

## تاثیر هزینه‌های نمایندگی بر رابطه ساختار مالکیت و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی

سعید خداداد

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران. (نویسنده مسئول).  
saeedkhodadad1209@gmail.com

سیاوش ساعی

عضو هیات علمی گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.  
Siavashsae5@gmail.com

### چکیده

در بازارهای کامل سرمایه، انتظار بر این است که همه شرکت‌ها به آسانی به منابع خارج از شرکت دسترسی داشته باشند و تصمیمات سرمایه گذاری منحصرأ مبتنی بر سودآوری مورد انتظار آینده می‌باشد و دسترسی به سرمایه های داخلی هیچ گونه تأثیری بر تصمیمات نداشته باشد. اما در دنیای واقعی با توجه به مکانیسم اطلاعات نامتقارن، هزینه تامین مالی با استفاده از منابع داخلی و خارجی متفاوت بوده و در این محیط ها، اطلاعات نامتقارن بین قرض دهنده و قرض گیرنده بر توانایی شرکت برای دستیابی به اعتبار و قدرت سرمایه گذاری و فعالیت اقتصادی آنها تأثیرگذار است. لذا در پژوهش حاضر به تاثیر هزینه‌های نمایندگی بر رابطه ساختار مالکیت و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد در شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای این منظور نمونه‌ای شامل ۱۰۷ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران شامل یک دوره هفت ساله بر اساس صورت‌های مالی شرکت‌های مورد مطالعه طی سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ انتخاب و برای آزمون فرضیات از روش رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از نرم‌افزار EVIEWS نسخه ۹، استفاده گردید. نتایج حاکی از آن است هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و نهادی با حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد تاثیر معنادار و معکوسی دارد.

**واژگان کلیدی:** حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد، ساختار مالکیت، هزینه های نمایندگی.

### مقدمه

با مطرح شدن مساله سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، موضوع تامین مالی این سرمایه گذاری‌ها مورد توجه قرار می‌گیرد. در بازارهای کامل سرمایه، انتظار بر این است که همه شرکت‌ها به آسانی به منابع خارج از شرکت دسترسی داشته باشند و تصمیمات سرمایه گذاری منحصرأ مبتنی بر سودآوری مورد انتظار آینده می‌باشد و دسترسی به سرمایه‌های داخلی هیچ گونه تأثیری بر تصمیمات نداشته باشد. اما در دنیای واقعی با توجه به مکانیسم اطلاعات نامتقارن، هزینه تامین مالی با استفاده از منابع داخلی و خارجی متفاوت بوده و در این محیط‌ها، اطلاعات نامتقارن بین قرض دهنده و قرض گیرنده بر توانایی شرکت برای دستیابی به اعتبار و قدرت سرمایه‌گذاری و فعالیت اقتصادی آنها تأثیرگذار است. حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری از حوزه‌های مطالعاتی دغدغه برانگیز در ادبیات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری است که در سال‌های اخیر در کانون توجه جدی پژوهشگران، دانشگاهیان و حوزه کسب و کار قرار گرفته است؛ چرا که این عامل در تجزیه و تحلیل موانع رشد و توسعه شرکت‌ها سودمند واقع می‌شود و به طور کلی قابلیت رقابت سیستم اقتصادی را تضعیف می‌کند. این ادبیات به طور واضح‌تر با ادبیات تأمین مالی و ادبیات سرمایه‌گذاری مرتبط است. این ادبیات برای نخستین بار

توسط پژوهش‌های فازاری و همکاران (۱۹۷۷)، شروع گردید و سپس توسط پژوهش‌های کاپلان و زینگالس (۱۹۸۸) به چالش کشیده شد. ادبیات مالی معتقد است که سرمایه‌گذاری شرکت، به دسترسی جریان وجه نقد داخل حساس است. در یک چارچوب عقلانی، دلیل چنین حساسیتی می‌تواند باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی و مسائل مربوط به عدم تقارن اطلاعات گردد. در آن سوی چارچوب عقلانی، برخی از تحقیقات معتقدند که تمایلات خوش‌بینی یا اطمینان بیش از حد، نقش کنترلی را در فرآیند تصمیم‌گیری مالی و سرمایه‌گذاری بازی می‌کند. موضوع ارتباط میان تصمیمات شرکت و مشخصات هیأت مدیره در تئوری مالی استاندارد نادیده گرفته شده بود. ارتباط جریان نقدی سرمایه‌گذاری بطور ویژه‌ای توسط هزینه‌های نمایندگی و مشکلات اطلاعات نامتقارن توضیح داده شده است (صالحی، موسوی و مرادی، ۱۳۹۶).

### ادبیات و مبانی نظری پژوهش

عوامل بسیاری موجب برتری یک شرکت در مقایسه با شرکت‌های دیگر می‌شوند که مهمترین آنها ساختار مالکیت است که شانس شرکت را برای بهبود و حفظ ساختار سرمایه در آینده تحت تأثیر قرار می‌دهد (بیابانی و رضی کاظمی، ۱۳۹۲). در بیانی ساده معتقدند که ساختار مالکیت بیان‌کننده این مطلب است که چه اشخاصی در تصمیمات عملیاتی و استراتژیکی شرکت تسلط و حکمرانی می‌کنند (فخاری و فصیح، ۱۳۹۵). ساختار مالکیت به عنوان مهمترین پارامتر مؤثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و برای جهت‌گیری آنان در بازارهای سرمایه مطرح گردیده است. حداکثر کردن ارزش شرکت‌ها مستلزم اجرای طرح‌های سودآور است. در جهان امروز با توجه به شرایط بازار رقابت تعیین روش تأمین مالی مناسب برای افزایش سودآوری و ادامه حیات شرکت‌ها امری ضروری است. ساختار مالکیت مشتمل بر دو مفهوم بافت یا ترکیب مالکیت از یک سوء و میزان تمرکز سهام از سویی دیگر است. یافته‌ها نشان می‌دهد که گروه‌های مالک به یک شکل و میزان از قدرت و همسویی در اثر گذاری بر عملکرد شرکت برخوردار نیستند (رضایی، علیزاده و داودی، ۱۳۹۷). ترکیب مالکان یعنی اینکه سهامداران چه کسانی هستند و چه افرادی از میان آنها کنترل شرکت را در اختیار دارند. در قالب کلی رابطه ساختار مالکیت بر عملکرد آنچه نیازمند دقت و بررسی است قدرت گرفتن گروهی از مالکان به نام سرمایه‌گذاران نهادی است که سهم مالکانه زیادی را به خود اختصاص دادند و تعامل بین این گروه‌ها با سایر مالکان است که می‌توانند بر عملکرد شرکت مؤثر واقع شوند (رحیمیان، رضایی و میرعبداللهی، ۱۳۹۲). هنگامی که شرکت‌ها با نارضایتی مالی مواجه می‌شوند، اختلاف منافع بین سهامداران و مدیریت می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های غیرمستقیم تصمیم‌گیری در مدیریت شود، زیرا اهداف مدیران و سهامداران آنها لزوماً هم تراز نیستند این امر باعث ایجاد نمایندگی و هزینه‌های ناشی از نمایندگی در شرکت‌ها می‌گردد. (رضایی و همکاران، ۱۳۹۷). اهمیت بحث ساختار سرمایه نیز از مطالعات مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) مشهود است. آنها بر این باور بودند که میان تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام و بدهی، با توجه به ارزش شرکت، هیچ تفاوتی نیست. از اینرو، روش‌های گوناگون تأمین مالی برای شرکت، ارزش اضافی دربردارد و بنابراین، محدودیتی برای مدیر نیست؛ اما شواهد تجربی بعدی نشان داد که این موضوع در عمل درست نیست و پژوهش‌های مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳) نیز به یافته‌هایی تازه رسید و اهمیت ساختار سرمایه شرکت‌ها، بیش از پیش مشخص شد (رسولی قهرودی و فخراپی، ۱۳۹۶).

همچنین در ادبیات مالی، اثر محدودیت مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به خوبی مستند شده است. برای مثال، در شرکت‌های با محدودیت مالی، اختلاف شدید بین هزینه تأمین منابع مالی داخلی و خارجی باعث می‌شود این شرکت‌ها از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآوری که با منابع خارجی تأمین مالی می‌شوند، صرف نظر کنند؛ زیرا هزینه‌های تأمین مالی خارجی زیاد است (تتوا و اوین<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). همچنین، مطالعات پیشین نشان داده‌اند هنگامی که در بازارهای

<sup>1</sup> Thoa & Uyen

مالی رکود اقتصادی شدیدی حاکم است، شرکتها به دلیل محدودیت مالی ایجاد شده، برای اجرای پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت با مانع مواجه می‌شوند (کامپلو، گراهام و هاروی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰). در حقیقت بحران‌های مالی، پیامدهای اقتصادی نامطلوب و بلندمدتی بر جای می‌گذارند و امکان دارد مدیران به دلیل محدودیت مالی، ارزش آتی شرکت را در قبال جریان نقدی کوتاه مدت قربانی کنند؛ این رفتار از مسئله کاهش رشد اقتصادی نشئت می‌گیرد (پیندادو، ریکیجو و دیلاتوره<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱). مطابق با تئوری‌های مالی، هر شرکتی می‌تواند از دو منبع اصلی وجوه نقد برای تأمین مالی پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت استفاده کند. منبع اول، وجوه نقد داخلی شرکت است که از جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی شرکت حاصل می‌شود. منبع دوم، وجوه نقد خارجی است که از طریق بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام تأمین مالی می‌شوند. همچنین، در بازارهای با سرمایه کارا به دلیل نبود هزینه معاملاتی، وجوه نقد برای همه شرکتها در دسترس است. در چنین وضعیتی شرکتها صرفاً بر وجوه نقد داخلی تکیه نمی‌کنند. در مقابل، در بازارهای ناکارا، به دلیل وجود هزینه معاملاتی، هزینه تأمین منابع مالی خارجی در مقایسه با منابع داخلی بیشتر است. در این بازارها وجوه نقد داخلی منبع اصلی برای تأمین منابع مالی شرکتهاست (تئو و اوپین، ۲۰۱۷). مرور ادبیات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که بین سرمایه‌گذاری و جریان نقد ایجاد شده داخلی، ارتباط مستقیمی وجود دارد. در همین راستا، فازاری و همکارانش<sup>۳</sup> (۱۹۸۸)، این رابطه را به کمک شاخصی به نام حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری مستند کردند. این شاخص بیان کننده میزان اتکای شرکت به منابع داخلی است. بر این اساس، هرچه حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی شرکتی بیشتر باشد، میزان اتکای آن شرکت به منابع داخلی افزایش یافته و با محدودیت مالی بیشتری مواجه می‌شود (حقیقت و زرگر فیوجی، ۱۳۹۲). از جمله تئوری‌هایی که این جریان را به تصویر می‌کشد، تئوری سرمایه‌گذاری بهینه مانند تئوری کیوتوبین است. این تئوری نشان می‌دهد هنگامی که بین هزینه تأمین منابع داخلی و خارجی تفاوت شایان توجهی وجود ندارد؛ شرکتها مجبور نیستند که فقط به تأمین مالی خارجی تکیه کنند، بنابراین حساسیت به جریان نقدی داخلی شرکت کمتر می‌شود. اما مطابق با تئوری سلسه مراتبی، به دلیل مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و علامت‌دهی، منابع داخلی به منابع خارجی ترجیح داده می‌شود (جهانشاد و شعبانی، ۱۳۹۴). این تئوری گویای این است که افزایش هزینه تأمین منابع مالی خارجی در مقابل منابع مالی داخلی باعث می‌شود شرکت به مخارج سرمایه‌گذاری شرکت در مقایسه با جریان نقدی داخلی حساسیت بیشتری نشان دهد. لیاندرس<sup>۴</sup> (۲۰۰۷)، معتقد است که عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد؛ زیرا هزینه‌های تأمین منابع مالی خارجی نسبت به داخلی افزایش می‌یابد. برای کاهش مسائل مربوط به ریسک حجم و پیچیدگی حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری، بهره بردن از حسابرسان برای نقش اعتباردهی به صورتهای مالی، ضروری است (خدمی پور و امیری، ۱۳۹۸).

به علاوه عدم تقارن اطلاعاتی سبب می‌شود که هزینه سرمایه بالاتر برود. مدل‌های عدم تقارن اطلاعات نشان می‌دهند که این رابطه به وسیله شکاف بین هزینه‌های منابع داخلی و خارجی که ناشی از داشتن اطلاعات برتر مدیریت نسبت به سهامداران است، هدایت می‌شود. بر همین اساس تئوری هزینه نمایندگی، رابطه مثبتی را بین سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی پیش‌بینی می‌کند، به طوری که زمانی شرکتها جریان‌های نقدی داخلی اضافی تولید می‌کنند، مدیران تمایل به بیش سرمایه‌گذاری دارند. این نظریه‌ها نشان می‌دهند که شرکت‌هایی که با مشکلات تقارن اطلاعاتی و یا هزینه‌های نمایندگی بالاتری مواجه‌اند، با شکاف بیشتری بین تأمین مالی داخلی و خارجی روبرو خواهند شد و از اینرو مخارج سرمایه‌ای نسبت به دسترسی منابع داخلی حساس‌تر خواهند بود (اتیگ، کلیری، ایگوال و گودهامی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲). بنابراین به

<sup>1</sup> Campello, Graham & Harvey

<sup>2</sup> Pindado, Requejo & Dela Torre

<sup>3</sup> Fazzari et al

<sup>4</sup> Lyandres, E.

<sup>5</sup> Attig, N., S. Cleary, S. Ei Ghouli, and O. Guedhami

منظور ارتقای حاکمیت شرکتی و افزایش پاسخگویی مدیران نسبت به سهامداران و سایر ذینفعان، دخالت لازم است. فرض مهم دیگری که تئوری نمایندگی بر پایه آن قرار دارد این است که شرکت کانون یا محل تلاقی روابط قراردادهایی است که بین مدیریت، مالکان، بستانکاران و دولت وجود دارد. در نتیجه، در تئوری نمایندگی انواع هزینه‌های مختلف مربوط به نظارت و تقویت روابط بین این گروه‌های مختلف مطرح است. با استفاده از تئوری نمایندگی می‌توان رفتار گروه‌های مشغول یا درگیر در شرکت را پیش‌بینی کرد و آنها را توضیح داد طبق قانون، نماینده شخصی است که استخدام می‌شود. تا به عنوان نماینده منافع موکل خود را تأمین نماید. در دیدگاه اقتصادی، تئوری نمایندگی بر پایه جنبه‌های قانونی این نمایندگی قرار دارد و از دیدگاه تئوری نمایندگی شرکت به عنوان محل، برخورد روابط نمایندگی عمل می‌نماید و با استفاده از این تئوری می‌توان رفتارهای سازمانی را از مجرای بررسی شیوه‌ای که طرف‌های قرارداد (در روابط نمایندگی) در درون شرکت می‌کوشند منافع خود را به حداکثر برسانند درک کرد (مدانلو و همکاران، ۱۳۹۹). در نهایت با توجه به مطالب مطرح شده همبستگی مثبت بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی ممکن است مشکل نمایندگی را منعکس کند: مشکلات بین سهامداران کنترل کننده و سرمایه‌گذاران خرد و بین مدیران و سهامداران و هزینه‌های مربوط به آنها. با توجه به مطالب فوق محقق در این مطالعه به دنبال پاسخگویی به سوال ذیل می‌باشد: که هزینه‌های نمایندگی بر رابطه ساختار مالکیت و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی چه تاثیری دارد؟

### بررسی پیشینه پژوهشی

کیهان و قجر بیگی (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری با وابستگی به گروه تجاری و سهامداران نهادی پرداختند. 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. نتایج تحقیق با استفاده از مدل اثرات تصادفی نشان می‌دهد که بین حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری و شرکت‌های عضو گروه تجاری و شرکت‌های عضو گروه تجاری متنوع رابطه وجود دارد. همچنین، بین حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری و سهامداران نهادی رابطه وجود دارد. مدانلو و همکاران (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی رابطه جریان وجه نقد آزاد و حساسیت سرمایه‌گذاری و نقش تعدیلگری هزینه نمایندگی پرداختند. به همین منظور برای آزمون فرضیه‌ها نمونه‌ای متشکل از ۱۰۶ شرکت از بین شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ انتخاب شده است. داده‌ها با استفاده از تکنیک آماری رگرسیون خطی و لجستیک مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در هزینه نمایندگی با استفاده از شاخص واگرایی حق کنترل سهامداران رابطه بین جریان نقد آزاد و حساسیت سرمایه‌گذاری را به طور منفی تعدیل می‌کند؛ و در شرکت‌هایی که پیش‌بینی می‌شود هزینه نمایندگی با استفاده از شاخص اسناد و حساب‌های دریافتی بیشتری متحمل شوند، حساسیت سرمایه‌گذاری بیشتر از حد به جریان نقد آزاد بالاتر است خدای پور و امیری (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی اثر نوع حق الزحمه حسابرسی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری پرداختند. به منظور دستیابی به اهداف پژوهش، ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ انتخاب شدند. تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رابطه رگرسیونی چندگانه با اثرهای ثابت انجام گرفت. نتایج نشان داد در شرکت‌های بورسی ایران، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری وجود دارد. حق الزحمه عادی حسابرسی بر میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری تأثیر کاهشی می‌گذارد. همچنین، نتایج دیگر پژوهش نشان داد که حق الزحمه غیرعادی حسابرسی، شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. اکبری و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. در این پژوهش

اطلاعات مالی ۸۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ بررسی شده است. به منظور سنجش فرصت‌های سرمایه‌گذاری از سه معیار سود هر سهم به قیمت هر سهم، نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام به کار رفته شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری وجود ندارد.

یه و لین<sup>۱</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی میزان حساسیت جریان وجوه نقد در گروه‌های تجاری و ساختار سهامدارن نهادی پرداختند نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد که معاملات مربوط به گروه‌های تجاری با فرصت سرمایه‌گذاری و نوع ساختار سهامداری مرتبط هستند که هم از مزیت‌های مالی و هم از فرضیه‌های نمایندگی پشتیبانی می‌کنند. شواهد نشان می‌دهد که گروه‌های تجاری سرمایه‌درون‌گروهی را از شرکت‌های عضو با رشد کم به رشد بالا منتقل می‌کنند؛ اما نشان نتایج می‌دهد که این انتقال‌ها از نوع ساختار تقویت‌کننده کنترل تأثیر می‌پذیرد. گوپتا و ماهاکود<sup>۲</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهشی به بررسی معیار جایگزین توسعه مالی و حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری: شواهدی از یک اقتصاد نوظهور پرداختند. نتایج حاکی از آن است که جریان نقدینگی بر تصمیم سرمایه‌گذاری شرکت مثبت تأثیر می‌گذارد که نشان می‌دهد شرکت‌های هندی دارای محدودیت مالی هستند. همچنین، مشاهده شد که توسعه مالی، حساسیت جریان نقدینگی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد و اثر توسعه مالی برای شرکت‌های کوچک و مستقل بیشتر برجسته است. جانسون، آگیاپوما و جوشا<sup>۳</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهشی اثر نگهداشت بدهی روی حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری مورد آزمون قرار دادند یافته‌های پژوهش نشان داد شرکت‌هایی که نگهداشت بالایی از بدهی دارند، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری آنها بیشتر است. همچنین در شرکت‌هایی که کمتر با محدودیت مالی مواجه می‌شوند، میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کمتر است. ریاض، شهاب، بیبی و زب<sup>۴</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را به عنوان نماینده‌ای از محدودیت مالی بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد هنگامی که شرکت‌ها با محدودیت مالی مواجه می‌شوند، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد داخلی بیشتر می‌شود. در واقع توزیع نابرابری اطلاعات، شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با محدودیت مالی را در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت مالی بیشتر می‌کند.

سامت و جاربویی<sup>۵</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان گزارشگری مسئولیت اجتماعی، هزینه‌های نمایندگی و حساسیت جریان جریان سرمایه‌گذاری نقدی به بررسی رابطه بین حساسیت جریان سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری شرکت در مسئولیت اجتماعی در شرکت‌های اروپایی پرداختند. نتایج نشان داد که عملکرد مسئولیت اجتماعی حساسیت سرمایه‌گذاری به صندوق‌های داخلی را کاهش می‌دهد؛ هزینه‌های نمایندگی جریان نقدی آزاد می‌تواند منجر به کاهش تأثیر منفی مسئولیت اجتماعی در حساسیت جریان سرمایه‌گذاری شود. چودوری، کامر و شوم<sup>۶</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را تحت تغییرات عدم تقارن اطلاعاتی مطالعه کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد پس از اجرای قانون سارینز اکسلی، میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بر اثر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کم شده است. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های با محدودیت مالی باعث می‌شود شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری افزایش یابد.

<sup>1</sup> Yeh., Yin Hua & Lin., James Juichia

<sup>2</sup> Gupta, G., and J. Mahakud

<sup>3</sup> Johnson, W.A., Agyapomaa, G.K. & Joshua, Y.A

<sup>4</sup> Riaz, Y., Y. Shahab, R. Bibi, and S. Zeb

<sup>5</sup> Samet, M., and A. Jarbouï

<sup>6</sup> Chowdhury, J., Kumar, R. & Shome, D

## فرضیه‌های پژوهش

فرضیات این تحقیق به شرح زیر می باشند:

- بین مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد.
- بین مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد.
- بین مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد.
- هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر دارد.
- هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر دارد.
- هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر دارد.

## روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، یک پژوهش توصیفی با تأکید بر روابط همبستگی است، زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می کند و از طرف دیگر، رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، تعیین می نماید. علاوه بر این، در حوزه مطالعات پس رویدادی (استفاده از مطالعات گذشته) قرار می گیرد و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر اطلاعات واقعی است که با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میباشد که از بین این شرکتهای نمونه پژوهش به روش حذف سیستماتیک (غربالگری) از میان آن دسته از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب خواهد شد.

### جدول (۱): انتخاب نمونه آماری با اعمال محدودیت ها و شرایط جامعه

سال - شرکت	شرکت	محدودیت ها و شرایط
۵۵۶۵	۷۹۵	کل شرکتهای موجود بورسی و فرا بورسی در پایان سال ۱۳۹۸
(۱۷۹۹)	(۲۵۷)	حذف شرکتهای فرا بورسی
(۱۰۲۲)	(۱۴۶)	حذف شرکتهای شرکت های غیر فعال
(۹۲۴)	(۱۳۲)	برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آنها حذف شرکتهای غیر از دوره منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند ماه
(۴۴۸)	(۶۴)	حذف شرکتهای هلدینگ، بانکها و سرمایه گذاری
(۶۲۳)	(۸۹)	عدم دسترسی به داده (کنتورسازی ایران) و شرکتهای غیر تولیدی
۷۴۹	۱۰۷	تعداد شرکت های موجود در جامعه آماری بعد از اعمال محدودیت ها و شرایط

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۰۷ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است. که همه آنها به عنوان نمونه انتخاب شده اند.

## مدل و نحوه سنجش متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیات از مدل های رگرسیون زیر استفاده خواهد شد که در ادامه آمده است:

$$I_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ownership}_{it} + \alpha_2 \text{SIZE}_{it} + \alpha_3 \text{LEV}_{it} + \alpha_4 \text{LOSS}_{it} + \alpha_5 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$I_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ownership}_{it} + \alpha_2 \text{AGENCY}_{it} + \alpha_3 \text{Ownership}_{it} * \text{AGENCY}_{it} + \alpha_4 \text{SIZE}_{it} + \alpha_5 \text{LEV}_{it} + \alpha_6 \text{LOSS}_{it} + \alpha_7 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it}$$

## متغیر وابسته

### حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی (I):

یکی از مباحثی که به خوبی در مبانی نظری اقتصاد مالی به آن پرداخته شده است، حساسیت هزینه‌های سرمایه‌گذاری نسبت به جریان وجه نقد است. میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی از طریق حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی آن شرکت تعیین می‌شود. شاخص حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی از طریق اندازه‌گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریانهای نقدی، تعریف می‌شود. به پیروی از پژوهش صالحی، موسوی و مرادی (۱۳۹۶) با استفاده از نسبت مخارج سرمایه‌ای در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره اندازه‌گیری می‌شود (صالحی و همکاران، ۱۳۹۶).

## متغیر مستقل

### ساختار مالکیت (Ownership):

ترکیب سهامداران<sup>۱</sup> و میزان تمرکز مالکیت<sup>۲</sup>، دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها به شمار می‌رود. ترکیب سهامداران: مشابه پژوهش کومار (۲۰۰۳) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، ترکیب سهامداران از طریق چهار متغیر مالکیت خارجی<sup>۳</sup>، مالکیت شرکتی<sup>۴</sup>، مالکیت مدیریتی<sup>۵</sup> و مالکیت نهادی<sup>۶</sup> اندازه‌گیری می‌شود. مالکیت شرکتی (*corporate Ownership*): برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اجزای شرکتهای سهامی از کل سهام سرمایه می‌باشد و شامل تمام انواع شرکت‌های سهامی است، به جز آنها که در مورد قبل بیان شد. این متغیر در پژوهش‌های کومار (۲۰۰۳)، ارن هارت و لیزال (۲۰۰۶)، و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، نیز با همین تعریف به کار رفته است.

### مالکیت مدیریتی (Managerial Ownership):

بیانگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیئت مدیره است این متغیر در پژوهش‌های کومار (۲۰۰۳)، ارن هارت و لیزال (۲۰۰۶)، و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، نیز با همین تعریف به کار رفته است.

### مالکیت نهادی (Institutional Ownership):

برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکتهای دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، موسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکتهای دولتی و دیگر اجزای دولت است. این متغیر در پژوهش‌های کومار (۲۰۰۳)، ارن هارت و لیزال (۲۰۰۶)، و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، نیز با همین تعریف به کار رفته است (ستایش و صالحی‌نیا، ۱۳۹۴).

## متغیر تعدیل‌گر

<sup>1</sup> Shareholders Composition  
<sup>2</sup> Ownership Concentration  
<sup>3</sup> Foreign Ownership  
<sup>4</sup> Corporate Ownership  
<sup>5</sup> Managerial Ownership  
<sup>6</sup> Institutional Ownership

### هزینه نمایندگی:

یک نوع از هزینه‌های داخلی شرکت است که باید به یک نماینده (عامل) به نیابت از مدیر پرداخت شود. هزینه‌های نمایندگی از مسائلی نظیر تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت ناشی می‌شود. شاخص هزینه نمایندگی (AGENCY): یک متغیر مجازی است که بر مبنای شاخص جریان نقد آزاد (FCF) و ارتباط متقابل آن‌ها با فرصت رشد (Q توپین) اندازه‌گیری می‌شود (FCF\*Q). در واقع شرکت‌هایی که دارای FCF بالا و Q توپین کم هستند جز شرکت‌های با هزینه نمایندگی بالا طبقه بندی می‌شوند. بنابراین یک بار برای Q توپین حد میانه را حساب می‌کنیم. و یک بار هم برای FCF، سپس سال-شرکت‌هایی که Q توپین آنها زیر میانه و جریان نقد آزاد آنها بالای میانه باشد، آنها را به عنوان شرکت‌های دارای هزینه‌های نمایندگی معرفی می‌کنیم و به آنها عدد یک و به بقیه عدد صفر را اختصاص می‌دهیم.

### شاخص Q توپین:

نسبت Q توپین آماره‌ای است که می‌تواند به منزله نماینده ارزش شرکت، برای سرمایه‌گذاران تلقی شود (فاما و فرنچ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳ و نمازی و زراعت گری، ۱۳۸۸). نسبت کیوتوپین به شرح رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$Q = \frac{VOCSILOY + EMVOPSILOY + BVLTILLOY + BVCLILLOY}{BVTAILOY}$$

که در آن:

VOCSILOY: ارزش سهام عادی در پایان سال.

EMVOPSILOY: برآورد ارزش بازار سهام ممتاز در پایان سال (در ایران به دلیل عدم وجود این سهم صفر در نظر گرفته نمی‌شود).

BVLTILLOY: ارزش دفتری بدهی‌های بلند مدت در پایان سال.

BVCLILLOY: ارزش دفتری بدهی‌های جاری در پایان سال.

BVTAILOY: ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال است (منصورفر، حجازی، نوری فر، ۱۳۹۹).

### جریان نقد آزاد:

معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکتها است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها، در اختیار دارد. جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جستجو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. در این تحقیق برای تعیین جریان‌های نقد آزاد واحد تجاری، از مدل لن و پلسن<sup>۲</sup> (۱۹۸۹)، استفاده می‌شود. بر اساس مدل مذکور، جریان‌های نقد آزاد به شرح رابطه زیر محاسبه می‌شود.

$$FCF_{it} = \frac{(INC_{it} - TAX_{it} - INTEXP_{it} - PFDDIV_{it} - COMDIV_{it})}{ASSET_{it-1}}$$

که در آن:

INC<sub>it</sub>: سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک شرکت i در سال t.

TAX<sub>it</sub>: کل مالیات بر درآمد شرکت i در سال t.

INTEXP<sub>it</sub>: هزینه بهره شرکت شرکت i در سال t.

<sup>1</sup> Fama, E & French, K

<sup>2</sup> Len and Plesen



$PFDDIV_{it}$ : سود سهام پرداختی به سهامداران ممتاز شرکت  $i$  در سال  $t$  (در ایران به دلیل عدم وجود این سهم صفر در نظر گرفته نمی‌شود).

$COMDIV_{it}$ : سود سهام پرداختی به سهامداران عادی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$ASSET_{it-1}$ : کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  (منصو، حفاز، نور، ۱۳۹۹).

### متغیرهای کنترلی:

پژوهش‌های گذشته همانند جانسون و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۸)، ریاض و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۷)، هاواکیمیان<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) نشان دادند که متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، زیان شرکت و بازده دارایی‌ها بر حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری اثر می‌گذارند (خدامی پور و امیری، ۱۳۹۸).

**اندازه شرکت (SIZE):** مطابق تئوری نمایندگی، شرکت‌های بزرگتر به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی کمتر (راجان و زینگلاس<sup>۴</sup>، ۱۹۹۵) با هزینه معاملاتی (نات بوم<sup>۵</sup>، ۱۹۹۳) کمتری مواجه‌اند؛ زیرا اطلاعات آنها بیشتر در معرض دید سرمایه گذاران و تحلیلگران قرار می‌گیرد و تضاد نمایندگی آنها به دلیل نظارت سهامداران نهادی بر فعالیت‌های مدیریت، کمتر است. چنین مؤلفه‌هایی نشان می‌دهند که هر چه اندازه شرکت‌ها بزرگتر باشد، دسترسی آنها به تأمین منابع خارجی برای سرمایه گذاری آسان تر است و حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری کاهش می‌یابد. در این پژوهش اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال اندازه گیری خواهد شد.

**اهرم مالی (LEV):** دلایل چندی وجود دارد که اهرم مالی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد. هنگامی که شرکت‌ها به تأمین منابع مالی از طریق اهرم مالی اتکای زیادی می‌کنند، میزان ریسک ورشکستگی آنها افزایش می‌یابد و این گونه شرکت‌ها در پرداخت اصل بدهی و بهره دچار مشکل شده و به احتمال زیاد در تأمین نقدینگی برای سرمایه گذاری نیز با مشکل مواجه می‌شوند. از طرف دیگر، توزیع نابرابر اطلاعات در بازار سرمایه باعث می‌شود که شرکت‌ها در تأمین منابع مالی خارجی از طریق تسهیلات اعتباردهندگان با مشکل مواجه شوند و مجبور شوند که به منابع داخلی اتکا کنند و هنگام سرمایه گذاری به منابع داخلی حساسیت زیادی نشان دهند (هاواکیمیان، ۲۰۰۹) در این پژوهش اهرم مالی از تقسیم کل بدهی‌های شرکت به کل دارایی‌های شرکت اندازه گیری خواهد شد.

**زیان شرکت (LOSS):** حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که زیان گزارشگری دارند، بیشتر است؛ زیرا دسترسی مدیران برای تأمین منابع مالی خارجی دشوار است و محدودیت مالی بر این گونه شرکت‌ها غلبه شدیدی دارد. همچنین، در این گونه شرکت‌ها تأمین منابع مالی از طریق منابع خارجی هزینه سنگینی به همراه دارد. برخی از پژوهشگران معتقدند که شرکت‌ها به منظور پنهان کردن زیان گزارشگری به شفافیت اطلاعات مالی نمی‌پردازند، این کار باعث می‌شود مسئله انتخاب نادرست اطلاعات میان تأمین کنندگان منابع خارجی افزایش یابد؛ زیرا آنها حاضر نیستند در شرکت‌هایی که درماندگی مالی دارند، سرمایه گذاری کنند (لامونت و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۱؛ بیکر و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۳). در این، پژوهش متغیر زیان شرکت متغیر مجازی است؛ به طوری که اگر شرکت زیان گزارشگری داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

<sup>1</sup> Johnson et al

<sup>2</sup> Riaz, et al

<sup>3</sup> Hovakimian

<sup>4</sup> Rajan, & Zingales

<sup>5</sup> Nooteboom

<sup>6</sup> Lamont et al

<sup>7</sup> Baker et al

**بازده دارایی‌ها (ROA):** استدلال می‌شود هنگامی که شرکت‌ها عملکرد مالی بسیار خوبی دارند با محدودیت مالی کمتری مواجه می‌شوند و می‌توانند به راحتی از منابع مالی خارجی تأمین مالی کنند؛ زیرا عملکرد مالی بسیار خوب این گونه شرکت‌ها هزینه سرمایه را پوشش می‌دهد و سودآوری بیشتر باعث می‌شود که هنگام فرصت‌های سرمایه‌گذاری، کمتر به منابع داخلی اتکا کنند. بر مبنای مطالب فوق می‌توان بیان کرد که بازده بالای دارایی‌ها، میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد (بیکر و سیواداسان<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). در این پژوهش بازده دارایی‌های از طریق سود خالص به کل دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری خواهد شد.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

پس از جمع‌آوری داده‌ها و محاسبه متغیرهای مورد استفاده در پژوهش، پارامترهای توصیفی هر متغیر به صورت مجزا محاسبه شده است. این پارامترها شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین، میانه، کمینه و بیشینه و همچنین اطاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی همچون انحراف معیار، چولگی و کشیدگی است. جدول شماره ۲، ۳ و ۴ آمار توصیفی متغیرهای کمی مورد بررسی را نشان می‌دهد.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	حساسیت سرمایه- گذاری به جریان نقدی	مالکیت شرکتی	مالکیت نهادی	مالکیت مدیریتی	اندازه شرکت	اهرم مالی	بازده دارایی- ها
تعداد شرکت	۱۰۷	۱۰۷	۱۰۷	۱۰۷	۱۰۷	۱۰۷	۱۰۷
سال- شرکت	۷۴۹	۷۴۹	۷۴۹	۷۴۹	۷۴۹	۷۴۹	۷۴۹
میانگین	-۰.۲۶۱	۰.۵۱۹	۰.۶۰۵	۰.۶۶۲	۶.۳۲۱	۰.۶۰۸	۰.۱۰۸
میانه	-۰.۱۲۴	۰.۶۴۷	۰.۷۱۵	۰.۷۱۸	۶.۲۴۹	۰.۵۹۱	۰.۰۸۷
ماکزیمم	۱۸.۲۵۷	۰.۹۸۷	۰.۹۸۷	۰.۹۸۷	۸.۷۶۵	۲.۹۵۶	۰.۶۲۶
مینیمم	-۱۱.۲۳۵	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۴.۵۷۴	۰.۰۶۶	-۰.۶۰۵
انحراف معیار	۱.۱۸۹	۰.۳۴۲	۰.۳۱۷	۰.۲۲۸	۰.۶۳۷	۰.۲۷۵	۰.۱۵۳
چولگی	۲.۸۷۱	-۰.۵۰۱	-۰.۸۶۱	-۱.۰۶۳	۰.۹۳۲	۲.۸۵۶	۰.۰۲۲
کشیدگی	۱۰۴.۰۵۴	۱.۶۸۲	۲.۳۱۸	۳.۴۲۹	۴.۸۳۰	۲۱.۵۲۳	۵.۲۹۰

جدول (۳): شاخص‌های آمار توصیفی مربوط به متغیر کیفی هزینه‌های نمایندگی

درصد تجمعی	درصد	فراوانی	شرح
۶۱.۸۲	۶۱.۸۲	۴۶۳	بدون هزینه‌های نمایندگی
۱۰۰.۰۰	۳۸.۱۸	۲۸۶	دارای هزینه‌های نمایندگی
	۱۰۰.۰۰	۷۴۹	جمع

جدول (۴): شاخص‌های آمار توصیفی مربوط به متغیر کیفی زیان شرکت

درصد تجمعی	درصد	فراوانی	شرح
۸۷.۱۸	۸۷.۱۸	۶۵۳	سود ده
			زیان شرکت

<sup>1</sup> Becker, B., & Sivadasan, J

	زیان ده	۹۶	۱۲۸۲	۱۰۰.۰۰
	جمع	۷۴۹	۱۰۰.۰۰	

## آزمون نرمال بودن

جدول (۵): آزمون تشخیص توزیع نرمال جارکو برا

تفسیر	سطح معناداری جارکو برا	نام متغیر
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	مالکیت شرکتی
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	مالکیت مدیریتی
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	مالکیت نهادی
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	هزینه نمایندگی
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	اندازه شرکت
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	اهرم مالی
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	زیان شرکت
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	بازده دارایی‌ها

با توجه به جدول ۵ سطح معنی‌داری تمامی متغیرها کمتر از ۵ درصد هستند. لذا از توزیع نرمال برخوردار نیستند. به لحاظ اینکه یکی از پیش فرض‌های رگرسیون، نرمال بودن توزیع متغیر وابسته است و نرمال بودن متغیر وابسته منجر به نرمال شدن کل مدل می‌گردد لذا از تبدیل جانسون در نرم افزار مینی تب جهت تبدیل توزیع متغیر وابسته (حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی) به توزیع نرمال استفاده شده است که نتایج آن بشرح زیر است. نتایج نشان دهنده نرمال سازی توسط آزمون جانسون می‌باشد. به دلیل عدم نرمال سازی متغیر وابسته توسط نرم افزار مینی تب و با توجه به قضیه حد مرکزی و  $n$  بیشتر فرض نرمال بودن متغیرهای پژوهش را می‌پذیریم.

آزمون مانایی متغیرها- اگر در یک تحلیل رگرسیونی، داده‌ها مانا نباشند ممکن است در حالی که ضریب تعیین بزرگ است، مقادیر آماره ضرایب  $t$  بزرگ باشند که این ممکن است باعث استنباط‌های غلط در مورد میزان ارتباط بین متغیرها شود. در این حالت رگرسیون کاذب یا ساختگی ایجاد شده است. برای جلوگیری از این حالت، داده‌های مدنظر باید ساکن شوند. برای بررسی وجود ریشه واحد در الگوهای تابلویی، می‌توان از آزمون لوین، لین و چو، آزمون هریس و... استفاده کرد که نتایج آن به صورت جدول شماره ۶ خلاصه عرضه می‌گردد.

جدول (۶): نتایج آزمون مانایی

نتیجه	سطح معناداری	آماره Z	نام متغیر
مانا است	۰.۰۰۰	-۱۷۹.۱۴۸	حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی
مانا است	۰.۰۰۰	-۲۰.۵۰۰	مالکیت شرکتی
مانا نیست	۰.۰۰۰	-۱۱.۵۳	مالکیت مدیریتی
مانا است	۰.۰۰۱	-۳.۰۲۹	مالکیت نهادی
مانا است	۰.۰۰۰	-۵.۷۶۷	هزینه نمایندگی
مانا است	۰.۰۳۴	-۱.۸۲۴	اندازه شرکت
مانا است	۰.۰۰۰	-۱۲.۶۲۴	اهرم مالی
مانا است	۰.۰۰۰	-۴.۶۶۵	زیان شرکت
مانا است	۰.۰۰۰	-۱۲.۵۹۰	بازده دارایی‌ها

با توجه به جدول شماره ۶ مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری تمامی متغیرها دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد هستند و مانا می‌باشند. به جهت اینکه جملات اخلاص در هر مدل مانا هستند، لذا مدل‌ها به صورت جمعی مانا بوده و نیازی به مانا بودن یک‌یک متغیرها نمی‌باشد.

### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اول:** بین مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد.

**جدول (۷): تخمین نهایی رابطه مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی**

$$I_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{corporate Ownership}_{it} + \alpha_2 \text{SIZE}_{it} + \alpha_3 \text{LEV}_{it} + \alpha_4 \text{LOSS}_{it} + \alpha_5 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم‌خطی
مالکیت شرکتی	۰.۰۲۶	۰.۰۲۷	۰.۹۶۵	۰.۳۳۷	۱.۰۳۵
اندازه شرکت	-۰.۰۴۴	۰.۰۱۴	-۳.۰۵۵	۰.۰۰۲	۱.۰۸۴
اهرم مالی	-۰.۰۶۴	۰.۰۳۷	-۱.۷۰۶	۰.۰۸۸	۱.۹۳۸
زیان شرکت	۰.۰۸۲	۰.۰۲۶	۳.۰۷۸	۰.۰۰۲	۱.۷۷۹
بازده دارایی‌ها	-۰.۳۶۱	۰.۱۰۲	-۳.۵۳۶	۰.۰۰۰	۲.۷۴۲
C (عرض از مبدا)	۰.۱۴۵	۰.۰۸۹	۱.۶۳۰	۰.۱۰۳	----
ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)	۳۷۸۱.۳۸۳ (۰.۰۰۰)	دوربین واتسون		۱.۵۳۸	
ضریب تعیین	۰.۰۸۹	نوع آزمون		اف لیمر	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۰۸۳	آماره (سطح معنی‌داری)		(۰.۰۶۱) ۱.۲۴۳	
آماره فیشر	۱۴۶۵۹ (۰.۰۰۰)	نوع رگرسیون		پول - اثرات مقید	

با توجه به جدول ۷ سطح معناداری اف لیمر در مدل پژوهش بیشتر از ۵ درصد است، لذا آزمون  $H_0$  تایید و آزمون هاسمن انجام نمی‌شود، لذا داده‌های تلفیقی با اثرات مقید، بهترین حالت برآورد مدل فوق می‌باشد. در ادامه متغیر مالکیت شرکتی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۳۳۷) و ضریب مثبت ۰.۰۲۶ است، از اینرو مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری به لحاظ آماری وجود ندارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، زیان شرکت و بازده دارایی‌ها با حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری وجود دارد. آماره دوربین - واتسون با مقدار ۱۶۸۸ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۰۸۳ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۸.۳ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - ۳۷۸۱.۳۸۳ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

**فرضیه دوم:** بین مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد.

**جدول (۸): تخمین نهایی رابطه مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی**

$$I_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Managerial Ownership}_{it} + \alpha_2 \text{SIZE}_{it} + \alpha_3 \text{LEV}_{it} + \alpha_4 \text{LOSS}_{it} + \alpha_5 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم‌خطی
مالکیت مدیریتی	-۰.۰۳۴	۰.۰۳۹	-۰.۸۹۵	۰.۳۷۱	۱.۰۵۴
اندازه شرکت	-۰.۰۴۳	۰.۰۱۳	-۳.۲۵۰	۰.۰۰۱	۱.۰۳۹

۱.۸۲۵	۰.۱۳۳	-۱.۵۰۱	۰.۰۳۷	-۰.۰۵۵	اهرم مالی
۱.۸۷۵	۰.۰۰۰	۴.۸۳۵	۰.۰۲۳	۰.۱۱۲	زیان شرکت
۲.۸۵۵	۰.۰۰۶	-۲.۷۲۵	۰.۰۹۹	-۰.۲۷۱	بازده دارایی‌ها
-----	۰.۰۷۱	۱.۸۰۴	۰.۰۸۸	۰.۱۵۹	C (عرض از مبدا)
۱.۵۴۴		دوربین واتسون		(۰.۰۰۰)۴۲۵۰.۵۶۲	ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)
هاسمن	اف لیمر	نوع آزمون		۰.۱۲۳	ضریب تعیین
-----	(۰.۰۹۳)۱.۲۰۴	آماره (سطح معنی داری)		۰.۱۱۸	ضریب تعیین تعدیل شده
پول - اثرات مقید		نوع رگرسیون		(۰.۰۰۰)۲۱.۰۲۸	آماره فیشر

با توجه به جدول ۸ سطح معناداری اف لیمر در مدل پژوهش بیشتر از ۵ درصد است، لذا آزمون  $H_0$  تایید و آزمون هاسمن انجام نمی‌شود، لذا داده‌های تلفیقی با اثرات مقید، بهترین حالت برآورد مدل فوق می‌باشد. در ادامه متغیر مالکیت مدیریتی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۳۷۱) و ضریب منفی ۰.۰۳۴ است، از اینرو مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری به لحاظ آماری وجود ندارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، زیان شرکت و بازده دارایی‌ها با حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری وجود دارد. آماره دوربین - واتسون با مقدار ۱.۵۴۴ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۱۱۸ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۱۱.۸ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - ۴۲۵۰.۵۶۲ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

**فرضیه سوم:** بین مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد

**جدول (۹): تخمین نهایی رابطه مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی**

$I_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Institutional Ownership}_{it} + \alpha_2 \text{SIZE}_{it} + \alpha_3 \text{LEV}_{it} + \alpha_4 \text{LOSS}_{it} + \alpha_5 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم‌خطی
مالکیت نهادی	-۰.۲۰۵	۰.۱۶۰	-۱.۲۷۸	۰.۲۰۵	۱.۰۵۴
اندازه شرکت	-۰.۱۴۷	۰.۰۵۵	-۲.۶۴۳	۰.۰۰۸	۱.۰۳۹
اهرم مالی	-۰.۰۲۱	۰.۰۸۸	-۰.۲۴۵	۰.۸۰۶	۱.۸۲۵
زیان شرکت	۰.۱۱۳	۰.۰۳۶	۳.۰۶۹	۰.۰۰۲	۱.۸۷۵
بازده دارایی‌ها	۰.۵۸۳	۰.۱۵۵	۳.۷۴۷	۰.۰۰۰	۲.۸۵۵
C (عرض از مبدا)	۰.۷۲۹	۰.۳۴۴	۲.۱۱۵	۰.۰۳۴	-----
۱.۸۸۰		دوربین واتسون		۳۸۵۹.۱۸۷ (۰.۰۰۰)	
هاسمن	اف لیمر	نوع آزمون		۰.۳۲۲	
-----	(۰.۰۶۰)۱.۲۴۵	آماره (سطح معنی داری)		۰.۲۰۴	
پول - اثرات مقید		نوع رگرسیون		(۰.۰۰۰)۲.۷۳۱	

با توجه به جدول ۹ سطح معناداری اف لیمر در مدل پژوهش بیشتر از ۵ درصد است، لذا آزمون  $H_0$  تایید و آزمون هاسمن انجام نمی‌شود، لذا داده‌های تلفیقی با اثرات مقید، بهترین حالت برآورد مدل فوق می‌باشد. در ادامه متغیر مالکیت نهادی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۲۰۵) و ضریب منفی ۰.۲۰۵ است، از اینرو مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری به لحاظ آماری وجود ندارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی اندازه

شرکت، زیان شرکت و بازده دارایی‌ها با حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری وجود دارد. آماره دوربین- واتسون با مقدار ۱.۸۸۰ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۲۰۴ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۲۰.۴ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. باتوجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت- ۳۸۵۹.۱۸۷ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

**فرضیه چهارم:** هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر دارد.

جدول (۱۰): تخمین نهایی تاثیر هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به

### جریان نقدی

$I_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{corporate Ownership}_{it} + \alpha_2 \text{AGENCY}_{it} + \alpha_3 \text{corporate Ownership}_{it} * \text{AGENCY}_{it} + \alpha_4 \text{SIZE}_{it} + \alpha_5 \text{LEV}_{it} + \alpha_6 \text{LOSS}_{it} + \alpha_7 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم‌خطی
مالکیت شرکتی	۰.۰۳۶	۰.۰۳۲	۱.۱۳۱	۰.۲۵۸	۱.۴۹۴
هزینه های نمایندگی	-۰.۰۰۷	۰.۰۳۹	-۰.۱۸۸	۰.۸۵۰	۴۶۴۰
مالکیت شرکتی * هزینه های نمایندگی	-۰.۰۷۴	۰.۰۵۸	-۱.۲۵۵	۰.۲۰۹	۴۰۹۹
اندازه شرکت	-۰.۰۳۸	۰.۰۱۴	-۲.۶۲۳	۰.۰۰۸	۱.۱۱۸
اهرم مالی	-۰.۰۷۰	۰.۰۳۷	-۱.۸۸۰	۰.۰۶۰	۱.۷۷۳
زیان شرکت	۰.۱۰۳	۰.۰۲۳	۴.۳۷۳	۰.۰۰۰	۱.۸۹۶
بازده دارایی‌ها	-۰.۲۲۸	۰.۱۱۴	-۱.۹۹۳	۰.۰۴۶	۳۶۵۹
C (عرض از مبدا)	۰.۱۰۸	۰.۰۹۳	۱.۱۵۲	۰.۲۴۹	----
ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)	۴۱۷۰.۰۷۲ (۰.۰۰۰)	دوربین واتسون		۱.۵۲۸	
ضریب تعیین	۰.۱۱۹	نوع آزمون		اف لیمر	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۱۱۱	آماره (سطح معنی داری)		۱.۲۳۲ (۰.۰۶۹)	
آماره فیشر	۱۴.۴۱۷ (۰.۰۰۰)	نوع رگرسیون		پول - اثرات مقید	

با توجه به جدول ۱۰ سطح معناداری اف لیمر در مدل پژوهش بیشتر از ۵ درصد است، لذا آزمون  $H_0$  تایید و آزمون هاسمن انجام نمی‌شود، لذا داده‌های تلفیقی با اثرات مقید، بهترین حالت برآورد مدل فوق می‌باشد. در ادامه متغیر مالکیت شرکتی در هزینه‌های نمایندگی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۲۰۹) و ضریب منفی ۰.۰۷۴- است، از اینرو هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر معناداری به لحاظ آماری ندارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، زیان شرکت و بازده دارایی‌ها با حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری وجود دارد. آماره دوربین- واتسون با مقدار ۱.۵۲۸ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۱۱۱ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۱۱.۱ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. باتوجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت- ۴۱۷۰.۰۷۲ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

**فرضیه پنجم:** هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر دارد.

**جدول (۱۱):** تخمین نهایی تاثیر هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری به

**جریان نقدی**

$$I_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Managerial Ownership}_{it} + \alpha_2 \text{AGENCY}_{it} + \alpha_3 \text{Managerial Ownership}_{it} * \text{AGENCY}_{it} + \alpha_4 \text{SIZE}_{it} + \alpha_5 \text{LEV}_{it} + \alpha_6 \text{LOSS}_{it} + \alpha_7 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
مالکیت مدیریتی	۰.۰۲۶	۰.۰۴۰	۰.۵۶۱	۰.۵۷۴	۱.۴۹۴
هزینه های نمایندگی	۰.۱۰۱	۰.۰۵۶	۱.۸۰۲	۰.۰۷۱	۹.۷۱۹
مالکیت مدیریتی * هزینه های نمایندگی	-۰.۲۴۳	۰.۰۸۳	-۲.۹۱۳	۰.۰۰۳	۹.۰۵۱
اندازه شرکت	-۰.۰۴۰	۰.۰۱۳	-۳.۰۰۳	۰.۰۰۲	۱.۰۸۴
اهرم مالی	-۰.۰۶۷	۰.۰۳۶	-۱.۸۳۰	۰.۰۶۷	۱.۸۱۱
زیان شرکت	۰.۱۱۴	۰.۰۲۳	۴.۸۶۴	۰.۰۰۰	۱.۹۴۷
بازده دارایی ها	-۰.۱۹۶	۰.۱۱۴	-۱.۷۱۷	۰.۰۸۶	۳.۳۷۰
C (عرض از مبدا)	۰.۱۱۴	۰.۰۸۹	۱.۲۸۱	۰.۲۰۰	----
ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)	(۰.۰۰۰)۴۵۵۰.۷۵۱		دوربین واتسون	۱.۵۳۸	
ضریب تعیین	۰.۱۳۵		نوع آزمون	اف لیمر	هاسمن
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۱۲۷		آماره (سطح معنی داری)	(۰.۱۲۳)۱.۱۷۷	-----
آماره فیشر	(۰.۰۰۰)۱۶۶۶۰		نوع رگرسیون	پول - اثرات مقید	

با توجه به جدول ۱۱ سطح معناداری اف لیمر در مدل پژوهش بیشتر از ۵ درصد است، لذا آزمون  $H_0$  تایید و آزمون هاسمن انجام نمی شود، لذا داده های تلفیقی با اثرات مقید، بهترین حالت برآورد مدل فوق می باشد. در ادامه متغیر مالکیت مدیریتی در هزینه های نمایندگی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۳) و ضریب منفی -۰.۲۴۳ است، از اینرو هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر معنادار و معکوسی دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و زیان شرکت با حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری وجود دارد. آماره دوربین - واتسون با مقدار ۱.۵۳۸ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۱۲۷ درصد است که نشان می دهد متغیر وابسته ۱۲.۷ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم خطی می باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - ۴۵۵۰.۷۵۱ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

**فرضیه ششم:** هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر دارد.

**جدول (۱۲):** تخمین نهایی تاثیر هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به

**جریان نقدی**

$$I_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Institutional Ownership}_{it} + \alpha_2 \text{AGENCY}_{it} + \alpha_3 \text{Institutional Ownership}_{it} * \text{AGENCY}_{it} + \alpha_4 \text{SIZE}_{it} + \alpha_5 \text{LEV}_{it} + \alpha_6 \text{LOSS}_{it} + \alpha_7 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
مالکیت نهادی	۰.۰۳۰	۰.۰۳۳	۰.۹۱۵	۰.۳۶۰	۱.۴۶۱

۶.۱۰۷	۰.۴۶۶	۰.۷۲۷	۰.۰۴۵	۰.۰۳۳	هزینه های نمایندگی
۵.۵۵۶	۰.۰۳۴	-۲.۱۲۱	۰.۰۶۱	-۰.۱۳۱	مالکیت نهادی *هزینه های نمایندگی
۱.۱۱۲	۰.۰۱۵	-۲.۴۳۲	۰.۰۱۴	-۰.۰۳۶	اندازه شرکت
۱.۸۰۸	۰.۰۷۸۲	-۱.۷۶۳	۰.۰۳۷	-۰.۰۶۶	اهرم مالی
۱.۸۸۸	۰.۰۰۰	۴.۰۸۲	۰.۰۲۴	۰.۰۹۹	زبان شرکت
۳.۶۵۶	۰.۰۴۰	-۲.۰۵۴	۰.۱۱۵	-۰.۲۳۷	بازده دارایی ها
---	۰.۳۳۶	۰.۹۶۱	۰.۰۹۳	۰.۰۸۹	C (عرض از مبدا)
۱.۵۲۵		دوربین واتسون		۴۱۶۲.۸۶۰ (۰.۰۰۰)	ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)
هاسمن	اف لیمر	نوع آزمون		۰.۱۱۷	ضریب تعیین
-----	(۰.۰۶۵)۱.۲۳۸	آماره (سطح معنی داری)		۰.۱۰۸	ضریب تعیین تعدیل شده
پول - اثرات مقید		نوع رگرسیون		۱۴.۰۲۸ (۰.۰۰۰)	آماره فیشر

با توجه به جدول ۱۲ سطح معناداری اف لیمر در مدل پژوهش بیشتر از ۵ درصد است، لذا آزمون  $H_0$  تایید و آزمون هاسمن انجام نمی‌شود، لذا داده‌های تلفیقی با اثرات مقید، بهترین حالت برآورد مدل فوق می‌باشد. در ادامه متغیر مالکیت نهادی در هزینه‌های نمایندگی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۳۴) و ضریب منفی ۰.۱۳۱- است، از اینرو هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر معنادار و معکوسی دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و زبان شرکت با حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری وجود دارد. آماره دوربین- واتسون با مقدار ۱.۵۲۵ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۱۰۸ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۱۰.۸ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - ۴۱۶۲.۸۶۰ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

## بحث و نتیجه گیری

هدف اصلی این پژوهش تاثیر هزینه های نمایندگی بر رابطه ساختار مالکیت و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی در شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران می باشد. برای دستیابی به این هدف نمونه ای متشکل از ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ در نظر گرفته شد. مفهوم ساختار مالکیت به مفهومی اشاره دارد که سازمان با آن کنترل و اداره می شود. هیئتی متشکل از سهامدارانی که مسئولیت شرکت را برعهده دارند. نقش سهامداران در ساختار مالکیت، تعیین مدیران و حسابرسان و جلب رضایت آنها در مورد مناسب بودن ساختار کنترل داخلی اجرا شده در شرکت است. در نتیجه، مسئولیت های حاکمیتی با توجه به اهمیت و حیطة وظایف آنها می- تواند به اثرگذاری بر اعتبار تجاری شرکتها منجر شود. در این راستا و با استفاده از نرم افزار ایویوز نسخه ۹ و با استفاده از داده های ترکیبی و به روش رگرسیون خطی چند متغیره نسبت به آزمون فرضیات اقدام نمودیم که نتایج آن بشرح زیر است.

**فرضیه اول:** بین مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه در فصل چهارم، متغیر مالکیت شرکتی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۰۳۳۷) و ضریب مثبت ۰.۰۲۶ است، از اینرو مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری به لحاظ آماری وجود



ندارد. نتایج این فرضیه برخلاف با مبانی نظری پژوهش و به دلیل عدم وجود پیشینه مرتبط امکان مقایسه فراهم نگردید. **فرضیه دوم:** بین مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه در فصل چهارم، متغیر مالکیت مدیریتی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۳۷۱) و ضریب منفی ۰.۰۳۴ است، از اینرو مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری به لحاظ آماری وجود ندارد. نتایج این فرضیه برخلاف با مبانی نظری پژوهش و به دلیل عدم وجود پیشینه مرتبط امکان مقایسه فراهم نگردید. **فرضیه سوم:** بین مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه وجود دارد. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه در فصل چهارم، متغیر مالکیت نهادی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۲۰۵) و ضریب منفی ۰.۲۰۵ است، از اینرو مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری به لحاظ آماری وجود ندارد. نتایج این فرضیه برخلاف با مبانی نظری پژوهش و به دلیل عدم وجود پیشینه مرتبط امکان مقایسه فراهم نگردید. **فرضیه چهارم:** هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر دارد. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه در فصل چهارم، متغیر مالکیت شرکتی در هزینه های نمایندگی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۲۰۹) و ضریب منفی ۰.۰۷۴- است، از اینرو هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر معناداری به لحاظ آماری ندارد. نتایج این فرضیه برخلاف با مبانی نظری پژوهش و تحقیقات مدانلو و همکاران (۱۳۹۹)، مرادی و همکاران (۱۳۹۷) و سامت و جاربویی<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) می باشد.

**فرضیه پنجم:** هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر دارد. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه در فصل چهارم، متغیر مالکیت شرکتی در مالکیت مدیریتی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۳) و ضریب منفی ۰.۲۴۳- است، از اینرو هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر معنادار و معکوسی دارد. نتایج این فرضیه همراستا با مبانی نظری پژوهش و تحقیقات مدانلو و همکاران (۱۳۹۹)، مرادی و همکاران (۱۳۹۷) و سامت و جاربویی (۲۰۱۷) می باشد. **فرضیه ششم:** هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر دارد. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه در فصل چهارم، متغیر مالکیت شرکتی در مالکیت نهادی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۳) و ضریب منفی ۰.۲۴۳- است، از اینرو هزینه های نمایندگی بر رابطه بین مالکیت نهادی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی تاثیر معنادار و معکوسی دارد. نتایج این فرضیه همراستا با مبانی نظری پژوهش و تحقیقات مدانلو و همکاران (۱۳۹۹)، مرادی و همکاران (۱۳۹۷) و سامت و جاربویی (۲۰۱۷) می باشد.

### محدودیت های انجام پژوهش

در فرآیند پژوهش علمی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل محقق می باشد، ولی به طور بالقوه می تواند نتایج پژوهش را تحت تاثیر قرار دهد. برخی از این محدودیت ها ذاتی و برخی ناشی از شرایط محیطی و محدودیت های زمانی پژوهش می باشد.

از آنجایی که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت های مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده است؛ در صورت تعدیل اطلاعات صورت های مالی برای تورم ممکن است نتایج پژوهش متفاوت از نتایج فعلی باشد.

<sup>1</sup> Samet, M., and A. Jarboui

یکی دیگر از محدودیت‌های عمده عدم سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران خارجی در بورس اوراق بهادار تهران است که به دلیل این محدودیت فرضیه اول و پنجم پژوهش مورد آزمون قرار نگرفت. داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی مربوط به سال‌های متعدد ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ بوده است که در این بازه زمانی استانداردهای حسابداری دچار تغییرات زیادی شده است؛ در نتیجه ممکن است اعداد استخراج شده همگن نباشند. تلفیق و ادغام تعدادی از شرکت‌های نمونه در طی دوره پژوهش و در نتیجه استفاده از اطلاعات شرکت اصلی در سالهای پس از ادغام.

## منابع

- ✓ اکبری، محسن، فتحی، سعید، فرخنده، مهسا، ایاغ، زهرا، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، چشم انداز مدیریت مالی، دوره ۲، شماره ۱۷، صص ۴۹-۶۸
- ✓ بیابانی، شاعر، رضی کاظمی، ستاره (صغری)، (۱۳۹۲)، ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۴، شماره ۲۰، صص ۱۵-۲۸.
- ✓ حقیقت، حمید، زرگر فیوجی، یعقوب، (۱۳۹۲)، تأثیر محدودیت‌های مالی و وجه نقد نگهداری شده بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، دوره ۲، شماره ۲، صص ۱۴۹-۱۷۴.
- ✓ خدادادی، ولی، قربانی، رامین، خوانساری، نیکو، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر حق الزحمه حسابرسی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۱، صص ۵۷-۷۲.
- ✓ خدای پور، احمد، امیری، اسماعیل، (۱۳۹۸)، اثر نوع حق الزحمه حسابرسی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۶، شماره ۱، صص ۶۵-۸۶.
- ✓ رضایی، فرزین، فیروزعلیزاده، اکرم، داودی، کیومرث، (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین تغییرات سودآوری و کوتاه‌بینی مدیریت شرکتها، دانش حسابرسی، دوره ۱۸، شماره ۷۰، صص ۸۹-۱۰۴.
- ✓ رحیمیان، نظام‌الدین، رضایی، فرزین، میرعبداللهی، فرانک السادات، (۱۳۹۲)، ارتباط میان ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۱، شماره ۳، صص ۶۵-۸۸.
- ✓ رسولی قهرودی، مهدی، فخرایی، احسان، (۱۳۹۶)، تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر بقای شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار، فصلنامه برنامه ریزی و بودجه، دوره ۲۲، شماره ۱، صص ۷۳-۱۰۱.
- ✓ ستایش، محمدحسین، صالحی نیا، محسن، (۱۳۹۴)، تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی آزاد، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۱۵-۳۲.
- ✓ صالحی، اله‌کرم، موسوی، روح‌اله، مرادی، محمد، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۱۰، شماره ۳۳، صص ۶۵-۷۶.
- ✓ کیهان، حمیدرضا، قجر بیگی، مهسا، (۱۴۰۰)، رابطه بین حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری با وابستگی به گروه تجاری و سهامداران نهادی، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۵، شماره ۶۹، صص ۷۵-۹۴.
- ✓ فخری، حسین، فصیح، الهام، (۱۳۹۵)، تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مبنتی بر تئوری نمایندگی)، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۵، شماره ۲۰، صص ۱۴۵-۱۶۴.

- ✓ مدانلو، فاطمه، نادریان، آرش، خوزین، علی، گرگانلی دوجی، جمادوردی، (۱۳۹۹)، رابطه جریان وجه نقد آزاد و حساسیت سرمای هگذاری و نقش تعدیلگری هزینه نمایندگی، فصلنامه حسابداری مالی، دوره ۱۲، شماره ۴۵، صص ۹۹-۱۱۷.
- ✓ منصورفر، غلامرضا، حجازی، رضوان، نوری فر، زینب، (۱۳۹۹)، نقش توزیع وجه نقد به سهامداران بر رابطه بین هزینه نمایندگی و محافظه کاری مشروط، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۱۰، شماره ۲، صص ۱۱۵-۱۳۸.
- ✓ Attig, N., Cleary, S., El Ghoul, S., Guedhami, O. (2012). "Institutional investment horizon and investment-cash flow sensitivity". *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1164-1180
- ✓ Baker, M., Ruback, R., and Wurgler, J. (2007). *Behavioral Corporate Finance. Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance, Vol 1, Pp 89-145.*
- ✓ Baker, M., Stein, J. C. and Wurgler, J., 'When does the market matter? Stock prices and the investment of eQuity-dependent firms', *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, 2003, pp. 969-1005
- ✓ Campello, M., Graham, J.R., & Harvey, C.R. (2010). The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis. *Journal of Finance Economic*, 97(3), 470-487
- ✓ Chowdhury, J., Kumar, R. & Shome, D. (2016). Investment-cash flow sensitivity under changing information asymmetry. *Journal of Banking & Finance*, 62, 28-40.
- ✓ Gupta, G., and J. Mahakud. (2019). Alternative measure of financial development and investment-cash flow sensitivity: evidence from an emerging economy. *Financial Innovation* 5(1): 1.
- ✓ Hovakimian, A., Opler, T. and Titman, S., 'The debt-eQuity choice', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, 2001, pp. 124.
- ✓ Johnson, W.A., Agyapomaa, G.K. & Joshua, Y.A. (2018). Debt Holdings and Investment Cash Flow Sensitivity of Listed Firms. *International Journal of Emerging Markets*, 4, 1-17
- ✓ Pindado, J., Requejo, I., & Dela Torre, C. (2011). Family control and investment-cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone. *Journal of Corporate Finance*, 17, 1389-1409.
- ✓ Riaz, Y., Shahab, Y., Bibi, R. & Zeb, S. (2017). Investment-cash flow sensitivity and financial constraints: evidence from Pakistan. *South Asian Journal of Global Business Research*, 5(3), 403-423..
- ✓ Thoa, T.T.K., & Uyen, N.T.U. (2017). Banking System Reform and Investment - Cash flow Relation: Case of a Small Transition Economy. *Research in International Business and Finance*, 41, 500-515
- ✓ 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>.