

رابطه بین حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری با وابستگی به گروه تجاری و سهامداران نهادی

حمیدرضا کیهان^۱

مهسا قجر بیگی^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۰۵/۲۰

چکیده

هدف این تحقیق بررسی رابطه بین حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری با وابستگی به گروه تجاری و سهامداران نهادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. زمانی که دسترسی به تامین مالی خارجی دشوار است، شرکتهای از جریان نقدی عملیاتی خودشان برای سرمایه گذاری استفاده می کنند. در نتیجه سرمایه گذاری به جریان نقدی عملیاتی حساس است. اگر شرکتی عضو گروه تجاری باشد، می تواند از شرکتهای عضو منابع لازم برای سرمایه گذاری را فراهم کند و در نتیجه انتظار می رود حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی کاهش یابد در این پژوهش، ۱۵۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۱۳۹۲-۱۳۹۸ که به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده مورد بررسی قرار گرفته است. پژوهش حاضر از لحاظ هدف جزء پژوهش های کاربردی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی است. نتایج تحقیق با استفاده از مدل اثرات تصادفی نشان می دهد که بین حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری و شرکت های عضو گروه تجاری و شرکت های عضو گروه تجاری متنوع رابطه وجود دارد. همچنین، بین حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری و سهامداران نهادی رابطه وجود دارد.

واژه های کلیدی

حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری، سهامداران نهادی، گروه تجاری متنوع.

۱. دانشجوی کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه غیردولتی غیاث الدین جمشید کاشانی، تهران، ایران. (h.keyhan@gmail.com)

۲. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه غیردولتی غیاث الدین جمشید کاشانی، تهران، ایران. (mahsa_ghajarbeigi@jku.ac.ir)

۱. مقدمه

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 تامین مالی شرکتی مرتبط است (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۹). جریان نقدی معمولاً شاخصی برای سلامت مالی شرکت در نظر گرفته می شود بنابراین به نظر می رسد که شرکتهایی که نوسانهای جریان نقدی بالایی دارند و حساسیت جریان نقدی - وجه نقد آنها بیشتر است، ریسک تجاری بالاتری را تجربه می کنند و در آینده برای پرداخت سود به سهامداران یا استفاده از فرصت های سرمایه گذاری، با مشکلات نقدینگی روبه رو خواهند شد (جینگ^۱، ۲۰۰۵ و افزا و حسن میرزا^۲، ۲۰۱۰). جریان های نقدی دارای محتوای اطلاعاتی می باشد. بنابراین توانایی اثر گذاری بر تصمیمات سرمایه گذاران را دارد. نوسانات جریان های نقدی اطلاعات مربوطی برای پیش بینی بازده سهام باشد (ولی پور، ۱۳۸۹). حساسیت جریان های نقدی و جوه نقد درصد تغییرات در سطوح نگهداری و جوه نقد در قبال تغییرات در جریانهای نقدی می باشد (آلایانیس و موزامدار^۳، ۲۰۰۴). نوسانهای جریان نقد، منعکس کننده ریسک بالقوه در عملیات آتی، سرمایه گذاری و فعالیت های مالی شرکت است (کامیابی و همکاران، ۱۳۹۳). با افزایش اختلال بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، حساسیت استفاده از جریانهای نقدی و جوه نقد افزایش می یابد. گروه تجاری به عنوان مجموعه ای از شرکت های مستقل که به وسیله ارتباطات رسمی و غیر رسمی به یکدیگر مرتبط شده اند، تعریف می شود که در بسیاری از بازارها از جمله کشورهای در حال توسعه به فعالیت می پردازند (گماوات و خانا^۴، ۱۹۹۸). با توجه به نظریه جریان وجه نقد آزاد، جوه نقد داخلی بیشتر به مدیران اجازه می دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این حالت، آنها به موافقت سهامداران نیاز ندارند و برای تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاری ها بر حسب اختیار خود آزاد هستند. مدیران مایل به پرداخت وجه نقد (مثل سود سهام) نبوده، دارای انگیزه برای سرمایه گذاری هستند؛ حتی زمانی که هیچ سرمایه گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت موجود نباشد.

شرکت هایی که به گروه تجاری تعلق دارند می توانند از منافع بازار سرمایه داخلی استفاده کنند و دست یابی بهتری به منابع مالی در مقایسه با شرکت های مستقل داشته باشند (لنسیک و همکاران^۵، ۲۰۰۳). این ویژگی های گروه تجاری سبب می شود حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری در شرکت های عضو گروه مورد ارزیابی قرار بگیرد. از طرف دیگر گروه های تجاری ممکن است متنوع یا غیر متنوع باشند که در صورت متنوع بودن، بازار سرمایه داخلی وسیع تر خواهد بود و دست یابی به منابع آسانتر و بیشتر خواهد بود که ممکن است بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری در شرکت های متنوع تاثیر بگذارد. بر اساس قانون بازار سرمایه، سرمایه گذاران نهادی به یکی از نهادهای شش گانه زیر اطلاق می شود:

- ۱- بانک ها و بیمه ها، ۲- هلدینگ ها، شرکت های سرمایه گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق های سرمایه گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، ۳- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند، ۴- سازمان ها و نهادهای دولتی و عمومی، ۵- شرکت های دولتی، ۶- اعضای هیئت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند. تداوم فعالیت، بقا و حیات یک واحد اقتصادی تا حد زیادی به جریان وجه نقد آن بستگی دارد (رهنمای رودپشتی و

¹ Jing

² Afza & Hassan Mirza

³ Allayannis & Mozumdar

⁴ Ghemawat & Khanna

⁵ Lensink & Van der Molen & Gangopadhyay

هییتی، ۱۳۸۶). مالکیت بیشتر سهام را یکی از عوامل نظارت مؤثرتر سرمایه گذاران نهادی بر شرکتها است (کرن و همکاران، ۲۰۰۷). سرمایه گذاران نهادی با مالکیت سهام بیشتر، از انگیزه، منابع، فرصت و توانایی لازم برای نظارت بر مدیران برخوردار می‌شوند (جیا و الیسانی^۶، ۲۰۱۰). سرمایه گذاران نهادی وقتی ظهور پیدا کردند باعث شدند که کنترل بیرونی بر حاکمیت شرکتی بوجود بیاید زیرا آنها مالکین سرمایه هستند. سهامداران نهادی دارای توان بالقوه ای هستند که می‌توانند بر فعالیتهای مدیران هم بصورت مستقیم و هم بصورت غیر مستقیم تاثیر بگذارند. تاثیر مستقیم‌شان از طریق مالکیت است و تاثیر غیر مستقیم‌شان به صورت دادوستد سهام هایشان می‌باشد و لازم به ذکر است که تاثیرات غیر مستقیم خیلی قویتر می‌باشد (نصیرزاده و کم، ۱۳۹۲). سهامداران نهادی با حضور خود باعث می‌شوند که شرکتها عملکرد بهتری داشته باشند و در نتیجه بازده سهامداران را افزایش خواهند داد. سرمایه گذاران نهادی، نفوذ قابل ملاحظه ای در شرکتها دارند و می‌توانند رویه آنها را تحت تاثیر قرار دهند آن هم به این دلیل می‌باشد که مالکیت عمده از سهام شرکتها را دارند. یک ویژگی متمایزکننده بازارهای اقتصادی نوظهور در مقایسه با اقتصادهای توسعه یافته، هزینه بالای معاملات می‌باشد. در مقایسه با کشورهای توسعه یافته، بازارهای خارجی در اقتصادهای نوظهور کمتر توسعه یافته‌اند و فاقد قوانین کارا برای تجارت، الزامات قراردادی و ارتباطات می‌باشند. افشای ضعیف اطلاعات و فقدان واسطه‌های اطلاعاتی در بازارهای تولید، کار و سرمایه سبب افزایش هزینه معاملات می‌شود (خانا و ریو کین^۷، ۲۰۰۱). در چنین شرایطی گروه‌های تجاری از بازارهای تولید، کار و سرمایه داخلی برای تخصیص کارای منابع کمیاب بین شرکت‌های عضو گروه استفاده می‌کنند. گروه‌های تجاری به صورت کارایی از بازارهای داخلی برای کاهش هزینه معاملات که به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و شرکت ایجاد می‌شود، استفاده می‌کنند و به شرکت‌های عضو گروه کمک می‌کند که بر نقض‌های بازار سرمایه غلبه کنند (لی و همکاران، ۲۰۰۶). بازارهای سرمایه داخلی منافی را از تخصیص کارای منابع بدست می‌آورند و بر ناکارایی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی غلبه می‌کنند. وقتی سهامداران کنترل کننده سرمایه را از طریق بازار سرمایه داخلی تخصیص می‌دهند انگیزه نظارتی بیشتری را نسبت به نهادهای خارجی دارند. اگرچه وقتی مسئله‌ی نمایندگی شدید بین سهامداران کنترل کننده و اقلیت وجود دارد، بازار سرمایه داخلی ممکن سبب تخصیص نادرست منابع به بخش‌هایی که فرصت‌های رشد پایین دارند، شود.

نقدینگی و موجودی‌های نقدی از اموری می‌باشند که همواره مورد توجه محققین بوده و تحقیقات گوناگونی نیز در مورد آنها انجام شده است. از مهمترین مباحث مرتبط با نقدینگی شرکت‌ها انگیزه نگهداری موجودی‌های نقدی، سطح بهینه نقدینگی، نقدینگی هدف در شرکت‌ها و عوامل اثرگذار بر آنها می‌باشند. ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف، متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت‌های مالی منتشره اتکاء می‌کنند. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران حرفه ای عمده قرار دارد که بر خلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزش درباره چشم اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه گذاری‌های بلندمدت شرکت، از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد (نوروش و ابراهیمی، ۱۳۸۴). سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه گذاری هستند. عموماً

⁶ Jia & Elyasiani

⁷ Khanna & Rivkin

این گونه تصور می شود که حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت ها منجر شود این امر از فعالیت های نظارتی که این سرمایه گذاران انجام می دهند، نشأت می گیرد

۲. پیشینه پژوهش

گئورگ و همکاران^۸ (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط بین حساسیت جریان نقدی - سرمایه گذاری و محدودیت مالی در شرکت های وابسته به گروه در بورس هند پرداختند. نتایج نشان داد که حساسیت جریان نقدی - سرمایه گذاری قوی برای هر دوی شرکت های عضو گروه و شرکت های مستقل وجود دارد. اما تفاوت معناداری در حساسیت بین آنها وجود ندارد. بیلت و همکاران^۹ (۲۰۱۱) بیان کردند که سهامداران عمده نقش مهمی در بهبود تصمیمات سرمایه گذاری دارند. آنان نشان دادند که با وجود سهامداران عمده میزان انحراف در تصمیمات سرمایه گذاری مدیران کاهش می یابد.

هارفورد و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۰) با بررسی رابطه ی بین نگهداشت وجه نقد و ساختار راهبری شرکتی، به این نتیجه رسیدند که شرکت های دارای ساختار راهبری شرکتی مطلوب تر و هیات مدیره بزرگ تر و مستقل تر، نگهداشت وجه نقد کمتری دارند و هرچه مالکیت داخلی و درصد مالکیت نهادی شرکت ها بیشتر باشد، نگهداشت وجه نقد بیشتر است.

بائو و همکاران^{۱۱} (۲۰۱۲) در پژوهشی به بررسی تاثیر حضور سهامداران نهادی بر رابطه جریان های نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت های آمریکایی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد، حضور سهامداران نهادی در هیئت مدیره موجب می شود در وضعیت جریان های نقدی مثبت (منفی) سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها کاهش یابد؛ به عبارتی نظارت صحیح سهامداران نهادی بر تصمیمات هیئت مدیره موجب هدایت منابع نقدی به سوی سرمایه گذاری در پروژه های جدید سودآور خواهد داشت.

نجاح و همکاران^{۱۲} (۲۰۱۳) رابطه بین افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی، به عنوان شاخصی از بازتاب سرمایه های پر بازده شرکت و حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری پرداختند. آنها دریافتند که سهامداران نهادی افق سرمایه گذاری را طولانی تر و مشوق تر می کند. آنها دریافتند که افق سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری تاثیر منفی دارد.

مانوس^{۱۳} (۲۰۱۷) به بررسی تأثیر عضویت در ترکیب های تجاری بر سیاست تقسیم سود پرداخت. نتایج تحقیق نشان می دهد که در مقایسه با شرکتهای مستقل، درصد توزیع سود در شرکتهای وابسته به ترکیب های تجاری کمتر است. همچنین شرکتهای وابسته به ترکیب های تجاری متنوع، سود بیشتری در مقایسه با شرکتهای وابسته به سایر ترکیب های تجاری (غیر متنوع) به سهامداران و ذینفعان خود پرداخت می کنند.

لکورو و همکاران^{۱۴} (۲۰۱۸) به بررسی رابطه عضویت در ترکیب های تجاری و سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که در شرکتهای عضو ترکیب های تجاری سطح نگهداشت وجه نقد نسبت به شرکتهای مستقل پایینتر است.

⁸ George & Kabir

⁹ Billett & Garfinkel and Jiang

¹⁰ Harford

¹¹ Bao & Kam & Chan & Weining Zhang

¹² Najah et al

¹³ Manos

¹⁴ Lokoer et al

یه و لین^{۱۵} (۲۰۲۰) به بررسی میزان حساسیت جریان وجوه نقد در گروه های تجاری و ساختار سهامداران نهادی پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان می دهد که معاملات مربوط به گروه های تجاری با فرصت سرمایه گذاری و نوع ساختار سهامداری مرتبط هستند که هم از مزیت های مالی و هم از فرضیه های نمایندگی پشتیبانی می کنند. شواهد نشان می دهد که گروه های تجاری سرمایه درون گروهی را از شرکتهای عضو با رشد کم به رشد بالا منتقل می کنند؛ اما نشان نتایج می دهد که این انتقالها از نوع ساختار تقویت کننده کنترل تأثیر می پذیرد.

ددی و همکاران^{۱۶} (۲۰۲۱) به بررسی رفتار پویای سرمایه گذاران نهادی و خرد در بازار سهام اندونزی با استفاده از معاملات معاملات پرداختند. نتایج نشان می دهد که استراتژی ها و رفتارهای معاملاتی آنها که در آن نهادها نقش مهم تری نسبت به افراد در بازار دارند. در واقع متفاوت هستند. به ویژه، فعالیتهای تجاری گذشته توسط سرمایه گذاران نهادی بر رفتارهای معاملاتی جاری و استراتژی های سرمایه گذاران فردی (هر دو نوع سرمایه گذار) تأثیر معناداری داشته است. علاوه بر این، سرمایه گذاران خرد (نهادی) به احتمال زیاد استراتژی های خلاف جهت بازار و تجارت را بطور مکرر با مقادیر اندک (زیاد) پول و در دوره های کوتاه مدت (طولانی مدت) انجام می دهند. همچنین فعالیت های گذشته سرمایه گذاران نهادی، بر فعالیت های بعدی سرمایه گذاران فردی و نهادی تأثیر می گذارد.

بزرگر (۱۳۹۲) به بررسی اثرات گروه های تجاری بر ساختار مالکیت و هزینه بدهی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. از این رو، پژوهش حاضر در پی یافتن پاسخی برای این پرسش است که: آیا بین گروه های تجاری و ساختار مالکیت و هزینه بدهی رابطه معناداری وجود دارد؟ نمونه آماری این پژوهش شامل ۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲ مورد بررسی قرار گرفته است. از تحلیل های آماری رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده شده است. نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش نشان می دهد که بین گروه های تجاری و معیارهای ساختار مالکیت و هزینه بدهی رابطه منفی وجود دارد.

پور حیدری و قاسمی اقبالی (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر عضویت در گروه تجاری بر حساسیت جریان نقدی - سرمایه گذاری پرداختند. زمانی که دسترسی به تامین مالی خارجی دشوار است، شرکت ها از جریان نقدی عملیاتی خودشان برای سرمایه گذاری استفاده می کنند. در نتیجه سرمایه گذاری به جریان نقدی عملیاتی حساس است. اگر شرکتی عضو گروه تجاری باشد، می تواند از شرکت های عضو منابع لازم برای سرمایه گذاری را فراهم کند و در نتیجه انتظار می رود حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی کاهش یابد. نمونه تحقیق شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ می باشد. برای آزمون فرضیه های تحقیق از رگرسیون چند متغیره و روش حداقل مربعات استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه های تحقیق بیانگر آن است که بین جریان نقدی و سرمایه گذاری در شرکت های عضو گروه رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین یافته ها نشان داد که بین جریان نقدی و سرمایه گذاری در گروه های متنوع نیز رابطه معناداری وجود ندارد در نتیجه فرضیه اول و دوم تحقیق رد شد؛ که بیانگر عدم استفاده شرکت های ایرانی از ظرفیت درونی گروه های تجاری می باشد.

¹⁵ Yeh & Lin

¹⁶ Deddy et al

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

فروغی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر نقش نظارتی سهامداران نهادی بر رابطه جریان های نقدی و تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها پرداختند. به این منظور در این پژوهش اطلاعات ۱۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۱-۱۳۹۰ جمع آوری و پردازش گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش بیانگر آن است که بین جریان های نقدی مثبت و منفی و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها با وجود سهامداران نهادی در شرکت رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد.

اکبری و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر عضویت در گروه های تجاری بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای آزمون فرضیه های تحقیق از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. نتایج این مطالعه نشان می دهد که هیچ رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد در گروه های تجاری نسبت به شرکتهای مستقل وجود ندارد. همچنین نتایج این تحقیق نشان می دهد که سطح نگهداشت وجه نقد در شرکتهای عضو گروه های تجاری متنوع در مقایسه با گروه های تجاری غیر متنوع بیشتر است. سایر نتایج این تحقیق نشان داد که بین وابستگی به منابع مالی خارجی و سطح نگهداشت وجه نقد هیچ رابطه معناداری ملاحظه نگردید.

نیکبخت و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تاثیر ترکیب تجاری بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این مطالعه نشان می دهد که هیچ رابطه معناداری بین سطح نگهداشت وجه نقد در شرکتهای وابسته به ترکیب های تجاری نسبت به شرکتهای مستقل وجود ندارد. همچنین نتایج این تحقیق نشان می دهد که سطح نگهداشت وجه نقد در شرکتهای عضو ترکیب های تجاری متنوع در مقایسه با ترکیبهای تجاری غیر متنوع کمتر است. سایر یافته های این تحقیق نشان داد که بین عدم تقارن اطلاعاتی با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت معنادار وجود دارد. نتایج این مطالعه نشان داد که بین وابستگی به منابع مالی خارجی و سطح نگهداری وجه نقد هیچ رابطه معناداری ملاحظه نگردید.

برومند و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی ارتباط بین حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری با اشتیاق سرمایه گذاری پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری در طبقات مختلف شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی ارتباط مثبت معنی داری با اشتیاق سرمایه گذاری دارد، بنابراین تحقیق حاضر حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری را به عنوان معیار مناسبی برای اندازه گیری اشتیاق سرمایه گذاری معرفی می کند، این نتیجه می تواند مورد توجه سیاست گذاران حوزه مسایل سرمایه گذاری قرار بگیرد.

۳. فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی پژوهش:

بین حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری با وابستگی به گروه تجاری و سهامداران نهادی رابطه وجود دارد.
فرضیه های فرعی:

فرضیه فرعی اول: بین حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری و شرکت های عضو گروه تجاری رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین حساسیت جریان های نقدی و شرکت های عضو گروه تجاری متنوع رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری و سهامداران نهادی رابطه وجود دارد.

۴. روش شناسی و طرح پژوهش

۱.۴. طرح پژوهش و گردآوری داده

این تحقیق از لحاظ طبقه بندی تحقیق بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. تحقیق حاضر از لحاظ طبقه بندی برحسب روش، از نوع تحقیقات توصیفی است. تحقیق توصیفی شامل مجموعه روش هایی است که هدف آن ها توصیف کردن شرایط یا پدیده های مورد بررسی است. از بین تحقیقات توصیفی این تحقیق از نوع تحقیقات پس رویدادی می باشد. از دیگر سو این تحقیق از لحاظ تئوریک از نوع تحقیقات اثباتی و از لحاظ استدلال از نوع استقرایی می باشد. همچنین این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات مالی می باشد. اطلاعات بخش نظری پژوهش از کتب و مجلات فارسی و انگلیسی تأمین شده است. همچنین، داده های مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل عمدتاً از بانک های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزارهای تدبیر پرداز، ره آورد نوین و لوح فشرده اطلاعات مالی شرکت ها استخراج شده است.

۲.۴. جامعه آماری، نمونه و دوره پژوهش

برای انتخاب جامعه آماری به شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رجوع خواهد شد، چرا که: اطلاعات شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط حسابداران رسمی، حسابرسی می شود، لذا نسبت به اطلاعات سایر شرکتهای از قابلیت اتکاء بالاتری برخوردار است و دسترسی به این اطلاعات نسبت به سایر شرکتهای راحتتر است به منظور انجام تحقیق، از سالهای ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸، اطلاعات شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد.

۵. متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل

حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری واکنش سرمایه گذاری به میزان جریان نقدی تولید شده به؛ وسیله شرکت می باشد (فازاری، ۱۹۹۸). حساسیت جریان های نقدی درصد تغییرات در سطوح نگهداری وجوه نقد در قبال تغییرات در جریانهای نقدی می باشد (آلایانیس و موزامدار^{۱۷}، ۲۰۰۴). همچنین، منعکس کننده ریسک بالقوه در عملیات آتی، سرمایه گذاری و فعالیت های مالی شرکت است (کامیابی و همکاران، ۱۳۹۳).

CFS: برای اندازه گیری سطح حساسیت جریان های نقدی یک شرکت، به پیروی از مارتین و پیرا (۲۰۰۶) و افزا و حسن میرزا (۲۰۱۰) از یک شاخص حساسیت جریان های نقدی به نام تغییرات در کل وجوه نقد به کل دارایی ها استفاده شده است.

¹⁷ Allayannis & Mozumdar

رابطه (۱)

$$\text{وجه نقد سال قبل} - \text{وجه نقد سال جاری} = \frac{\text{حساسیت جریان های نقدی}}{\text{کل دارایی ها}}$$

متغیرهای وابسته

گروه تجاری به عنوان مجموعه‌ای از شرکت‌های مستقل که به وسیله ارتباطات رسمی و غیررسمی به یکدیگر مرتبط شده اند، تعریف می‌شود که در بسیاری از بازارها از جمله کشورهای در حال توسعه به فعالیت می‌پردازند.

عضویت در گروه تجاری (Group): متغیر موهومی است که نشان دهنده عضویت در گروه تجاری است. اگر شرکت عضو گروه تجاری باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ می‌پذیرد.

تنوع گروه تجاری (Diverse) متغیر موهومی است که نشان دهنده متنوع بودن یا غیر متنوع بودن گروه تجاری است و اگر شرکت عضو گروه تجاری متنوع باشد عدد یک و اگر عضو گروه تجاری غیر متنوع باشد عدد صفر می‌گیرد.

سهامداران نهادی (INST)^{۱۸}

مطابق با تعریف بوش، سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند که حجم بزرگی از عملیات آنها به معامله سهامشان بر می‌گردد. علاوه بر این، مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده ۱ قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی، از سرمایه گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز جزو این گروه از سرمایه گذاران محسوب می‌شوند (فخاری و طاهری، ۱۳۸۹، ۱۶۵). در تحقیق حاضر برای سهامداران نهادی دو سطح در نظر گرفته می‌شود. سطح بالا و پایین سهامدارانی که بیش از ۵۰ درصد سهام را دارند سطح بالا و برای کمتر از ۵۰ درصد سطح پایین در نظر گرفته می‌شود.

متغیرهای کنترلی

Size: بیانگر اندازه شرکت است و از لگاریتم طبیعی ارزش سهام شرکت به دست می‌آید (فاما و فرنچ ۲۰۰۱، گرولن و میکائلی ۲۰۰۲، افزا و حسن میرزا، ۲۰۱۰). اندازه شرکت میزان بزرگی و کوچکی دارایی‌های شرکت را نشان می‌دهد.

رابطه (۲)

$$\text{Size} = \text{Log Assest}$$

Lev: بیانگر اهرم مالی شرکت است که با استفاده از نسبت کل بدهی به کل داراییهای شرکت به دست می‌آید. اهرم مالی نشان دهنده تحمیل بیشتر بدهی بر ساختار سرمایه شرکت است.

رابطه (۳)

$$\text{LEV} = \frac{\text{کل بدهیها}}{\text{کل دارایی ها}}$$

ROA: شاخصی برای اندازه گیری سودآوری بوده و بیانگر بازده دارایی‌ها است که از طریق نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام حاصل می‌شود (چای و سو، ۲۰۰۹، افزا و حسن میرزا، ۲۰۱۰).

¹⁸ Institutional shareholders

رابطه (۴)

$$RoA = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$$

MBV: شاخص رشد، نسبت ارزش بازار سهم شرکت به ارزش دفتری سهم آن شرکت در همان سال می باشد. زمانی که ارزش بازار شرکت بیشتر از ارزش دفتری آن است نشان آن است که شرکت دارای فرصت های کم برای سرمایه گذاری است. قیمت بازار نشان دهنده انتظارات سهامداران از ارزش شرکت است. اگر انتظارات سهامداران از ارزش شرکت بیشتر باشد، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام کاهش می یابد. در حالیکه اگر انتظارات سهامداران از ارزش شرکت پایین باشد، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام افزایش می یابد. پایین بود این نسبت نشان از عدم وجود فرصت های کافی در زمینه سرمایه گذاری است.

رابطه (۵)

$$MBV = \frac{\text{ارزش بازار سهم}}{\text{ارزش دفتری سهم}}$$

مدلهای رگرسیونی پژوهش

مدل (۱)

$$Group_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + e_{it}$$

مدل (۲)

$$Diverse_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + e_{it}$$

مدل (۳)

$$INST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + e_{it}$$

۶. آزمون های آماری و تجزیه و تحلیل یافته ها

پس از جمع آوری داده هایی که برای انجام تحقیق مورد نیاز است، انتخاب ابزاری مناسب به منظور محاسبه و تجزیه و تحلیل اطلاعات مربوط به متغیرها، اهمیت خاصی دارد. در این تحقیق از آنالیز رگرسیونی، با استفاده از نرم افزارهای Eviews10 و SPSS22 برای تحلیل فرضیه ها استفاده شده است.

۱.۶. آمار توصیفی

در تحلیل توصیفی^{۱۹}، پژوهشگر با استفاده از جداول و شاخص های آمار توصیفی نظیر شاخص های مرکزی و پراکندگی به توصیف داده های جمع آوری شده تحقیق می پردازد. نتایج حاصل از تحلیل توصیفی داده های تحقیق در دو حوزه متغیر های کمی و کیفی در جدول (۱) ارائه شده است.

¹⁹ Descriptive Analysis

جدول ۱. شاخص‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
اندازه شرکت	SIZE	۱۴,۵۱۱	۱۳,۲۷۷	۲۰,۱۸۳	۱۱,۰۳۵	۱,۵۰۲	۰,۹۱۰	۴,۲۷۶
اهرم مالی	LEV	۰,۵۸۴	۰,۵۸۴	۱,۷۹۵	۰,۰۳۶	۰,۲۲۰	۰,۵۸۵	۵,۴۲۴
حساسیت وجوه نقد	CFS	۰,۰۰۸	۰,۰۰۳	۰,۱۷۹	-۰,۱۵۲	۰,۰۳۸	۱,۶۳۷	۷,۵۵۹
نرخ بازده داراییها	ROA	۰,۱۱۱	۰,۰۹۱	۰,۶۲۶	-۰,۶۰۵	۰,۱۴۹	۰,۱۴۲	۵,۰۲۵
فرصت رشد	MBV	۰,۴۸۲	۰,۴۴۵	۱,۸۸۱	-۱,۷۱۹	۰,۳۷۲	-۰,۲۷۵	۸,۲۴۳
مالکیت نهادی	INST	۰,۶۳۵	۰,۶۸۸	۰,۹۷۹	۰,۰۰۰	۰,۲۴۲	-۰,۸۷۷	۲,۹۲۳

جدول شماره (۲): تحلیل فراوانی داده‌های اسمی تحقیق

متغیر	علامت	تعداد مشاهدات	جواب	فراوانی	درصد فراوانی
گروه تجاری	GROUP	۱۱۰۶	بلی (۱)	۶۳۹	۵۷,۷۸
			خیر (۰)	۴۶۷	۴۲,۲۲
تنوع گروه تجاری	DIVERSE	۱۱۰۶	بلی (۱)	۵۳۷	۴۸,۵۵
			خیر (۰)	۵۶۹	۵۱,۴۵

از بین شاخص‌های مرکزی بیان شده میانگین مهم‌ترین آن‌ها محسوب می‌شود که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. میانگین شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال میانگین متغیر اهرم مالی، برابر ۰/۵۸۴ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است. همانگونه که در جدول (۱) مشاهده می‌شود میانه همین متغیر برابر با ۰/۵۸۴ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌های این متغیر کمتر از این و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار می‌باشد. نکته مهمی که از مقایسه میانگین و میانه متغیرها می‌توان استدلال نمود، وضعیت توزیع متغیرها و نرمال بودن نسبی آنها است. با توجه به اینکه مقادیر میانگین و میانه متغیرها به هم نزدیک هستند می‌توان چنین برداشت نمود که توزیع متغیرها به توزیع نرمال بسیار نزدیک است. شاخص‌های پراکندگی به طور کلی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از جمله مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی که شرط مطلوب برای وارد کردن متغیر به مدل

رگرسیون می باشد، انحراف معیار است. همانطور که در جدول (۱) نیز قابل مشاهده است، انحراف معیار متغیرها صفر نبوده و حائز این شرط می باشند.

۲.۶. آزمون نرمال بودن

اولین مرحله جهت آغاز فرآیند آزمون فرضیه ها، بررسی نرمال بودن داده ها است. برای آزمون فرضیه فوق از آزمون جاک برا استفاده شده است که نتایج در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): آزمون نرمال بودن داده ها

متغیر	علامت	مقدار جاک- برا	احتمال جاک برا
اندازه شرکت	SIZE	۲۲۸,۸۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۵۶۹۲,۷۰	۰/۰۰۰
حساسیت وجوه نقد	CFS	۷۸۵۱,۵۶	۰/۰۰۰
نرخ بازده داراییها	ROA	۱۹۲,۸۶	۰/۰۰۰
فرصت رشد	MBV	۸۱۲۰,۸۱	۰,۰۰۰
مالکیت نهادی	INST	۱۶۲,۱۱	۰,۰۰۰

نتایج آماره جاک برا حاکی از نرمال نبودن متغیرهای پژوهش طی دوره پژوهش است؛ که سطح معنی داری در هر کدام از متغیرها همگی کوچکتر از ۰/۰۵ می باشند، پس با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت این متغیرها دارای توزیع نرمال نمی باشند. ولی طبق نظریه استیونس (۲۰۰۲)، هرگاه در پژوهش حجم نمونه بالا باشد، بالا بودن حجم نمونه، مشکل غیر نرمال بودن ویژگی مورد تحقیق را حل کرده است. استیونس معتقد است که براساس قضیه حد مرکزی حتی جامعه هایی که دارای توزیع نرمال نیستند در شرایطی که نمونه هایی با حجم بالا از آنها انتخاب شود، توزیع نمونه گیری آنها توزیع نرمال می شود. در نتیجه می توان از آزمونهای پارامتری برای تحلیل همه فرضیه های تحقیق حاضر استفاده نمود.

۳.۶. آزمون مانایی متغیرها

قبل از تخمین مدل باید داد ها از لحاظ پایایی مورد آزمون قرار گیرند. مانا نبودن متغیرها باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب میشود. در این پژوهش به منظور تشخیص مانایی متغیرها از آزمون لیون، لین و چاو و و ایم، پسران و شین استفاده می کنیم. نتایج آزمون پایایی داده ها به صورت خلاصه در جدول (۴) گزارش شده است.

جدول (۴): آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	علامت	مقدار آماره لوین، لین و چو	احتمال آماره لوین، لین و چو
اندازه شرکت	SIZE	-۲۰,۳۸	۰,۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۲۰,۳۱۳	۰,۰۰۰
حساسیت وجوه نقد	CFS	-۳۴,۴۹۶	۰,۰۰۰
نرخ بازده داراییها	ROA	-۳۲,۶۸	۰,۰۰۵
فرصت رشد	MBV	-۱۶۷,۷۶	۰,۰۰۰
مالکیت نهادی	INST	-۳۲,۹۰۲	۰,۰۰۰
گروه تجاری	GROUP	-۴,۷۷۱	۰,۰۰۰
تنوع گروه تجاری	DIVERSE	-۴,۳۴۲	۰,۰۰۰

همانطور که از نتایج آزمون لیون، لین و چاو در جدول (۴) مشخص است تمامی داده ها در سطح معناداری ۵ درصد پایا هستند.

۴.۶. تحلیل مدل آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری و شرکت های عضو گروه تجاری رابطه وجود دارد.

جدول (۵): نتایج آزمون فرضیه اول

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (Z)	معناداری (Prob)
عرض از مبداء	C	۰,۶۹۳	۱,۱۴۷	۰,۲۵۱
حساسیت جریان نقد	CFS	۰,۰۹۹	۲,۱۰۲	۰,۰۳۵
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۱۰۷	-۰,۴۱۳	۰,۶۷۹
اهرم مالی	LEV	-۰,۳۰۸	-۰,۹۳۰	۰,۳۵۲
نرخ بازده داراییها	ROA	۰,۳۸۷	۰,۷۲۳	۰,۴۶۹
فرصت رشد	MBV	۰,۰۱۳	۰,۴۰۱	۰,۶۸۸
سایر اطلاعات	آماره LR	معناداری (Prob)	ضریب مک فاندن (McFadden R-squared)	
	۳۹۴,۱۸	۰,۰۰۰	۰,۲۴	

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۵) ارائه شده است نشان می دهد که مقدار آماره، LR برابر ۳۹۴,۱۸ Prob محاسبه شده برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر حساسیت جریان نقد برابر ۰,۰۹۹ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۳۵ که کمتر از پنج درصد است، معنی دار می باشد؛ که نشان میدهد بین حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری و شرکت های عضو گروه تجاری رابطه وجود معنی دار دارد.

فرضیه دوم: بین حساسیت جریان های نقدی و شرکت های عضو گروه تجاری متنوع رابطه وجود دارد.

جدول (۶): نتایج آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (Z)	معناداری (Prob)
عرض از مبداء	C	-۰,۰۹۳	-۰,۱۵۴	۰,۸۷۷
حساسیت جریان نقد	CFS	۰,۱۳۷	۲,۲۸۴	۰,۰۲۲
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۰۳	-۰,۰۷۷	۰,۹۳۸
اهرم مالی	LEV	۰,۳۵۶	۱,۰۵۵	۰,۲۹۱
نرخ بازده داراییها	ROA	-۰,۱۱۱	-۰,۲۲۴	۰,۸۲۲
فرصت رشد	MBV	-۰,۱۱۳	-۳,۹۰۸	۰,۰۰۰
سایر اطلاعات	آماره LR	معناداری (Prob)	ضریب مک فاندن (McFadden R-squared)	
	۶۲,۱۰۵	۰,۰۰۰	۰,۱۳	

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۶) ارائه شده است نشان می دهد که مقدار آماره، LR برابر ۶۲,۱۰۵ Prob محاسبه شده برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر حساسیت جریان نقد برابر ۰,۱۳۷ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۲۲ که کمتر از پنج درصد است، معنی دار می باشد؛ که نشان می دهد بین حساسیت جریان های نقدی و شرکت های عضو گروه تجاری متنوع رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه سوم: بین حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری و سهامداران نهادی رابطه وجود دارد.

جدول (۷): نتایج آزمون F لیمیر و آزمون هاسمن

نتیجه	معناداری	اماره	آزمون
تایید مدل تلفیقی در برابر مدل ترکیبی (پانل)	(۰,۸۶۵)	۰,۸۶۹	آزمون F- لیمیر (چاو)
-	-	-	آزمون هاسمن

نتایج آزمون لیمیر که در جدول (۷) ارائه شده است، نشان می دهد که احتمال آماره آزمون F لیمیر بیشتر از ۵ درصد می باشد و لذا برای تخمین مدل از روش تلفیقی استفاده می شود.

جدول (۸): نتایج آزمون فرضیه سوم

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبدا	C	۰,۵۶۱	۲۱,۵۲	۰,۰۰۰	----
حساسیت جریان نقد	CFS	-۰,۱۰۱	-۲,۲۰۷	۰,۰۲۷	۱,۳۶۴
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۱۰	۳,۴۲۱	۰,۰۰۰	۱,۰۰۶
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۶۲	-۱,۸۴۶	۰,۰۶۵	۱,۱۳۴
نرخ بازده داراییها	ROA	-۰,۱۱۳	-۲,۷۹۱	۰,۰۰۵	۱,۱۰۸
فرصت رشد	MBV	-۰,۰۰۲	-۰,۷۱۷	۰,۴۳۷	۱,۰۴۱
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R-squared)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared	دوربین واتسون (D-W)
سایر اطلاعات	۴۱,۹۷۸	۰,۰۰۰	۰,۱۹	۰,۱۱	۲,۰۲۲

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۸) ارائه شده است نشان می دهد که مقدار آماره، F برابر ۴۱,۹۷۸ Prob محاسبه شده برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر حساسیت جریان نقد برابر -۰,۱۰۱ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۲۷ که کمتر از پنج درصد است، معنی دار می باشد؛ که نشان می دهد بین حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری و سهامداران نهادی رابطه معنی دار و منفی وجود دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۲,۰۲۲ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار

دارد و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۱۱٪ و ۱۹٪ هستند که نشان می دهد تقریباً ۱۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می باشد. بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

۷. بحث و نتیجه گیری

جریانات نقدی یکی از شاخص های مهم در ارزیابی واحد اقتصادی می باشد که در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزش گذاری اوراق بهادار، روش های ارزیابی طرح های سرمایه ای و... نقش محوری دارد. بر همین اساس با توجه به اهمیت جریانات نقدی ممکن است این مهم دستخوش یکسری نفوذهای نمایندگی شود. چگونگی به کارگرفتن وجوه داخلی، تصمیمی مهم در تضاد بین سهامداران و مدیران است. در دوران رشد اقتصادی شرکت، همان طور که ذخایر وجه نقد افزایش می یابد، مدیران تصمیم می گیرند که آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی به کارگرفته شود و یا همچنان نگهداری شود؟ این که مدیران منفعت طلب چگونه بین مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد یکی را انتخاب می کنند، موضوعی مبهم است (فخاری و تقوی، ۱۳۸۸). به طور کلی در پژوهش های حسابداری حساسیت جریانات نقدی به دو دسته تقسیم می شوند که یکی حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری که اشاره به درصد تغییر در مخارج سرمایه ای شرکت ها در قبال تغییرات در جریانات نقدی است (کاشانی پور و نقی نژاد، ۱۳۸۸) و دیگری حساسیت جریانات نقدی وجه نقد می باشد که اشاره به درصد تغییر در سطوح نگهداری وجه نقد در قبال تغییرات در جریانات نقدی است (دیچا و همکاران^{۲۰}، ۲۰۱۲). مباحث الیاسیانی و موزومدر (۲۰۱۰) که نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی باعث افزایش اشتیاق سرمایه گذاران برای مداخله در نظارت شرکت بر پایه ی جاری علاوه بر پوشش آنالیزی بنگاه و بنابر این کاهش هزینه های سرمایه گذاری و مبادله می شود. در شرکت های با حفاظت ضعیف سهامداران، مدیران می توانند با مصنوعیتی نسبی، وجه نقد را انباشته کنند و سود نقدی کمتری تقسیم کنند (ایزدی نیا و رسائیان، ۱۳۸۹). در ادبیات حاکمیت شرکتی، دو نگرش در مورد سرمایه گذاران نهادی وجود دارد. فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع. فرضیه نظارت کارآمد بیان می کند که با سرمایه گذاری بیشتر سهامداران نهادی، نظارت کارآتری بر شرکت اعمال می شود و بسیاری از مشکلات نمایندگی رفع می گردد. در حالی که فرضیه همگرایی منافع بیان می دارد که منافع سرمایه گذاران نهادی عمده با منافع مدیریت همسو است و این مسأله می تواند باعث ترغیب مدیران به اتخاذ تصمیمات غیر بهینه شود. بر همین اساس، سرمایه گذاران نهادی با نظارت کارآمد خود می توانند مانع از حساسیت جریانات نقد سرمایه گذاری شرکت شوند و در صورت عدم نظارت کارآمد باعث افزایش حساسیت جریانات نقد سرمایه گذاری وجه نقد می شوند. سرمایه گذاران نهادی مناسب می تواند هزینه نمایندگی را با کاهش نگرانی سهامداران و با توجه به تخصیص مناسب ذخایر نقدی، کاهش دهد و همچنین می تواند منتج به استفاده کارآمدتر از ذخایر نقدی شود. تاثیر سرمایه گذاران نهادی، مدیریت شرکت را به تمرکز بر عملکرد اقتصادی و اجتناب از رفتارهای فرصت طلبانه وا میدارند. اگر سرمایه گذاران نهادی یک نقش نظارتی کارایی را اعمال نمایند، حضور با ثبات ترشان کاستی های بازار سرمایه و در نتیجه شکاف بین هزینه های داخلی و خارجی سرمایه ای را کاهش خواهد داد. این به نوبه خود به حساسیت پایین تر مخارج سرمایه گذاری به جریان های نقدی تبدیل خواهد شد. گروه های تجاری از جمله پدیده هایی

²⁰ Dichu & Kam & Chan

است که در اقتصادهای نوظهور، اقتصادهای توسعه یافته و همچنین اقتصاد ایران نقش مهمی بازی می‌کند. معمولاً گروه‌های تجاری متمایل به ایجاد بازارهای تأمین مالی درون گروهی به دلیل ارزان بودن آن در مقایسه با بازارهای سرمایه خارجی هستند؛ بنابراین، به نظر می‌رسد شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل، به دلیل اتکا به بازارهای سرمایه داخلی که به طور نسبی کمتر به بازار سرمایه خارجی وابسته هستند و ممکن است سطح نگهداری وجه نقد در گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل کمتر باشد. معاملات مربوط به گروه‌های تجاری با فرصت سرمایه گذاری و نوع ساختار سهامداری مرتبط هستند که هم از مزیت‌های مالی و هم از فرضیه‌های نمایندگی پشتیبانی می‌کنند. گروه‌های تجاری سرمایه درون گروهی را از شرکت‌های عضو با رشد کم به رشد بالا منتقل می‌کنند. به طور کلی استفاده از یک نمونه از شرکت‌های بورس اوراق بهادار به تعداد ۱۵۸ (۱۱۰۶ سال-شرکت) در فاصله سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۵ استفاده گردید. یافته‌های پژوهش بیانگر این نتیجه بوده است که بین حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه گذاری و شرکت‌های عضو گروه تجاری و شرکت‌های عضو گروه تجاری متنوع رابطه وجود دارد. همچنین، بین حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه گذاری و سهامداران نهادی رابطه وجود دارد. نتایج این پژوهش با پژوهش‌های بائو و همکاران^{۲۱} (۲۰۱۲)، نجاح و همکاران^{۲۲} (۲۰۱۳) یه و لین^{۲۳} (۲۰۲۰)، جهان‌شاد و شعبانی (۱۳۹۴)، فروغی و همکاران (۱۳۹۵) شین و پارک^{۲۴} (۲۰۰۷)، مطابقت داشته و با پژوهش‌های پور حیدری و قاسمی اقبالی (۱۳۹۳)، اکبری و همکاران (۱۳۹۶) همسو نمی‌باشد. با توجه به اینکه نتایج تحقیق نشان داد که بین حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه گذاری و سهامداران نهادی رابطه وجود دارد، پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها از ظرفیت گروه‌های تجاری برای مبادلات درون گروهی شامل تأمین مالی، تأمین مواد اولیه، تأمین داراییها و غیره استفاده کنند تا برای سرمایه گذاری کمتر به جریان نقدی عملیاتی درون شرکت‌ها متکی باشند.

با توجه به اینکه هدف مدیران این است که اعتماد مالکان شرکت را فراهم کنند پس باید این نکته را در نظر بگیرند که افزایش سرمایه گذاران نهادی منجر به کاهش حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه گذاری می‌شود و در نهایت هزینه نمایندگی کاهش می‌یابد.

به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود قوانین و مقرراتی را اتخاذ کنند که شرکت‌ها از ساختار کنترلی قوی برخوردار باشند.

پیشنادهایی برای پژوهش‌های آتی

بررسی مقایسه‌ای موضوع پژوهش حاضر در نمونه‌های تفکیک شده بر اساس اندازه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق تهران به دو گروه بزرگ و کوچک.

می‌توان برای افزایش قابلیت اطمینان نتایج، پژوهش را در دوره‌های زمانی طولانی‌تر و صنایع دیگر انجام داد. این پژوهش در جامعه دیگری غیر از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام شود و نتایج آن یافته‌های این پژوهش تطبیق داده شود.

²¹ Bao & Kam & Chan & Weining Zhang

²² Najah et al

²³ Yeh & Lin

²⁴ Shin & Park

برای مطالعه موضوع تحقیق شرکت از صورت های مالی سالهای مختلف استفاده گردد و نتایج گروه ها با یکدیگر مورد مقایسه قرار گیرد.

حساسیت جریانهای نقدی وجوه نقد با متغیرهای برون سازمانی و غیر قابل کنترل شرکت (همچون متغیرهای اقتصادی) مورد بررسی قرار گیرد.

همچنین پژوهش حاضر را می توان در هر یک از صنایع فعال در بورس اوراق بهادار تهران به طور مجزا مورد تفکیک قرار داد تا به طور خاص و دقیق میزان حساسیت جریانهای نقدی وجوه نقد در هر صنعت مشخص گردد. بررسی تاثیر حضور سهامداران نهادی بر رابطه جریان های نقدی و سطح نگهداشت وجه نقد.

منابع

اکبری، مصطفی؛ لاری دشت بیاض، محمود؛ ودیعی نوقایی محمد حسین (۱۳۹۶). گروه های تجاری و سطح نگه داشت وجه نقد: نقش بازارهای تامین مالی داخلی پایان نامه کارشناسی ارشد وزارت علوم، تحقیقات و فناوری - دانشگاه فردوسی مشهد - دانشکده علوم اقتصادی.

برزگر، معصومه (۱۳۹۳). بررسی اثرات گروه های تجاری بر ساختار مالکیت و هزینه بدهی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد در رشته حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، واحد مرودشت، دانشکده علوم انسانی.

برومند، راهبه، گرکز، منصور، سعیدی، پرویز، معطوفی، علیرضا (۱۳۹۹). بررسی تاثیر حساسیت جریانهای نقدی سرمایه گذاری بر اشتیاق سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی.

بولو، قاسم؛ باباجانی، جعفر و محسنی ملکی، بهرام (۱۳۹۱). رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله حسابداری.

پورحیدری، امید و محمدحسن فدوی (۱۳۹۲). گروه های تجاری: واقعیت اقتصادی ناشناخته، مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۸، ص ۷۰-۸۲.

پورحیدری، امید، قاسمی اقباش، علی (۱۳۹۳). بررسی تاثیر عضویت در گروه تجاری بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری، پاییز ۱۳۹۳، دوره ۷، شماره ۲۳، صص ۲۹-۴۳.

حسینی، سیدمجتبی؛ مدرس احمد؛ رئیسی، زهره (۱۳۸۸). بررسی اثر سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۵، صص ۲۲۳-۲۵۰.

جهان شاد، آریتا، شعبانی، داوود (۱۳۹۳). تاثیر محدودیت در تامین مالی بر رابطه سرمایه گذاران نهادی و حساسیت جریانهای نقدی سرمایه گذاری، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، دوره ۷، شماره ۷، صص ۳۹-۵۶.

فخاری، حسین و عصمت السادات طاهری (۱۳۸۹)، بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی ۶، ص ۴۱.

فروغی، داریوش، امیری؛ هادی، فرزادی، سعید (۱۳۹۵). بررسی تاثیر سازوکارهای نظارتی سهامداران نهادی بر رابطه جریان های نقدی و تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، سال شانزدهم، شماره ۶۲.

کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران (۱۳۹۰). تهران، "استاندارد های حسابداری ایران"، نشریه شماره ۱۶۰، انتشارات سازمان حسابرسی.

کامیابی، یحیی؛ نیکروان فرد، بیتا؛ سلمانی، رسول (۱۳۹۳). مطالعه رابطه بین نوسانات جریان نقدی و حساسیت جریانهای نقدی وجوه نقد با سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۲۱۲-۲۲۲۸.

کاشانی پور، محمد؛ راسخی، سعید؛ نقی نژاد، بیژن؛ رساییان، امیر (۱۳۸۹). محدودیت های مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)، پاییز و زمستان ۱۳۸۹، دوره ۲، شماره ۲، پیایی ۵۹/۳، صص ۵۱-۷۴.

کلپچ، محسن (۱۳۹۰). بررسی اثر ترکیب های تجاری بر سرمایه گذاری و کاهش محدودیتهای تأمین مالی در بورس اوراق بهادار، همایش بررسی ابعاد و تحول روشهای تأمین مالی در کشور با تأکید بر نقش بانک، بیمه و بازار سرمایه، تهران نیک بخت، محمدرضا؛ فیروزنیا، امیر و قیطانچیان، سروناز؛ حمید کلهرنیا (۱۳۹۷). تأثیر عضویت در ترکیب های تجاری بر سطح نگهداری وجه نقد تحقیقات حسابداری و حسابرسی، زمستان ۱۳۹۷، شماره ۴۰، صص ۵-۲۴.

نصیرزاده، فرزانه، کم، مهران (۱۳۹۲).

ولی پور، هاشم؛ طالب نیا، قدرت اله؛ احمدی، رضا (۱۳۹۳). بررسی تاثیر سطح افشای اختیاری بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۷، شماره ۲۱، صص ۷۱-۸۱.

محسنی ملکی، بهرام، فاطری، علی، افتخاریان، شاهین (۱۳۹۲). تاثیر مالکیت نهادی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) مطالعه موردی: صنعت خودرو و ساخت قطعات (اولین کنفرانس بین المللی حماسه سیاسی) با رویکردی بر تحولات خاورمیانه) و حماسه اقتصادی (با رویکردی بر مدیریت و حسابداری).

مهرانی، ساسان و مرادی، محمد و هدی اسکندر (۱۳۸۹). رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول، شماره پیایی (۳)، ۴۷-۶۹.

نظری، محسن؛ صابر، معصومه؛ دلدار، مصطفی (۱۳۹۵). بررسی انگیزه های مالیاتی عضویت در گروههای تجاری، پژوهشنامه مالیات/شماره سی و یکم (مسلسل ۷۹)، صص ۱۲۰۴۴.

Allayannis, G. and Mozumdar, A. (2004). The Impact of Negative Cash Flow and Influential Observations on Investment- Cash Flow Sensitivity Estimates. *Journal of Banking and Finance*. 28: 901- 930.

Arslan, O., Florackis, C., Ozkan, A., (2006), The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from a Financial Crisis Period in an Emerging Market. *Emerging Markets Review*. 7, PP. 320-338.

Almeida, H., and D. Wolfenzon. (2006). A theory of pyramidal ownership and family business groups. *Journal of Finance* 61 (6): 2637-80.

Afza, T. & Hassan Mirza, H. (2010). Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research*, 3(3): 210-221.

Almeida, H. and Campello, M. and Weisbach, M.S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*. 59: 1777-1804.

- 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.
- Bushee B. J. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review* 1998; 73(July): 305-334.
- Beuselinck, Ch. & Deloof, M., (2006), "Business groups, tax and accruals management", discussion paper, Tilburg university.
- Bao, D. Chan, K., Zhang, W. (2012). "Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings". *Journal of Corporate Finance*, 18, 690-700.
- Chang, S. J., & Hong, J. 2000. Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transaction. *Academy of Management Journal*, 434(3): 429-448.
- Chakraborty, Indrani, (2013), "Does capital structure depend on group affiliation? An analysis of Indian firms", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 1, No. 35, PP. 110-120
- Clayton, M. J. & Jorgensen, B. N., (2005), "Optimal Cross Holdings with Externalities and Strategic Interactions", *Journal of Business*, Vol. 78, No. 3, PP. 1505- 1522
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. H. P. Lang.)2002(. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* 57 (6): 2741-71.
- Deddy P. Koesrindartotoa., Aurelius Aarona, Inka Yusgiantorob, Wirata A. Dharmaa, Abdurrohman Arrois .(۲۰۲۱)Who moves the stock market in an emerging country – Institutional or retail investors? *Research in International Business and Finance journal* homepage: www.elsevier.com/locate/riba
- Dichu Bao. Kam C, Chan. Weining Zhang, (2012), "Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings". *Journal of Corporate Finance* 18, PP. 690-70.
- Easley, D., O'Hara, M., 2004. Information and the cost of capital. *Journal of Finance* 59, 1553-1583.
- Fazzari, S., Hubbard R. G, and Peterson B, (2004) *Financing Constraints and Corporate Investment*, *Brookings Papers on Economics Activity*, 141- 195.
- Ghemawat, P., & Khanna, T. 1998. The nature of diversified business groups: A research design and two case studies *Journal of Industrial Economics*, 46: 35-61.
- George. R., Kabir, R., Qian. J (2010). *Investment - Cash Flow Sensitivity and Financing Constraints: New Evidence from Indian Business Group Firms*. Working paper.
- Harford, Jarrad. and Maxwell, William F (2012). "Corporate Governance and Firm Cash Holdings". working paper.
- He, J., X. Mao, O. Rui, and X. Zha. 2013. Business groups in China. *Journal of Corporate Finance* 22: 166-92
- Jing, D. (2005). *Cash flow volatility and dividend policy*. Thesis for Master of Science, University of Singapore.
- ian, M., and T. J. Wong.)2010(. Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies* 15 (1): 70-105
- Khanna, T., Palepu, K., 200۴. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *Journal of Finance* 55, 867-8
- Lensink, R. Van der Molen, R., Gangopadhyay, S., 200۹. Business groups, financing constraints and investments: the case of India. *Journal of Development Studies* 40, 93-119.
- Leff, N. H., (1998), "Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 26, PP. 661-675.
- Lins, K. V.)2003(. Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1): 159-84.
- Najah Attig. Sean Cleary b. Sadok El Ghouli. Omrane Guedhami, (2013), "Institutional Investment Horizon and Investment-Cash Flow Sensitivity" *Journal of Banking & Finance* 36, PP. 1164-1180.
- Manos, Green. (2012). "Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms". *International Review of Economics and Finance*, Vol. 21, pp. 42-56.
- Ronny Manos, Victor Murinde, Christopher J. Green. (2012). "Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms". *International Review of Economics and Finance*, Vol. 21, pp. 42-56.

- Stein, J. C. 1997. Internal capital markets and the competition for corporate resources. *Journal of Finance*, 52(1): 263–292.
- Shin, H-H., Park, Y., 1999. Financing constraints and internal capital markets: evidence from Korean ‘Chaebols’. *Journal of Corporate Finance* 5, 169-191.
- Yeh, Yin-Hua & Lin, James Juichia . (2020). Investment-cash flow sensitivity to internal capital markets and shareholding structure: evidence from Taiwanese business group, *Eurasian Business Review* <https://doi.org/10.1007/s40821-020-00157-7>.



The relationship between investment cash flow sensitivity with dependence on the business group and institutional shareholders

Hamid Reza Keyhan¹
Mehdi Panahi^{*2}

Date of Receipt: 2021/07/23 Date of Issue: 2021/08/11

Abstract

The purpose of this study is to investigate the relationship between cash flow sensitivity of investment and dependence on the business group and institutional shareholders in companies listed on the Tehran Stock Exchange. When access to external financing is difficult, companies use their own operating cash flow to invest. As a result, investing is sensitive to operating cash flow. If the company is a member of the business group, it can provide the necessary resources for the member companies to invest, and as a result, the sensitivity of the investment to cash flow is expected to decrease. In this research, 158 companies listed on the Tehran Stock Exchange between the years 2013-2018, which have been selected by the selected systematic removal method. The present study is an applied research in terms of purpose and using a post-event approach. The results of the research show a random effects model. There is a relationship between working quality, high quality, and high quality. Also, there is a relationship between cash flow sensitivity and institutional stakeholders.

Keywords

cash flow sensitivity, business group, institutional shareholders

1. Department of Management, Faculty of Management and Accounting, University Geyasaddin Jamshid Kashani, Iran, Iran (h.keyhan@gmail.com).
2. Department of Management, Faculty of Management and Accounting, University of Geyasaddin Jamshid Kashani, Iran (mahsa_ghajarbeigi@jku.ac.ir).

