



## The Role of Free Cash Flow and Corporate Governance in the Investment of two-tier companies

Akbar Jelodari\*

### Abstract

The purpose of this study was to investigate whether free cash flow and corporate governance characteristics influence investment at the level of firms listed in a two-tiered strategic securities exchange. The purpose of this study is practical and the research design is quasi-experimental using post-event approach. Also, according to the nature of the research data, multivariate linear regression was used. The statistical population includes all listed companies with two-tier strategic structure, after examining the conditions using Cochran formula and probable stratified sampling, about 152 companies from different banks and financial institutions were selected as sample based on their two-tier system in the years 2009-2013. The results showed that there is a significant and positive relationship between free cash flow and over- investment and negative relationship between free cash flow and under-investment. And the impact of reduced investment over and under through some of the features of corporate governance is far greater. Therefore, managers, analysts, and investors can be advised to consider governance factors such as the composition of shareholders and the amount of free cash flow when examining corporate financial statements.

**Keywords:** information symmetry, cash flow, corporate governance, stock exchange.

JEL: G31, G32, G33, G34

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

---

\* Corresponding author: Assistant professor, department of banking and finance, Sciences and Researches Branch of Islamic Azad University, tehran, Iran      akbar.jelodari@gmail.com



## نقش جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دولاییه

اکبر جلواری\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۸/۰۸

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۱/۱۹

### چکیده

هدف اصلی از این پژوهش، بررسی نقش و تأثیر جریان نقدی آزاد و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی، سرمایه‌گذاری در سطح شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار با ساختار راهبردی دولاییه می‌باشد. پژوهش موردنظر از نظر هدف، کاربردی و طرح پژوهش از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. همچنین با توجه به ماهیت داده‌های پژوهش، از رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار با ساختار راهبردی دولاییه است، بعد از بررسی شرایط با استفاده از فرمول کوکران و نمونه‌گیری احتمالی طبقه‌ای، حدود ۱۵۲ شرکت از بانک‌ها و مؤسسات مالی، اعتباری مختلف به دلیل سیستم دولاییه بودن آن‌ها در بین سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۸۸ به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه معنادار و مثبتی بین جریان نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و رابطه منفی بین جریان نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد وجود دارد و تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش و کمتر از حد از طریق برخی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی به مراتب بیشتر است. بنابراین می‌توان به مدیران، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد نمود که در هنگام بررسی صورت‌های مالی شرکت‌ها به مؤلفه‌های حاکمیتی مانند ترکیب سهامداران و میزان جریان نقد آزاد توجه نمایند.

**کلیدواژه‌ها:** تقارن اطلاعاتی، جریان نقدی، حاکمیت شرکتی، بورس اوراق بهادار.

طبقه‌بندی JEL: G31, G32, G33, G34

## مقدمه

چگونگی به کار گرفتن وجوه داخلی، تصمیمی مهم در تضاد میان سهامداران و مدیران است (فتیحی و رحیم‌پور، ۱۳۹۴). تضاد منافع<sup>۱</sup> مانع انجام یک سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (یانگ و جیانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸). از این رو، واحدهای تجاری برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهند (مدرس و حصار زاده، ۱۳۸۷). این امر، از طریق روش‌های ارزیابی طرح‌ها از جمله ارزش فعلی خالص<sup>۳</sup> انجام می‌شود. طبق این روش، سرمایه‌گذاری در یک یا چند طرح در صورتی توجیه‌پذیر خواهد بود که ارزش فعلی خالص آن طرح، مثبت باشد. بنابراین، پذیرش طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد<sup>۴</sup> و در نتیجه بهینه نبودن سرمایه‌گذاری می‌شود (وردی<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶).

یکی از عوامل مؤثر در ایجاد سرمایه‌گذاری بیش از حد، جریان نقدی آزاد<sup>۶</sup> در واحد تجاری است. جنسن<sup>۷</sup> (۱۹۸۶) معتقد بود جریان نقدی آزاد یکی از منابع تحت کنترل مدیران است که می‌تواند موجب بروز تضاد منافع بین مدیران و سایر گروه‌های ذینفع شود. او همچنین معتقد بود که وجود تضاد منافع سبب می‌شود تا وجوه مازاد، پس از تأمین مالی تمام پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت، منجر به افزایش هزینه نمایندگی شود. بنابراین هنگامی که شرکت با میزان زیادی جریان نقدی آزاد روبرو باشد، احتمال بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران نیز افزایش می‌یابد (رجبی و محمدی، ۱۳۸۷).

مدیران در واحدهای تجاری که جریان نقدی آزاد بالایی دارند، در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که بازده غیر پولی را به وجود می‌آورد و موجب گسترش سرمایه‌گذاری

1. Conflict of Interest
2. Yang and Jiang
3. Net Present Value
4. Over-investment
5. Verdi
6. Free Cash Flow
7. Jensen

واحد تجاری و در نتیجه سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶). به‌طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت، فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. در واقع برخی از نواقص بازار سرمایه مانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، می‌تواند به فرایند سرمایه‌گذاری بیشتر از حد یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد منتهی گردد. به علت افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران، نقش مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و جریان نقدی آزاد بیش‌ازپیش اهمیت یافته است. از آنجایی که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، مشکلات نمایندگی و جریان نقدی آزاد، پیامدهایی همچون بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری را به دنبال دارد. این مقاله به بررسی سطوح سرمایه‌گذاری شرکت از جریان نقدی آزاد با حاکمیت شرکتی مختلف ادبیات قبل، ولی با پر کردن شکاف سرمایه‌گذاری کمتر از حد موضوع را گسترده کرده است. بنابراین این پژوهش بر آن است تا به بررسی تمایز جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی و سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر شرکت‌ها با ساختار راهبردی دولابه بپردازد.

## مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

سرمایه‌ی تأمین‌شده توسط سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های دولتی و خصوصی به‌عنوان یک نیروی حیاتی در بازارها محسوب می‌شود. ارزیابی مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری، بر عهده‌ی مدیران است. مدیران باید به‌صورت بهینه و در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش‌آفرینی کند، یعنی، طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت پذیرفته و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی رد شود (بیدل و هیلاری<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). به‌طور مفهومی، کفایت سرمایه‌گذاران زمانی حاصل می‌شود که شرکت در تمامی (فقط) طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص، مانند گزینش نادرست<sup>۲</sup> و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (بیدل، هیلاری و

1. Biddle and Hilary
2. Adverse Selection

وردی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹؛ وردی، ۲۰۰۶). علاوه بر این، کفایت سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند، هدایت شوند (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷).

عدم کفایت سرمایه‌گذاری، ریشه در نظریه‌ی نمایندگی<sup>۲</sup> و نظریه‌ی اقتصاد اطلاعات<sup>۳</sup> و مسائلی چون هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸). هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیسم‌های همسو نمودن منافع سهامداران و مدیران کاملاً کارا نیست، مدیران ممکن است از جریان‌های نقد آزاد استفاده نموده و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی را جهت افزایش منافع خود بکار گیرند که این اقدام به سرمایه‌گذاری بیش از حد منتهی می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶).

### سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری عبارت است از ارزش فعلی پول در یک دوره‌ی زمانی، به‌منظور کسب عایداتی در آینده که به سرمایه‌گذار برای زمان دریافت وجوه، نرخ مورد انتظار تورم و عدم اطمینان در پرداخت‌های آتی پاداش می‌دهد (رایلی و براون، ۲۰۰۹). واحدهای تجاری برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مشخص کنند (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). این امر، از طریق روش‌های ارزیابی طرح‌ها، از جمله ارزش فعلی خالص انجام می‌شود. مدیران در شرکت‌های تجاری، که جریان نقد آزاد بالایی دارند در طرح‌هایی که بازده غیرپولی به وجود می‌آورند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. در نتیجه موجب گسترش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شوند و به اصطلاح سرمایه‌گذاری بیش از حد در این شرکت‌ها رخ می‌دهد (جنسن، ۱۹۸۶).

بنابراین یکی از متغیرهایی که می‌تواند نقش مهمی در کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از

1. Biddle, Hilary and Verdi
2. Agency Theory
3. Information Economics Theory

جریان نقد آزاد ایفا کند، فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب پیش‌روی شرکت است (حبیب<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). حبیب (۲۰۱۱) با بررسی تأثیر فرصت‌های رشد بر ارزش‌گذاری جریان‌های 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 و همکاران (۱۳۹۲)، نیز پس از بررسی این موضوع در ایران نشان دادند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب، ارتباط بین جریان نقدی 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.

### جریان نقدی آزاد<sup>۲</sup>

جریان نقدی آزاد عبارت است از جریان نقدی حاصل از عملیات بعد از کسر مالیات، بدون احتساب بدهی‌ها و هزینه‌های بهره شرکت است؛ بنابراین، جریان نقدی آزاد، وجوه نقدی است، که بعد از پوشش دادن نیازهای سرمایه‌گذاری و سرمایه در گردش و با فرض نبود بدهی، در دسترس شرکت قرار می‌گیرد. در شرکت‌های بدون بدهی یا فاقد اهرم مالی، جریان نقدی آزاد، همان جریان نقدی حقوق صاحبان سهام است.

درواقع جریان نقدی آزاد عبارتند از: سود عملیاتی پس از مالیات، به اضافه هزینه‌های غیرنقدی پس از کسر سرمایه‌گذاری (افزایش در تغییرات) در سرمایه در گردش، اموال، ماشین‌آلات، تجهیزات و سایر دارایی‌ها. جریان‌های نقدی آزاد اغلب این امکان را فراهم می‌کند، تا مدیریت در صورت نبود ساختار حاکمیت شرکتی مناسب، به دستکاری سود اقدام کند. شرکت‌هایی که دارای جریان‌های نقدی آزاد بیشتری هستند، با مشکلات هزینه‌نمایندگی بیشتری روبرو می‌باشند؛ بویژه در شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری کم بوده یا از رشد کم برخوردارند.

1. Habib
2. free cash flow

جریان‌های نقد آزاد، عامل کلیدی در ایجاد مسأله‌ی سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد است. نظریه‌ی جریان‌های نقد آزاد، پیش‌بینی می‌کند که به موازات افزایش در جریان نقد آزاد، امکان دارد طرح‌هایی اجرا شود که دارای ارزش فعلی خالص منفی باشند. پس مشکلات نمایندگی می‌تواند موجب سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد شود (جنسن، ۱۹۸۶؛ پالینا و رنوگک<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵). از این رو، تضاد منافع در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا، در مقایسه با شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد پایین، شدیدتر است و مدیران به منظور رسیدن به منافع شخصی خود، انگیزه‌ی بیشتری جهت استفاده از جریان نقد آزاد برای پذیرش سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد دارند (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹، ثقفی و همکاران، ۱۳۹۰).

### حاکمیت شرکتی

به منظور بررسی رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی آزاد، حاکمیت شرکتی نیز تأثیر داده شد. استقرار یک نظام حاکمیت شرکتی موثر و کارا باعث می‌گردد منافع مدیران و مالکان در یک راستا قرار گیرد (جلوداری و همکاران، ۱۳۹۷). در ادبیات مالی حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط دید که هم بین شرکت و مالکان آن (سهامداران) و هم بین شرکت و عده‌ی زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب تئوری ذینفعان دیده می‌شود. بررسی کلی تعاریف حاکمیت شرکتی در متون علمی، نشان می‌دهد تمام آن‌ها ویژگی‌های مشترک و معینی دارند که یکی از مهم‌ترین آن‌ها پاسخگویی است (حساس یگانه، ۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی فرایند و ساختاری است که برای مدیریت و هدایت امور تجاری یک شرکت با هدف افزایش دادن ارزش سهامداران، مورد استفاده قرار می‌گیرد (جلوداری و همکاران، ۱۳۹۷). برخی از عوامل حاکمیت شرکتی داخلی (درون سازمانی) و حاکمیت شرکتی خارجی (برون سازمانی) عبارتند از:

### داخلی:

- تعداد اعضای (اندازه) هیئت مدیره

- تعداد جلسات هیأت مدیره
- دانش مالی اعضای هیأت مدیره
- جدایی نقش مدیرعامل از رئیس هیأت مدیره (دوگانگی وظیفه مدیرعامل)
- استقلال هیئت مدیره
- پاداش هیئت مدیره
- تمرکز مالکیت

#### خارجی:

- سرمایه‌گذاران نهادی
- تمرکز مالکیت نهادی
- مالکیت دولتی
- اندازه مؤسسه حسابرسی (جلوداری و همکاران، ۱۳۹۷).

#### دلایل اهمیت حاکمیت شرکتی

- چارچوبی را برای ایجاد اعتماد بلندمدت میان شرکت‌ها و تهیه‌کنندگان خارجی سرمایه فراهم می‌کند.
- با منصوب کردن مدیرانی که بانی تجربیات و ایده‌های جدید هستند، تفکر استراتژیک را به صدر شرکت هدیه می‌کند.
- مدیریت و نظارت بر ریسک جهانی پیش روی شرکت را منطقی می‌سازد.
- با تقسیم فرایند تصمیم‌گیری، اتکای به مدیران ارشد و مسئولیت آنان را محدود می‌سازد (سینا قدس<sup>۱</sup>، ۱۳۸۷).
- در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی را می‌توان شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی دانست که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. عناصری که در این صحنه حضور دارند عبارتند از: سهامداران و ساختار مالکیت ایشان، اعضاء هیئت مدیره و ترکیبات آنان،

---

1. Sina Quds (2008)



مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفعان که کماکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند. در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حکمرانی بر سازمان‌ها و همچنین عملکرد آن‌ها می‌تواند داشته باشد. عوامل حاکمیت شرکتی به سه دسته کلی تقسیم می‌شوند. ۱. ویژگی‌های ساختار مالیکت ۲. ویژگی‌های هیئت مدیره ۳. ویژگی‌های هیئت ناظران. با توجه به این که مکانیزم حاکمیت شرکتی در بانک‌ها و مؤسسات مالی اعتباری دولایه و منحصر به فرد است به این حساب که مالکیت و نظارت از هم جدا می‌باشد. مالکیت بیشتر توسط دولت، مؤسسات یا افراد اداره می‌شود. عوامل حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها متفاوت می‌باشد. به دلیل اینکه پس‌زمینه‌های نهادی شرکت‌ها و مکانیزم حاکمیت شرکتی مانند بانک‌ها منحصر بفرد هستند و مکانیزم حاکمیت شرکتی در بانک‌ها یک سیستم دو لایه است در حالی که مکانیزم حاکمیت شرکتی در سایر شرکت‌ها مانند بیمه سیستم یک لایه است. در یک هیئت یک لایه همه مدیران (هم مدیران اجرائی و هم مدیران غیر اجرائی) به صورت یک هیئت مدیره هستند ولی در یک هیئت دولایه یک هیئت اجرائی و یک هیئت نظارت جداگانه وجود دارد (هم مدیران اجرائی و هم مدیران غیراجرائی).

در سال‌های اخیر در کشور چین نیز دولت چندین مقررات مرتبط از ابتدای سال ۲۰۰۱ اعلام کرد که هیئت مدیره با مدیران خارج به منظور بهبود اثربخشی حاکمیت شرکتی از همدیگر جدا باشند. در مجموع حاکمیت شرکتی در اتحادیه اروپا مانند آلمان و هلند دارای سیستم دولایه هستند یعنی دارای هیئت مدیره اجرایی و هیئت مدیره نظارتی هستند که کشور چین نیز دارای سیستم دولایه است، اما انگلیس، آمریکا و ایران دارای سیستم تک‌لایه هستند مانند بیمه‌ها ولی بعضی از سازمان‌ها مانند بانک‌ها با ساختار راهبردی دولایه هستند. به منظور محاسبه حاکمیت شرکتی در بانک‌ها و مؤسسات مالی اعتباری از سیزده متغیر استفاده شده است که در جدول شماره ۱ شرح داده شده است.

جدول ۱. متغیرهای سنجش حاکمیت شرکتی

تعاریف متغیرها	زیرمجموعه‌های حاکمیت شرکتی	مجموعه‌های حاکمیت شرکتی
یک متغیر مجازی است که اگر بزرگترین سهام‌دار کمتر از ۲۵ درصد سهام داشته باشد برابر با یک در غیر این صورت صفر.	بزرگترین سهام‌دار D1	متغیر مالکیت
یک متغیر مجازی است که اگر بزرگترین سهام‌دار بیشتر از ۲۵ درصد سهام داشته باشد برابر با یک و در غیر این صورت صفر.	بزرگترین سهام‌دار D2	متغیر مالکیت
متغیر تمرکز مالکیت که به وسیله متوسط (میانگین) مربع از ۳ بزرگترین مالکیت سهام‌داران.	Herfi3	متغیر مالکیت
یک متغیر مجازی است که اگر بزرگترین سهام‌دار یک سهام‌دار دولتی باشد برابر با یک در غیر این صورت صفر.	دولت	متغیر مالکیت
یک متغیر مجازی است که اگر شرکت پذیرفته شده دارای سهام B است برابر با یک در غیر این صورت صفر.	سهام B (دادوستد سهام به ارزشهای خارجی)	متغیر مالکیت
نسبت سهم قابل معامله به کل سهام.	سهم قابل معامله	متغیر مالکیت
یک متغیر مجازی است که اگر مدیر عامل شرکت و رئیس هیئت مدیران در شرکت همان شخص باشد برابر با یک در غیر این صورت صفر.	دوگانگی مدیرعامل شرکت (CEO)	ویژگی‌های هیئت مدیره
تعداد کل مدیران در هیئت.	اندازه هیئت	ویژگی‌های هیئت مدیره
تعداد کل مدیران اجرایی هیئت.	اندازه مدیران	ویژگی‌های هیئت مدیره
نسبت کل مدیران بیرونی به تعداد کل مدیران هیئت.	مدیران خارج	ویژگی‌های هیئت مدیره
نسبت تعداد مدیرانی که حقوق و مزایا از شرکت دریافت نمی‌کنند به کل مدیران در هیئت.	مدیران غیر پرداختی (غیرمؤلف)	ویژگی‌های هیئت مدیره
تعداد کل سرپرستان در هیئت ناظران.	اندازه سرپرست (ناظر)	ویژگی‌های هیئت ناظران
نسبت تعداد سرپرستانی که حقوق و مزایا دریافت نمی‌کنند به تعداد کل سرپرستان هیئت.	ناظران غیر پرداختی	ویژگی‌های هیئت ناظران

بر اساس ادبیات قبلی (جنسن و مک لینگ<sup>۱</sup>، مایرز و مجلوف<sup>۲</sup>، ۱۹۸۴؛ لاپورتا، لویز

1. Jensen and Meckling
2. Myers and Majluf

دی سایلنس، شلیفر و ویشنی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰؛ مالمندیز و تیت<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵ و ریچاردسون، ۲۰۰۶) انتظار یک ضریب مثبت معنی‌دار برای  $\beta_1$ ، یک ضریب منفی برای هر یک از عوامل حاکمیتی متقابل که حاکمیتی خوب را افزایش می‌دهند مانند بزرگترین سهام‌دار  $D_1$ ، Herfi<sub>3</sub> سهام B، اندازه هیئت، اندازه مدیران اجرایی، مدیران غیر مؤلف، اندازه ناظران و ناظران غیرمؤلف و همچنین یک ضریب مثبت برای هر یک از آنهایی که حاکمیت بد را افزایش می‌دهند مانند بزرگترین سهامدار  $D_2$ ، دولت، مدیرعامل شرکت و مدیران بیرونی، می‌رود.

### پیشینه پژوهش

در جداول زیر، خلاصه‌ای از پژوهش‌های خارجی و داخلی انجام شده مرتبط با موضوع پژوهش، آورده شده است.

جدول ۲. خلاصه‌ای از پژوهش‌های خارجی انجام شده

نتایج پژوهش	پژوهش‌گر
نتایج پژوهش نشان داد که بین جریان‌های نقدی آزاد، سرمایه‌گذاری مازاد و حاکمیت شرکتی رابطه معناداری وجود دارد. همچنین مالکیت نهادی، اندازه هیئت مدیره و اهرم نیز با سرمایه‌گذاری رابطه معناداری دارند.	چن، سان و زو <sup>۳</sup> (۲۰۱۶)
نتایج نشان داد که جریان نقد آزاد با قابلیت پیش‌بینی سود شرکت‌ها رابطه منفی معناداری دارد. همچنین حاکمیت شرکتی خوب بر این رابطه اثرگذار است.	الدماری و اسماعیل <sup>۴</sup> (۲۰۱۴)
نشان دادند که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی خوب وابستگی شرکت‌ها را به جریان‌های نقد داخل شرکت، کاهش می‌دهد و در نتیجه محدودیت‌های مالی برای چنین شرکت‌هایی کاهش می‌یابد.	فرانسیس، حسن، سونگ و ویزمن <sup>۵</sup> (۲۰۱۳)

1. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny
2. Malmendier and Tate
3. Chen, Sun and Xu
4. Al-Dhamari and Ismail
5. Francis, Hasan, Song and Waisman

ادامه جدول ۲. خلاصه‌ای از پژوهش‌های خارجی انجام شده

پژوهش‌گر	نتایج پژوهش
چن، چونلی و گوانو <sup>۱</sup> (۲۰۱۳)	نشان دادند که رابطه بین مالکیت خارجی و کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که مالکیت دولتی و نهادی کمتری دارند، قوی‌تر است. یافته‌های آن‌ها اهمیت نقش نوع مالکیت در تعیین رفتار سرمایه‌گذاری شرکت را برجسته می‌کند.
چئونگ، استورایتیس و تان <sup>۲</sup> (۲۰۱۱)	شرکت‌های با حاکمیت شرکتی، مناسب‌تر می‌توانند کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق کاهش محدودیت تأمین مالی و هزینه‌های سرمایه و از طریق فراهم آوردن مکانیزم‌های نظارتی و کنترلی مناسب در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری، بهبود بخشند.
بیلت و گارفینکل و ژیانگ <sup>۳</sup> (۲۰۱۱)	مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی را بین مدیران و سرمایه‌گذاران تا حدی کاهش دهد. بنابراین، هزینه‌های انتخاب ناسازگار نیز با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یافته و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری بهبود می‌یابد.
فاتما و چیتی <sup>۴</sup> (۲۰۱۱)	نتایج آن‌ها نشان داد که شرکت‌ها با مشکل بیش سرمایه‌گذاری از سطوح بالاتری از اهرم مالی برخوردارند و مطابق با فرضیه جریان نقدی آزاد تأثیر اهرم مالی بر جریان نقدی آزاد به‌طور قابل توجهی منفی است.
ریچاردسون <sup>۵</sup> (۲۰۰۶)	سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در شرکت با جریان نقدی آزاد در ارتباط است که با توضیح هزینه نمایندگی سازگار است.
مورگادو و پیندادو <sup>۶</sup> (۲۰۰۳)	رابطه‌ی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت به جای این که خطی باشد، نامی (درجه دوم) است. در نتیجه، سطح بهینه‌ای از سرمایه‌گذاری در شرکت وجود دارد.
هوبارد <sup>۷</sup> (۱۹۹۸)	یک رابطه مثبت بین جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری وجود دارد و دو دلیل برای اثبات این فرضیه آورده شد یکی عدم تقارن اطلاعات و دیگری هزینه‌های نمایندگی است.
جنسن (۱۹۸۶)	جریان نقدی آزاد در واحد تجاری، موجب سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد واحد تجاری می‌شود.
مودیلیانی و میلر <sup>۸</sup> (۱۹۵۸)	اظهار داشتند که در بازار سرمایه مناسب هیچ ارتباطی بین جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری در سطح شرکت وجود ندارد.

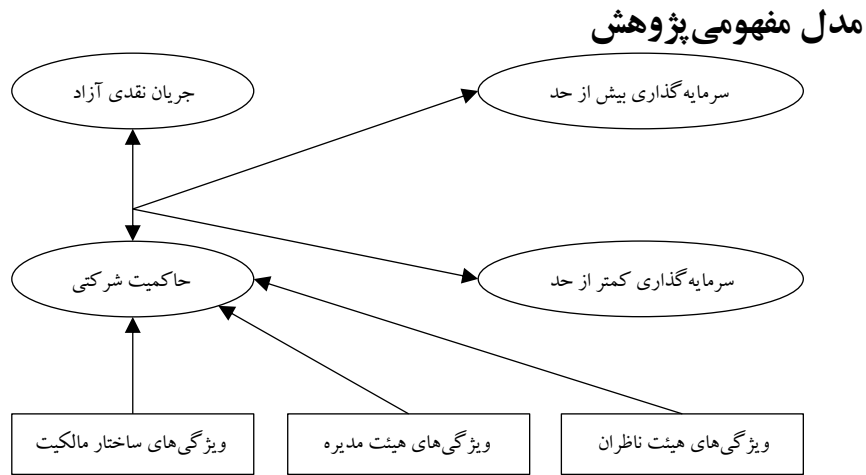
1. Chen, Chunlei and Guanyu
2. Cheung, Stouraitis and Tan
3. Billet, Garfinkel and Jiang
4. Fatma and Chichti
5. Richardson
6. Morgado and Pindado
7. Hubbard
8. Modigliani and Miller

جدول ۳. خلاصه‌ای از پژوهش‌های داخلی انجام شده

پژوهش‌گر	نتایج پژوهش
دلنقدی، دارابی و حسن زاده چولن (۱۳۹۵)	یافته‌ها نشان داد که تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را به طور کلی و در شرکت‌های سیمانی و پتروشیمی تأیید و در شرکت‌های دارویی تأیید نکرد.
کیان (۱۳۹۲)	مشخص گردید که در شرکت‌های با سطح بالایی از تنوع محصولات، رابطه میان سهام شناور آزاد و نرخ نسبی سرمایه‌گذاری منفی و معنادار و رابطه بین مالکیت بلوکی و نقش دوگانه مدیرعامل با ارزش افزوده نسبی مثبت و معنادار است، در حالی که بین سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری (نرخ نسبی سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نسبی) در شرکت‌های با سطح بالای تنوع محصول رابطه معناداری وجود ندارد.
ثقفی و همکاران (۱۳۹۰)	جریان نقدی آزاد را عاملی برای سرمایه‌گذاری بیش از حد دانستند.
تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸)	نشان دادند که جریان نقد آزاد و محدودیت در تأمین مالی، به ترتیب سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد را به دنبال خواهد داشت.
حساس یگانه و پوریا نسب (۱۳۸۴)	بیان می‌کنند که با فعال‌تر بودن سهامدار، نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت بهتر انجام می‌شود و مشکلات نمایندگی کاهش می‌یابد. افزون بر این، سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان مالکان عمده شرکت، مسئول اثرگذاری بر مدیریت شرکت هستند تا نقش مؤثری در سرمایه‌گذاری آن‌ها ایفا کنند.

منبع: تلخیص محقق

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

## فرضیه‌های پژوهش

### فرضیه اصلی

جریان نقدی آزاد بر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی با سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با ساختار راهبردی دولابه (بانک‌ها و مؤسسات مالی اعتباری) رابطه دارد.

### فرضیه‌های فرعی

- فرضیه اول:** جریان‌های نقدی آزاد با سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه دارد.
- فرضیه دوم:** جریان‌های نقدی آزاد با سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه دارد.
- فرضیه سوم:** ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه دارد.
- فرضیه چهارم:** ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه دارد.
- فرضیه پنجم:** جریان نقدی آزاد بر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی با سرمایه‌گذاری - بیش از حد رابطه دارد.

**فرضیه ششم:** جریان نقدی آزاد بر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه دارد.

## روش‌شناسی پژوهش

پژوهش مورد نظر از نظر هدف، کاربردی است. طرح پژوهش نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. همچنین با توجه به ماهیت داده‌های پژوهش، از رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. داده‌های این پژوهش مبتنی بر ارقام و اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌هاست. همچنین از همه داده‌های مالی تاریخی که از گزارش‌های سالیانه شرکت‌های عمومی دولتی، اطلاعات بازار و حاکمیت شرکتی بدست آمده از پایگاه اطلاعاتی استفاده شده است. برای جمع‌آوری اطلاعات مبانی نظری و پیشینه پژوهش، روش کتابخانه‌ای به کار گرفته شده است. بدین منظور از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین و داده‌های مورد نیاز از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و همچنین از نرم افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز گردآوری شده است.

## جامعه و نمونه آماری

جامعه‌ی آماری شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با ساختار راهبردی دو لایه است. برای انتخاب نمونه، شرایط زیر مشخص شد:

۱. پایان سال مالی شرکت‌ها، پایان سال باشد.
۲. شرکت انتخاب شده، جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی باشد (به دلیل سیستم دو لایه بودن آن‌ها).
۳. اطلاعات شرکت‌ها کامل در دسترس باشد.

بعد از بررسی این شرایط با استفاده از فرمول کوکران و نمونه‌گیری احتمالی طبقه‌ای حدود

۱۵۲ شرکت از بانک‌ها و مؤسسات مالی اعتباری مختلف در بین سال‌های ۱۳۹۲ - ۱۳۸۸ به عنوان نمونه انتخاب شدند.

## مدل‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه اول و دوم از مدل زیر استفاده شده است.

$$I_{new,t} = \beta_0 + \beta_1 FCF > 0 + \beta_2 FCF < 0 + \varepsilon \quad \text{مدل اول (۱)}$$

برای آزمون فرضیه سوم و چهارم از مدل زیر استفاده شده است.

$$I_{new,t} = \beta_0 + \beta_1 \sum \text{Governance\_Factors} + \varepsilon \quad \text{مدل دوم (۲)}$$

همچنین به منظور تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری بیش و کمتر از حد و جریان نقدی آزاد با اجرای رگرسیون زیر بررسی شده است.

مدل سوم (۳)

$$I_{new,t} = \beta_0 + \beta_1 FCF + \beta_2 \sum \text{Governance\_Factors} + \beta_3 \sum \text{Governance\_Factors} \times FCF + \varepsilon.$$

که در آن:

$I_{new,t}$ : برابر با سرمایه‌گذاری می‌باشد که از جزء باقی‌مانده مدل زیر استفاده شده است.

مدل چهارم (۴)

$$I_{new,t} = \beta_0 + \frac{\beta_1 V}{P} + \beta_2 \text{Leverge} + \beta_3 \text{cash} + \beta_4 \text{age} + \beta_5 \text{size} + \beta_6 \text{stok returns}_{t-1} + I_{new,t-1} + \varepsilon$$

که در این مدل داریم:

$V/P$  = ارزش بازار شرکت تقسیم بر قیمت سهام

$\text{Leverge}$  = ارزش دفتری کل بدهی تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها

$\text{cash}$  = وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای دوره

$\text{age}$  = عمر شرکت برابر است با تعداد سال‌هایی که شرکت فعالیت دارد.



size = لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در ابتدای سال  
 $stokreturns_{t-1}$  = بازده سهام سالیانه در سال قبل  
 $I_{new,t-1}$  = سرمایه‌گذاری جدید دوره قبل  
 $FCF$  = جریان‌های نقدی آزاد  
 $Governance\_Factors$  = ویژگی‌های حاکمیتی شرکتی

### متغیرهای پژوهش

در جدول شماره ۴ متغیرهای پژوهش و نحوه بدست آوردن متغیرها آورده شده است.

جدول ۴. متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	نحوه‌ی محاسبه متغیرها
جریان نقدی آزاد (FCF)	جریان نقدی فراتر از آن‌چه که برای حفظ دارایی‌ها در محل (I maintenance) لازم است و به منظور تأمین مالی مورد انتظار یا بهینه سرمایه‌گذاری‌های جدید (I new) تعریف می‌کنیم (ریچاردسون، ۲۰۰۶). $FCF_t = CFAIP_{t,t} - I_{new,t}$ $CFAIP_{t,t} = CFO - I_{maintenance,t}$
سرمایه‌گذاری کل (Itotal)	$Itotal = CAPEX + Acquisitions - sale\ ppe$
هزینه سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید (استرانگ و مایر، ۱۹۹۰)	$I_{new,t} = ITOTAL_{t,t} - I_{MAINTENANCE,t}$
جریان نقد ایجاد شده از دارایی‌ها	$CFAIP_{t,t} = CFO - I_{maintenance,t} + RD$
مدل مخارج سرمایه‌گذاری (ریچاردسون، ۲۰۰۶)	$INEW_{t,t} = \beta_0 + \beta_1 V/P_{t-1} + \beta_2 Leverage_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Aget_{t-1} + \beta_5 Sizer_{t-1} + \beta_6 Stock\ Return_{t-1} + \beta_7 INEW_{t-1} + \sum Year\ Indicator + \sum Industry\ Indicator$

1. Strong and Meyer

ادامه جدول ۴. متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	نحوه‌ی محاسبه متغیرها
v/p	از نسبت ارزش موسسه (VAIP) و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.
VAIP	$(1 - \alpha)rBV + \alpha(1 + r)X_{ard}$ $r = 0/05$ $w = 0/62$ $\alpha = (w/(1+r-w))$
رابطه بین سرمایه‌گذاری بیش و کمتر از حد با جریان نقدی آزاد	$I_{\varepsilon_{new,t}} = \beta_0 + \beta_1 FCF > 0 + \beta_2 FCF < 0 + \varepsilon$
تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی آزاد	$INEW_{,t} = \beta_0 + \beta_1 FCF + \beta_2 \sum Governance\_Factors + \beta_3 \sum Governance\_Factors \times FCF + \varepsilon$

در قسمت ذیل برخی از علائم اختصاری موجود در جدول شماره ۴ شرح داده شده است که عبارت‌اند از:

CAPEX: مجموع هزینه سرمایه

Acquisitions: هزینه خرید

sale ppe: فروش اموال (دارایی)، ماشین آلات، کارخانه و تجهیزات

RD: هزینه پژوهش و توسعه

Inew: هزینه سرمایه‌گذاری پروژه‌های جدید

I\*new,t: مخارج سرمایه‌گذاری مورد انتظار در پروژه‌های با NPV مثبت

I<sup>ε</sup>NEW,t: مخارج غیرنرمال (غیرمنتظره) سرمایه‌گذاری

CFO: جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی

Imaintance: مخارج سرمایه‌گذاری لازم به منظور حفظ دارایی‌ها در محل

$v/p$ : اندازه‌گیری فرصت‌های رشد

$W$ : برابراست با پارامتر مداوم سودهای غیرنرمال از چارچوب اهلسون<sup>۱</sup> (۱۹۹۵)

$BV$ : ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام مشترک،  $d$  سود سهام سالانه و  $X$  درآمد عملیاتی پس از استهلاک.  $B/M$  نسبت ارزش دفتری به بازار که از نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.  
 $Age$ : سن از لگاریتم تاریخ عمر شرکت یعنی از ابتدای سالی که در بورس پذیرفته شده است.

$Size$ : اندازه از لگاریتم کل دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

$Leverage$ : اهرم مالی عبارت است از ارزش دفتری کل بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم بر مجموع ارزش دفتری کل بدهی و حقوق صاحبان سهام.

$Cash$ : برابر با وجه نقد و سرمایه‌گذاری تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای دوره.

$Stock Return$ : بازده سهام عبارت است از بازده سهام سالیانه برای سال قبل از سال سرمایه‌گذاری که به عنوان تغییر در ارزش بازار موسسه طی سال قبل اندازه‌گیری می‌شود.

$Year Indicator$ : متغیر سال

$Industry Indicator$ : متغیر صنعت

## تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

### آمار توصیفی

با توجه به جدول شماره ۵ بین میانگین و میانه اختلاف اندکی وجود دارد که بیانگر معمول بودن توزیع مشاهدات است.

1. Ohlson

جدول ۵. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانتگین	انحراف معیار	میانه	چارک اول	چارک سوم
هزینه سرمایه	۰/۰۶۸	۰/۰۸۱	۰/۰۶۵	۰/۰۲۱	۰/۰۸۵
هزینه خرید	۰/۰۲۳	۰/۰۷۶	۰/۰۱۸	۰	۰/۰۳۰
فروش دارایی	۰/۰۰۴	۰/۰۳۱	۰/۰۰۱	۰	۰/۰۰۲
سرمایه‌گذاری نگهداری دارایی	۰/۰۵۵	۰/۰۴۶	۰/۰۴۶	۰/۰۳۱	۰/۰۶۶
سرمایه‌گذاری جدید	۰/۰۷۲	۰/۱۳۲	۰/۰۶۹	-۰/۰۰۱	۰/۱۱۷
سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد	۰/۲۵۵	۰/۲۴۴	۰/۲۰۲	۰/۱۱۲	۰/۳۴۱
حاکمیت شرکتی	۰/۱۰	۰/۱۵	۰/۰۸	۰/۰۱	۰/۱۶
وجه نقد عملیاتی دوره قبل	۰/۰۸	۰/۱۲	۰/۰۷	۰/۰۱	۰/۱۵
وجه نقد عملیاتی دوره جاری	۰/۰۹	۰/۱۴	۰/۰۶	۰/۰۱	۰/۱۸
وجه نقد عملیاتی دوره بعد	۰/۱۱	۰/۱۸	۰/۰۹	۰/۰۰	۰/۲۰
جریان نقدی آزاد	-۰/۲۲	۰/۲۸	-۰/۱۸	-۰/۳۱	-۰/۰۷
وجه نقد	۰/۰۶	۰/۰۸	۰/۰۳	۰/۰۱	۰/۰۷
اهرم	۰/۲۲	۰/۲۴	۰/۱۹	۰/۱۳	۰/۲۹
اندازه شرکت	۶/۴۵	۰/۶۲	۶/۴۱	۶/۱۰	۶/۷۸
فرصت سرمایه‌گذاری	۰/۱۴	۰/۱۶	۰/۱۲	۰/۰۴	۰/۲۴
سودخالص به دارایی‌ها	۰/۳۲	۰/۳۴	۰/۳۹	۰/۲۳	۰/۴۹

منبع: یافته‌های تحقیق

مطابق با جدول شماره ۶ با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آزمون F یعنی سطح نیکویی برازش (۰/۰۰) کمتر از (۰/۰۵) است، می‌توان گفت که رگرسیون معنی‌دار است و همچنین با توجه به این که سطح معنی‌داری متغیرها کمتر از ۰/۰۵ است، آن‌ها نیز معنی‌دار هستند. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۲۹۳ است که متغیرهای مستقل ۲۹ درصد متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. مقدار آماره دورین واتسن ۱/۹۵۲ است که نشان می‌دهد که همبستگی بین مانده‌های متوالی وجود ندارد. آزمون هاسمن نشان از این که از روش اثرات تصادفی استفاده شده است. با توجه به سطح معنی‌داری (۰/۰۵) و آزمون t، حاکمیت شرکتی و جریان نقدی آزاد با

سرمایه‌گذاری بانک‌ها و مؤسسات مالی اعتباری رابطه‌ای معنادار دارند. همچنین با توجه به نتایج رگرسیون مدل ارائه شده در جدول شماره ۶ مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری مربوط به حاکمیت شرکتی \* جریان نقدی آزاد کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد بنابراین جریان نقدی آزاد بر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی با سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با ساختار راهبردی دولایه (بانک‌ها و مؤسسات مالی اعتباری) رابطه معناداری دارد.

جدول ۶. نتایج رگرسیون مربوط به فرضیه اصلی

معنی‌داری	ضرایب	نام متغیر
۰/۰۱۲	۱/۱۳	ضریب ثابت
۰/۰۳۹	-۰/۵۲۹	حاکمیت شرکتی
۰/۰۳۰	۲/۱۶	جریان نقدی آزاد
۰/۰۲۶	۱۱/۶۱	حاکمیت شرکتی * جریان نقدی آزاد
۰/۰۱۲۱	۰/۱۰۱	وجه نقد
۰/۰۰	۱۳/۲۰	اندازه
۰/۰۳۵	-۰/۳۲۳	اهرم
۰/۰۱۵	۰/۱۹۷	نرخ بازده دارایی‌ها
۰/۰۳۲	-۰/۱۳۱	رشد
۰/۰۱۰	۰/۲۳۰	سن
۰/۳۲۷		ضریب تعیین
۰/۲۹۳		ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	۹/۰۹۲	آماره F
۰/۵۷۳		همبستگی بین سرمایه‌گذاری بانک‌ها و جریان نقدی آزاد
۱/۹۵۲		آماره دوربین واتسن
۰/۰۱۳۲	۱/۳۲۲	آماره چاو
۰/۰۲	۱۳/۲۲	آماره هاسمن

منبع: یافته‌های تحقیق

## رابطه بین مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، جریان نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش / کمتر از حد در بانک‌ها و مؤسسات مالی

رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی، جریان نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش و کمتر از حد در بانک‌ها و مؤسسات مالی در جدول شماره ۷ نمایان است. مطابق با جدول شماره ۷ رابطه مثبت و معنی‌داری بین سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و جریان نقدی آزاد وجود دارد. یعنی می‌توان گفت که یک رابطه قوی و معنادار سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در شرکت‌هایی با جریان نقدی آزاد بالا در مقابل شرکت‌هایی با جریان نقدی آزاد پایین پذیرفته می‌شود. از میان سیزده عامل حاکمیتی مستقل، بزرگ‌ترین سهامدار  $D_1$ ، بزرگ‌ترین سهامدار  $D_2$ ، تمرکز مالکیت، اندازه سرپرستان، دوگانگی مدیرعامل شرکت، مدیران بیرونی و مدیران غیرموظف به طور آماری با سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در ارتباط هستند که این مورد نشان می‌دهد که مالکیت پراکنده، سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد را تسهیل می‌دهد در حالی که تمرکز مالکیت، سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد را محدود می‌کند. در میان این سیزده اقلام بین عوامل حاکمیت شرکتی و جریان نقدی آزاد تعامل وجود دارد و بزرگ‌ترین سهامدار  $FCF * D_1$ ، بزرگ‌ترین سهامدار  $FCF * D_2$ ، دولت \* جریان نقدی آزاد، سهام قابل معامله  $FCF *$ ، اندازه هیئت مدیره  $FCF *$ ، اندازه سرپرستان \*  $FCF$  و اندازه مدیران بیرونی  $FCF *$  نیز از نظر آماری معنی‌دار است. همان‌طور که انتظار می‌رفت شرکت‌های پذیرفته شده با اندازه بزرگ‌تر هیئت ناظر سطوح پایین‌تری از سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، از جریان نقدی آزاد تجربه می‌کنند. در مجموع نتایج پژوهش نشان می‌دهد که برخی ساختارهای حاکمیت مثل تمرکز مالکیت و اندازه هیئت ناظران آشکارا سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد را کاهش می‌دهند.

طبق جدول شماره ۷ یک رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری کمتر از حد و جریان نقدی آزاد وجود دارد. همچنین از بین سیزده عوامل حاکمیتی مستقل، بزرگ‌ترین سهامدار  $D_1$  و اندازه سرپرستان با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، رابطه منفی دارند، بزرگ‌ترین سهامدار  $D_2$ ، تمرکز مالکیت، دوگانگی مدیرعامل شرکت، مدیران بیرونی و مدیران غیرموظف با سرمایه‌گذاری کمتر

از حد، رابطه مثبت دارند. نتایج نشان می‌دهد که مالکیت پراکنده برخلاف این که میزان سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد را افزایش می‌دهد ولی میزان سرمایه‌گذاری کمتر از حد را کاهش می‌دهد در حالی که تمرکز مالکیت، دوگانگی مدیرعامل شرکت و مدیران بیرونی بیشتر، ارتباط بیشتری با سرمایه‌گذاری کمتر از حد برای شرکت‌هایی که با کمبود وجه نقد مواجه هستند، دارند. از میان این سیزده متغیر بین حاکمیت شرکتی و جریان نقدی آزاد، بزرگ‌ترین سهام‌دار  $D_2$   $FCF$  \*، دولت  $FCF$  \*، اندازه هیئت‌مدیره  $FCF$  \*، مدیران بیرونی  $FCF$  \* با سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه مثبت وجود دارد در حالی که بین بزرگ‌ترین سهام‌دار  $D_1$   $FCF$  \*، سهام قابل معامله  $FCF$  \* و اندازه سرپرستان  $FCF$  \* با سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه منفی وجود دارد. جالب توجه است که علامت ضرایب برای دولت و سهام قابل معامله \* جریان نقدی آزاد معکوس نیستند با این که مقدار سرمایه‌گذاری کمتر از حد تغییر کرده است. ضرایب مثبت و معنی‌داری دولت \* جریان نقدی آزاد نشان می‌دهد که برای شرکت‌های با مالکیت دولت، سرمایه‌گذاری کمتر از حد شدیدتر است وقتی که جریان نقدی آزاد بالا است. ضرایب منفی و معنی‌داری سهام قابل معامله \* جریان نقدی آزاد نشان‌دهنده این است که وقتی جریان نقدی آزاد بالا است، سرمایه‌گذاری کمتر از حد با شدت کمی است و این یعنی این که نظارت سرمایه‌گذاران بیرونی یا بازار سرمایه نقش مهمی در کاهش سرمایه‌گذاری کمتر از حد ایفا می‌کنند. مطابق با ادبیات قبلی و انتظارات، ضرایب اندازه هیئت‌مدیره و مدیران بیرونی \* جریان نقدی آزاد رابطه مثبت و معناداری دارد که نشان‌دهنده این است که اندازه هیئت‌مدیره و نسبت مدیران بیرونی ارتباط بیشتری با سرمایه‌گذاری کمتر از حد دارند. اندازه بزرگ‌تر مدیران دلالت بر نظارت ضعیف‌تر مدیریت دارد و منجر به شدیدتر شدن سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود. برای مدیران بیرونی، آن‌ها یک انگیزه قدرت‌مند برای مدیریت منظم ندارند. اهرم مالی نیز نشان‌دهنده یک رابطه منفی هم با سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و هم با سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌باشد.

جدول ۷. رابطه بین مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، جریان نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری  
بیش/کمتر از حد در بانک‌ها

متغیر	مقادیر سرمایه‌گذاری بیش از حد	متغیر	مقادیر سرمایه‌گذاری کمتر از حد
ضریب ثابت	۰/۰۰۱	ضریب ثابت	۰/۰۹۲
جریان نقدی آزاد	۰/۳۲۱	جریان نقدی آزاد	-۰/۱۲۵
بزرگ‌ترین سهامدار D1	۰/۰۱۲	بزرگ‌ترین سهامدار D1	-۰/۰۰۷
بزرگ‌ترین سهامدار D2	-۰/۰۱۳	بزرگ‌ترین سهامدار D2	۰/۰۰۷
تمرکز مالکیت Herfi3	-۰/۰۳۱	تمرکز مالکیت Herfi3	۰/۱۶
دولت	-۰/۰۰۴	دولت	-۰/۰۰۳
سهام B	-۰/۰۰۷	سهام B	۰/۰۰۲
سهام قابل معامله	-۰/۰۰۳	سهام قابل معامله	-۰/۰۰۶
دوگانگی مدیرعامل شرکت	-۰/۰۰۴	دوگانگی مدیرعامل شرکت	۰/۰۰۵
اندازه هیئت مدیره	-۰/۰۰۰۶	اندازه هیئت مدیره	-۰/۰۰۰۷
اندازه سرپرستان	-۰/۰۰۱	اندازه سرپرستان	-۰/۰۰۰۵
اندازه مدیران اجرایی	-۰/۰۰۰۷	اندازه مدیران اجرایی	-۰/۰۰۰۱
مدیران بیرونی	۰/۰۰۴	مدیران بیرونی	۰/۰۲۱
مدیران غیرموظف	-۰/۰۰۵	مدیران غیرموظف	۰/۰۱۲
سرپرستان غیرموظف	-۰/۰۰۰۷	سرپرستان غیرموظف	۰/۰۰۹
بزرگ‌ترین سهامدار D1* FCF	۰/۰۲۹	بزرگ‌ترین سهامدار D1* FCF	-۰/۰۳۸
بزرگ‌ترین سهامدار D2 FCF *	-۰/۰۲۹	بزرگ‌ترین سهامدار D2 FCF *	۰/۰۳۸
Herfi3* FCF	-۰/۱۵۰	Herfi3* FCF	۰/۰۵۵
دولت* FCF	۰/۰۵۱	دولت* FCF	۰/۰۴۱
سهام B* FCF	۰/۱۱۶	سهام B* FCF	۰/۰۶۸
سهام قابل معامله* FCF	-۰/۰۴۴	سهام قابل معامله* FCF	-۰/۲۳۶



ادامه جدول ۷. رابطه بین مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، جریان نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش/کمتر از حد در بانک‌ها

مقادیر سرمایه‌گذاری کمتر از حد		متغیر	مقادیر سرمایه‌گذاری بیش از حد		متغیر
۰/۰۳۱	(۱/۰۳)	دوگانگی مدیرعامل شرکت * FCF	-۰/۰۱۵	(-۰/۳۷)	دوگانگی مدیرعامل شرکت * FCF
۰/۰۰۷	(۲/۰۰)**	اندازه هیئت مدیره * FCF	-۰/۰۱۰	(-۱/۶۹)*	اندازه هیئت مدیره * FCF
-۰/۰۰۶	(-۱/۷۶)*	اندازه سرپرستان * FCF	-۰/۰۱۵	(-۲/۰۱)**	اندازه سرپرستان * FCF
-۰/۰۰۴	(-۰/۸۲)	اندازه مدیران اجرایی * FCF	-۰/۰۰۱	(-۰/۱۵)	اندازه مدیران اجرایی * FCF
۰/۲۹۸	(۴/۳۳)**	اندازه مدیران بیرونی * FCF	۰/۰۱۲	(۱/۷۰)*	اندازه مدیران بیرونی * FCF
۰/۰۰۶	(۰/۱۴)	اندازه مدیران غیرموظف * FCF	-۰/۰۶۱	(-۰/۷۵)	اندازه مدیران غیرموظف * FCF
۰/۰۲۰	(۰/۵۲)	اندازه سرپرستان غیرموظف * FCF	-۰/۰۲۲	(-۰/۳۸)	اندازه سرپرستان غیرموظف * FCF
-۰/۰۰۱	(-۱/۳۰)	اندازه	-۰/۰۰۱	(-۰/۶۷)	اندازه
-۰/۰۴۰	(-۶/۹۱)**	اهرم مالی	-۰/۰۰۶	(-۵/۶۸)**	اهرم مالی
۰/۱۵۱		R2 تعدیل شده	۰/۰۱۳		R2 تعدیل شده
۳۳۹		تعداد مشاهدات	۲۱۸		تعداد مشاهدات

\*\*\* ۱٪ \* ۵٪ \* ۱۰٪

منبع: یافته‌های تحقیق

به طور خلاصه نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری بیش از حد با جریان نقدی آزاد، بزرگ‌ترین سهام‌دار  $D_1$ ، مدیران بیرونی، بزرگ‌ترین سهام‌دار  $D_1 * FCF$ ، دولت \* FCF، اندازه مدیران بیرونی \* FCF رابطه مثبت و معنی‌داری دارد ولی با بزرگ‌ترین سهام‌دار  $D_2$ ، تمرکز مالکیت، اندازه‌ی سرپرستان، دوگانگی مدیرعامل شرکت، مدیران غیرموظف، بزرگ‌ترین

سهام‌دار  $FCF * D_2$ ، اندازه سرپرستان  $FCF *$ ، سهام قابل معامله  $FCF *$ ، اندازه هیئت مدیره  $FCF *$  و اهرم مالی رابطه منفی و معنی‌داری دارد.

ولی سرمایه‌گذاری کمتر از حد با بزرگ‌ترین سهامدار  $D_2$ ، تمرکز مالکیت، دوگانگی مدیرعامل شرکت، مدیران بیرونی، مدیران غیرموظف، بزرگ‌ترین سهامدار  $FCF * D_2$ ، دولت  $FCF *$ ، اندازه هیئت مدیره  $FCF *$  و اندازه مدیران بیرونی  $FCF *$  رابطه مثبت و معنی‌داری دارد ولی با جریان نقدی آزاد، بزرگ‌ترین سهام‌دار  $D_1$ ، اندازه سرپرستان، بزرگ‌ترین سهامدار  $FCF * D_1$ ، سهام قابل معامله  $FCF *$ ، اندازه سرپرستان  $FCF *$  و اهرم مالی رابطه منفی و معنی‌داری دارد. بنابراین سرمایه‌گذاری کمتر از حد، از توجه کمتر سهام‌داران خارجی ناشی می‌شود و برای شرکت‌های با سرمایه‌گذاری کمتر از حد: ویژگی‌های دولت، اندازه سهام‌دار، اندازه هیئت مدیره و نسبت مدیران بیرونی آشکارا ارتباط بیشتری با سرمایه‌گذاری کمتر از حد دارند در حالی که نسبت سهام قابل معامله و اهرم مالی، سرمایه‌گذاری کمتر از حد را کاهش می‌دهند.

همان‌طور که طبق جدول شماره ۸ مشخص است، علامت ضرایب متغیرهای زیر در رابطه بین جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی در سرمایه‌گذاری بیش و کمتر از حد مشترک هستند که بعضی از این متغیرها برای هر دو رابطه دارای علامت مثبت می‌باشند که این متغیرها عبارت‌اند از:

- مدیران بیرونی

- اندازه مدیران بیرونی  $FCF *$

- دولت  $FCF *$

بعضی از متغیرها برای هر دو رابطه، دارای علامت منفی می‌باشند که این متغیرها نیز عبارتند

از:

- سهام قابل معامله  $FCF *$

- اندازه سرپرستان

- اندازه سرپرستان  $FCF *$

- اهرم مالی

لازم به ذکر است که در جدول شماره ۸ فقط متغیرهایی که معنی‌دار هستند آورده شده است.

جدول ۸. نتایج کلی پژوهش

متغیر	سرمایه گذاری بیش از حد	سرمایه گذاری کمتر از حد
جریان نقدی آزاد	+	-
بزرگ‌ترین سهامدار $D_1$	+	-
بزرگ‌ترین سهامدار $D_2$	-	+
تمرکز مالکیت	-	+
دوگانگی مدیرعامل شرکت	-	+
اندازه سرپرستان	-	-
مدیران بیرونی	+	+
مدیران غیر موظف	-	+
بزرگ‌ترین سهامدار $FCF * D_1$	+	-
بزرگ‌ترین سهامدار $FCF * D_2$	-	+
دولت $FCF$	+	+
اندازه هیئت مدیره $FCF$	-	+
اندازه سرپرستان $FCF$	-	-
اندازه مدیران بیرونی $FCF$	+	+
سهام قابل معامله $FCF$	-	-
اهرم مالی	-	-

منبع: یافته‌های تحقیق

## بحث و نتیجه‌گیری

سرمایه‌گذاری، از مباحث اقتصادی مالی و یکی از عوامل مهم در جهت حل مشکلات اقتصادی کشورها، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط

شرکت‌ها همواره به عنوان یکی از راه‌های توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود مورد توجه بوده است (صلواتی و اسعدی<sup>۱</sup>، ۱۳۹۶). مدیران ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از انجام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت اجتناب نمایند که این موضوع به کم سرمایه‌گذاری ختم می‌گردد. بنابراین مدیران در میان روش‌های گوناگون تأمین مالی به سراغ روش‌هایی خواهند رفت که هزینه‌ی کمتری بر آنان متحمل کند. یکی از این راهکارها استفاده از جریان وجوه نقد آزاد است. به اعتقاد مودیلیانی و میلر در بازار سرمایه کامل، هیچ ارتباطی بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها وجود ندارد. اما طی پژوهش‌های صورت گرفته، وجود رابطه مثبت میان آن‌ها تایید شده است.

این مقاله به بررسی سطوح سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با ساختار راهبردی دولابه از جریان نقدی آزاد با حاکمیت شرکتی مختلف ادبیات قبل ولی با پرکردن شکاف سرمایه‌گذاری کمتر از حد موضوع را گسترده کرده است. ابتدا طبق جامعه آماری، حدود ۱۵۲ شرکت از بانک‌ها و مؤسسات مالی اعتباری مختلف در بین سال‌های ۱۳۹۲ - ۱۳۸۸ بعنوان نمونه انتخاب و همچنین فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون خطی ساده و چندگانه بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه معنی‌داری بین جریان نقدی آزاد بر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی با سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با ساختار راهبردی دولابه (بانک‌ها و مؤسسات مالی اعتباری) وجود دارد.

نتایج این پژوهش نشان داد که بین حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط معنی‌داری وجود دارد که با نتایج پژوهش‌های دلقتندی و همکاران (۱۳۹۵)، محمدی بهرآسمان و همکاران<sup>۲</sup> (۱۳۹۲)، صلواتی و اسعدی (۱۳۹۶)، افسرده و نیازی<sup>۳</sup> (۱۳۹۴)، ژین چن<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۶) و ریچاردسون (۲۰۰۶) سازگاری دارد. همچنین شرکت‌ها به دو شرکت سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد تقسیم شده است که با توجه به این فرضیه که رابطه

1. Salavati & Ashadi (2017)
2. Mohammadi Bahre aseman, Sadeghi, and Afshar Jahanshahi (2013)
3. Afsordeh & Niazi (2015)
4. Xin Chen

معنادار و مثبتی بین جریان نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد وجود دارد می‌توان نتیجه گرفت که جریان نقدی آزاد، عامل کلیدی در ایجاد سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد است و باعث به وجود آمدن مسائلی چون عدم تقارن اطلاعاتی و تضادهای نمایندگی می‌شود. همچنین سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در شرکت‌هایی با جریان نقدی آزاد بالا در مقایسه با جریان‌های نقدی آزاد پایین به مراتب بیشتر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد از طریق برخی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی به مراتب بیشتر است. همچنین با نگاهی به وضعیت نتایج متغیر جریان نقد آزاد شرکت‌ها معلوم می‌شود که این متغیر نوسانات قابل ملاحظه‌ای را طی سال‌های اخیر تجربه کرده است و این نوسانات در کنار سرمایه‌گذاری‌های اندک بیشتر شرکت‌ها مؤید نتایج این پژوهش است که با نتایج مطالعات تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸)، بیدل<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۹) و یانگ و جیانگ (۲۰۰۸) سازگار است. در این زمینه بنظر می‌رسد استفاده بهینه از جریان نقدی آزاد شرکت در کنار مکانیزم‌های مناسب، راهبردی است که می‌تواند به کارآیی سرمایه‌گذاری منجر شود، چنان‌که ریچاردسون (۲۰۰۶) مکانیزم حاکمیت شرکتی را عاملی برای اثرگذاری جریان نقدی آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌داند. همچنین وجود سیستم راهبری شرکتی مناسب می‌تواند شرکت‌ها را در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و تشویق آنان به سرمایه‌گذاری کمک کند. بر مبنای پژوهش‌های صورت گرفته اجرای اصول صحیح حاکمیت شرکتی منجر به بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت می‌گردد. همچنین این نظام چارچوبی فراهم می‌کند تا تأمین‌کنندگان مالی را مطمئن سازد که بازده مناسبی از سرمایه‌گذاری خود بدست خواهند آورد. بنابراین این مکانیزم در جهت تشویق مدیران به استفاده موثر از منابع مالی و غیرمالی شرکت و نیز پاسخگویی آنان به سهامدارانی که منابع خود را در اختیار مدیران گذاشته‌اند طراحی شده است (نمازی و همکاران<sup>۲</sup>، ۱۳۹۲).

درواقع مالکان عمده با استفاده از مکانیزم‌های نظارتی می‌توانند با کنترل اقدامات مدیران بر عملکرد سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیرگذار باشند و موجب افزایش کارآیی سرمایه‌گذاری

1. Biddle
2. Namazi, Raisi & Hosseini (2013)

شوند. بر این اساس هر چه سهم بیشتری از مالکیت در اختیار تعداد کمتری از مالکان باشد آن‌ها از قدرت کنترلی بالاتری برخوردار بوده و می‌توانند مانع از افزایش هزینه‌های نمایندگی توسط مدیران شوند که در نتیجه تصمیمات نادرست آنان بروز می‌کند. بنابراین با تمرکز مالکیت می‌توان انتظار داشت که کارایی سرمایه‌گذاری‌ها افزایش پیدا کند.

با توجه به نتایج بدست آمده از این پژوهش می‌توان به مدیران، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد نمود که در هنگام بررسی صورت‌های مالی شرکت‌ها به مؤلفه‌های حاکمیتی مانند ترکیب سهام‌داران آن شرکت توجه نمایند. چرا که نوع مالکیت و درصد سهامداران بر چگونگی کیفیت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مؤثر است. همچنین به مدیران سازمان بورس اوراق بهادار نیز پیشنهاد می‌شود از آنجایی که حضور سهامداران عمده و نهادی منجر به تغییر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد، اطلاعات مربوط به ساختار مالکیت شرکت‌ها و این دسته از سهامداران را در اختیار تحلیل‌گران و استفاده‌کنندگان قرار دهند. ضمن اینکه نتایج این پژوهش، موجب افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از وضعیت حاکمیتی شرکت‌ها می‌شود و با توجه به نتیجه‌ی این پژوهش، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که به میزان جریان نقد آزاد توجه شود چرا که 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. سرمایه‌گذاران نهادی و سهامداران عمده باید نقش فعال‌تری در زمینه‌ی نظارت داشته باشند و به همسو شدن منافع سهامداران و مدیران در جهت کاهش مشکلات نمایندگی و در نهایت بهبود عملکرد شرکت کمک کنند. همچنین به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که در ارزیابی کیفیت اطلاعات صورت‌های مالی به متغیرهای غیرمالی نظیر نوع مالکیت سهامداران شرکت و نیز چگونگی پراکندگی یا تمرکز سهامداران توجه کنند. جهت بررسی سازمان‌های تک‌لایه که تقریباً بیشتر سازمان‌های کشور ایران تک‌لایه هستند، به پژوهش‌گران آتی پیشنهاد می‌شود که به بررسی رابطه‌ی جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی با سرمایه‌گذاری شرکت‌های تک‌لایه پردازند و نتایج را با سازمان دولابه مقایسه نمایند.

در پایان پس از بررسی عوامل و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مشخص شد که:  
در شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیش از حد:  
تمرکز بالاتر مالکیت دولت و تمرکز پراکنده مالکیت، سرمایه‌گذاری بیش از حد را افزایش می‌دهد و همچنین شرکت‌ها با دوگانگی مدیرعامل شرکت، نسبت سهام قابل معامله بالاتر، اندازه بزرگ‌تر هیئت ناظران و اهرم بالاتر، سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش می‌دهد.  
همچنین در شرکت‌های با سرمایه‌گذاری کمتر از حد:  
شرکت‌ها با تمرکز بالاتر مالکیت دولت، تمرکز بالاتر مالکیت، دوگانگی مدیرعامل شرکت، مدیران غیر موظف، اندازه هیئت مدیره و نسبت بالاتری از مدیران بیرونی ارتباط بیشتری دارند. در حالی که شرکت با اهرم مالی بالاتر و نسبت بالاتر از سهام قابل معامله، سرمایه‌گذاری کمتر از حد کاهش می‌یابد.  
در مجموع بطور کلی:  
- سرمایه‌گذاری بیش از حد در شرکت‌هایی با جریان نقدی آزاد مثبت و سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکت‌هایی با جریان نقدی آزاد منفی بیشتر رخ می‌دهد.  
- سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌ها با جریان نقدی آزاد جاری بیشتر حساس است.  
- برخی ویژگی‌های حاکمیت شرکتی با سطح سرمایه‌گذاری شرکت رابطه معنی‌داری دارند.

## منابع

- افسرده، مجتبی و نیازی، رحیم (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». ماهنامه پژوهش‌های مدیریت و حسابداری، ص ۱۲۳ - ۱۴۸.
- تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا (۱۳۸۸)، تأثیر جریان‌های نقد آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری، ۱ (۳): ۵۰ - ۶۷.
- ثقفی، علی؛ بولو، قاسم و محمدیان، محمد (۱۳۹۰)، کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و جریان نقدی آزاد، مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۳ (۲): ۶۳ - ۳۷.
- جلوداری، اکبر، جلوداری، صالح و جلوداری، حسین (۱۳۹۷)، تحلیل حاکمیت خارجی شرکتی بر بازده سهام شرکت (مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، ششمین کنفرانس بین‌المللی تکنیک‌های مدیریت و حسابداری. تهران.
- جلوداری، اکبر، جلوداری، صالح و جلوداری، حسین (۱۳۹۷)، تحلیل حاکمیت داخلی شرکتی بر بازده سهام شرکت (مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، سیزدهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری و دهمین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری‌های باز، تهران.
- حساس یگانه، یحیی و پوریا نسب، امیر (۱۳۸۴)، نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی، ماهنامه حسابداری، شماره‌های ۱۶۴ و ۱۶۵.
- حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵)، حاکمیت شرکتی در ایران، مجله‌ی حسابرسان، (۳۲): ۳۹ - ۳۲.
- دلغندی، سیدابوالفضل، دارابی، رویا و حسن‌زاده چولن، زمان (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه‌ی موردی: شرکت‌های سیمانی، دارویی و پتروشیمی)، چهارمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و علوم انسانی، آتن - یونان.
- رجبی، روح‌الله و محمدی خشنویی، حمزه (۱۳۸۷)، هزینه نمایندگی و قیمت‌گذاری خدمات حسابرسی مستقل، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳: ۳۵ - ۵۲.
- سینا قدس، علی (۱۳۸۷)، حاکمیت شرکتی و اصلاح ساختار هیأت مدیره، تدبیر، شماره ۱۹۵.
- صلواتی، سمانه‌سادات و اسعدی، عبدالرضا (۱۳۹۶)، بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و جریان نقدی با کارآیی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، شماره ۲۴: ۱۸۷ - ۲۰۲.
- فتحی، سعید و رحیم‌پور، محبوبه (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه



نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی دانشگاه الزهراء، ۳ (۹): ۷۵ - ۵۷.

کیان، نرگس (۱۳۹۲)، رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای محصولات متنوع، پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، موسسه آموزش عالی غیر دولتی غیر انتفاعی کار.

محمدی بهرآسمان، سعید امیر، صادقی، زین‌العابدین و افشار جهانشاهی، مجتبی (۱۳۹۲)، تأثیر حاکمیت شرکتی با توجه به محدودیت‌های تأمین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد، دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه‌ای مدیران و حسابداران گلستان [http://www.civilica.com/Paper-CAFM02-CAFM02\\_132.html](http://www.civilica.com/Paper-CAFM02-CAFM02_132.html)

مدرس، احمد و حصارزاده، رضا (۱۳۸۷)، کیفیت گزارش‌گری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار، ۱ (۲): ۸۵ - ۱۱۶.

نمازی، محمد، رئیس، زهره و حسینی، سید مجتبی (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲۲: ۲۵ - ۵۱.

یحیی‌زاده فر، محمود. شمس، شهاب‌الدین و پاکدین امیری، مجتبی (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر فرصت‌های رشد در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، (۱) ۲۰: ۱۳۲ - ۱۱۳.

Al-Dhamari, R.A., Ismail, K.N.I. (2013). "An Investigation into the Effect of Surplus Free Cash Flow, Corporate Governance, Firm Size on Earnings Predictability", International Journal of Accounting and Information Management, Vol. 22, No. 2, 118-133.

Biddle, G. and Hilary, G. (2006). "Accounting quality and firm-level capital investment". The Accounting Review, 81: 963-982.

Biddle, G. C; Hilary, G. and Verdi, R. S. (2009). "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?" Journal of Accounting and Economics, 48 (2/3): 112-131.

Billett, M. T., Garfinkel, A., and Jiang, Y. (2011). "The influence of governance on investment: Evidence from a hazard model". Journal of Financial Economics, 102 (3), 643-670.

Chen, L., Chunlei, L., and Guanyu, W. (2013). "Financial constraints, investment efficiency and corporate governance: Empirical evidence from China, Service Systems and Service Management (ICSSM)". 10th International conference.

Chen, X; Sun, Y and Xu, X.(2016). "Free cash flow, over-investment and corporate governance in China. Pacific-Basin Finance Journal, 37, pp: 81-103.

Cheung, Y., Stouraitis, A., and Tan, W. (2011). "Corporate governance, investment, and firm valuation in Asian emerging markets". Journal of International Financial Management & Accounting, 22 (3): 246-273.

Fatma Ben Moussa and Chichti Jamaledine. (2011). Interactions between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach. Journal of Management Research, Vol. 3, No. 2, Pp. 1-34.

- Francis, H., Hasan, I., Song, L., and Waisman, M. (2013). "Corporate governance and investment cash flow sensitivity: Evidence from emerging markets". *Emerging Markets Review*, 15 (3): 57-71.
- Habib, A. (2011). Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow. *Journal of Australasian Accounting Business and Finance*, 5, 99-122.
- Hubbard, R. Glenn. (1998). "Capital market imperfections and investment". *Journal of Economic Literature* 36: 193-227.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers". *American Economic Review*, 76 (2): 323-329.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000). "Agency problems and dividend policies around the world". *J. Financ.* 55, 1-33.
- Malmendier, U, & Tate, G.(2005). "CEO overconfidence and corporate investment". *Journal of Finance* 6. 2661-2700.
- Modigliani, F., & Miller, M.(1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". *American Economic Review* 48, 261-297.
- Morgado, M and Pindado, J.(2003). "The underinvestment and overinvestment hypotheses: An Analysis using panel data". *European Financial Management*, 9 (2): 163-177.
- Myers, S.C and Majluf, N.(1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13: 187-220.
- Ohlson, J. A. (1995). "Earnings, book values and dividends in security valuation". *Contemporary Accounting Research*, 11, 661-687.
- Pawlina, G and Renneboog, L. (2005). Is investment cash-Flow sensitivity caused by the agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK. Tilburg University. Discussion Paper, 23.
- Reilly, F.K. & Brown, K.C. (2009). *Investment Analysis and Portfolio Management*. Chicago, MA: Dryden.
- Richardson, S.(2006). "Over-investment of free cash flow". *Review of Accounting Study* 11, 159-189.
- Strong, J. S., & Meyer, J. R. (1990). Sustaining Investment, discretionary investment, and valuation: A residual funds study of the paper industry. In R. G. Hubbard (ed.) *Asymmetric information, corporate finance, and investment* (pp. 127-148). Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Yang, J., and Jiang, Y. (2008). "Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study". *The Business Review*, 11 (1): 159-166.