

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور

پایان نامه جهت دریافت درجه کارشناسی ارشد (M.A)

رشته حسابداری

عنوان:

بررسی تاثیر سهامداران کنترلی، عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری حسابداری بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما

جناب آقای دکتر رمضان رضائیان

نگارنده

شعله دانش

تابستان ۱۳۹۷



Azad Islamic university

Noor unit

Thesis for master bachelor

Field: accounting

Title:

analysis of controlling stakeholder, informational asymmetry and accounting
conservation on investment sensitivity to cash flow in companies listed in
Tehran Stock Exchange

Adviser professor:

Dr Ramezan Rezaeian

Writer:

Sholeh Danesh

Summer ۲۰۱۸

Abstract

The purpose of this study is analysis of controlling stakeholder, informational asymmetry and accounting conservation on investment sensitivity to cash flow. Statistical population for this study is all companies listed in Tehran Stock Exchange during ۱۳۹۰ to ۱۳۹۵. Regarding to systematic deletion, ۱۱۹ companies are accepted as statistical samples. Dependent variable is investment sensitivity to cash flow. Also, informational asymmetry, controlling stockholder percentage and conservation are considered as independent variable. For analyzing the results, software EvIEWS version^v is used. In this study, analysis of relationship between dependent and independent variable is conducted by multi-variable regression module in basis of combined data. The results of the study show that there is a significant relationship between informational asymmetry and controlling stockholder on investment sensitivity to cash flow. But three hypothesis based on effect of accounting conservation on investment sensitivity to cash flow hasn't been confirmed.

Keywords: informational asymmetry, controlling stockholder percentage, conservation, investment sensitivity to cash flow.

تشکر و قدردانی:

محضر ارزشمند پدر و مادر عزیزم به خاطر همه‌ی تلاش‌های محبت آمیزی که در دوران مختلف زندگی‌ام انجام داده‌اند و با مهربانی چگونه زیستن را به من آموخته‌اند.
به استادان فرزانه و فرهیخته‌ای که در راه کسب علم و معرفت مرا یاری نمودند .
به آنان که در راه کسب دانش راهنمایم بودند.
و به آنان که نفس خیرشان و دعای روح پرورشان بدرقه‌ی راهم بود.

فصل اول: کلیات تحقیق.....	۲
۱-۱- مقدمه.....	۳
۱-۲- بیان مساله.....	۳
۱-۳- اهمیت و ضرورت پژوهش.....	۵
۱-۴- اهداف پژوهش.....	۶
۱-۵- فرضیه‌های پژوهش.....	۶
۱-۶- متغیرهای پژوهش.....	۶
۱-۷- مدل پژوهش.....	۷
۱-۸- قلمرو پژوهش.....	۸
۱-۹- تعاریف مفهومی و عملیاتی متغیرهای پژوهش.....	۸
فصل دوم: ادبیات نظری و پیشینه پژوهش.....	۱۲
۲-۱- مقدمه.....	۱۲
۲-۲- ماهیت سرمایه‌گذاری.....	۱۳
۲-۲-۱- انواع سرمایه‌گذاری.....	۱۳
۲-۲-۲- فرایند سرمایه‌گذاری.....	۱۴
۲-۲-۳- مدل‌های نظری سرمایه‌گذاری.....	۱۵
۲-۲-۴- عوامل مؤثر در سرمایه‌گذاری.....	۱۶
۲-۳- حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی.....	۱۷
۲-۳-۱- محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی.....	۲۰
۲-۳-۱-۱- معیارهای تشخیص محدودیت‌های مالی در شرکت‌ها.....	۲۰
۲-۳-۱-۲- تقسیم‌بندی شرکت‌ها از نظر محدودیت‌های مالی.....	۲۳
۲-۳-۲- ساختار مالکیت و محدودیت‌های مالی.....	۲۵
۲-۳-۲-۱- ساختار مالکیت.....	۲۶

۲۸	 ترکیب مالکیت..... ۲-۲-۳-۲
۲۸	 مالکیت شرکتی..... ۳-۲-۳-۲
۲۹	 مالکیت مدیریتی..... ۴-۲-۳-۲
۳۰	 مالکیت نهادی..... ۵-۲-۳-۲
۳۲	 انواع مالکیت نهادی..... ۱-۵-۲-۳-۲
۳۶	 نقش های نظارتی و اطلاعاتی سرمایه گذاران نهادی..... ۲-۵-۲-۳-۲
۳۹	 درصد مالکیت سهامداران عمده..... ۶-۲-۳-۲
۴۰	 درصد مالکیت سهامداران کنترل..... ۷-۲-۳-۲
۴۰	 تمرکز مالکیت..... ۸-۲-۳-۲
۴۲	 شاخص هرفیندال هیرشمن (HHI)..... ۱-۸-۲-۳-۲
۴۲	 ضریب آنتروپی (EC):..... ۲-۸-۲-۳-۲
۴۳	 نسبت تمرکز سهامداران اصلی..... ۳-۸-۲-۳-۲
۴۳	 محدودیت های مالی، عدم تقارن اطلاعاتی و سرمایه گذاری..... ۴-۲
۴۸	 محدودیت های مالی، محافظه کاری و سرمایه ۵-۲
۵۱	 تقسیم انواع محافظه کاری..... ۶-۲
۵۱	 ۱-۶-۲ محافظه کاری مشروط: (محافظه کاری سود و زیانی- محافظه کاری از پیش تعیین شده)..... ۵۱
۵۲	 ۲-۶-۲ محافظه کاری نامشروط (محافظه کاری ترازنامه ای- محافظه کاری آینده نگر)..... ۵۲
۵۲	 ۷-۲ روش های اندازه گیری محافظه کاری..... ۵۲
۵۲	 ۱-۷-۲ روش های اندازه گیری محافظه کاری مشروط..... ۵۲
۵۴	 ۲-۷-۲ روش های اندازه گیری محافظه کاری نامشروط..... ۵۴
۵۶	 پیشینه پژوهش..... ۸-۲
۵۶	 پیشینه داخلی..... ۱-۸-۲

۵۹	۲-۸-۲ پیشینه خارجی
۶۳	فصل سوم: روش شناسی پژوهش
۶۴	۱-۳ مقدمه
۶۴	۲-۳ جامعه آماری
۶۴	۳-۳ نمونه آماری
۶۵	۴-۳ فرضیات پژوهش
۶۶	۵-۳ روش پژوهش
۶۶	۶-۳ جمع آوری و طبقه بندی داده‌ها
۶۷	۷-۳ متغیرهای پژوهش
۶۷	۱-۷-۳ متغیر وابسته
۶۸	۲-۷-۳ متغیر مستقل
۶۹	۳-۷-۳ متغیرهای کنترلی
۷۱	۸-۳ مدل مفهومی پژوهش
۷۱	۹-۳ مسائل مورد توجه در تخمین مدل
۷۲	۱-۹-۳ نرمال بودن
۷۲	۲-۹-۳ نا همسانی واریانس
۷۳	۳-۹-۳ خود همبستگی
۷۴	۴-۹-۳ هم خطی
۷۴	۵-۹-۳ مانایی متغیرها
۷۶	۱۰-۳ روش تجزیه و تحلیل داده‌ها
۷۷	۱-۱۰-۳ مدل داده‌های ترکیبی
۸۰	۲-۱۰-۳ روش‌های تخمین
۸۱	۳-۱۰-۳ مراحل تخمین با استفاده از داده‌های ترکیبی

۸۲	۳-۱۰-۴- اثرات ثابت.....
۸۲	۳-۱۰-۵- اثرات تصادفی.....
۸۲	۳-۱۰-۶- آزمون هاسمن.....
۸۳	۳-۱۱- خلاصه فصل.....
۸۴	فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها.....
۸۵	۴-۱- مقدمه.....
۸۵	۴-۲- آمار توصیفی داده ها.....
۸۷	۴-۳- آمار استنباطی.....
۸۸	۴-۴- پیش فرض های برازش مدل رگرسیون.....
۸۸	۴-۴-۱- آزمون مانایی (ایستایی متغیرها).....
۹۰	۴-۴-۲- آزمون نرمال بودن جملات خطا.....
۹۱	۴-۴-۳- بررسی نبود خود همبستگی.....
۹۲	۴-۴-۴- بررسی همسانی واریانس های جملات خطا.....
۹۳	۴-۴-۵- آزمون تعیین نوع داده های ترکیبی (آزمون چاو).....
۹۴	۴-۴-۶- آزمون تشخیص رگرسیون ترکیبی با اثر تصادفی یا ثابت (آزمون هاسمن).....
۹۵	۴-۵- نتایج حاصل از برآورد نهایی مدل های تحقیق.....
۹۶	۴-۵-۱- نتایج حاصل از برآورد مدل اول تحقیق.....
۹۸	۴-۵-۲- نتایج حاصل از برآورد مدل دوم تحقیق.....
۱۰۰	۴-۵-۳- نتایج حاصل از برآورد مدل سوم تحقیق.....
۱۰۳	۴-۶- خلاصه فصل.....
۱۰۴	فصل پنجم: بحث و نتیجه گیری.....
۱۰۵	۵-۱- مقدمه.....
۱۰۵	۵-۲- جمع بندی پژوهش و نتایج فرضیه ها.....

۱۰۶	۵-۲-۱- نتایج آزمون فرضیه اول.....
۱۰۷	۵-۲-۲- نتایج آزمون فرضیه دوم
۱۰۷	۵-۲-۳- نتایج آزمون فرضیه سوم.....
۱۰۸	۵-۳- پیشنهادات تحقیق.....
۱۰۸	۵-۳-۱- پیشنهادات کاربردی مبتنی بر نتایج تحقیق.....
۱۱۰	۵-۳-۲- پیشنهادات برای تحقیقات آتی.....
۱۱۰	۵-۴- محدودیت‌های تحقیق.....
۱۱۳	الف) منابع فارسی.....
۱۱۹	ب) منابع انگلیسی.....
۱۲۵	پیوست.....

چکیده فارسی

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر سهامداران کنترلی، عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری حسابداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی انجام شد. جامعه آماری این پژوهش، کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ است. با توجه به حذف سیستماتیک، ۱۱۹ شرکت پذیرفته‌شده به‌عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شد.

متغیر وابسته، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی است. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی، درصد سهامدار کنترلی و محافظه‌کاری به‌عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شدند. برای تجزیه و تحلیل نتایج به‌دست‌آمده از نرم‌افزار Eviews نسخه ۷ استفاده شده است.

بررسی رابطه بین متغیرهای وابسته و مستقل در این پژوهش با استفاده از مدل رگرسیونی چندمتغیره و بر مبنای داده‌های ترکیبی انجام شده است. نتایج پژوهش بیان می‌کند که بین عدم تقارن اطلاعاتی و سهامدار کنترلی با حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، رابطه معناداری وجود دارد. اما فرضیه سوم مبنی بر تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی مورد تأیید قرار نگرفت.

کلیدواژه‌ها: عدم تقارن اطلاعاتی، درصد سهامدار کنترلی، محافظه‌کاری، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی.

فصل اول

کلیات پژوهش

فصل اول: کلیات تحقیق

۱-۱ - مقدمه

با توجه به توسعه کسب و کار و نیاز مالکان به منابع متنوع تامین مالی، شرکت‌های سهامی ایجاد شدند. در اقتصادهای در حال توسعه مانند ایران، اکثر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا حدودی خصوصی شده، و مالکیت شرکت تا درجه بالایی در دست سرمایه گذاران عمده است که به دولت یا شرکت‌هایی که توسط دولت کنترل می شوند، وابسته هستند. قدرت کنترلی سهامدار عمده باعث می شود نفوذ بیشتری بر شرکت داشته و معاملاتی را انجام دهد که در ارتباط با منافع و حقوق آنها بوده و کنترل منافع را برای خود در دست بگیرد. از سوی دیگر ارزیابی عملکرد شرکت‌ها بخش عمده‌ای از مباحث حسابداری، مدیریت و اقتصاد را تشکیل می دهد. ارزیابی عملکرد یعنی اندازه گیری این موضوع که شرکت تا چه حدی به اهداف تعیین شده در برنامه‌های خود دست یافته است. نتیجه حاصل شده از ارزیابی عملکرد ابزاری برای پیش‌بینی برنامه‌های آتی و نیز بهبود نقاط قوت و برطرف کردن نقاط ضعف است. از اینرو هدف از این پژوهش بررسی تاثیر درصد سهامداران کنترلی، محافظه کاری و عدم تقارن اطلاعاتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در فصل جاری، و در راستای اهمیت موضوع، ابتدا به بیان مسئله و اهمیت و ضرورت تحقیق پرداخته می شود؛ سپس اهداف، فرضیه‌ها و قلمرو تحقیق مطرح خواهند شد. بخش آخر نیز به تعریف واژگان و اصطلاحات کلیدی اختصاص یافته است.

۱-۲ - بیان مساله

تأمین مالی برای هر شرکت یکی از مهمترین موضوعاتی است که مدیران با آن دست و پنجه نرم می کنند. با مطرح شدن مسأله سرمایه گذاری شرکت‌ها، مسأله تأمین مالی این پروژه های سرمایه گذاری نیز مطرح می شود. در بازارهای کامل سرمایه، انتظار می رود که همه شرکت‌ها به راحتی به منابع خارجی برای تأمین مالی دسترسی داشته و تصمیمات سرمایه گذاری منحصرأ مبتنی بر سودآوری مورد انتظار آینده باشد و تأمین مالی داخلی هیچ تأثیری بر تصمیمات سرمایه گذاری نداشته باشد. اما در دنیای واقعی هزینه تأمین

مالی با استفاده از منابع داخلی و خارجی متفاوت است و تأمین مالی خارجی نسبت به تأمین داخلی گرانتر است. به همین دلیل شرکتها متمایل به استفاده از منابع داخلی می شوند (دروپز و همکاران^۱، ۲۰۱۷).

بحث حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی یکی از موضوعاتی است که اخیراً مورد توجه محققین مالی قرار گرفته است. این ادبیات به طور واضحتر با ادبیات تأمین مالی و ادبیات سرمایه گذاری مرتبط است. این ادبیات برای نخستین بار توسط پژوهش فزازری و همکاران^۲ (۱۹۸۸) شروع گردید و سپس توسط پژوهش کاپلان و زینگلاس (۱۹۷۷) به چالش کشیده شد (چاودهارى و همکاران^۳، ۲۰۱۶). ادبیات مالی معتقد است که سرمایه گذاری شرکت، به دسترسی جریان وجه نقد داخلی حساس است. حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی، به تغییرات مخارج سرمایه ای شرکت ها در قبال تغییرات در جریان های نقدی اشاره دارد. این مبحث با ادبیات سرمایه گذاری و تأمین مالی شرکتی مرتبط است (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۹). فرض بر این است که مخارج سرمایه ای شرکت به طور کامل تابعی است از فرصت های سرمایه گذاری که در آن عرضه سرمایه بی نهایت انعطاف پذیر است (ارسلان و همکاران^۴، ۲۰۰۶). مخارج سرمایه ای مخارجی هستند که به حفظ، تداوم یا افزایش ظرفیت تولید کالا و خدمات می انجامند و برای شرکت سودآوری آتی دارند. مخارج سرمایه ای عمدتاً صرف خرید، ساخت، بهسازی و تعمیرات دارایی های ثابت می شود (مجتهد زاده و احمدی، ۱۳۸۸). از دلایل عمده وجود اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی را میتوان نام برد. در حالت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران در مورد جریان های نقدی، فرصت های سرمایه گذاری و به طور کلی چشم انداز آتی و ارزش واقعی شرکت، اطلاعاتی بیش از سرمایه گذاران برون سازمانی در اختیار دارند. عدم تقارن اطلاعاتی موجب ایجاد ریسک و مخاطره اطلاعاتی برای تأمین کنندگان منابع مالی می گردد (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۹).

تأمین کنندگان منابع مالی در قبال ریسک اطلاعاتی که تحمل می کنند، صرفی را برای تأمین مالی درنظر می گیرند. به همین دلیل، سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری در چنین شرکت هایی، نرخ بازده بالاتری را طلب می کنند. بر مبنای مطالب ذکرشده، می توان ادعا نمود که شرکتهایی که نارسایی های مربوط به بازار سرمایه در مورد آنها از شدت بیشتری برخوردار است، برای تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری خود، بیشتر بر منابع داخلی تکیه می کنند (جورج و همکاران، ۲۰۰۸).

^۱ Drobetz et al.

^۲ Fazzary et al.

^۳ Chowdhury et al.

^۴ Arslan et al.

از سوی دیگر یکی از مواردی که می تواند در تصمیمات تامین مالی نقش مهمی داشته باشد، محافظه کاری است. محافظه کاری، در رایجترین تعریف خود، برخورد متمایز با شناسایی سود ها و زیان ها است. این برخورد نامتقارن، ناشی از قابلیت رسیدگی نامتقارنی است که برای سود ها و زیان ها در نظر گرفته می شود. به عبارت دیگر، برای شناسایی زیان ها اطلاعاتی که قابلیت رسیدگی آنها به مراتب پایین تر از اطلاعات پشتوانه سودهاست، کفایت می کند. این قابلیت رسیدگی متقارن می تواند از دلایل مربوط به قرارداد استخدام یا حاکمیت شرکتی حاصل شود. مدیران انگیزه دارند برای اجتناب از اخراج قبل از آن که دوران تصدی آنها به پایان برسد و یا از دست رفتن شهرت، زیان ها را پنهان نمایند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۹). پذیرش زیان ها و یا پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی، می تواند هیات مدیره متشکل از سهامداران را به برکنار کردن مدیر تشویق نماید. قابلیت رسیدگی نامتقارن موجب شناسایی زیان ها سریعتر از سود ها می گردد و برای هیأت مدیره و سهامداران، علامتی است که دلایل این زیان ها را بررسی کنند (انوار و همکاران، ۲۰۰۷). حال این سوال مطرح می شود که آیا عدم تقارن اطلاعاتی، سهامداران کنترلی و محافظه کاری حسابداری می تواند حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را تحت تاثیر قرار دهد؟ هدف اصلی این پژوهش بررسی تاثیر سهامداران کنترلی و عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری حسابداری بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

۱-۳- اهمیت و ضرورت پژوهش

محافظه کاری با انواع مالکیت شرکتی رابطه نزدیکی داشته و هردو نقش مهمی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه های نمایندگی در قراردادها ایفا می کند از اینرو می توان نقش تاثیر گذاری بر عملکرد مالی و سودآوری داشته باشد. محافظه کاری می تواند رفتار فرصت طلبانه مدیریت شرکت در گزارشگری مالی را محدود نماید و به نوبه خود منجر به کاهش هزینه های نمایندگی در موسسات و شرکتها گردد. محافظه کاری باعث شناسایی به موقع زیانها و کاهش احتمال ورشکستگی شرکتها و سقوط آنها می گردد. از اینرو هدف از این پژوهش بررسی نقش تعدیل کننده محافظه کاری حسابداری بر رابطه بین مالکیت سهامدار عمده و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد.

۴-۱- اهداف پژوهش

هدف اصلی از تحقیق بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۵ می باشد.

(۱) بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران

(۲) بررسی تاثیر سهامدار کنترلی بر حساسیت سرمایه گذاری بر جریان نقدی در شرکت های پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران

(۳) بررسی تاثیر محافظه کاری حسابداری بر حساسیت سرمایه گذاری بر جریان نقدی در شرکت های

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۵-۱- فرضیه های پژوهش

(۱) عدم تقارن اطلاعاتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری دارد.

(۲) سهامدار کنترلی بر حساسیت سرمایه گذاری بر جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس

اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری دارد.

(۳) محافظه کاری حسابداری بر حساسیت سرمایه گذاری بر جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری دارد.

۶-۱- متغیرهای پژوهش

۱-۶-۱- متغیرهای وابسته

هدف محقق در تحقیق علمی ، توصیف یا پیش بینی تغییر پذیری متغیر وابسته است. به بیان دیگر ،

متغیر وابسته همان متغیر اصلی است که به منزله ی یک مطلب قابل تحقیق جلوه می کند . با تحلیل متغیر

وابسته (یعنی این که چه متغیر هایی بر آن تاثیر می گذارد)، می توان برای حل مساله به پاسخ هایی دست

یافت . محقق باید این متغیر و نیز سایر متغیرهایی که بر آن تاثیر میگذارند کمی کند و بسنجد (اکبری و

دوستار، ۱۳۹۲). در این پژوهش حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی به عنوان متغیر وابسته در نظر

گرفته شده است.

۱-۶-۲ - متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل در این پژوهش متغیر سهامدار کنترلی، عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری است.

۱-۶-۳ متغیرهای کنترلی

در یک تحقیق اثر تمام متغیر ها را بر یکدیگر نمی توان به طور هم زمان مورد مطالعه قرار داد . بنابراین محقق اثر برخی از متغیر ها را کنترل نموده و یا آن ها را خنثی می کند و لازم است به گونه تصریحی یا تلویحی مشخص نماید که متغیرهای کنترل چه بوده و اثر آن ها چگونه ثابت ، حذف و یا خنثی شده است (فرهنگی و دیگران ، ۱۳۸۵، ۳). متغیرهای کنترل در این تحقیق به شرح زیر می باشد: اندازه شرکت، اهرم مالی، کیو توبین

۱-۷- مدل پژوهش

در این پژوهش حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکت، متغیر وابسته است که به عنوان مهم ترین متغیر در این تحقیق به کار می رود و هدف، توصیف یا پیش بینی تغییرپذیری این متغیر است و در نظر است تغییرات آن توسط متغیر مستقل درصد سهامداران کنترلی، عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری حسابداری تشریح شود. بنابراین با توجه به موضوع پژوهش و بنا به فرضیه اصلی که بررسی تاثیر درصد سهامداران کنترلی، عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری حسابداری بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، به شرح زیر ارائه می گردد.

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 Cons_{i,t} + \beta_4 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * Cons_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 Control\ stocker_{i,t} + \beta_4 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * Control\ stocker_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 asymmetry_{i,t} + \beta_4 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * asymmetry_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

۸-۱- قلمرو پژوهش

۸-۱-۱ قلمرو موضوعی

قلمرو موضوعی پژوهش در زمینه سهامدار کنترلی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی و محافظه کاری حسابداری است که در حوزه سرمایه گذاری و مدیریت مالی می باشد.

۸-۱-۲ قلمرو مکانی

قلمرو مکانی پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد.

۸-۱-۳ قلمرو زمانی

قلمرو زمانی پژوهش ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ در نظر گرفته شده است.

۹-۱- تعاریف مفهومی و عملیاتی متغیرهای پژوهش

حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی: که از طریق اندازه گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقدی به دست می آید. مخارج سرمایه ای به دارایی های کل است (CAPX_{it}/A_{it-1}) که عبارت است از نسبت سرمایه گذاری در دارایی های ثابت در طی سال به کاررفته در ابتدای سال؛ که این متغیر از صورت جریان وجوه نقد استخراج می شود. درواقع مخارج سرمایه ای، سرمایه گذاری در آن دسته از دارایی هایی است که از آن ها انتظار کسب منافع بلندمدت یا بیش از یک دوره مالی می رود. در بسیاری از پژوهش های انجام شده، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، بر اساس رگرسیون سرمایه گذاری به وجه نقد و Q توبین، بررسی نموده اند (هواکیمین، ۲۰۱۰). مدل سرمایه گذاری به صورت زیر تعریف شده است که در این مدل I_t بیان گر شرکت (بعد مکانی) و t بیان گر سال (بعد زمانی) است:

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

کیوتوبین: عبارتست از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری (یا ارزش جایگزینی دارایی های

شرکت). بدین ترتیب که ارزش دفتری دارایی های شرکت در مخرج کسر استفاده شده و در صورت کسر نیز ارزش بازار شرکت (مجموع ارزش بازار سهام شرکت و ارزش دفتری بدهی ها) قرار داده می شود. این

نسبت برای نخستین بار در سال ۱۹۶۹ توسط اقتصاددانی به نام جیمز توبین ارائه شد و تحقیقات فراوانی درباره آن در دست است. در بسیاری از تحقیقات تجربی از این نسبت برای نشان دادن عملکرد مالی استفاده شده است. بنابراین کیو توبین از رابطه ذیل محاسبه می گردد (فورستر همکاران، ۲۰۰۹).

$$Q_{tobin} = \frac{MVE + ST + LT}{TA}$$

در رابطه فوق MVE نشان گر ارزش بازار سهام عادی، ST و LT به ترتیب ارزش دفتری بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت است. TA نیز ارزش دفتری کل دارایی های شرکت می باشد. برای محاسبه ارزش بازار سهام، میانگین موزون تعداد سهام شرکت در طی سال محاسبه گردید و سپس قیمت پایانی سهام در آخرین روز معاملاتی در پایان هر سال از نرم افزار تدبیر پرداز استخراج گردید و سپس با ضرب تعداد سهام در قیمت پایانی، ارزش بازار هر شرکت به صورت جداگانه محاسبه شد. ارزش دفتری بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت نیز از صورتهای مالی حسابرسی شده شرکت ها استخراج شده است.

سهامدار کنترلی: سهامدار کنترلی سهامداری هست که بالاترین درصد مالکیت در شرکت را دارد (خردیار، ۱۳۹۴).

عدم تقارن اطلاعاتی: اینکه اطلاعات چگونه است در تعیین مکانیزم قیمت اطلاعات و رسیدن به کارایی اهمیت دارد اگر اطلاعات در دسترس همگان یکسان بوده و همه ی افراد حاضر در بازار موردنظر اطلاعات یکسانی داشته باشند گوییم فرض تقارن اطلاعات برقرار بوده و هیچ کس به علت نداشتن اطلاعات در معرض عدم دستیابی به کارایی قرار نخواهد گرفت. ضمن آنکه برقراری اطلاعات متقارن یکی از فروض تشکیل بازار رقابت کامل است که از طریق دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار می گیرد و به طریق زیر برآورد می گردد: .

اینکه اطلاعات چگونه است در تعیین مکانیزم قیمت اطلاعات و رسیدن به کارایی اهمیت دارد اگر اطلاعات در دسترس همگان یکسان بوده و همه ی افراد حاضر در بازار موردنظر اطلاعات یکسانی داشته باشند گوییم فرض تقارن اطلاعات برقرار بوده و هیچ کس به علت نداشتن اطلاعات در معرض عدم دستیابی به کارایی قرار نخواهد گرفت. ضمن آنکه برقراری اطلاعات متقارن یکی از فروض تشکیل بازار رقابت کامل است که از طریق دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار می گیرد و به طریق زیر برآورد می گردد .

$$BA_{it} = \frac{AP_{it} - BP_{it}}{\frac{AP_{it} + BP_{it}}{2}}$$

محافظه کاری: واکنشی است احتیاطی که در شرایط نبود اطمینان به کار گرفته می شود و می کوشد نشان دهد که نبود اطمینان و ریسک ذاتی در وضعیت شرکت، به قدر کافی مطرح شده است. به اعتقاد بسیاری از پژوهش گران، این واکنش احتیاطی می تواند دارای اطلاعات با اهمیتی باشد و در کاهش نبود تقارن اطلاعاتی موجود بین تهیه کنندگان صورت های مالی، نقش آفرینی کند. شاخص محافظه کاری گیولی و هین (۲۰۰۰) به صورت زیر قابل محاسبه می باشد هر چه قدر این مقدار بزرگتر باشد محافظه کاری بیشتر است:

$$\text{جریان نقدی حاصل از عملیات} - \text{هزینه استهلاک} + \text{سود عملیاتی} \\ \text{جمع داراییها در اول دوره} = \text{شاخص محافظه کاری}$$

اندازه شرکت (SIZE): اندازه شرکت بیانگر حجم و گستردگی فعالیت شرکت است، غالباً شاخص هایی را مبین اندازه می دانند که عملکرد شرکت را نشان دهد نه ظرفیت فیزیکی آن را. اندازه شرکت به طرق مختلف، از جمله میزان فروش شرکت، ارزش روز یا دفتری دارایی های شرکت، ارزش بازار یا ارزش دفتری سهام عاد، ارزش بازار یا دفتری حقوق صاحبان سهام، نسبت قیمت به سود، نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار، تعداد پرسنل یا ترکیبی از عوامل مذکور اندازه گیری می شود که این پژوهش برای تعیین اندازه شرکت از لگاریتم کل دارایی ها در دوره جاری استفاده شده است (طرفی، ۱۳۸۵).

اهرم مالی (LEV): اهرم مالی توانایی تغییر بازده و ریسک شرکت ها را داراست. بنابراین ساختار سرمایه هر شرکت با اهرم مالی آن رابطه ای تنگاتنگ دارد. لذا استفاده شرکت ها از شیوه های مختلف تامین مالی منوط به وجود شرایط و اثر متغیرهای اقتضایی است که گاهی بر اساس موقعیت و برای جهت گیری شرکت ها در بازار و نیز ارزیابی آن ها از طرف موسسات تامین اعتبار به وجود می آید. اما لزوم توجه به تئوری نمایندگی در این است که تعارض دارندگان سهام، مالکین گردانندگان و نیز صاحبان اوراق قرضه بر تصمیم گیری تا نی سرمایه و سرمایه گذاری موثر است. اهرم مالی از تقسیم مجموع بدهی های شرکت بر جمع کل دارایی های شرکت به دست می آید.

فصل دوم:

ادبیات نظری و پیشینه پژوهش

فصل دوم: ادبیات نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- مقدمه

یکی از مهمترین تصمیمات اقتصادی، تصمیمات سرمایه گذاری است. اهمیت سرمایه گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه ایست که آن را به یکی از اهرم های قوی برای رسیدن به توسعه تبدیل نموده است. رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی در بلند مدت، بدون توجه به سرمایه گذاری و عوامل موثر بر رشد آن امکان پذیر نمی باشد. شناخت عوامل مؤثر بر رشد سرمایه گذاری از یک سو موجب کاهش حجم نقدینگی های سرگردان و تورم شده و از سوی دیگر با افزایش سطح عملکرد شرکت منجر به افزایش ثروت سرمایه گذاران می گردد. همچنین یک حوزه مهم از ادبیات تأمین مالی شرکت ها، تمرکز بر فرصت های سرمایه گذاری است. فرصت های سرمایه گذاری یکی از ابزارهای رشد در اختیار مدیران است که می توانند در نظر گرفته شوند و یا مورد غفلت قرار گیرند. رشد برای تمام شرکت ها صرف نظر از اینکه آنها در صنایع رو به رشد یا در بازارهای بالغ و تکامل یافته هستند یا خیر، امری ضروری محسوب می شود. سرمایه گذاری، نیاز و الزام اساسی برای شرکت هایی است که در جستجوی فرصت های سرمایه گذاری هستند. فرصت های سرمایه گذاری، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه کرده و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود. از طرفی تأمین منابع مالی برای سرمایه گذاری های بلند مدت، بخش عمده ای از نگرانی های مدیران شرکت ها را تشکیل می دهد. در بازارهای کامل، تصمیمات سرمایه گذاری و تأمین مالی شرکت ها، مستقل از یکدیگر هستند. در واقع شرکت ها می توانند همیشه تأمین مالی خارجی را با هزینه ای معادل هزینه ی سرمایه ی خودشان انجام دهند. اما فرض عدم نقض بازار غیر واقع بینانه است. در صورت وجود نقص های بازار سرمایه، منابع وجوه داخلی و خارجی نمی توانند کاملاً جایگزین یکدیگر باشند

لذا این پژوهش رابطه بین محافظه کاری، عدم تقارن اطلاعاتی و درصد سهامداران نهادی با حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را مورد بررسی قرار می دهد. بدین منظور در این فصل مفاهیم حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، محدودیت های مالی، معیارهای تشخیص محدودیت های مالی و تقسیم بندی آن ها مورد بررسی قرار می گیرد. در خاتمه فصل نیز پژوهش های صورت گرفته در داخل و خارج کشور بیان می گردد.

۲-۲ - ماهیت سرمایه گذاری

سرمایه‌گذاری عبارتست از تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری می‌شود. واژه سرمایه‌گذاری دامنه وسیعی از فعالیت‌ها را شامل می‌شود. این واژه می‌تواند شامل سرمایه‌گذاری در اوراق مشارکت، سهام عادی، برگه‌های اختیار خرید و اختیار فروش سهام، اوراق قابل تبدیل و دارایی‌های مشهود از قبیل طلا، اشیاء قیمتی، زمین و... باشد. سرمایه‌گذاری را میتوان به این صورت تعریف نمود: خریدن یک قلم دارایی واقعی یا مالی که میزان بازده آن با ریسک مورد انتظار متناسب باشد. به زبان ساده تر سرمایه‌گذاری عبارت است از هرگونه فدا کردن ارزشی در حال حاضر که معمولاً مشخص است) به امید به دست آوردن ارزشی بیشتر در زمان آینده). سرمایه‌گذاری را می‌توان از دیدگاه‌های مختلفی تقسیم بندی نمود: سرمایه‌گذاری بر حسب موضوع که به سرمایه‌گذاری واقعی و مالی و سرمایه‌گذاری از نظر زمانی که به کوتاه مدت و بلندمدت تقسیم می‌شود. در فرآیند سرمایه‌گذاری پس انداز کردن مازاد درآمد نسبت به هزینه شخص، نخستین گامی است که باید در این راه برداشته شود. گام بعدی شناخت و آگاهی از ریسک است. یک سرمایه‌گذار باید بتواند میزان بازده و ریسک قابل قبول را محاسبه و پیش بینی کند. در مرحله بعد آگاهی و شناخت انواع اوراق بهادار موجود در بازار است. پس از این مرحله لازم است که سرمایه‌گذار میزان ریسک و بازده اوراق بهادار شرکت‌هایی را محاسبه نماید که مایل به سرمایه‌گذاری در آنها می‌باشد. یکی دیگر از ارکان فرآیند سرمایه‌گذاری دسترسی به سیستم اطلاعاتی در این زمینه از طریق روزنامه‌های تخصصی، سایت‌های مالی، و... است. شناخت ساختار بازار اوراق بهادار بخش دیگری از فرآیند سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذار باید بداند که این اوراق چگونه معامله می‌شوند و شیوه داد و ستد و ایجاد رابطه با کارگزار چگونه است. آخرین گام در فرآیند سرمایه‌گذاری انتخاب مجموعه‌ای از اوراق بهاداری است که از دیدگاه سرمایه‌گذار دارای بازده و ریسک قابل قبول می‌باشد. در این پژوهش منظور از سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی است (تیموری، ۱۳۸۶).

۲-۲-۱ - انواع سرمایه گذاری

اصولاً سرمایه گذاری در دو نوع دارایی انجام می پذیرد:

- سرمایه گذاری در دارایی‌های فیزیکی مثل ماشین آلات، ساختمان، موجودی کالا

- سرمایه گذاری در دارایی‌های مالی

غالباً سرمایه گذاری در دارایی‌های مالی به دو صورت امکان پذیر می باشد:

الف) سرمایه گذاری مستقیم در اوراق بهادار شرکت‌ها

ب) سرمایه گذاری غیرمستقیم از طریق واسطه های مالی

در حالت اول سرمایه گذار مالک شرکت محسوب می شود، اما در حالت دوم سرمایه گذار از طریق خرید

سهام شرکت سرمایه گذاری اقدام به سرمایه گذاری می کند (مهرانی و تالانه، ۱۳۷۷).

۲-۲-۲ - فرایند سرمایه گذاری

املینگ و فردریک فرایند سرمایه گذاری را اینگونه تعریف کرده اند: انجام یک سری از فعالیت هایی است که منجر به خرید دارایی‌های واقعی یا اوراق بهادار شود (املینگ و فردریک، ۱۹۸۹، ۵). سرمایه گذار باید ویژگی‌های هر یک از سرمایه گذاری ها را بداند به عنوان مثال اگر می خواهد در اوراق بهادار سرمایه گذاری بکند باید از ویژگی‌های آن به طور کامل اطلاع داشته باشد. دانش درباره اوراق بهادار، فرد سرمایه گذار را در تصمیم‌گیری ها یاری نموده و نتایج سرمایه گذاری رضایت بخش خواهد بود، مثلاً یکی از ویژگی‌های اوراق بهادار ریسک آن است سرمایه گذار باید قادر باشد ریسک اوراق بهادار را تعیین کند و اوراق بهاداری را برای سرمایه گذاری انتخاب نماید که ریسک آن متناسب با بازده آن باشد. همچنین سرمایه گذار باید از انجام طریقه معاملات اوراق بهادار اطلاع کافی داشته باشد او باید بداند که اوراق بهادار را چگونه و از کجا خریداری نماید و چگونه به فروش برساند که این خود مستلزم شناخت بازار اوراق بهادار است. البته سرمایه گذار می تواند از مؤسسات مشاوره سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار کمک بگیرد (حامدیان و اسدی، ۱۳۷۹) بنابراین برای این انتخاب مناسب طبق نظر جی جی نیوز مراحل باید در فرایند سرمایه گذاری طی شود که عبارتند از:

- مرحله اول: تهیه سرمایه مورد نیاز

- مرحله دوم: کسب شناخت و پذیرش ریسک توسط سرمایه گذار

- مرحله سوم: شناخت انواع دارایی جهت سرمایه گذاری

^۵ Amling & Fredrick

- مرحله چهارم : شناخت ریسک و بازده شرکت‌های موجود
- مرحله پنجم: دسترسی به اطلاعات مربوط
- مرحله ششم: شناخت ساختار بازار اوراق بهادار
- مرحله هفتم: انتخاب مجموعه ای از اوراق بهادار و دارایی‌های مشخص

۲-۲-۳- مدل‌های نظری سرمایه‌گذاری

مدل‌های نظری موجود در زمینه سرمایه‌گذاری را می‌توان به سه طبقه کلی مدل‌های شتاب، مدل‌های سود انتظاری و مدل‌های نئوکلاسیک‌ها تقسیم بندی کرد. اقتصاددانان کلاسیک با استفاده از روش اقتصاد کلان مسأله رشد اقتصادی را بررسی می‌کنند. از نظر آنان تقاضا برای سرمایه‌گذاری تابع غیر مستقیمی از نرخ بهره و بازار سرمایه نظریه تعیین این نرخ است.

نئوکلاسیک‌ها علاوه بر تأیید نظریات کلاسیک‌ها نظریات خود را بر اساس مفاهیم نهایی و مطلوبیت نهایی بیان می‌کنند. در این مکتب، سرمایه‌گذاری از عامل سرمایه شروع می‌شود و قیمت‌ها در تصمیمات سرمایه‌گذاری نقش زیادی دارد. از نظر کینز سرمایه‌گذاری به کارایی نهایی سرمایه نسبت به نرخ بهره هزینه فرصت منابع سرمایه‌گذاری شده بستگی دارد و سرمایه‌گذاری واقعی تا آن حد صورت می‌گیرد که نرخ بازده نهایی بالاتر از نرخ بهره بازار شود. نظریه شتاب، سرمایه‌گذاری را یک نسبت خطی از تغییرات تولید در نظر می‌گیرد. بر اساس این نظریه با وجود نسبت رشد سرمایه به محصول، محاسبه سرمایه‌گذاری مورد نیاز برای حصول مقدار مشخصی از تولید ساده خواهد بود. در این مدل انتظارات، سودآوری و هزینه‌های سرمایه نقش ندارند (اسلامی و بیگدلو، ۱۳۸۵).

جورگنسن و هال و جورگنسن عنوان کردند که روش ذخیره بهینه سرمایه به قیمت تولید و هزینه استعمال سرمایه بستگی دارد. شکاف بین ذخایر سرمایه جاری و مطلوب از طریق تأخیر در تصمیم‌گیری منجر به ارائه معادله سرمایه‌گذاری تغییر در ذخایر سرمایه می‌شود (شورورزی، ۱۳۸۹).

۲-۲-۴- عوامل مؤثر در سرمایه‌گذاری

عوامل تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری به دو دسته شناخته شده و نامشخص تقسیم می‌شود. از عوامل شناخته شده برخی قابل اندازه‌گیری نیست. در این قسمت سعی می‌شود عواملی بررسی شود که قابل اندازه‌گیری است و در عین حال بیشترین اثرات را بر سرمایه‌گذاری دارد (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

سطح درآمد: با توجه به نظریه‌های سرمایه‌گذاری (اصل شتاب)، تغییرات سطح درآمد تأثیری بیشتری بر سطح مطلق درآمد دارد، بنابراین سطح درآمد یا تغییرات سطح درآمد را می‌توان به عنوان عامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری خصوصی تلقی کرد.

سرمایه‌گذاری دولتی: به لحاظ نظری اگر سرمایه‌گذاری دولتی در حیطه بخش خصوصی و فعالیت‌های تولیدی وارد شود، به عنوان جایگزینی قدرتمند برای بخش خصوصی عمل می‌کند (اثر تخیل‌های). اگر سرمایه‌گذاری بخش عمومی در حیطه کالاهای عمومی باشد به عنوان بخش مکمل برای سرمایه‌گذاری خصوصی عمل می‌کند (اثر کششی).

اعتبارات بانکی: در مورد تأثیرات اعتبارات و تسهیلات بانکی بر سرمایه‌گذاری خصوصی در قالب نظریه‌های سیاست پولی اقتصاد کلان تردیدی وجود ندارد و نقش سیاست پولی در تشویق سرمایه‌گذاری خصوصی حائز اهمیت است. از طریق ایجاد تسهیلات لازم در زمینه افزایش حجم پول و کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری، مانند تغییر در نرخ ذخیره قانونی و نرخ تنزیل مجدد، سرمایه‌گذاری اقتصاد افزایش می‌یابد. **نرخ تورم:** نرخ تورم داخلی از جمله متغیرهایی است که بر تقاضای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی مؤثر است. تورم لجام گسیخته، که همراه با افزایش تولید نیز باشد، تأثیر منفی روی سرمایه‌گذاری خصوصی می‌گذارد. نرخ تورم بالا ریسک فعالیت‌های تولیدی را افزایش می‌دهد و بخش سوداگری اقتصاد را با سود سرشاری مواجه می‌کند و در نتیجه منابع را از فعالیت‌های تولیدی و سرمایه‌گذاری به سمت خدمات کاذب، احتکار و فعالیت‌های تجاری زود بازده سوق می‌دهد.

پس انداز: پس انداز می‌تواند از طریق نظام بانکی یا بازارهای ملی وارد جریان کار و تولید شود و به صورت فزاینده درآمد ملی را افزایش دهد. در واقع پس انداز ملی بهترین منبع سرمایه‌گذاری به حساب می‌آید، زیرا بازده آن برای اقتصاد ملی در بالاترین سطح قرار دارد (مدانلو جویباری، ۱۳۹۰).

اما علاوه بر مؤثر بودن این عوامل در تصمیمات سرمایه‌گذاری بعضی موارد هستند که ماهیت این تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهند. که مهم‌ترین این عوامل به شرح زیر می‌باشند:

دوره سرمایه‌گذاری: سرمایه‌گذارانی که دوره سرمایه‌گذاری بلند مدت دارند، بیشتر از سرمایه‌گذاران با دوره سرمایه‌گذاری کوتاه مدت در دارایی‌های ریسکی سرمایه‌گذاری می‌کنند. هنگام تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری این نکته را باید در نظر گرفت که سرمایه‌گذار چه موقع وجه نقد خود را نیاز دارد. اشخاصی که دارایی‌های خود را برای دوره‌ای کوتاه مدت تخصیص می‌دهند، بر این باورند که بازار سهام در برابر تغییرات شرایط اقتصادی و مالی بیش از حد واکنش نشان می‌دهد و همین باعث می‌شود قیمت سهام بیش از حد بالا یا پایین می‌آید (اخلاقی، ۱۳۸۹).

منابع مالی: هر سرمایه‌گذاری و استراتژی مورد نظر آن سرمایه‌گذاری نیاز به منابع مالی دارد. به طور مثال، اگر اشخاص و شرکت‌ها به منابع مالی بلند مدت دسترسی داشته باشند، به سرمایه‌گذاری‌ها و اهداف بلند مدت می‌اندیشند و اگر به منابع مالی کوتاه مدت دسترسی داشته باشند به سرمایه‌گذاری کوتاه مدت فکر می‌کنند.

نقدینگی سرمایه‌گذاری: برخی از افراد ممکن است به سرعت به منابع مالی که سرمایه‌گذاری می‌کنند نیاز داشته باشند. برای این افراد قدرت نقدینگی سرمایه‌گذاری می‌کنند نیاز داشته باشند. برای این افراد قدرت نقدینگی سرمایه‌گذاری بسیار مهم است. به عنوان مثال افراد بازنشسته عموماً نقدینگی بیشتری نیاز دارند. از سوی دیگر سرمایه‌گذارانی که در نقطه اوج درآمدی قرار دارند، نقدینگی کمتری نیاز دارند.

مالیات: سرمایه‌گذاران بر اساس نوع سرمایه‌گذاری خود، مالیات‌های متفاوتی را می‌پردازند. از این رو نرخ مالیات پرداختی، سودآوری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد (چن و همکاران، ۲۰۰۰).

۲-۳ حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی

حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی، به تغییرات مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی اشاره دارد. این مبحث با ادبیات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکتی مرتبط است (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۹). در واقع حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد به منزله یکی از مؤلفه‌های تصمیمات مالی مطرح است؛ چرا که توان سرمایه‌گذاری شرکت به گونه‌ای تحت تأثیر توان تأمین مالی شرکت قرار دارد و در نتیجه نوعی تصمیم‌گیری مالی به شمار می‌رود. در مواردی که حساسیت‌های

^۱ Chen et al.

مالی وجود داشته و شرکت ها با محدودیت های تأمین مالی مواجه باشند، سرمایه گذاری ها نیز تحت تأثیر توان نقدینگی شرکت قرار خواهند گرفت (حسنی، ۱۳۹۲).

حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی از طریق اندازه گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقدی تعریف می شود. بر این اساس، هر اندازه حساسیت مخارج سرمایه گذاری به جریان های نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی خود بیشتر است و بنابراین، از محدودیت مالی بیشتری برخوردار خواهد بود. همچنین، بر اساس این شاخص در مورد شرکت هایی که نقص های بازار سرمایه در مورد آن ها شدیدتر باشد، انتظار حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی بالاتری وجود دارد (عرب صالحی و اشرفی، ۱۳۹۰).

تأمین منابع مالی برای سرمایه گذاری های بلند مدت، بخش عمده ای از نگرانی های مدیران شرکت ها را تشکیل می دهد. طبق نظریه میلر - مودigliani^۷ در شرایط وجود بازار سرمایه "کامل"، تفاوتی در هزینه تأمین مالی از منابع داخلی یا خارجی شرکت وجود ندارد. در چنین حالتی، شرکت ها می توانند بدون هیچ مشکلی، با نرخ هزینه سرمایه مشخص، به تأمین منابع مالی لازم از طریق بازار سرمایه اقدام نمایند. اما بازار سرمایه در عمل، نمی تواند به طور کامل کارا باشد. از طرفی، اداره شرکت ها در اختیار مدیرانی قرار دارد که مالک شرکت نبوده، منافع متفاوتی با صاحبان اصلی شرکت دارند (مسأله نمایندگی). در چنین حالتی، سرمایه گذاران نسبت به مدیران شرکت اعتماد لازم را نداشته، برای تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری، نرخ بازده بیشتری را خواستار می شوند. از طرف دیگر، سرمایه گذاران اطلاعات کمتری در مورد شرایط اقتصادی شرکت ها دارند و در بسیاری از موارد، ریسک سرمایه گذاری در شرکت ها را بیشتر از میزان واقعی ارزیابی در نهایت، تأمین مالی از منابع خارج از شرکت (انتشار سهام، اوراق قرضه) دارای هزینه های زیادی است که باعث می شود هزینه تأمین مالی از نرخ بازده اسمی اعلام شده فراتر رود. این عوامل، شرکت ها را به استفاده روز افزون از منابع داخلی برای تأمین مالی سرمایه گذاری های خود، متمایل می نماید (عرب صالحی و اشرفی، ۱۳۹۰، ص ۷۶). همانطور که در مطالب پیشین ذکر شد، شرکتی که در دسترسی به منابع خارجی بازار سرمایه با مشکلات بیشتری مواجه باشد، بخش بیشتری از منابع مالی مورد نیاز خود را از منابع داخل شرکت تأمین می کند. چنین شرکتی اصطلاحاً "شرکت دچار محدودیت مالی" نامیده می شود. میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی نیز از طریق "حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقدی" آن شرکت تعیین می شود. (عرب صالحی و اشرفی، ۱۳۹۰، ص ۷۶). طبق مطالب ذکر شده از دلایل

^۷ Modigliani & Miller

عمده وجود اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی را می توان نام برد. در حالت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه گذاران، اطلاعاتی چندانی در مورد وضعیت پروژه های سرمایه ای شرکتها ندارند و بنابراین، برای سرمایه گذاری در چنین شرکت هایی، نرخ بازده بالاتری را طلب میکنند. مشکلات نمایندگی باعث بروز بی اعتمادی بین مدیران شرکت و سرمایه گذاران می شود. در این حالت سرمایه گذاران نرخ بازده بالاتری را برای تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری شرکت مطالبه میکنند.(عربصالحی و اشرفی، ۱۳۹۰، ص.۷۷).

بنابراین بر مبنای مطالب مطرح شده، می توان ادعا نمود که شرکت هایی که نارسایی های مربوط به بازار سرمایه در مورد آنها از شدت بیشتری برخوردار است، برای تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری خود، بیشتر بر منابع داخلی تکیه میکنند. فزاری و همکاران (۱۹۸۸) بر مبنای چنین اندیشه ای، شاخصی به نام حساسیت سرمایه گذاری- جریان نقدی را معرفی نمودند. این شاخص از طریق اندازه گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقدی تعریف می شود. حساسیت سرمایه گذاری- جریان نقدی مشکلات دستیابی به منابع مالی خارجی را منعکس می کند (فزاری و همکاران^۸، ۱۹۹۸). بر این اساس، هر اندازه حساسیت مخارج سرمایه گذاری به جریان های نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی خود بیشتر است و بنابراین، از محدودیت مالی بیشتری برخوردار خواهد بود. همچنین، بر اساس این شاخص در مورد شرکت هایی که نقص های بازار سرمایه در مورد آنها شدیدتر باشد، انتظار حساسیت سرمایه گذاری- جریان نقدی بالاتری وجود دارد (عربصالحی و اشرفی، ۱۳۹۰، ص.۷۷). بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین مشکلات نمایندگی و شفافیت اطلاعات از جمله کاستی های مورد بحث می باشند که در اینجا تحت تاثیر فعالیتهای سرمایه گذاران نهادی منجر به تاثیر گذاری بر روی حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی می شوند.

در زمینه رابطه حساسیت جریان نقدی شرکتها و محدودیت های مالی دانشمندان مختلف نظریات مختلفی ارائه نموده اند. به عنوان مثال، آلمیدا و دیگران استدلال نمودند که اثر محدودیت های مالی بر رویه تأمین مالی شرکتها می تواند، به وسیله تمایل شرکتها برای ذخیره قسمت عمده ای از جریان های نقدی نمایان شود. در نتیجه شرکت های با محدودیت های مالی باید از حساسیت جریان نقدی بالایی

^۸ Fazzari et al

برخوردار بوده و نگهداری وجه نقد شرکت‌های بدون محدودیت مالی نباید بطور سیستماتیک وابسته به میزان و تغییرات در جریان های نقدی آنها باشد (فیض بخش رانکوهی، ۱۳۹۱، ص ۷۰).

مطالعات مایرز (۱۹۸۴) و مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) و تعداد دیگری از مطالعات نشان می‌دهند که شکاف بین هزینه های منابع داخلی و خارجی به دلیل مشکلات اطلاعات نا متقارن در بازار سرمایه بوجود می‌آیند که بخاطر دارا بودن اطلاعات برتر مدیریت نسبت به سهامداران است. این مطالعات بیان می‌دارند که مشکلات انتخاب نامساعد، سهامداران را بر آن می‌دارد که صرفی^۹ برای مسائل مربوط به سهام جدید به منظور جبران ضرر و زیانی که بخاطر مشکلات تامین مالی بوجود می‌آید، تقاضا نمایند. متناوبا تئوری هزینه های نمایندگی (به عنوان مثال جنسن، ۱۹۸۶) رابطه مثبتی را بین سرمایه گذاری و جریان های نقدی از آنجا که مدیران تمایل به سرمایه گذاری فرصت طلبانه ی جریان های نقدی آزاد شرکتشان دارند، پیش بینی میکنند (سرمایه گذاری بیش از حد)، احتمالا به این خاطر است که آنها جریان های نقدی داخلی را به عنوان سرمایه ارزان قیمت درک می‌کنند (اتیگ و همکاران^۹ (۲۰۱۲)).

۲-۳-۱ محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقدی

حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی، به تغییرات مخارج سرمایه ای شرکت‌ها در قبال تغییرات در جریان های نقدی اشاره دارد. این مبحث با ادبیات سرمایه گذاری و تامین مالی شرکت‌ها و همچنین محدودیت های مالی آنها مرتبط است. در ادامه به بررسی تعاریف تفصیلی هر یک از مفاهیم پرداخته می‌شود.

۲-۳-۱-۱ معیارهای تشخیص محدودیت‌های مالی در شرکت‌ها

شرکت‌هایی را واجد محدودیت مالی می‌نامند که دارای دسترسی پایین و پر هزینه به منابع تامین مالی خارجی باشند. از دلایل عمده وجود اختلاف بین هزینه تامین مالی داخلی و خارجی به عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی اشاره گردیده است (ازکان و ازکان^{۱۰}، ۲۰۰۴). عدم تقارن اطلاعاتی دلالت بر این موضوع دارد که مشارکت کنندگان در بازار دسترسی یکسانی به اطلاعات ندارند، مثلا افراد درون سازمانی دارای اطلاعات جزئی تری راجع به تصمیمات استراتژیک بوده و آن را در اختیار سرمایه گذاران

^۹ Attig et al.

^{۱۰} Ozkan & Ozkan

خارجی قرار نمی‌دهند (کاداپاکان و همکاران^{۱۱}، ۱۹۹۸). عدم تقارن اطلاعاتی موجب ایجاد ریسک و مخاطره اطلاعاتی برای تامین کنندگان منابع مالی می‌گردد. تامین کنندگان منابع مالی در قبال ریسک اطلاعاتی که تحمل می‌کنند، صرفی^{۱۲} را برای تامین مالی در نظر می‌گیرند. برای مثال در صورتیکه اقدام به قرض دهی به شرکت نمایند نرخ بهره بیشتری طلب خواهند نمود و یا در صورتی که خواهان خریداری سهام منتشره باشند ارزیابی پایینی از سهام بعمل آورده و با قیمت پایین تری سهام منتشره شرکت را خریداری خواهند نمود. این موضوع را قیمت گذاری پایین^{۱۳} می‌نامند. در نهایت عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند شرکت‌ها را به سمت سرمایه گذاری حداقل^{۱۴} سوق دهد (دیگری و جانگ^{۱۵}، ۲۰۰۶).

مشکلات نمایندگی ناشی از جداسازی مالکیت و کنترل است (ازکان و ازکان^{۱۶}، ۲۰۰۴). منافع مدیران نمی‌تواند کاملاً سازگار با منافع سهامداران بوده و مدیران به افزایش اندازه شرکت تمایل دارند. بسیاری از پژوهش‌های آکادمیک نشان داده‌اند که مزایا و منافع مالی و غیر مالی مدیران در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است. بنابراین، هدف مدیریت می‌تواند بجای حداکثر سازی ارزش شرکت، رشد اندازه شرکت باشد. تئوری جریان نقدی آزاد پیش بینی می‌کند که به موازات افزایش در جریان نقدی آزاد، امکان دارد پروژه‌هایی آزاد گردد که دارای NPV منفی باشند. پس مشکلات نمایندگی می‌تواند موجب سرمایه گذاری بیش از حد گردد (پاولینا ورنبوگ^{۱۷}، ۲۰۰۵). مشکلات نمایندگی می‌تواند از رابطه مدیران - سهامداران فراتر رفته و رابطه شرکت - اعتبار دهندگان را نیز در بر بگیرد. مدیران به منظور ایجاد ارزش برای سهامداران می‌توانند برای سرمایه گذاری در پروژه‌های پرریسکی که مورد قبول اعتبار دهندگان نیست انگیزه داشته باشند. اینگونه سرمایه گذاری‌های پرریسک موجب انتقال ارزش از اعتبار دهندگان به سهامداران می‌شود، زیرا سهامداران هیچگونه سودی که از محل اینگونه سرمایه گذاری‌ها ایجاد می‌شود را به اعتبار دهندگان پرداخت نکرده، در حالی که اعتبار دهندگان قسمتی از ریسک ورشکستگی و ناتوانی مالی شرکت را تحمل می‌کنند. پس این انگیزه برای اعتبار دهندگان وجود دارد که هزینه سرمایه را از

^{۱۱} Kadapakam & et al

^{۱۲} premium

^{۱۳} Under pricing

^{۱۴} Under investment

^{۱۵} Degray & Jong

^{۱۶} Ozkan & Ozkan

^{۱۷} Pawlina & Renneboog

طریق نرخ های بهره، مدیریت قرارداد و سایر موارد قانونی افزایش دهند (مارچینا^{۱۸}، ۲۰۰۷). تعیین اینکه چه شرکتی واقعا دارای محدودیت مالی بوده و چه شرکتی دارای محدودیت مالی نیست، کاری بسیار پرمخاطره و دشوار است. در ادبیات تئوریک و تجربی از معیار های متعددی به عنوان شاخص وجود محدودیت های مالی استفاده شده است. مهمترین عوامل و معیارهایی که می توان از آنها در اندازه گیری و تشخیص وجود و یا عدم وجود محدودیت مالی شرکت ها استفاده نمود، عبارتند از : اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری (فیض بخش رانکوهی، ۱۳۹۱، ص ۲۲).

اندازه شرکت؛ شرکت های کوچک و متوسط نسبت به شرکت های بزرگ دارای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی بیشتری هستند پاولینا^{۱۹} (۲۰۰۵) نیز استدلال نموده است که شرکت های کوچک نسبت به شرکت های بزرگ دارای شفافیت اطلاعاتی پایین تری هستند. و همچنین شرکت های بزرگ تر دارای سهامران سازمانی (حقوقی) بزرگی بوده و این سهامداران نظارت دقیق تر و با کیفیت تری بر مدیران داشته و بدین ترتیب مشکلات نمایندگی را به حداقل ممکن می رسانند. در نتیجه شرکت های کوچک نسبت به شرکت های بزرگ دارای هزینه های بالاتر تامین مالی خارجی و دسترسی محدود تر به بازار های سرمایه می باشند (فیض بخش رانکوهی، ۱۳۹۱، ص ۲۳).

عمر شرکت؛ شرکت های جوان و در حال رشد ، بخش اعظم سود حاصل از عملیات خود را در شرکت ذخیره نموده، بدین وسیله قدام به تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری خود میکند. بنابراین هرچه شرکت دارای قدمت بیشتری باشد کمتر به نگر داری ذخایر نقدی نیز خواهد داشت . از طرفی شرکت های با عمر بالا از شهرت بالایی در بازار برخوردار بوده و همین امر موجب تسهیل دسترسی شرکت ها به تامین مالی خارجی می شود، زیرا ارتباط چنین شرکت هایی در یک دوره طولانی تری از زمان با اعتبار دهندگان تسویه می شود (آلمیدا و همکاران^{۲۰}، ۲۰۰۴).

نسبت سود تقسیمی؛ شرکت هایی که سود سهام تقسیم می نمایند نسبت به شرکت هایی که سود سهام تقسیم نمی کنند احتمال پایینی دارد که با محدودیت های مالی مواجه شوند. زیرا زمانی که توانایی آنها در دسترسی به تامین مالی خارجی کاهش می یابد می توانند پرداخت سود سهام را متوقف نمایند. لیکن این معیار باید با احتیاط استفاده شود، زیرا قطع پرداخت سود سهام به منظور حفظ نقدینگی بر ارزش

^{۱۸} Marchica

^{۱۹} Pawlina

^{۲۰} Almeida & et al

سهام شرکت در بازار می تواند اثر منفی داشته باشد. قطع سود تقسیمی موجب کاهش شهرت شرکت در بین سرمایه گذاران برون سازمانی گردیده و همین امر به نوبه خود موجب مشکل تر شدن تامین مالی خارجی می گردد (فیض بخش رانکوهی، ۱۳۹۱، ص ۲۳).

گروه های تجاری؛ در صورتیکه شرکتی به یک گروه تجاری وابسته باشد، احتمال پایداری وجود دارد که با محدودیت های مالی مواجه گردد. استدلال می شود در مواقعی که یکی از اعضای گروه با محدودیت های مالی مواجه شود، سایر اعضای گروه به عضو دارای محدودیت مالی کمک نموده و بدین ترتیب اثر محدودیت های مالی کاهش می یابد. گوپالان^{۲۱} و دیگران مستند نمودند که وام های درون گروهی ابزاری بسیار مهم برای انتقال وجه نقد در بین شرکت های عضو گروه بوده و معمولاً برای حمایت شرکت های ضعیف تر استفاده می شود همچنین گروه های تجاری ماهیت تنوع بخشی بالایی داشته و بدین ترتیب اقدام به توزیع ریسک نموده و احتمال بحران مالی را کاهش می دهند (فیض بخش رانکوهی، ۱۳۹۱، ص ۲۵).

۲-۱-۳-۲ تقسیم بندی شرکتها از نظر محدودیت های مالی

موضوع تقسیم بندی شرکتها بر اساس محدودیت های مالی همواره مورد توجه دانشمندان این حوزه بوده است. اغلب دانشمندان، از معیار های مطرح در این زمینه جهت تقسیم بندی شرکتها استفاده نموده اند که تفاوت نظریه های مختلف در اختلاف متغیر هایی است که جهت گروه بندی شرکتها با محدودیت های بالا و پایین بکار برده شده است. در ادامه به به برخی از مهمترین روش های تقسیم بندی شرکتها بر اساس محدودیت های مالی اشاره می گردد:

کاپلان و زینگالز^{۲۲} (۱۹۷۷)، یکی از کاربردی ترین تقسیم بندی ها را ارائه دادند. آنان برای هر شرکت از منابع مختلف، اطلاعات جمع آوری کردند. در ابتدا، مدارکی را به منظور ارائه به صاحبان سهام، انجام مذاکرات مدیریتی در خصوص عملیات و نقدینگی شرکت، گزارش های مالی و یادداشت های مربوط به این گزارش مالی گرد آوردند و سپس داده های شاخص موجود در نشریه وال استریت را به مدت ۱۵ سال مد نظر قرار دادند. آنان با توجه به اطلاعات کمی و کیفی جمع آوری شده، شرکتها را از نظر محدودیت مالی به پنج گروه تقسیم کردند (کنعانی امیری، ۱۳۸۶، صص ۲۰-۲۲):

^{۲۱} Gopalan

^{۲۲} Kaplan & Zingales

گروه اول: این ها شرکت‌هایی بودند که از نظر مالی هیچ محدودیت مالی نداشتند و تحت عنوان (NFC)^{۲۳} نام گذاری شدند. شرکت‌هایی که در این گروه قرار دارند دارای سود سهام نقدی بالا، نقدینگی خوب برای سرمایه گذاری، وضعیت مالی سالم، بدهی کمتر و پول نقد بیشتر بودند. در شرکت‌های NFC مقادیر زیادی از وجوه داخلی و دارایی قابل وثیقه، متناسب با وجوه مرود نیاز وجود دارد.

گروه دوم: این ها شرکت‌هایی بودند که احتمالا تمایل به محدودیت مالی نداشتند و تحت گروه (LNFC)^{۲۴} نامگذاری شدند. در این گروه، شرکت‌ها از نظر مالی در وضعیت سالمی بودند و هیچ مساله ای از نظر محدود بودن نقدینگی نداشتند و هدفشان این بود که ذخایر نقدی کلان، نرخ پوشش بهره مناسبی داشتند و از اعتبارات استفاده نکردند. می توان شرکت‌های گروه یک (NFC) و گروه دو (LNFC) را با استفاده از میزان بزرگی مقادیر نقدینگی و همچنین با نبود صورت حساب روشن از مقادیر نقدی مازاد جدا کرد. در شرکت‌های LNFC مدرکی در ین خصوص وجود ندارد که شرکت‌ها نمی توانند بیشتر از مقداری که توسط مدیران شرکت تعیین شده، سرمایه گذاری کنند.

گروه سوم: این ها شرکت‌هایی بودند که مشکل می شد آنها را در یکی از گروه های بدون محدودیت مالی و یا با محدودیت مالی قرار داد. این شرکت‌ها را با عنوان شرکت‌های (PFC)^{۲۵} که امکان محدودیت مالی در آنها وجود دارد تقسیم بندی کرد. در این شرکت‌ها اشاره ای به محدودیت تامین مالی نمی شد، اما بصورت خاص و ویژه از نظر مالی راكد نبودند. اغلب این شرکت‌ها با وضعیت عكس بازار تولید رو به رو بودند و آشکارا از نظر نقدینگی قوی نبودند.

این نوع تقسیم بندی شرکت‌هایی را شامل می شد که شاخص های متناقضی از وضعیت مالی شرکت‌ها داشتند. به عنوان مثال شرکتی ممکن بود سهام خود را افزایش دهد اما در مورد کمبود منابع مالی خود با گزارش به سهامداران اظهار تاسف کند.

گروه چهارم: این ها شرکت‌هایی بودن که احتمالا تمایل به محدودیت مالی داشتند. شرکت‌های مزبور مرسوم به (LFC)^{۲۶} در تامین مالی دارای مشکلاتی بودند. به عنوان مثال، شرکت‌هایی از پرداخت

^{۲۳} Not financial constrained

^{۲۴} Likele not financial constrained

^{۲۵} Possibility financial constrained

^{۲۶} Likely financial constrained

سود سهام خود داری کرده، وجوه نقد بسیار کمی در دست دارند و شرکت‌هایی که پرداخت سود سهام را قطع و یا کم میکنند، در این گروه قرار می‌گیرند.

گروه پنجم: این گروه با عنوان $(FC)^{۲۷}$ شامل تمام شرکت‌هایی بود که بدون شک از نظر مالی دچار مشکلی بودند و در محدودیت قرار داشتند. در این شرکت‌ها در پرداخت بدهی، مشکل وجود داشت و پرداخت صورت نمی‌گرفت و این شرکت‌ها بخاطر همین مساله از حیث منبع مالی و اعتبارات، دچار مشکل هستند. در این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کاهش یافته و این امر بخاطر کمبود نقدینگی است. همچنین دارای نسبت بدهی بالا، جریان وجوه نقد پایین، و تقسیم سود پایین هستند.

از نظر آقایان کیلن و زینگالز (۱۹۹۷) این گونه تقسیم بندی شرکت‌ها دچار یک مشکل بوده‌ع بدین معنا که مدیران همیشه گزارش خود را به درستی ارائه نمی‌دهند و ممکن است این عمل باعث شود برخی شرکت‌ها به غلط در این رده بندی ها قرار گیرند. طبق نتایج بدست آمده از مطالعه آنان متوسط جریان وجوه نقد به دارایی‌ها (CF/A_{it-1}) وجوه نقد به دارایی‌ها (C/A_{it-1}) و ضریب Q در بین این تقسیم بندی ها بطور یکنواخت کاهش می‌یافتند. آنان در مطالعه شان به این نتیجه رسیدند که با افزایش محدودیت مالی، سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت.

۲-۳-۲ ساختار مالکیت و محدودیت های مالی

در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند. عناصری که در این صحنه حضور دارند، عبارتند از: سهامداران و ساختار مالکیت شان، اعضاء هیئت مدیره و ترکیبات شان، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذی‌نفعان که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند. در این میان آن‌چه که بیش‌تر جلب توجه می‌کند حضور روز افزون سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه مدیریت و تولید بر سازمان‌ها و هم‌چنین عملکرد آن‌ها می‌تواند داشته باشد. اساسی‌ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت مخصوصاً برای سهامداران خرد با موانعی روبرو شود. از این رو یکی از

^{۲۷} Financial constrained

مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت می باشد تا با استفاده از آن بتوان استراتژی های لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷).

ساختار مالکیت شرکت ها می تواند ایجاد و توسعه مدل حاکمیت شرکتی را تحت تاثیر قرار دهد. ساختار مالکیت دو بعد دارد: تمرکز مالکیت و هویت سهامداران، سهامداران مالکان شرکت هستند و انجام عملیات بازرگانی را به نمایندگی از خود به مدیران واگذار می کنند که این امر ممکن است منجر به تضاد منافع شود. در شرکت هایی که مالکیت آن ها به طور گسترده پراکنده شده و سهامداران تاثیر ضعیفی بر مدیریت شرکت دارند در زمینه ساختار مالکیت سهام، تقریباً با هم مشابه می باشند و شرکت هایی که منشا قانون مدنی دارند در بیش تر آن ها ساختار مالکیت متمرکز می باشد. ساختار مالکیت پراکنده منجر به وسیع تر شدن مسائل نمایندگی می شود (حسن زاده و علیزاده، ۱۳۹۰).

۲-۳-۱ ساختار مالکیت

تشکیل شرکت با مسئولیت محدود و گشودن مالکیت شرکت برای عموم بر روش اداره شرکت ها، تاثیر قابل ملاحظه ای می گذارد. سیستم بازار به گونه ای سازماندهی گردید که مالکان شرکت ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کنند. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به عمومیت مسأله نمایندگی می گردد. در این خصوص، تضاد بین حداکثر رساندن منافع به کارگزاران و کارگزاران مفروض است. حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می سازد که مدیران در تلاش هستند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند. برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت پاسخ گویی بنگاه های اقتصادی در مقابل عموم و افراد ذینفع می بایست نظارت و مراقبت کافی به عمل آید. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود ساز و کارهای مناسبی است. در روابط نمایندگی هدف مالکان حداکثر سازی ثروت است، بنابراین به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می دهند (شهیکی تاش و همکاران، ۱۳۹۱).

براساس مبانی نظری دو دیدگاه عمده درباره تاثیر مالکیت سهامداران عمده بر ارزش شرکت وجود دارد. دیدگاه اول آن است که تمرکز مالکیت یک گروه از سهامداران به عنوان سهامداران نهادی باعث خواهد شد تا نظارت این دسته از سهامداران بر عملکرد مدیران شرکت های سرمایه پذیر بیش تر باشد و این خود به عنوان یک مکانیزم نظارتی و راهبری شرکت موجب افزایش ارزش سهام شرکت می گردد. دیدگاه دوم بر

عکس دیدگاه اول ادعا دارد که تمرکز مالکیت یک گروه از سهامداران، موجب تبانی این دسته از سرمایه گذاران با مدیران شرکت‌های سرمایه پذیر در راستای هم سویی منافع یکدیگر و به ضرر سهامداران اقلیت خواهد شد و این خود در بلند مدت باعث کاهش ارزش سهام شرکت می شود هم چنین تحقیق‌های انجام شده در حوزه سرمایه گذاری، سرمایه گذاران نهادی را به دو گروه تقسیم می کنند. گروه اول سرمایه گذاران نهادی که روابط تجاری با شرکت سرمایه پذیر خود دارند، مانند بانک‌ها و شرکت‌های بیمه. این دسته از سرمایه گذاران به دلیل برقراری رابطه تجاری از تصمیمات مدیریت واحد سرمایه پذیر حمایت می کنند. اما در گروه دوم، سرمایه گذاران نهادی روابط تجاری با شرکت سرمایه پذیر خود ندارند، مانند شرکت‌های سرمایه گذاری و صندوق‌های بازنشستگی. این گروه از سرمایه گذاران، به علت عدم وجود رابطه تجاری، بر عملکرد مدیران واحدهای سرمایه پذیر نظارت بیش تری دارند. از دیدگاه نظری شرکت‌های سرمایه گذاری اغلب مدیریت پرتفوی سهام را به عهده دارند و با شرکتی که سهامدار آن هستند، رابطه تجاری ندارند. آن‌ها علاقه مند هستند تا ارزش بازار سهام شرکت‌ها افزایش یابد. آن‌ها با نظارت هرچه بیش تر بر عملکرد مدیران شرکت‌های سرمایه پذیر خود تلاش می کنند تا به این منظور دست یابند (روئیز و همکاران^{۲۸}، ۲۰۱۱).

ساختار مالکیت شرکت‌ها می توانند در کشورها مختلف باشد در آمریکا و ژاپن بخش اعظم سهام شرکت‌ها متعلق به موسسات مالی، دلالتان سهام، سایر شرکت‌ها و شرکت‌های سرمایه گذاری می باشد. گرچه همه این سرمایه گذاران مالکان شرکت می باشند اما افق زمانی این سرمایه گذاران در خصوص نگهداری سهام به طور معناداری با یکدیگر متفاوت می باشد. بر مبنای یافته های محققین غربی سرمایه گذاران جزء (سهامداران) دلالتان سهام و شرکت‌های سرمایه گذاری افق سرمایه گذاری کوتاه مدت دارند. در حالی که مدیران شرکت‌ها، موسسات مالی، و شرکت‌های هلدینگ از افق سرمایه گذاری بلند مدت برخوردار می باشند. در ایران ساختار مالکیت شرکت‌ها عمدتاً متشکل از شرکت‌های سرمایه گذاری، بنیادها و نهادها و سازمان‌های دولتی، سایر شرکت‌ها و سهامداران جز می باشد. با توجه به درصد تشکیل ساختار مالکیت شرکت‌ها می توان به این نتیجه رسید که سهامداران (دارندگان سهام) در ایران از افق دید بلند مدت برخوردارند (پورحیدری و همتی، ۱۳۸۳).

^{۲۸} Ruiz-Mallorqu et al.

۲-۳-۲ ترکیب مالکیت

ساختار مالکیت دو بعد دارد، ترکیب سهامداران و تمرکز مالکیت. ترکیب سهامداران خود نیز به چهار مشخصه تقسیم می شود، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی و مالکیت خارجی که در این تحقیق به دلیل محدود بودن اطلاعات در خصوص مالکیت خارجی این مشخصه در نظر گرفته نشده است. نوع مالکیت از آن جهت دارای اهمیت است که به مدیران، سرمایه گذاران و سایر تصمیم گیرندگان نشان می دهد که متفاوت بودن نوع مالکیت، به واسطه نقشی که می تواند در نظارت و کنترل مدیریت و کاهش هزینه های نمایندگی داشته باشد، باید در تصمیمات سرمایه گذاری و مالی مورد توجه قرار گیرد (محمدی و همکاران، ۱۳۸۸).

برخی از مطالعات انجام شده در حوزه نوع مالکیت، نشان دهنده بهبود در عملکرد موسساتی است که اقدام به تغییر در نوع مالکیت خود و یا انجام عملیات خصوصی سازی نموده اند. تفاوت در انگیزه های مدیریتی و نظارتی، اهداف سیاسی و تعهدات اجتماعی واحدهای دولتی عمدتاً باعث می شود که انتظار سود واحد های مزبور عملکرد پایین تری نسبت به موسسات مشابه داشته باشند. برخی از مالکان مثل مالکان نهادی و شرکتی به لحاظ داشتن انگیزه های قوی تر برای کسب سود و دسترسی به اطلاعات بیش تر ممکن است که عملکرد بهتری داشته باشند (عباسی و رستگار نیا، ۱۳۹۱).

اما در مقابل برخی از مالکان نظیر بخش دولتی ممکن است دسترسی به اهداف سیاسی خاص، ایجاد اشتغال و یا توجه به صنایع استراتژیک را بر کسب سود ترجیح دهند. در موسسات وابسته به دولت هدف اصلی دستیابی به اهداف سیاسی است. هدفی که ضرورتاً با هدف کسب سود منطبق نمی باشد. طرح مطالعات فوق از سوی نظریه پردازان اقتصادی باعث شد تا خصوصی سازی در چند دهه ی گذشته به عنوان سیاست موثر در افزایش کارآمدی اقتصاد ملی در اغلب کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه از جمله ایران مطرح گردد (محمدی و همکاران، ۱۳۸۸).

۲-۳-۳ مالکیت شرکتی

در مالکیت شرکتی عمدتاً سهامداران عمده (شرکت ها و موسسات تجاری) درصد بالایی از مالکیت سهام شرکت را تشکیل می دهند. حضور یک یا تعدادی از سهامدار عمده و قوی در ترکیب سهامداران یک شرکت در واقع یک نیروی مثبت به شمار می رود. سهامداران عمده بر خلاف سهامداران جزء و اشخاص حقیقی

عمدتاً به استراتژی خرید و نگهداری سهم گرایش دارند تا فروش سهم (دید بلند مدت دارند) و عمدتاً برای گرفتن حق رای و حق مالکیت و کنترل سهام شرکت و معرفی نمودن فردی به نمایندگی از شرکت به عنوان عضو هیات مدیره، اقدام به سرمایه گذاری نموده و با خود شرکت ارتباط بیش تری دارند تا روند قیمت سهام در بازار معاملات، زیرا با ارزیابی وضعیت مالی شرکت در صورت تمایل می توانند نسبت به واگذاری سهام خود اقدام نمایند. یکی از مزایای شرکت های با مالکیت شرکتی کنترل و نظارت آسان تر سهام شرکت و داشتن پشتوانه مالی محکم برای تصمیماتی از قبیل افزایش سرمایه و پوشش هزینه های مالی می باشند. مالکیت شرکتی از طریق مالکیت سهام، تاثیر چشم گیری بر روی کنترل شرکت ها دارند (یگانه و همکاران، ۱۳۸۸).

نتایج حاصله از تحقیق نمازی و کرمانی حاکی از آن است که با ورود سرمایه گذاران شرکتی، تفکر غالب بر عملکرد شرکت، کسب سود و عملکرد بهتر می باشد. نتایج نشان می دهد که مالکیت شرکتی به گونه مثبت و معنی داری با عملکرد شرکت ارتباط دارد یعنی با حضور مؤثر مالکان شرکتی در ساختار مالکیت شرکت ها، عملکرد شرکت ها بهتر می شود. چون این نوع از سرمایه گذاران به دنبال سود و عملکرد بهتر هستند و با نفوذ و کنترلی که در ساختار مالکیت شرکت ها به دست می آورند، به دنبال محقق کردن این هدف برمی آیند. دلیل دیگر این است که در این حالت ساختار مالکیت متمرکزتر و هدف کسب سود، باعث نظارت بیش تر بر عملکرد شرکت می شود. هم چنین، در این حالت شرکت ها اطلاعات بیش تری در رابطه با عملکرد خود و سودهای آتی گزارش می کنند، زیرا الزامات گزارش گری روشن و مفصلی برای این شرکت ها وجود دارد (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷).

۲-۳-۴ مالکیت مدیریتی

بیانگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیات (مدیره است) ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۱). مالکیت مدیریتی یکی از مکانیزم های داخلی حاکمیت شرکتی است که موجب کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران شده و در نتیجه برای شرکت، ایجاد ارزش خواهد کرد. تحقیقات زیادی نشان می دهد مالکیت مدیریتی بر عملکرد شرکت ها تاثیر گذار است زیرا میزان سهامی که در اختیار مدیران شرکت است می تواند انگیزه ای برای اتخاذ تصمیمات مالی مختلف بر مبنای شخصی آن ها و یا بر مبنای منفعت

سهامداران باشد و در صورت اتخاذ هر نوع تصمیم، موجبات افزایش یا کاهش ارزش شرکت فراهم خواهد شد (احمدوند و همکاران، ۱۳۹۰).

جنسن و مک کلینگ در سال ۱۹۷۶ دریافتند، که افزایش درصد مالکیت سهام مدیریت کمک می کند، تا منافع سهامداران و مدیران یک جهت شود، به طوری که وقتی درصد مالکیت سهام اعضای هیات مدیره افزایش پیدا می کند، عملکرد شرکت از طریق کاهش هزینه های نمایندگی افزایش پیدا می کند (ولی پور و خرم، ۱۳۹۰).

۲-۳-۵ مالکیت نهادی

در سال های اخیر، مالکیت نهادی در بازارهای اوراق بهادار اروپا و امریکا رشد چشم گیری را نشان می دهد. در ایران نیز، سازمان ها و موسساتی با عنوان سرمایه گذاران نهادی حضور دارند که شامل موسسه های بیمه ای اعم از سازمان های تامین اجتماعی، صندوق های بازنشستگی، شرکت های بیمه بازرگانی و هم چنین شرکت های سرمایه گذاری و نهادهای بخش عمومی و شبه دولتی می باشند (رحمانی و همکاران، ۱۳۸۹). یکی از مهم ترین بازیگران نظام حاکمیت شرکتی، سهامداران می باشد زیرا آن ها تامین کنندگان سرمایه شرکت ها هستند و حفظ اعتماد آنان از اهمیت زیادی برخوردار است. سهامداران با انتخاب اعضای هیات مدیره، به طور غیر مستقیم در تصمیم گیری های شرکت نقش ایفا می کنند و سهامداران نهادی و عمده با توجه به این که قادر به انتخاب یک یا چند عضو هیات مدیره هستند می توانند در کاهش هزینه های نمایندگی موثر واقع شوند. در یک نظام حاکمیت شرکتی مطلوب مدیران به هیات مدیره و هیات مدیره به سهامداران و سایر ذی نفعان پاسخگو هستند (اسماعیل زاده و همکاران، ۱۳۸۹).

با مرور زمان و وارد شدن به هزاره جدید، سرمایه گذاری نهادی در شرکت های دولتی به عنوان یک مکانیزم مهم در نظارت و کنترل عملکرد فعالیت های تجاری شرکت ها وارد شدند. در کشور ما مالکیت سرمایه گذاران نهادی در سالیان اخیر با گسترش روند واگذاری سهام شرکت های دولتی مطرح شده است. در فرایند این انتقال مالکیت، سازمان ها و موسسه هایی با عنوان سرمایه گذاران نهادی در قالب مالکان و صاحبان سهام جدید سهم بیش تری از ارزش ویژه شرکت های در حال انتقال را به خود اختصاص می دهند. بخشی از این شرکت ها و سرمایه گذاران نهادی را موسسه های بیمه اعم از شرکت های بیمه بازرگانی، سازمان های تامین اجتماعی یا صندوق های بازنشستگی تشکیل می دهند. هدف این گروه از سازمان ها

که در نقش سرمایه گذار ظاهر می شوند قاعده‌تاً علاوه بر کسب سود، توان بخشی قوام مالی خود برای پاسخ گویی به تعهدات آتی است که در قبال بیمه گذاران، مستمری بگیران و سایر ذی نفعان سازمان های خود پذیرفته اند. گروه دیگر را موسسه هایی تشکیل می دهند که اصالتاً شرکت های سرمایه گذاری هستند و از سرمایه گذاری ها هدف بیشینه کردن سود را برای موسسه متبوع خود تعقیب می کنند. تعداد این گروه از سازمان ها نیز رو به تزاید بوده است. بدین ترتیب ملاحظه می شود که شرکت ها با تغییراتی در بافت و ترکیب سهامداران و به عبارتی در ساختار مالکیت خود مواجه هستند (یگانه و همکاران، ۱۳۹۲). سهامداران نهادی که سرمایه گذاران خبره هستند، می توانند نقش مهمی در نظارت بر مدیران ایفا نمایند. کسب حق مالکیت و نظارت به وسیله سهامداران نهادی و عمده بزرگ، دو راهی است که می تواند مشکلات نمایندگی را کاهش و ارزش موسسه را افزایش دهد. حق مالکیت عمده به وسیله مدیران، منافع آن ها را با منافع سهامداران هم سو می کند، به طوری که مدیریت انگیزه لازم برای فعالیت های حداکثرکننده ارزش را دارد. وجود سهامداران عمده نیز می تواند میزان نظارت را افزایش یا آن را بهبود بخشد بنابراین به عملکرد بهتر موسسه منجر می شود (اسماعیل زاده و همکاران، ۱۳۸۹).

در خصوص نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی چند و چون تاثیر سرمایه گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سود دیدگاه های مختلفی وجود دارد. تحت "فرضیه نظارت فعال" به دلیل حجم ثروت سرمایه گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه گذاری خود را بطور فعال مدیریت می کنند. براساس این نگرش سرمایه گذاران نهادی، سهامدارانی متبحر هستند که دارای مزیت نسبی در جمع آوری و پردازش اطلاعات می باشند. عموماً تحقیقات صورت گرفته این فرضیه را تایید می کند. برای نمونه تحقیق بروس و کینی^{۲۹} بیان گر آن است که بین قیمت سهام، سودآوری شرکت و بهبود عملیات با سطح سرمایه گذاران نهادی یک رابطه مثبت وجود دارد. در مقابل فرضیه نظارت فعال، حامیان "فرضیه منافع شخصی" معتقدند سرمایه گذاران نهادی بزرگ اطلاعات محرمانه که جهت اهداف تجاری استخراج شده اند، دسترسی دارند. هرچه مالکیت متمرکز شود احتمال دسترسی سهامداران بزرگ به اطلاعات محرمانه بیش تر می شود. در چنین شرایطی، سهامداران بزرگ ممکن است تمایل کم تری به تشویق مدیریت برای گزارش سود با محتوا داشته باشند. اگر چنین امری صحت داشته باشد، فرضیه مزایای شخصی مدعی یک رابطه منفی بین مالکین متمرکز و محتوای اطلاعاتی سود است. بسیاری از منتقدین از جمله پورتر اظهار می دارد که معامله مکرر و تمرکز بر کوتاه مدت سبب ایجاد انگیزه برای مدیریت می شود. تا از ناکامی در سود کم کند، زیرا ممکن

^{۲۹} Omesh Kini & P.A Brous

است موجب فروش سرمایه گذاری توسط سرمایه گذاران نهادی و کاهش قیمت سهام شرکت شود. به این ترتیب ممکن است محتوای اطلاعاتی سود در معرض دستکاری مدیریت قرار گرفته و کاهش یابد (نیکبخت و رحمانی نیا ، ۱۳۸۹).

۲-۳-۲-۵-۱ انواع مالکیت نهادی

دو مکتب فکری در مورد نقش سرمایه گذاران نهادی در شرکت وجود دارد: یک مکتب فکری بیان می دارد که سهامداران نهادی ذاتا کوتاه مدت گرا هستند. این سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران موقتی هستند که عمدتا در تعیین قیمت سهام به سود های جاری توجه دارند نه سود های بلند مدت. این افق کوتاه مدت، سرمایه گذاران نهادی را از انجام هزینه های نظارت باز می دارد، زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آن ها شود. اما مکتب فکری دیگری بیان می دارد که هنگامی که حاکمیت سهام شرکت در بین عده کمی سرمایه گذار (بویژه سرمایه گذاران نهادی) متمرکز باشد، مشکلات جدایی مالکیت و کنترل کاهش می یابد. هنگامی که سهامی که نهاد ها مالک آن هستند افزایش یابد خروج از شرکت هزینه بیشتری دارد، زیرا فروش های عمده سهام معمولا مستلزم تخفیفات عمده است. همچنین، چون این سهام های عمده ارزش پولی زیادی دارند، در صورت غیر فعال ماندن سرمایه گذاران نهادی و یا آگاه نبودن از عملکرد ضعیف شرکت های موجود در پرتفوی، وی در معرض زیان بیشتری نسبت به سرمایه گذارانی که منافع کمتری در شرکت دارند، قرار می گیرد (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۹).

از دیگر سو، بر اساس شواهد حاصل از تحقیقات پیشین نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی مشابه با هم نبوده و انگیزه های یکسانی برای نظارت فعالانه بر مدیریت ندارند. از این رو تاثیر آنها بر عملکرد شرکت ها متفاوت است. بر این اساس سرمایه گذاران نهادی را می توان به دو دسته منفعل (حساس به فشار یا موقت) و فعال (غیر حساس به فشار) تقسیم کرد.

سرمایه گذاران نهادی منفعل (حساس به فشار یا موقت) دارای گردش پرتفوی بالایی بوده و استراتژی معاملاتی لحظه ای دارند. برای مثال با یک خبر خوب سهام می خرند و با خبر بد سهام می فروشند. برای این مالکان قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده و دارای دیدگاه کوتاه مدت و گذرا هستند و عملکرد جاری را به عملکرد بلند مدت شرکت ترجیح می دهند. بنابراین انگیزه زیادی برای نظارت بر مدیریت و داشتن

نماینده‌ای در هیئت مدیره شرکت‌های سرمایه پذیر ندارند زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آنها شود (ابراهیمی کردلر و همکاران، ۱۳۸۹).

پورتر (۱۹۹۲) اظهار می‌دارد که تمرکز بر عملکرد کوتاه مدت موجب ایجاد فشار بر مدیران برای فدا کردن سرمایه گذاری و عملکرد بلند مدت به منظور حفظ رشد سود کوتاه مدت می‌شود. در مقابل، سرمایه گذاران نهادی فعال (غیر حساس به فشار^{۳۰}) دیدگاه بلند مدت داشته و عملکرد بلند مدت شرکت را مد نظر دارند. بنابراین انگیزه زیادی برای داشتن نماینده در هیأت مدیره شرکت‌های سرمایه پذیر دارند. گردش پایین سبد سهام سرمایه گذاران بزرگ بیانگر انگیزه این سهامداران برای نگهداری سهام و تشویق مدیران به بهبود عملیات و افزایش ثروت سهامداران می‌باشد. این سهامداران با نظارت فعالانه بر تصمیمات مدیریت، انگیزه‌هایی را برای مسئولیت پذیری بیشتر مدیریت فراهم می‌آورند. بر این اساس حضور هر چه بیشتر این سهامداران سبب افزایش عملکرد مدیران و در نتیجه ارتقای عملکرد شرکت‌ها خواهد شد. (ابراهیمی کردلر و همکاران، ۱۳۸۹). سهامداران نهادی کوتاه‌مدت، سرمایه‌گذاران موقتی هستند که بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلندمدت. ارزیابی عملکرد و رتبه‌بندی عملکرد سهامداران نهادی، انگیزه‌هایی را در آنها برای اتخاذ افق کوتاه‌مدت ایجاد می‌کند. این افق کوتاه‌مدت، سهامداران نهادی را از انجام هزینه‌های نظارت باز می‌دارد؛ زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه‌مدت نصیب آنها شود. به علاوه به دلیل نیاز به تغییر در پرتفوی برای بهبود عملکرد، زمان و منابع کافی در اختیار سهامداران نهادی قرار ندارد تا خود را درگیر نظارت بر شرکت‌های موجود در پرتفوی خود کنند معامله مکرر و تمرکز بر کوتاه‌مدت توسط سهامداران نهادی، این انگیزه را برای مدیران ایجاد می‌کند تا از ناکامی در سود، دوری کنند. زیرا ممکن است موجب شود سهامداران نهادی، سهام خود را فروخته و سبب ایجاد کاهش ارزش موقت در قیمت سهام شوند. در واقع مشاهده می‌شود که دیدگاه سهامداران نهادی کوتاه‌مدت بیان می‌کند، موقتی بودن سهامداران نهادی باعث می‌شود مدیران شرکت‌های موجود در پرتفوی انگیزه پیدا کنند که سود را بیش از واقع نشان دهند. به بیان دیگر تمرکز افراطی و بیش از حد بر روی عایدات جاری توسط این گروه از سهامداران نهادی می‌تواند موجب ایجاد محرک‌های مختلف برای مدیران شرکت‌ها برای انجام مدیریت سود فزاینده درآمد به جهت بالا بردن عایدات جاری شود (ابراهیمی کردلر و همکاران، ۱۳۸۹). در مقابل بارتو و سایرین^{۳۱} (۲۰۰۰) بیان کردند که مالکیت نهادی زمینه را برای نظارت فراهم می‌آورد، آنها

^{۳۰} Pressure-Insensitive

^{۳۱} Bartov

معتقدند که مالکان نهادی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. با توجه به حجم بالای سرمایه‌گذاری و حرفه‌ای بودن سهامداران نهادی، حضور آنها موجب نظارت بر مدیریت می‌شود. این موضوع می‌تواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه‌مدت سودآوری موجب توجه به حداکثر سازی ارزش شرکت در بلندمدت شود. مانکس و مینو^{۳۲} (۱۹۹۵) و دوبرزینکسی^{۳۳} (۱۹۹۳) اعتقاد دارند که مالکیت عمده سهامداران نهادی به آنها اجازه می‌دهد تا بر فعالیت مدیران شرکت‌ها نظارت کنند. این امر موجب ایجاد اطمینان در مدیران برای انتخاب سطحی از سرمایه‌گذاری می‌شود که نتیجه آن حداکثر کردن ارزش بلندمدت شرکت به جای اهداف کوتاه‌مدت سودآوری باشد (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۹).

اتیگ و همکارانش (۲۰۱۲) در پژوهش خود استدلال میکنند که نقش حاکمیت بهبود یافته حاصل از حضور سرمایه‌گذاران نهادی با افق‌های بلند مدت سرمایه‌گذاری، ناشی از دو منبع می‌باشد. اولین منبع حاصل از نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی است و دومین منبع هم مربوط به نقش اطلاعاتی شان می‌باشد. همچنین نسبت در مورد رابطه‌ی مالکیت نهادی با عملکرد شرکت سه فرضیه عنوان نموده است (نسبیت^{۳۴}، ۱۹۹۶).

۱. فرضیه‌ی نظارت کارا: بیانگر این است که یک نهاد به علت ملاحظات ریسک خود، بیشتر متقاضی نظارت بر مدیران است. منطق این فرضیه این است که به علت بالا بودن هزینه‌ی نظارت، فقط سهامداران بزرگ نظیر سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند به مزایای کافی دست یابند تا انگیزه نظارت را داشته باشند. در واقع، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، فرصت، منابع، تخصص و توانایی نظارت و تأثیرگذاری بر مدیران را دارند (کارنت و همکاران^{۳۵}، ۲۰۰۷). به هر حال، اینکه آیا نهادها از توانایی خود برای تأثیرگذاری بر تصمیمات شرکت استفاده می‌کنند یا نه، تابعی از سهام متعلق به آنهاست. اگر سهام متعلق به سرمایه‌گذاران نهادی زیاد باشد، این سهام کمتر قابل داد و ستد است و بنابراین برای دوره‌های طولانی تری نگه داشته می‌شود. این دسته، سرمایه‌گذاران نهادی پایا (بلندمدت) هستند. آنها به احتمال زیادی در امر نظارت شرکت می‌کنند؛ زیرا زمان طولانی تری برای یادگیری در مورد شرکتها و همچنین فرصتهای بیشتری برای تأثیرگذاری بر مدیریت دارند (السیانی و جیا^{۳۶}، ۲۰۰۸). اما زمانی که سرمایه‌گذاران نهادی تعداد سهام به طور نسبی

^{۳۲} Monks & Minow

^{۳۳} Dobrzynski

^{۳۴} Nesbitt.

^{۳۵} Cornett & et al.

^{۳۶} Elyasiani & Jia.

کمی در شرکت دارند، می توانند در صورت ضعیف بودن عملکرد شرکت به راحتی سرمایه گذاری های خود را نقد کنند و در نتیجه انگیزه ی کمی برای نظارت دارند. اینها سرمایه گذاران نهادی ناپایا (کوتاه مدت) هستند؛ زیرا تمایل به انجام معاملات مکرر بر اساس اطلاعات دارند و بر سودهای تجاری کوتاه مدت تأکید می کنند (نمازی و همکاران، ۱۳۸۸).

سرمایه گذاران نهادی پایا می توانند از سه راه عملکرد شرکت را بهبود ببخشند. اول، آنها به دلیل ارتباط نزدیک خود با بازار سرمایه و فعالیت نظارت می توانند مسایل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات را کاهش بدهند، مسایلی که عملکرد ضعیف و سرمایه گذاری کمتر را ترغیب می کند. دوم، آنها مسئله ی نزدیک بینی مدیریت را تعدیل می کنند به گونه ای که برای مدیران امکان سرمایه گذاری در پروژه های سودآور بلند مدت تر را فراهم می کند. سوم، آنها از طریق افزایش درجه ی انگیزش، پاداش مدیران و منافع آن ها با سهامداران را بهتر همسو می کنند و به این گونه عملکرد شرکت را بهبود می بخشند. نسبت (۱۹۹۴)، اسمیت^{۳۷} (۱۹۹۶) و دل گورسیو و هاکنس^{۳۸} (۱۹۹۹). شواهدی سازگار با این فرضیه یافتند مبنی بر این که نظارت بر شرکت توسط سرمایه گذاران نهادی می تواند مدیران را وادار به تأکید بیشتر بر عملکرد شرکت و کاهش رفتار فرصت طلبانه یا خویشتن طلبانه نماید (السیانی و جیا، ۲۰۰۸).

۲. فرضیه ی تضاد منافع : این فرضیه بیان میکند که سرمایه گذاران نهادی به علت تضاد منافع به مدیریت کنونی رأی میدهند. این رفتار از ساختار مقررات کنونی سرچشمه می گیرد. در این ساختار، مدیران شرکت های سرمایه گذاری نهادی در رأی دهی یا افشا آراء خود در قبال سهامداران خویش هیچ مسئولیتی بر عهده ندارند، اما مدیریت شرکت سرمایه پذیر از آراء هر یک از سهامداران اطلاع دارد. با وجود این قوانین، مدیران مزبور در رأی دهی تحت سلطه روابط تجاری جاری با مدیریت کنونی قرار دارند (نمازی و همکاران، ۱۳۸۸).

۳. فرضیه ی همسویی راهبردی: طبق این فرضیه، سرمایه گذاران نهادی با مدیریت کنونی نوعی اتحاد راهبردی به وجود می آورند. فرضیه ی تضاد منافع و همسویی راهبردی بیان میکنند که بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه ی منفی وجود دارد. چندین پژوهش نتیجه گرفته اند که هدف سرمایه گذاران نهادی مبنی بر حفظ نقدینگی سهام خود و تمایل به کسب سود در کوتاه مدت بر مزایای حاصل از نظارت بر مدیریت به امید کسب سود بیشتر در بلند مدت غلبه میکند (نمازی و همکاران، ۱۳۸۸).

^{۳۷} Smith

^{۳۸} Del Guercio D., J. Hawkins

۲-۳-۲-۵ نقش‌های نظارتی و اطلاعاتی سرمایه گذاران نهادی

حساس یگانه، مرادی و اسکندر (۱۳۸۷) نشان دادند که سرمایه گذاران نهادی، ناظرانی فعال بر تصمیمات و رویه های اتخاذ شده از سوی مدیریت هستند و توان تنبیه مدیرانی را که در جهت منافعشان حرکت نمی کنند نیز دارا هستند. ماگ^{۳۹} (۱۹۹۸) به این نتیجه رسید استفاده سرمایه گذاران نهادی از توانایی هایشان برای نظارت بر مدیریت، تابعی از میزان سرمایه گذاری آن هاست. هرچه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می شود و این یک ارتباط مستقیم است. بوش^{۴۰} (۱۹۹۸) نیز بیان می دارد که سرمایه گذاران نهادی از طریق جمع آوری اطلاعات و قیمت گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می کنند. بر اساس این نگرش سرمایه گذاران نهادی، سهامدارانی متبحر هستند که دارای مزیت نسبی در جمع آوری و پردازش اطلاعات هستند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹، صص ۵۰-۵۱). در مقابل، هنوز اندیشمندان زیادی هستند که معتقدند نهاد ها به طور موثر بر شرکت نظارت نمیکنند، چرا که آنها از تجربه کافی برخوردار نبوده، از حضور مفت سواران ناخشنودند یا ممکن است سیاستمدارانه با مدیران کنار بیایند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹، صص ۵۰). از منظر تئوری، سرمایه گذاران نهادی ممکن است انگیزه هایی برای نظارت فعال بر مدیریت داشته باشند. بر اساس «فرضیه نظارت فعال» سرمایه گذاران نهادی، سهامداران متبحری هستند که دارای مزیت نسبی در جمع آوری و پردازش اطلاعات هستند. منطق فرضیه نظارت فعال این است که به علت بالا بودن هزینه ی نظارت، فقط سهامداران بزرگ نظیر سرمایه گذاران نهادی می توانند با دستیابی به مزایای کافی، انگیزه ی نظارت را داشته باشند. سهامداران نهادی، سهامدارانی با افق دید بلند مدت هستند که مبادلات خود را به تنهایی بر مبنای اخبار سود ترتیب نمی دهند. در حقیقت، سهامداران نهادی به ارزش بلند مدت شرکت توجه زیادی داشته و عمدتاً از توانایی و قدرت کنترل شرکت نیز برخوردار هستند (کاظمی و محمد نژاد، ۱۳۹۰، ص ۱۱۱). بریکلی، لیز و اسمیت^{۴۱} (۱۹۸۸) در تحقیقی دریافتند که سرمایه گذاران نهادی به احتمال بیشتری با طرح های پیشنهادی مدیران که به نظر می رسد به منافع مالکان صدمه می زند، مخالفت می نمایند. بر مبنای فرضیه نظارت موثر، پوند^{۴۲} (۱۹۸۸) عنوان می نماید که سرمایه گذاران نهادی

^{۳۹} Maug

^{۴۰} Bush

^{۴۱} Brickley, Lease & Smith

^{۴۲} Pound

دارای منابع و تخصص بالایی هستند و می توانند با هزینه ای کمتر از میانگین، نسبت به سایر سرمایه گذاران خصوصی و ناآگاه تر، به نظارت بر مدیریت پردازند (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸، ص ۹). حضور سهامداران بزرگ با جابجایی زیاد مدیریت ارتباط دارد که نشانگر انجام وظیفه نظارتی توسط سهامداران مزبور است (کاپلان و میلتنون^{۴۳}، ۱۹۹۴).

با توجه به نقش نظارتی، افق سرمایه گذاری بلند مدت منجر به "سرمایه گذاری رابطه ای"^{۴۴} می شود، که سرمایه گذاران نهادی بلند مدت را به ایجاد تغییر درصد مالکیت به جای فروش سهامشان وادار می نماید. بویژه طول عمر سرمایه گذاری شان مشوق سرمایه گذاران نهادی بلند مدت برای حفاظت از سرمایه گذاریشان توسط اعمال مکانیزم های انطباقی در مورد مدیرانی که منافعشان را با آن دسته از سهامداران همتراز میکنند می باشد. این امر بویژه در پیشگیری از نزدیک بینی مدیریتی و تشویق مدیران به تمرکز بر روی ارزش بلند مدت شرکت مفید است (اتیک و همکاران^{۴۵}، ۲۰۱۲). در واقع سرمایه گذاری رابطه ای طبق استدلال چیدامبرام و جان^{۴۶} (۱۹۹۸) شرایطی است که رابطه سهامداران نهادی بزرگ و مدیریت بر اساس آن بنا نهاده می شود، که در آن مدیر بصورت فعال جهت حل مشکلات نمایندگی با نهاد مربوطه در فرایند نظارت مشارکت می نماید. چیدامبرام و جان^{۴۷} (۱۹۹۸) در پژوهش خود نشان می دهند که سرمایه گذاری رابطه ای به دلیل مشارکت مدیران که دسترسی به اطلاعات مورد تایید را برای نهادها آسان می سازد منجر به حل و فصل مشکلات نمایندگی می شود و مشکل سواری مجانی^{۴۸} مرتبط با نظارت سهامداران بزرگ را کاهش می دهد، چرا که آن منجر به انتقال برخی هزینه ها به سهامدارانی که نظارتی اعمال نمی نمایند می شود. در واقع، سواری مجانی توسط سهامدارانی که نظارتی اعمال نمی کنند، ارزش شرکت و همچنین انگیزه سهامداران بزرگ جهت نظارت را کاهش میدهد (چیدامبرام و جان، ۱۹۹۸). الیاسیانی و جیا^{۴۹} (۲۰۱۰) نیز نشان می دهند که حضور نهادهای بلند مدت، پوشش تحلیل گران^{۵۰} را برای شرکت ها افزایش می دهد که منجر به شفافیت بیشتر و از این رو هزینه های معاملاتی و تامین مالی کمتری

^{۴۳} Kaplan & Minton.

^{۴۴} Relationship Investing

^{۴۵} Attig et al.

^{۴۶} Chidambaram & John

^{۴۷} Chidambaram et al.

^{۴۸} free-riding problem

^{۴۹} Elyasiani & Jia

^{۵۰} Analyst coverage

می شود (السیانی و همکاران^{۵۱}، ۲۰۱۰). علاوه بر این برای کاهش مشکل سواری مجانی، سهامداران نهادی بزرگ می توانند یک اثر انطباطی بر روی مدیران وقت شرکت سرمایه پذیر از طریق تاثیر قیمت نامطلوبی که بخاطر در پیش گرفتن استراتژی خروج سرمایه گذاران نهادی بلند مدت بوجود می آید، داشته باشند (اتیک و همکاران^{۵۲}، ۲۰۱۲).

در همین راستا، نهادهای با مالکیت بزرگ و با ثبات می توانند بر مدیران جهت جلوگیری از هزینه های معاملاتی و تاثیر قیمتی که می تواند نتیجه فروش و خروج سهامداران عمده^{۵۳} باشد نظارت نمایند (اتیک و همکاران^{۵۴}، ۲۰۱۲). این دیدگاه در مسیر مطالعات چن^{۵۵} و همکارانش (۲۰۰۷) می باشد، که استدلال میکنند، نهادهای، هزینه ها و مزایای حاصل از معامله در مقابل نظارت را می سنجند و وزن میکنند و سرمایه گذاران بلند مدت تنها در نظارت نسبت به معامله تخصص پیدا میکنند. به موجب سرمایه گذاری رابطه ای خود (نگهداشتن سهام کافی و حفظ آنها برای یه دوره زمانی به اندازه کافی طولانی)، سرمایه گذاران نهادی بلند مدت توانایی تاثیر گذاری مثبتی بر نتیجه معاملات اکتساب و ادغام دارند. چن و همکارانش شواهد بیشتری در حمایت از نقش نظارت کارآمد سرمایه گذاران نهادی بلند مدت ارائه نمودند، و بیشتر مطالعات اخیر، نشان می دهند که ثبات مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت اثر مثبتی دارد (السیانی و همکاران^{۵۶}، ۲۰۱۰).

عده ای معتقدند به دلیل دسترسی سرمایه گذاران نهادی به اطلاعات محرمانه، عدم تقارن اطلاعاتی بین آنها و سهامداران خرد ایجاد می شود. در مقابل می توان بیان کرد سرمایه گذاران نهادی بزرگ می توانند اطلاعات محرمانه شرکت را به دیگر سهامداران انتقال دهند. اما برای اینکه چنین نظارتی معتبر باشد، سهامداران بزرگ باید سرمایه گذاری را برای یک دوره زمانی طولانی ادامه دهند (کاظمی و محمد نژاد، ۱۳۹۰، ص ۱۱۲).

با توجه با نقش اطلاع رسانی افق سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی، اتیک و همکارانش (۲۰۱۲) استدلال می کنند که سرمایه گذاران نهادی بلند مدت دارای مزیت اطلاعاتی که ناشی از توانایشان در

^{۵۱} Elyasiani & Jia.

^{۵۲} Attig et al.

^{۵۳} blockholding

^{۵۴} Attig et al.

^{۵۵} Chen

^{۵۶} Elyasiani & Jia.

جمع آوری و پردازش اطلاعات که کارآمد تر از سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت هستند، می باشند. در شرایط مساوی، سرمایه گذاران نهادی بلند مدت منابع بیشتری را در شرکت های سرمایه پذیر سرمایه گذاری میکنند، که منجر به اطلاعات دقیق تر می شود. بر این اساس آنها بیان می دارند که حضور سرمایه گذاران نهادی بلند مدت، عدم تقارن اطلاعات را توسط انگیزاندن مدیران به افشای اطلاعات به موقع به منظور حفظ روابط کاری (کسب و کار) و سرمایه گذاری با سرمایه گذاران نهادی بلند مدت، کاهش می دهد. همچنین حضور سرمایه گذاران نهادی بلند مدت احتمالاً با عدم اطمینان کمتر در ارتباط می باشد. سرمایه گذاران نهادی بلند مدت به دلیل در اختیار داشتن اطلاعات خصوصی می توانند به منظور بهبود کیفیت اطلاعاتشان (برای مثال از طریق کاهش عدم تقارن یا افشای بهتر) مدیران را از طریق تهدید به خروجشان تحت فشار قرار دهند. الیاسیانی و جیا (۲۰۱۰) بر این باورند که با توجه به مالکیت با ثبات سرمایه گذاران نهادی بلند مدت، آنها باید فرصت کافی و فراوانی برای یادگیری در مورد شرکت های سرمایه پذیر و اعمال نظارت موثر که به احتمال زیاد عدم تقارن اطلاعاتی بین داخلی ها و خارجی ها را کاهش می دهد، داشته باشند. همچنین بعضی از تحقیقات نشان می دهند که سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت، ممکن است که بر اساس اختلال و شایعه، و یا سیگنال های اطلاعاتی ناقص کوتاه مدت معامله نمایند، این رفتار ممکن است که بر فعالیت های اختیاری یا احتیاطی مدیران تاثیر بگذارد و از این رو مشکلات اطلاعات نا متقارن را افزایش می یابد (اتیک و همکاران^{۵۷}، ۲۰۱۲).

به طور کلی مباحث بالا نشان می دهد که هر دو دیدگاه (نظارتی و اطلاعاتی) به توضیح نقش حاکمیتی افق سرمایه گذاری نهادی کمک میکند. این نظریه نشان می دهد که افق های سرمایه گذاری نهادی بلند تر ممکن است تاثیر مثبت (مثل سرمایه گذاری رابطه ای، شفافیت بیشتر، تاثیرات انطباطی بهبود یافته) و یا منفی (مثل وفاداری به مدیریت وقت، رفتار کمتر قابل اعتماد برای خروج) بر روی حاکمیت شرکتی داشته باشد. ایتگ و همکارانش استدلال می کنند که تاثیرات مثبت بر روی حاکمیت مهمتر و سنگین تر از تاثیرات منفی آن بطور متوسط می باشد، و از این رو حضور تعداد بیشتری (نسبت بیشتر) از سرمایه گذاران نهادی بلند مدت به بهبود حاکمیت شرکتی منجر خواهد شد (اتیک و همکاران، ۲۰۱۲).

^{۵۷} Attig et al.

۲-۳-۶ درصد مالکیت سهامداران عمده

بر اساس آیین نامه اصول راهبری شرکتی ، سهامدار عمده سهامداری است که به طور مستقل بتواند حداقل یک عضو هیات مدیره و یا بیش از یک عضو هیات مدیره را منصوب کند و دارای بیش ترین کنترل بر هیات مدیره است. به عقیده برخی صاحب نظران، وجود سهامداران عمده در شرکت از یک سو زمینه ها و انگیزه های نظارت بر عملکرد مدیران را تقویت می کند و از سوی دیگر، گاهی به دلیل عدم انطباق منافع و اهداف سهامداران بزرگ با منافع و انتظارات سهامداران خرد، هزینه های کنترل و هم سو کردن خواسته های سهامداران عمده با منافع سایر سهامداران افزایش می یابد (اولی و همکاران ، ۱۳۹۳). سهامداران بزرگ ، مشکلات بالقوه نمایندگی را که در اثر عملکرد نامناسب بروز پیدا می کند افزایش می دهند. پس به همان اندازه که سهامداران بیرونی افزایش می یابند انگیزه برای نظارت هم بیش تر می شود . افزایش سهامداران بیرونی موجب بهبود عملکرد شرکت می شود و رابطه مستقیمی بین سهامداران بیرونی و عملکرد مالی شرکت وجود دارد (دستگیر و هنرمند، ۱۳۹۳).

۲-۳-۷ درصد مالکیت سهامداران کنترلی

وجود سهامدار کنترلی، از دیگر عوامل مؤثر بر حاکمیت شرکتی است . سهامدار کنترلی ، سهامداری است که مالکیت بیش از ۵۰ درصد سهام دارای حق رأی شرکت را در اختیار داشته باشد (اولی و همکاران ، ۱۳۹۳).

۲-۳-۸ تمرکز مالکیت

تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می شود که میزان درخور ملاحظه ای از سهام شرکت به سهامداران عمده (اکثریت) تعلق داشته باشد و نشان می دهد که چند درصد سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد. نتایج تحقیق مهدوی و میدری (۱۳۸۴) حاکی از آن است که تمرکز مالکیت در بازار اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۴ بسیار بالا بوده است. سهم ۵ سهامدار عمده در شرکت های فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران بطور متوسط ۷۴٪ است. و سهم ۱۰ سهامدار بزرگ بیش از ۷۹٪، و سهم ۲۰ سهامدار بطور متوسط ۸۱٫۹٪ است. بر اساس شاخص هرفیندال، صنعت ساخت ماشین آلات و بر اساس سه شاخص دیگر (سهم ۵، ۱۰ و ۲۰ سهامدار عمده) صنعت استخراج معدن، دارای بیشترین مقدار تمرکز مالکیت بودند. مهدوی و

میدری (۱۳۸۴) معتقدند مقایسه شاخص های تمرکز مالکیت در بازار ایران و پنج کشور آمریکا، ژاپن، آلمان، چین، و چک نشان می دهد که بازار سهام ایران دارای ساختار مالکیتی بسیار متمرکز است. ماه آوریل در ایران با نمونه ای ۵۸ تایی به بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۰-۱۳۸۳ پرداخت. او به این نتیجه رسید که هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده و موجب بهبود عملکرد شرکت ها می شود (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۸، ص ۶۸). تحقیق هفلین و شاو^{۵۸} (۲۰۰۰) بیانگر وجود یک رانت اطلاعاتی برای سهامداران بزرگ می باشد. یافته های آنها بیانگر یک رابطه مثبت بین مالکیت سهامداران بزرگ و معیارهای مختلف عدم تقارن اطلاعات است. کاشانی پور و همکارانش (۱۳۸۹) در پژوهش خود با عنوان "بررسی رابطه بین سهامداران نهادی کوتاه مدت و بلند مدت و مدیریت سود فزاینده شرکت ها" از معیار مالکیت متمرکز به عنوان معیاری برای بررسی اثر سهامداران نهادی بلند مدت استفاده نموده است. در واقع این شاخص را از طریق شاخص هرفیندال- هیرشمن محاسبه نموده، که عبارت است از مجموع مربع درصد سهامداران نهادی هر شرکت. شاخص هرفیندال هیرشمن شاخصی است اقتصادی است که برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده می شود. بدین ترتیب که درصد سهم بازار هر یک از عرضه کنندگان به توان ۲ می رسد و با هم جمع می شود. حاصل که بین ۰ تا ۱ است هرچه قدر به ۱ نزدیک باشد، بیانگر تمرکز و در مقابل هرچه به صفر نزدیک تر باشد، عدم تمرکز است (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۹). در این تحقیق نیز برای سنجش سطوح بالای مالکیت سهامداران نهادی که جانشینی برای سهامداران نهادی بلند مدت است از مجموع مربع درصد سهامداران نهادی به عنوان یکی از متغیرهای مالکیت نهادی، استفاده شده است.

تمرکز مالکیت عبارت است از نحوه توزیع سهام بین سهامداران شرکت های مختلف و یا به عبارت دیگر تمرکز مالکیت دلالت بر آن دارد که چه میزان از کل سهام یک شرکت معین در اختیار تعداد محدودی از مالکین می باشد. برای اندازه گیری تمرکز باید به تعداد سهامداران و میزان سرمایه آن ها توجه شود، هرچه تعداد سهامداران کم تر باشد، مالکیت متمرکزتر و هرچه تعداد مالکان بیش تر باشد تمرکز مالکیت کم تر خواهد بود (یگانه و همکاران، ۱۳۹۱). محققین در مطالعات انجام شده به منظور محاسبه نسبت تمرکز مالکیت از معیارهای مختلفی استفاده نموده اند که عبارتند از :

^{۵۸} Heflin and Shaw

۲-۳-۲-۱ شاخص هرفیندال هیرشمن^{۵۹} (HHI)

عبارت است از مجموع مجذور درصد سهام متعلق به سهامداران شرکت‌ها می باشد. این شاخص به موازات افزایش میزان تمرکز مالکیت، افزایش پیدا کرده و در شرایطی که کل سهام متعلق به یک نفر باشد، بیش ترین ارزش را به خود اختصاص داده و معادل $N/10000$ محاسبه می شود. شاخص هرفیندال به شرح زیر قابل محاسبه می باشد:

$$(HHI) = \sum_{i=1}^n \left(\frac{p_i}{p} \times 100 \right)^2$$

در عبارت فوق p_i نشان دهنده تعداد سهام عادی متعلق به هر سهامدار شرکت i و p نشان دهنده کل سهام عادی منتشر شده توسط شرکت می باشد (محمدی و همکاران، ۱۳۸۸).

۲-۳-۲-۲ ضریب آنتروپی^{۶۰} (EC)

این مفهوم در ابتدا به عنوان ابزاری در شاخه های فیزیک و مکانیک مورد استفاده قرار گرفت. آنتروپی کمیتی است که بی نظمی و اختلال را در یک سیستم اندازه گیری می کند،

$$LOWN_i = \text{Log} \left(\frac{own_i}{1 - own_i} \right)$$

معیار آنتروپی به عنوان گزینه برای واریانس به کار برده می شود. در عین حال آنتروپی یک معیار معکوس برای تمرکز است، یعنی هنگامی که آنتروپی افزایش می یابد تمرکز کاهش می یابد. ضریب آنتروپی به عنوان معیار تمرکز یک تبدیل لگاریتمی ($Lowni$) است که توسط دمستز و ویلالونگا^{۶۱} به کار رفته است و هدف آن رسیدن به توزیع متقارن اندازه مالکیت می باشد. از نظر دمستز و لهن^{۶۲} این معیار یک دامنه محدود را به یک دامنه نامحدود تبدیل می کند.

^{۵۹} Herfindahl – Hirshman

^{۶۰} Entropy Coefficient

^{۶۱} Harold, Demsetz, & Beln Villalonga.

^{۶۲} Lehn

۲-۳-۸-۳ نسبت تمرکز سهامداران اصلی

گاهی محققین به منظور محاسبه نسبت تمرکز از نسبت سهام متعلق به بزرگ ترین سهامدار و یا نسبت تمرکز سه، پنج و یا چند سهامدار عمده استفاده می کنند، تا مشخص شود که سهامدار یا سهامداران اصلی شرکت مالک چند درصد از سهام شرکت بوده و میزان تملک مالکیت آن ها به چه میزان است.

$$CON = \sum_{i=1}^n \left(\frac{own_i}{own} \times 100 \right) \quad (i=1, \dots, 5 \text{ که } own_i)$$

در رابطه فوق n می تواند نشان دهنده تنها سهامدار برتر، سه سهامدار برتر، پنج سهامدار برتر و یا تعداد مشخصی از سهامداران برتر باشد (عباسی و رستگاریان، ۱۳۹۱).

۲-۴ محدودیت های مالی، عدم تقارن اطلاعاتی و سرمایه گذاری

مودلیانی و میلر (۱۹۸۵) اشاره نموده اند که در یک بازار کارا، میزان سرمایه گذاری واحد های تجاری مستقل از ساختار مالی و میزان نقدینگی آنهاست (هوبارد^{۶۳}، ۱۹۹۸). به عبارت دیگر مطابق با ادبیات نئو کلاسیک مالی، بازار کارا با تامین مالی به موقع و کافی پروژه های دارای چشم انداز روشن و مثبت باعث می شود که مدیران (شرکت ها) تا هنگامی که نرخ بازده نهایی سرمایه گذاری صفر می شود، به انجام سرمایه گذاری مبادرت ورزند. از این رو نباید ارتباطی بین جریان های نقدی داخلی^{۶۴} و سرمایه گذاری مشاهده گردد (بیدل و همکاران^{۶۵}، ۲۰۰۸). اما چندین مساله، این استنباط و نتیجه گیری ها را مخدوش می نماید. مساله اول سهمیه بندی سرمایه است که به سبب نبودن تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران ایجاد می شود. مایرز (۱۹۸۴) نشان داده است که اگر مدیران بتوانند از اطلاعات محرمانه سو استفاده نمایند، سرمایه گذاران از انجام سرمایه گذاری خود داری می نمایند. دومین مساله از مشکلات مربوط به نمایندگی ناشی میشود. یعنی زمانی که مدیران به جای تحصیل بازده نقدی بیشتر، در پی تامین منافع شخصی خودشان هستند (جنسن، ۱۹۸۶). این گونه مسائل (عدم تقارن اطلاعاتی و منفعت گرایی مدیران) حساسیت سرمایه گذاری را نسبت به جریان های نقدی برانگیخته و تامین مالی را برای انجام پروژه های دارای چشم انداز روشن و مثبت (دارای ارزش فعلی خالص مثبت) با مشکل رو به رو می نمایند (بیدل و همکاران، ۲۰۰۸).

^{۶۳} Hubbard, ۱۹۹۸

^{۶۴} Internal cash flow

^{۶۵} Biddle & et al, ۲۰۰۸

بدین ترتیب در عمل تصمیمات سرمایه گذاری شرکت‌ها مستقل از ساختار مالی آن‌ها نخواهد بود. از همین رو بخشی از مشکلات مربوط به سرمایه گذاری‌ها ناشی از مسائل مربوط به ساختار مالی شرکت‌ها می‌باشد. به عنوان مثال، بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه گذاری محدود می‌سازد (هوبارد، ۱۹۹۸). یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود آن است که شرکت‌های مواجه با محدودیت تامین مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تامین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر نمایند که این کار به کم سرمایه گذاری^{۶۶} منجر می‌شود (وردی، ۲۰۰۶). علاوه بر این اگر شرکتی تصمیم به تامین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه گذاری صحیحی با آن انجام شود. به عنوان مثال مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سو استفاده از منابعی همچون جریان‌های نقد آزاد^{۶۸}، اقدام به سرمایه گذاری ناکارا نمایند. بیشتر مقالات موجود در این موضوع، پیش بینی می‌کنند که انتخاب پروژه‌های ضعیف، موجب بیش سرمایه گذاری^{۶۹} می‌شود (فیض بخش رانکوهی، ۱۳۹۱).

در بازارهای ناکارا تامین مالی و تصمیمات سرمایه گذاری، مستقل از یکدیگر نمی‌باشند. در واقع، برخی از نواقص بازار سرمایه مانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، می‌تواند به فرایند بیش سرمایه گذاری یا کم سرمایه گذاری منتهی گردد. به این مفهوم که، نه همه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت انجام می‌شود (کم سرمایه گذاری) و نه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی، رد می‌گردد (بیش سرمایه گذاری) (بیدل و همکاران، ۲۰۰۸). عدم تقارن اطلاعاتی، چندین تضاد^{۷۰} بین ذینفعان اصلی ایجاد می‌کند که منتهی به فرایند بیش یا کم سرمایه گذاری می‌گردد (مورگادو و پیندادو^{۷۱}، ۲۰۰۳). ارتباطی که در ادامه تشریح می‌گردد در شکل ۲-۱ ترسیم شده است.

سهامداران با توجه به مسولیت محدودشان، ترغیب شده‌اند تا در پروژه‌های دارای ریسک بیشتر سرمایه گذاری کنند. این رغبت بخاطر آن است که از یک سو پروژه‌های پر ریسک، منافع بیشتری را برای

^{۶۶} Under investment

^{۶۷} Verdi.

^{۶۸} Free cash flow

^{۶۹} Over investment

^{۷۰} Conflict

^{۷۱} Morgado & Pindado.

آن ها فراهم می سازد و از دیگر سو در صورتی که زیان بزرگی رخ دهد، این زیان متوجه اعتبار دهندگان می شود (تهرانی و حصار زاده، ۱۳۸۸). در این مورد مشکل معروفی تحت عنوان جابجایی دارایی‌ها^{۷۲} از اعتبار دهنده به سهامدار بوجود می آید. موقعی که عدم تقارن اطلاعاتی پس قرار دادی^{۷۳} وجود دارد و عدم تحقق کل شرایط قرار داد محتمل است، چندین عدم تقارن اطلاعاتی می تواند موجب هزینه هایی برای سهامداران گردد. زیرا اعتبار دهندگان نرخ بهره (سود تضمین شده) خود را با توجه به احتمال جابجایی دارایی‌ها در آینده، افزایش می دهند. بنابراین چه نرخ بهره افزایش یابد، چه سهمیه بندی اعتباری صورت گیرد، و چه شرایط محدود کننده ای بر سرمایه گذاری یا تامین مالی تحمیل شود، توان سهامداران در توسعه پروژه های سرمایه گذاری کاهش خواهد یافت. بنابراین مشکل جابجایی دارایی‌ها بین سهامداران و اعتبار دهندگان، یکی از مکانیسم هایی است که منتهی به کم سرمایه گذاری خواهد شد (پیندادو و توره^{۷۴}، ۲۰۰۵).

همچنین تضاد بین سهامداران و اعتبار دهندگان با تشدید خطر اخلاقی^{۷۵} مشکل کم سرمایه گذاری را بوجود می آورد. با توجه به اولویت حقوقی اعتبار دهندگان در هنگام ورشکستگی، سهامداران ممکن است خودشان را در معرض آن ببینند که اعتبار دهنده بخشی از ارزش ایجاد شده را برای خود بر می دارد. بنابراین سهامداران انگیزه دارند تا پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت را که ارزش فعلی خالص مثبت آن کمتر از میزان بدهی است، رها کنند (تهرانی و حصار زاده، ۱۳۸۸). از سوی دیگر اعتبار دهندگان سعی خواهند نمود تا از سرمایه گذاری غیر بهینه^{۷۶} با مکانیسم های شرایط قراردادی، کاهش دوره وام، نظارت بیشتر و کنترل، جلوگیری نمایند. هر چند این روش ها تنها کمی از این مشکل را تعدیل می نماید و بیشتر هزینه های آن بر سهام داران تحمیل می گردد. علاوه بر این تضاد بین سهامداران و اعتبار دهندگان، مشکل کم سرمایه گذاری را به سبب وجود انتخاب نامطلوب موجب میگردد. این مشکل به دلیل نرخ بالای بهره در خواستی توسط اعتبار دهندگان ایجاد می شود، زیرا آنها اطلاعات کافی در مورد تمیز و تفاوت دادن بین کیفیت پروژه های مختلف دارای ارزش فعلی خالص مثبت را در اختیار ندارند. بنابراین اگر مخارج سرمایه گذاری همه پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت، بیش از جریانات نقدی داخلی باشد، شرکت ممکن است

^{۷۲} Asset substitution

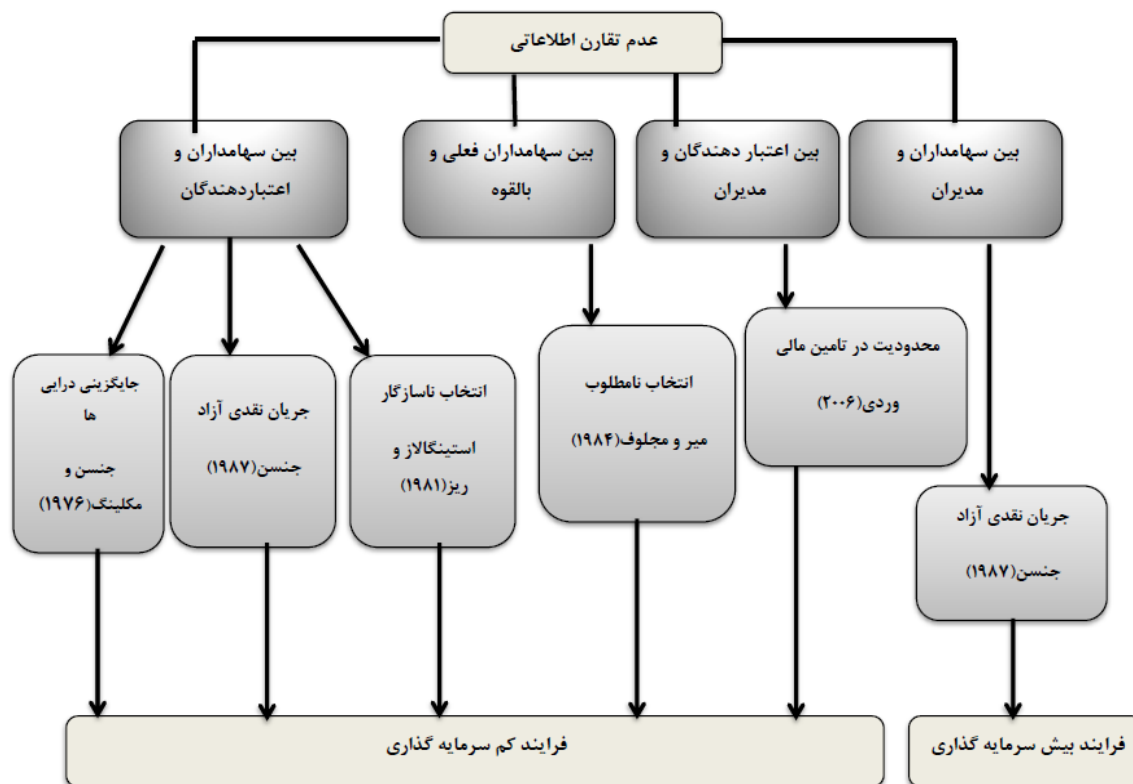
^{۷۳} Post- contrast asymmetric

^{۷۴} Pindado & Torre

^{۷۵} Moral hazard

^{۷۶} Suboptimal investment

پروژه های سرمایه گذاری را به دلیل اجتناب از انتشار اوراق بهادار پر ریسک، برای تامین مالی کنار گذارد (فیض بخش رانکوهی، ۱۳۹۱).



شکل ۱-۲. ترسیم روابط نظری فرضیه بیش و کم سرمایه گذاری (تهرانی و حصار زاده، ۱۳۸۸).

همچنین تضاد بین سهامداران بالفعل و بالقوه، منتهی به کم سرمایه گذاری ناشی از انتخاب نامطلوب می گردد. مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) نشان دادند که بخاطر عدم تقارن اطلاعاتی پیش قراردادی بین سهامداران بالفعل و بالقوه، در ارتباط با پروژه های سرمایه گذاری و دارایی های موجود، شرکت ممکن است پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت را رها کند. زیرا عدم تقارن اطلاعاتی سهامداران آتی (بالقوه) درمورد چشم انداز سرمایه گذاری شرکت، موجب می گردد آنها احساس کنند که در صورت سرمایه گذاری، امکان بیشتری برای وقوع زیان (نسبت به عدم سرمایه گذاری) وجود دارد (لایندرس و زدانو^{۷۷}، ۲۰۰۵).

به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، ممکن است فرایند بیش سرمایه گذاری رخ دهد. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیسم های همراهی نمودن منافع سهامداران و مدیران

^{۷۷} Lyandres & Zhdanv

ممکن است از جریان‌های نقدی آزاد استفاده نموده و پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی را جهت افزایش منافع خود بکار گیرند که این اقدام به بیش سرمایه‌گذاری منتهی می‌شود. جریان‌های نقدی آزاد، جریان‌های نقدی مازاد بر آن مبالغی است که برای پروژه‌ای با ارزش فعلی خالص مثبت لازم است. بنابراین، ممکن است مدیران به جای آنکه این وجوه را به سهامداران بپردازند، آنها را هدر دهند. از این رو مدیران انگیزه‌هایی جهت بیش سرمایه‌گذاری جهت استفاده از منافع نقدی و غیر نقدی مرتبط با اندازه بزرگتر شرکت خواهند داشت (جنسن، ۱۹۸۶).

همانطور که بیان شد، در یک بازار کارا همه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت باید تامین مالی شود. به عبارت دیگر هرگاه مدیران به فرصتی جهت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت دست یابند، باید قادر به تامین مالی آن باشند. هوپارد (۱۹۹۸) بیان نموده است که بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در حوزه مالی اشاره دارند که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تامین مالی، محدود می‌سازد. بنابراین یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود آن است که شرکت‌های مواجه با محدودیت تامین مالی ممکن است به دلیل هزینه زیاد تامین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر نمایند که این اقدام به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود (وری^{۷۸}، ۲۰۰۶). همچنین فارازی و دیگران استدلال نمودند شرکت‌های با محدودیت‌های مالی شدید (شرکت‌های با دسترسی پایین و پرهزینه به منابع وجوه خارجی) در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بر جریان نقدی تاکید بیشتری میکنند. به عبارت دیگر با افزایش اختلاف بین هزینه تامین مالی داخلی و خارجی، حساسیت سرمایه‌گذاری به وجوه داخلی باید افزایش یابد (آلمیدا و همکاران^{۷۹}، ۱۷۷۹). آنها شرکت‌هایی که همیشه نسبت سود تقسیمی آنها بیشتر از ۰/۱ بود را به عنوان شرکت‌های بدون محدودیت مالی و شرکت‌هایی که همیشه نسبت سود تقسیمی آنها کمتر از ۰/۱ بود را به عنوان شرکت‌های با محدودیت مالی شناسایی نمودند. آنها دریافتند که شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری را به عنوان معیاری از وجود محدودیت‌های مالی تفسیر نمودند.

کاپلن و زینگالز (۱۹۹۷) نمونه ۴۹ تایی از شرکت‌های با نسبت سود تقسیمی پایین (شرکت‌های با محدودیت مالی) که توسط فازاری و دیگران شناسایی شده بود را با استفاده از اطلاعات کمی و کیفی بدست

^{۷۸} Vary

^{۷۹} Almeida et al

آمده از مطالعه گزارش های سالانه شرکت بررسی و تجزیه و تحلیل نموده اند. آنها نشان دادند که شرکت های بدون محدودیت مالی نسبت به شرکت های با محدودیت مالی، حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری بالاتری دارند. کاپلن و زینگلز خاطر نشان نمودند که رویه و سیاست توزیع سود یک متغیر انتخابی بوده و و ازین رو شرکت هایی که پرداخت سود تقسیمی پایین تری را انتخاب می کنند، لزوما دارای محدودیت مالی نیستند به عنوان مثال، شرکت ها می توانند در جواب به کاهش نرخ مالیات سود تقسیمی سهامداران اقدام به افزایش سود تقسیمی نمایند (فیض بخش رانکوهی، ۱۳۹۱).

کلیری با استفاده از یک نمونه بزرگ شرکت های آمریکایی در دوره (۱۹۸۹-۱۹۹۴) نشان داد که شرکت های با قدرت اعتباری بالا (شرکت های بدون محدودیت مالی) نسبت به شرکت های با قدرت اعتباری پایین (شرکت های با محدودیت مالی) حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری بالاتری دارند. او این نتایج را به علاقه شرکت ها برای استفاده از وجوه داخلی برای تامین مالی (حتی توسط شرکت های بدون محدودیت مالی) و تئوری جریان نقدی آزاد نسبت داد.

به هر حال با توجه به این موضوع که مبحث حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری در هاله ای از ادبیات تئوریک و تجربی متضاد قرار گرفته و به نظر می رسد که هیچکدام از پژوهش های فوق نتوانسته از یکدیگر پیشی گرفته و ازین رو برخی از پژوهشگران در صدد بر آمده اند تا با ارائه مدل های تئوریک اقتصادی اقدام به تطبیق نتایج دو گروه نمایند، برای مثال می توان به پژوهش های موین^{۸۰} (۲۰۰۰) و همکاران اشاره نمود و برخی نیز درصدد گسترش این ادبیات به سایر حیطه ها از جمله حساسیت جریان نقدی وجه نقد بر آمده اند، (برای مثل می توان به آلمیدا و دیگران و ازدین و سلما اشاره نمود (آلمیدا، ۱۷۷۹).

۲-۵ محدودیت های مالی، محافظه کاری و سرمایه گذاری

یکی از پیامد های مهم رفتار نامتقارن محافظه کاری در مورد سودها و زیان ها اصرار بر ارائه کمتر از واقع خالص ارزش داراییها است. قانون گذاران بازارهای سرمایه، تدوین کنندگان استانداردها و دانشگاهیان، محافظه کاری را بدین دلیل مورد انتقاد قرار می دهند که این ارائه کمتر از واقع در دوره جاری می تواند موجب ارائه کمتر از واقع هزینه های دوره های آتی و از این رو منجر به ارائه بیش از واقع سود طی دوره های آتی شوند. اما APB (هیات تدوین اصول حسابداری) محافظه کاری را به عنوان یک میثاق تعدیل کننده

^{۸۰} Moyen

حسابداری مالی در بیانیه شماره ۴ فهرست بندی نموده است و بیان می کند که داراییها و بدهی ها اغلب در یک شرایط نامشخص قابل ملاحظه ارزیابی می شوند و بنابراین حسابداران با رعایت احتیاط پاسخ می دهند .

چات فیلد^{۸۱} محافظه کاری را در قرون وسطی ردیابی می کند . زمانی که صاحبان اموال بزرگ جریان امور خود را به مباشران واگذار می نمودند، مباشران زود متوجه می شدند که محافظه کار بودن وسیله ای برای حمایت از خود می باشد. عدم پیش بینی افزایش ارزش داراییها، از اهمیت برخوردار بود چرا که اگر در این زمان رویدادی رخ می داد که باعث کاهش اموال می گردید، از نظر صاحب مال، مباشر مسئول بود. کیسو، ویگانت و وارفیلد^{۸۲} (۲۰۰۱) محافظه کاری را اینگونه تعریف می کنند، «به طور سنتی محافظه کاری در حسابداری وسیله ای است که به هنگام تردید در انتخاب رویه ای که ممکن است موجب ارائه بیش ازواقع داراییها و سود شود راه حلی را بر می گزیند که کمترین پیامد را داشته باشد.» برای مثال بند ۹۵ از بیانیه های مفاهیم حسابداری مالی شماره دو (۱۹۸۰) چنین می گوید: اگر برای یک مبلغ دریافتنی یا پرداختنی دو برآورد با درجه احتمال یکسان وجود داشته باشد، محافظه کاری آن برآوردی را انتخاب خواهد کرد که کمترین خوش بینی در آن لحاظ شده باشد» (مهرکام و همکاران، ۱۳۹۶).

از نظر بیور^{۸۳} (۱۹۹۸) رفتار محافظه کارانه به گونه ای است که منجر به انتخاب درآمدهای کمتر (نسبت به درآمد های بیشتر) و هزینه های بیشتر (نسبت به هزینه های کمتر) می شود و زیانهای تحمل نشده را شناسایی می کند ، در حالی که سودهای تحقق نیافته را شناسایی نمی کند. از این رو همان طور که فلتهم و اوهلسون^{۸۴} (۱۹۹۵) بیان نمودند انتظار بر این است که این نتایج باعث بروز اختلافی بین ارزش بازار و ارزش دفتری سهام در بلند مدت گردد (عباس زاده و همکاران، ۱۳۹۵).

نمونههایی از رویه های حسابداری محافظه کارانه که منجر به شناسایی به هنگامتر اخبار بد میشوند عبارتند از: قاعده اقل بهای تمام شده یا بازار برای ارزشیابی موجودی کالا، شناسایی زیانهای کاهش ارزش (ولی عدم شناسایی سودهای تجدید ارزیابی) برای دارایی های بلند مدت و حسابداری زیان های احتمالی در مقابل سودهای احتمالی. با تاکید بر اصل محافظه کاری، هنگامی که انجام موفق یک رویداد مالی با برخی ابهامات مواجه می شود رویه های حسابداری ترجیح می دهند که شک و تردیدی در شناسایی سود

^{۸۱}۱. Chat Field

^{۸۲}۲. Kiso,vigant and varfild.

^{۸۳}۳. Beaver.

^{۸۴}۴. Feltham & Ohelson.

اعمال شود و همچنین معیار های تایید پذیری بیشتری را پیش از شناسایی سود ضروری می دانند (همان، ص ۶).

سود حسابداری به دلیل اینکه اطلاعاتی درباره جریان های نقدی جاری و آتی مورد انتظار شرکت ارائه می کند مربوط به قیمت سهام است و از این رو ، بر ارزش بازار شرکت تاثیرگذار می باشد (واتز و زیمرمن ، ۱۹۸۶، ص ۲۷)^{۸۵}. از لحاظ واکنش بازار اوراق بهادار نسبت به سودهای گزارش شده ، نظریه بازارهای کارا نشان می دهند که به طور سیستماتیک، روش های مختلف «اصول عمومی پذیرفته شده در حسابداری»^{۸۶} موجب گمراهی سرمایه گذاران در محاسبه سودهای عملیاتی گزارش شده نمی شوند (همان منبع ص ۵). از این رو بر اساس مباحث نظری (هندریکسون و وان بردا ۱۹۹۲ و بیانیه مفاهیم حسابداری مالی شماره ۲)^{۸۷}، سرمایه گذاران باید درجه ای از محافظه کاری را در قالب انتظارات خود از کاربرد سود حسابداری برای برآورد جریان های نقدی آتی بکار گیرند. از دیدگاه تهیه کنندگان صورت های مالی، محافظه کاری به عنوان کوششی برای انتخاب روشی از روش های پذیرفته شده حسابداری که به یکی از موارد زیر منتج می شود ، تعریف شده است:

- ۱- شناخت دیرتر درآمد فروش ؛
- ۲- شناخت سریع تر هزینه ؛
- ۳- ارزشیابی کمتر دارایی ها ؛ و یا
- ۴- ارزشیابی بیشتر بدهی ها (شباهنگ ، ۱۳۸۱ ، ص ۵۴)^{۸۸}.

جایگاه محافظه کاری در استانداردهای حسابداری

در خصوص محافظه کاری طبق بند ۱۸-۲ مفاهیم نظری گزارشگری مالی استانداردهای ایران ، کلمه احتیاط به عنوان یکی از ویژگیهای کیفی اطلاعات حسابداری که صورتهای مالی را برای استفاده کنندگان مفید می سازد بیان شده است .به هر حال همانند جمله بالا در خصوص تطابق در آمد و هزینه یک شرط اضافه شده است که باعث می گردد تفسیر این بند دچار مشکل گردد:

^{۸۵} . Watts & Zimmerman.

^{۸۶} . Generally Accepted Accounting Principles ,GAAP

^{۸۷} . Hendrickson and Van Breda .

^{۸۸}

کمیته فنی سازمان حسابرسی ایران در مفاهیم نظری گزارشگری مالی که ترجمه‌ای از بیانیه اصول هیأت استاندارد های حسابداری انگلستان است محافظه کاری را با لفظی دیگر، احتیاط، به رسمیت می شناسد و آن را به عنوان یکی از اجزای خصوصیت کیفی « قابل اتکا بودن » معرفی می کند (مجتهد زاده، ۱۳۸۰، ص ۲۲).

۲-۶ تقسیم انواع محافظه کاری

رایان^{۸۹} در سال (۲۰۰۶) تعریضی را برای محافظه کاری ارائه داد که بنابراین تعریف محافظه کاری به ۲ نوع محافظه کاری مشروط و محافظه کاری نامشروط تقسیم می شود.

۲-۶-۱ محافظه کاری مشروط: (محافظه کاری سود و زیانی - محافظه کاری از پیش تعیین شده)

محافظه کاری مشروط، محافظه کاری است که توسط استاندارد های حسابداری الزام شده است. یعنی شناخت به مقطع زیان در صورت وجود اخبار (بازده منفی سهام) و نا مطلوب و عدم شناخت سود در مواقع وجود اخبار خوب (بازده مثبت سهام) و مطلوب منلا کاربرد قاعده اقل بهای تمام شده یا خالص ارزش فروش در ارزیابی موجودی کالا، نوعی محافظه کاری مشروط است. به این نوع محافظه کاری محافظه کاری سود و زیانی و یا محافظه کاری گذشته نگر می گویند (رایان، ۲۰۰۶: ص ۵۲۵-۵۱۱). باسو، ۱۹۷۷) محافظه کاری را الزام به داشتن درجه بالاتری از تایید برای شناخت اخبار خوب مانند سود، در مقابل شناخت اخبار بد مانند زیان تعریف می نماید، این تعریف محافظه کاری را از دیدگاه سود و زیانی توصیف می نماید که نشان دهنده محافظه کاری مشروط می باشد. این تعریف با توجه به مطالعات انجام شده در بازار سرمایه توسط تحقیق لاراوا و ساها مورد تایید قرار گرفته است (باسو، ۱۹۷۷، صص ۳۷-۳) ^{۹۰} همچنین تفسیر قراردادی و تفسیری و قراردادی حقوقی از تفاسیر محافظه کاری منجر به اعمال محافظه کاری مشروط می شود (کیانگ، ۲۰۰۷، ص ۷۹۶-۷۵۹) ^{۹۱}

^{۸۹}.Ryan.

^{۹۰}. Basu .

^{۹۱}.Qiang .

۲-۶-۲ محافظه کاری نامشروط (محافظه کاری ترازنامه ای - محافظه کاری آینده نگر)

این نوع محافظه کاری برخلاف محافظه کاری مشروط از طریق استانداردهای پذیرفته شده حسابداری الزام نگردیده است و حاصل کمتر از واقع نشان دادن ارزش دفتری خالص دارایی‌ها به وسیله رویه های از پیش تعیین شده حسابداری است. این نوع محافظه کاری به محافظه کاری ترازنامه ای نیز معروف است (رایان، ۲۰۰۶: ص ۵۲۵-۵۱۱)^{۹۲}. تعریف فلتهم و اوهلسون، ۱۹۹۵، تعریف محافظه کاری از دیدگاه ترازنامه است براساس این دیدگاه، در مواردی که تردیدی واقعی در انتخاب بین ۲ یا چند روش گزارشگری وجود دارد آن روشی باید انتخاب شود که کمترین اثر مطلوب بر حقوق صاحبان سهام داشته باشد. همچنین تفاسیر حقوقی، مالیاتی و منجر به اعمال محافظه کاری نامشروط می شود (بدیعی و همکاران، ۱۳۹۳).

۲-۷-۲ روش های اندازه گیری محافظه کاری:

حال با توجه به اینکه محافظه کاری به دو نوع محافظه کاری مشروط و محافظه کاری نامشروط تقسیم شده است هر یک از انواع محافظه کاری با روش های گوناگون قابل سنجش است که در ذیل به آن پرداخته می شود.

۲-۷-۱ روش های اندازه گیری محافظه کاری مشروط

۱) **روش عدم تقارن زمانی سود:** براساس معیار رابطه سود و بازده سهام قیمت بازار سهام نشان دهنده تغییرات ارزش دارایی در زمان هستند که آن تغییرات رخ می دهند خواه آن تغییرات شامل زیان ها یا سود های در ارزش دارائی باشند از این رو می توان گفت بازده سهام همواره به هنگام هستند. از آنجایی که محافظه کاری پیش بینی می کند مبنای شناسایی زیان های حسابداری بسیار به هنگام تر از سود است بدین ترتیب انتظار براین است که زیان های حسابداری بیشتر از سود های حسابداری با بازده های سهام، تقارن زمانی داشته باشند. باسو (۱۹۹۷) با استفاده از این مبانی معیاری را تحت عنوان عدم تقارن زمانی سود برای محافظه کاری معرفی می کند بنابراین عدم تقارن زمانی سود براساس رابطه سود و بازده سهام به عنوان یکی از معیار های محافظه کاری تحت عنوان محافظه کاری مشروط شناخته شده است. باسو برای اندازه گیری اخبار از بازده های سهام استفاده کرد و با استفاده از رگرسیون بین سود و بازده سهام معیاری

Rayan.^{۹۲}

را برای اندازه گیری محافظه کاری مشروط معرفی کرد بنابراین هرچه عدم تقارن زمانی سود بیشتر باشد بیانگر وجود محافظه کاری بیشتر در گزارشگری مالی است (بدیعی و همکاران، ۱۳۹۳).

۲) **روش کاربرد ارقام عملیاتی:** محافظه کاری یک معیار برای انتخاب اصول و رویه های حسابداری در شرایط ابهام و عدم اطمینان است هنگام رو به رو شدن با عدم اطمینان بایستی روش هایی انتخاب و اعمال شوند که در نهایت منجر به کمترین مبلغ برای سود انباشته گردند در واقع در شرایط عدم اطمینان و برسر دو راهی ها، بایستی از یک سو درآمد ها و دارایی ها دیرتر و از سوی دیگر هزینه ها و بدهی ها زودتر شناسایی گردند (بدیعی و همکاران، ۱۳۹۳).^{۹۳} انتخاب و اعمال این روش های محافظه کارانه از طریق حسابداری تعهدی امکان پذیر می گردد. برای مثال شناسایی زیان کاهش ارزش موجودی ها فقط بر ارقام تعهدی امکان پذیر می گردد. برای مثال شناسایی زیان کاهش ارزش موجودی ها فقط بر ارقام تعهدی اثر گذار است و جریان های نقدی را متاثر نمی سازد. از ارقام تعهدی نیز عملیاتی استفاده می شود. به این دلیل از ارقام تعهدی عملیاتی استفاده می شود که از یک سو حسابداری تعهدی مجرای برای اعمال محافظه کاری است و دیگر سو اعمال اختیار از جانب مدیران در شرایط عدم اطمینان زمینه را برای اعمال محافظه کاری فراهم می کند. استفاده از این معیار مبتنی بر این فرض است که سطح عدم اطمینان در رابطه با اقلامی که جز عملیات معمول و مستمر شرکت نیستند (ارقام تعهدی غیر عملیاتی)، بیش از سطح اطمینان در رابطه با اقلامی است که جز فعالیت های عادی شرکت محسوب می شوند. جمع ارقام تعهدی، عملیاتی (سرمایه در گردش) و ارقام تعهدی غیرعملیاتی براساس مدل گیولی و هاین (۲۰۰۰) و ژانگ (۲۰۰۸) به شرح ذیل می شود: (زاهدی و همکاران، ۱۳۹۴).

$$ACC = NI + DEP - Cf$$

$$OACC = \Delta AR + \Delta I + \Delta AP - \Delta TP$$

$$= -$$

که در آن متغیر ها به شرح ذیل می شوند:

ACC: جمع ارقام تعهدی

ΔI : تغییر در موجودی کالا

NI: سود خالص قبل از ارقام غیر متفرقه

^{۹۳}. Givoly and Hayn.

ΔPE : تغییر در پیش پرداخت ها

DEP : هزینه استهلاک

Cfo : جریان نقدی عملیاتی

ΔACC : اقلام تعهدی عملیاتی

ΔAR : تغییر حساب های دریافتی

ΔAP : تغییر در حساب های پرداختی

ΔTP : تغییر در مالیات پرداختی

$NoACC$: اقلام تعهدی غیر عملیاتی

در حالی که اقلام تعهدی عملیاتی (سرمایه در گردش) از فعالیت های مستمر و معمول شرکت ناشی می شوند، اقلام تعهدی غیر عملیاتی برای مثال شامل افزایش هزینه های که ناشی از تغییر برآوردهاست، سود و زیان فروش داراییها و زیان کاهش ارزش داراییهای ثابت، درآمد های انتقالی به دوره های آتی و سرمایه ای کردن مخارج است. از آن جا که مقادیر کوچکتر (منفی تر) اقلام تعهدی غیر عملیاتی نشانگر سطوح بالاتر محافظه کاری هستند، در این تحقیق برای همسو کردن جهت مقادیر جبری اقلام تعهدی غیر عملیاتی با میزان محافظه کاری از قرینه این اقلام استفاده شده است، این معیار توسط پائیک و همکاران، گیولی و همکاران و احمد و همکاران نیز استفاده شده است، این معیار توسط پائیک و همکاران، گیولی و همکاران و احمد و همکاران نیز استفاده شده است. حال جهت محاسبه میزان محافظه کاری مشروط در این تحقیق از مدل کیم و ژانگ (۲۰۱۲) که به صورت ذیل است استفاده شده است (کیم و ژانگ^{۹۴}، ۲۰۱۲).

$$CC - ACC = \frac{\text{اقلام تعهدی غیر عملیاتی}}{\text{جمع کل داراییها}} \times (-1) \quad (1)$$

۲-۷-۲. روش های اندازه گیری محافظه کاری نامشروط

۱. روش ارزش بازار نسبت به ارزش دفتری سهام (MTB)

تجربه گراها تمایل دارند که محافظه کاری را به صورت زیر تعریف کنند:

^{۹۴} Kim & Zhang

تفاوت بین ارزش سهام^{۹۵} و ارزش نقدی گزارش شده، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نیز گفته می شود که آن را با MTB نشان می دهند در نتیجه هرچه نسبت MTB بالاتر از یک باشد بیانگر وجود محافظه کاری بیشتر در گزارشگری مالی است.

شاید دلیل استفاده از EV در تعریف محافظه کاری تجربه گراها به واسطه این باور باشد که حسابداران می توانند برآوردهای تایید پذیر و قابل اتکایی از ارزش بازار سهام داشته باشند که بهتر از ارزش بازار مشاهده شده در بازار های نقدی است و یا شاید فقدان یک تئوری برای محافظه کاری باشد که تجربه گراها از EV برای تعریف محافظه کاری استفاده کنند.

MTB تنها در صورتی می تواند معیار درستی از محافظه کاری باشد که نقش حسابداری، گزارشگری ارزش سهام (EV) باشد. اگر هدف حسابداری، گزارش کردن NAV است. پس ارزش دفتری گزارش شده معادل NAB، بخش تایید پذیر NAV خواهد بود و محافظه کاری واقعی برابر خواهد شد با محافظه کاری کل. EV، MTB را اندازه گیری می کند. بنابراین ویژگی MTB به عنوان معیاری از محافظه کاری بستگی به نقش حسابداری دارد. بدون وجود شواهد تجربی از ماهیت نقش حسابداری، قضاوت در مورد سودمندی MTB به عنوان یک معیار محافظه کاری مشکل است این در حالیست که واتز و ریچوداری (۲۰۰۷) در تحقیق خود از این معیار استفاده کرده اند (واتز و ریچارد هری، ۲۰۰۷: صص ۳۱-۲)^{۹۶}

۲. روش Res:

پنمن و ژانگ (۲۰۰۲) جهت تخمین میزان محافظه کاری نامشروط در گزارشگری مالی از این روش استفاده کردند در این روش جهت تعیین میزان محافظه کاری از فرمول ذیل استفاده می شود:

$$UC - Res = \frac{INV_{it} + RD_{it} + ADV_{it}}{At_{it}}$$

it UC - Res: شاخص محافظه کاری نامشروط برای شرکت i در زمان t

it INV: میزان موجود کالا

RD: هزینه تحقیق و توسعه

ADV: هزینه تبلیغات

At: کل دارایی های شرکت (کیم و ژانگ، ۲۰۱۲).

^{۹۵} Enterprise value (EV)

^{۹۶} Roychowdhury & watts .

۳. روش به کارگیری اقلام تعهدی:

همان طور که قبلاً گفته شد انتخاب و اعمال روش های محافظه کارانه از طریق حسابداری تعهدی امکانپذیر است حاصل تحقیق حاضر برای اندازه گیری شاخص محافظه کاری نامشروط از مدل احمد و دوئلن، ۲۰۰۷ استفاده شده است. شاخص محافظه کاری براساس مدل مزبور به صورت زیر محاسبه می شود.

$$UC-ACC = \frac{\text{اقلام تعهدی}}{\text{جمع دارایی ها ها اول دوره}}$$

اقلام تعهدی از تفاوت سود خالص قبل از اقلام غیر مترقبه و جریان نقدی عملیاتی بعلاوه هزینه استهلاک به دست می آید. به عقیده احمد و دوئلن، ۲۰۰۷ رشد اقلام تعهدی می تواند شاخصی از تغییر در درجه محافظه کاری حسابداری در طول یک دوره باشد. به بیانی دیگر اگر اقلام تعهدی افزایش یابد، در آن صورت محافظه کاری کاهش می یابد و برعکس، از این رو برای تعیین جهت محافظه کاری اقلام تعهدی در منفی یک ضرب می شود. برای کنترل عامل تورم بر اقلام تعهدی و تغییرات محافظه کاری و همچنین برای همگن کردن اطلاعات در سطح کشورها با اندازه های مختلف متغیرهای پژوهش بر جمع داراییها تقسیم شده اند (کیم و ژانگ، ۲۰۱۲).

۲-۸ پیشینه پژوهش

۲-۸-۱ پیشینه داخلی

محفوظی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکتها بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی پرداختند. در این مطالعه داده های مربوط به ۷۲ شرکت به صورت ترکیبی و برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ و با استفاده از رگرسیون تلفیقی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. ابتدا در فرضیه اول پس از بررسی رابطه مثبت و معنی دار بین مخارج سر سرمایه ای و جریان نقد عملیاتی در فرضیه دوم به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی پرداخته شد. نتایج پژوهش نشان داد که در دوره ی زمانی مورد بررسی بین متغیر مسئولیت اجتماعی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

شعبانی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر مدیریتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی پرداختند. جامعه آماری پژوهش را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره زمانی پنج ساله (۱۳۸۹-۱۳۹۳) تشکیل می دهد؛ که از ۶۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس ۱۲۷ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد. یافته های پژوهش نشان داد که؛ مالکیت مدیریتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تأثیر معناداری دارد. نتایج نشان داد که؛ سهامداران همواره باید نظارت مؤثر و دقیقی را بر مدیریت اعمال نمایند و همواره تلاش کنند تا از ایجاد مغایرت در اهداف و بروز انحراف در تلاش های مدیران جلوگیری شود.

صالحی و همکاران (۱۳۹۶) تاثیر خوش بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی مورد بررسی قرار دادند. بدین منظور اطلاعات مالی ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ بررسی گردیدند. تعداد داده های جمع آوری شده برای این پژوهش ۷۰۰ سال شرکت می باشد. نتایج پژوهش ارتباط مثبت و معنادار میان خوشبینی مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری را در میان کل نمونه، و همچنین در میان شرکتهای طبقه بندی شده تحت عنوان دارای محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی را نشان میدهد. همچنین نتایج حاکی از آن است که حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در نتیجه ی خوش بینی مدیریتی در شرکتهای دارای محدودیت مالی بیشتر از شرکتهای بدون محدودیت مالی است.

جهانشاد و همکاران (۱۳۹۴) تاثیر محدودیت در تامین مالی بر رابطه سهامداران نهادی و حساسیت جریانهای نقدی سرمایه گذاری مورد بررسی قرار دادند جامعه آماری، ۱۴۶ شرکت از شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۶-۱۳۹۱ می باشد. روش پژوهش از نوع همبستگی و متغیرهای پژوهش با تکنیکهای آماری پولد و آزمون تفاوت مورد آزمون قرار گرفته است یافته های آزمون بیانگر آنست که سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریانهای نقدی سرمایه گذاری تاثیر منفی و معنادار و سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریانهای نقدی سرمایه گذاری در شرکتهای دارای محدودیت در تامین مالی تاثیر منفی و معنادار و در شرکتهای فاقد محدودیت در تامین مالی تاثیر معناداری ندارد همچنین حساسیت جریانهای نقدی سرمایه گذاری در شرکتهایی که دارای محدودیت در تامین مالی، بیشتر است نسبت به شرکتهایی که دارای محدودیت در تامین مالی نیستند.

ذبیحی (۱۳۹۲) در مقاله ای با عنوان « بررسی تأثیر بدهی، اندازه ی شرکت و نقدینگی بر حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » تأثیر عوامل مالی بدهی،

نقدینگی و اندازه‌ی شرکت بر ارتباط بین منابع داخلی و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد. هدف تحقیق، بررسی تأثیر بدهی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی، نقدینگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی و اندازه شرکت بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از داده‌های ۱۴۰ شرکت در فاصله زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۹ است. این پژوهش از نوع همبستگی بوده و بر تحلیل داده‌های تابلویی مبتنی است. نتایج حاصل از آزمون تجربی فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد که تأثیر بدهی بر حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی مثبت است. ارتباط مثبت بین اندازه‌ی شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی نیز مورد تأیید قرار گرفت. وجود رابطه معنی‌دار بین متغیر نقدینگی شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی مورد تأیید قرار می‌گیرد اما از آن جایی که سهام نقدی در نمونه‌های مورد بررسی اثرات منفی و دارایی نقدی اثر مثبت بر سرمایه‌گذاری داشته است نمی‌توان یک نتیجه نهایی در مورد نتیجه خالص اثر میزان نقدینگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی نمونه‌های مورد بررسی بیان نمود.

اشرفی (۱۳۹۰)، در مقاله‌ای با عنوان «نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. وی رابطه بین محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی را مورد بررسی قرار داد. در این پژوهش، اطلاعات مالی ۷۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۷ بررسی شده است. ۷۲۰ شرکت - سال بررسی شد. یافته‌های پژوهش نشان دهنده نقش مثبت ذخایر نقدی در کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی شرکت‌هاست. از طرف دیگر، برتری خاصی در استفاده از مدل ذخایر نقدی بهینه در مقایسه با معیارهای سنتی محدودیت مالی مشاهده نشد.

کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان «بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد» به مقایسه حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی و حساسیت جریان نقدی وجه نقد به عنوان معیارهای محدودیت مالی پرداختند. نمونه مورد استفاده آنها، از ۷۸ شرکت برای دوره ۱۳۸۵-۱۳۸۰ تشکیل شده بود. آنها با آزمون معنی‌دار بودن ضرایب معادله ذخایر نقدی بهینه، نتیجه گرفتند که حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری نسبت به حساسیت جریان نقدی وجه نقد، معیار مناسب‌تری برای تعیین محدودیت‌های مالی است. با وجود این، آنها از معادله ذخایر نقدی بهینه برای طبقه‌بندی شرکت‌ها استفاده نکردند.

نقی نژاد و همکاران(۱۳۸۹)، در پژوهشی با عنوان «محدودیت های مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. در این پژوهش، اطلاعات مالی ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ بررسی شده است. نتایج نشان می دهد که شرکت های با محدودیت مالی، نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی، از حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی بالاتری برخوردارند و هنگام تصمیم گیری های سرمایه گذاری، بر جریان های نقدی داخلی، تأکید بالایی می کنند.

حسین پور (۱۳۸۴) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین عوامل مؤثر و حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه بین اندازه، ارزش افزوده، درصد سود تقسیمی، سابقه فعالیت شرکت و حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی پرداخت. وی با بررسی ۸۷ شرکت طی یک دوره پنج ساله ۱۳۷۹-۱۳۸۳، دریافت که بین اندازه، ارزش افزوده، نسبت سود تقسیمی شرکت و حساسیت سرمایه گذاری- جریان نقدی ارتباط مثبت وجود دارد، ولی بین سابقه فعالیت شرکت و حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی رابط های وجود ندارد .

۲-۸-۲ پیشنهاد خارجی

مولیر و همکاران^{۹۷} (۲۰۱۷) رابطه بین محدودیت های مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش ابتدا به تفسیر و تحلیل ادبیات حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی و ارائه یک شاخص جدید برای محدودیت های مالی در شرکت های کوچک و متوسط پرداخته شد. شرکت ها با محدودیت مالی نرخ بهره بیشتری را برای بدهی هایشان پرداخت می کنند. شاخص پیشنهادی در این پژوهش می تواند برای رشد اشتغال در سطح شرکت به منظور ایجاد فرصت های سرمایه گذاری مورد توجه قرار گیرد و کنترول گردد. نتایج ما نشان داد که شرکت ها با محدودیت های مالی حساسیت بیشتری به جریانات نقدی نشان می دهند.

دروپز و همکاران^{۹۸} (۲۰۱۷) به بررسی رابطه بین بحران های نقد شوندگی و حساسیت سرمایه گذاری به جریانات نقدی پرداختند. یافتند که شکاف بین حساسیت سرمایه گذاری شرکت های ضعیف و شرکت ها

^{۹۷} Mulier et al.

^{۹۸} Drobetz et al.

با سلامت مالی به طور مثبتی با بحران های نقد شوندگی ارتباط معناداری دارد. ما یافتیم که بحران های نقد شوندگی اغلب بر فعالیت های تامین مالی نقش تعدیل کننده ایفا می کنند. نتایج نشان داد که شرکت ها با سلامت مالی قادر خواهند بود که سرمایه شان را با انعطاف پذیری مالی حفظ بکنند.

چودھاری و همکاران^{۹۹} (۲۰۱۶) رابطه بین حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی و عدم تقارن اطلاعاتی را مورد بررسی قرار دادند. طی بررسی های مورد عمل آمده نتایج نشان داد که هر چقدر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های بیشتر شود، حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی بیشتر خواهد شد. **دیچا و همکاران (۲۰۱۲)** آنها به بررسی حساسیت جریان های نقدی نامتقارن در شرکت های با محدودیت مالی و شرکت های بدون محدودیت مالی پرداختند. آنها برای حساسیت جریان های نقدی از مدل ری دیهک و ویتداسفاده کردند. آنها دریافتند که شرکت های دارای جریان های نقدی منفی، نسبت به شرکت های دارای جریان وجه نقد مثبت، حساسیت جریان های نقدی متفاوتی دارند. که این تفاوت همان حساسیت جریان های نقدی نامتقارن است. همچنین آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت های دارای محدودیت مالی، حساسیت جریان های نقدی نامتقارن بیشتری، نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی دارند

دوچین و همکاران^{۱۰۰} (۲۰۱۰) در مقاله ای با عنوان «تأمین مالی خارجی سنگین، سرمایه گذاری شرکت های بزرگ و بحران مالی وام مسکن بدون پشتوانه» به بررسی اثر بحران های مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها پرداخته و دریافتند که با افزایش هزینه های تأمین مالی خارجی، شرکت ها برای تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری به جریان های نقدی داخلی روی آورده و در نتیجه حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی داخلی افزایش می یابد.

هواکیمین^{۱۰۱} (۲۰۰۹) در مقاله ای با عنوان «تعیین کننده های حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی» با انتخاب نمونه ای شامل ۷۱۷۶ شرکت برای دوره زمانی ۱۹۸۵-۲۰۰۳ پس از کنترل اندازه ی شرکت، اهرم مالی، فرصت های رشد و درصد تقسیم سود به عنوان محدودیت های مالی، نشان دادند که مخارج سرمایه ای نسبت به جریان های نقدی، حساس هستند.

کومار و همکاران^{۱۰۲} (۲۰۰۸) مطالعه ای با عنوان «ارتباط جریان های نقدی و اقلام تعهدی: نقش فرصت های سرمایه گذاری» انجام دادند که نمونه مورد مطالعه آن ها شامل ۶۲۳ شرکت در دوره ی زمانی

^{۹۹} Chowdhury et al.

^{۱۰۰} Duchin et al.

^{۱۰۱} Hovakimian et al

^{۱۰۲} Kumar et al.

۲۰۰۱-۱۹۹۰ بوده است. یافته‌های این تحقیق نشان داد که در سطوح پایین فرصت‌های سرمایه‌گذاری، با افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ضریب واکنش جریان نقدی عملیاتی افزایش می‌یابد. همچنین در سطوح بالای فرصت‌های سرمایه‌گذاری، با افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ضریب واکنش اقلام تعهدی، کاهش می‌یابد.

گئورک و همکاران^{۱۰۳} (۲۰۰۸) در پژوهشی با عنوان «حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی و محدودیت‌های مالی» با انتخاب نمونه‌ای شامل ۳۳۹ شرکت هندی در دوره زمانی ۲۰۰۰-۱۹۹۵ نشان دادند که محدودیت‌های مالی شامل گروه تجاری، ساختار مالکیت، اهرم مالی، اندازه شرکت و عمر شرکت بر حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار بمبئی تأثیرگذار هستند.

گواریگلیا^{۱۰۴} (۲۰۰۸) در مقاله‌ای با عنوان «محدودیت‌های تأمین مالی داخلی و خارجی و انتخاب سرمایه‌گذاری» بیان کرد که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، به درجات مختلف محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی وابسته است. همچنین زمانی که محدودیت‌های مالی خارجی بالاست و محدودیت‌های مالی داخلی پایین است؛ حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی بالاتر می‌باشد.

شوبن و ون هول (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان «اثر فرصت‌های رشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی» با انتخاب نمونه‌ای شامل ۲۰۴۰ سال-شرکت در دوره‌ای ۲۰۰۳-۱۹۹۲، برای شرکت‌های بلژیکی به بررسی تأثیر فرصت‌های رشد، بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی پرداختند.

آلمیدا و همکاران (۲۰۰۴) در پژوهشی با عنوان «حساسیت جریان نقدی وجه نقد» به بررسی رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و ذخایر نقدی پرداختند. هدف اصلی آنها مقایسه معیار حساسیت جریان نقدی وجه نقد با حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری بود. آنها با استفاده از تحلیل‌های نظری و تجربی، اقدام به گسترش مدل نقدینگی اوپلر نموده، با استفاده از داده‌های متعلق به ۲۹۹۵۴ شرکت - سال برای دوره ۲۰۰۰-۱۹۷۱ در بازار بورس اوراق بهادار نیویورک، اثبات کردند که حساسیت جریان نقدی وجه نقد، معیار مناسب‌تری برای شناسایی محدودیت‌های مالی است.

معین (۲۰۰۲) در مقاله‌ای با عنوان «حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی: شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی» به بررسی رابطه محدودیت‌های مالی و جریان نقدی-سرمایه‌گذاری

^{۱۰۳} George et al.

^{۱۰۴} Guariglia

شرکت‌های آمریکایی برای دوره زمانی ۱۹۸۷-۲۰۰۱ پرداخت و نشان داد که حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر از شرکت‌های بدون محدودیت مالی است.

روش شناسی پژوهش

فصل سوم: روش شناسی پژوهش

۳-۱ مقدمه

در فرایند تحقیق علمی، روشی که برای کشف موضوع به کار گرفته می شود، اصلی ترین نقش را دارا می باشد. در حقیقت نتایج حاصل از تحقیق تا حد زیادی بستگی به نوع روشی دارد که برای دست یافتن به آنها بکار گرفته می شود. تعیین صحیح و دقیق ابعاد مختلف و مربوط به روش و متدلوژی پژوهش از ارکان اساسی و اولیه دستیابی به نتایج صحیح در هر پژوهش می باشد. در این فصل هدف این است که تعیین کنیم به منظور دستیابی دقیق تر، آسان تر و سریع تر به پاسخ مربوطه به سوالات تحقیق چه روشی را اتخاذ نموده ایم. بنابراین سعی خواهیم کرد تا نوع روش تحقیق، سوالات و فرضیات تحقیق، جامعه آماری تحقیق، ابزارها و تکنیک های به کار رفته در تحقیق، روش های تجزیه و تحلیل داده ها و غیره را بیان کنیم.

۳-۲ جامعه آماری

برای درک و روشن شدن هدف پژوهش ابتدا باید جامعه مورد مطالعه تعریف شود. در هر بررسی آماری، یک جامعه آماری عبارت از افراد یا واحدها که دارای حداقل یک صفت مشترک باشند (سرمد، ۱۳۹۱، ص ۱۷۷). به عبارت دیگر جامعه آماری به کل گروه، افراد و وقایع یا چیزهایی اشاره دارد که محقق می خواهد به پژوهش درباره آن بپردازد، طوری که با هدف و موضوع پژوهش ارتباط داشته باشد. جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در هر سال میزان آن متغیر می باشد.

۳-۳ نمونه آماری

نمونه و نمونه گیری از مهم ترین مباحث در آمار اجتماعی است. نمونه گروه کوچکتري از جامعه است که برای مشاهده و تجزیه و تحلیل انتخاب شده است. با مشاهده مشخصات نمونه ای که از یک جامعه انتخاب شده است، می توان از مشخصات کل جامعه استنتاج معینی بعمل آورد. چه از طرفی با توجه به وسعت جمعیت با موضوعات مورد مطالعه، محقق ناچار است به نمونه گیری بپردازد. از طرفی دیگر، اعتماد

یافته‌های یک پژوهش یا صحت نمونه گیری آن سنجیده می شود تا جایی که به نظر والیس و روبرتز دو مفهوم اساسی در آمار اجتماعی، نمونه و جامعه آماری می باشند (ساروخانی، ۱۳۸۱). جهت تعیین نمونه های مورد نظر در این پژوهش، با توجه به تعدد شرکت‌های بورسی، نوع فعالیت آنها، اندازه های مختلف آنها و ...، از روش نمونه گیری هدفمند استفاده می شود. بدین معنی که شروطی جهت همگن نمودن نمونه آماری، تعریف شده و شرکت‌هایی جزء نمونه پژوهش در نظر گرفته می شوند که شرایط مذکور را داشته باشند. از بین تمامی شرکت‌های بورسی، شرکت‌هایی که همه شروط زیر را طی دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۵ داشته باشند، به عنوان نمونه در نظر گرفته می شوند.

- (۱) حداقل از ابتدای سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - (۲) اطلاعات مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش در مورد آن شرکت‌ها، در طول دوره پژوهش در دسترس باشد.
 - (۳) جزو شرکت‌های خدماتی، تامین مالی و سرمایه گذاری نباشد، زیرا این شرکت‌ها دارای ساختار سرمایه متفاوتی از سایر شرکت‌های تولیدی هستند.
 - (۴) معاملات سهام شرکت‌های طی سال های مورد مطالعه وقفه معاملاتی نداشته باشد.
 - (۵) سال مالی شرکت مختوم به ۲۹ اسفند ماه باشد و شرکت در دوره مورد مطالعه سال مالی خود را تغییر نداده باشد.
- لذا با توجه به شرایط فوق ۱۱۹ شرکت که دارای شرایط مذکور بودند به عنوان نمونه آماری این پژوهش در نظر گرفته شدند.

۳-۴ فرضیات پژوهش

- (۴) عدم تقارن اطلاعاتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری دارد.
- (۵) سهامدار کنترلی بر حساسیت سرمایه گذاری بر جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری دارد.
- (۶) محافظه کاری حسابداری بر حساسیت سرمایه گذاری بر جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری دارد.

۳-۵ روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ جهتگیریهای پژوهش، کاربردی میباشد. در مطالعات کاربردی نتایج حاصل از مطالعه در رفع نیازها و حل مشکلات به کارآید، بنابراین هدف این نوع تحقیقات به کارگیری آنها در حل مسائل و مشکلات خاص در جامعه میباشد. (دوستار و اکبری، ۱۳۹۲). همچنین از لحاظ هدف، از نوع علی می باشد که درصدد تحلیل روابط بین متغیرها با استفاده از آزمون های آماری می باشد. پس از تدوین مدل، ضرایب متغیرهای مستقل و اندازه گیری اثر آنها بر متغیر وابسته با استفاده از مدل اقتصادسنجی روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی ($OLS^{۱۰۵}$) مشخص می گردد. لذا روش پژوهش، علی از شاخه همبستگی می باشد. همچنین پژوهش با استفاده از داده های پنل دیتا (تابلویی) انجام گرفته است. برای استفاده از داده ها از آزمون های اقتصادسنجی با استفاده از نرم افزار Eviews ۷ استفاده می شود.

۳-۶ جمع آوری و طبقه بندی داده ها

در هر تحقیق متعارف، جمع آوری داده ها یکی از مهم ترین برنامه هاست. در کار جمع آوری داده ها در هر پژوهش، نه تنها باید از چندین روش استفاده کرد، بلکه باید هر روش به درستی و با شناخت کامل برگزیده شود و به درستی به کار برده شود. روش های جمع آوری داده ها به دو دسته تقسیم می شود:

الف- روش مستقیم: مانند مشاهده، مصاحبه، پرسشنامه و غیره.

ب- روش های غیر مستقیم: نظیر استفاده از اسناد و مدارک.

یک محقق باید هر دو روش را بکار گیرد، یعنی هم خود پدیده را مستقیماً ببیند و تحلیل کند و هم از طریق داده های جمع آوری شده توسط دیگران (کتاب ها، اسناد و ...) آن را مورد شناسایی قرار دهد (ساروخانی، ۱۳۸۱).

داده ها و اطلاعات مورد نیاز از منابع متعدد و به روش های زیر استخراج، گردآوری و طبقه بندی گردیده و در بخش های مربوطه مورد استفاده قرار گرفته است:

● **منابع کتابخانه ای:** برای تدوین فصل دوم شامل بررسی مفاهیم نظری، مرور نتایج تحقیقات پیشین در زمینه موضوعات تصمیمات و فرصت های سرمایه گذاری و همچنین معیار های نقد شوندگی سهام و

^{۱۰۵} Ordinary least square Regression

سایر تئوری های مورد استفاده در این زمینه، از اطلاعات مندرج در اسناد و مدارک در دسترس شامل کتاب ها، مقاله ها، گزارش های تحقیقی و پایان نامه های مرتبط با موضوع استفاده شده است.

● **اسناد و گزارشات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس:** بخشی از داده های کمی مورد نیاز برای انجام پژوهش با توجه به متغیرهای مورد نظر از منابع متعدد شامل گزارش های آماری مختلف منتشر شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار و مرکز اطلاعات پردازش مالی به دست آمده است.

● **نظام معاملاتی بورس و نرم افزار های اطلاع رسانی:** داده های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای مرتبط با بازار سهام در مرحله اول با مراجعه اداره نظارت سازمان بورس اوراق بهادار، گزارش های سالانه بورس و شرکت ها و همچنین اطلاعات سایت های مختلف اینترنتی مانند www.rdis.ir و www.tsetmc.com و استفاده از نرم افزارهای بورسی (عمدتا رهاورد نوین) استخراج گردیده است. سپس ارقام کلی و نهایی این داده ها با اطلاعات موجود در نظام معاملاتی بورس تطبیق داده شده است.

● **نرم افزارهای تحلیل آماری و اقتصادسنجی:** در مرحله جمع آوری، طبقه بندی و پردازش اولیه داده ها از نرم افزار Excel ورژن ۲۰۰۷ استفاده شده است. در این مرحله داده های مربوط به بازار سهام که از نرم افزارهای اطلاع رسانی و معاملاتی بورس استخراج گردیده، مستقیماً وارد اکسل شده است. اما داده های مربوط به شرکت ها از طریق بورس، از گزارشات مربوط استخراج و به طور دستی در نرم افزار درج شده است. پس از انجام طبقه بندی مناسب بر روی داده ها و انجام محاسبات و پردازش اولیه، اطلاعات خروجی با استفاده از نرم افزار **VEviews** برای اجرای مدل و آزمون فرضیات مورد استفاده قرار گرفته است.

۳-۷ متغیرهای پژوهش

۳-۷-۱ متغیر وابسته

هدف محقق در تحقیق علمی، توصیف یا پیش بینی تغییر پذیری متغیر وابسته است. به بیان دیگر، متغیر وابسته همان متغیر اصلی است که به منزله ی یک مطلب قابل تحقیق جلوه می کند. با تحلیل متغیر وابسته (یعنی این که چه متغیر هایی بر آن تاثیر می گذارد)، می توان برای حل مساله به پاسخ هایی دست

یافت. محقق باید این متغیر و نیز سایر متغیرهایی که بر آن تاثیر میگذارند کمی کند و بسنجد (اکبری و دوستار، ۱۳۹۲). در این پژوهش حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی است که از طریق اندازه گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقدی به دست می آید. مخارج سرمایه ای به دارایی های کل است $(CAPX_{it}/A_{it-1})$ که عبارت است از نسبت سرمایه گذاری در دارایی های ثابت در طی سال به کاررفته در ابتدای سال؛ که این متغیر از صورت جریان وجوه نقد استخراج می شود. درواقع مخارج سرمایه ای، سرمایه گذاری در آن دسته از دارایی هایی است که از آن ها انتظار کسب منافع بلندمدت یا بیش از یک دوره مالی می رود. در بسیاری از پژوهش های انجام شده، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، بر اساس رگرسیون سرمایه گذاری به وجه نقد و Q توین، بررسی نموده اند (هواکیمین، ۲۰۱۰). مدل سرمایه گذاری به صورت زیر تعریف شده است که در این مدل A بیان گر شرکت (بعد مکانی) و t بیان گر سال (بعد زمانی) است:

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

۳-۷-۲ متغیر مستقل

آن متغیری است که محقق تاثیر آن را بر سایر متغیرها مورد سنجش قرار می دهد (دلاور، ۱۳۷۴). در این پژوهش متغیر های مستقل ویژگی های هیات مدیره می باشد به منظور سنجش آن از دو شاخص اندازه هیات مدیره و استقلال هیات مدیره در نظر گرفته شده است. متغیر های مستقل در این پژوهش متغیر سهامدار کنترلی، عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری است.

محافظه کاری: محافظه کاری، واکنشی است احتیاطی که در شرایط نبود اطمینان به کار گرفته می شود و می کوشد نشان دهد که نبود اطمینان و ریسک ذاتی در وضعیت شرکت، به قدر کافی مطرح شده است. به اعتقاد بسیاری از پژوهش گران، این واکنش احتیاطی می تواند دارای اطلاعات با اهمیتی باشد و در کاهش نبود تقارن اطلاعاتی موجود بین تهیه کنندگان صورت های مالی، نقش آفرینی کند. شاخص محافظه کاری گیولی و هین (۲۰۰۰) به صورت زیر قابل محاسبه می باشد هر چه قدر این مقدار بزرگتر باشد محافظه کاری بیشتر است:

$$\text{جریان نقدی حاصل از عملیات} - \text{هزینه استهلاک} + \text{سود عملیاتی} = \frac{\text{شاخص محافظه کاری}}{\text{جمع داراییها در اول دوره}}$$

سهامدار کنترلی: سهامدار کنترلی سهامداری هست که بالاترین درصد مالکیت در شرکت را دارد (خریدار، ۱۳۹۴).

عدم تقارن اطلاعاتی: اینکه اطلاعات چگونه است در تعیین مکانیزم قیمت اطلاعات و رسیدن به کارایی اهمیت دارد اگر اطلاعات در دسترس همگان یکسان بوده و همه ی افراد حاضر در بازار موردنظر اطلاعات یکسانی داشته باشند گوییم فرض تقارن اطلاعات برقرار بوده و هیچ کس به علت نداشتن اطلاعات در معرض عدم دستیابی به کارایی قرار نخواهد گرفت. ضمن آنکه برقراری اطلاعات متقارن یکی از فروض تشکیل بازار رقابت کامل است که از طریق دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار می گیرد و به طریق زیر برآورد می گردد .

$$BA_{it} = \frac{AP_{it} - BP_{it}}{\frac{AP_{it} + BP_{it}}{2}}$$

که در آن:

Bait: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی شرکت i در دوره t .

APit: بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t .

BPit: بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t .

۳-۷-۳ متغیرهای کنترلی

در یک تحقیق اثر تمام متغیر ها را بر یکدیگر نمی توان به طور هم زمان مورد مطالعه قرار داد . بنابراین محقق اثر برخی از متغیر ها را کنترل نموده و یا آن ها را خنثی می کند و لازم است به گونه تصریحی یا تلویحی مشخص نماید که متغیرهای کنترل چه بوده و اثر آن ها چگونه ثابت ، حذف و یا خنثی شده است (فرهنگی و دیگران ، ۱۳۸۵، ۳). متغیرهای کنترل در این تحقیق به شرح زیر می باشد:

کیوتوبین: عبارتست از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری (یا ارزش جایگزینی دارایی های

شرکت). بدین ترتیب که ارزش دفتری دارایی های شرکت در مخرج کسر استفاده شده و در صورت کسر نیز ارزش بازار شرکت (مجموع ارزش بازار سهام شرکت و ارزش دفتری بدهی ها) قرار داده می شود. این

نسبت برای نخستین بار در سال ۱۹۶۹ توسط اقتصاددانی به نام جیمز توبین ارائه شد و تحقیقات فراوانی درباره آن در دست است. در بسیاری از تحقیقات تجربی از این نسبت برای نشان دادن عملکرد مالی استفاده شده است. بنابراین کیو توبین از رابطه ذیل محاسبه می گردد (فورستر همکاران، ۲۰۰۹).

$$Q_{tobin} = \frac{MVE + ST + LT}{TA}$$

در رابطه فوق MVE نشان گر ارزش بازار سهام عادی، ST و LT به ترتیب ارزش دفتری بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت است. TA نیز ارزش دفتری کل دارایی های شرکت می باشد. برای محاسبه ارزش بازار سهام، میانگین موزون تعداد سهام شرکت در طی سال محاسبه گردید و سپس قیمت پایانی سهام در آخرین روز معاملاتی در پایان هر سال از نرم افزار تدبیر پرداز استخراج گردید و سپس با ضرب تعداد سهام در قیمت پایانی، ارزش بازار هر شرکت به صورت جداگانه محاسبه شد. ارزش دفتری بدهی های بلندمدت و کوتاه مدت نیز از صورتهای مالی حسابرسی شده شرکت ها استخراج شده است.

اندازه شرکت (SIZE): اندازه شرکت بیانگر حجم و گستردگی فعالیت شرکت است، غالباً شاخص هایی را مبین اندازه می دانند که عملکرد شرکت را نشان دهد نه ظرفیت فیزیکی آن را. اندازه شرکت به طرق مختلف، از جمله میزان فروش شرکت، ارزش روز یا دفتری دارایی های شرکت، ارزش بازار یا ارزش دفتری سهام عاد، ارزش بازار یا دفتری حقوق صاحبان سهام، نسبت قیمت به سود، نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار، تعداد پرسنل یا ترکیبی از عوامل مذکور اندازه گیری می شود که این پژوهش برای تعیین اندازه شرکت از لگاریتم کل دارایی ها در دوره جاری استفاده شده است (طرفی، ۱۳۸۵).

اهرم مالی (LEV): اهرم مالی توانایی تغییر بازده و ریسک شرکت ها را داراست. بنابراین ساختار سرمایه هر شرکت با اهرم مالی آن رابطه ای تنگاتنگ دارد. لذا استفاده شرکت ها از شیوه های مختلف تامین مالی منوط به وجود شرایط و اثر متغیرهای اقتضایی است که گاهی بر اساس موقعیت و برای جهت گیری شرکت ها در بازار و نیز ارزیابی آن ها از طرف موسسات تامین اعتبار به وجود می آید. اما لزوم توجه به تئوری نمایندگی در این است که تعارض دارندگان سهام، مالکین گردانندگان و نیز صاحبان اوراق قرضه بر تصمیم گیری تا نی سرمایه و سرمایه گذاری موثر است. اهرم مالی از تقسیم مجموع بدهی های شرکت بر جمع کل دارایی های شرکت به دست می آید.

۳-۸ مدل مفهومی پژوهش

در این پژوهش حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکت، متغیر وابسته است که به عنوان مهم ترین متغیر در این تحقیق به کار می رود و هدف، توصیف یا پیش بینی تغییرپذیری این متغیر است و در نظر است تغییرات آن توسط متغیر مستقل درصد سهامداران کنترلی، عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری حسابداری تشریح شود. بنابراین با توجه به موضوع پژوهش و بنا به فرضیه اصلی که بررسی تاثیر درصد سهامداران کنترلی، عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری حسابداری بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، به شرح زیر ارائه می گردد.

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 Cons_{i,t} + \beta_4 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * Cons_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 Control\ stocker_{i,t} + \beta_4 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * Control\ stocker_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 asymmetry_{i,t} + \beta_4 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * asymmetry_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

۳-۹ مسائل مورد توجه در تخمین مدل

با توجه به اینکه قبل از تخمین و اجرای مدل های رگرسیونی لازم است از وجود برخی شرایط در بین متغیرها اطمینان حاصل شود. بنابراین به منظور اطلاع از برخورداری داده های تحقیق از شرایط لازم، انجام تعدادی آزمون بر روی متغیرها ضروری می باشد. برای مثال، از مفروضات ابتدایی مدل های رگرسیونی و شرط استفاده از این مدل ها، نرمال بودن توزیع داده های مربوط به متغیرهای تحقیق است. ایراد اساسی که ممکن است در برآورد مدل های رگرسیونی با آن مواجه شویم به نقض فروض کلاسیک (نا همسانی واریانس - خود همبستگی - هم خطی) مربوط می شود. در این مورد لازم است در صورت لزوم، نسبت رفع نقض فروض کلاسیک اقدام شود. برای بررسی موارد مربوط به متغیر ها و داده های تحقیق آزمون های لازم صورت گرفته است که در ادامه فصل به اختصار به کلیات آن ها اشاره می شود.

۳-۹-۱ نرمال بودن

برای بررسی نرمال بودن داده ها از آزمون های نرمال بودن^{۱۰۶} استفاده می شود. این آزمون ها به طور کلی به دو گروه شامل روش های ترسیمی^{۱۰۷} و روش های عددی^{۱۰۸} تقسیم می شوند. روش های ترسیمی تنها تصویری از توزیع متغیر تصادفی را ارائه می کنند اما روش های عددی قادرند معیاری عینی و کمی برای قضاوت در خصوص نرمال بودن توزیع متغیر تصادفی فراهم نمایند. در روش های عددی می توان هم از آمار توصیفی و هم از تکنیک ها و آزمون های مختلف آمار استنباطی استفاده کرد. در این تحقیق با استفاده از آزمون جاک-برا (به عنوان یک روش عددی) به آزمون نرمال بودن داده ها پرداخته شده است. در این آزمون از اختلاف بین ضریب کشیدگی و چولگی داده های مورد بررسی می توان به نرمال بودن توزیع داده ها پی برد. در این آزمون فرض صفر مبتنی بر نرمال بودن است که در صورت به دست آمدن احتمال تایید کمتر از ۵ درصد، فرض صفر با احتمال ۹۵ درصد اطمینان تایید می شود. این آزمون در جریان بررسی آمار توصیفی داده های تحقیق انجام شده است.

توزیع داده ها نرمال نیست: H_1 توزیع داده ها نرمال است: H_0

۳-۹-۲ نا همسانی واریانس

یکی از فروض کلاسیک در تحلیل رگرسیون همگن یا همسان بودن توزیع واریانس خطاهاست که در صورت نقض شدن این فرض، اجزای اخلاخل دارای ناهمسانی واریانس^{۱۰۹} خواهند بود. نا همسانی واریانس در واقع، به دلیل برابر نشدن واریانس متغیر وابسته در دوره های مختلف به وجود می آید. در صورت نا برابری واریانس متغیر وابسته، واریانس اجزای اخلاخل نیز در ادوار مختلف یکسان نخواهد بود که در نتیجه، تخمین مدل دچار تورش و عدم کارایی می گردد. برای تشخیص نا همسانی واریانس در مدل از روش های مختلفی مانند: روش ترسیمی، روش وایت، روش گلد فلد کوانت، روش پارک، روش بارتلت، روش پیک، گلچسر و اسپیرمن می توان استفاده کرد.

^{۱۰۶} Normality Tests

^{۱۰۷} Graphical Methods

^{۱۰۸} Numerical Methods

^{۱۰۹} Heteroscedasticity

در نرم افزار Eviews قابلیت استفاده از آزمون های وایت^{۱۱۰} و نوی وست^{۱۱۱} وجود دارد. آزمون وایت در دو شکل مقطعی^{۱۱۲} و غیر مقطعی^{۱۱۳} عمل می کند. در حالت مقطعی حاصل ضرب متغیر های مستقل خود به عنوان یک متغیر جدید و مستقل شناسایی می شود. در تحقیق حاضر از آزمون وایت برای تشخیص ناهمسانی واریانس استفاده شده است که در آن تمامی اجزای اخلاخل بر روی متغیر های توضیحی رگرس می شوند و معنی داری ضرایب آن ها مورد بررسی قرار می گیرد. در آزمون وایت فرض صفر (H_0) معادل ناهمسانی و فرض جانشین (H_1) معادل ناهمسانی واریانس ها تعریف شده است و بر اساس نتیجه آزمون می توان در مورد ناهمسانی واریانس ها قضاوت کرد.

در صورتی که که مدل رگرسیونی به صورت معادله زیر در نظر گرفته شود:

$$y_t = b_1 + b_2x_t + b_3z_t + e_t$$

مدل آزمون وایت به صورت زیر خواهد بود:

$$e_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1x_t + \alpha_2z_t + \alpha_3x_t^2 + \alpha_4z_t^2 + \alpha_5x_tz_t + \varepsilon_t$$

برای این مدل، آزمون دو آماره F و کای دو برای حاصل ضرب مشاهدات با ضریب تعیین محاسبه می گردد.

۳-۹-۳ خود همبستگی

یکی دیگر از موارد فروض کلاسیک، وجود همبستگی پیاپی^{۱۱۴} یا خود همبستگی^{۱۱۵} در رگرسیون است که به وضعیتی اشاره می کند که در آن میان اجزای اخلاخل نوعی رابطه همبستگی برقرار است. چنین حالتی به دلیل ارتباط جزء اخلاخل هر مشاهده (تفاوت متغیر وابسته با مقدار تخمینی آن) با جزء اخلاخل مشاهده دیگر به وجود می آید. همبستگی پیاپی یا خود همبستگی در چندین نوع یا مرتبه قابل مشاهده است. برای مثال، در همبستگی پیاپی مرتبه اول^{۱۱۶} اجزای اخلاخل یک دوره زمانی به طور مستقیم با اجزای اخلاخل یک دوره بعد همبستگی دارند. اهمیت توجه به این موضوع از آن جهت است که وجود همبستگی

^{۱۱۰} White Test

^{۱۱۱} Newey-West

^{۱۱۲} Cross Term

^{۱۱۳} Non Cross Term

^{۱۱۴} Serial Correlation

^{۱۱۵} Autocorrelation

^{۱۱۶} First- order Serial Correlation

پیاپی، کارایی برآوردکننده (تخمین زن) حداقل مربعات معمولی (OLS)^{۱۱۷} را تحت تاثیر قرار می دهد. راه حل متداول برای بررسی احتمال وجود همبستگی پیاپی، استفاده از آماره دوربین واتسون^{۱۱۸} می باشد که در این تحقیق نیز برای این منظور به کار گرفته شده است. این آماره به طور معمول بین صفر تا ۴ تغییر می کند. مرز تقریبی بین همبستگی پیاپی مثبت و منفی عدد ۲ است. اگر آماره بالاتر از ۲ باشد بیانگر وجود خود همبستگی منفی و اگر کمتر از ۲ باشد نشان دهنده ی وجود خود همبستگی مثبت است. چنانچه آماره در حدود باشد به این معنی است که در رگرسیون، خود همبستگی مرتبه اول وجود ندارد. از طریق مراجعه به جداول آماری مربوط به دوربین واتسون می توان نسبت به رد یا قبول وجود خود همبستگی قضاوت و نتیجه گیری کرد. با تشخیص ساختار همبستگی ها به ویژه با آزمون نمودار ACF یا آزمون تشخیص ساختار ARMA در نرم افزار Eviews^۷ می توان روش مناسب برای خود همبستگی را در مدل یافت. به این ترتیب در صورت برخورداری از ساختار ARMA مدل با اضافه کردن ترکیبات AR یا MA در بین مولفه های مدل اجرا می گردد.

۳-۹-۴ هم خطی

هم خطی در اثر ارتباط خطی یا فنی متغیرهای مستقل مدل به وجود می آید. معیار تشخیص هم خطی (که به تورم واریانس معروف است) مبتنی بر تغییر ضریب تعیین و واریانس رگرسیون در نتیجه ورود متغیرهای هم خط به مدل است. از جنبه کاربردی تا زمانی که میزان توضیح دهندگی مدل به واسطه ورود متغیرهای هم خط کاسته نشود و ضرایب رگرسیونی آن ها نیز معنادار باشند در جهت رفع هم خطی اقدامی صورت نمی گیرد. راه کار رفع هم خطی پیش از حذف متغیرهای شدیداً هم خط، استفاده از تحلیل عاملی یا همان ادغام کردن تاثیر متغیرهای هم خط در قالب یک متغیر روی مدل است.

۳-۹-۵ مانایی متغیرها

از آنجا که ممکن است متغیرهای اقتصادی دارای داده های تلفیقی نامانا باشند بنابراین باید قبل از بکارگیری در مدل، بررسی لازم در خصوص مانایی آن ها صورت گیرد و نسبت به مانا یا نامانا بودن متغیرهای تلفیقی اطمینان حاصل شود. در واقع، به طور معمول عملیاتی مانند استفاده از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) در تحقیقات تجربی با فرض مانا بودن متغیرهای سری زمانی صورت می گیرد.

^{۱۱۷} Ordinary Last Squares(OLS)

^{۱۱۸} Durbin-Watson(DW)

مانایی در مجموع به دو شکل مانای اکید و مانای ضعیف قابل بررسی است. مانای اکید به این معنی است که عامل تغییر زمان هیچ گونه تاثیری بر تابع توزیع مشترک ندارد. در عمل، با توجه به دشوار بودن آزمون های مانایی اکید، محققان معمولاً از آزمون های مانایی ضعیف استفاده می کنند. بر همین اساس، در این پژوهش نیز متغیرها در صورت برخورداری از خصوصیات مانایی ضعیف، مانا شناخته می شوند. ثبات میانگین، ثبات واریانس و ثبات کوواریانس فرایند تصادفی (X_t) به ازای مقادیر مختلف t ، از خصوصیات مانایی ضعیف است. به منظور پرهیز از به کارگیری داده های تلفیقی نامانا از سه روش زیر می توان متغیرهای موجود در مدل را آزمون کرد:

الف: روش ترسیمی؛

ب: روش همبسته نگار (که تابع خود همبستگی را در مقابل تعداد مشخصی وقفه ترسیم می کند)؛

ج: روش آزمون ریشه واحد

همچنین، برای بررسی و آزمون ریشه واحد در نرم افزارهای آماری سه آزمون متداول به شرح زیر وجود دارد که به طور معمول مورد استفاده قرار می گیرند:

- آزمون دیکی فولر (DF)

- آزمون دیکی فولر افزوده شده (ADF)

- آزمون فیلیپس پرون (PP)

در آزمون دیکی فولر روال کار بر این است که متغیر دارای داده تلفیقی را با یک وقفه خود رگرسیون می کنند:

$$y_t = \mu + \rho y_{t-1} + \zeta$$

سپس می توان نتیجه گرفت که سری y یک سری ماناست اگر شریب وقفه آن در رگرسیون بالا $\rho < 1$ باشد. در صورتی که $\rho = 1$ باشد می توان گفت سری ناماناست. چنانچه مدل گام تصادفی با مقصد نامعلوم^{۱۱۹} باشد در این صورت در طی فرایند آغاز شده در برخی نقاط واریانس متغیر وابسته به طور مداوم همراه با زمان افزایش یافته و به سوی بی نهایت حرکت می کند. در آزمون دیکی فولر افزوده معادله رگرسیون به صورت تفاضلی به شرح زیر تدوین می شود:

^{۱۱۹} A Random Walk with Drift

$$\Delta y_t = \delta y_{t-1} + \sum \delta \Delta y_{t-1} + \varepsilon$$

در این رگرسیون شرط مانایی کوچکتر از صفر بودن سیگما (ρ) است. همچنین با رعایت وجود وقفه کمتر باید تا جایی به مدل وقفه داد که مشکل خود همبستگی آن حل شود. در نرم افزار های اقتصادسنجی معمولاً ناحیه بحرانی آزمون ریشه واحد در سه سطح اطمینان مختلف شامل: ۹۹ درصد، ۹۵ درصد و ۹۰ درصد صورت می گیرد.

فروض صفر و یک نیز در آزمون مانایی به صورت زیر تبیین می شود:

$$\{h.: \rho = 1 \quad h_1: \rho \neq 1\}$$

در اینجا، فرض صفر دلیل نامانایی و رد فرض صفر دلیل بر مانایی شمرده می شود. نحوه دستیابی به نتیجه در آزمون دیکی فولر افزوده، مقایسه با مقدار بحرانی است. در صورتی که آماره آزمون دیکی فولر از مقدار ناحیه بحرانی بزرگتر باشد، آنگاه فرض صفر رد می شود.

در صورتی که داده های پژوهش از نوع سری زمانی باشند آزمون فیلیپس- پرون مناسب است. در صورتی که نتیجه آزمون ریشه واحد، حاکی از نامانایی متغیرهای سری زمانی باشد راه حل موجود در این رابطه تفاضل گیری و توجه به آزمون هم انباشتگی است. در واقع، هنگامی که متغیرها مانا نیستند اضافه کردن روند زمانی در بین متغیرها و یا کم کردن روند قطعی از متغیرها موجب مانایی متغیرها نخواهد شد. البته اگرچه روش معمول رسیدن به مانایی تفاضل گیری است اما از آنجا که این اقدام موجب از دست دادن اطلاعات داده ها می گردد، به عنوان راه حل نهایی حل مشکل نامانایی توصیه شده است و توسط محققان به ویژه در خصوص داده های اقتصادی که معمولاً نامانا هستند، مورد استفاده قرار می گیرد، زیرا برای حفظ اطلاعات در رابطه با سطح بلند مدت متغیرها کار خاصی نمی توان انجام داد.

۳-۱۰ روش تجزیه و تحلیل داده ها

در بررسی ارتباط بین یک متغیر وابسته با یک یا چند متغیر مستقل و با استفاده از داده های تاریخی، از سه نوع داده میتوان پارامترهای متغیر (متغیرهای) مستقل را برآورد و با ارائه مدل اقدام به پیشبینی نمود، این سه نوع داده را میتوان به شرح زیر استخراج کرد:

الف. داده‌های سری زمانی^{۱۲۰}: داده‌هایی که در قالب یک (یا چند) متغیر خاص در طول زمان هستند. به عبارت دیگر سری زمانی، مجموعه‌ای از مشاهدات است که برحسب زمان مرتب شده باشد (مومنی و قیومی، ۱۳۸۷).

ب. داده‌های مقطعی^{۱۲۱}: داده‌هایی هستند که در یک مقطع مشخص از زمان محاسبه و جمع‌آوری میشوند.

ج. داده‌های تلفیقی: داده‌هایی هستند که از ترکیب دو دسته داده‌های سری زمانی و مقطعی حاصل میشود. در مواردی که تعداد داده‌های در دسترس برای به کار بردن معادله سری‌های زمانی به تنهایی کافی نباشد، برای پیش‌بینی و تهیه الگویی مناسب، می‌توان داده‌های زمانی و مقطعی را با هم تلفیق نمود و الگوی مورد نظر را براساس مجموع داده‌ها برآورد نمود. در این صورت تعداد مشاهدات (N) برابر است با تعداد سال‌های موردنظر (t) ضربدر تعداد داده‌های مقطعی در یک سال (n).

۳-۱۰-۱- مدل داده‌های ترکیبی

در این پژوهش به منظور تخمین مدل‌های رگرسیونی از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. در این روش داده‌های سری زمانی و مقطعی با هم ترکیب میشوند و برای مواردی که نمیتوان مسائل را به صورت سری زمانی یا مقطعی بررسی کرد و یا زمانی که تعداد داده‌ها کم است، مورد استفاده قرار میگیرد. (افلاطونی، ۱۳۸۹).

مزیت استفاده از داده‌های ترکیبی نسبت به داده‌های مقطعی و سری زمانی:

۱- امکان طراحی الگوهای رفتاری پیچیده تر فراهم میگردد.

۲- داده‌های ترکیبی اطلاعات آگاه‌کننده، تنوع یا تغییر پذیری، درجات آزادی، کارایی بیشتر و نیز هم خطی کمتری بین متغیرها فراهم میکند.

۳- داده‌های ترکیبی یعنی داده‌های مرکب از یک سری زمانی از نمونه‌های مقطعی بالقوه، از نظر اطلاعات بسیار غنی‌تر از نمونه مقطعی (N) و سری‌های زمانی (T) خواهند بود. اما با ترکیب این دو، تعداد داده‌ها به NT افزایش می‌یابد که این امر می‌تواند منجر به برآوردهای کاراتری از پارامترها گردد.

^{۱۲۰}. Time series Data

^{۱۲۱}. Cross Section

۴- داده‌های ترکیبی، شناسایی اثراتی (اثرات غیر قابل مشاهده) را ممکن می‌سازد که با استفاده از آمارهای مقطعی و سری زمانی به آسانی قابل شناسایی نیستند.

۵- داده‌های ترکیبی از واحدهای کوچکی گردآوری میشوند. بنابراین انحرافات ناشی از تجمع افراد یا شرکتها نیز حذف میشوند (مهرگان، ۱۳۸۷).

تجزیه و تحلیل پانل دیتا یکی از موضوعات جدید کاربردی در اقتصادسنجی میباشد. در بسیاری از موارد محققین میتوانند از پانل دیتا برای مواردی که مسائل را نمیتوان فقط به صورت سری زمانی و یا فقط به صورت مقطعی بررسی کرد، استفاده کرده و بهره گیرند. از ویژگیهای پانل دیتا افزایش حجم نمونه، افزایش کارایی مدل و کاهش تورش میباشد. دلیل اصلی استفاده از این روش برای این مطالعه نیز محدودیتهای آماری موجود و کم بودن تعداد نمونهها بود که با به کارگیری روش پانل دیتا این مشکل برطرف شد. در ادبیات تجربی چندین الگو برای تحلیل داده‌های ترکیبی وجود دارد. این الگوها تفاوتیهای عمدهای با الگوهایی دارند که بر اساس سریهای زمانی و مقطع عرضی فرموله میشوند. الگوی عمومی برای استفاده از داده‌های ترکیبی به صورت زیر است:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

(رابطه ۳-۹)

داده‌های مورد استفاده برای این نوع تحلیل شامل مشاهدات چندگانه است. همانگونه که دیده میشود، متغیرها دارای دو زیرنویس هستند. یکی زیرنویس i که دامنه‌ی آن از N و ... و $i=1$ است که نشاندهنده مشاهدات مقطع عرضی است. زیرنویس t و ... و $t=1$ که نشاندهنده مشاهدات سری زمانی است. در این الگو α ضریب ثابت یا عرض از مبدأ و β شیب ضرایب برآورد شده است. X_{it} نیز نشاندهنده متغیرهای توضیحی است. ε_{it} جمله‌ی خطا است با فرض این که $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $Var(\varepsilon_{it}) = \delta$ باشد. پس در چنین مدل‌هایی هم متغیر زمان و هم متغیر مقاطع مختلف بر روی نتایج تأثیرگذار میشوند.

در مطالعات مربوط به تجارت استفاده از داده‌های ترکیبی (تلفیقی) که در حقیقت ترکیب داده‌های مقطع

عرضی و سری زمانی هستند منطقی تر به نظر میرسد (شمس الدینی، ۱۳۹۰)

اول: تعداد مشاهدات بیشتر میشود و ضرایب قابل اعتمادتر خواهد بود.

دوم: قدرت توضیح دهنده‌ی الگوهایی که از داده‌های ترکیبی استفاده می کنند بیشتر از دیگر الگوهاست

. به طوری که اگر این مدلها از طریق سری زمانی (یا مقطعی) برآورد گردد دارای تورش میباشد، زیرا

ناهمگونی بین کشورها را لحاظ ننموده است. تجارت بین دو کشور ممکن است تحت عواملی همچون امور فرهنگی، سیاسی، قومی، تاریخی و ... قرار گیرد که مستقیماً قابل مشاهده میباشند و وارد مدل نمیشوند. بنابراین جهت رفع این مشکل، باید جمله ای به غیر از عرض از مبدأ (که برای همه کشورها برابر است) در مدل وجود داشته باشد که مبین اثرات مختص هر کشور باشد. به همین منظور، در سالهای اخیر از روش برآورد پانل دیتا در مدل‌های مختلف استفاده شده است که اثرات انفرادی را وارد مدل می نماید و مجموعه ای ترکیبی از داده‌های سری زمانی و مقطعی است (لطفعلی پور، ۱۳۹۰).

قبل از برآورد مدل نیاز است تا پایایی متغیرها مورد آزمون قرار گیرد. تعدادی از آزمونهای ریشه واحد پانل وجود دارند که هدف آنها حل کردن مشکل کوچک بودن و قدرت پایین آزمونهای ریشه واحد سری زمانی است. پیشرفتهای مهم در آزمونهای ریشه واحد پانل توسط بای و ان جی^{۱۲۲} (۲۰۰۴)، بریتونگ^{۱۲۳} (۲۰۰۰)، چو (۲۰۰۱)، ایم و همکاران (۲۰۰۳)، لوین و همکاران (۲۰۰۲) مادالا و وو (۱۹۹۹)، مون و پرون (۲۰۰۴)، و پسران (۲۰۰۷)، بیان شده است.

آزمون ایم، پسران و شین که به آزمون IPS معروف است، یکی دیگر از آزمونهای ریشه واحد پانل است که بطور معمول و گسترده مورد استفاده قرار میگیرد. این آزمون مبتنی بر معادله رگرسیونی زیر است:

$$\Delta y_{it} = a_i y_{it-1} + \sum_{j=1}^{pi} \beta_{ij} \Delta y_{it-j} + u_{it}$$

بر خلاف آزمون LLC در این آزمون ضرایب خود رگرسیون بین مقاطع متغیر هستند. فرض صفر این آزمون وجود ریشه واحد است که بصورت زیر نوشته میشود:

$$H.: a_t = 0 \quad \text{for all } i$$

در حالی که فرضیه مقابل این را بیان میکند که حداقل یکی از سریها در پانل ایستا هستند و میتوان آنرا بصورت زیر نمایش داد:

$$\{a_i = 0 \quad \text{for } i = 1, 2, 3, \dots, N_1 \quad a_i < 0 \quad \text{for } i = N_1 + 1, N_2 + 1, \dots, N, \quad 0 < N_1 \leq N$$

بنابراین در صورتی که زیرمجموعه‌های N_1 عضوی از مقاطع ایستا باشند، فرضیه صفر رد میشود (نوفرستی، ۱۳۹۵).

^{۱۲۲}. Baia and Ng

^{۱۲۳}. Breitung

برآورد روابطی که در آنها از داده‌های ترکیبی استفاده میشود، اغلب با پیچیدگی‌هایی مواجه است. در حالت کلی، مدل زیر نشان‌دهنده یک مدل با داده‌های ترکیبی است:

$$Y_{it} = \beta_{\square\square} + \sum_{k=2}^k \beta_{kit} x_{kit} + e_{it}$$

که در آن $i=1,2,\dots,N$ به واحدهای مقطعی و $t=1,2,\dots,T$ به زمان اشاره دارد. Y_{it} نیز متغیر وابسته برای i امین واحد مقطعی در سال t و x_{kit} نیز k امین متغیر مستقل غیر تصادفی برای i امین واحد مقطعی در سال t است.

فرض میشود جمله اخلاص e_{it} دارای میانگین صفر ($E(e_{it}) = 0$) و واریانس ثابت ($E(e_{it}^2) = \delta_e^2$) است.

β_{kit} پارامترهای مجهول مدل هستند که واکنش متغیر وابسته نسبت به تغییرات k امین متغیر مستقل در i امین مقطع و t امین زمان را اندازگیری میکنند. در حالت کلی فرض میشود که این ضرایب در میان همه واحدهای مقطعی و زمانی مختلف، متفاوت است. ولی در بسیاری از مطالعات پژوهشی، متغیر بودن این ضرایب هم برای تمامی مقاطع و هم برای تمامی زمانها بسیار محدود کننده است و پژوهشگر باید با توجه به ماهیت موضوع مورد مطالعه و سایر ضوابط، فرضهای مقتضی را در خصوص پارامترها تعیین نماید. این مدل را میتوان به پنج حالت زیر تقسیم کرد (گجراتی، ۱۳۹۵).

۱- تمامی ضرایب ثابتند و فرض میشود که جمله اخلاص قادر است تمام تفاوت‌های میان واحدهای مقطعی و زمانی را توضیح دهد:

$$Y_{it} = \beta_1 + \sum_{k=2}^k \beta_k x_{kit} + e_{it}$$

۲- ضرایب مربوط به متغیرها (شیبها) ثابتند و تنها عرض از مبدأ برای مقاطع مختلف، متفاوت است.

$$Y_{it} = \beta_{\square\square} + \sum_{k=2}^k \beta_k x_{kit} + e_{it}$$

۳- ضرایب مربوط به متغیرها (شیبها) ثابتند ولی عرض از مبدأ بین مقاطع و دوره‌ها متفاوت است:

$$Y_{it} = \beta_{\square\square} + \sum_{k=2}^k \beta_k x_{kit} + e_{it}$$

۴- همه ضرایب برای تمامی واحدهای مقطعی متفاوتند:

$$Y_{it} = \beta_{10} + \sum_{k=2}^k \beta_{ki} x_{kit} + e_{it}$$

۵- تمامی ضرایب هم نسبت به زمان و هم نسبت به واحدهای مقطعی متفاوتند:

$$Y_{it} = \beta_{100} + \sum_{k=2}^k \beta_{kit} x_{kit} + e_{it}$$

در خصوص روشهای تخمین مدلهای مذکور میتوان گفت که حالت‌های ۲، ۳ و ۴ بسته به ثابت یا متغیر بودن ضرایب، به مدلهای اثرات ثابت^{۱۲۴} یا اثرات تصادفی^{۱۲۵} تقسیم میشوند (نوفرستی، ۱۳۹۵).

۳-۱۰-۳- مراحل تخمین با استفاده از داده‌های ترکیبی

سوآلی که اغلب در مطالعات کاربردی مطرح می شود این است که آیا شواهدی دال بر برابری عرض از مبدأها وجود دارد یا اینکه عرض از مبدأها برای مقاطع مختلف، متفاوت هستند. فرضیه صفر برای این آزمون، برابری عرض از مبدأها برای مقاطع مختلف است. فرضیه مذکور را میتوان به عنوان یک مجموعه قیود خطی روی عرض از مبدأ در نظر گرفت و برای آزمون آن از آماره F به صورت زیر استفاده نمود:

$$F = \frac{RSS_2 - RSS_1 / N - 1}{RSS_1 / NT - N - K}$$

که در آن RSS_1 مجذور پسماندهای حاصل از برازش رگرسیون با عرض از مبدأهای برابر و RSS_2 مجذور پسماندهای حاصل از برازش رگرسیون با عرض از مبدأهای متفاوت است. در صورتی که فرض H_0 پذیرفته نشود دلیلی برای یکسان فرض نمودن عرض از مبدأ واحدهای مختلف مقطعی وجود ندارد (نوفرستی، ۱۳۹۵).

^{۱۲۴}. Fixed Effects

^{۱۲۵}. Random Effects

۳-۱۰-۴- اثرات ثابت

روش متداول در فرمولبندی مدل داده‌های ترکیبی، بر این فرض استوار است که اختلاف بین واحدها را میتوان به صورت تفاوت عرض از مبدأها نشان داد و بنابراین در رابطه (۳-۱۱) هر β_i پارامتری ناشناخته است که باید برآورد شود.

با این فرض که X_i و Y_i شامل T مشاهده برای واحد i ام باشند و ε_{it} بردار جزء اخلاص و دارای ابعاد $n.T$ باشد، رابطه (۳-۱۱) را می توان به این شکل بازنویسی کرد:

$$Y_i = \alpha_i + X_i\beta + \varepsilon_i$$

$$i = 1, 2, \dots, n$$

$$[Y_1 \ Y_n] = [1 \ 0 \dots 0 \ 1][\alpha_1 \ \alpha_n] + [X_1 \ X_n]\beta + [\varepsilon_1 \ \varepsilon_n]$$

۳-۱۰-۵- اثرات تصادفی

مدل اثر ثابت تنها در صورتی منطقی خواهد بود که اطمینان داشته باشیم اختلاف بین مقاطع را میتوان به صورت انتقال تابع رگرسیون نشان داد. در حالی که ما همیشه از این نظر مطمئن نیستیم. لذا روشهای دیگری مورد استفاده قرار میگیرند که یکی از آنها روش اثرات تصادفی است. این روش فرض میکند که جزء ثابت مشخص کننده مقاطع مختلف، به صورت تصادفی بین این مقاطع توزیع شده است. با توجه به این مورد، مدل اثرات تصادفی به شکل زیر خواهد بود:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

که در آن k متغیر توضیحی به اضافه یک عرض از مبدأ میباشد. مولفه u_i مشخصکننده جزء تصادفی مربوط به i امین واحد و در طول زمان ثابت است. در مطالعات کاربردی، میتوان u_i را به عنوان آن دسته از ویژگیهای خاص مربوط به هر مقطع در نظر گرفت که وارد مدل نشدهاند. باید توجه داشت که در این حالت، واریانسهای مربوط به مقاطع مختلف با هم یکسان نبوده و مدل ما دچار ناهمسانی واریانس است که باید از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شود (گجراتی، ۱۳۹۵)

۳-۱۰-۶- آزمون هاسمن

آماره این آزمون که برای تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت واحدهای مقطعی به صورت زیر محاسبه می شود، دارای توزیع کای دو (χ^2) با درجه آزادی یکی کمتر از تعداد متغیرهای مستقل ($k - 1$) است.

$$h = \chi^2_{(k-1)} = [b - \hat{\beta}] \hat{\Psi}^{-1} [b - \hat{\beta}]$$

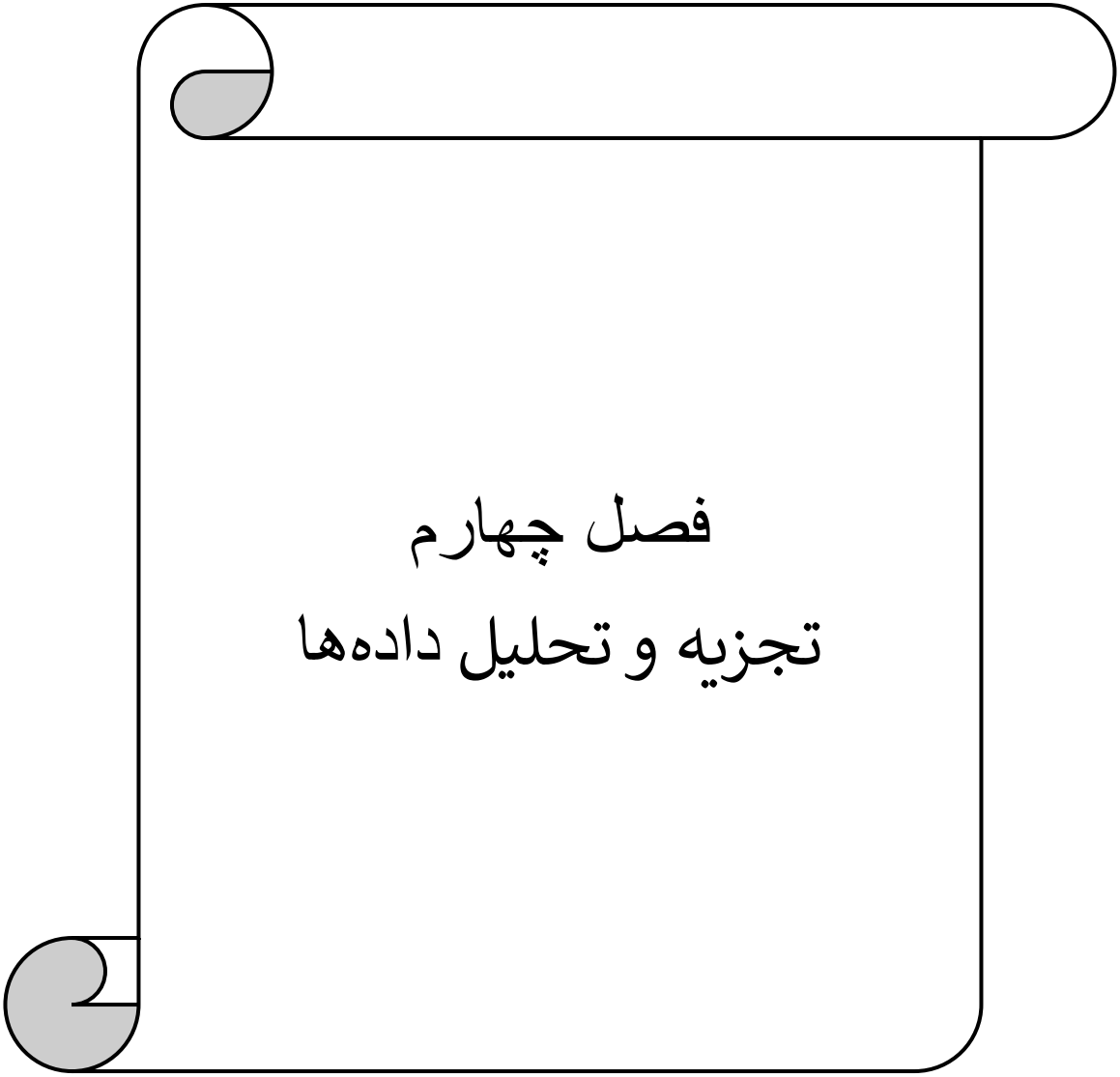
$$V ar[b - \hat{\beta}] = V ar[b] - V ar[\hat{\beta}] = \Psi$$

که در آن b ضرایب حاصل از روش اثرات ثابت و $\hat{\beta}$ ضرایب حاصل از روش اثرات تصادفی و Ψ ماتریس واریانس-کوواریانس ضرایب است.

در حقیقت، این آزمون فرضیه ناهمبسته بودن اثرات انفرادی و متغیرهای توضیحی است که طبق آن، تخمینهای حداقل مربعات تعمیم یافته، تحت فرضیه H_0 سازگار و تحت فرضیه H_1 ناسازگار است. به عبارت دیگر، تحت روش اثرات تصادفی که در آن از تخمین زنده های حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده میشود، فرضیه H_0 سازگاری ضرایب را نشان میدهد. در حالی که فرضیه H_1 مبتنی بر رد این سازگاری است. بنابراین در صورتی که H_0 پذیرفته شود، روش اثرات تصادفی به روش اثرات ثابت ترجیح داده میشود و به عنوان روش مناسبتر و کاراتر انتخاب میشود. در غیر اینصورت، روش اثرات ثابت کار است. چنانچه آماره محاسبه شده بزرگتر از $\chi^2_{(k)}$ جدول باشد، فرضیه H_0 رد و از روش اثر ثابت استفاده می شود (گجراتی، ۱۳۹۵).

۳-۱۱ خلاصه فصل

در این فصل روش پژوهش مورد استفاده به تفصیل بیان شد. ابتدا ضمن توضیحات لازم در مورد جامعه و نمونه پژوهش و ویژگیهای روش تحقیق، به تعریف مفهومی و عملیاتی انواع متغیرهای پژوهش متغیر وابسته و کنترل در مدل اصلی پژوهش پرداخته شد. در نهایت آزمون های مورد نیاز در خصوص داده ها و مبانی آماری و اقتصاد سنجی از جمله آزمون های ریشه واحد که به منظور پایایی و همچنین روند تجزیه و تحلیل رگرسیون های چند متغیره جهت آزمون فرضیه های پژوهش پرداخته شد.



فصل چهارم

تجزیه و تحلیل داده‌ها

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۴-۱- مقدمه

برای اتخاذ تصمیم مناسب، اطلاعات جمع‌آوری شده باید مورد تجزیه و تحلیل قرار بگیرند. علم آمار شاخه‌ای مهم از دانش و معرفت بشری بیان می‌شود که در پیشبرد سایر علوم، به ویژه در مراحل تخصصی و تحقیقاتی نقشی بسیار مهم و تعیین‌کننده آمار پیش‌نیاز تصمیم‌سازی و تصمیم‌گیری است و برای تصمیم‌گیری براساس اصول علمی باید از علم آمار استفاده شود. به‌طور کلی، آمار دو نقش اساسی را ایفا می‌نماید، اول نقش توصیفی که وضع موجود را بیان می‌کند و تصویر عددی از وضعیت موجود ارائه می‌دهد و دوم کاربرد استنباطی است، که همراه با پیش‌بینی است، بنابراین تجزیه و تحلیل داده‌ها بخش مهمی از هر کار پژوهشی را تشکیل می‌دهد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها، با توجه به ماهیت آن‌ها، روش‌های مختلفی وجود دارد که پژوهشگر باید به کاربرد و سنخیت این روش‌ها توجه کند تا در نهایت بتواند استنتاج‌ها و نتیجه‌گیری‌های معتبر و دقیقی را به عمل آورد.

در این فصل داده‌های جمع‌آوری شده مربوط به متغیرهای تحقیق با استفاده از تکنیک‌های آماری و اقتصاد سنجی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و فرضیات نیز مورد آزمون قرار می‌گیرند. همچنین، جداول اطلاعات آماری از متغیرهای اصلی مدل و برخی اطلاعات پایه‌ای در خصوص مدل تحقیق در این فصل ارائه گردیده و در نهایت، نتایج اجرای مدل رگرسیونی بیان خواهد شد.

۴-۲- آمار توصیفی داده‌ها

در آمار توصیفی به وضعیت داده‌ها با شاخص‌های مرکزی پرداخته می‌شود. جدول شماره ۴-۱ وضعیت داده‌ها را به شرح زیر نشان می‌دهد:

جدول ۴-۱: آمار توصیفی داده‌های پژوهش

متغیر / علامت اختصاری در مدل	میانگین	میانۀ	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
مخارج سرمایه ای CAPX	۰.۳۴۹/۰	۰.۲۲۶/۰	۳۳۰/۰	۰۰۱۷/۰-	۰.۳۸۸/۰
جریان نقدی عملیاتی CF	۱۳۰/۰	۱۰۶/۰	۸۲۸/۰	۰۰۰۲/۰	۱۰۴۸/۰
عدم تقارن اطلاعاتی Asymmetry	۴۵/۰	۳۴/۰	۶۰/۱	۰۰/۰	۳۷/۰
سهامدار کنترلی Control	۵۲/۰	۵۱/۰	۹۸/۰	۰۷/۰	۲۰/۰
محافظه کاری CONS	۰.۴۴/۰-	۰.۴۴/۰-	۸۷۰/۰	۵۵۲/۰-	۱۳۴/۰
کیو توبین Q	۶۰.۲/۱	۳۴۹/۱	۹۶۶/۷	۶۲۴/۰	۸۳۶/۰
اندازه شرکت FSIZE	۹۸۵/۵	۹۱۵/۵	۰۱۴/۸	۳۵۶/۴	۶۳۰/۰
هرم مالی LEV	۶۲۹/۰	۶۳۳/۰	۰.۷۷/۲	۰.۹۶/۰	۲۰۳/۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول فوق، شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای تحقیق را نشان می‌دهد. بطور مثال متغیر محافظه کاری حسابداری (CONS) دارای میانگین برابر ۰/۰۴۴- و انحراف معیار ۰/۱۳۴، می‌باشد. میانگین جز شاخص‌های مرکزی می‌باشد بطوری‌که می‌توان گفت اعداد حول ۰/۰۴۴- جمع شده‌اند (تعریف فرمول میانگین). انحراف معیار جز شاخص‌های پراکندگی می‌باشد پراکندگی بدین معنی است که میانگین فاصله تغییرات داده‌ها از میانگین برابر ۰/۱۳۴ می‌باشد (تعریف فرمول انحراف معیار). به طور مشابه آمار توصیفی سایر متغیرهای تحقیق در جدول فوق قابل مشاهده است.

۴-۳- آمار استنباطی

در تحلیل های اقتصادی برای بررسی میزان اثر گذاری متغیرهای مستقل روی وابسته از رگرسیون پانل یا پول با توجه به سطح معنی داری آزمون اف-لیمر (چاو) استفاده می کنیم. در این آزمون زمانیکه سطح معنی داری کوچکتر از ۰,۰۵ باشد رگرسیون پانل (تابلویی) جهت برازش مدل انتخاب می شود خود برازش پانل به دو صورت اثر تصادفی و اثر ثابت می باشد. با توجه به آزمون هاسمن از برازش تصادفی یا ثابت استفاده می شود. در این آزمون هرگاه سطح معنی داری بزرگتر از ۰,۱ باشد از برازش تصادفی استفاده می شود. به این گونه آزمون ها که در ادامه به بررسی آنها خواهیم پرداخت آزمون های استنباطی می گویند. اما قبل از پرداختن به آنها ابتدا باید پیش فرض های رگرسیون کلاسیک مورد بررسی قرار گیرند. در صورتی که تمام پیش فرض های رگرسیون کلاسیک برقرار باشد بهترین گزینه برای تخمین مدل روش OLS است و در غیر این صورت بسته به اینکه کدام یک مفروضات در آزمون ها مورد تایید قرار نگیرند، شیوه تخمین مدل را تغییر می دهیم تا نهایتاً نتایج بدست آمده BLUE^{۱۲۶} (بهترین تخمین خطی نا اریب) شوند که این صورت می توان گفت رگرسیون ما دقیق ترین نتایج را گزارش نموده است (سوری، ۱۳۸۲).

معرفی مدل های تحقیق:

در این پژوهش حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکت، متغیر وابسته است که به عنوان مهم ترین متغیر در این تحقیق به کار می رود و هدف، توصیف یا پیش بینی تغییرپذیری این متغیر است و در نظر است تغییرات آن توسط متغیر مستقل درصد سهامداران کنترلی، عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری حسابداری تشریح شود. بنابراین با توجه به موضوع پژوهش و بنا به فرضیه اصلی که بررسی تاثیر درصد سهامداران کنترلی، عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری حسابداری بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، به شرح زیر ارائه می گردد.

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 Cons_{i,t} + \beta_4 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * Cons_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 Control\ stocker_{i,t} + \beta_4 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * Control\ stocker_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

^{۱۲۶} Best Linear Unbiased Estimation

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 asymmetry_{it} + \beta_4 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * asymmetry_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Leverage_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای بررسی فرضیات تحقیق از تحلیل رگرسیون چند متغیره استفاده می کنیم. اما تحلیل رگرسیون به سیوه داده های پانل مستلزم بررسی فرضیاتی است که در ادامه به بررسی آن ها خواهیم پرداخت.

۴-۴-۴- پیش فرض های برازش مدل رگرسیون

پیش فرض های رگرسیون به ترتیب برای مدل تحقیق آزمون می شوند (پول و اوفارل، ۱۹۷۰):

آزمون مانایی (پایایی) متغیرها

آزمون نرمال بودن جملات خطا (آزمون جارک-برا)

آزمون عدم خودهمبستگی جملات خطا (آزمون دوربین-واتسون)

آزمون بررسی فرض همسانی واریانس ها (آزمون بروش پاگان)

آزمون تشخیص رگرسیون ترکیبی یا تلفیقی (آزمون چاو)

آزمون تشخیص رگرسیون ترکیبی با اثر تصادفی یا ثابت (آزمون هاسمن)

برقراری تمام مفروضات الزامی نیست اما در صورتی که مفروضات برقرار شوند رگرسیون نتایج درست تری را به ما می دهد (پول و اوفارل، ۱۹۷۰). در ادامه به بررسی این مفروضات خواهیم پرداخت.

۴-۴-۴-۱- آزمون مانایی (ایستایی متغیرها)

پایایی و ناپایایی یک سری از داده ها می تواند تاثیر شدیدی روی رفتار و ویژگی های آن داشته باشد. اگر متغیر های مورد استفاده در برآورد مدل ناپایا باشند، در عین حال که ممکن است هیچ رابطه منطقی بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود نداشته باشد ضریب تعیین به دست آمده آن به اشتباه می تواند بسیار بالا باشد و موجب گمراهی محقق گردد (بالتاجی، ۲۰۰۱).

آزمون مانایی عمدتاً به منظور جلوگیری از رگرسیون های کاذب انجام می گیرد. برای جلوگیری از رگرسیون کاذب بایستی متغیرها مانا باشند. در غیر اینصورت بایستی از تفاضل متغیرها که معمولاً مانا هستند، استفاده

نمود. مانایی یا نامانایی یک سری زمانی می‌تواند تأثیر جدی بر رفتار و خواص آن داشته باشد. اگر متغیرهای مورد استفاده در برآورد مدل، ناپایا باشند در عین حالی که ممکن است هیچ رابطه منطقی بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود نداشته باشد ضریب تعیین به دست آمده آن می‌تواند بسیار بالا باشد و باعث شود تا محقق استنباط‌های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام دهد بنابراین استفاده از داده‌های نامانا می‌تواند منجر به رگرسیون‌های کاذب شود.

همان طور که در فصل سوم ذکر شد اولین گام در برآوردهای تجربی پژوهش بررسی مانایی متغیرهای پژوهش است. در این قسمت به بررسی مانایی یا ایستایی متغیرهای پژوهش، از آزمون ریشه واحد لوین-لین-چو (LLC) استفاده شد. فرضیه صفر این آزمون دلالت بر عدم وجود ریشه واحد در متغیرهای تحت بررسی است. اما فرضیه مقابل آن بیانگر مانایی متغرها است.

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{ریشه واحد وجود ندارد (متغیر مانا نیست): } H_0 \\ \text{ریشه واحد وجود دارد (متغیر مانا است): } H_1 \end{array} \right.$$

پس از محاسبه این آماره، اگر مقدار آماره محاسبه شده از آماره جدول کوچکتر باشد، فرضیه H_0 رد می‌شود و فرضیه H_1 مبنی بر وجود ریشه واحد (مانایی) پذیرفته می‌شود. با توجه به نتایج آزمون که در جدول (۴-۴) ارائه شده است چون مقدار P برای تمامی متغیرهای کمتر از 0.05 است، در نتیجه متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده‌اند.

جدول ۴-۲: آزمون ریشه فیلیپس پرون

متغیرها	نماد	آماره کای-دو	سطح معنا داری
مخارج سرمایه ای	CAPX	۴۹۹/۵۷۸	* ۰,۰۰۰
جریان نقدی عملیاتی	CF	۸۵۸/۵۷۸	* ۰,۰۰۰
عدم تقارن اطلاعاتی	Assemetry	۲۷۴/۵۹۱	* ۰,۰۰۰
سهامدار کنترلی	Controli	۶۲۱/۲۰۰	* ۰,۰۰۰
محافظه کاری	CONS	۶۹۳/۴۵۴	* ۰,۰۰۰
کیو توپین	Q	۷۶۹/۳۳۴	* ۰,۰۰۰
اندازه شرکت	FSIZE	۴۹۹/۴۸۳	* ۰,۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰۵۴/۵۴۳	* ۰,۰۰۰

*: متغیر مانا می باشد.

همانطور که در جدول فوق مشاهده می کنید تمام متغیرهای تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مانا بوده اند. زیرا سطح معناداری بدست آمده کمتر از ۰/۰۵ بوده است.

۴-۲-۴- آزمون نرمال بودن جملات خطا

یکی دیگر از مفروضات رگرسیون نرمال بودن جملات خطاست. فرض صفر در این آزمون همگون بودن توزیع مشاهدات با توزیع نظری مشخص (با پارامتری معین) است که با حدس آن را تعیین کرده ایم و فرض مخالف مناسب نبودن توزیع مورد نظر برای متغیر است:

داده ها از توزیع نرمال پیروی می کنند H_0 :

{

داده ها از توزیع نرمال پیروی نمی کنند H_0 :

از آنجا که در این تحقیق سه مدل رگرسیون داریم، باید توزیع جملات اخلال برای مدل را بررسی کنید. نتیجه آزمون بشرح زیر می باشد.

جدول ۴-۳: آزمون جارک-برا

متغیر	CAPX
آماره جارک-برا	۴۶/۲۴
P_value(sig)	۰۰۰۰/۰

نحوه داوری: چنانچه سطح معنی داری (Sig) بزرگتر 0.05 باشد نشان دهنده آن است که توزیع مشاهده شده با توزیع نظری مربوط است. در تحقیق فرض H_0 پذیرفته و فرض H_1 رد می شود، یعنی جملات اخلال از توزیع نرمال پیروی نمی کنند اما با توجه به تعداد زیاد داده های استفاده شده و با استناد به قضیه حد مرکزی می توان آن را نرمال تلقی نمود. در این قضیه بیان می شود که اگر تعداد نمونه بسیار زیاد باشد در طی روند نرمال خواهد شد. در واقع قضیه حد مرکزی نشان می دهد که بسیاری از پدیده های طبیعی با تقریب خوبی یک توزیع نرمال استاندارد هستند. و ادعا می کند که تغییرات حاصل از فرایندهای طبیعی، اغلب نتیجه جمع شدن تعداد زیادی عامل کوچک و ناچیز است.

۴-۳-۴- بررسی نبود خود همبستگی

برای بررسی نبود خودهمبستگی در نتایج مدل رگرسیونی از آماره دوربین- واتسون استفاده شده است. آزمون دوربین واتسون همبستگی سریالی بین باقیمانده خطاهای رگرسیون را بر مبنای فرض صفر آماری زیر آزمون می نماید:

H_0 : بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد.

H_1 : بین خطاها خود همبستگی وجود دارد.

اگر آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار گیرد، فرضیه H_0 (عدم همبستگی بین خطاها) پذیرفته می‌شود و در غیر این صورت H_1 تایید می‌شود. نتایج مربوط به آماره دوربین-واتسون فرضیه‌های پژوهش در جدول زیر قید شده است.

جدول ۴-۴: آزمون استقلال خطاها (دوربین-واتسون)

مدل	نوع آزمون	آماره
مدل ۱	دوربین-واتسون	۹۸/۱
مدل ۲	دوربین-واتسون	۹۹/۱
مدل ۳	دوربین-واتسون	۹۷/۱

* : نبود خود همبستگی

با توجه به جدول فوق برای مدل‌ها مقادیر آماره دوربین-واتسون در داخل فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. بنابراین فرض H_0 مبنی بر عدم وجود خود همبستگی بین خطاها تایید می‌شود.

۴-۴-۴- بررسی همسانی واریانس‌های جملات خطا

یکی از فروض کلاسیک مدل رگرسیون خطی این است که اجزای اختلال دارای واریانس همسان هستند. اگر ناهمسانی واریانس وجود داشته باشد، آزمون‌های تی و اف نتایج غلطی را ارائه می‌دهند و بنابراین نمی‌توان فرضیه‌ها را با آزمون‌های تی و اف آزمون کرد. به عبارت دیگر اگر در شرایط ناهمسانی واریانس مجذور مربعات استفاده شود، خطاهای معیار نادرست بوده و بنابراین استنباط‌های حاصل شده می‌تواند گمراه‌کننده باشد. در صورتی که مشکل ناهمسانی مشخص باشد می‌توان از یک روش جایگزین استفاده نمود. یکی از روش‌های ممکن استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) است. روش جی ال اس به

عنوان روش حداقل مربعات وزنی نیز شناخته می شود، زیرا در این روش، مجموع وزنی مربعات پسماندها حداقل شده، در حالیکه در مجذور مربعات مجموع غیر وزنی حداقل می گردد.

{ همسانی واریانس: H_0
ناهمسانی واریانس: H_1

جدول (۴-۵) نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس یا نسبت درست نمایی برای بررسی وجود واریانس ناهمسانی در مدل پژوهش را نشان می دهد..

جدول ۴-۵: نتایج آزمون پرورش پاگان

مدل	نوع آزمون	سطح معنی داری	آماره F
۱	وایت	۸۹/۲	۰۰۰۰/۰
۲	وایت	۸۸/۳	۰۰۰۰/۰
۳	وایت	۲۷/۳	۰۰۰۰/۰

* : نا همسانی واریانس

مأخذ: یافته های پژوهش

همان طور که نتایج جدول فوق نشان می دهد، مقدار احتمال بدست آمده برای الگو بزرگتر از ۰,۰۵ است در نتیجه فرضیه صفر رد می شود که بیانگر وجود همسانی واریانس در این الگوها می باشد. بنابراین مدلها دارای نا همسانی واریانس هستند و باید برای رفع این مشکل تخمین مدلها از روش EGLS برای تخمین استفاده کنیم.

۴-۵-۴- آزمون تعیین نوع داده های ترکیبی (آزمون چاو)

در پژوهش حاضر برای تحلیل مدل، از داده های ترکیبی استفاده شده است، به این ترتیب که چندین شرکت در طول زمان مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می گیرند. همان طور که در فصل سوم اشاره شد، ابتدا بایستی در داده های ترکیبی برای انتخاب بین روش های داده های تابلویی و تلفیقی از آزمون اف لیمر

استفاده شود. اگر آماره اف محاسبه شده از مقدار جدول کوچک تر باشد از داده های تابلویی و در غیر این صورت از داده های تلفیقی استفاده می شود. در صورتی که داده ها به صورت تابلویی باشند، باید آزمون هاسمن انجام شود فرضیه صفر و فرضیه مقابل نیز بصورت زیر می باشند.

$\left\{ \begin{array}{l} \text{مدل تلفیقی مناسب می باشد } H_0: \\ \text{مدل ترکیبی مناسب می باشد } H_1: \end{array} \right.$

نحوه داروی: چنانچه در سطح اطمینان ۹۵٪ (خطای ۵٪) α آماره F محاسبه شده از معادله رگرسیون کوچکتر از مقدار F بدست آمده از نگاره باشد فرض H_0 را نمیتوان رد کرد و در غیر اینصورت H_1 رد می شود.

جدول ۴-۶: آزمون چاو (اف-لیمر)

مدل	آماره F	سطح معناداری	مقایسه با ۰,۰۵	نتیجه آزمون
۱	۳۶/۴	۰۰۰۰/۰	کوچکتر	رد فرض صفر- مدل ترکیبی مناسب است
۲	۳۵/۴	۰۰۰۰/۰	کوچکتر	رد فرض صفر- مدل ترکیبی مناسب است
۳	۵۸/۴	۰۰۰۰/۰	کوچکتر	رد فرض صفر- مدل ترکیبی مناسب است

مطابق با جدول (۴-۶) سطح معنی داری آماره F برای مدل های رگرسیونی تحقیق از ۰,۰۵ کوچکتر می باشند. به این ترتیب می توان نتیجه گرفت فرض H_0 (مدل تلفیقی) رد و مدل ترکیبی تایید می شود.

۴-۴-۶- آزمون تشخیص رگرسیون ترکیبی با اثر تصادفی یا ثابت (آزمون هاسمن)

پس از مشخص شدن اینکه عرض از مبدأ برای سال های مختلف یکسان نیست، باید روش استفاده در برآورد مدل (اثرات ثابت یا تصادفی) تعیین گردد که بدین منظور از آزمون هاسمن استفاده می گردد. فرضیه صفر و فرضیه مقابل نیز بصورت زیر می باشند.

مدل ترکیبی با اثرات تصادفی مناسب می باشد H_0 :
 مدل ترکیبی با اثرات ثابت می باشد H_1 :

نحوه داروی: چنانچه در سطح اطمینان ۹۵٪ (خطای $\alpha = 5\%$) آماره χ^2 محاسبه شده از معادله رگرسیون کوچکتر از مقدار χ^2 بدست آمده از نگاره باشد فرض H_0 را نمیتوان رد کرد و در غیر اینصورت H_1 رد می شود. به عبارت دیگر اگر سطح معنی داری آزمون هاسمن از ۰,۰۵ بزرگتر باشد مدل با اثر تصادفی و اگر سطح معنی داری این آزمون از ۰,۰۵ کوچکتر باشد مدل ترکیبی با اثر ثابت استفاده می شود.

جدول ۴-۷: آزمون هاسمن

مدل	آماره χ^2	احتمال	نتیجه آزمون
۱	۳۱/۱۲	۰.۳۵۳/۰	مدل ترکیبی با اثرات ثابت مناسب است
۲	۲۹/۱۳	۰.۳۸۵/۰	مدل ترکیبی با اثرات ثابت مناسب است
۳	۶۶/۱۶	۰.۱۰۶/۰	مدل ترکیبی با اثرات ثابت مناسب است

با توجه به آزمون هاسمن در جدول (۴-۷) برازش مدل های رگرسیونی این پژوهش با استفاده از تخمین مدل داده های ترکیبی به روش اثرات ثابت برای مدل مناسب خواهد بود.

۴-۵- نتایج حاصل از برآورد نهایی مدل های تحقیق

پس از بررسی مفروضات کلاسیک رگرسیون، مشخص شد که مدل نهایی تحقیق باید به روش داده های ترکیبی با اثرات ثابت و از طریق روش Panel EGLS تخمین زده شود. اما در مدل های رگرسیونی تحقیق دو فرضیه زیر بررسی خواهند شد.

فرضیه اول: عدم تقارن اطلاعاتی بر حساسیت سرمایه گذاری بر جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری دارد.

فرضیه دوم: سهامدار کنترلی بر حساسیت سرمایه گذاری بر جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری دارد.

فرضیه سوم: محافظه کاری حسابداری بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری دارد.

۴-۵-۱- نتایج حاصل از برآورد مدل اول تحقیق

نتایج تخمین مدل رگرسیونی (۱) جهت آزمون فرضیه اول در جدول زیر قابل مشاهده است:

جدول ۴-۸: نتایج حاصل از برآزش مدل اول تحقیق

متغیر وابسته : حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی / متدولوژی: Panel EGLS / دوره مالی ۱۳۹۰-۱۳۹۵						
نام متغیر	نماد	مقدار ضریب	آماره t	سطح معنی داری	جهت رابطه	VIF
جریان نقدینه	CF	۰.۲۳/۰	۳۵۱/۲	۰.۲۵۶/۰	مثبت	۵۱/۳
عدم تقارن اطلاعاتی	assymetry	۰.۰۴/۰-	۶۹۰/۲-	۰.۰۷۳/۰	منفی	۶۴/۲
اثر مشترک جریان نقدینه و عدم تقارن اطلاعاتی	assymetry * CF	۰.۳۰۹/۰	۱۳۹/۲	۰.۳۲۸/۰	مثبت	۱۴/۵
کیو توبین	Q	۰.۰۰۳/۰	۹۷۴/۲	۰.۰۳۰/۰	مثبت	۲۰/۱
اندازه شرکت	FSIZE	۰.۰۳۶/۰	۰.۲۰/۱	۰.۳۰۷۹/۰	مثبت	۰.۵/۱
اهرم مالی	LEV	۰.۲۶۲/۰	۳۸۵/۲	۰.۱۷۳/۰	مثبت	۱۴/۱

ثابت مدل	C	۰۹۴۹/۰	۳۰۱/۴	۰۰۰۰/۰	مثبت	-
ضریب تعیین	۶۷/۰	آماره F	۷۲/۹			
ضریب تعیین تعدیل شده	۶۰/۰	سطح معنی‌داری	۰۰۰۰/۰			
		آماره دوربین-واتسون	۹۸/۱			

بررسی نیکویی برازش مدل اول:

پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آن‌ها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق در جدول (۸-۴) ارائه شده است. مقدار آماره $F(۹/۷۲)$ نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می باشد. همان طور که در قسمت زیر جدول (۸-۴) مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۶۷ درصد و ۶۰ درصد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، حدود ۶۰ درصد از تغییرات مخارج سرمایه ای شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین میشوند. از طرفی مقدار شاخص VIF برای تمام متغیرها کمتر از ۱۰ بدست آمده است که حاکی از عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل مدل است. لذا می توان نتیجه گرفت مدل به خوبی برازش داده شده است و نتایج قابل اعتماد اند. در این جدول اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان دهنده میزان تاثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر متغیر وابسته است.

بررسی فرضیه اول:

ضریب برآوردی عدم تقارن اطلاعاتی در جدول (۸-۴)، بیانگر وجود رابطه بین این متغیر و مخارج سرمایه ای در شرکت‌ها می باشد که این ضریب به لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. زیرا سطح معناداری ضریب (۰,۰۰۰) کمتر از ۰,۰۵ می باشد. همچنین این نتایج حاکی از آن است که عدم تقارن اطلاعاتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر معناداری دارد. همچنین وجود رابطه معنی دار بین جریان نقدی عملیاتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی نیز با داشتن سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفت.

بررسی متغیرهای کنترلی مدل ۱:

ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر اندازه شرکت در مدل بیانگر وجود عدم رابطه معنادار بین این متغیر و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی است. زیرا سطح معناداری آن بیشتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت بین این دو متغیر در شرکتها رابطه معناداری وجود ندارد.

ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر اهرم مالی در مدل بیانگر وجود رابطه معنادار بین این متغیر و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی است. زیرا سطح معناداری آن کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت بین این دو متغیر در شرکتها رابطه مثبت و معناداری مشاهده شده است.

ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر کیو توین در مدل بیانگر وجود رابطه معنادار بین این متغیر و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی است. زیرا سطح معناداری آن کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت بین این دو متغیر در شرکتها رابطه معناداری مشاهده شده است.

۴-۵-۲- نتایج حاصل از برآورد مدل دوم تحقیق

نتایج تخمین مدل رگرسیونی (۲) جهت آزمون فرضیه دوم در جدول زیر قابل مشاهده است:

۴-۹: نتایج حاصل از برازش مدل دوم تحقیق

متغیر وابسته : حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی / متدولوژی: Panel EGLS / دوره مالی ۱۳۹۵-۱۳۹۰						
نام متغیر	نماد	مقدار ضریب	آماره t	سطح معنی داری	جهت رابطه	VIF
جریان نقدینه	CF	۰.۷۹/۰	۸۸۱/۳	۰.۰۰۱/۰	مثبت	۱۳/۸
سهامدار کنترلی	control	۰.۲۰/۰	۰.۴۳/۲	۰.۴۱۴/۰	مثبت	۴۲/۲

۷۰/۵	منفی	۰۰۱۴/۰	۲۰۹/۳-	۱۰۵/۰-	Control* CF	اثر مشترک سهامدار کنترلی و محافظه کاری
۱۰/۱	مثبت	۰۰۰۱/۰	۸۴۱/۳	۰۰۰۴/۰	Q	کیو توبین
۰۵/۱	مثبت	۱۹۶۱/۰	۲۹۴/۱	۰۰۴۶/۰	FSIZE	اندازه شرکت
۱۵۱	مثبت	۰۴۶۴/۰	۹۹/۱	۴۲۲/۰	LEV	اهرم مالی
-	منفی	۰۰۰۰/۰	۶۱۲/۴-	۱۰۲/۰-	C	ثابت مدل
۱۶/۹			آماره F		۶۵/۰	ضریب تعیین
۰۰۰۰/۰			سطح معنی داری		۵۸/۰	ضریب تعیین تعدیل شده
۹۹/۱			آماره دوربین-واتسون			

بررسی نیکویی برازش مدل دوم:

پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آن‌ها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق در جدول (۹-۴) ارائه شده است. مقدار آماره F (۹/۱۶) نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می باشد. همان طور که در قسمت زیر جدول (۹-۴) مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۶۶ درصد و ۵۹ درصد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، حدود ۵۹ درصد از تغییرات مخارج سرمایه ای شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین میشوند. از طرفی مقدار شاخص VIF برای تمام متغیرها کمتر از ۱۰ بدست آمده است که حاکی از عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل مدل است. لذا می توان نتیجه گرفت مدل به خوبی برازش داده شده است و نتایج قابل اعتماد اند. در این جدول اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان دهنده میزان تاثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر متغیر وابسته است.

بررسی فرضیه دوم:

ضریب برآوردی سهامدار کنترلی در جدول (۴-۸)، بیانگر وجود رابطه مثبت بین این متغیر و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت‌ها می باشد که این ضریب به لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. زیرا سطح معناداری ضریب (۰,۰۰۰۰) کمتر از ۰,۰۵ می باشد. بنابراین می توان گفت بین سهامدار کنترلی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. همچنین وجود رابطه معنی دار بین جریان نقدی عملیاتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی نیز با داشتن سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفت

بررسی متغیرهای کنترلی مدل ۲:

ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر اندازه شرکت در مدل بیانگر وجود رابطه معنادار بین این متغیر و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی است. زیرا سطح معناداری آن کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت بین این دو متغیر در شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری مشاهده شده است.

ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر اهرم مالی در مدل بیانگر وجود رابطه معنادار بین این متغیر و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی است. زیرا سطح معناداری آن کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت بین این دو متغیر در شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری مشاهده شده است.

ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر نسبت کیو توبین در مدل بیانگر وجود رابطه معنادار بین این متغیر و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی است. زیرا سطح معناداری آن کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت بین این دو متغیر در شرکت‌ها رابطه معناداری مشاهده شده است.

۴-۵-۳- نتایج حاصل از برآورد مدل سوم تحقیق

نتایج تخمین مدل رگرسیونی (۲) جهت آزمون فرضیه دوم در جدول زیر قابل مشاهده است:

جدول ۴-۹: نتایج حاصل از برازش مدل سوم تحقیق

متغیر وابسته : حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی / متدولوژی: Panel EGLS / دوره مالی ۱۳۹۰-۱۳۹۵						
نام متغیر	نماد	مقدار ضریب	آماره t	سطح معنی داری	جهت رابطه	VIF
جریان نقدینه	CF	۰.۳۴۱/۰	۹۲۹/۳	۰.۰۰۱/۰	مثبت	۹۵/۱
محافظه کاری	cons	۰.۱۱۲/۰	۹۶۱/۰	۳۳۶۷/۰	مثبت	۷۸/۱
اثر مشترک جریان نقدیته و محافظه کاری	cons * CF	۰.۴۵۲/۰	۵۸۸/۱	۱۱۲۸/۰	مثبت	۳۶/۱
کیو توبین	Q	۰.۰۲/۰	۷۹۲/۲	۰.۲۲۵/۰	مثبت	۱۸/۱
اندازه شرکت	FSIZE	۰.۰۶۷/۰	۸۳/۱	۰.۶۷۶/۰	مثبت	۰.۳/۱
اهرم مالی	LEV	۰.۰۰۲/۰	۴۳۱/۲	۰.۱۵۳/۰	مثبت	۴۳/۱
ثابت مدل	C	۱۱۵/۰	۱۰۰/۵	۰.۰۰۰/۰	مثبت	-
ضریب تعیین	۶۶/۰	آماره F	۱۹/۹			
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۸/۰	سطح معنی داری	۰.۰۰۰/۰			
		آماره دوربین-واتسون	۹۷/۱			

بررسی نیکویی برازش مدل سوم:

پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آن‌ها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق در جدول (۹-۴) ارائه شده است. مقدار آماره $F(9/19)$ نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می باشد. همان طور که در قسمت زیل جدول (۹-۴) مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۶۶ درصد و ۵۸ درصد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، حدود ۵۸ درصد از تغییرات مخارج سرمایه ای شرکت‌های سرمایه ای مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین میشوند. از طرفی مقدار شاخص VIF برای تمام متغیرها کمتر از ۱۰ بدست آمده است که حاکی از عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل مدل است. لذا می توان نتیجه گرفت مدل به خوبی برازش داده شده است و نتایج قابل اعتماد اند. در این جدول اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان دهنده میزان تاثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر متغیر وابسته است.

بررسی فرضیه سوم:

ضریب برآوردی محافظه کاری در جدول (۹-۴)، بیانگر عدم وجود رابطه بین این متغیر و مخارج سرمایه ای در شرکت‌ها می باشد که این ضریب به لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. زیرا سطح معناداری ضریب (۰,۰۰۰) کمتر از ۰,۰۵ می باشد. بنابراین می توان گفت بین این متغیر و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

بررسی متغیرهای کنترلی مدل ۳:

ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر اندازه شرکت در مدل بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین این متغیر و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی است. زیرا سطح معناداری آن کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت بین این دو متغیر در شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری مشاهده شده است.

ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر اهرم مالی در مدل بیانگر وجود رابطه معنادار بین این متغیر و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی است. زیرا سطح معناداری آن کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت بین این دو متغیر در شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری مشاهده شده است.

ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر کیو توپین در مدل بیانگر وجود رابطه معنادار بین این متغیر و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی است. زیرا سطح معناداری آن کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت بین این دو متغیر در شرکت ها رابطه معناداری مشاهده شده است.

۴-۶- خلاصه فصل

در این فصل، ابتدا آمار توصیفی برای داده های محاسبه شده جهت برآورد الگوهای پژوهش بیان شد. در ادامه از آمار استنباطی برای بررسی فرضیه های پژوهش استفاده شده است. برای آزمون فرضیه های پژوهش از آزمون اف-لیمر برای انتخاب از بین روشهای داده های تابلویی و داده های تلفیقی استفاده شده است. الگوهای مورد استفاده تلفیقی بوده است. در نهایت مطابق نتایج این آزمون ها، روش رگرسیونی مناسب انتخاب شد و بر اساس آن تجزیه و تحلیل هر یک از فرضیه های پژوهش انجام گرفت. در فصل آتی نتایج آزمون های بیان شده در این فصل مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد سپس محدودیت هایی که در تعمیم نتایج این پژوهش وجود دارد بیان می شود و در پایان فصل به منظور انجام تحقیقات آتی در این زمینه پیشنهادهایی ارائه می گردد.



فصل پنجم

بحث و نتیجه گیری

فصل پنجم: بحث و نتیجه‌گیری

۵-۱- مقدمه

در پایان هر فعالیت پژوهشی محقق پس از آزمون فرضیات، می‌بایستی نتایج کار را ارائه دهد. نتایج حاصل از فرضیات نیز پایه‌هایی هستند که پیشنهادات بر اساس آن شکل می‌گیرند. بنابراین یکی از قسمت‌های مهم تحقیق که در واقع می‌تواند راهی برای تبدیل نظریات به عمل برای موفقیت در آینده باشد نتیجه‌گیری‌های صحیح و پیشنهادات مربوط و مناسب است. نتیجه‌گیری‌هایی که براساس تحلیل‌های صحیح ارائه شده باشد، می‌تواند مشکلات موجود بر سر راه سازمان را که تحقیق به آن منظور طراحی شده است، برطرف کند (حافظ نیا، ۱۳۸۲). در این فصل براساس اطلاعات بدست آمده از پردازش داده‌های جمع‌آوری شده که درخصوص نحوه و ابزار گردآوری، روش‌های تجزیه و تحلیل آنها و نیز تئوری‌های علمی مرتبط به تفصیل در فصول گذشته بحث گردیده است، نتیجه‌گیری انجام می‌گیرد و نکات قابل توجهی براساس یافته‌های مذکور ارائه می‌گردد. از جمله مواردی که در این فصل بدان اشاره شده است محدودیت‌هایی است که بر سر راه انجام این تحقیق وجود داشته است همچنین به زمینه‌های تحقیقاتی که می‌تواند توسط محقق بدان پرداخته شود نیز اشاره گردیده است.

۵-۲- جمع‌بندی پژوهش و نتایج فرضیه‌ها

در این پژوهش به بررسی تاثیر درصد سهامدار کنترلی، عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور از اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مابین سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵ استفاده شده است. از آنجا که یکی از مفروضات مدل رگرسیون، نرمال بودن توزیع داده‌هاست، لذا نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق، مورد بررسی قرار گرفت که بدین منظور از آزمون جارک-برا استفاده شده است. برای آزمون نرمال بودن توزیع داده‌ها، فرض صفر این است که توزیع داده‌ها نرمال می‌باشد. سپس بعد از بررسی آزمون چاو و هاسمن نتایج نشان داد که مدل ارجح مدل اثرات ثابت می‌باشد. بدین ترتیب با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی دیگر کارایی لازم را نداشته از مدل حداقل مربعات معمولی تعمیم یافته استفاده گردید. بدین وسیله میان تأثیر گذاری هر یک از متغیرهای مستقل و کنترلی بر حساسیت سرمایه

گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی گردید. خلاصه نتایج آن در ادامه ذکر شده است.

در این بخش بر اساس نتایج آزمون‌های آماری بدست آمده، مبانی نظری، تحقیقات پیشین و همچنین مدلها و متغیرهای بهکار گرفته شده در این تحقیق، به تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها می‌پردازیم.

۵-۲-۱- نتایج آزمون فرضیه اول

"عدم تقارن اطلاعاتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری می‌گذارد."

در این فرضیه به بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است ضریب برآوردی عدم تقارن اطلاعاتی در جدول (۴-۸)، بیانگر وجود رابطه بین این متغیر و مخارج سرمایه ای در شرکت‌ها می باشد که این ضریب به لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. زیرا سطح معناداری ضریب (۰,۰۰۰۰) کمتر از ۰,۰۵ می باشد. بنابراین می توان گفت بین عدم تقارن اطلاعاتی و مخارج سرمایه ای در شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. این بدان معنی است که هر چقدر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت کمتر باشد، استفاده از منابع تامین مالی داخلی بیشتر خواهد بود در نتیجه حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی افزایش پیدا خواهد کرد. نتایج پژوهش حاضر نیز موید این امر است.

مقایسه با مطالعات پیشین: این پژوهش با یافته های سلیم پور و همکاران (۱۳۹۴) که بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی پرداختند، مطابقت دارد. آنها نشان دادند که، عدم تقارن اطلاعاتی اثرات نامتقارنی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی میگذارد و استدلال میشود، شرکتهایی که با عدم تقارن اطلاعاتی بالایی در بازار سرمایه مواجه هستند حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی آنها بیشتر می باشد. در حالیکه، شرکتهایی که عدم تقارن اطلاعاتی کمتری در بازار سرمایه دارند حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی آنها پایین می باشد. از سوی دیگر چودهاری و همکاران (۲۰۱۶) رابطه بین حساسیت سرمایه گذاری به جریانات نقدی و عدم تقارن اطلاعاتی را مورد بررسی قرار دادند. طی بررسی های مورد عمل آمده نتایج نشان داد که هر چقدر عدم تقارن

اطلاعاتی در شرکت‌های بیشتر شود، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌ات نقدی بیشتر خواهد شد. همچنین جلالی در پایان نامه خود (۱۳۹۵) تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی در حوزه تجارت الکترونیک را مورد بررسی قرار داد و نشان داد که حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی تحت تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد. بنابراین به نظر می‌رسد در زمان تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران توجه بیشتری به عدم تقارن اطلاعاتی داشته باشند که نتایج پژوهش حاضر نیز موید این امر است.

۵-۲-۲- نتایج آزمون فرضیه دوم

"سهامدار کنترلی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری می‌گذارد."

در این فرضیه به بررسی تاثیر سهامدار کنترلی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. ضریب برآوردی سهامدار کنترلی در جدول (۴-۹)، بیانگر وجود رابطه بین این متغیر و مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌ها می‌باشد که این ضریب به لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار است. زیرا سطح معناداری ضریب (۰,۰۰۰۰) کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت بین عدم سهامدار کنترلی و مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. همچنین بخاطر داشتن سطح معناداری کمتر از ۰,۰۵، رابطه بین سهامدار کنترلی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی نیز مورد تایید قرار گرفت. این بدان معنی است که هر چقدر درصد سهامدار کنترلی در شرکت بیشتر باشد، استفاده از منابع تامین مالی داخلی بیشتر خواهد بود در نتیجه حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی افزایش پیدا خواهد کرد. نتایج پژوهش حاضر نیز موید این امر است.

۵-۲-۳- نتایج آزمون فرضیه سوم

"محافظه کاری بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری می‌گذارد."

در این فرضیه به بررسی تاثیر محافظه کاری بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است ضریب برآوردی محافظه کاری در جدول (۴-۴)

۹)، بیانگر عدم وجود رابطه بین این متغیر و مخارج سرمایه ای در شرکت‌ها می باشد که این ضریب به لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار نیست. زیرا سطح معناداری ضریب بیشتر از ۰,۰۵ می باشد. بنابراین می توان گفت بین محافظه کاری و مخارج سرمایه ای در شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین بخاطر داشتن سطح معناداری بیشتر از ۰,۰۵، رابطه بین محافظه کاری و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی نیز مورد تایید قرار نگرفت.

مقایسه با مطالعات پیشین: نتایج این فرضیه با یافته های تاج الدینی (۱۳۹۲) که بررسی تاثیر محافظه کاری حسابداری و تصمیمات مالی مربوط به شیوه تامین مالی و حساسیت جریان های نقد سرمایه گذاری شرکت ها پرداختند مطابقت دارد آنها بیان کردند که وجود رابطه معنادار بین محافظه کاری حسابداری و شیوه های تامین مالی می باشد از معناداری کل برخوردار بوده اما به دلیل استفاده بیشتر از بدهی جهت تامین مالی در شرکت ها، امکان بررسی نوع رابطه وجود نداشت. نتایج پژوهش حاضر با آن همخوانی دارد.

۵-۳- پیشنهادات تحقیق

۵-۳-۱- پیشنهادات کاربردی مبتنی بر نتایج تحقیق

۱) **با توجه به تایید شدن فرضیه اول مبنی بر تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود که:**

- به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که به منظور تبیین رفتار قیمت سهام شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران، به ساختار نظام راهبری شرکت از قبیل حضور سهام داران نهادی در ترکیب سهام داران و حضور اعضای غیر موظف در ترکیب هیأت مدیره و وضعیت رقابت در بازار محصولات شرکت توجه داشته باشند.
- به سهامداران بالقوه و بالفعل توصیه می شود در تصمیمات خود به کیفیت افشا و ساختار سرمایه شرکت ها توجه ویژه نمایند. همچنین به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نهاد های ذی ربط

پیشنهاد می شود با وضع تشویق و تنبیهات مناسب، شرکت ها را به افشای اطلاعات منصفانه از ساختار سرمایه ترغیب نمایند.

- به مدیران شرکت ها نیز پیشنهاد می شود با افشای اطلاعات تاثیرگذار و غیر گمراه کننده، مقدمات سرمایه گذاری مطمئن را برای سرمایه گذاران بالقوه و اطمینان خاطر را برای سرمایه گذاران بالفعل فراهم آورند و بدین وسیله راه هایی را برای استفاده از منابع تامین مالی خارجی هموار سازند.
- (۲) **با توجه به فرضیه دوم مبنی بر بررسی تاثیر درصد سهامدار کنترلی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود که:**

- با توجه به تایید مدل مطرح شده در این پژوهش پیشنهاد می گردد که با گسترش مطالعات و ادبیات نظری حاکمیت شرکتی فعالان بورس، اعضاء هیئت مدیره شرکتها، سهامداران، موسسات حسابرسی، پژوهشگران و غیره با مباحث حاکمیت شرکتی بیشتر آشنا شده تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش در حاکمیت شرکتی بپردازند و از این طریق به نحو صحیحی به در شرکت های پذیرتأمین مالی داخلی و خارجی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازند.

- (۳) **با توجه به فرضیه سوم مبنی بر بررسی تاثیر محافظه کاری بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود که:**

- پیشنهاد می شود دست اندرکاران تهیه و تدوین مبانی نظری گزارشگری مالی و استانداردهای حسابداری مالی، نتایج این تحقیق و تحقیقات مشابه داخلی را مدنظر قرار دهند و جایگاه مبانی نظری و ویژگی های کیفی خاص گزارشگری مالی ازجمله محافظه کاری را با توجه به رویه های حسابداری تعیین کنند.

- به سرمایه گذاران و تحلیل گران توصیه می شود جهت تصمیم های سرمایه گذاری کوتاه مدت و بلندمدت، در کنار استفاده از ارقام ارائه شده در صورت های مالی، به روشهای حسابداری

شرکت‌ها از جمله اتخاذ شیوه های محافظه کارانه یا متهورانه در تولید ارقام مذکور توجه نمایند.

- به تدوین کنندگان استاندارد های حسابداری توصیه می شود که ضمن تعریف روشن از مربوط بودن، راه های مناسب تری را برای اندازه گیری اطلاعات حسابداری پیش رو قرار دهند.

- به سرمایه گذاران و تحلیل گران با توجه به نتایج فرضیات این پژوهش توصیه می شود جهت تصمیمات سرمایه گذاری کوتاه مدت و بلند مدت، در کنار استفاده از ارقام ارائه شده در صورتهای مالی به روشهای حسابداری شرکت ها از جمله اتخاذ شیوه های حسابداری محافظه کارانه در تولید ارقام مذکور توجه نمایید

۵-۳-۲- پیشنهادات برای تحقیقات آتی

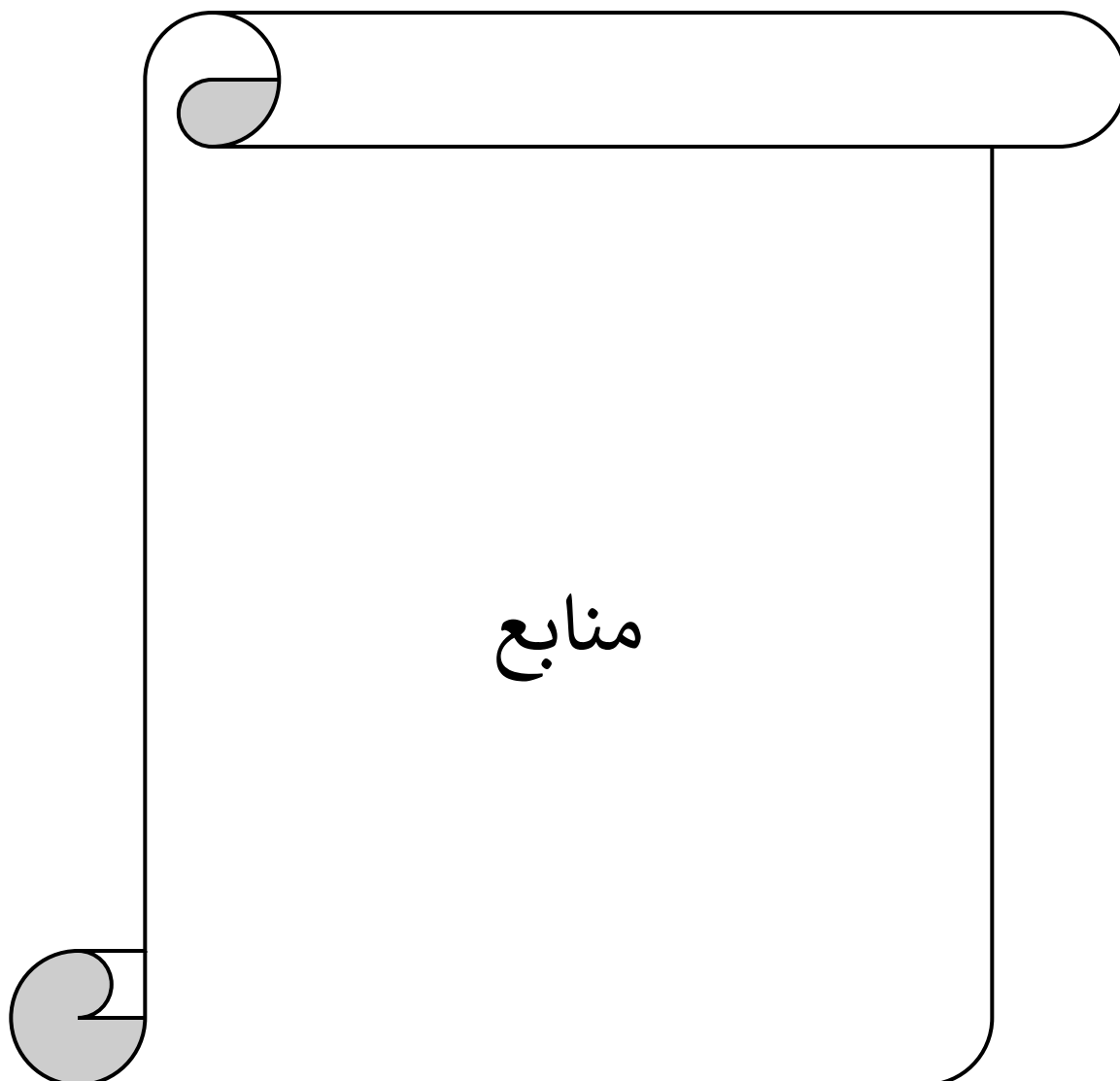
پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی موضوعات زیر مورد بررسی قرارگیرد.

- پژوهش گران می توان به بررسی این موضوع به تفکیک صنعت و در دوره های زمانی طولانی تر بپردازند.
- بررسی تاثیر بحران های مالی و نوسانات قیمت بر استفاده از تامین مالی داخلی می تواند از جمله پیشنهادها برای تحقیقات آتی برای پژوهش گران گردد.
- همچنین محققان می توانند به بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر روش های تامین مالی داخلی و خارجی بپردازند.

۵-۴- محدودیت های تحقیق

(۱) هر محقق در مسیر جمع آوری اطلاعات و کسب نتایج مطلوب با مشکلاتی رو به رو می شود که لازم است آن ها را شناسایی کرده و در جهت رفع آن ها گام بردارد . انجام این تحقیق نیز با محدودیت هایی همراه بود که عمده ترین آن ها عبارتند از:

- (۲) همانگونه که پیش از این اشاره گردید، این تحقیق با استفاده از داده های مربوط به نمونه ای از شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران بدون توجه به صنعت در فاصله سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ انجام شده است. بنابراین، در تعمیم نتایج این تحقیق به دوره های زمانی و صنایع دیگر و نیز به شرکت های غیر بورسی باید با احتیاط عمل نمود.
- (۳) از آنجا که برای محاسبه متغیرهای تحقیق از اطلاعات صورت های مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده است؛ در صورت تعدیل اطلاعات مذکور از بابت تورم ممکن است نتایج متفاوت از نتایج فعلی حاصل شود.
- (۴) با توجه به اینکه اطلاعات رکن اصلی و اساسی برای هر تحقیق محسوب می شود، فقدان اطلاعات مورد نیاز این تحقیق در برخی موارد از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موجب گردید که همه این شرکت ها مورد آزمون و بررسی قرار نگیرند.
- (۵) این تحقیق بر اساس اطلاعات ارائه شده در صورت های مالی حسابرسی شده شرکت ها انجام شده است؛ بنابراین، بدیهی است که نتایج آن تحت تاثیر صحت اطلاعات موجود در صورت های مالی قرار گیرد .



الف) منابع فارسی

- ۱- ابراهیمی کردلر، علی. مرادی، محمد. اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). تاثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۸، صص ۱۰۴-۱۱۹.
- ۲- احمدوند، علی محمد، کامران راد، صدیقه. کامران راد رضا. (۱۳۹۰). رابطه مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌های داروسازی، تحقیق‌های حسابداری مالی و حسابرس، ۳(۱۰)، صص ۱-۲۰.
- ۳- اخلاقی، حسنعلی، رضایی مهر، فاطمه، (۱۳۸۹)، «بررسی تأثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه حسابداری مالی، ۲(۸)، صص ۷۴-۴۰.
- ۴- آزادور، ایمان، (۱۳۸۹)، «تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها»، مجله حسابداری مدیریت، ۳(۶)، صص ۲۳-۱۳.
- ۵- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و بیگدلو، مهدی، (۱۳۸۵)، «همسنگی بازده و ریسک فرصت‌های جایگزین سرمایه‌گذاری در ایران»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۴۴.
- ۶- اسماعیل پور، مجید، (۱۳۸۱)، «ملاحظات اساسی در فرآیند بودجه‌بندی سرمایه‌ای»، مجله بورس، ۳۲، صص ۴۳-۴۰.
- ۷- اسماعیل زاده، مقری، علی، جلیلی، محمد، زند عباس آبادی، عباس. (۱۳۸۹) بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران، مجله حسابداری مدیریت، ۳(۷)، صص ۱-۲۰.
- ۸- اشرفی، مجید، (۱۳۹۰)، «نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، ۳(۹)، صص ۷۵-۹۴.

- ۹ - افلاطونی، عباس. (۱۳۸۹). کاربرد اقتصاد سنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی، انتشارات ترمه، تهران.
- ۱۰ - اولی، محمدرضا، قائمی اصل، مهدی، امین زادگان، سعیده، عظیمی، الناز. (۱۳۹۳). تحلیل رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی و پژوهشی حسابداری مدیریت، ۷(۲۱)، صص ۱۰-۴۲.
- ۱۱ - بدیعی، حسین، محمودی، محمد، رضا زاده، روح الله. (۱۳۹۳). تاثیر محافظه کاری مشروط و غیر مشروط بر کیفیت د با استفاده از مدل باسو، بال، و شیواکومار. فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۳(۱۲). صص ۱-۲۵.
- ۱۲ - تیموری، هادی، (۱۳۸۶)، «بررسی عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه گذاری در محصولات مالی»، نشریه روند، ۵۴، ۵۵، صص ۱۵۲-۱۲۳.
- ۱۳ - تهرانی، رضا؛ حصار زاده، رضا. ۱۳۸۸. "تاثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری"، تحقیقات حسابداری، ۳، صص ۵۰-۶۷.
- ۱۴ - حامدیان، مهدی، اسدی، غلامحسین، (۱۳۷۹)، «بررسی عوامل مؤثر بر قیمت سهام و تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.
- ۱۵ - حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی در ایران، مجله حسابرس، ۸۷.
- ۱۶ - حساس یگانه، یحیی، مظلومی، نادر، کردستانی، نسیم. (۱۳۹۲). نقش سرمایه گذاران نهادی در عملکرد شرکت های بیمه (خصوصی) در ایران، تحقیقنامه بیمه، ۲۸(۲)، صص ۱-۲۵.
- ۱۷ - حسنی، محمد، (۱۳۹۲)، «مطالعه تجربی رابطه بین حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری و محافظه کاری حسابداری (دیدگاه قراردادهای کار آیا دیدگاه تحریف سیستم های اطلاعاتی؟)»، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۰(۳)، صص ۸۴-۵۹.

- ۱۸ - حسین پور، زهرا، (۱۳۸۴)، «بررسی رابطه بین عوامل موثر و حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.
- ۱۹ - دستگیر، محسن، هنرمند، مهسا، (۱۳۹۳). بررسی تأثیر و ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ۷(۲۲)، صص ۱-۲۵.
- ۲۰ - دلاور، علی، (۱۳۷۴)، «مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی»، انتشارات رشد، چاپ دوم.
- ۲۱ - دوستار، محمد، اکبری، محسن، (۱۳۹۲)، «نگارش تحقیق علمی (طرح تحقیق، پایاننامه، مقاله و جلسه دفاعیه)»، رشت، انتشارات دهسرا.
- ۲۲ - ذبیحی فاطمه، ۱۳۹۲، بررسی تاثیر بدهی، اندازه ی شرکت و نقدینگی بر حساسیت سرمایه گذاری- جریان نقدی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت
- ۲۳ - راعی، رضا، تلنگی، احمد، (۱۳۸۳)، «مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته»، انتشارات سمت.
- ۲۴ - زاهدی، رضا، شماخی، حمیدرضا. (۱۳۹۴). بررسی اصل محافظه کاری و جایگاه آن در گزارشگری مالی. دانش و پژوهش حسابداری، ۳۸، صص ۱-۲۰.
- ۲۵ - ساروخانی، باقر، (۱۳۸۱)، «روش پژوهش در علوم اجتماعی»، تهران، پژوهشکده علوم انسانی و مطالعات فرهنگی، جلد دوم، چاپ دوم.
- ۲۶ - ستایش، محمد حسین،، کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، ۱(۱).

- ۲۷ - سرمد، زهره، عباس، بازرگان، الهه، حجازی، (۱۳۹۱)، «روش های پژوهش در علوم رفتاری»، انتشارات آگه، چاپ بیست و چهارم، تهران.
- ۲۸ - شباهنگ، رضا. (۱۳۸۷). تئوری حسابداری، جلدو اول، انتشارات مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، چاپ ششم.
- ۲۹ - شعبانی، مهسا، قنبری، مهرداد. (۱۳۹۶). تاثیر مالکیت مدیریتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، سومین همایش ملی و سومین همایش بین المللی مدیریت و حسابداری ایران.
- ۳۰ - شهیکی تاش، محمدنبی، کاظمی، مهدی، امینی، موسی (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل دیتا، مجله اقتصادی - دوماهنامه بررسی مسائل و سیاست های اقتصادی، ۹ و ۱۰، صص ۲۴-۵.
- ۳۱ - شورورزی، محمدرضا، آزادور، ایمان، (۱۳۸۹)، «تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها، مجله حسابداری مدیریت، ۳(۶)، صص ۲۳-۱۳.
- ۳۲ - شورورزی، محمدرضا، برومند، راهبه، صادقی پناه، جواد، (۱۳۸۹)، «رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و سیاست های تقسیم سود»، مطالعات کمی در مدیریت، ۱(۲)، صص ۱۳۰-۱۱۰.
- ۳۳ - شورورزی، محمدرضا، برومند، راهبه، صادقی پناه، جواد، (۱۳۸۹)، «رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و سیاست های تقسیم سود»، مطالعات کمی در مدیریت، ۱(۲)، صص ۱۳۰-۱۱۰.
- ۳۴ - صالحی، اله کرم، مسوی، روح اله، مادی، محمد. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر خوش بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، دانش مالی، ۱۰(۳۳)، صص ۱-۱۲.
- ۳۵ - عباس زاده، محمدرضا، جباری، مهدی، فیض آبادی، ناصر. (۱۳۹۵). تاثیر محافظه کاری بر ساختار سرمایه. اولین کنفرانس حسابداری و مدیریت. تهران.
- ۳۶ - عباسی، ابراهیم، رستگاریا، فاطمه. (۱۳۹۱). تاثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیق های تجربی حسابداری، ۲(۵)، صص ۱-۲۵.

۳۷ - فیض بخش رانکوهی، حمید، (۱۳۹۱)، «برآورد میزان محدودیت های مالی و بررسی تأثیر محدودیت های مالی داخلی و خارجی بر سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای شرکت ها»، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه عالی آموزش بانکداری ایران.

۳۸ - کاشانی پور، محمد، راسخی، سعید، تقی نژاد، بیژن، رسائیان، امیر، (۱۳۸۹)، «محدودیت های مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پیشرفت های حسابداری، ۲(۲)، صص ۷۴-۵۱.

۳۹ - کاشانی پور، محمد، نقی نژاد، بیژن، (۱۳۸۹)، «بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد»، تحقیقات حسابداری، ۲، صص ۷۲.

۴۰ - کاظمی، حسین؛ محمد نژاد، عاطفه. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد مالی شرکت ها، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری مالی، ۱(۲)، صص ۱۱۰-۱۲۸.

۴۱ - کنعانی امیری، منصور؛ (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین محدودیت های مالی و بازده سهام در بازار سرمایه ایران، دو ماهنامه علمی پژوهشی دانشور رفتار، ۱۴(۲۶)، صص ۱۷-۳۰.

۴۲ - گجراتی، دامودار. (۱۳۸۶)، اقتصاد سنجی، ترجمه حمید ابریشمی، تهران: انتشارات دانشگاه تهران، صص ۸۸.

۴۳ - مجتهدزاده، ویدا. (۱۳۸۰). محافظه کاری، مجله حسابداری، ۱۴۵، صص ۲۲-۲۴.

۴۴ - مجتهدزاده، ویدا، احمدی، فاطمه، (۱۳۸۸)، «کیفیت سود، اطلاعات حسابداری و مخارج سرمایه ای»، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، ۱(۱)، صص ۱۷۰-۱۴۷.

۴۵ - محفوظی، غلامرضا، اکبری، محسن،، قاسمی شمس، معصومه. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر مسئولیت اجتماعی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، دانش سرمایه گذاری، ۶(۲۱)، صص ۴۱-۵۸.

۴۶ - محمدی، شاپور، قالیباف اصل، حسن و مشکى، مهدى (۱۳۸۸). بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی، ۲۸، صص ۶۹-۸۸.

- ۴۷ - مدانلو جویباری، مسعود، (۱۳۹۰)، «بررسی و شناسایی زمینه ها و فرصت های سرمایه گذاری در شهر (مطالعه موردی: شهر گرگان)، اولین کنفرانس اقتصاد شهری ایران.
- ۴۸ - مهرگان، نادر، اشرف زاده، سید حمیدرضا. (۱۳۸۷). اقتصاد سنجی پانل دیتا. انتشارات دانشگاه تهران، موسسات تحقیقات تعاون، تهران.
- ۴۹ - مهران، ساسان و تالانه، عبدالرضا، (۱۳۷۷)، «تقسیم سود در شرکت ها»، مجله حسابداری، ۱۲۵.
- ۵۰ - مهرکام، مهرداد، خرم نیا، هوشنگ، خرم نیا، علی اصغر. (۱۳۹۶). اثیر محافظه کاری بر رابطه بین جریان وجه نقد عملیاتی و درآمد مشمول مالیات قطعی، فصلنامه پژوهشنامه عملیات، ۲۵(۳۵)، صص ۱-۲۵.
- ۵۱ - مومنی، منصور، قیومی، علی. (۱۳۸۷). تحلیل های آماری با استفاده از spss، انتشارات کتاب نو، تهران.
- ۵۲ - نقی نژاد، بیژن، راسخی، سعید، (۱۳۸۹)، «محدودیت های مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز (مجله علوم اجتماعی و انسانی سابق)، ۲(۲)، صص ۵۱-۷۴.
- ۵۳ - نمازی، محمد. حلاج، محمد. ابراهیمی، شهلا. (۱۳۸۸). بررسی رابطه مالکیت نهادی با عملکرد مالی و جاری و آتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۸، صص ۱۱۳-۱۳۰.
- ۵۴ - نمازی، محمد؛ کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.
- ۵۵ - نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا؛ وافی ثانی، جلال؛ (۱۳۸۸). بررسی رابطه سازو کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. تحقیقات حسابداری؛ ۱، صص ۶-۲۷.

- ۵۶ - نوفرستی، محمد. (۱۳۹۵). ریشه واحد و همجمعی در اقتصادی سنجی، انتشارات رسا، تهران.
- ۵۷ - نیکبخت، محمدرضا، رحمانی نیا، جواد. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۹.
- ۵۸ - ولی پور، هاشم، خرم، علی. (۱۳۹۰). اثربخشی ساز و کارهای نظام راهبری شرکت به منظور کاهش هزینه های نمایندگی، مجله حسابداری مدیریت، ۸.

ب) منابع انگلیسی

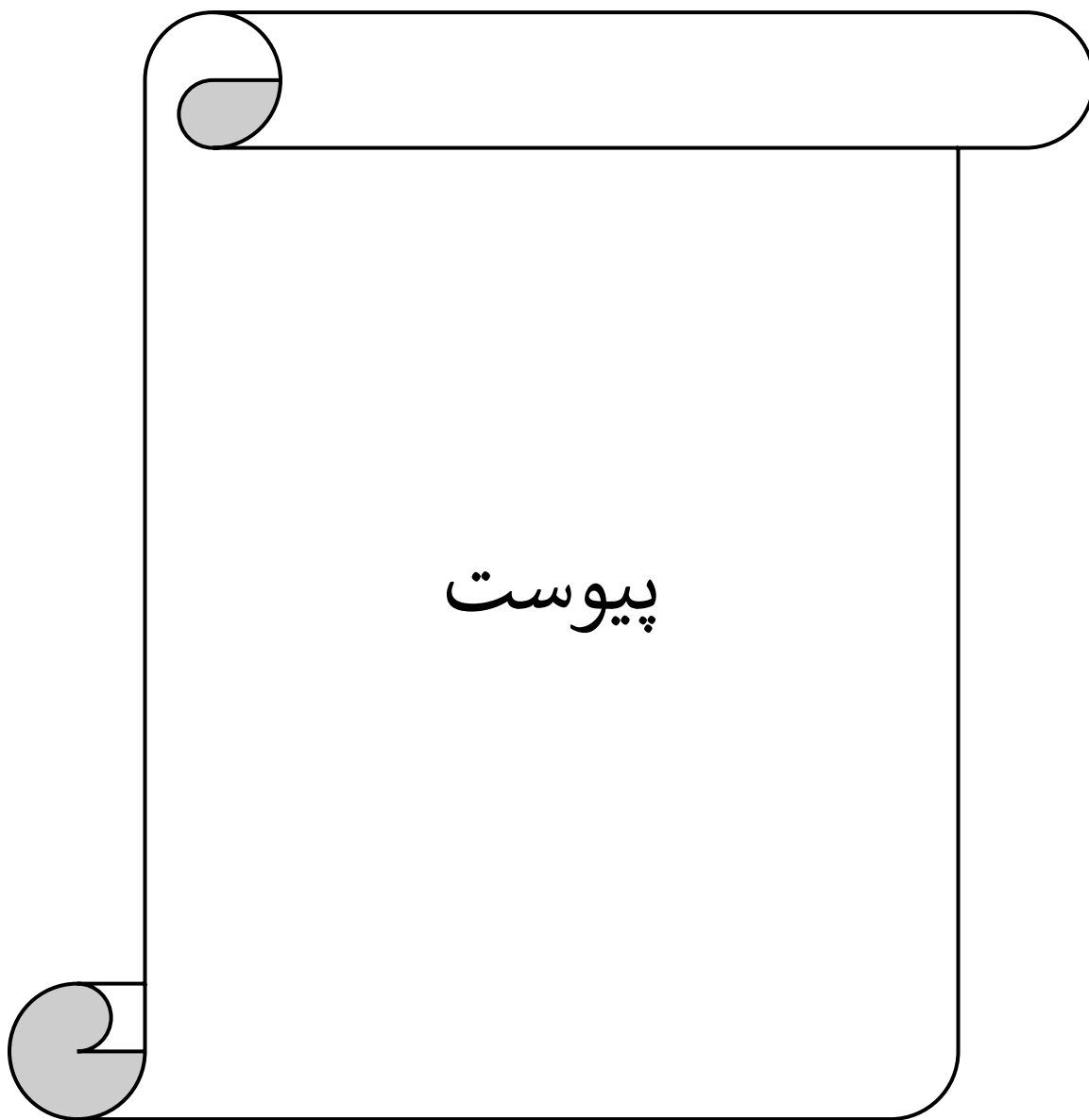
- ۱) Adam T., Goyal V. K., (۲۰۰۳), "The investment opportunity set and its proxy variables: Theory and Evidence", Seminar participants at the university of Oregon and the Hong Kong university of science and technology.
- ۲) Almeida, H., Campello, M. Weisbach, M. S., (۲۰۰۴), "The Cash Flow Sensitivity of Cash", Accepted Paper Series in AFA ۲۰۰۴ San Diego Meetings.
- ۳) Amling, Fredrick, (۱۹۸۹), "Investment: A Intrroduction to analysis and management", prentice hall, p ۷۷.
- ۴) Anwer S.Ahmed and Scott Duellman , (۲۰۰۷) , Accounting Conservatism and Board Director Charactristics : An Empirical Analysis ,SSRN
- ۵) Arslan O., Florackis Ch., Ozkan A., (۲۰۰۶), "The role of cash holdings in reducing investment–cash flow sensitivity: Evidence from a financial crisis period in an emerging market", Emerging Markets Review ۷, pp ۳۲۰–۳۳۸.
- ۶) Attig.N , , Ei Ghoul .S , Guedhami.O.(۲۰۰۵). "Institutional Investment Horizon And Firm Credit Rating ", International Finance Review, Volume ۱۲, ۵۱–۸۲.
- ۷) Basu, S. (۱۹۹۷).The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings, Journal of Accounting & Economics ۲۴, ۳–۳۷.

- ۸) -۸Biddle,G.C; Hilary,G;Verdi,R.S." How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency". Journal of Accounting and Economics, Vol ۴۸, Issues ۲-۳ , pp. ۱۱۲-۱۳۱.
- ۹) -۹Bikki J., Ferdinand A. G., (۱۹۹۹), "An analysis of joint effects of investment opportunity set, free cash flow and size on corporate Debt policy" reviewed of Quantitative Finance and Accounting.
- ۱۰) -۱۰Chen, H., Jegadeesh, N., and Wermers, R. (۲۰۰۰), "The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholding and Trades of Fund Managers, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.۳۵, No ۳. pp۳۴۳-۳۶۸.
- ۱۱) -۱۱Chowdhury, J., Kumar, R., Shome, D. (۲۰۱۶). Investment-cash flow sensitivity under changing information asymmetry, Journal of Banking & Finance, ۶۲, pp. ۲۸-۴۰.
- ۱۲) -۱۲Cornett M. M, Marcus A. J, Saunders A., H. Tehranian. ۲۰۰۷, "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance." Journal of Banking & Finance; ۳۱: ۱۷۷۱-۱۷۹۴.
- ۱۳) -۱۳Degrey,H; Jong,A.D; ۲۰۰۶, "Investment and Internal Finance:Asymmetric Information or Managerial Discretion?", international Journal of Industrial Organization, vol,۲۴ No,۱. p .۱۲۵-۱۴۷.
- ۱۴) -۱۴Drobetz, W., Haller, R., Meier, L., Tarhan, V. (۲۰۱۷). The impact of liquidity crises on cash flow sensitivities, The Quarterly Review of Economics and Finance, ۶۶, pp. ۲۲۵-۲۳۹.
- ۱۵) -۱۵Duchin, R., Ozbas, O. and Sensoy, B. A., (۲۰۱۰), "Costly external finance, corporate investment and the subprime mortgage financial crisis", Journal of Financial Economics, ۹۷ (۳), pp ۴۱۸-۴۳۵.
- ۱۶) -۱۶Elyasiani E., J. Jane Jia.(۲۰۰۸). Institutional Ownership Stability and BHC Performance." Journal of Banking & Finance; ۳۲: ۱۷۶۷-۱۷۸۱.
- ۱۷) -۱۷Elyasiani, E., Jia, J., (۲۰۱۰). . Distribution of institutional ownership corporate firm performance, Journal of Banking and Finance ۳۴, ۶۰۶-۶۲۰.

- ۱۸) ۱۸-Fazzary, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. (۱۹۸۸). Financing Constraints and Corporate Investment. Brookings Papers on (۲), ۱۴۱-۱۹۵.
- ۱۹) -۱۹George, R., Kabir, R., Jing Q., (۲۰۰۸), "Investment – Cash Flow Sensitivity and Financing Constraints: An Analysis of Indian Business Group Firms", available at ssrn.com, id=۶۸۳۷۲۵.
- ۲۰) -۲۰Guariglia, A., (۲۰۰۸), "Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms", Journal of Banking & Finance, No.۳۲, pp ۱۹۷۵-۱۸۰۹.
- ۲۱) -۲۱Hendricksen, Eldon, S and Van Breda, Michael. F, ۱۹۹۲. Accounting & Economics, ۱۵, pp.۱۲۳-۱۵۳.
- ۲۲) -۲۲Hovakimian, G., (۲۰۱۰), "The Determines of Investment Cash Flow Sensitivity", available at ssrn.com, id=۹۱۹۹۰۴.
- ۲۳) -۲۳Huang, Z., (۲۰۰۲), "Financial Constraints and Investment-Cash Flow Sensitivity". EFA ۲۰۰۲ Berlin Meetings Presented Paper, Available at ssrn.com, id=۳۰۱۵۸۰.
- ۲۴) -۲۴Jensen, M.C., ۱۹۸۶. The agency costs of free cash flow: corporate finance and takeovers. American Economic Review ۷۶, ۳۲۳-۳۲۹.
- ۲۵) -۲۵Kim, J.B & Zhang, L. (۲۰۱۲). Accounting Conservatism And Stock Price Crash Risk : Firm-Level Evidence. Available At SSRN : [Http ://SSRN.Com](http://SSRN.Com). Pp ۱-۵۸.
- ۲۶) -۲۶Kumar, K. R., G. V. Krishnan, (۲۰۰۸), "The value-relevance of cash flows and accruals: The role of investment opportunities". The Accounting Review. Volume ۸۳ (۴), pp ۹۹۷-۱۰۴۰.
- ۲۷) -۲۷Lyandres, E.A, Zhdanov. (۲۰۰۵). "under-investment overinvestment: the Effects of Financial leverage on investment" Rice University working paper.
- ۲۸) -۲۸Marchica, M T., Mura, R. ۲۰۰۷. Cash holding policy and ability to invest: how do firms determine their capital expenditures? New evidence from the UK market. In Financial Management Association, Orlando, USA.

- ۲۹) ۲۹-Modigliani, F., Miller M. H., (۱۹۵۸), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment American Economic Review ۴۸, pp. ۲۶۱-۲۹۷.
- ۳۰) -۳۰Modigliani, F., Miller M. H., (۱۹۵۸), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review ۴۸, pp. ۲۶۱-۲۹۷.
- ۳۱) -۳۱Morgado, A. and J. Pindado (۲۰۰۳): "Underinvestment and overinvestment hypotheses: An analysis using panel data."European Financial Management, ۲۷, ۶۳-۸۱.
- ۳۲) -۳۲Moyen, N., (۲۰۰۲). "Investment-Cash Flow Sensitivities: Constrained Versus Unconstrained Firms", Available at ssrn.com, id=۱۰۵۹۹.
- ۳۳) -۳۳Mulier, K., Schoors, K., Merlevede, B. (۲۰۱۷). Investment-cash flow sensitivity and financial constraints: Evidence from unquoted European SMEs, Journal of Banking & Finance, ۷۳, pp. ۱۸۲-۱۹۷.
- ۳۴) ۳۴-Myers, S., (۱۹۷۷), "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics ۵, pp. ۱۴۷-۱۷۵.
- ۳۵) -۳۵Myers, S., (۱۹۷۷), "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics ۵, pp. ۱۴۷-۱۷۵.
- ۳۶) -۳۶Nesbitt S. L. ۱۹۹۴. Long-term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the 'CalPERS Effect'. Journal of Applied Corporate Finance; ۶:PP ۷۵-۸۰.
- ۳۷) -۳۷Ozkan, A., Ozkan, N. (۲۰۰۴). Corporate Cash Holding, An Empirical Investigating of UK Companies. Journal of Banking & Finance ۲۸(۹), ۲۱۰۳-۱۱۳۴.
- ۳۸) -۳۸Pawlina, G., Renneboog, L., ۲۰۰۵. Is investment-cash flow sensitivity caused by agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK. European Financial Management ۱۱, ۴۸۳-۵۱۳.
- ۳۹) -۳۹Pindado, J. and De la Torre, C., ۲۰۰۹, "Effect of Ownership Structure on Underinvestment and Overinvestment: Empirical Evidence from Spain", Accounting and Finance, ۴۹: ۳۶۳-۳۸۳.

- ε.) -ε. Ryan, S. (2006). Identifying Conditional Conservatism. *European Accounting Review*. Vol 10. No 1. Pp 11-20.
- ε1) -ε1 Schoubben F., Van Hulle C., (2008), "The Impact of Growth Opportunities on the Investment-Cash Flow Sensitivity", Available at ssrn.com, id=1101680 pp 1-39.
- ε2) -ε2 Stein, J., (2003), "Agency, Information, and Corporate Investment. *Handbook of the Economics of Finance*", Elsevier, North Holland.
- ε3) -ε3 Verdi, R.S. 2006. "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency" ,M.I.T. Working paper.
- ε4) -ε4 Watts, R.I. (2003). Conservatism in Accounting Part I: Explations and Implications, *Accounting Horizon* 17, pp. 207-221.



پیوست

آمار توصیفی

LEV	FSIZE	Q	CONS	CONTROLLI	ASSEMETRY	CF	CAPITAL	
۰/۶۲۹۷۸۹	۵/۹۸۳۰۲۱	۱/۶۰۳۴۰۹	-۰/۰۴۵۱۰۵	۰/۵۲۱۷۹۱	۰/۴۵۱۱۱۲	۰/۱۲۹۷۵۱	۰/۰۳۴۳۹۷	Mean
۰/۶۳۴۳۵۲	۵/۹۱۳۶۲۵	۱/۳۵۱۳۵۷	-۰/۰۴۴۶۴۹	۰/۵۱۳۰۰۰	۰/۳۴۵۶۵۸	۰/۱۰۶۱۷۰	۰/۰۲۲۶۱۸	Median
۲/۰۷۷۵۰۶	۸/۰۱۴۷۱۲	۷/۹۶۶۰۵۹	۰/۸۷۰۱۰۳	۰/۹۸۹۳۰۰	۱/۶۰۲۲۶۱	۰/۸۲۸۹۸۸	۰/۳۳۰۶۵۳	Maximum
۰/۰۹۶۴۱۵	۴/۳۵۶۵۰۴	۰/۶۲۴۵۱۶	-۰/۵۵۲۴۳۶	۰/۰۷۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۲۷۰	-۰/۰۰۱۷۳۸	Minimum
۰/۲۰۴۵۰۶	۰/۶۳۲۵۲۱	۰/۸۳۹۲۶۷	۰/۱۳۴۱۴۱	۰/۲۰۲۱۳۵	۰/۳۷۱۵۸۶	۰/۱۰۵۰۲۸	۰/۰۳۷۵۶۶	Std. Dev.
۱/۰۳۸۰۵۵	۰/۵۹۰۸۲۳	۲/۶۴۷۳۹۴	۰/۸۰۹۳۱۵	۰/۲۲۶۲۹۳	۰/۸۲۵۲۳۶	۱/۸۶۸۰۷۲	۲/۶۴۹۳۱۲	Skewness
	۳/۷۸۳۹۲		۷/۵۴۲۵۵			۸/۶۳۶۳۹		
۹/۱۸۷۴۹۴	۷	۱۳/۵۹۲۲۴	۳	۲/۷۱۰۳۱۸	۲/۷۲۵۲۸۷	۷	۱۴/۱۸۱۳۲	Kurtosis
۵۸/۷۳۲۹								
۱۲۴۴/۱۳۸	۴	۴۰۹۵/۸۹۳	۶۷۹/۲۳۲۵	۸/۴۳۳۸۸۹	۸۱/۷۶۹۴۶	۱۳۳۵/۶۳۱	۴۴۷۱/۷۱۸	Jarque-Bera
۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۱۴۷۴۴	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	Probability
۴۴۱/۴۸۱۸	۴۱۹۴/۰۹۸	۱۱۲۳/۹۹۰	-۳۱/۶۱۸۷۱	۳۶۵/۷۷۵۲	۳۱۶/۲۲۹۴	۹۰/۹۵۵۴۹	۲۴/۱۱۲۰۰	Sum
۲۹/۲۷۵۹۲	۲۸۰/۰۵۸۰	۴۹۳/۰۵۸۷	۱۲/۵۹۵۶۲	۲۸/۶۰۰۸۸	۹۶/۶۵۳۰۸	۷/۷۲۱۶۶۸	۰/۹۸۷۸۱۸	Sum Sq. Dev.
۷۰۲	۷۰۲	۷۰۲	۷۰۲	۷۰۲	۷۰۲	۷۰۲	۷۰۲	Observations

آزمون ریشه واحد

مخارج سرمایه ای

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(CAPITAL)

Date: ۰۵/۰۱/۱۸ Time: ۱۷:۵۸

Sample: ۱ ۷۰۸

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: ۴۷۲

Cross-sections included: ۱۱۸

Prob.**	Statistic	Method
۰/۰۰۰۰	۵۷۸/۴۹۹	PP - Fisher Chi-square
۰/۰۰۰۰	-۱۱/۰۳۹۵	PP - Choi Z-stat

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

جریان نقدی

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: D(CF)
 Date: -۵/۰۱/۱۸ Time: ۱۷:۵۹
 Sample: ۱ ۷۰۸
 Exogenous variables: Individual effects
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
 Total (balanced) observations: ۴۷۲
 Cross-sections included: ۱۱۸

Prob.**	Statistic	Method
۰/۰۰۰۰	۵۷۸/۸۵۸	PP - Fisher Chi-square
۰/۰۰۰۰	-۱۱/۱۵۱۶	PP - Choi Z-stat

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

سهامدار کنترل

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: D(CONTOROLI)
 Date: -۵/۰۱/۱۸ Time: ۱۸:۰۰
 Sample: ۱ ۷۰۸
 Exogenous variables: Individual effects
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
 Total (balanced) observations: ۲۴۸
 Cross-sections included: ۶۲ (۵۶ dropped)

Prob.**	Statistic	Method
۰/۰۰۰۰	۲۰۰/۶۲۱	PP - Fisher Chi-square
۰/۰۰۰۱	-۳/۷۳۶۳۹	PP - Choi Z-stat

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

محافظه کاری

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(CONS)

Date: ۰۵/۲۷/۱۸ Time: ۲۱:۲۰

Sample: ۱ ۷۰۲

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: ۴۶۸

Cross-sections included: ۱۱۷

Prob.**	Statistic	Method
۰/۰۰۰۰	۴۵۱/۸۲۰	PP - Fisher Chi-square
۰/۰۰۰۰	-۶/۶۸۹۷۹	PP - Choi Z-stat

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

عدم تقارن اطلاعاتی

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(ASSEMBLY)

Date: ۰۵/۲۷/۱۸ Time: ۲۱:۲۱

Sample: ۱ ۷۰۲

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: ۴۶۸

Cross-sections included: ۱۱۷

Prob.**	Statistic	Method
./.....	۵۹۱,۲۷۴	PP - Fisher Chi-square
./.....	-۱۳,۲۰۵۵	PP - Choi Z-stat

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

کیو توبین

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: D(Q)
Date: -۵/۰۱/۱۸ Time: ۱۸:۰۲
Sample: ۱ ۷۰۸
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total number of observations: ۴۷۱
Cross-sections included: ۱۱۸

Prob.**	Statistic	Method
./.....	۳۳۴,۷۶۹	PP - Fisher Chi-square
./.....	-۳,۶۷۷۷۴	PP - Choi Z-stat

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

اندازه شرکت

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: D(FSIZE)
Date: -۵/۰۱/۱۸ Time: ۱۸:۰۲
Sample: ۱ ۷۰۸
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: ۴۷۲
Cross-sections included: ۱۱۸

Prob.**	Statistic	Method
۰/۰۰۰۰	۴۸۳/۴۹۹	PP - Fisher Chi-square
۰/۰۰۰۰	-۷/۱۸۲۷۰	PP - Choi Z-stat

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

اھرم مالی

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(LEV)

Date: ۰۵/۰۱/۱۸ Time: ۱۸:۰۳

Sample: ۱ ۷۰۸

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: ۴۷۲

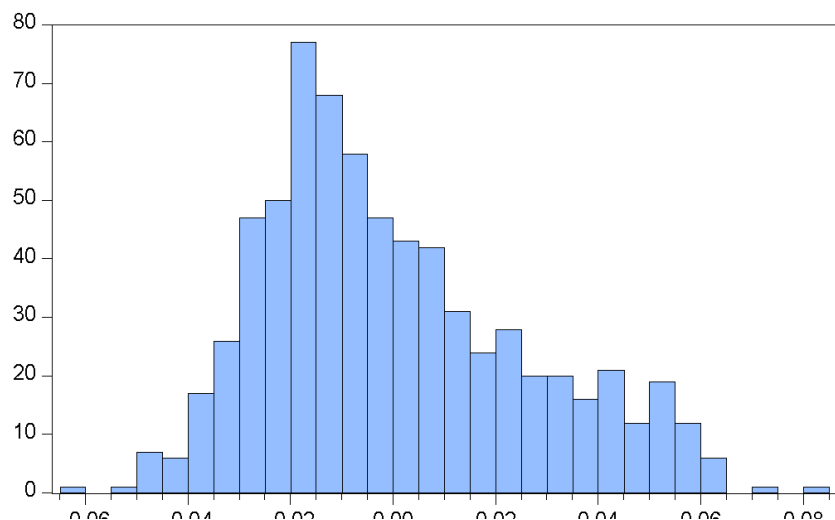
Cross-sections included: ۱۱۸

Prob.**	Statistic	Method
۰/۰۰۰۰	۵۴۳/۰۵۴	PP - Fisher Chi-square
۰/۰۰۰۰	-۹/۴۱۲۰۴	PP - Choi Z-stat

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

فرضیه اول: بین عدم تقارن اطلاعاتی و حساسیت سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

ازمون جارك برا



Series: Standardized Resid
Sample 1 702
Observations 701

Mean 5.67e-19
Median -0.005696
Maximum 0.081505
Minimum -0.062260
Std. Dev. 0.025607
Skewness 0.614136
Kurtosis 2.730626

Jarque-Bera 46.18458

آزمون هم خطی

Variance Inflation Factors

Date: ۰۵/۲۷/۱۸ Time: ۲۱:۱۲

Sample: ۱ ۷۰۲

Included observations: ۷۰۱

Centered VIF	Uncentered VIF	Coefficient Variance	Variable
۳,۵۱۵۲۸۶	۸,۸۸۷۹۴۶	۰,۰۰۰۰۱۱۵	CF
۲,۶۴۷۲۲۳	۶,۵۵۴۳۸۴	۳,۷۰E-۰۵	ASMETRY
۵,۱۴۱۲۷۱	۷,۷۶۹۴۵۴	۰,۰۰۱۳۵۲	ASMETRY_CF
۱,۲۰۴۴۱۵	۵,۶۰۶۷۵۸	۳,۳۰E-۰۶	Q
۱,۰۵۷۴۵۱	۹۵,۸۰۵۷۷	۵,۱۰E-۰۶	FSIZE
۱,۱۴۳۸۳۹	۱۲,۰۰۷۱۴	۵,۲۸E-۰۵	LEV
NA	۱۱۰,۶۷۸۲	۰,۰۰۰۰۲۱۳	C

آزمون ناهمسانی واریانس

Heteroskedasticity Test: White

./.....	Prob. F(27,178)	2,899179	F-statistic
./.....	Prob. Chi-Square(27)	7,01211	Obs*R-squared
./.....	Prob. Chi-Square(27)	820,423	Scaled explained SS

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 0/27/18 Time: 21:13

Sample: 1 702

Included observations: 701

Collinear test regressors dropped from specification

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
./0107	./708038	./013887	./008888	C
./3978	./886027	./031030	./026670	CF^2
./71337	./877900	./070078	./032227	CF*ASSEMBLY
./8107	./233388	./027700	./023980	CF*ASSEMBLY_CF
./9272	./92700	./000018	./000870	CF*Q
./8783	./081197	./000300	./000887	CF*FSIZE
./2980	./081000	./018917	./019703	CF*LEV
./88073	./788032	./037093	./027787	CF
./7002	./017288	./002781	./01838	ASSEMBLY^2
./7010	./317837	./038803	./010902	ASSEMBLY*ASSEMBLY_CF
./2788	./088907	./001227	./001331	ASSEMBLY*Q
./7303	./388908	./001339	./000872	ASSEMBLY*FSIZE
./1719	./080270	./003887	./000882	ASSEMBLY*LEV
./8291	./791219	./009087	./007190	ASSEMBLY
./9073	./117881	./080812	./009373	ASSEMBLY_CF^2
./2888	1,171700	./007738	./007823	ASSEMBLY_CF*Q
./9771	./029980	./008177	./000280	ASSEMBLY_CF*FSIZE
./0992	1,701208	./020208	./081728	ASSEMBLY_CF*LEV
./0030	2,978908	./000130	./000388	Q^2
./2727	./097973	./000307	./000391	Q*FSIZE
./1288	1,037087	./001821	./002183	Q*LEV
./7777	./282037	./002003	./000072	Q
./0307	2,170913	./000310	./000771	FSIZE^2
./0287	2,202978	./001701	./000370	FSIZE*LEV
./1877	./088980	./003781	./000882	FSIZE
./0998	./1788130	./001887	./000308	LEV^2

۰٫۰۱۷۳	۲٫۳۸۵۷۰۱	۰٫۰۱۱۰۱۳	۰٫۰۲۶۲۷۵	LEV
۰٫۰۰۱۳۳۸	Mean dependent var	۰٫۱۰۰۵۸۸	R-squared	
۰٫۰۰۴۶۹۷	S.D. dependent var	۰٫۰۶۵۸۹۲	Adjusted R-squared	
-۷٫۹۱۴۳۹۱	Akaike info criterion	۰٫۰۰۴۵۳۹	S.E. of regression	
-۷٫۷۳۹۰۴۵	Schwarz criterion	۰٫۰۱۳۸۸۷	Sum squared resid	
-۷٫۸۴۶۶۱۴	Hannan-Quinn criter.	۲۸۰۰٫۹۹۴	Log likelihood	
۱٫۸۳۲۷۰۵	Durbin-Watson stat	۲٫۸۹۹۱۶۹	F-statistic	
		۰٫۰۰۰۰۰۳	Prob(F-statistic)	

آزمون چاو

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Prob.	d.f.	Statistic	Effects Test
۰٫۰۰۰۰	(۱۱۶,۵۷۸)	۴٫۳۶۲۷۹۱	Cross-section F
۰٫۰۰۰۰	۱۱۶	۴۴۰٫۸۷۰۵۱۷	Cross-section Chi-square

آزمون هاسمین

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
۰٫۰۳۵۳	۶	۱۲٫۳۱۳۷۷۶	Cross-section random

آزمون فرضیه

Dependent Variable: CAPITAL
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
Date: ۰۵/۲۷/۱۸ Time: ۲۱:۱۴
Sample: ۱ ۷۰۲
Periods included: ۶
Cross-sections included: ۱۱۷
Total panel (unbalanced) observations: ۷۰۱
Linear estimation after one-step weighting matrix

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
۰/۰۲۵۶	۲/۳۵۱۱۳۵	۰/۰۰۹۹۹۹	۰/۰۲۳۵۰۸	CF
۰/۰۰۷۳	-۲/۶۹۰۳۹۸	۰/۰۰۱۷۳۷	-۰/۰۰۴۶۷۳	ASSEMETRY
۰/۰۳۲۸	۲/۱۳۹۶۹۳	۰/۰۱۴۴۴۹	۰/۰۳۰۹۱۷	ASSEMETRY_CF
۰/۰۰۳۰	۲/۹۷۴۹۰۴	۰/۰۰۰۱۳۰	۰/۰۰۰۳۸۸	Q
۰/۰۳۰۷۹	۱/۰۲۰۴۹۱	۰/۰۰۳۶۰۵	۰/۰۰۳۶۷۹	FSIZE
۰/۰۱۷۳	۲/۳۸۵۷۰۱	۰/۰۱۱۰۱۳	۰/۰۲۶۲۷۵	LEV
۰/۰۰۰۰	۴/۳۰۱۶۶۲	۰/۰۲۲۰۶۵	۰/۰۹۴۹۱۶	C

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

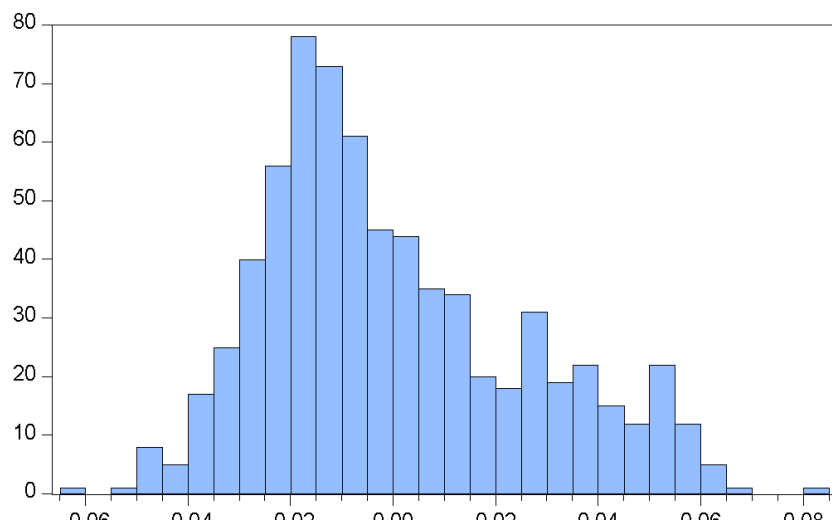
۰/۰۴۷۴۹۳	Mean dependent var	۰/۶۷۲۴۳۷	R-squared
۰/۰۳۴۴۹۵	S.D. dependent var	۰/۶۰۳۲۹۸	Adjusted R-squared
۰/۴۵۹۰۱۹	Sum squared resid	۰/۰۲۸۱۸۱	S.E. of regression
۱/۹۸۱۹۸۶	Durbin-Watson stat	۹/۷۲۵۷۹۱	F-statistic
		۰/۰۰۰۰۰۰	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

۰٫۰۳۴۳۹۷	Mean dependent var	۰٫۴۸۴۲۶۸	R-squared
۱٫۸۵۰۳۳۸	Durbin-Watson stat	۰٫۵۰۹۴۵۰	Sum squared resid

فرضیه دوم: بین سهامدار کنترلی و حساسیت سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

آزمون جاک برا



Series: Standardized Resid
Sample 1 702
Observations 701

Mean	-2.36e-19
Median	-0.005699
Maximum	0.082550
Minimum	-0.063104
Std. Dev.	0.025686
Skewness	0.617171
Kurtosis	2.691107
Jarque-Bera	47.28872

آزمون هم خطی

Variance Inflation Factors
Date: ۰۵/۲۷/۱۸ Time: ۲۱:۰۸
Sample: ۱ ۷۰۲
Included observations: ۷۰۱

Centered VIF	Uncentered VIF	Coefficient Variance	Variable
-----------------	-------------------	-------------------------	----------

۸,۱۳۵۲۲۷	۲,۵۶۸۸۷	۰,۰۰۱۴۲۱	CF
۲,۴۲۹۵۶۹	۱۸,۶۴۲۴۵	۰,۰۰۰۱۱۵	CONTROLI
۵,۷۰۸۰۴۴	۱۹,۴۹۸۹۸	۰,۰۰۰۴۱۷۷	CF_CON
۱,۱۰۷۳۹۳	۵,۱۵۵۱۰۷	۳,۰۳E-۰۶	Q
۱,۰۵۲۰۱۴	۹۵,۳۱۳۱۴	۵,۰۷E-۰۶	FSIZE
۱,۱۵۳۷۸۵	۱۲,۱۱۱۵۵	۵,۳۱E-۰۵	LEV
NA	۱۱۶,۶۱۷۱	۰,۰۰۰۲۲۴	C

آزمون ناهمسانی واریانس

Heteroskedasticity Test: White

۰,۰۰۰۰	Prob. F(۲۶,۶۱۷۴)	۳,۸۸۱۸۵۷	F-statistic
۰,۰۰۰۰	Prob. Chi-Square(۲۶)	۹۱,۲۹۹۷۰	Obs*R-squared
۰,۰۰۰۰	Prob. Chi-Square(۲۶)	۵۴۶,۵۴۵۷	Scaled explained SS

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^۲

Method: Least Squares

Date: ۰۵/۲۷/۱۸ Time: ۲۱:۰۸

Sample: ۱ ۷۰۲

Included observations: ۷۰۱

Collinear test regressors dropped from specification

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
۰,۶۲۱۶	۰,۴۹۳۸۲۹	۰,۰۱۴۵۳۴	۰,۰۰۷۱۷۷	C
۰,۰۷۵۶	-۱,۷۷۹۸۲۰	۰,۰۶۹۸۶۶	-۰,۱۲۴۳۵۰	CF^۲
۰,۱۴۶۲	-۱,۴۵۴۶۳۰	۰,۱۲۲۴۴۵	-۰,۱۷۸۱۱۲	CF*CONTROLI
۰,۰۶۲۸	۱,۸۶۳۳۴۱	۰,۲۴۵۵۳۹	۰,۴۵۷۵۲۲	CF*CF_CON
۰,۲۷۹۹	۱,۰۸۱۴۰۶	۰,۰۰۶۴۴۲	۰,۰۰۶۹۶۶	CF*Q
۰,۹۸۵۸	۰,۰۱۷۷۶۵	۰,۰۰۷۸۲۲	۰,۰۰۰۱۳۹	CF*FSIZE
۰,۴۱۶۴	-۰,۸۱۳۱۹۲	۰,۰۰۳۲۴۹۸	-۰,۰۰۲۶۴۲۷	CF*LEV
۰,۳۴۷۴	۰,۹۴۰۲۳۵	۰,۰۰۴۸۱۵۵	۰,۰۰۴۵۲۷۷	CF
۰,۶۳۷۰	-۰,۴۷۲۱۱۱	۰,۰۰۷۲۷۳	-۰,۰۰۳۴۳۴	CONTROLI^۲
۰,۰۶۰۷	۱,۸۷۸۵۱۹	۰,۰۰۸۷۰۶۷	۰,۱۶۳۵۵۷	CONTROLI*CF_CON

۰٫۲۲۵۱	-۱٫۲۱۴۲۷۴	۰٫۰۰۲۲۸۹	-۰٫۰۰۲۷۷۹	CONTROLS*Q
۰٫۵۶۳۶	-۰٫۵۷۷۷۴۶	۰٫۰۰۲۶۲۱	-۰٫۰۰۱۵۱۴	CONTROLS*FSIZE
۰٫۵۲۴۸	۰٫۶۳۶۳۶۴	۰٫۰۰۸۳۴۶	۰٫۰۰۵۳۱۱	CONTROLS*LEV
۰٫۴۳۵۲	۰٫۷۸۰۷۴۴	۰٫۰۱۶۴۵۹	۰٫۰۱۲۸۵۰	CONTROLS
۰٫۴۶۶۴	-۱٫۹۹۵۵۸۲	۰٫۲۱۱۹۰۳	-۰٫۴۲۲۸۶۹	CF_CON*Q
۰٫۸۸۲۱	-۰٫۱۴۸۳۸۶	۰٫۰۱۱۳۹۸	-۰٫۰۰۱۶۹۱	CF_CON*Q
۰٫۹۲۳۷	-۰٫۰۹۵۷۷۴	۰٫۰۱۵۹۴۹	-۰٫۰۰۱۵۲۷	CF_CON*FSIZE
۰٫۳۳۰۲	۰٫۹۷۴۳۹۲	۰٫۰۵۷۳۷۲	۰٫۰۵۵۹۰۳	CF_CON*LEV
۰٫۰۰۰۱	۳٫۸۴۱۹۹۱	۰٫۰۰۰۱۱۹	۰٫۰۰۰۴۵۶	Q*Q
۰٫۳۶۷۲	-۰٫۹۰۲۳۲۹	۰٫۰۰۰۳۳۲	-۰٫۰۰۰۳۰۰	Q*FSIZE
۰٫۰۴۹۵	۱٫۹۶۷۹۲۳	۰٫۰۰۱۳۶۵	۰٫۰۰۲۶۸۶	Q*LEV
۰٫۶۳۱۲	-۰٫۴۸۰۲۳۸	۰٫۰۰۲۴۱۹	-۰٫۰۰۱۱۶۲	Q
۰٫۰۹۰۸	۱٫۶۹۳۷۲۰	۰٫۰۰۰۳۰۸	۰٫۰۰۰۵۲۲	FSIZE*Q
۰٫۱۱۷۸	-۱٫۵۶۶۱۰۰	۰٫۰۰۱۵۴۲	-۰٫۰۰۲۴۱۵	FSIZE*LEV
۰٫۳۴۳۰	-۰٫۹۴۸۹۰۵	۰٫۰۰۴۰۰۸	-۰٫۰۰۳۸۰۳	FSIZE
۰٫۱۷۲۲	-۱٫۳۶۶۶۶۳	۰٫۰۰۱۷۷۲	-۰٫۰۰۲۴۲۱	LEV*Q
۰٫۲۹۲۵	۱٫۰۵۳۴۲۳	۰٫۰۱۱۱۷۳	۰٫۰۱۱۷۷۰	LEV

۰٫۰۰۱۳۳۵	Mean dependent var	۰٫۱۳۰۲۴۲	R-squared
۰٫۰۰۴۶۷۰	S.D. dependent var	۰٫۹۶۶۹۱	Adjusted R-squared
-۷٫۹۵۹۴۱۹	Akaike info criterion	۰٫۰۰۴۴۳۸	S.E. of regression
-۷٫۷۸۴۰۷۳	Schwarz criterion	۰٫۰۱۳۲۷۶	Sum squared resid
-۷٫۸۹۱۶۴۲	Hannan-Quinn criter.	۲۸۱۶٫۷۷۶	Log likelihood
۱٫۸۶۹۹۴	Durbin-Watson stat	۳٫۸۸۱۸۵۷	F-statistic
		۰٫۰۰۰۰۰۰	Prob(F-statistic)

آزمون جاو

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Prob.	d.f.	Statistic	Effects Test
۰٫۰۰۰۰	(۱۱۶،۵۷۸)	۴٫۳۵۱۳۹۵	Cross-section F
۰٫۰۰۰۰	۱۱۶	۴۴۰٫۰۱۵۱۵۹	Cross-section Chi-square

آزمون هاسمین

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
۰٫۰۳۸۵	۶	۱۳٫۲۹۷۵۳۳	Cross-section random

آزمون فرضیه

Dependent Variable: CAPITAL

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: ۰۵/۲۷/۱۸ Time: ۲۱:۱۰

Sample: ۱ ۷۰۲

Periods included: ۶

Cross-sections included: ۱۱۷

Total panel (unbalanced) observations: ۷۰۱

Linear estimation after one-step weighting matrix

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
۰٫۰۰۰۱	۳٫۸۸۱۳۳۳	۰٫۰۲۰۳۹۲	۰٫۰۷۹۱۵۰	CF
۰٫۰۴۱۴	۲٫۰۴۳۸۴۵	۰٫۰۱۰۰۵۰	۰٫۰۲۰۵۴۱	CONTROLI
۰٫۰۰۱۴	-۳٫۲۰۹۰۸۱	۰٫۰۳۲۸۸۰	-۰٫۱۰۵۵۱۵	CF_CON
۰٫۰۰۰۱	۳٫۸۴۱۹۹۱	۰٫۰۰۰۱۱۹	۰٫۰۰۰۴۵۶	Q
۰٫۱۹۶۱	۱٫۲۹۴۳۰۵	۰٫۰۰۳۵۶۴	۰٫۰۰۴۶۱۳	FSIZE
۰٫۰۴۶۴	۱٫۹۹۵۵۸۲	۰٫۲۱۱۹۰۳	۰٫۴۲۲۸۶۹	LEV
۰٫۰۰۰۰	-۴٫۶۱۲۷۷۲	۰٫۰۲۲۲۹۶	-۰٫۱۰۲۸۴۶	C

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

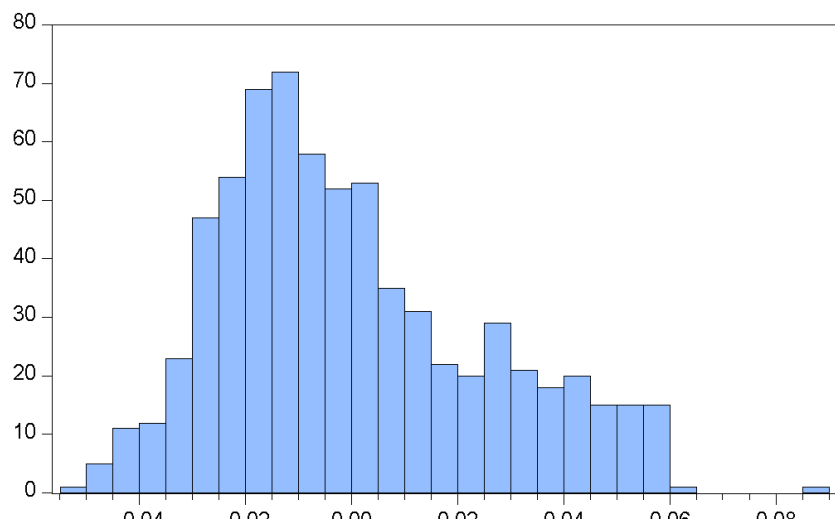
۰٫۰۴۸۰۶۷	Mean dependent var	۰٫۷۵۹۱۶۴	R-squared
۰٫۰۳۴۹۵۵	S.D. dependent var	۰٫۵۸۷۲۲۲	Adjusted R-squared
۰٫۴۶۱۸۴۶	Sum squared resid	۰٫۰۲۸۲۶۷	S.E. of regression
۱٫۹۹۲۱۱۱	Durbin-Watson stat	۹٫۱۶۲۵۲۷	F-statistic
		۰٫۰۰۰۰۰۰	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

۰٫۰۳۴۳۹۷	Mean dependent var	۰٫۴۸۵۹۱۴	R-squared
۱٫۸۴۸۷۸۹	Durbin-Watson stat	۰٫۵۰۷۸۲۳	Sum squared resid

فرضیه سوم: بین محافظه کاری و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری وجود دارد.

آزمون جاک برا



Series: Standardized Resid
Sample 1 702
Observations 700

Mean -7.54e-19
Median -0.005516
Maximum 0.086937
Minimum -0.052945
Std. Dev. 0.025065
Skewness 0.608242
Kurtosis 2.720931

Jarque-Bera 45.43335

آزمون هم خطی

Variance Inflation Factors

Date: ۰۵/۲۷/۱۸ Time: ۲۱:۰۱

Sample: ۱ ۷۰۲

Included observations: ۷۰۰

Centered VIF	Uncentered VIF	Coefficient Variance	Variable
۱,۹۵۹۶۶۵	۴,۹۴۷۷۶۷	۰,۰۰۰۳۴۰	CF
۱,۷۸۳۷۰۹	۱,۹۸۳۷۶۹	۰,۰۰۰۱۹۰	CONS
۱,۳۶۳۷۹۲	۱,۴۸۴۸۵۸	۰,۰۰۰۴۲۶	CF_CONS
۱,۱۸۲۹۲۱	۵,۴۹۹۳۳۷	۳,۲۲E-۰۶	Q
۱,۰۳۵۱۶۷	۹۳,۶۸۶۲۲	۴,۹۵E-۰۶	FSIZE
۱,۴۳۲۵۰۳	۱۵,۰۳۱۲۶	۶,۵۶E-۰۵	LEV
NA	۱۰۷,۶۹۲۰	۰,۰۰۰۲۰۶	C

آزمون ناهمسانی واریانس

Heteroskedasticity Test: White

./....	Prob. F(2V,1V2)	3,2V0133	F-statistic
./....	Prob. Chi-Square(2V)	11,1121	Obs*R-squared
./....	Prob. Chi-Square(2V)	111,1111	Scaled explained SS

Test Equation:
Dependent Variable: RESID*Y
Method: Least Squares
Date: 02/27/18 Time: 21:01
Sample: 1 502
Included observations: 502

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.804	0.188772	0.12940	0.02441	C
0.1400	-1.407194	0.19077	-0.027798	CF^Y
0.3178	0.999730	0.22173	0.22100	CF*CONS
0.7712	-0.438433	0.1410	-0.44474	CF*CF_CONS
0.1181	1.074970	0.03229	0.000078	CF*Q
0.7113	-0.000741	0.00407	-0.002031	CF*FSIZE
0.9927	-0.009170	0.14710	-0.000134	CF*LEV
0.0097	0.709804	0.22747	0.18443	CF
0.7988	-0.387083	0.09071	-0.003703	CONS^Y
0.9479	-0.70378	0.071397	-0.004777	CONS*CF_CONS
0.9030	0.08941	0.002100	0.000127	CONS*Q
0.8008	-0.188113	0.002702	-0.000499	CONS*FSIZE
0.9812	-0.230887	0.09440	-0.00223	CONS*LEV
0.9777	0.29189	0.19747	0.000077	CONS
0.9098	-0.113333	0.133080	-0.10139	CF_CONS^Y
0.8404	-0.201490	0.09814	-0.001978	CF_CONS*Q
0.0077	-2.272288	0.12901	-0.000273	CF_CONS*FSIZE
0.1993	1.284900	0.01712	0.17444	CF_CONS*LEV
0.0170	2.403327	0.088717	0.219972	CF_CONS
0.0103	2.431777	0.000118	0.000287	Q^Y
0.0083	-1.897820	0.000320	-0.000707	Q*FSIZE
0.1717	1.401041	0.01482	0.002077	Q*LEV
0.8084	0.242718	0.002372	0.000073	Q
0.2093	1.128920	0.000297	0.000330	FSIZE^Y
0.1741	-1.372494	0.001770	-0.002208	FSIZE*LEV
0.0777	-0.008018	0.000092	-0.000207	FSIZE
0.2107	-1.004247	0.002774	-0.002777	LEV^Y

۰٫۱۸۳۹	۱٫۳۳۰۱۹۰	۰٫۰۱۱۱۴۴	۰٫۰۱۴۸۲۳	LEV
۰٫۰۰۱۳۲۶	Mean dependent var	۰٫۱۱۶۳۰۴	R-squared	
۰٫۰۰۴۵۲۸	S.D. dependent var	۰٫۰۸۰۷۹۸	Adjusted R-squared	
-۸٫۰۰۱۹۶۶	Akaike info criterion	۰٫۰۰۴۳۴۲	S.E. of regression	
-۷٫۸۱۹۹۲۲	Schwarz criterion	۰٫۰۱۲۶۶۷	Sum squared resid	
-۷٫۹۳۱۵۹۵	Hannan-Quinn criter.	۲۸۲۸٫۶۸۸	Log likelihood	
۱٫۸۹۴۲۵۴	Durbin-Watson stat	۳٫۲۷۵۶۳۳	F-statistic	
		۰٫۰۰۰۰۰۰	Prob(F-statistic)	

آزمون چاو

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Prob.	d.f.	Statistic	Effects Test
۰٫۰۰۰۰	(۱۱۶،۵۷۷)	۴٫۵۸۸۹۷۴	Cross-section F
۰٫۰۰۰۰	۱۱۶	۴۵۷٫۵۶۲۷۵۹	Cross-section Chi-square

آزمون هاسمن

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
۰٫۰۰۱۰۶	۶	۱۶٫۶۶۱۲۸۲	Cross-section random

آزمون فرضیه

Dependent Variable: CAPITAL
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
Date: -۵/۲۷/۱۸ Time: ۲۱:۰۳
Sample: ۱ ۷۰۲
Periods included: ۶
Cross-sections included: ۱۱۷
Total panel (unbalanced) observations: ۷۰۰
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CF	۰/۰۳۴۱۸۱	۰/۰۰۸۶۹۸	۳/۹۲۹۵۵۸	۰/۰۰۰۱
CONS	۰/۰۱۱۲۱۱	۰/۰۱۱۶۶۰	۰/۹۶۱۴۵۳	۰/۳۳۶۷
CF_CONS	۰/۰۴۵۲۹۶	۰/۰۲۸۵۱۸	۱/۵۸۸۳۲۸	۰/۱۱۲۸
Q	۰/۰۰۲۹۴۸	۰/۰۰۱۰۵۶	۲/۷۹۲۲۹۷	۰/۰۲۲۵
FSIZE	۰/۰۰۶۷۵۴	۰/۰۰۳۶۸۹	۱/۸۳۰۸۷۴	۰/۰۶۷۶
LEV	۰/۰۰۰۲۸۶	۰/۰۰۰۱۱۸	۲/۴۳۱۷۷۶	۰/۰۱۵۳
C	۰/۱۱۵۷۶۰	۰/۰۲۲۶۹۶	۵/۱۰۰۴۶۲	۰/۰۰۰۰

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

۰/۰۴۶۷۹۱	Mean dependent var	۰/۶۶۰۴۲۳	R-squared
۰/۰۳۵۰۱۵	S.D. dependent var	۰/۵۸۸۶۲۳	Adjusted R-squared
۰/۴۳۹۱۴۲	Sum squared resid	۰/۰۲۷۵۸۸	S.E. of regression
۱/۹۷۱۰۳۹	Durbin-Watson stat	۹/۱۹۸۱۲۲	F-statistic
		۰/۰۰۰۰۰۰	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

•/•³£³ø¹	Mean dependent var	•/£¹∇Λ£Λ	R-squared
¹/Λ∇Λ¹ø¹	Durbin-Watson stat	•/£¹ø¹³¹	Sum squared resid