

بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین جریان نقدی آزاد و بازده سهام شرکت

غلامرضا کردستانی*، رامین قربانی**، نیکو خوانساری**

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۲/۰۳

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۶/۳۱

چکیده

تضاد منافع بین مدیران و سهامداران بر سر مساله توزیع سود سهام به خصوص زمانی که شرکت دارای جریان نقدی آزاد با اهمیتی است، شدت می‌گیرد. چنانچه جریان نقدی آزاد شرکت به صورت کارا سرمایه گذاری شود، بازده سهام افزایش خواهد یافت.

در این تحقیق تأثیر نظام راهبری شرکتی که نقش تعدیل کننده بر مساله نمایندگی داشته بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام شرکت‌ها بررسی شده است. تحلیل داده‌های ۱۱۲ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌ی زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ نشان داد مالکیت نهادی اثر منفی معنادار و تمرکز مالکیت اثر مثبت معناداری بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام دارند. همچنین، نتایج تحقیق حاکی از عدم تأثیر معنادار استقلال هیات مدیره بر ارتباط مذکور بوده است. در نهایت، نتایج تحقیق در حالت کلی نیز نشان داد نظام راهبری خوب می‌تواند هزینه‌های نمایندگی مرتبط با جریان نقدی آزاد را کاهش دهد.

واژه‌های کلیدی: جریان نقد آزاد، بازده سهام، راهبری شرکتی.

طبقه‌بندی موضوعی: M41

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

DOI: 10.22051/jera.2017.9443.1237

* دانشیار گروه حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، (gkordestani@yahoo.com).

** دانشجوی دکتری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، نویسنده مسئول، (ghorbani_ramin@yahoo.com).

*** کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، (nikoo.khansari@yahoo.com).

مقدمه

با گذشت سال‌ها مدیران به عنوان نماینده سهام‌داران اداره شرکت را در دست گرفتند. این موضوع موجب ایجاد تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و پیدایش مسئله نمایندگی می‌شود. یک بعد این تضاد منافع بین مدیران و سهامداران بر سر توزیع یا عدم توزیع سود نقدی است. این مساله به‌ویژه هنگامی شدت می‌گیرد که شرکت، جریان نقدی آزاد با اهمیتی ایجاد می‌کند (جنسن، ۱۹۸۶). دیدگاه‌های متفاوتی در مورد شیوهی به‌کارگیری و استفاده از جریان نقد آزاد وجود دارد. مدیران می‌توانند یا از طریق افزایش سود تقسیمی رضایت سهام‌داران را جلب کنند و یا با استفاده از فرصت‌های رشد مناسب، وجه نقد را در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کرده و به این ترتیب باعث افزایش ثروت سهام‌داران خود گردند. از سوی دیگر، با توجه به تئوری تضاد منافع میان مدیران و مالکان، ممکن است برخی مدیران درصدد برآیند جریان نقد آزاد را در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کرده تا در کوتاه‌مدت بتوانند منافع شخصی خود را تأمین نمایند (حبیب، ۲۰۱۱).

یکی از متغیرهایی که می‌تواند نقش مهمی در کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد ایفا کند، فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب پیش‌روی شرکت است (حبیب، ۲۰۱۱). حبیب (۲۰۱۱) با بررسی تأثیر فرصت‌های رشد بر ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد شرکت‌های استرالیایی نشان داد، بازار جریان‌های نقد آزاد شرکت‌هایی را که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسبی برخوردار هستند، بیشتر از جریان نقد آزاد سایر شرکت‌ها ارزش‌گذاری می‌کنند. یحیی‌زاده‌فر، شمس و پاکدینامیری (۱۳۹۲) نیز پس از بررسی این موضوع در ایران نشان دادند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب، ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام شرکت‌ها را به صورت مثبتی، تحت تأثیر قرار می‌دهد. چرا که در صورت وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب به عنوان یک عامل خودکنترلی، مدیران ابتدا ترجیح می‌دهند این وجوه را در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کرده تا بر ارزش شرکت بیفزایند.

به لحاظ نظری، نظام راهبری شرکتی نقش مهمی در کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش عملکرد شرکت‌ها ایفا می‌کنند. در واقع، نظام راهبری شرکتی قوی می‌تواند با محدود کردن

رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در ارتباط با جریان نقد آزاد، این وجوه را به سوی سرمایه گذاری در پروژه‌های سودآور سوق داده و در نتیجه باعث بهبود عملکرد شرکت شود. از آنجایی که نظام راهبری شرکت‌ها می‌تواند بر دیدگاه سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان در مورد استفاده بهینه از جریان نقد آزاد و در نتیجه ارزش گذاری مناسب‌تر قیمت سهام شرکت‌ها موثر واقع شود، این تحقیق در صدد است نقش تعدیل‌کنندگی نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کند.

نوآوری این تحقیق بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی و نه عوامل خودکنترلی چون، فرصت‌های رشد بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام است و به توسعه ادبیات مرتبط با نقش تعدیل‌کنندگی نظام راهبری شرکتی بر کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند.

مروری بر پیشینه تحقیق

تأثیر مالکیت نهادی بر ارتباط بین جریان‌های نقدی آزاد و بازده سهام

یکی از سازوکارهای راهبری شرکتی، ظهور سرمایه گذاران حقوقی به عنوان مالکین سرمایه است. با توجه به فرضیه نظارت کارآمد، به دلیل حجم ثروت سرمایه گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه گذاری خود را به صورت فعال مدیریت می‌کنند. بر اساس این نگرش سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران متبحری هستند که دارای مزیت نسبی در جمع آوری و پردازش اطلاعات دارند (حساس یگانه، مرادی و اسکندر، ۱۳۸۷). الیاسیانی (۲۰۰۸) معتقد است که سرمایه گذاران نهادی می‌توانند به عنوان یک سازوکار جایگزینی برای مالکیت مدیریت و اهرم مالی برای کاهش هزینه نمایندگی مرتبط با جریان نقد آزاد عمل کنند. سرمایه گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، توانایی اعمال نظارت بر اقدامات فرصت طلبانه مدیران را دارند. به گونه‌ای که با حل مساله نزدیک‌بینی مدیریت امکان استفاده مدیران از جریان نقد آزاد را در پروژه‌های سودآور بلندمدت فراهم می‌آورد (نمازی، حلاج و ابراهیمی، ۱۳۸۸). بنابراین، انتظار می‌رود سرمایه گذاران نهادی به دلیل داشتن وقت، انگیزه، و تخصص لازم با کاهش هزینه نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد، بر محتوای اطلاعاتی ارقام مالی بیفزایند و باعث واکنش مثبت بازده سهام به جریان نقد آزاد

شرکت‌ها شوند. بریکلی، لیز و اسمیت (۱۹۸۸) نشان دادند سرمایه‌گذاران نهادی با طرح‌های پیشنهادی مدیران که به نظر می‌رسد به منافع مالکان صدمه می‌زند، با احتمال زیادی مخالفت می‌کنند.

سرمایه‌گذاران نهادی می‌دانند که فروش بخش عمده‌ای از سهام یک شرکت بدون کاهش قیمت آن میسر نخواهد بود، بنابراین بسیاری از آنها به جای فروش عمده سهام و تحمل زیان مرتبط با آن، در پی نظارت اثربخش بر رفتار مدیران شرکت‌ها و در نتیجه بهبود بازده سهام شرکت خواهند بود و به همین دلیل، سرمایه‌گذاران نهادی در بسیاری از موارد، با مشارکت فعال سعی دارند در تصمیمات شرکت اعمال نظر کنند (نوروش، کرمی و وافی‌ثانی، ۱۳۸۸). کیو (۲۰۰۴) شواهدی را ارائه کرد که نشان می‌دهد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از سرمایه‌گذاران نهادی، می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های نابخردانه و تحصیل‌داری‌های اضافی توسط مدیران شرکت‌هایی که فرصت رشد کم و جریان نقد آزاد بالایی دارند را کاهش دهند، به گونه‌ای که افزایش ۰/۰۵ سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری تقریباً ۰/۰۷ بیش سرمایه‌گذاری توسط مدیران این شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. نتایج تحقیق چانگ، فرس و کیم (۲۰۰۵) نیز نشان داد که میزان مالکیت سهام‌داران نهادی نقش تعدیل‌کننده‌ای بر رابطه بین جریان نقد آزاد و میزان استفاده از اقلام تعهدی دارد.

تأثیر تمرکز مالکیت بر ارتباط بین جریان‌های نقدی آزاد و بازده سهام

زمانی که مالکیت در دست سهامداران عمده است، سیستم نظارتی متمرکز و زمانی که مالکیت توزیع شده باشد، سیستم نظارتی نامتمرکز خواهد بود. از آنجایی که تمرکز مالکیت، یکی از شاخص‌های مهم نظام راهبری شرکتی محسوب می‌شود، به نظر می‌رسد مالکان کنترل‌کننده نقش اساسی در رابطه با کاهش هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد ایفا کرده و باعث افزایش ارزش شرکت شود (گاندر و کورسات، ۲۰۰۳). از سوی دیگر، تمرکز ثروت سهامدار در یک شرکت موجب می‌شود که سهامداران بزرگ در یک موقعیت با ریسک بیشتر، سرمایه‌گذاری کنند، زیرا معمولاً آنان سبد سرمایه‌گذاری ندارند و تمامی سرمایه خود را در یک شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند (گراسمن و هارت، ۱۹۸۰). از این رو برای بدست آوردن حداکثر بازده حاصل از سرمایه‌گذاری خود، انگیزه بسیار زیادی برای اعمال نظارت بر فعالیت مدیران دارند. لی (۲۰۱۰) با بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر بازده سهام شرکت‌های کره‌ای

نشان داد تمرکز مالکیت باعث افزایش بازده سهام شرکت‌ها می‌شود. اغلب سهامداران عمده به دلیل دید بلندمدت خود، بر مزایای ناشی از سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد در پروژه‌های سودآور تأکید دارند که در نهایت آن را به صورت بازده نقدی بدست می‌آورند. برای رسیدن به این هدف، لازم است تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت، به شیوه‌ای مناسب توسط سهامداران به صورت متمرکز نظارت شود تا از هزینه‌های ناشی از ناکارایی سرمایه‌گذاری جریان نقد آزاد جلوگیری شده و در نهایت ارزش شرکت افزایش یابد. محمدی، قالیباف و مشکی (۱۳۸۹) تأثیر مالکیت را بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند و دریافتند یک رابطه مثبت خطی بین تمرکز مالکیت و بازده سهام شرکت‌ها وجود دارد. همچنین، مهدوی و میدری (۱۳۸۴) با بررسی تأثیر ساختار مالکیت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های فعال در بورس تهران دریافتند، تمرکز مالکیت اثر مثبت معناداری بر بازدهی دارد. همچنین، آنان نشان دادند کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با تمرکز مالکیت بالاتر، بیشتر است. سجادی، خوانساری و قربانی (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر ارزش آفرینی شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که راهبری شرکتی اثر مثبت و معناداری بر ارزش آفرینی دارد. قابل ذکر است نتایج تحقیق آنان نشان داد که تمرکز مالکیت به عنوان جزئی از راهبری شرکتی اثر مثبت و معنادار و مالکیت نهادی اثر منفی و معناداری بر شاخص‌های عملکردی مدیریت مبتنی بر ارزش دارد. همچنین، نتایج آنان نشان داد استقلال هیات مدیره اثر معناداری بر ارتباط مذکور ندارد.

تأثیر استقلال هیات مدیره بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و بازده سهام

یکی دیگر از اجزای راهبری شرکتی، میزان استقلال هیات مدیره است. در تئوری نمایندگی، نظارت مهم‌ترین وظیفه هیات مدیره است و استقلال هیات مدیره در افزایش کارایی وظیفه‌کنترلی، نقش مهمی ایفا می‌کند. ترکیب هیات مدیره به عنوان ابزاری کنترلی در شرکت، تعیین‌کننده قدرت هیات مدیره است. بنابراین، ترکیب هیات مدیره، عامل مهمی در توضیح توانایی اعضا برای انجام وظایف و کمک به عملکرد شرکت است (جوهانسون، دایلی و استرانگ، ۱۹۹۶).

از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره شرکت، به کاهش تعارضات منافع سهامداران و مدیریت شرکت کمک می‌کند زیرا، آنان از طریق ارائه رای

مستقل به هیات مدیره، نقش نظارتی را ایفا می‌کنند. بر خلاف مدیران موظف، مدیران غیر موظف از مدیریت شرکت مستقل هستند و به همین دلیل در ایفای نقش نظارتی خود موثرتر عمل می‌کنند. بنابراین، از دیدگاه نظری هنگامی که هیات مدیره از نسبت بالای اعضای غیر موظف تشکیل شده باشد، عملکرد شرکت ارتقا می‌یابد (نیکبخت، سیدی و هاشم‌الحسینی، ۱۳۸۹). دستگیر و هنرمند (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش پرداختند. بدین منظور متغیرهای مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت سهامداران نهادی، تعداد اعضاء هیئت مدیره، استقلال اعضاء هیئت مدیره و تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس (نائب رئیس) هیئت مدیره به عنوان ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و متغیرهای مدت زمان وصول مطالبات، مدت زمان نگهداری موجودی کالا، مدت زمان پرداخت بدهی‌ها و چرخه نقدینگی شرکت به عنوان معیارهای کارایی مدیریت سرمایه در گردش در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق آنان نشان داد ساز و کارهای حاکمیت شرکتی تا حدودی در بهبود کارایی مدیریت سرمایه در گردش اثرگذار است.

لیاوو چن (۲۰۱۲) نشان داد استقلال هیات مدیره نقش مهمی در محدود کردن بیش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد، به طوری که ارتباط مثبت بین جریان نقد آزاد و بیش سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی با درصد استقلال هیات مدیره بیشتر، کاهش می‌یابد.

آپادای، هارگاوا و فیرکلوز (۲۰۱۴) نیز نشان دادند، استقلال هیات مدیره و اندازه هیات مدیره، با کاهش هزینه‌های نمایندگی باعث بهبود عملکرد شرکت می‌شود.

چی، چنگ و لیو (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود شرکت‌های خانوادگی تایوان پرداختند. آنان از استقلال هیئت مدیره به عنوان شاخص حاکمیت شرکتی استفاده کردند. نتایج آنان نشان داد که مالکیت خانوادگی با مدیریت سود رابطه مثبت معناداری دارد. همچنین، نتایج آنان نشان داد که با افزایش استقلال هیئت مدیره، مدیریت سود در این شرکت‌ها کاهش می‌یابد به عبارت دیگر، در این تحقیق نیز نقش نظارتی راهبری شرکتی در سوءاستفاده از منابع تحت کنترل شرکت تأیید شد.

از طرفی، اغلب مدیران غیرموظف در سایر شرکت‌ها دارای سمت‌های اجرایی هستند، از این رو انگیزه بالایی برای کسب شهرت به عنوان متخصص در امر تصمیم‌گیری دارند. عدم همسویی انگیزه مدیران موظف برای استفاده از ثروت مالکان برای منافع شخصی خویش با

انگیزه مدیران غیرموظف برای کسب شهرت، باعث افزایش کارایی هیات مدیره و کاهش هزینه‌های نمایندگی خواهد شد (نوروش، کرمی و وافی‌ثانی، ۱۳۸۸).

وانگ، تسای و لین (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر کارایی هیات مدیره بر هزینه‌های نمایندگی شرکت پرداختند. شواهد این تحقیق نشان می‌دهد با افزایش کارایی هیات مدیره هزینه‌های نمایندگی کاهش و ارزش شرکت افزایش می‌یابد. قابل ذکر است که در تحقیق آنان کارایی هیات مدیره با شاخص اندازه هیات مدیره سنجیده شده بود. الیاس و همکاران (۲۰۱۳) نیز به بررسی تأثیر کارایی هیات مدیره بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و سود تقسیم شده شرکت‌ها در بورس مالزی پرداختند. آنها نشان دادند با افزایش استقلال هیات مدیره، ارتباط بین جریان نقد آزاد و سود تقسیمی افزایش پیدا می‌کند. در واقع هیات مدیره کارآمد به منظور جلوگیری از رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، سعی در توزیع سود بیشتر داشته تا هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد را کاهش دهند.

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، به منظور بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام، فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

فرضیه ۱ صلی: نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام اثر مثبتی دارد.

فرضیه فرعی اول: مالکیت نهادی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام اثر مثبتی دارد.

فرضیه فرعی دوم: تمرکز مالکیت بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام اثر مثبتی دارد.

فرضیه فرعی سوم: استقلال هیات مدیره بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام اثر مثبتی دارد.

روش پژوهش

نتایج این تحقیق به حل یک مساله نمایندگی کمک می‌کند بنابراین از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ روش از نوع همبستگی است که بر مبنای داده‌های آرشیوی انجام شده است. در این تحقیق، برای تعیین نمونه‌ی آماری از روش حذف سیستماتیک استفاده شد؛

بدین صورت که از بین کلیه شرکت‌های موجود در پایان سال ۱۳۸۵ شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نباشند، حذف شده و شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند:

۱. شرکت‌ها باید در طول سال مالی تداوم فعالیت داشته باشند.

۲. نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری نباشد.

۳. شرکت‌هایی که سال مالی آنها به انتهای اسفند ماه ختم شود.

۴. اطلاعات مورد نیاز آن‌ها قابل دسترسی باشد.

تعداد ۱۱۲ شرکت در دوره‌ی ۱۳۹۲-۱۳۸۵ مبنای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز برای برآورد مدل‌های تحقیق قرار گرفتند. برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای تعیین نوع مدل داده‌های ترکیبی آزمون F لیمر و هاسمن انجام شد. آزمون هاسمن جهت تعیین الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود.

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق به ترتیب از مدل‌های ۱ و ۲ استفاده شده است:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{E_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_3 Growth_{i,t} + \beta_4 \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_5 Gov - Score_{i,t} + \beta_6 DUMGov - Score_{i,t} + \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon \quad (1) \text{ مدل}$$

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{E_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_3 Growth_{i,t} + \beta_4 \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_5 Inst_{i,t} + \beta_6 DUM - Inst_{i,t} * \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_7 Block_{i,t} + \beta_8 DUM - Block_{i,t} * \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_9 Indep_{i,t} + \beta_{10} DUM - Indep_{i,t} * \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon \quad (2) \text{ مدل}$$

تعریف متغیرهای تحقیق در نگاره (۱) ارائه شده است:

تکانه (۱): تعریف متغیرهای الگو

متغیر مورد بررسی	نماد	متغیر مورد بررسی	نماد
متغیر مجازی مالکیت نهادی	Dum-Inst _{i,t}	بازده سهام	R _{i,t}
درصد تمرکز مالکیت	Block _{i,t}	سود هر سهم	E _{i,t}
متغیر مجازی تمرکز مالکیت	Dum-Block _{i,t}	سود تقسیمی	D _{i,t}
میزان استقلال هیات مدیره	Indep _{i,t}	فرصت‌های رشد	Growth _{i,t}
متغیر مجازی استقلال هیات مدیره	Dum-Indep _{i,t}	جریان نقد آزاد	FCF _{i,t}
قیمت سهام در ابتدای دوره	P _{i,t-1}	درصد مالکیت نهادی	Inst _{i,t}
متغیر مجازی رتبه نظام راهبری شرکتی	Dum-Gov-score _{i,t}	رتبه نظام راهبری شرکتی	Gov-score _{i,t}

متغیرهای پژوهش

بازده واقعی سهام: بازده سهام نسبت کل عایدی حاصل از سرمایه گذاری در یک دوره معین نسبت به سرمایه گذاری است که طی آن دوره مصرف شده است. این متغیر از نرم افزار رهاورد استخراج شده است.

سود هر سهم: سود هر سهم از تقسیم سود خالص بر تعداد سهام در هر دوره بدست می‌آید. **سود تقسیمی:** سود تقسیمی که از تقسیم سود قابل توزیع بر تعداد سهام در دست سهامداران در هر دوره بدست می‌آید.

فرصت‌های رشد: برای محاسبه فرصت‌های رشد در این تحقیق از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شده است (آدام و گویال، ۲۰۰۸؛ لویز و ویسنه، ۲۰۱۰؛ حیب، ۲۰۱۱).

جریان‌های نقدی آزاد: در این تحقیق، از مدل لن و پلسن (۱۹۸۹) برای تعیین جریان نقد آزاد واحد تجاری استفاده شده است. براین اساس، جریان نقد آزاد در هر دوره از رابطه زیر بدست آمده است:

$$FCF = INC - TAX - INTEP - CSDIV$$

در رابطه فوق، INC: سود عملیاتی قبل از استهلاک، TAX: کل مالیات پرداختی؛ INTEP: هزینه بهره‌ی پرداختی و CSDIV: سود سهام‌داران عادی پرداختی شرکت است.

در صد مالکیت نهادی: میزان مالکیت نهادی، از مجموعه سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی بر کل سهام منتشره شرکت بدست آمده است (خدادادی، قربانی و خوانساری، ۱۳۹۳؛ سجادی، خوانساری و قربانی، ۱۳۹۴).

۱ استقلال هیات مدیره: این متغیر از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف بر کل اعضای هیات مدیره در هر دوره بدست است (خدمای پور و همکاران، ۱۳۹۳؛ سجادی، خوانساری و قربانی، ۱۳۹۴).

درصد تمرکز مالکیت: تمرکز مالکیت، براساس درصد سهام نگهداری شده توسط ۵ سهامدار عمده، محاسبه شده است (سجادی، فرازمنند و نیک‌کار، ۱۳۹۲).

رتبه نظام راهبری شرکتی: برای تعیین رتبه نظام راهبری شرکتی، ابتدا شرکت‌ها بر اساس سه معیار مالکیت نهادی، استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت بر حسب چارک، رتبه بندی شدند. به گونه‌ای که، برای مشاهداتی که در چارکا صلی قرار دارند عدد ۴ و برای مشاهداتی که در چارک اول قرار گرفتند، عدد ۱ نسبت داده شده است. سپس، از جمع رتبه‌های بدست آمده بر اساس سه معیار مذکور رتبه نظام‌راهبری شرکتی برای هر سال- شرکت محاسبه شده است. بنابراین، بیشترین رتبه نظام‌راهبری شرکتی برابر ۱۲ و کمترین آن برابر با ۳ خواهد بود. از این متغیر برای آزمون فرضیه اصلی استفاده شده است (سجادی، خوانساری و قربانی، ۱۳۹۴).

همچنین، به منظور بررسی تأثیر هر یک از متغیرهای مالکیت نهادی، استقلال هیات مدیره، تمرکز مالکیت و راهبری شرکتی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام از یک متغیر مجازی استفاده شده است. به این صورت که ابتدا میانه هر یک از متغیرهای مذکور محاسبه شده، سپس برای مشاهداتی که بزرگ‌تر از میانه نمونه بوده عدد یک و برای سایر مشاهدات عدد صفر در نظر گرفته شد.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

محاسبات آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشینه و کمینه است که اطلاعات مرتبط با آن‌ها به طور خلاصه در نگاره (۲) نشان داده شده است.

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
بازده	۰/۰۸۴۰	۰/۰۲۹۰	۰/۸۵۴	-۰/۳۵۴	۰/۲۹۲
سود هر سهم	۰/۱۶۵۲	۰/۱۵۸۰	۱/۹۶۱۵	-۰/۷۵۷۹	۰/۲۵۳۲
سود تقسیمی هر سهم	۰/۱۳۲	۰/۱۰۱	۰/۹۲۴	۰/۰۰۱۷	۰/۱۳۱
فرصت رشد	۱/۸۱۳	۱/۵۴۹۰	۴/۳۲۲	۰/۶۷۷	۰/۹۱۶
جریان نقد آزاد	۱۲/۹۳۹	۶/۳۰۰	۶۸/۳۵۳	-۵/۷۸۲	۱۶/۵۷۵
استقلال هیئت مدیره	۰/۶۰۲	۰/۶۰۰	۰/۷۱۴	۰/۶۰۰	۰/۰۱۴
تمرکز مالکیت	۰/۷۶۴۹	۰/۸۰۸	۰/۹۹۹	۰/۰۶۴	۰/۱۶۸۹
مالکیت نهادی	۰/۷۴۶	۰/۸۱۶۵	۰/۹۷۱	۰/۱۱۶	۰/۲۱۸
رتبه نظام حاکمیت شرکتی	۷/۵۸	۸	۱۲	۳	۲/۲۰

بررسی نتایج کمی آمار توصیفی نشان می‌دهد میانگین و انحراف بازده سهام به ترتیب، ۰/۰۸۴ و ۰/۰۲۹ است. همچنین، میانگین و میانه متغیر فرصت رشد نشان می‌دهد اکثر شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران از فرصت‌های رشد مناسبی برخوردار هستند. میانگین متغیر مالکیت نهادی نیز حاکی از این است که سهام اکثر شرکت‌های نمونه در اختیار شرکت‌های هلدینگ و سرمایه‌گذاران حقوقی است.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

قبل از برآزش الگوها آزمون F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی انجام شد که نتایج حاصل از آن مربوط به تمامی مدل‌ها در نگاره (۳) ارائه شده است.

نگاره (۳): نتایج آزمون F لیمر

مدل مورد بررسی	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
مدل (۱)	۱/۸۹۷	۰/۱۵۱۲	الگوی داده‌های تلفیقی
مدل (۲)	۱/۳۰۹	۰/۰۶۹۷	الگوی داده‌های تلفیقی

همانطوری که در نگاره ۳ قابل مشاهده است، نتایج حاکی از تأیید فرض H_0 برای تمامی مدل‌ها است؛ در نتیجه الگوی داده‌های تلفیقی پذیرفته شده است. از اینرو، تمامی مدل‌های پژوهش با استفاده از الگوی داده‌های تلفیقی برآورد شده‌اند. در ادامه نتایج مربوط به برآورد مدل‌ها ارائه شده است.

آزمون فرضیه اصلی

برای بررسی فرضیه اصلی از مدل ۱ استفاده شده است.

نگاره (۴): نتایج برآورد مدل ۱

$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{E_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_3 Growth_{i,t} + \beta_4 \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_5 Gov - Score_{i,t} + \beta_6 DUMGov - Score_{i,t} * \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon$			
متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
سود هر سهم	۱/۰۴۳	۸/۷۸۹	۰/۰۰۰
سود تقسیمی هر سهم	۰/۵۸۳	۳/۹۴۸	۰/۰۰۰
فرصت رشد	۰/۰۷۲	۱۱/۷۲۹	۰/۰۰۰
جریان نقد آزاد	۰/۰۰۰۲	۳/۸۳۷	۰/۰۰۳
رتبه نظام راهبری شرکتی	۰/۰۳۱	۴/۹۹۲	۰/۰۰۰
جریان نقد آزاد * متغیر مجازی رتبه نظام راهبری شرکتی	۰/۰۱۱	۲/۴۸۹	۰/۰۳۷
عرض از مبدا	-۰/۵۴۰	-۱۳/۴۸۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۸۱۲	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۰۷	
آماره F		۱۷/۹۴۶	
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰	
آماره دوربین-واتسون		۲/۰۲۶	

با نگاهی به نگاره ۴ و با توجه به آماره F و سطح خطای به‌دست آمده برای آن، می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع متغیرهای مستقل بر بازده سهام تأثیر معناداری دارند. همچنین با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به‌دست آمده برای مدل ۱، می‌توان بیان کرد که در مجموع، متغیرهای مستقل پژوهش بیش از ۸۰ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. در ادامه، به بررسی نتایج به‌دست آمده مربوط به فرضیه اصلی پژوهش پرداخته شده است. این فرضیه به بررسی تأثیر رتبه نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام می‌پردازد. برای این منظور باید ضریب جریان نقد آزاد (β_4) با ضریب جریان نقد آزاد شرکت‌هایی با رتبه نظام راهبری شرکتی بیشتر (β_6) مقایسه شود. با توجه به نتایج بدست آمده از نگاره ۴، ضریب متغیر جریان نقد آزاد $0/0002$ بوده که از ضریب متغیر جریان نقد آزاد برای شرکت‌های با رتبه نظام راهبری شرکتی بالاتر، ($0/011$) کوچکتر است. با توجه به سطح خطای هر دو متغیر که کمتر از $0/05$ است، لازم است برای تعیین تفاوت معنادار بین ضرایب مذکور، از آزمون والد استفاده شود. نتایج حاصل از آزمون والد برای فرضیه اصلی در نگاره ۵ ارائه شده است.

نگاره (۵): بررسی تأثیر رتبه نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده

سهام

تفاضل	خطای استاندارد	آماره F	سطح خطا
۰/۰۱۰۹	۰/۰۰۰۹	۷/۸۰۹	۰/۰۰۰

همان‌طور که در نگاره ۵ قابل مشاهده است، فرضیه صفر آزمون والد مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. بنابراین، ضریب جریان نقد آزاد شرکت‌های با رتبه نظام راهبری شرکتی بالاتر به صورت معناداری بزرگتر از ضریب جریان نقد آزاد در سایر شرکت‌ها است. از این رو می‌توان نتیجه گرفت فرضیه اصلی تحقیق مورد تأیید قرار می‌گیرد.

آزمون فرضیه فرعی اول

برای بررسی فرضیه فرعی اول تا سوم از مدل ۲ استفاده شده است.

نگاره (۶): نتایج برآورد مدل ۲

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \frac{E_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_3 Growth_{i,t} + \beta_4 \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_5 Inst_{i,t} + \beta_6 DUM - Inst_{i,t} * \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_7 Block_{i,t} + \beta_8 DUM - Block_{i,t} * \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_9 Indep_{i,t} + \beta_{10} DUM - Indep_{i,t} * \frac{FCF_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon$$

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
سود هر سهم	۰/۲۰۲	۵/۶۱۲	۰/۰۰۰
سود تقسیمی هر سهم	۲/۳۳۲	۱۱/۶۴۶	۰/۰۰۰
فرصت رشد	۰/۰۰۰۹	۰/۳۵۵	۰/۷۲۲
جریان نقد آزاد	۰/۰۰۰۲	۴۴/۵۳۰	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی	-۰/۰۱۷	-۰/۹۲۴	۰/۳۴۲
جریان نقد آزاد * متغیر مجازی مالکیت نهادی	-۰/۰۰۲	-۲/۲۴۷	۰/۰۳۱
تمرکز مالکیت	۰/۳۴۲	۵/۶۵۷	۰/۰۰۰
جریان نقد آزاد * متغیر مجازی تمرکز مالکیت	۰/۰۱۱	۲/۴۲۲	۰/۰۴۸
استقلال هیات مدیره	-۰/۰۰۳	-۰/۰۸۹	۰/۹۵۲
جریان نقد آزاد * متغیر مجازی استقلال هیات مدیره	-۰/۰۰۰۲	-۱/۲۴۷	۰/۱۵۶
عرض از مبدا	-۰/۲۵۳	-۲/۶۱۹	۰/۰۳۵
ضریب تعیین		۰/۵۱۲	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۹۲	
آماره F		۵۰/۲۰	
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰	
آماره دوربین - واتسون		۲/۱۶	

با نگاهی به نگاره ۶ و با توجه به آماره F و سطح خطای به دست آمده برای آن، می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع متغیرهای مستقل بر بازده سهام تأثیر معناداری دارند. همچنین با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای مدل ۲، می‌توان بیان کرد که در مجموع، متغیرهای مستقل پژوهش بیش از ۴۹ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. در ادامه، به بررسی نتایج به دست آمده مربوط به فرضیه‌های فرعی پژوهش پرداخته شده است.

فرضیه فرعی اول به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام می‌پردازد. برای این منظور باید ضریب جریان نقد آزاد (β_4) با ضریب جریان نقد آزاد

شرکت‌هایی با مالکیت نهادی بالاتر (β_6) مقایسه شود. با توجه به نتایج بدست آمده از نگاه ۶، ضریب متغیر جریان نقد آزاد $0/0002$ بوده که از ضریب متغیر جریان نقد آزاد برای شرکت‌های بادرصد مالکیت نهادی بالاتر، ($-0/002$) بزرگتر است. با توجه به سطح خطای هر دو متغیر که کمتر از $0/05$ است، لازم است برای تعیین تفاوت معنادار بین ضرایب مذکور، از آزمون والد استفاده شود. لازم به توضیح است که از آزمون والد برای بررسی و اعمال محدودیت‌های خطی بر روی ضرایب الگو استفاده می‌شود (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹). فرضیه صفر و فرضیه یک این آزمون به شرح زیر است:

H_0 : اختلاف معناداری میان ضرایب متغیرهای مورد بررسی از لحاظ آماری وجود ندارد.

H_1 : اختلاف میان ضرایب متغیرهای مورد بررسی، از لحاظ آماری معنادار است. نتایج حاصل از آزمون والد برای فرضیه فرعی اول در نگاه ۷ ارائه شده است.

نگاره (۷): بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام

تفاضل	خطای استاندارد	آماره F	سطح خطا
۰/۰۰۱۸	۰/۰۰۰۹	۶/۱۰	۰/۰۱۳

همانطور که در نگاه ۷ قابل مشاهده است، فرضیه صفر آزمون والد مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. بنابراین، ضریب جریان نقد آزاد شرکت‌های با مالکیت نهادی بالاتر به صورت معناداری کوچک‌تر از ضریب جریان نقد آزاد در سایر شرکت‌ها است. از این رو می‌توان نتیجه گرفت فرضیه فرعی اول در جهت معکوس مورد تأیید قرار می‌گیرد.

فرضیه فرعی دوم به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام می‌پردازد. برای این منظور باید ضریب جریان نقد آزاد (β_4) با ضریب جریان نقد آزاد شرکت‌هایی با تمرکز مالکیت بالا (β_8) مقایسه شود. با توجه به نتایج بدست آمده از نگاه ۷، ضریب متغیر جریان نقد آزاد $0/0002$ بوده که از ضریب متغیر جریان نقد آزاد برای شرکت‌هایی با تمرکز مالکیت بالاتر، ($0/011$) کوچک‌تر است. با توجه به سطح خطای هر دو متغیر که کمتر از $0/05$ است، لازم است برای تعیین تفاوت معنادار بین ضرایب مذکور، از آزمون والد استفاده کنیم. نتایج حاصل از آزمون والد برای فرضیه فرعی دوم در نگاه (۸) ارائه شده است.

نگاره (۸): بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام

تفاضل	خطای استاندارد	آماره F	سطح خطا
-۰/۰۱۰۸	۰/۰۰۰۹	۸/۵۶۵	۰/۰۰۹

همانطور که در نگاره ۸ قابل مشاهده است، فرضیه صفر آزمون والد مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. بنابراین، ضریب جریان نقد آزاد شرکت‌های با تمرکز مالکیت بیشتر به صورت معناداری بزرگتر از ضریب جریان نقد آزاد در سایر شرکت‌ها است. از اینرو فرضیه فرعی دوم مورد تأیید قرار می‌گیرد.

فرضیه فرعی سوم به بررسی تأثیر استقلال هیات مدیره بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام می‌پردازد. برای این منظور باید ضریب جریان نقد آزاد (β_4) را با ضریب جریان نقد آزاد شرکت‌هایی با درصد استقلال هیات مدیره بالا (β_{10}) مقایسه شود. با توجه به نتایج بدست آمده از نگاره ۶، ضریب متغیر جریان نقد آزاد ۰/۰۰۰۲ بوده که از ضریب متغیر جریان نقد آزاد برای شرکت‌هایی با درصد استقلال هیات مدیره بالاتر، ($-۰/۰۰۰۲$) بزرگتر است. اما با توجه به سطح خطای متغیر مجازی که بزرگتر از ۰/۰۵ است، می‌توان نتیجه گرفت استقلال هیات مدیره تأثیر معناداری بر ارتباط مذکور نداشته بنابراین، نیازی به استفاده از آزمون والد نیست و می‌توان گفت فرضیه فرعی سوم نیز مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

نتیجه‌گیری

جریان نقد آزاد نشان‌دهنده‌ی وجوهی است که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه‌ی دارایی‌ها، در اختیار دارد. هنگامی که مدیران واحد تجاری با جریان‌های نقد آزاد مواجه می‌شوند، در وهله اول مهم این است که آنان بتوانند وجوه مذکور را در پروژه‌های مناسب و پر بازده سرمایه‌گذاری کرده تا از این طریق برای مالکان خود ایجاد ارزش نمایند. به لحاظ تئوری، به دلیل مساله نمایندگی مدیران در صورت عدم نظارت کافی، به منظور حداکثر کردن منافع خود که الزاما در جهت منافع سهامداران نیست، انگیزه کافی برای سوء استفاده از جریان‌های نقد آزاد را خواهند داشت. هدف از این تحقیق بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام است. در واقع در این تحقیق سعی شده است واکنش بازار به جریان نقد آزاد شرکت‌ها را با تأثیر عوامل نظارتی

راهبری شرکتی بر بازده سهام سنجیده شود. نتایج تحقیق در حالت کلی نشان داد ارزش جریان نقد آزاد شرکت‌ها تحت تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی قرار می‌گیرد.

نتایج تحقیق برخلاف مبانی نظری موجود نشان داد سرمایه گذاران جریان نقد آزاد شرکت‌هایی را که از درصد مالکیت نهادی بالاتری برخوردارند را کمتر از جریان نقد آزاد سایر شرکت‌ها ارزش گذاری می‌کنند. شاید بتوان دلیل چنین نتیجه‌ای را این‌گونه بیان کرد که در کشور ایران سهامداران نهادی به شرکت‌های تحت مالکیت خود اغلب به عنوان یک ابزار برای سودآوری نگاه کرده و از آن استفاده می‌کنند. در واقع، می‌توان گفت سهامداران نهادی در کشور ایران احتمالاً دارای دیدی کوتاه‌مدت بوده از این‌رو، فاقد انگیزه لازم برای نظارت بر فعالیت فرصت‌طلبانه مدیراندر رابطه با پروژه‌های سرمایه گذاری هستند. عدم انگیزه لازم برای نظارت فعالیت‌های فرصت‌طلبانه مدیران، باعث افزایش هزینه‌های نمایندگی و در نتیجه کاهش بازده سهام می‌شود. نتایج این فرضیه با نتایج تحقیق الیاسیانی (۲۰۰۸) و کیو (۲۰۰۴) که نشان دادند مالکان نهادی می‌توانند به عنوان یک ابزار نظارتی جایگزین اهرم مالی در کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد عمل کنند، مطابقت نداشته لیکن، با نتایج تحقیق سجادی، خوانساری و قربانی (۱۳۹۴) مطابقت دارد. همچنین، نتایج تحقیق نشان داد سرمایه گذاران جریان نقد آزاد شرکت‌هایی را که از تمرکز مالکیت بالاتری برخوردارند را بیشتر از جریان نقد آزاد سایر شرکت‌ها ارزش گذاری می‌کنند. در واقع، نتیجه این فرضیه نشان می‌دهد اغلب سهامداران عمده در بورس اوراق بهادار تهران به دلیل دید بلندمدت خود، بر مزایای ناشی از سرمایه گذاری جریان‌های نقد آزاد در پروژه‌های سودآور تأکید دارند. از این‌رو، سرمایه گذاری خود را به شیوه‌ای کارآمد مدیریت کرده و نقش نظارتی خود در ارتباط با کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد را به خوبی ایفا می‌کنند. این نتیجه گیری با نتایج حاصل از تحقیق لی (۲۰۱۰) در بورس کره و نتایج محمدی و همکاران (۱۳۸۹) در بورس ایران که نشان دادند افزایش تمرکز مالکیت باعث افزایش بازدهی می‌شود، مطابقت دارد.

همچنین علاوه بر این، برخلاف مبانی نظری، نتایج تحقیق نشان داد ارزش جریان نقد آزاد در شرکت‌هایی با درصد بالاتر استقلال هیات مدیره نسبت به سایر شرکت‌ها تفاوت معناداری ندارد. شاید یکی از دلایل احتمالی حصول چنین نتیجه‌ای در بورس اوراق بهادار تهران را بتوان چنین توجیه کرد که تقریباً در تمامی تحقیقات از جمله تحقیق حاضر، نسبت اعضای

غیرموظف هیات مدیره به عنوان شاخص استقلال هیات مدیره در نظر گرفته شده است. در حالی که ممکن است در اثر عواملی نظیر روابط فامیلی، وابستگی‌های شغلی و... اعضای غیرموظف واقعا مستقل نباشند و منافع شرکت با منافع آن‌ها گره خورده باشد. عضویت همزمان اعضای غیرموظف در هیات مدیره چند شرکت نیز ممکن است از دیگر دلایل کاهش اثربخشی آن باشد (مورک و همکاران، ۱۹۸۸). نتایج این فرضیه با نتایج تحقیق لیاو و چن (۲۰۱۲) و آپادای، هارگاوا و فیرکلوز (۲۰۱۴) که نشان دادند استقلال هیات مدیره با محدود کردن فعالیت‌های فرصت طلبانه مدیران در ارتباط با جریان نقد آزاد باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود، مطابقت ندارد. در نهایت، نتیجه فرضیه ناشی از تأثیر رتبه‌بندی نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام نشان داد که در مجموع، سازوکارهای راهبری شرکتی در نظر گرفته شده در این تحقیق، تأثیر مثبت معناداری بر ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد شرکت‌ها دارند. این نتیجه مطابق نتیجه تحقیق چی، چنگ و ليو (۲۰۱۵) و سجادی، خوانساری و قربانی (۱۳۹۴) است.

پیشنهاد‌های کاربردی

در پایان با توجه به نتایج پژوهش، پیشنهاد‌های کاربردی زیر ارائه می‌شود:

۱- به سرمایه‌گذاران بلقوه توصیه می‌شود در ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها، نه تنها به میزان جریان نقد آزاد بلکه به عوامل موثر بر نحوه‌ی استفاده از جریان نقد آزاد نیز توجه شود زیرا، تصمیم‌گیری‌هایی که از جانب مدیریت در قبال چنین وجوهی اتخاذ می‌شود، می‌تواند تا حد زیادی کارایی مدیریت را در استفاده بهینه از این منابع در فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب تعیین کند. به گونه‌ای که با افزایش تمرکز مالکیت در یک شرکت استفاده بهینه از جریان نقد آزاد بیشتر و با افزایش مالکان نهادی، هزینه‌های ناشی از عدم استفاده بهینه این وجوه افزایش می‌یابد.

۲- به اعتباردهندگان نیز توصیه می‌شود در تصمیمات مربوط به اعتبار دهی به شرکت‌ها، نه تنها جریان نقد آزاد بلکه ساختار مالکیت را نیز مد نظر قرار دهند. به گونه‌ای که، برای دادن اعتبار به شرکت‌هایی که در صد مالکیت نهادی بیشتری دارند، محدودیت‌های بیشتری اعمال کنند.

۳- همچنین به اعتباردهندگان و سرمایه گذاران توصیه می‌شود در تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری و اعتبار دهی به شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران استقلال واقعی اعضای هیات مدیره (که مبتنی بر روابط واقعی اعضای هیات مدیره با شرکت است) و نه الزاماً غیر موظف بودن را مد نظر قرار داده تا بتوان ارزیابی بهتری از کارایی واقعی اعضای هیات مدیره به عمل آورده و در تصمیمات خود لحاظ کنند.

پیشنادهایی برای تحقیق‌های آتی

- ۱- بررسی ارتباط سایر عوامل کنترلی شرکت‌ها همچون کیفیت حسابرسی داخلی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و بازده سهام
- ۲- بررسی تأثیر مکانیزم‌های راهبردی شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری
- ۳- انجام تحقیق حاضر به تفکیک صنایع و در طی دوره‌های مختلف چرخه عمر

منابع

- Adam, T. , and. Goyal. V. (2003). The Investment Opportunity set and it's Proxy Variables. Available at: www.SSRN.com.
- Aflatuni, A, And Nikobahkt, L. (2011). Econometrics in the application of Accounting Research, Financial Management and Economic Sciences, Tehran, Press cheshmeh. (in Persian)
- Alias, N. , Abdul Rahim, R. , Mat nor, F. & Hasimi Yaacob, M. (2013). Board structure, free cash flow and dividend per share: is there interaction effect?, *Proceedings of 23rd International Business Research Conference*, 18 - 20 November, 2013, Melbourne, Australia, ISBN: 978-1-922069-36-8.
- Armstrong, C. S. , Blouin, J. L. , Jagolinzer, A. D. (2015). Corporate governance, incentives, and tax avoidance, *journal of Accounting and Economics*, 60, 1-17.
- Chen, S. & Liao, Z. (2012). Free cash flow and over-investment: the moderating role of the characteristics of independent director, *Advances in information Sciences and Service Sciences) AISS* , 4 (3): 147-158.
- Chi, C. W. , Hung, K, Cheng, H. W. , Lieu, and P. L. (2015). Family firms and earnings management in Taiwan: Influence of corporate governance, *International Review of Economics & Finance*, Volume 36, Pages 88-98.

- Chung, R, Firth, M & Kim, J. B. (2005). Earnings management, surplus free cash flow and external monitoring. *Journal of Business Research*, 58: 766–776.
- Dastgir, M. , Honarmand, M. , (2015). The effect on the efficiency of working capital management mechanisms of corporate governance of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting Research*, 7 (23) , 69-88. (In Persian)
- Dittmar, A. and Duchin, R. (2016). Looking in the Rearview Mirror: The Effect of Managers' Professional Experience on Corporate Financial Policy. *Review of Financial Studies*, Volume 29, Issue 3: 565-602.
- Grossman, S. and Hart. O. (1980). Takeover bids, The Free-rider problem and the theory of the corporation. *Bell journal of economics*, 11: pp: 42-64.
- Habib, A. (2011). Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow. *Journal of Australasian Accounting Business and Finance*, 5 , 99-122.
- Hsasyganh, J. , Moradi, M. and Askandari, H. (2009). The Relationship between institutional investors value the company, *Iranian Accounting and Auditing Review*, 11 (52) , 107-123. (In Persian)
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 329-7423.
- Johnson, J. L. , Daily, C. M. and Ellstrang, A. E. (1996). Boards of Directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22, pp: 409-438.
- Khodadadi, V. , Ghorbani, R. And Khansari, N. (2015). Effect of ownership structure on audit fees. *Iranian Accounting and Auditing Review*, 21, 57-72. (In Persian)
- Lee, S (2010). Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea, University of Utah, Department of Economics, *Working Paper*. No. 17.
- Lehn, K. , and Poulsen, A. (1989). Free Cash Flow and Stockholders Gains in Going Private Transaction. *Journal of Practice and Theory*, 44 (3): 771-787.
- Lopez, I. , F. Vecente. C. (2010). Do leverage, dividend payout, and ownership concentration influence firms' value creation? Emerging markets finance and trade. *Journal of Business Research*. 46 (3): 80 – 94.
- Mahdavi, A. and Mydry, A. (2006). Ownership structure and performance of firms active in the Tehran Stock Exchange. *Accounting Research*, 71, 103-132. (In Persian)
- Mehrani, S. And Bagheri, B. (2010). Effect of free cash flow and management of institutional shareholders in companies listed in Tehran

- Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 1 (2) , 50-71. (in Persian)
- Mohammadi, Shr, Ghalibaf Asl. H. , Moshki. M. (2011). Effect of ownership structure (concentration and composition) on the performance and value of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 11 (28) , 69-88. (In Persian)
- Nikbakht, MR, Seyedi, A. And Hashem AlSayed, R. (2011). The effect of board characteristics on firm performance. *The journal Advances in Accounting, University of Shiraz*, 2 (1) , 251-270. (In Persian)
- Noravesh, I. , Karimi, Gh, R. , and Vafi Sani, J. (2010). Review the mechanisms of the strategic relationship between the company and the agency costs of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Accounting Research*, 1, 1-27. (In Persian)
- Prayer, M. , Hallaj, Muhammad. Abraham, Sh. (2010). The relationship between institutional ownership with current and future financial performance of companies listed in Tehran Stock Exchange. *Iranian Accounting and Auditing Review*, 16 (58) , 113-131. (In Persian)
- Qiu, L.) 2004 (. Which institutional investors monitor? Evidence from acquisition activity. *Unpublished working paper*, Brown University.
- Sajadi, H. , Farazmand, H. And NikKar, J. (2014). Effect of ownership structure on the fees and investment risks in firms, *Accounting and Auditing Research*, (20) 5, 29-56. (In Persian)
- Sajadi, H. , Khansar N. And Ghorbani. R. , (2016). The Role of Corporate Governance on value creation mechanisms with an emphasis on value-based management approach. *Applied Research in Financial Accounting*, 3 (5) , 23-46. (In Persian)
- Upadhyay A. D. , Bhargava, R. , & Faircloth S. D. (2014). Board structure and role of monitoring committees, *Journal of Business Research*, 67: 1486-1492.
- Wang, Y. C. , Tsai, J. J. , Lin, H. W. W. (2013). The Influence of Board Structure on Firm Performance. *Global Business Management*, 9 (2): 7-14.
- Yahyazadehfar, M. , Shams, sh. And pakdin Amiri, M. , (2014). Effect of growth in free cash flow valuation study. *Iranian Accounting and Auditing Review*, 20 (1) , 113-132. (In Persian).