فصلنامــه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گــذاری
سال ششم/ شماره بیست‌وچهارم/ زمستان ۱۳۹۶

بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و جریان نقدی با کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها

سمانه سادات صلواتی
دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت، گروه مدیریت، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.
samanesalavati@gmail.com

عبدالرضا اسعدی
استادیار مدیریت مالی، گروه مدیریت، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران. (نویسنده مسئول)
Abdorrezaasadi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۵/۰۵ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۷/۲۹

چکیده
سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها همواره به عنوان یکی از راه‌های توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود مورد توجه بوده است. هدف از این پژوهش بررسی رابطه میان جریان نقد آزاد و حاکمیت شرکتی با میزان کارایی سرمایه‌گذاری است. وجوه نقد آزاد و حاکمیت شرکتی با مولفه‌های نسبت اعضای موظف، تمرکز مالکیت و نسبت مالکیت نهادی به عنوان متغیرهای مستقل پژوهش حاضر هستند. داده‌های مربوط به ۱۳۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۹ در قالب داده‌های ترکیبی جمع‌آوری و با مدل رگرسیون چندمتغیره توسط نرم افزار Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. در مدل پژوهش رابطه بین وجوه نقد مازاد و حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری مورد ارزیابی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون مدل نشان داد که بین وجوه نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود نداشته اما حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری با یکدیگر دارد.

واژه‌های کلیدی: وجوه نقد آزاد، حاکمیت شرکتی، کارایی سرمایه‌گذاری، داده‌های ترکیبی.

Archive of SID
www.SID.ir

۱- مقدمه

واحدهای تجاری برای سرمایه گذاری در طرح های مختلف، باید حد و میزان سرمایه گـذاری را بـا توجـه بـه محدودیت منابع مورد توجه قرار دهند. تحلیل گران و سرمایه گذاران با توجه به تئوری نمایندگی در پی استفاده از روش های نوین جهت ارزیابی عملکرد شرکت ها هستند. منافع و انگیزه های مدیران و سهامداران بر سر مسائلی همچون اندازه بهینه شرکت و پرداخت نقدی به سهامداران دچار تضاد است. این تضادها با شدت خیلی بیشتری در شرکت هایی با حجم عظیم جریان نقد آزاد دیده می شود (جنسن[1]، ۱۹۸۶). جریان نقـد آزاد معیـاری در جهـت ارزیابی عملکرد شرکت‌ها است که نشان دهنده وجه نقدی است که شرکت پس از مخارج لازم برای نگهداری یـا توسعه دارایی‌ها در اختیار خود دارد. چرا که بدون وجوه نقد امکان توسعه محصـولات جدیـد، انجـام تحصـیلات تجاری، پرداخت‌های سود نقدی به سهامداران و پرداخت بدهی امکان پذیر نیست. امـا اینکـه چـرا ایـن قلـم بـا اهمیت تر از سود است در آن است که، شرکتی می‌تواند سود خالص مثبت در صورت سود و زیان خـود گـزارش دهد اما توانایی بازپرداخت بدهی را نداشته، لذا برای اتخاذ تصمیات سرمایه‌گذاری صورت جریـان وجـوه نقـد از اهمیت بیشتری برای سرایه‌گذاران برخوردار است. این موضوع اهمیت شاخص جریان نقـد را بـه عنـوان یکـی از ابزارهای ارزیابی قدرت بازپرداخت بدهی و تعیین انعطاف پذیری مالی شرکت‌ها نشان می‌دهد. از این روی هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر جریان نقدی و حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پـژوهش دو جنبـه اساسـی سـاختار مالکیـت شـرکت‌هـا یعنـی ترکیـب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت مورد بررسی قرار گرفت.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

جنسن جریان نقدی آزاد را مانده جریانات نقدی که پس از کسر مقادیر وجه نقد لازم برای پروژه‌هـایی کـه ارزش فعلی خالص آن‌ها مثبت ارزیابی می‌شود، می‌داند. این پروژه‌ها، طـرح هـای سـرمایه گـذاری بلنـد مـدتی هستند که ارزش فعلی جریانات نقدی ورودی مورد انتظار آن بیش از ارزش فعلی جریـان هـای نقـدی خروجـی است (جنسن، ۱۹۸۶). همچنین وی مطرح نمود که وجوه نقد داخلی به مدیران فرصت بیشتری می‌دهد تا اجازه کنترل توسط بازار را ندهند، چرا که آنان به موافقت سهامداران احتیاج ندارند و در تصمیمات سرمایه‌گذاری‌شان از اختیار بالاتری برخوردار خواهند بود (دروبتز و همکاران[2]، ۲۰۱۰). مفهوم جریان نقدی آزاد مثبت نشـان مـی دهد که واحد تجاری پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها، دارای وجوه نقد مازاد هستند. در مقابل برخـی از شرکت ها ممکن است که با جریان نقد آزاد منفی مواجه شوند. جریان نقد آزاد منفی همیشه بـد و نـامطلوب نیست بلکه علل منفی شدن آن مهم است و باید مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. اگر جریان نقد آزاد منفی ناشی از سرمایه گذاری شرکت در فرصت های سودآور موجود باشد، این نوع منفی شدن مقطعی است و بـه دوره هـای کوتاه مدت سرمایه گذاری مربوط می شود، امری که در بسیاری از شرکت های نوپا طبیعی است. درصـورتی کـه سرمایه گذاری های انجام شده بازده بالایی را در پی داشته باشد، راهبرد مزبـور تـوان کسـب نتیجـه مطلـوب در بلندمدت را دارد (رحیمیان، آخوندزاده و حبشی، ۱۳۹۲). بنابراین جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است

Archive of SID

www.SID.ir

که به شرکت اجازه می دهد تا در جستجوی فرصت‌هایی باشد که ارزش سهامدار را افزایش دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه‌ی نگهداری وجه نقد و هزینه‌ی وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود (یحیی‌زاده فرد و همکاران،۱۳۹۲). اما مسئله نحوه مدیریت وجه نقد و کارایی آن به اقتدار و توانمندی مدیریت بر می‌گردد. که این مطلب نقش حاکمیت شرکتی را در آن پررنگ می‌کند.

حاکمیت شرکتی مجموعه سازوکارهای هدایت و کنترل شرکت‌ها است. نظام حاکمیت شرکتی توزیع حقوق و مسئولیت‌های ذی‌نفعان مختلف شرکت که از فعالیت‌های شرکت تاثیر پذیر بوده و بر آن اثرگذارند را مشخص می‌کند. بنابراین نظام حاکمیت شرکتی مجموعه دستورالعمل‌ها، ساختارها، فرآیندها و هنجارهای فرهنگی است که با رعایت آنها از سوی شرکت‌ها می‌توان به اهداف شفافیت در فرآیندهای کاری، پاسخگویی در مقابل ذی نفعان و رعایت حقوق ایشان دست یافت. سازوکار حاکمیت شرکتی در جهت کاهش مشکلات نمایندگی بوده که کیفیت این سازوکارها از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است (پیوت[۳]، ۲۰۰۷). وجود سیستم راهبری شرکتی مناسب می‌تواند شرکت‌ها را در جلب اعتماد سرمایه‌گذران و تشویق آنان به سرمایه‌گذاری کمک کند. بر مبنای پژوهش‌های صورت گرفته اجرای اصول صحیح حاکمیت شرکتی منجر به بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت می‌گردد. همچنین این نظام چارچوبی فراهم می‌کند تا تامین کنندگان مالی را مطمئن سازد که بازده مناسبی از سرمایه‌گذاری خود بدست خواهند آورد. بنابراین این مکانیزم در جهت تشویق مدیران به استفاده موثر از منابع مالی و غیر مالی شرکت و نیز پاسخگویی آنان به سهامدارانی که منابع خود را در اختیار مدیران گذاشته‌اند طراحی شده است (نمازی، رئیسی و حسینی،۱۳۹۲). دو هدف عمده حاکمیت شرکتی کاهش ریسک بنگاه اقتصادی به وسیله بهبود و ارتقاء شفافیت و پاسخگویی و نیز بهبود کارایی بلندمدت سازمان با ممانعت از خودکامگی و عدم مسئولیت پذیری مدیریت اجرایی، است (حساس یگانه، رئیسی و حسینی، ۱۳۸۸). برای دستیابی به اهداف حاکمیت شرکتی مکانیزم‌ها و معیارهای مختلفی وجود دارد که به دو دسته معیارهای درونی مثل کنترل‌های داخلی و معیارهای بیرونی مثل حسابرسان مستقل و سهامداران نهادی تقسیم می‌شود که اثرگذارترین معیار بیرونی بر حاکمیت شرکتی و دیگر معیارهای حاکمیت شرکتی، حضور سهامداران نهادی است (رئیسی، ۱۳۸۷). اجرای حاکمیت شرکتی فضای اعتماد را گسترش خواهد داد و کارآیی شرکت در دو بعد درون و برون سازمانی، افزایش خواهد یافت. با افزایش اعتماد، دارایی شرکت اضافه و ریسک شرکت در فضای بازار کاهش خواهد یافت. در نتیجه این رویکرد به افزایش ارزش شرکت‌ها منجر می‌شود. این عامل ضمن تنظیم روابط کار درون سازمان، به توزیع عادلانه ثروت کمک کرده و منجر به کاهش فقر خواهد شد که این موضوع براساس شواهد و مطالعات در جوامعی که قانون مناسب جاری است و حاکمیت شرکتی اعمال می‌شود، توزیع عادلانه ثروت و کاهش فقر مشهود است. همچنین با نگاهی به پژوهش‌های صورت گرفته مشاهده می‌گردد حاکمیت شرکتی به شفافیت اطلاعات کمک خواهد کرد و فساد مالی کنترل خواهد شد. لذا حاکمیت شرکتی مناسب است که منجر به کاهش ریسک شرکت شود و تاب‌آوری اقتصادی در مقابل بحران‌ها، حاصل گردد.

Archive of SID

www.SID.ir

سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها همواره به عنوان یکی از راه‌های توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود مورد توجه بوده است. که در این میان، موضوع محدودیت منابع منجر شده عـلاوه بـر توسـعه سـرمایه-گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نیز از جایگاه با اهمیتی برخوردار باشد. این متغیر به معنای قبـول پـروژه-هایی با خالص ارزش فعلی مثبت و منظور از ناکارایی انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلـی منفـی و یـا عـدم انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. در تعیین کارایی سرمایه‌گذاری دو معیار وجود دارد. اولی عنوان می‌کنـد که جهت تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نیاز به جمع آوری منابع وجود دارد. که در بازار کارا تمام پروژه-های با ارزش خالص فعلی مثبت باید تامین مالی شوند. در معیار دوم اگر شرکتی تصمیم به تـامین مـالی گیـرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود. این مورد در زمانی صورت مـی‌گیـرد کـه مدیران درصدد رفع نیازهای منفعت طلبانه خود باشند، لذا امکان دارد در پروژهایی سرمایه‌گذاری کنند که منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری شود. لازم به ذکر است که بر اساس پژوهش‌هـای صـورت گرفتـه مشـخص شـده کـه محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را در تامین مالی محدود می‌سازد (ثقفـی و معتمـدی، ۱۳۹۰). بـه عبـارتی مدیران ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تامین مالی، از انجام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت اجتنـاب نمایند که این موضوع به کم سرمایه‌گذاری ختم می‌گردد. بنابرین مدیران در میـان روش‌هـای گونـاگون تـامین مالی به سراغ روش‌هایی خواهند رفت که هزینه کمتری بر آنان متحمل کند. یکـی از ایـن راهکارهـا اسـتفاده از جریان وجوه نقد آزاد است. به اعتقاد مودیلیانی و میلر در بازار سرمایه کامل هیچ ارتباطی بین جریان نقـد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها وجود ندارد. اما طی پژوهش‌های صورت گرفته، وجود رابطه مثبت میان آنها تایید شده است. در چرایی وجود این رابطه موضوع عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی مطرح شده است. چرا که در بازار سرمایه ناکارا، عدم تقارن اطلاعاتی منجر به افزایش هزینه سرمایه شده، لذا تامین مالی خارجی برای شرکت‌ها پر هزینه خواهد بود. به دلیل این محدودیت در تامین مـالی، سـرمایه‌گـذاری در ایـن شـیوه فـایننس پرجاذبه نبوده و شرکت‌ها به منظور کاهش هزینه سرمایه، سرمایه‌گذاری در جریان وجوه نقد آزاد تولید شـده در داخل شرکت را پایه تامین مالی خود قرار می‌دهند. در مورد هزینه‌هـای نماینـدگی نیـز ایـن دو محقـق عنـوان نمودند که این دسته از هزینه‌ها ناشی از جدایی مالکیت از کنترل شرکت است. به اعتقاد آنان زمانی کـه جریـان نقد آزاد حجم بالایی دارد مدیران از انگیزه بیشتری جهت سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی دارند. در این نظریه احتمال می‌رود مدیران تمایل بـه سـرمایه‌گـذاری در پـروژه‌هـای دارنـد کـه از دیدگاه‌شان سودمند باشد اما برای مالکین این سودمندی را به ارمغان ندارد، به‌ویژه زمانی کـه کنتـرل مـدیریت ضعیف است. همچنین در زمینه مالکیت نیز عنوان نمودند که اگر درصد سهام‌داران دولتی زیـاد باشـد مـدیریت شراکتی ناکارآمد و بی فایده خواهد شد و در نتیجه آن جریان نقدی روی سرمایه گذاری حساسیت مثبت بالاتری خواهد داشت. در مقابل نسبت بالاتر از سرمایه گذاران نهادی تخصصی مانند بانک ها، مدیریت را بهبود می بخشد و در نتیجه ی آن، اهمیت جریان وجوه نقدی روی سرمایه گذاری کاهش می یابد. اگر نسبت بالایی از سهام داران، بی تجربه باشند تأثیری معکوس خواهد گذاشت. علاوه بر این در صورتی که مالکیت درونی در حد بالایی باشد، به دلیل جبهه گیری مدیریت، تأثیر مثبت این فرآیند بی‌تاثیر خواهد شد. حال اگر سرمایه گذاری به صورت متمرکـز

Archive of SID

www.SID.ir

انجام گیرد، حساسیت جریان نقد کاهش یافته که دلیل آن کاهش هزینه های تأمین مالی و یا بهبود مدیریت می-تواند باشد. همچنین در صورت بروز مشکلات مدیریتی، بالا بودن درصد سهام بالای دولتی، روی جریان نقدی حساسیت بالا ایجاد می‌کند.از آن سو مالکیت خارجی بالا زمانی که محدودیت مالی[۴] وجود داشته باشد، تأثیری روی حساسیت جریان نقدی نخواهد داشت. اما وقتی مدیریت بهبود یابد، اثر کاهشی این نوع از مالکیت سهام را شاهد خواهیم بود (ژین چن و همکاران[۵]، ۲۰۱۵).

ریچاردسون[۶] (۲۰۰۶) در پژوهشی دریافت که در شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان‌های نقد آزاد، سرمایه گذاری به میزانی بیش از حد بهینه بیشتر است. همچنین وی طی بررسی رابطه ساختار نظام راهبری شرکت و سرمایه گذاری بیش از حد بهینه جریان‌های نقد آزاد، دریافت که برخی از سازوکارهای نظام راهبری شرکت باعث کاهش سرمایه گذاری بیش از حد بهینه جریان نقد آزاد می‌گردد.

بیدل و همکاران[۷] (۲۰۰۹) به تبیین این موضوع پرداختند که کیفیت بالاتر گزارشگری مالی، کارایی سرمایه گذاری در اقلام سرمایه ای را بر اثر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه، عواملی چون گزینش نادرست یا خطر اخلاقی، افزایش داده، به کاهش سرمایه گذاری بیشتر و کمتر از حد منجر می گردد. یافته های آنها مؤید این مطلب بود که همبستگی مثبت یا منفی میان کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه گذاری در شرکت هایی که محیط عملیاتی آنها مستعد سرمایه گذاری کمتر از حد یا سرمایه گذاری بیشتر از حد است، بیشتر است. این نتایج بیانگر آن است که وجود مکانیسمی میان گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری می تواند اصطکاک میان این دو موضوع را که عمدتا نشات گرفته از خطر اخلاقی و گزینش نادرست بوده، کارایی سرمایه گذاری را مختل می نماید، کاهش دهد. در نتیجه یافته های آنها نشان دادکه کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه گذاری کمتر و بیشتر از حد در ارتباط است؛ یعنی رابطه ای علّی میان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری وجود دارد و بین کیفیت گزارشگری و سرمایه گذاری کمتر و بیش از حد، رابطه معناداری برقرار است.

گرگوری و وانگ[۸] (۲۰۱۱) رابطه بین جریان نقدی آزاد، مالکیت سازمانی و بدهی را بر عملکرد درازمدت مورد مطالعه قرار دادند. آنها نشان دادند که نسبت بدهی به دارایی خالص پایین و FCF بالا می تواند مزایایی را برای نظارت و کنترل سهام داران در برداشته باشد. ژین چن و همکاران (۲۰۱۵) پژوهشی تحت عنوان جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه گذاری انجام دادند و به این نتیجه دست یافتند که سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها حساسیت بیشتری نسبت به جریان نقدی فعلی آزاد دارد و سرمایه‌گذاری بیش از حد در شرکت های با جریان نقدی آزاد رابطه مثبت و برجسته تر است. همچنین دریافتند برخی از ویژگی های حاکمیت شرکتی به میزان قابل توجهی برسرمایه گذاری در سطح شرکت، ارتباط دارد.

ثقفی و همکاران(۱۳۹۰) دریافتند که هر چه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسأله‌ی سرمایه‌گذاری بیش از حد، کمتر به وجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا بیشتر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیش‌تر است.

www.SID.ir

طاهری (۱۳۹۱) اذعان نمود با در نظر گرفتن وضعیت نقدینگی واحد تجاری بـه عنـوان متغیـر ثانویـه، هـر چقدر وجه نقد آزاد و وجه نقد پایان دوره بیشتر و همچنین محدودیت تأمین مالی واحد تجاری کمترباشد شدت رابطه مستقیم بین متغیرهای نقدینگی و سرمایه گذاری بیش از حد بیشتر خواهد بود و نیز هر چقدر میزان وجه نقد آزاد و وجه نقد پایان دوره کمتر و محدودیت تأمین مالی واحد تجاری بیشتر باشد وجود رابطه مستقیم بـین متغیرهای نقدینگی و سرمایه گذاری کمتر از حد با شدت بیشتری نمایان می گردد.

کیان (۱۳۹۲) رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری در ۸۲ شرکت که محصولات متنوعی را ارائه می‌کردند، مورد بررسی قرار داد. مشخص گردید کـه در شـرکت‌هـای بـا سـطح بـالایی از تنـوع محصولات، رابطه میان سهام شناور آزاد و نرخ نسبی سرمایه‌گذاری منفی و معنادار و رابطه بین مالکیت بلوکی و نقش دوگانه مدیرعامل با ارزش افزوده نسبی مثبت و معنادار است، در حالی که بین سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه گذاری (نرخ نسبی سرمایه گذاری و ارزش افزوده نسبی) در شرکت‌های با سطح بـالای تنوع محصول رابطه معناداری وجود ندارد.

محمدی بهر آسمان و همکاران (۱۳۹۲) اذعان نمودند که اجرای مناسب اصول حاکمیت شرکتی مـی‌توانـد بر سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد تاثیر قابل ملاحظه‌ای داشته باشد. که از میان اجزای ایـن متغیـر، متغیرهـای ساختار هیئت مدیره و تمرکز مالکیت بر حساسیت سرمایه گذاری جریان وجوه نقد با توجه به محـدودیت هـای تامین مالی تاثیر بیشتری دارد.

رضایی (۱۳۹۳) رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادنـد و دریافتنـد میان عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معکوس وجـود دارد کـه در این میان سرمایه‌گذاری بیش از حد با متغیر عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معنادار داشته اما سرمایه‌گذاری کمتر از حد با این ویژگی هیچ‌گونه ارتباط معناداری نداشته است.

۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های مرتبط، جهت دستیابی به هدف پژوهش حاضر فرضـیه‌هـای زیـر تدوین گردید.

فرضیه ۱: جریان نقدی آزاد با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارتباط دارد.

فرضیه ۲: استقلال هیات مدیره با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارتباط دارد.

فرضیه ۳: تمرکز مالکیت با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارتباط دارد.

فرضیه ۴: مالکیت نهادی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارتباط دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق همبستگی است. در ایـن تحقیـق هدف، تعیین میزان رابطه متغیر هاست. به منظور تجزیه تحلیل داده ها از تجزیه تحلیـل پـانلی اسـتفاده شـده

www.SID.ir

است. تحلیل پنل دیتا امکان تحلیل داده‌ها در مدل رگرسیون را در دو بعد زمانی و مکانی فراهم می کند. بعد مکانی، به مجموعه ای از واحد های مقطعی مشاهده مربوط می شود و بعد زمانی نیز به مشاهدات دوره ای از مجموعه ای از متغیرهایی که بیانگر ویژگی این واحدهای مقطعی در طول یک مدت مشخص می باشد، اشاره دارد. بنابراین پانل دیتا ترکیبی از داده های مقطعی و سری زمانی است. بکارگیری پانل دیتا منجر به افزایش حجم نمونه مورد بررسی و در نتیجه افزایش قابلیت تعمیم‌پذیری نتایج و اعتبار آن می‌شود. از طرفی دراین سبک تجزیه و تحلیل رفتار متفاوت متغیرها در هر یک از شرکت‌های مورد بررسی طی زمان که ناشی از عوامل پیش‌بینی نشده است نیز در نظر گرفته می‌شود (اسعدی، زنده دل و کیانی‌نژاد، ۱۳۹۲).

جامعه مطالعاتی پژوهش حاضر در برگیرنده شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال های ۱۳۹۳-۱۳۸۹ می باشد. برای انتخاب جامعه آماری پژوهش از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است و شرکت های مورد مطالعه در جهت آزمون فرضیه های پژوهش, بدین صورت انتخاب گردیده اند که تمام شرایط زیر را دارا باشند :

۱) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به اسفندماه باشد.
۲) شرکت هایی که تا قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۳) شرکتهایی که داده های مورد نظر آنها در دسترس باشد.
۴) شرکت هایی که در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی نداده باشند.
۵) شرکت‌های واسطه گری‌مالی، شرکت های هلدینگ، بانک ها، بیمه‌ها نباشند.

با در نظر گرفتن شرایط فوق در مجموع تعداد ۱۳۱ شرکت به عنوان نمونه مورد مطالعه گزینش گردید.

۵- متغیرهای پژوهش

- **متغیر وابسته**

کارایی سرمایه‌گذاری (*INE*):

زمانی سرمایه‌گذاری از کارآیی برخوردار است که سرمایه‌گذاری‌های انجام شده نسبت به رشد درآمدهای فروش بیشتر باشد (محمودآبادی و مهتری،۱۳۹۰). کارآیی سرمایه‌گذاری را می‌توان با استفاده از رابطه زیر محاسبه کرد:

$$INE= \beta_0 + \beta_1 \, Sales\ Growh + e$$ رابطه (۱)

اگر مقدار باقیمانده‌های مدل (e) مثبت باشد سرمایه‌گذاری بیش از حد و اگر این مقدار منفی باشد سرمایه‌گذاری کمتر از حد اتفاق افتاده است.

Archive of SID

www.SID.ir

- **متغیرهای مستقل**

جریان نقد آزاد (*FCF*): جریان نقدی حاصل از عملیات بعد از کسر مابات بـدون در نظـر گـرفتن بـدهی‌هـا و هزینه‌های بهره شرکت است. لذا جریان نقدی آزاد وجه نقدی است که بعـد از پوشـش دادن نیازهـای سـرمایه-گذاری و سرمایه در گردش با فرض عدم نبود بدهی، در دسترس شرکت قرار می‌گیـرد (اسـماعیلی، ۱۳۹۰). بـه منظور سنجش این متغیر از رابطه ۲ استفاده می‌گردد.

$$FCF_{it} = CFO_{it} - INT_{it} - T_{it} - DIV_{it}$$ رابطه (۳)

که در آن؛

FCF: جریان‌های نقد آزاد؛

CFO: جریان نقد عملیاتی شرکتiدرسالt ؛

INT: سود عملیاتی شرکت i درسالt.

T: مالیات پرداختنی شرکتiدرسالt ؛

DIV: سود تقسیمی شرکتiدرسالt و

استقلال هیات مدیره (*BORD*): استقلال هیات مدیره از تقسیم تعداد اعضای موظف بـه کـل اعضـای هیـات مدیره بدست می‌آید.

تمرکز مالکیت (*HI*): کنترل مطلق سهامداران عمده بر اداره امـور شـرکت را تمرکـز مالکیـت گوینـد. در ایـن پژوهش، تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال- هیرشمن[۹] محاسبه شده است. این شاخص بـا رابطـه ۴ محاسبه می‌شود:

$$HI = \sum_{i=1}^{n} S_i^2$$ رابطه (۴)

که در آن: Si درصد سهام در اختیار سهامدار شماره i در شرکت است.

مالکیت نهادی (*IOW*): مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌هـای گـروه مـالی ماننـد بیمه‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها و واسطه گری‌های مالی از کل سهام است:

- **متغیرهای کنترلی**

اندازه (SIZE): لگاریتم کل دارایی‌های شرکت i در سال t است.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری (TQ): نشان‌دهنده فرصت‌های سـرمایه‌گـذاری شـرکت اسـت کـه از نسـبت ارزش جایگزینی بازار به ارزش دفتری دارایی‌های پایان دوره‌ی شرکت i در سـال t، بـا اسـتفاده از نسـبت کیـو تـوبین بدست می‌آید.

Archive of SID

www.SID.ir

اهرم مالی (LEV): نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت i در سال t است.

۶- مدل آزمون فرضیه‌ها

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل رگرسیون چندگانه زیر استفاده شده است:

رابطه ۵) $$INE = \beta_0 + \beta_1 FCF + \beta_2 BORD + \beta_3 HI + \beta_4 IOW + \beta_4 SIZE + \beta_6 TQ + \beta_3 LEV + e_i$$

که در آن؛

β_0 : عرض از مبدا

INE : کارایی سرمایه‌گذاری شرکت

FCF: جریان نقد آزاد شرکت

BORD: استقلال هیات مدیره شرکت

HI: تمرکز مالکیت شرکت

IOW: مالکیت نهادی

SIZE: کل دارایی‌های شرکت

TQ: فرصت سرمایه گذاری شرکت

LEV: اهرم مالی

e_i : مقادیر باقیمانده‌ها

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱- آماره‌های توصیفی

جدول ۱ نتایج آماره‌های توصیفی متغیرها را نشان می‌دهد. با نگاهی به متغیر کارایی سرمایه گذاری مشاهده می‌شود که میانگین این متغیر طی ۶ سال به مقدار ۰/۰۰۷ است همچنین مقدار پراکندگی این متغیر ناچیز است. همچنین میانگین متغیر جریان نقد آزاد منفی بوده و از انحراف معیار قابل توجهی برخوردار است که این موضوع نمایانگر عدم برخورداری بیشتر شرکت‌های نمونه از جریان نقد آزاده بوده و سرمایه‌گذاری بیش از حد ندارند. همچنین مقادیر میانگین تمرکز مالکیت و ترکیب هئیت مدیره مثبت بوده و بالاتر از ۵ درصد است. و نهایتا مقدار میانگین مالکیت نهادی ۰/۳ است که با توجه به مقادیر کمینه و بیشینه مشخص است که در اکثر شرکت‌ها مالکیت نهادی از درصد پایین‌تری برخوردار است.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

متغیر	تعداد	میانگین	ماکزیم	مینیمم	انحراف معیار
INE	۶۵۹	۰/۰۰۷	۱/۷۴۶	-۱/۵۱۳	۰/۳۷۶
FCF	۶۵۹	-۸۶۳۷۳۵۸۰	۲۶۲۰۰۰۰۰۰۰	-۳۵۴۰۰۰۰۰۰۰	۱۶۸۰۰۰۰۰۰۰
BORD	۶۵۹	۰/۵۴۵	۱/۰۰۰	۰/۱۶۷	۰/۱۷۵
HI	۶۵۹	۰/۶۰۶	۱/۰۰۰	۰/۲۵۶	۰/۱۹۲
IOW	۶۵۹	۰/۳۱۳	۰/۹۸۸	۰/۰۰۰	۰/۳۱۴
SIZE	۶۵۹	۱۳/۵۹۷	۱۸/۴۵۵	۱۰/۰۸۶	۱/۳۵۸
TQ	۶۵۹	۲/۷	۱۵/۷	۰/۷۴	۹/۹۲
LEV	۶۵۹	۰/۶۰۵	۲/۰۷۸	۰/۰۱۸	۰/۲۱۳

۷-۲- آماره‌های استنباطی

قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مطابق رابطه ۵ ، لازم است آزمون‌های تشخیصی جهت انتخاب روش مناسب برآورد مدل با استفاده از داده‌های جمعی یا داده‌های ترکیبی صورت گیرد.

آزمون F لیمر یا آزمون چاو به انتخاب بین روش‌های برآورد مدل با جمعی و داده‌های ترکیبی (پنلی) می‌پردازد. نتایج این آزمون در جدول ۲ آمده است. بر اساس نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقدار آماره F و سطح معنی‌داری محاسبه شده متناظر با آن، از مقدار معنی‌داری آزمون یا خطای ۰/۰۵ کمتر می‌باشد، لذا بنا بر قاعده‌ی تصمیم‌گیری این آزمون روش داده‌های ترکیبی (پنلی) جهت برازش این مدل مناسب خواهد بود.

جدول ۲- نتایج آزمون F لیمر برای مدل تحقیق

متغیر وابسته مدل	آماره F	درجات آزادی	P-Value	نتیجه
INE	۳/۷۰۱	۱۳۰/۵۲۱	۰/۰۰۰	مدل داده‌های پنلی

پس از تشخیص مناسبت مدل با داده‌های ترکیبی برای انتخاب از بین روش‌های با اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول ۳ گزارش شده است. با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر آماره کی‌دو و مقدار معنی‌داری متناظر با آن که کمتر از خطای ۰/۰۵ می‌باشد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که الگوی مناسب جهت برازش مدل تحقیق، مدل با اثرات ثابت است.

جدول۳- نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌های تحقیق

متغیر وابسته مدل	آماره X^2	درجه آزادی	P-Value	نتیجه
INE	۴۵۱/۷۱۵	۷	۰/۰۰۰	مدل با اثرات ثابت

Archive of SID

www.SID.ir

مدل رگرسیون بر فرض‌هایی استوار است که پیش از برآورد ضرایب و برازش خط رگرسیون می‌بایست صحت این فروض بررسی شوند تا اطمینان نسبت به نتایج آن تا حد ممکن افزایش یابد. براین اساس از آزمون‌های ضرایب لاگرانژ، نسبت درست‌نمایی و نمودار چندک‌های نرمال جهت بررسی و شناسایی خود همبستگی جملات خطا، ناهمسانی واریانس جملات خطا و نرمال بودن جملات خطا به عنوان فروض اساسی رگرسیون استفاده می‌شود. برقراری این شروط اعتبار نتایج حاصل از مدل برازش یافته را تضمین می‌نماید.
نتایج آزمون تشخیص خود همبستگی سریالی ضرائب لاگرانژ برای مدل تحقیق در جدول ۴ ارائه شده است. با توجه به نتایج ارائه شده در جدول فوق، سطح معنی‌داری این آزمون برای مدل تحقیق بیشتر از خطای ۰/۰۵ است. بنابراین مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

جدول ۴- نتایج آزمون شناسایی خود همبستگی جملات خطا

متغیر وابسته مدل	آماره F	درجات آزادی	P-Value	نتیجه
INE	۲/۰۲۱	۷/۶۴۴	۰/۰۵۴	عدم وجود خود همبستگی

برای سنجش و آزمون همسانی یا ناهمسانی واریانس در داده‌های پنلی، آزمون نسبت درستنمایی (LR) انجام شده است. خلاصه نتایج آن در جدول ۵ آمده است. براساس نتایج این آزمون چون سطح معنی‌داری آن بزرگتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر برای مدل رد شده و لذا مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌های مدل وجود ندارد.

جدول ۵- نتایج آزمون LR برای شناسایی ناهمسانی واریانس

متغیر وابسته مدل	آماره X^2	درجات آزادی	P-Value	نتیجه
INE	۱۱/۳۹۱	۷	۰/۱۲۱	واریانس همسان می‌باشد

۷-۳- برازش مدل تحقیق

با توجه به نتایج آزمون‌های پیشین، مدل تحقیق بصورت رگرسیون کمترین مربعات پنلی با روش اثرات ثابت برازش یافته و نتایج برازش این مدل در جدول ۶ ارائه شده است.

با توجه به مقدار آماره F و سطح معنی‌داری متناظر با آن، چون سطح معناداری برآورد شده کمتر از از خطای ۰/۰۵ است، لذا با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا نمود مدل برازش داده شده به روش رگرسیون کمترین مربعات پنلی با اثرات ثابت معنادار است. همچنین ضریب تعیین رگرسیون (R^2= ۰/۵۰۷) و مقدار ضریب تعیین تعدیل شده (R^2_{adj}= ۰/۴۷۷) در مدل نشان می‌دهد که حدود ۴۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته کارآیی سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مدل تبیین می‌گردد. لذا می‌توان نتیجه گرفت مدل برازش داده شده از قدرت تبیین‌کنندگی بالایی برخوردار است. همچنین از آنجا که مقدار آماره دوربین-واتسون معادل

Archive of SID

www.SID.ir

۱/۳۸۹ برآورد شده، می‌توان از عدم وجود خود همبستگی جملات خطای مدل مـذکور اطمینـان حاصـل کـرد. همچنین بر اساس آماره‌های t گزارش شده و معنی‌داری متناظر با هر یک برای هر متغیر مستقل می‌توان نتـایج زیر را توضیح داد.

با توجه به اینکه سطح معناداری پارامتر برآورد شده مربوط به متغیر جریان نقدی آزاد (FCF) برابر ۰/۹۷۷ و بیش از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین می‌توان گفت پارامتر برآورد شده معنی‌دار نیست و جریان نقـدی آزاد رابطه معنی‌داری با کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ندارد، پس فرضیه اول پژوهش مورد تاییـد قـرار نمـی‌گیـرد. همچنین از آنجا که پارامتر برآورد شده برای متغیر استقلال هیات مدیره (BORD) دارای سطح معنی‌داری برابر ۰/۶۶۰ و بیش از ۰/۰۵ است، بنابراین در این مورد نیز با اطمینان ۹۵ درصد می‌تـوان اظهـار داشـت، اسـتقلال هیات مدیره با کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه معنی‌داری ندارد. بنابراین فرضـیه دوم پـژوهش نیـز مـورد تایید قرار نمی‌گیرد.

اما از آنجا که ضریب برآورد شده متغیر تمرکز مالکیت (HI) معادل ۰/۵۲۵ و مثبت است و از سویی سطح معنی‌داری آن کمتر از ۰/۰۵ است، بدان معنی است که این پارامتر برآورد شده معنی‌دار است و از این رو با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان مدعی شد که تمرکز مالکیت با کارایی سرمایه گذاری رابطه مستقیم و معنی‌داری دارد، در نتیجه فرضیه سوم پژوهش مورد تایید قرار می‌گیرد. همچنین مشاهده می‌شود که پارامتر برآورد شده برای متغیر مالکیت نهادی (IOW) برابر ۰/۲۱۶ و مثبت است و سطح معنی‌داری متناظر با آن نیز معادل ۰/۰۴۳ و مقداری کمتر از ۰/۰۵ است و نشان می‌دهد که این پارامتر نیز معنی‌دار است. لذا در این مورد نیز می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد اظهار داشت که مالکیت نهادی با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه مستقیم و معنی‌داری دارد. در نتیجه فرضیه چهارم این پژوهش نیز مورد تایید قرار می‌گیرد. بنابر این نتایج جدول حاکی از آن است که کارآیی سرمایه گذاری شرکت‌ها با افزایش میزان تمرکز مالکیت و مالیت نهادی افزایش می‌یابد و بالعکس. این نتایج بیانگر عدم تایید فرضیه‌های اول و دوم و در مقابل تایید فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش می‌باشد.

جدول ۶- نتایج برازش مدل پژوهش و آزمون فرضیه‌ها

متغیر وابسته : کارایی سرمایه‌گذاری (INE)				
روش برازش مدل : رگرسیون کمترین مربعات پنلی با اثرات ثابت				
متغیر	**برآورد پارامتر**	**انحراف استاندارد**	**مقدار آماره t**	***p-value***
ثابت رگرسیون	-۹/۳۶۳	۰/۴۸۲	-۱۹/۴۱۲	۰/۰۰۰
جریان نقدی آزاد (*FCF*)	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۲۹	۰/۹۷۷
استقلال هیات مدیره (*BORD*)	۰/۰۳۳	۰/۰۷۶	۰/۴۴۱	۰/۶۶۰
تمرکز مالکیت (*HI*)	۰/۵۲۵	۰/۱۲۳	۴/۲۵۲	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی (*IOW*)	۰/۲۱۶	۰/۱۰۶	۲/۰۲۷	۰/۰۴۳
اندازه شرکت (*SIZE*)	۰/۶۹۱	۰/۰۳۴	۳۰/۳۹۸	۰/۰۰۰
فرصت سرمایه‌گذاری (*TQ*)	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۲/۵۵۴	۰/۰۱۱

Archive of SID

www.SID.ir

متغیر وابسته : کارایی سرمایه‌گذاری (INE)				
روش برازش مدل : رگرسیون کمترین مربعات پنلی با اثرات ثابت				
متغیر	**برآورد پارامتر**	**انحراف استاندارد**	**مقدار آماره t**	***p-value***
اهرم مالی (*LEV*)	-۰/۷	۰/۱۱۱	-۶/۲۸۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین (R^2)	۰/۵۰۷			
ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj\ R^2$)	۰/۴۷۷			
مقدار آماره *F*	۳/۹۰۷			
p-value	۰/۰۰۰			
آماره دوربین- واتسون	۱/۳۸۹			

۸- نتیجه‌گیری و بحث

پژوهش حاضر به بررسی رابطه وجوه نقد آزاد و مولفه‌های حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته است. آزمون فرضیه‌های پژوهش به روش رگرسیون کمترین مربعات پنلی با اثرات ثابت نشان داد که بین جریان نقدی آزاد شرکت‌ها با کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. این بدان معنی است که وجود جریان نقد آزاد برای شرکت‌ها نمی‌تواند لزوماً به افزایش کارآیی سرمایه‌گذاری آنها بیانجامد. وجود جریان نقدی آزاد در صورتی که مکانیزم‌های نظارتی بر عملکرد مدیران ضعیف باشند و یا شرکت نتواند فعالیت‌های عملیاتی خود را توسعه دهد، به سمت سرمایه‌گذاری‌های غیرکارآ متمایل خواهد شد. در این زمینه بنظر می‌رسد استفاده بهینه از جریان نقد آزاد شرکت در کنار مکانیزم‌های مناسب راهبری است که می‌تواند به کارآیی سرمایه‌گذاری منجر شود، چنان که ریچاردسون (۲۰۰۶) مکانیزم حاکمیت شرکتی را عاملی برای اثرگذاری جریان نقدی آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌داند. نتایج این پژوهش همچنین نشان داد که بین استقلال هیات مدیره به عنوان یکی از مولفه‌های حاکمیت شرکتی نیز با کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. در واقع باید کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت را بیشتر می‌توان به تنوع محصولات و سهم بازار شرکت از سویی و مکانیزم‌های نظارتی حاکمیت شرکتی از سوی دیگر مرتبط دانست تا ترکیب هیات مدیره آن. این نتیجه با مطالعه کیان (۱۳۹۲) و ریچاردسون (۲۰۰۶) سازگاری دارد. با این وجود دیگر نتایج بیانگر آن است که برخی مولفه‌های حاکمیت شرکتی مانند تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی با کارآیی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت معنی‌داری دارند. در واقع مالکان عمده با استفاده از مکانیزم‌های نظارتی می‌توانند با کنترل اقدامات مدیران بر عملکرد سرمایه‌گذاری‌های شرکت تاثیرگذار باشند و موجب افزایش کارآیی سرمایه‌گذاری شوند. بر این اساس هرچه سهم بیشتری از مالکیت در اختیار تعداد کمتری از مالکان باشد آنها از قدرت کنترلی بالاتری برخوردار بوده و می‌توانند مانع از افزایش هزینه‌های نمایندگی توسط مدیران شوند که در نتیجه تصمیمات نادرست آنان بروز می‌کند. بنابراین با تمرکز مالکیت می‌توان انتظار داشت که کارآیی سرمایه‌گذاری‌ها افزایش پیدا کند. این نتیجه با نتایج

Archive of SID

www.SID.ir

پژوهش‌های محمدی بهر آسمان و همکاران (۱۳۹۲)، ژین چن و همکاران (۲۰۱۵) و ریچاردسـون (۲۰۰۶) نیـز سازگاری دارد. بر این اساس می‌توان توضیح داد که کارآیی سرمایه گذاری شرکت‌ها بیش از آن که بـه وضـعیت جریان وجوه نقد و نقدینگی شرکت مرتبط باشد به ساختار مالکیت و تصـمیمات سـهامداران و مالکـان عمـده و کیفیت نظارت بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری ارتباط دارد.

با نگاهی به وضعیت متغیر جریان نقد آزاد شرکت‌ها معلوم می‌شود که این متغیر نوسانات قابل ملاحظه‌ای را طی سال‌های اخیر تجربه کرده است و این نوسانات در کنار سرمایه‌گذاری‌های اندک بیشتر شرکت‌ها موید نتایج این پژوهش است. از سوی دیگر زمانی که تمرکز مالکیت افزایش داشته، قدرت کنترل و نظارت سهامداران عمده افزایش می‌یابد و سعی می‌کنند جهت کاهش وجوه نقد مازاد در اختیار مدیران، آنها را مجبور به سـرمایه‌گـذاری در پروژه‌های بیشتری نمایند که از آن به عنوان سرمایه‌گذاری بیش از حد یاد می‌شود.

با توجه به نتایج بدست آمده از این پژوهش می‌توان به مدیران، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران پیشـنهاد نمـود که در هنگام بررسی صورت‌های مالی شرکت‌ها به مولفه‌های حاکمیتی مانند ترکیب سهامداران آن توجه نمایند. چرا که نوع مالکیت و درصد سهامداران بر چگونگی کیفیت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها موثر است.

به مدیران سازمان بورس اوراق بهادار نیز پیشنهاد می‌شود از آنجا که حضور سهامداران عمده و نهادی منجر به تغییر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد، اطلاعات مربوط به ساختار مالکیت شرکت‌ها و این دسته از سهامداران را در اختیار تحلیل‌گران و استفاده کنندگان قرار دهند.

همچنین به پژهشگران آینده پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های خود ارتباط میان متغیرهای مالی شرکت‌هـا و دیگر مولفه‌های ساختار مالکیت را با کارایی سرمایه‌گذاری آنها مورد توجه و مطالعه قرار دهند.

فهرست منابع

* اسعدی، عبدالرضا، زنده‌دل، احمد و کیـانی‌نـژاد، آزاده. (۱۳۹۲)، "رابطـه محتـوای اطلاعـاتی ارزش افـزوده اقتصادی و معیارهای سنتی با ارزش افزوده بازار شرکت‌ها"، بررسی‌های حسـابداری و حسابرسـی، دوره ۲۰، صص ۱۸-۱.
* اسماعیلی، حسن. (۱۳۹۰)، "رابطه جریان وجوه نقد و درآمد (سود) خـالص شـرکت‌هـا"، مجلـه حسـابرس، شماره ۵۲، صص ۶-۱.
* ثقفی، علی، بولو، قاسم و محمدیان، محمد. (۱۳۹۰)، "کیفیت اطلاعات حسابداری، سـرمایه‌گـذاری بـیش از حد و جریان نقد آزاد"، پیشرفت‌های حسابداری، شماره۲، ص ۶۳-۳۷.
* ثقفی، علی و معتمدی فاضل، مجید. (۱۳۹۰)، "رابطه میان کیفیت حسابرسی و کـارایی سـرمایه‌گـذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۱۰، ص ۱۴-۱.
* حساس یگانه، یحیی. رئیسی، زهره. و حسینی، سید مجتبی. (۱۳۸۸)، "رابطه بین کیفیت حاکمیت شـرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه علوم مدیریت ایران. سال چهارم. شماره ۱۳. صص ۱۰۰-۷۵.

Archive of SID

www.SID.ir

* رحیمیان، نظام الدین، آخوندزاده، میثم و حبشی، علی. (۱۳۹۲)، "بررسی تاثیر مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه دانش حسابرسی، شماره ۵۲، ص ۱۵۳-۱۳۳.
* رضایی، خلیل. (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات پردیس شاهرود.
* رئیسی، زهره. (۱۳۸۷)، "رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی. دانشکده حسابداری و مدیریت.
* طاهری سرتشنیزی، سجاد. (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری و وضعیت منابع وجه نقد قابل سرمایه گذاری"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصاد.
* کیان، نرگس. (۱۳۹۲)، "رابطه بین سازو کارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری در شرکتهای دارای محصولات متنوع"، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی غیر دولتی غیرانتفاعی کار.
* محمدی بهر آسمان، سعید امیر، صادقی، زین‌العابدین، افشار جهانشاهی، مجتبی. (۱۳۹۲)، "تاثیر حاکمیت شرکتی با توجه به محدودیت های تامین مالی بر حساسیت سرمایه گذاری جریان وجوه نقد"، دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه ای مدیران و حسابداران گلستان، http://www.civilica.com/Paper-CAFM02-CAFM02_132.html
* محمودآبادی، حمید و زینب مهتری. (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، شماره ۶۱، ص ۱۴۰-۱۱۳.
* نمازی، محمد، رئیسی، زهره و حسینی، سید مجتبی. (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲۲، ص ۵۱-۲۵.
* یحیی‌زاده‌فر، محمود، شمس، شهاب‌الدین، پاکدین امیری، مجتبی. (۱۳۹۲)، "بررسی تاثیر فرصت‌های رشد در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۱، صص ۱۳۲-۱۱۳.
* Biddle, G., Hilary, G., Verdi, R. (2009). How Does Financial Reporting Quality Improve Investment Efficiency? Journal of Accounting and Economic, 48, 112-131.
* Gergory, A. and Wang, Y. (2011), Cash Acquirers: Can Free Cash Flow, Debt and Institutional Ownership Explain Long Run Performance?, Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1793094.
* Jensen, Michael C. (1986), the Takeover Controversy: Analysis and Evidence. Midland Corporate Finance Journal 4, no. 2 (Summer): 6-32.
* Richardson, S. (2006), Over-investment of free cash flow, Rev. Acc. Stud. 11, 159–189.
* Xin Chen, YongSun and Xiaodong Xu, (2015), Free cash flow, over-investment and corporate governance in China, Pacific-Basin Finance Journal, 37, pp: 81–103.
* Yang, J., and Jiang, Y. (2008). Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study. The Business Review, 11 (1): 159-166.

Archive of SID

www.SID.ir

یادداشت‌ها

[1] Jensen
[2] Drobetz et al.
[3] Piot
[4] Financial Constraint
[5] Xin Chen et al
[6] Richardson
[7] Biddle et al
[8] Gergory and Wang
[9] Herfindal Index

Archive of SID

www.SID.ir