل هزینه‌هایی است که برای تبلیغات، ارتقای برند و جذب مشتریان جدید صرف می‌شود. این مخارج به‌طور مستقیم بر افزایش سهم بازار و رشد اقتصادی تأثیر دارند. تخصیص مناسب منابع به این بخش‌ها می‌تواند موجب بهبود عملکرد اقتصادی و رشد شرکت‌ها شود (ابراهیم<sup>۶</sup> و همکاران، 2024). بر اساس پژوهش (سالم نجف<sup>۷</sup>، 2025) وجود جریان نقد آزاد کافی در شرکت‌ها نقش تعیین‌کننده‌ای در تصمیمات راهبردی مدیران ایفا می‌کند.

<sup>1</sup> schamp

<sup>2</sup> sanbella

<sup>3</sup> Demerjian

<sup>4</sup> Taha

<sup>5</sup> Pasko

<sup>6</sup> Ibrahim

<sup>7</sup> Saleem najjaf

این جریان نقد مازاد به مدیران اجازه می‌دهد که با انعطاف‌پذیری بیشتری نسبت به شرایط بازار واکنش نشان دهند، منابع بیشتری را به فعالیت‌های بازاریابی و فروش اختصاص دهند و از فرصت‌های رشد بهتر بهره‌برداری نمایند. بر مبنای نتایج پژوهش آنها، در شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد در سطح بالایی قرار دارد، ریسک‌های ناشی از سرمایه‌گذاری‌های بازاریابی کاهش می‌یابد، چرا که مدیران با دست بازتر قادر به انجام آزمون و خطا در استراتژی‌های جذب مشتری و توسعه بازار هستند. این رویکرد منجر به بهبود بازدهی مخارج بازاریابی شده و روند رشد اقتصادی شرکت‌ها را شتاب می‌بخشد. علاوه بر این، (کوندو و واتس، 2025) پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که مدیریت مؤثر جریان نقد آزاد نه تنها تخصیص بهینه منابع مالی را به بخش بازاریابی امکان‌پذیر می‌کند، بلکه جهت‌دهی استراتژیک به این مخارج را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. طبق دیدگاه آنان، جریان نقد آزاد به مدیران این امکان را می‌دهد که استراتژی‌های بازاریابی را نه صرفاً بر اساس نیازهای کوتاه‌مدت، بلکه بر مبنای اهداف بلندمدت رشد پایدار طراحی کنند. به ویژه در محیط‌های رقابتی، شرکت‌هایی که از نقدینگی کافی برخوردارند، قادر به توسعه برند قوی‌تر، ارتقای تصویر بازار و ورود به بازارهای جدید با استراتژی‌های دقیق‌تر هستند. نتیجه این جهت‌گیری استراتژیک، بهبود ماندگاری شرکت در بازار و افزایش نرخ رشد اقتصادی در بلندمدت خواهد بود. بر این اساس می‌توان نتیجه گرفت که جریان نقد آزاد به‌عنوان یک اهرم حیاتی، هم کارایی و هم اثرگذاری مخارج بازاریابی را افزایش داده و مسیر دستیابی به رشد اقتصادی پایدارتر را برای شرکت‌ها هموار می‌سازد. می‌توان گفت جریان نقد آزاد به‌عنوان یک عامل تعدیلی بر رابطه بین مخارج بازاریابی و فروش و رشد اقتصادی عمل می‌کند. با وجود جریان نقد آزاد بیشتر، مدیران قادرند منابع بیشتری به این بخش‌ها تخصیص دهند که منجر به رشد اقتصادی بیشتر می‌شود (آمان و همکاران، 2025) همچنین می‌توان گفت مدیران دارای این انگیزه می‌باشند که منافع خود را در شرکت‌ها افزایش دهند. به‌عنوان مثال مدیران به‌منظور به‌دست‌آوردن حقوق و مزایای بالاتر، خواهان آن هستند که سود حسابداری شرکت را بیش از اندازه نشان دهند و به‌منظور افزایش سود حسابداری اقدام به افزایش مخارج سرمایه‌ای همچون مخارج بازاریابی و فروش می‌کنند. به همین خاطر مخارج بازاریابی و فروش موجب کاهش رشد اقتصادی شرکت می‌شود. اما در شرایطی که جریان نقد آزاد بیشتری در شرکت وجود داشته باشد. این جریان نقد کمک می‌کند تا رشد شرکت نیز در کنار اهداف شخصی مدیران مورد توجه قرار گیرد. بدین ترتیب اثرات منفی مخارج بازاریابی و فروش بر رشد اقتصادی را کم‌رنگ می‌کند (ژانگ، 2019). با توجه به مطالب بیان شده فرضیه چهارم به صورت زیر مطرح می‌شود

فرضیه چهارم: جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین مخارج بازاریابی و فروش و رشد اقتصادی شرکت‌ها اثر تعدیلی معنادار دارد.

## روش پژوهش

پژوهش حاضر با رویکردی اسنادکاوی و پس‌رویدادی، دارای اهداف کاربردی، و توصیفی - همبستگی است. با کمک روش غربالگری، از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1392 تا 1401 شرکت‌هایی که شرایط زیر را داشته‌اند انتخاب شده‌اند. (1) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه شرکت طی بازه زمانی 1392 تا 1401 سال مالی و نوع فعالیت خود را تغییر نداده باشند، (2) به لحاظ ساختار گزار شگری متمایز، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی از نمونه حذف شد، (3) شرکت‌ها وقفه معاملاتی بیش از 3 ماه نداشته باشند، (4) اطلاعات مالی آنها در بازه زمانی 1392 تا 1401 در دسترس باشد. شرکت‌های دارای این شرایط، 152 شرکت، به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند داده‌ها و اطلاعات لازم از سایت‌های بورس تهران و بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین استخراج شده است. سپس، فرض‌های کلاسیک الگوهای رگرسیون بررسی شد و پس از بررسی نوع الگوهای مناسب با کمک آزمون چاو و هاسمن، با استفاده از الگوی داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت، فرضیه‌های پژوهش بررسی شد.

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

به‌منظور بررسی فرضیه‌های اول و دوم پژوهش از مدل‌های زیر استفاده شده است:

مدل (1)

$$Ec.Gr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ability_{i,t} + \beta_2 SME_{i,t} + \beta_3 BETA_{i,t} + \beta_4 MV_{i,t} + \beta_5 BM_{i,t} + \beta_6 Trading\ volume_{i,t} + \beta_7 AssetG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

به منظور بررسی فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش از مدل‌های زیر استفاده شده است:

مدل (2)

$$Ec.Gr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ability_{i,t} + \beta_2 SME_{i,t} + \beta_3 FCFF_{i,t} + \beta_4 Ability_{i,t} \times FCFF_{i,t} + \beta_5 SME_{i,t} \times FCFF_{i,t} + \beta_6 BETA_{i,t} + \beta_7 MV_{i,t} + \beta_8 BM_{i,t} + \beta_9 Trading\ volume_{i,t} + \beta_{10} AssetG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته:

رشد اقتصادی شرکت‌ها (Economic Growth): این شاخص یکی از معیارهای مهم جهت تعیین میزان رشد واحدهای اقتصادی بوده و نشان توان رقابتی واحد اقتصادی است که شامل رشد در حجم فروش کالا و خدمات ارائه شده توسط واحدهای اقتصادی است و بیانگر میزان ثبات واحد اقتصادی در بازار است. معمولاً افزایش در میزان فروش، شاخص مستقیمی از رشد عملکردی واحدهای اقتصادی است (ابطحی و همکاران، 1399)

متغیرهای مستقل

توانایی مدیریت (Ability): به منظور اندازه‌گیری این متغیر از مدل ارائه شده توسط دمرجیان و همکاران (2013) که مبتنی بر متغیرهای حسابداری است، استفاده شده است. در این مدل با استفاده از کارایی شرکت به عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه می‌شود.

در مدل دمرجیان و همکاران (2013)، ابتدا با استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) کارایی شرکت محاسبه می‌شود. کارایی در نرم‌افزار Deap2.1 محاسبه می‌شود.

رابطه 1:

$$\max_{\theta} \theta = \frac{\text{Sales}}{\theta_1 \text{COGS} + \theta_2 \text{SG\&A} + \theta_3 \text{NetPPE} + \theta_4 \text{OpsLease} + \theta_5 \text{R\&D} + \theta_6 \text{Goodwill} + \theta_7 \text{Intan}}$$

طبق اصول تحلیل پوششی داده‌ها، کارایی یک سیستم با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی محاسبه می‌شود؛ بدین منظور دمرجیان و همکاران (2013) در مدلی که ارائه دادند، درآمد حاصل از فروش (sales) را به عنوان خروجی و هفت متغیر به کاررفته در مخرج کسر مدل (COGS)، بهای کالای فروش رفته شرکت ز در سال t، (SG&A)، هزینه‌های عمومی، اداری و فروش شرکت ز در سال t، (NetPPE)، مانده خالص املاک، ماشین آلات و تجهیزات شرکت ز در ابتدای سال t، (OpsLease) هزینه اجاره عملیاتی شرکت ز در ابتدای سال t، (R&D)، هزینه تحقیق و توسعه شرکت ز در ابتدای سال t، (Goodwill)، سرقفلی خریداری شده شرکت ز در ابتدای سال t و (Intan)، مانده خالص دارایی نامشهود شرکت ز در ابتدای سال را به عنوان ورودی شرکت در نظر گرفتند. بر اساس این مدل کارایی شرکت‌ها بین صفر و یک قرار می‌گیرد و حداکثر کارایی یک و هر چه مقدار کمتر شود کارایی شرکت پایین‌تر است.

کارایی محاسبه شده برای شرکت ناشی از دو عامل خصوصیات ذاتی شرکت و توانایی‌های مدیریت است، بنابراین به منظور محاسبه توانایی مدیریت باید کارایی ناشی از خصوصیات ذاتی شرکت از کارایی کلی شرکت کم شود. دمرجیان و همکاران (2013)، با استفاده از رگرسیون خطی زیر این کار را انجام دادند و با کنترل کردن خصوصیات ذاتی شرکت، توانایی مدیریت (باقی مانده رگرسیون  $\delta$ ) را به دست آوردند (یاری و باغومیان، 1400).

مدل (1):

$$\text{Firm Efficiency} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Size} + \gamma_2 \text{MarketShare} + \gamma_3 \text{OCF} + \gamma_4 \text{AGE} + \gamma_5 \text{Currency} + \delta$$

که در آن:

Size: اندازه شرکت ز در سال t و برابر است با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت.

Market Share: سهم بازار شرکت ز در سال t و برابر است با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت.

OCF: افزایش (کاهش) در جریان‌های نقد عملیاتی شرکت Z در سال t را نشان می‌دهد که در صورت مثبت بودن جریان‌های نقدی عملیاتی برابر یک و در صورت منفی بودن برابر صفر در نظر گرفته شده است.  
 Age: عمر شرکت در بورس اوراق بهادار و برابر است با زمان بین تأسیس اولیه یک شرکت و زمان حال شرکت (برحسب سال) (فتاحی ناچچی و خواجه وند کاجی، 1397)؛  
 Currency: صادرات شرکت در سال t و برای شرکت‌هایی که صادرات داشته‌اند برابر 1 در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است و باقیمانده مدل بالا نیز نشان‌دهنده میزان توانایی مدیریت است (بزرگ اصل و صالح زاده، 1393).  
 Firm Efficiency: کارایی شرکت  
 مخارج بازاریابی و فروش (MSE<sup>1</sup>): مخارج بازاریابی و فروش که برابر است با مجموع هزینه‌های مربوط به امر فروش و بازاریابی.

### متغیر تعدیلگر

جریان نقد آزاد شرکت (FCFF<sub>it-1</sub>): در این پژوهش از مدل لن و پلسن (1989) برای اندازه‌گیری جریان‌های نقدی آزاد شرکت استفاده شده است که از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود (آقایی و همکاران، 1396):  
 محاسبه می‌شود (آقایی و همکاران، 1396):  
 رابطه (2):

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

که در آن FCFF جریان‌های نقد آزاد شرکت؛ INC سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت؛ TAX کل مالیات پرداختی شرکت، INTEP<sub>it</sub> هزینه بهره پرداختی شرکت؛ CSDIV سود سهامداران عادی پرداختی شرکت و A بیانگر ارزش دفتری دارایی شرکت می‌باشد.

### متغیرهای کنترلی

1- شاخص بتا (Beta): ضریب بتا از تقسیم کواریانس بین بازدهی دارایی و بازدهی بازار بر واریانس بازار به دست می‌آید.  
 رابطه (3):

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

r<sub>i</sub> = بازده سهم در بازه زمانی موردنظر. جهت محاسبه بازده سهم در هر روز قیمت امروز سهم را از قیمت دیروز آن کسر نموده و حاصل آن را بر قیمت دیروز تقسیم می‌نماییم. (منظور قیمت پایانی است).

r<sub>m</sub> = بازده شاخص در بازه زمانی موردنظر. محاسبه بازده شاخص نیز مانند محاسبه بازده سهم می‌باشد.

2- ارزش بازار (MV): لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت

3- نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM): نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

4- حجم معاملات (Trading volume): با استفاده از مجموع تعداد سهامی که در یک روز معاملاتی در بورس اوراق بهادار تهران معامله می‌شود، محاسبه شده است (عباسی و همکاران، 1395).

5- رشد دارایی (AssetG): برابر با درصد تغییر در کل دارایی‌ها است. از آنجایی که رشد دارایی‌ها می‌تواند ناشی از رشد اجزای مختلف دارایی باشد، برای اندازه‌گیری رشد دارایی‌ها از رابطه زیر استفاده شده است:  
 رابطه (4):

$$AssetG = \Delta Cash + \Delta CurAsset + \Delta PPE + \Delta OthAsset$$

در رابطه بالا AssetG: رشد دارایی‌ها؛ ΔCash: تغییر در وجه نقد نسبت به سال قبل ΔCurAsset: تغییر در سایر دارایی‌های جاری غیر از وجه نقد نسبت سال قبل؛ ΔPPE: تغییر در ارزش دفتری دارایی‌های ثابت؛ ΔOthAsset: تغییر در سایر دارایی‌های غیرجاری (شفیعی و دستگیر، 1401).

<sup>1</sup> Marketing and sales expenses

## یافته‌های پژوهش

جدول (1) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	پیشینه	کمینه	انحراف معیار
رشد اقتصادی شرکتها	Ec-Gr	۰.۳۷۴	۰.۳۲۲	۱.۲۶۵	-۰.۲۴۰	۰.۴۰۹
توانایی مدیریت	Ability	۰.۰۰۰	-۰.۰۰۸	۰.۵۹۰	-۰.۵۰۲	۰.۱۵۵
مخارج بازاریابی و فروش	MSE	۰.۰۷۲	۰.۰۶۲	۰.۱۷۶	۰.۰۱۸	۰.۰۴۳
جریان نقد آزاد شرکت	FCFF	۰.۰۷۳	۰.۰۴۵	۰.۳۶۸	-۰.۱۱۲	۰.۱۲۰
شاخص بتا	Beta	۰.۰۹۳	-۰.۰۲۵	۲.۵۵۲	-۲.۲۲۵	۱.۱۹۵
ارزش بازار	MV	۱۵.۳۶۳	۱۵.۲۸۴	۱۸.۷۱۷	۱۲.۵۸۶	۱.۷۵۹
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	۰.۳۷۹	۰.۳۱۷	۱.۰۰۲	۰.۰۵۲	۰.۲۶۰
حجم معاملات	Trading volume	۰.۵۱۰	۰.۲۸۱	۲.۰۵۰	۰.۰۰۰	۰.۵۸۹
رشد دارایی	AssetG	۰.۳۲۰	۰.۲۳۰	۱.۱۵۴	-۰.۰۶۷	۰.۳۲۸

بر اساس آنچه که در جدول (1) مشاهده می‌گردد با بررسی رشد اقتصادی شرکتها که بر اساس رشد فروش محاسبه شده است می‌توان دریافت که به طور میانگین شرکتها 37/4 درصد رشد دارند. البته باید به این مسئله توجه کرد که در ایران به دلیل تورم بالا، عمده این رشد ناشی از تورم است و بعضا شرکتها نه تنها در مقدار فروش رشد نداشته‌اند بلکه کاهش مقدار فروش را تجربه کرده‌اند. بیشترین و کمترین رشد اقتصادی شرکتها به ترتیب 126/5 درصد و 24- درصد است.

عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مدلها؛ جهت بررسی هم‌خطی میان متغیرهای مستقل از عامل تورم واریانس استفاده شد. افزایش عامل تورم باعث خواهد شد واریانس ضرایب رگرسیون افزایش یافته است و رگرسیون را برای پیش‌بینی نامناسب ساخته. تجربیات عملی حاکی از آن است که عامل تورم واریانس (VIF) بزرگ‌تر از عدد 5، بیان‌کننده وجود یک اختار احتمالی می‌باشد و در صورتی که بزرگ‌تر از 10 باشد، یک اختار مهم را بیان می‌کند و حکایت از آن دارد که ضرایب رگرسیون مربوط به دلیل هم‌خطی چندگانه به صورت ضعیف برآورد شده‌اند. نتایج بررسی عامل تورم واریانس مدل‌های پژوهش در جدول (3) می‌دهد عامل تورم واریانس کلیه متغیرها کمتر از 5 است لذا، مشکل همبستگی خطی چندگانه وجود ندارد. بنابراین فرض کلاسیک رگرسیون (عدم وجود هم‌خطی میان متغیرهای مستقل پژوهش) برقرار می‌باشد.

## آزمون فرضیه‌های پژوهش و نتایج حاصل از آزمون هم‌خطی

جدول (3) نتایج آزمون مدل‌های پژوهش

دوم			اول		مدلها		
VIF	سوم و چهارم		VIF	اول و دوم		فرضیه‌ها	
	Ec.Gr			Ec.Gr		نماد	متغیر وابسته
	ضریب	آماره t		ضریب	آماره t		
---	0/224	-0/022	---	0/154	0.011	C	ضریب ثابت
1/432	3/103	0/149	0/74 1	4/193	0/138	Ability	توانایی مدیریت
1/521	3.759	-0/627	0/331 1	-3.490	0.515	MSE	مخارج بازاریابی و فروش
4/237	1.559	0.182	---	---	---	FCFF	جریان نقد آزاد شرکت

1/433	0/117	-0/045	---	---	---	FCFF*Ability	توانایی مدیریت* جریان نقد آزاد شرکت
3/668	2/922	4/328	---	---	---	FCFF*MSE	مخارج بازاریابی و فروش* جریان نقد آزاد شرکت
1/433	1/772	0/010	/431 1	1/968	0/011	Beta	شاخص بتا
2/865	3/413	0/021	/861 2	4/603	0/021	MV	ارزش بازار
1/522	4/854	-0/130	/520 1	-4/573	0/124	BM	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
1/516	3.813	0.046	/498 1	4/991	0/055	Trading volume	حجم معاملات
1/608	12.27 4	0.327	/485 1	0/026	0/378	AssetG	رشد دارایی
0/596		0/586		R <sup>2</sup>		ضریب تعیین	
0/587		0/578		adj R <sup>2</sup>		ضریب تعیین تعدیل شده	
70/777		75/451		F		آماره F	
2/162		2/198		DW		دوربین-واتسون	

فرضیه 1: توانایی مدیریت بر رشد اقتصادی شرکتها اثر مثبت و معنادار دارد.

فرضیه 2: مخارج بازاریابی و فروش بر رشد اقتصادی شرکتها اثر مثبت و معنادار دارد.

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول (3) می‌توان دریافت که آماره F برای الگوی پژوهش 75/451 است. همچنین احتمال آماره F برابر با صفر بوده که بیانگر معناداری کلی مدل پژوهش است. ضریب تعیین تعدیل شده که از اعتبار بالاتری برخوردار است نشان می‌دهد که 57/8 درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای طرف راست معادله توضیح داده می‌شود. آماره دوربین واتسون نیز برابر با 2/198 بوده و در حد مجاز قرار دارد. بدین ترتیب می‌توان گفت که مشکل خودهمبستگی در مدل پژوهش وجود ندارد. باتوجه به معناداری کلی مدل پژوهش می‌توان در رابطه با معناداری متغیرها اظهار نظر کرد.

در همین راستا ضریب توانایی مدیریت 0/138 است. این ضریب در سطح احتمال 95 درصد بر اساس آماره t معنادار است. چراکه آماره t برابر با 4/193 است و احتمال آن کمتر از سطح خطای 5 درصد است. در واقع می‌توان گفت که افزایش توانایی مدیریت موجب بهبود رشد اقتصادی شرکتها می‌شود؛ لذا فرضیه اول مبنی بر اینکه "توانایی مدیریت بر رشد اقتصادی شرکتها اثر معنادار دارد"، تأیید می‌شود.

با بررسی ضریب مخارج بازاریابی و فروش مشاهده می‌شود که ضریب موردنظر 0/515- است. این ضریب در سطح احتمال 95 درصد بر اساس آماره t معنادار است. چراکه احتمال آن کمتر از سطح خطای 5 درصد است. در واقع می‌توان گفت که افزایش مخارج بازاریابی و فروش موجب کاهش رشد اقتصادی شرکتها می‌شود؛ لذا فرضیه دوم مبنی بر اینکه "مخارج بازاریابی و فروش بر رشد اقتصادی شرکتها اثر معنادار دارد"، تأیید می‌شود. در واقع می‌توان گفت که اگرچه مخارج بازاریابی و فروش به بهبود اقتصاد بین الملل شرکتها کمک می‌کند اما رشد اقتصادی شرکتها را کاهش می‌دهد.

با بررسی سایر متغیرها مشاهده می‌شود که افزایش شاخص بتا، ارزش بازار، حجم معاملات و رشد دارایی موجب رشد اقتصادی شرکتها می‌شود و افزایش نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار موجب کاهش شاخص رشد اقتصادی شرکتها می‌شود.

فرضیه 3: جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین توانایی مدیریت و رشد اقتصادی شرکتها اثر تعدیلی معنادار دارد.

فرضیه 4: جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین مخارج بازاریابی و فروش و رشد اقتصادی شرکتها اثر تعدیلی معنادار دارد.

بر اساس نتایج جدول (3) آماره F برای الگوی پژوهش 70/777 است. همچنین احتمال آماره F برابر با صفر بوده که بیانگر معناداری کلی مدل پژوهش است. ضریب تعیین تعدیل شده در مدل برابر با 0/587 است. که نشان می‌دهد 58/7 درصد از تغییرات متغیر وابسته

یعنی رشد اقتصادی شرکت‌ها به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی پیش بینی می‌شود. آماره دوربین واتسون نیز برابر با  $2/162$  بوده و در حد مجاز قرار دارد. بدین ترتیب می‌توان گفت که مشکل خودهمبستگی در مدل پژوهش وجود ندارد. باتوجه به معناداری کلی مدل پژوهش می‌توان در رابطه با معناداری متغیرها اظهار نظر کرد.

با بررسی توانایی مدیریت و مخارج بازاریابی و فروش نیز می‌توان مشاهده کرد که این دو ضریب به ترتیب مثبت و معنادار و منفی و معنادار هستند. با این حال در این مدل به دلیل وجود اثرات تعاملی این دو ضریب چندان تفسیرپذیر نیست.

با بررسی اثرات تعاملی توانایی مدیریت و جریان نقد آزاد شرکت مشاهده می‌شود که ضریب اثرات تعاملی  $0/045$  - است. با این حال ضریب مورد نظر در هیچ یک از سطوح احتمال معنادار نیست؛ لذا می‌توان گفت که جریان نقد آزاد نمی‌تواند اثرات توانایی مدیریت بر رشد اقتصادی شرکت‌ها را تعدیل کند؛ بنابراین فرضیه سوم مبنی بر اینکه "جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین توانایی مدیریت و رشد اقتصادی شرکت‌ها اثر تعدیلی دارد"، رد می‌شود.

به همین ترتیب با بررسی ضریب اثرات تعاملی مخارج بازاریابی و فروش و جریان نقد آزاد شرکت می‌توان مشاهده کرد که این ضریب  $0/4328$  است. ضریب مورد نظر در سطح احتمال 95 درصد معنادار است. باتوجه به اینکه علامت ضریب مثبت بوده و ضریب مخارج بازاریابی و فروش نیز منفی است. پس در واقع جریان نقد آزاد شرکت اثرات منفی مخارج بازاریابی و فروش بر رشد اقتصادی شرکت‌ها را تضعیف می‌کند. بنابراین فرضیه چهارم تأیید می‌شود و می‌توان گفت که جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین مخارج بازاریابی و فروش و رشد اقتصادی شرکت‌ها اثر تعدیلی دارد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

پژوهش حاضر به بررسی نقش جریان نقد آزاد شرکت‌ها در رابطه بین توانایی رهبری مدیران، مخارج بازاریابی و فروش و رشد اقتصادی شرکت‌ها پرداخته است. نتایج این تحقیق به طور کلی نشان‌دهنده اهمیت مدیریت کارآمد، سرمایه‌گذاری صحیح در بازاریابی و فروش، و تأثیر جریان نقد آزاد در تسریع رشد اقتصادی شرکت‌ها هستند. با این حال، نتایج نشان دادند که در برخی از روابط مورد انتظار، اثر تعدیلی جریان نقد آزاد مشاهده نشد، به ویژه در رابطه بین توانایی رهبری مدیران و رشد اقتصادی شرکت‌ها.

نتایج نشان داد که افزایش توانایی مدیریت موجب بهبود رشد اقتصادی شرکت‌ها می‌شود؛ لذا فرضیه اول مبنی بر اینکه "توانایی مدیریت بر رشد اقتصادی شرکت‌ها اثر مثبت و معنادار دارد"، تأیید شد. در همین راستا مدیرانی که توانایی بیشتری دارند، از وضعیت واحد تجاری و صنعت در زمان‌های مختلف نیز قدرت درک و تحلیل بهتری دارند. این مهم، موجب کنترل مؤثر واحد تجاری و همچنین اتخاذ تصمیم‌های صحیح و اثربخشی می‌شود که به روند روبه‌رشد مجموعه تحت کنترل و سرپرستی یک مدیر ختم می‌شود. مطالعات خوشکار و همکاران (1400) نیز همین مسئله را نشان داد. با بررسی ضریب مخارج بازاریابی و فروش مشاهده شد که افزایش مخارج بازاریابی و فروش موجب کاهش رشد اقتصادی شرکت‌ها می‌شود؛ لذا فرضیه دوم مبنی بر اینکه "مخارج بازاریابی و فروش بر رشد اقتصادی شرکت‌ها اثر مثبت و معنادار دارد"، تأیید شد. در واقع می‌توان گفت که اگرچه مخارج بازاریابی و فروش به بهبود اقتصاد بین‌الملل شرکت‌ها کمک می‌کند؛ اما رشد اقتصادی شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. در این راستا باید گفت که مدیران دارای این انگیزه می‌باشند که منافع خود را در شرکت‌ها افزایش دهند. به عنوان مثال مدیران به منظور به دست آوردن حقوق و مزایای بالاتر، خواهان آن هستند که سود حسابداری شرکت را بیش از اندازه نشان دهند و به منظور افزایش سود حسابداری اقدام به افزایش مخارج سرمایه‌ای همچون مخارج بازاریابی و فروش می‌کنند (مقدم و همکاران، 1400). به همین خاطر مخارج بازاریابی و فروش موجب کاهش رشد اقتصادی شرکت می‌شود. البته در سطح بین‌الملل و اقتصاد بین‌الملل شرکت‌ها چنین هزینه‌هایی نمی‌تواند دلیلی برای مقاصد شخصی مدیران باشد. چراکه در بازار بین‌الملل، شفافیت اطلاعات بالا بوده و رقابت بالایی وجود دارد. به همین خاطر مخارج بازاریابی و فروش موجب رشد اقتصاد بین‌الملل می‌شود؛ اما بر رشد اقتصادی شرکت‌ها تأثیر منفی دارد. با بررسی اثرات تعاملی توانایی مدیریت و جریان نقد آزاد شرکت مشاهده شد که جریان نقد آزاد نمی‌تواند اثرات توانایی مدیریت بر رشد اقتصادی شرکت‌ها را تعدیل کند؛ بنابراین فرضیه سوم مبنی بر اینکه "جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین توانایی مدیریت و رشد اقتصادی شرکت‌ها اثر تعدیلی معنادار دارد"، رد شد. برای رد فرضیه سوم، می‌توان دلایل احتمالی مختلفی را در نظر گرفت. یکی از علل ممکن این است که رابطه بین توانایی رهبری مدیران و رشد اقتصادی شرکت‌ها به طور مستقیم و مستقل از جریان نقد آزاد تأثیرگذار است. به این معنی که توانایی مدیران می‌تواند به تنهایی بر رشد اقتصادی اثرگذار باشد و نیازی به تأثیر جریان نقد آزاد برای تعدیل این رابطه نباشد. علاوه بر این، مسیرها و اهداف مختلفی برای استفاده از جریان نقد آزاد وجود دارد و هر مدیر

ممکن است اهداف متفاوتی داشته باشد که این خود می‌تواند مانع از تأثیر تعدیلی مؤثر جریان نقد آزاد بر رابطه میان توانایی مدیریت و رشد اقتصادی شود. در راستای این نتایج باید گفت که شرکت‌هایی که دارای جریان‌های نقدی آزاد مثبت هستند از عملکرد بالایی برخوردارند، بنابراین مدیریت تمایل دارد تا سود را به طور کاهشی به دلیل هزینه‌های سیاسی کاهش دهد. چون عملکرد بالایی شرکت توجه نهادهای عمومی (اداره مالیاتی) را جذب می‌کند، به همین دلیل با استفاده از مدیریت سود سعی در کاهش و یا پنهان کردن عملکرد بالای خود هستند. با این حال مدیران توانا در صورت دسترسی بالاتر به جریان نقد، ممکن است منافع شخصی خود را دنبال کنند. پس اگرچه توانایی مدیران در رشد اقتصادی شرکت را در پی دارد، اما جریان نقد نمی‌تواند به صورت مؤثری این رابطه را تعدیل کند. چراکه مسیرها و اهداف متفاوتی برای استفاده از جریان نقد آزاد وجود دارد و هر مدیر اهداف متفاوتی دارد. به همین ترتیب با بررسی ضریب اثرات تعاملی مخارج بازاریابی و فروش و جریان نقد آزاد شرکت می‌توان مشاهده کرد که جریان نقد آزاد شرکت اثرات منفی مخارج بازاریابی و فروش بر رشد اقتصادی شرکت‌ها را تضعیف می‌کند؛ بنابراین فرضیه چهارم تأیید شد و می‌توان گفت که جریان نقد آزاد شرکت بر رابطه بین مخارج بازاریابی و فروش و رشد اقتصادی شرکت‌ها اثر تعدیلی دارد. در این راستا در فرضیه دوم اشاره شد که مدیران دارای این انگیزه می‌باشند که منافع خود را در شرکت‌ها افزایش دهند. به عنوان مثال مدیران به منظور به دست آوردن حقوق و مزایای بالاتر، خواهان آن هستند که سود حسابداری شرکت را بیش از اندازه نشان دهند و به منظور افزایش سود حسابداری اقدام به افزایش مخارج سرمایه‌ای همچون مخارج بازاریابی و فروش می‌کنند. به همین خاطر مخارج بازاریابی و فروش موجب کاهش رشد اقتصادی شرکت می‌شود. اما در شرایطی که جریان نقد آزاد بیشتری در شرکت وجود داشته باشد، این جریان نقد کمک می‌کند تا رشد شرکت نیز در کنار اهداف شخصی مدیران مورد توجه قرار گیرد. بدین ترتیب اثرات منفی مخارج بازاریابی و فروش بر رشد اقتصادی را کم‌رنگ می‌کند. مطالعات ژانگ (2019) نیز نتایج مشابهی به دست آوردند.

در مجموع، نتایج این پژوهش نشان می‌دهند که توانایی مدیریت و مخارج بازاریابی و فروش به طور مستقیم بر رشد اقتصادی شرکت‌ها تأثیرگذار هستند. در عین حال، جریان نقد آزاد، به عنوان یک عامل تأثیرگذار در توانمندی شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف، نقشی حیاتی در رشد اقتصادی ایفا می‌کند. با این حال، تأثیر تعدیلی جریان نقد آزاد بر رابطه بین توانایی رهبری مدیران و رشد اقتصادی ممکن است در برخی از شرکت‌ها به دلیل تأثیر مستقل توانایی رهبری یا محدودیت‌های دیگر در جریان نقد آزاد، چندان محسوس نباشد.

### پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

با توجه به نتایج این پژوهش، پیشنهاد می‌شود که در مطالعات آینده به بررسی نقش عوامل محیطی همچون شرایط اقتصادی کلان، شدت رقابت در صنعت و ویژگی‌های بازار کار در تبیین اثر توانایی مدیریت و مخارج بازاریابی بر رشد اقتصادی شرکت‌ها پرداخته شود. همچنین تحلیل تأثیر جریان نقد آزاد بر سایر ابعاد عملکردی شرکت‌ها، از جمله سطح نوآوری، بهره‌وری عملیاتی و توسعه سرمایه انسانی، می‌تواند ابعاد جدیدی از کارکرد این متغیر مهم را روشن سازد. انجام مطالعات مقایسه‌ای بین صنایع مختلف برای تحلیل تفاوت‌های اثرگذاری جریان نقد آزاد بر رشد اقتصادی در بسترهای صنعتی گوناگون و بررسی رابطه میان توانایی رهبری مدیران و رشد اقتصادی در شرکت‌های دارای منابع محدود در مقایسه با شرکت‌های با منابع فراوان، می‌تواند به درک عمیق‌تری از نحوه تأثیر مدیریت بر عملکرد اقتصادی شرکت‌ها منجر شود. در نهایت، انجام مطالعات طولی به منظور بررسی پایداری این اثرات در طول زمان، می‌تواند شواهد معتبرتری برای تعمیم نتایج فراهم کند.

### محدودیت‌ها

پژوهش حاضر با برخی محدودیت‌ها مواجه بود که می‌تواند جهت تحقیق‌های آتی مورد توجه قرار گیرد. نخستین محدودیت، عدم امکان دستیابی به داده‌های کامل و دقیق از تمامی شرکت‌ها بود که ممکن است بر عمق و جامعیت نتایج تأثیر گذاشته باشد. محدودیت دیگر، زمان‌بندی بود. برای تحلیل دقیق رابطه بین جریان نقد آزاد، توانایی رهبری مدیران و رشد اقتصادی شرکت‌ها، نیاز به دوره‌های زمانی طولانی وجود داشت. اما پژوهشگر به دلیل محدودیت زمانی نتوانست این رابطه‌ها را به طور کامل و جامع در طول زمان بررسی کند و ممکن است بررسی دقیق‌تر این روابط نیاز به مدت زمان بیشتری داشته باشد. همچنین، بررسی فقط اثرات مستقیم و تعدیلی جریان نقد آزاد بر روابط مختلف به طور عمده از منظر کمی انجام شد و این ممکن است جنبه‌های کیفی و پیچیدگی‌های روابط مدیریتی را نادیده

گرفته با شد. در نهایت، زمان برد بودن جمع‌آوری داده‌ها و تغییرات سریع در شرایط اقتصادی می‌تواند تأثیرات متغیر بر رشد اقتصادی را تحت تأثیر قرار داده و یافته‌ها را محدود کند.

### فهرست منابع

- ابطحی، مهدی، کایدی، محمد، زرین تاج، بهاره (1399). رشد شرکت و نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری، دوره جدید - شماره 43، 91-100.
- آقایی، محمدعلی، سیرغانی، سعید، عرفی زاده، صالح. (1396). بررسی تأثیر جریان وجه نقد آزاد و فرصت‌های رشد بر کیفیت افشا و هم‌زمانی بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، 7(3)، 121-140.
- امری اسرمی، محمد، ابراهیمی، سیدکاظم و مهرپویا، ساناز. (۱۴۰۳). اثر اهرم مالی بر عملکرد عملیاتی و عملکرد اقتصادی: نقش جریان نقد آزاد شرکت.
- برون، معصومه، آبنار، صفدر، برون، نگین. (1402). بررسی نقش ابهام در گزار شگری مالی و توانایی مدیران بر هم‌زمانی قیمت سهام با تاکید بر نقش تنوع مالکیت در بورس تهران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، 6(85)، 95-114.
- بزرگ اصل، موسی و صالح‌زاده، بیستون. (1393). توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی. مجله دانش حسابداری، 5(17)، 119-139.
- جوشنی، بهاره و حسنی، علی اکبر. (1404). طراحی مدل تأمین مالی جمعی در بستر سکوه‌های بازاریابی و فروش با رویکرد تحلیل سیستم‌های پویا. مدیریت تبلیغات و فروش، 6(1)، 76-96. doi: 10.22034/asm.2025.2047269.3319
- خوشکار، فرزین، نیک نفس، اسماعیل؛ جاهدی سودا. (۱۴۰۰). توانایی مدیریت کیفیت کنترل داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۴(۵۳)، ۱۷-۳۰.
- رشیدی، محسن. (1399). نقش توانایی مدیران در تعدیل شرایط اعتباری و کاهش پراکندگی بازده سهام. مدیریت دارایی و تامین مالی، 8(3)، 123-139.
- شاده، زهرا، انیسه، محمد و شیرویه پور، شهریار. (1403). بررسی تأثیر فعالیت‌های بازاریابی رسانه‌های اجتماعی بر ارزش ویژه برند. مدیریت تبلیغات و فروش، 5(1)، 309-331. doi: 10.22034/asm.2024.713405
- شبیبهی پور، مریم، عبدلی، محمدرضا و شهری، مریم. (1402). بررسی تأثیر تعدیل‌کنندگی فروش رقابتی بر هزینه بازاریابی با حجم فروش محصول در شرکتها. چشم انداز حسابداری و مدیریت، 6(85)، 1-14.
- شفیعی، ابوالفضل و دستگیر، محسن. (1401). تأثیر رشد دارایی‌ها بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام با توجه به نقش تعدیل‌گر مشکلات نمایندگی و محافظه کاری حسابداری. راهبرد مدیریت مالی، 10(1)، 75-90.
- شهریاری امیرحسین، فدایی مهدی. (1399). تأثیر توانایی مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش دوره تصدی مدیرعامل و رقابت در بازار محصول. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، 4(15)، 16-36.
- عباسی، ابراهیم؛ دهقان نیری، لیلا؛ پورداداش مهربانی، نازیلا. (1395). بررسی رابطه بین حجم معامله، بازده سهام و نوسان بازده در زمان مقیاس‌های مختلف در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه مدیریت دارایی و تأمین مالی، 4(4)، 99-114.
- قدرتی راد، مینا، پورقصاب امیری، علی و بهنیافر، احمدرضا. (1400). ظرفیت شرکت‌های فراملی در بهبود اقتصاد و روابط بین‌المللی کشورها مطابق اصول حقوق بشری. فصلنامه مطالعات بین‌المللی، 18(2)، 205-222.
- فخرانی، ابراهیم، زراءنژاد، منصور، امیرنژاد، قنبر و همتی، محمد. (1403). واکاوی و تحلیل تأثیر موانع صادراتی بر عملکرد بازاریابی شرکت‌های پتروشیمی ایران. مدیریت تبلیغات و فروش، 5(1)، 148-182. doi: 10.22034/asm.2024.713468
- کاشانی پور، محمد؛ خسروی، ابوالفضل؛ شفیع زاده، زهرا. (1399). بررسی نحوه اثرگذاری هزینه‌های بازاریابی شرکت‌ها بر بازدهی کوتاه مدت و بلندمدت سهام در عرضه اولیه. پژوهشنامه بازرگانی، 24(94)، 26-49.
- مرادی، مجید، قربانی، مرجان و واسکو، وحید. (۱۴۰۳). تأثیر توانایی مدیریت بر رابطه بین دانش مالی مدیرعامل و ریسک غیرسیستماتیک. مقدم، عبدالکریم؛ صالحی، علی اصغر؛ احمدی، وریا (1400). بررسی تأثیر افشای اطلاعات و رشد دارایی و رشد فروش بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، 5(3)، 1-10.

یاری، حسن و باغومیان، رافیک. (1400). توانایی مدیریتی و رفتار ریسک‌پذیری شرکت. مطالعات تجربی حسابداری مالی، 18(72)، 109-137.

Abbasi, E., Dehghan Niri, L., & Pourdadaash Mehrbani, N. (2016). Examining the relationship between trading volume, stock returns, and return volatility at different time scales in the Tehran Stock Exchange. *Asset Management and Finance*, 4(4), 99-114. (In Persian)

Abtahi, M., Kaidi, M., & Zarintaj, B. (2020). Company growth and cash retention in listed companies on the Tehran Stock Exchange. *New Research in Management and Accounting*, 4(3), 91-100. (In Persian)

Aghaei, M. A., Sirghani, S., & Orfizadeh, S. (2017). Investigating the impact of free cash flow and growth opportunities on disclosure quality and stock return synchronicity in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Experimental Accounting Research*, 7(3), 121-140. (In Persian)

Aman, M., Arakawa, N., & Anderson, C. (2025). Leadership Competencies and Behaviours in Pharmacy: A Qualitative Content Analysis. *Research in Social and Administrative Pharmacy*.

Amri Asrami, M., Ebrahimi, S. K., & Mehrpouya, S. (2024). The effect of financial leverage on operational and economic performance: The role of free cash flow. (In Persian)

Boroun, M., Abnar, S., & Boroun, N. (2023). Examining the role of ambiguity in financial reporting and managerial ability on stock price synchronicity with an emphasis on ownership diversity in the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Management Perspective*, 6(85), 95-114. (In Persian)

Bozorg Asl, M., & Salehzadeh, B. (2014). Managerial ability and accrual quality. *Journal of Accounting Knowledge*, 5(17), 119-139. (In Persian)

Demerjian, P.R., Lev, B., Lewis, M.F., McVay, S.E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463-498

Ghodrati Rad, M., Porgasab Amiri, A., & Behniafar, A. R. (2021). The capacity of multinational companies in improving the economy and international relations of countries according to human rights principles. *International Studies Quarterly*, 18(2), 205-222. (In Persian)

Ibrahim, M. A., Abdullah, A., Ismail, I. A., & Asimiran, S. (2024). Leadership at the helm: Essential skills and knowledge for effective management in Islamic Economics and Finance schools. *Heliyon*, 10(17)

Fakhraei, E., Zaranjad, M., Amirnejad, G., & Hemmati, M. (2024). An investigation and analysis of the impact of export barriers on the marketing performance of Iran's petrochemical companies. *Advertising and Sales Management*, 5(1), 148-182. (In Persian)

Joshani, B., & Hasani, A. A. (2025). Designing a crowdfunding model on marketing and sales platforms using a system dynamics approach. *Advertising and Sales Management*, 6(1), 76-96. (In Persian)

Kashani Pour, M., Khosravi, A., & Shafieizadeh, Z. (2020). Examining the impact of corporate marketing expenses on short-term and long-term stock returns in initial public offerings. *Business Research Journal*, 24(94), 26-49. (In Persian)

Khoshkar, F., Niknafs, E., & Jahedi, S. (2021). Managerial ability, internal control quality, and investment efficiency. *Accounting and Management Perspective*, 4(53), 17-30. (In Persian)

Kundu, S., & Vats, N. (2025). Banking networks and economic growth: From idiosyncratic shocks to aggregate fluctuations.

Lan, B., Li, N., & Liu, T. (2025). How do economic growth and unemployment affect green development in Latin America nations?. *International Review of Economics & Finance*, 103955.

Liu, S., Wang, X., & Huang, L. (2025). Economic growth target fluctuation and bond issuance by LGFVs. *International Review of Economics & Finance*, 98, 103841.

Moghadam, A., Salehi, A. A., & Ahmadi, V. (2021). Investigating the effect of information disclosure, asset growth, and sales growth on the cost of capital in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Economic Sciences Research Quarterly*, 5(3), 1-10. (In Persian)

Moradi, M., Ghorbani, M., & Vasko, V. (2024). The effect of managerial ability on the relationship between CEO financial knowledge and unsystematic risk. *Journal of Financial and Investment Advances*, 2(5), 187-210. (In Persian)

Najaf, H. S. (2025). The Impact of Applying Environmental Accounting on the Sales of Economic Units. *Journal of Ecohumanism*, 4(1), 2453-2464.

- Pasko, O., Zhang, L., Martey, E. M., Kuts, T., & Joshua, L. B. (2024). Does managerial ability matter in corporate sustainability-related dynamics? An empirical investigation. *Problems and Perspectives in Management*, 22(1), 128.
- Rashidi, M. (2020). The role of managerial ability in adjusting credit conditions and reducing stock return dispersion. *Asset Management and Finance*, 8(3), 123-139. (In Persian)
- Sanbella, L., Van Versie, I., & Audiah, S. (2024). Online marketing strategy optimization to increase sales and e-commerce development: An integrated approach in the digital age. *Startuppreneur Business Digital (SABDA Journal)*, 3(1), 54-66.
- Schamp, C., Heitmann, M., Peers, Y., & Leeftang, P. S. (2024). Cause-related marketing as sales promotion. *Journal of Marketing Research*, 61(5), 955-974.
- Shabhipour, M., Abdoli, M. R., & Shahri, M. (2023). Investigating the moderating effect of competitive sales on marketing costs with product sales volume in companies. *Accounting and Management Perspective*, 6(85), 1-14. (In Persian)
- Shad, Z., Aniseh, M., & Shirouyeh Pour, S. (2024). The impact of social media marketing activities on brand equity. *Advertising and Sales Management*, 5(1), 309–331. <https://doi.org/10.22034/asm.2024.713405> (In Persian)
- Shafiee, A., & Dastgir, M. (2022). The impact of asset growth on the risk of future stock price crashes considering the moderating role of agency problems and accounting conservatism. *Financial Management Strategy*, 10(1), 75-90. (In Persian)
- Shahriyari, A., & Fadaei, M. (2020). The effect of managerial ability on stock price crash risk considering the role of CEO tenure and product market competition. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 4(15), 16-36. (In Persian)
- Taha, R., Al-Omush, A., & Al-Nimer, M. (2023). Corporate sustainability performance and profitability: The moderating role of liquidity and stock price volatility-evidence from Jordan. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2162685.
- Yari, H., & Bagoumian, R. (2021). Managerial ability and corporate risk-taking behavior. *Experimental Financial Accounting Studies*, 18(72), 109-137. (In Persian)
- Yeo, H. J. (2018). Role of free cash flows in making investment and dividend decisions: The case of the shipping industry. *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 34(2), 113-118.
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635.