



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال یازدهم، شماره چهارم، بهار ۱۴۰۲

صفحات ۲۱۰-۱۸۵



مقاله پژوهشی

### بررسی تأثیر افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر کارایی مدیریت و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها<sup>۱</sup>

علی بدیعی نژاد<sup>۲</sup>، افسانه توانگر حمزه کلائی<sup>۳</sup>، علی اسماعیل‌زاده مقری<sup>۴</sup>، نگار خسروی پور<sup>۵</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۵/۲۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۱/۲۷

#### چکیده

سرمایه‌گذاران نهادی نقش مهمی را در نظارت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ایفا می‌کنند. این سرمایه‌گذاران با مطالبه کیفیت بالا در شیوه‌های مدیریت شرکت و افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهند که به تصمیم‌گیری‌های آگاهانه در مورد گزینش سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. پژوهش حاضر، تأثیر افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر کارایی مدیریت و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. در این پژوهش با استفاده از داده‌های ۱۳۸ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار طی بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ به بررسی موضوع پرداخته شد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی با روش داده تابلویی و رویکرد اثرات ثابت استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر کارایی مدیریت و تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین منابع مالی دارد و علی‌رغم این‌که این متغیر (افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی) تأثیری منفی بر مخارج سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی آزاد بالا دارد لیکن این اثر معنی‌دار نمی‌باشد؛ همچنین، نتایج پژوهش حاکی از آن است که افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر معنی‌داری بر کارایی مدیریت و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ندارد.

**واژگان کلیدی:** سرمایه‌گذاران نهادی، افق سرمایه‌گذاری بلندمدت، افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، کارایی مدیریت و مخارج سرمایه‌گذاری.

طبقه‌بندی موضوعی: *G11, M41*.

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2020.30324.2326

۲. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Email: badiiea@gmail.com

۳. استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). Email: atstudents2012@yahoo.com

۴. دانشیار، گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Email: .Alies35091@gmail.com

۵. استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Email: N\_khosravipour@yahoo.com

## مقدمه

یک واقعیت برجسته در توسعه بازارهای مالی طی پنج دهه گذشته، روند رو به رشد مالکیت سهامداران نهادی در سراسر کشورها بوده است. حضور و سطح نگهداری سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای نوظهور به میزانی مشابه آنچه امروز در اقتصادهای توسعه‌یافته مشاهده شده است، افزایش یافته است (آلروز، جارا و پامبو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸، ص ۴۰). در پیامدهای رشد چشمگیر سرمایه‌گذاری نهادی و تأثیر آن بر رفتار شرکت شناخت کمی وجود دارد. بحران مالی جهانی یک محیط منحصر به فرد برای تعیین پیامدهای سرمایه‌گذاران نهادی و تأثیر آن‌ها روی مدیریت شرکت و رفتار هیات مدیره در دوره پیش روی بحران فراهم می‌کند. کاشیاپ، راجان و استین<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) بیان می‌کنند که بحران مالی جهانی ناشی از ریسک‌پذیری بیش از حد است و اهمیت نظارت بر ریسک را تأکید می‌نمایند. مطالعات، اثر علی مالکیت نهادی روی شفافیت شرکت و تولید اطلاعات (بونی و وایت<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵)، سیاست پرداخت (کرانی<sup>۴</sup> و دیگران، ۲۰۱۶)، حاکمیت شرکت (آپیل، گورملی و کیم<sup>۵</sup>، ۲۰۱۶، اشمید و فالن برک<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷) و افشای شرکت (بیرد و کارولی<sup>۷</sup>، ۲۰۱۶) را مستند کرده‌اند. برتراند و مولیانانان<sup>۸</sup> (۲۰۰۳) نشان دادند مدیرانی که نظارت نمی‌شوند به گونه‌ای رفتار و فعالیت می‌کنند که کارایی مدیریت را فدای زندگی آرام و خوش‌گذرانی خود می‌کنند. بغدادی، بهاتی، نگوین و پودولسکی<sup>۹</sup> (۲۰۱۸) بیان می‌کنند سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور ایده‌آل برای نظارت و اثرگذاری بر مدیران ایجاد می‌شوند. نقشی که سهامداران نهادی در اثرگذاری روی مدیران و تغییر انگیزه‌هایشان ایفا می‌کنند توسط آخوین، اگیین و زینگلیس<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۳) بیان می‌کنند در صورت حضور مالکیت بالای سرمایه‌گذاران نهادی، مدیران با احتمال بیشتری سرمایه‌گذاری و تعقیب پروژه‌های نوآوری ریسکی را دنبال می‌کنند، تأکید می‌شود. این گروه از سرمایه‌گذاران بزرگ، انگیزه‌ها و منابع لازم برای نظارت مدیریت و کاهش تضادهای نمایندگی میان مدیران و سهامداران و در نتیجه افزایش ارزش سهام رادارند؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران نهادی نقش مهمی را در نظارت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ایفا می‌کنند (بغدادی و همکاران، ۲۰۱۸، ص ۲۴). به‌طور کلی، نظارت سرمایه‌گذاران نهادی، با بهبود حاکمیت شرکت، ارزش بلندمدت شرکت را افزایش می‌دهد. باین‌حال، سرمایه‌گذاران نهادی یکسان نیستند. این سرمایه‌گذاران ویژگی‌های متفاوتی دارند، در معرض سطوح مختلف مقررات قرار دارند و درجات مختلفی از فعالیت‌های حاکم بر شرکت را به نمایش می‌گذارند (کیم، کیم، منتیکان و سونگ<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۹، ص ۱۹۶). ترجیحات افق

1. Alvarez, Jara and Pombo
2. Kashyap, Rajan and Stein
3. Boone and White
4. Crane et al
5. Appel, Gormley and Keim
6. Schmidt and Fahlenbrach
7. Bird and Karolyi
8. Bertrand and Mullainathan
9. Baghdadi, Bhatti, Nguyen and Podolski
10. Aghion, Vanreenen and Zingales
11. Kim, Kim, Mantecon and Song

سرمایه‌گذاری یکی از ابعاد اصلی تفاوت میان سرمایه‌گذاران نهادی است. این ترجیحات نه تنها روی استراتژی‌های تجاری سرمایه‌گذاران نهادی بلکه روی انگیزه‌ها و توانایی آن‌ها برای نظارت بر تصمیمات مدیریتی نیز تأثیرگذار می‌باشند. سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت انگیزه کمتری برای شرکت در نظارت کارآمد دارند زیرا آن‌ها بیشتر تمایل به معامله و خرید و فروش سهام دارند و ممکن است قدرت چانه‌زنی ضعیف‌تری داشته باشند. در عوض، سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌توانند با نظارت بر مدیران، نقش حاکمیت شرکتی فعال‌تری را بر عهده بگیرند که این امر می‌تواند بر سیاست‌های شرکت اثر بگذارد. در یک بررسی اخیر از سرمایه‌گذاران نهادی، مک‌کاری و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) دریافته‌اند که اگرچه حاکمیت شرکتی برای همه سرمایه‌گذاران نهادی مهم است، اما این سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت هستند که تمایل دارند با مشارکت بیشتری در فعالیت سهامداری و نظارت بر مدیران شرکت نسبت به هم‌تایان کوتاه‌مدت خود فعالیت بیشتری داشته باشند (بویبکر، چورو و سادی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹، ص ۳۸۴). سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت تمایل به نظارت برای ارتقاء سیاست‌هایی باهدف افزایش ارزش بلندمدت شرکت دارند. از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت با تأثیرگذاری بر سیاست‌های شرکت‌ها و بهره‌برداری از مزیت اطلاعاتی خود، به دنبال سود معاملات کوتاه‌مدت هستند که این می‌تواند به ارزش بلندمدت شرکت آسیب برساند. یان و ژانگ<sup>۳</sup> (۲۰۰۹)، در بررسی نقش‌های اطلاعاتی سرمایه‌گذاران نهادی با افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و بلندمدت دریافته‌اند که نهادی‌های کوتاه‌مدت نسبت به نهادی‌های بلندمدت مطلع‌تر هستند و آن‌ها برای بهره‌برداری از مزیت اطلاعاتی‌شان فعال‌تر هستند و بیان می‌کنند این یافته با این ایده سازگاری دارد که بازار سهام از لحاظ اطلاعاتی کارایی دارد زیرا نهادی‌های کوتاه‌مدت باید منابع را در جمع‌آوری، ارزیابی و معامله بر اساس اطلاعات هزینه کنند. با این حال، توجه، منبع در عرضه محدود است. اگر سهامداران نهادی، توجه خود را از یک بنگاه اغفال کنند، این محدودیت‌های نظارت را تضعیف می‌کند و مدیران برای به حداکثر رساندن مزایای خصوصی، از آزادی بیشتری برخوردار می‌شوند. در واقع، هنگامی که مدیران مشاهده کنند سهامداران اغفال شده‌اند آنگاه پروژه‌های حداکثر سازی منافع شخصی را آغاز می‌کنند. به عبارت ساده‌تر، مدیران به نظارت محدود شده سرمایه‌گذارانی که توجه و تمرکزشان در جای دیگری است، پاسخ می‌دهند و به سرمایه‌گذاری‌هایی که مزایای خصوصی آن‌ها را به هزینه سهامداران حداکثر می‌کند روی می‌آورند. از این رو، می‌توان انتظار داشت سرمایه‌گذاران نهادی مختلف با توجه به اهداف سرمایه‌گذاری خود و میزان نظارتی که بر شرکت‌ها دارند، کارایی مدیران شرکت‌ها را به گونه‌ای متفاوت تحت تأثیر قرار دهند. در همین راستا، بغدادی و همکاران (۲۰۱۸) با بررسی این‌که آیا کارایی مدیریت به نظارت سهامداران نهادی حساس است، دریافته‌اند که مالکیت نهادی به‌طور مثبتی با کارایی مدیریت وابسته می‌باشد. آن‌ها، اهمیت سهامداران نهادی را در تقویت تلاش مدیریتی برای ایجاد و تولید درآمد می‌دانند و بیان می‌کنند چنانچه

1. Mccahery et al
2. Boubaker, Chourou and Saadi
3. Yan and Zhang

کارایی مدیریت یک عامل کلیدی برای عملکرد مؤثر باشد به نظر می‌رسد اثر مثبتی که سهامداران نهادی روی کارایی مدیریت دارند از اهمیت واقعی اقتصادی برخوردار باشد (بغدادی و همکاران، ۲۰۱۸، ص ۲۹)؛ از این رو، این که تا چه میزان و چه زمانی فعالیت سهامداران می‌تواند عملکرد و ارزش شرکت را بهبود بخشد؟ تا چه حد و چه زمانی فعالیت سهامدار، تحریف‌هایی تولید می‌کند که موضوعات را بدتر می‌سازد؟ سؤالاتی هستند که هنوز حل نشده باقی مانده‌اند.

از سویی دیگر، به خاطر تضاد منافع میان مدیران و سهامداران، مدیران شرکت‌ها ممکن است به‌طور کارا سرمایه‌گذاری نکنند (وارد، ین و زانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷، ص ۳). در حالی که مطالعات نشان می‌دهند سرمایه‌گذاران نهادی با مطالبه کیفیت بالا در شیوه‌های مدیریت شرکت و افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهند که به تصمیم‌گیری‌های آگاهانه در مورد گزینه‌های سرمایه‌گذاری منجر می‌شود (آلروز و همکاران، ۲۰۱۸، ص ۶۰)؛ بنابراین، از آنجاکه سرمایه‌گذاری با عدم کارایی بالاتر با عملکرد شرکتی پایین‌تر متعاقب آن وابسته می‌باشد، درک این که آیا و چگونه سرمایه‌گذاران نهادی با فعالیت‌های نظارتی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را بهبود می‌بخشند از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است (وارد و همکاران، ۲۰۱۷، ص ۳). از طرفی با توجه به رشد جهانی سرمایه‌گذاران نهادی و نیز نقش گسترده و روزافزون آن‌ها در بازارهای سرمایه، مطالعات مختلفی که در زمینه‌ی سرمایه‌گذاران نهادی توسط پژوهشگران مختلف صورت گرفته است عمدتاً نتایج متفاوتی را به همراه داشته است که این تفاوت در نتایج می‌تواند ناشی از عدم ملاحظه ناهمگونی سرمایه‌گذاران نهادی و نیز استفاده از متغیر سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی (عدم ملاحظه متغیر سرمایه‌گذاران نهادی به‌تنهایی به‌عنوان یک متغیر) و مواردی از این قبیل باشد؛ بنابراین، در این پژوهش تلاش می‌شود تا با در نظر گرفتن افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، تأثیر ناهمگونی این سرمایه‌گذاران بر کارایی مدیران و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

سرمایه‌گذاران نهادی یک جزء مهم از بازارهای سرمایه، به‌ویژه در زمان افزایش ریسک، هستند. این سرمایه‌گذاران در مقایسه با سرمایه‌گذاران جزء، نقش فعال‌تری در فعالیت‌های شرکت ایفا می‌کنند (وارد و همکاران، ۲۰۱۷، ص ۷). نه‌تنها تلاش سرمایه‌گذاران نهادی برای اثرگذاری بر سیاست‌های شرکت‌ها، بلکه حضور آن‌ها به بهبود کارایی بازار سهام برای کاهش تضادهای نمایندگی و وادار کردن مدیران به تولید ثروت بیشتر برای سهامداران کمک می‌کند (سکای و جوری<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹، ص ۱۱). در واقع، توانایی سرمایه‌گذاران نهادی برای جمع‌آوری اطلاعات با تحریک معاملات کارآمد، ارزیابی درست ریسک و یک سیستم حاکمیت شرکتی قوی به توسعه بازار سرمایه کمک می‌کند (آلروز و همکاران، ۲۰۱۸، ص ۴۰). باین‌وجود، تفاوت‌های

1. Ward, yin and zeng  
2. Sakaki and Jory

معنی داری میان سرمایه‌گذاران نهادی و زمینه‌های نهادی که آن‌ها دارند، وجود دارد. هاجینسون، سیمر و چاپل<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) نشان دادند که در طی دوره افزایش ریسک (انحراف معیار بازده‌ها)، اندازه سرمایه‌گذار نهادی به‌طور مثبتی به شرکت‌های با ریسک بالا و شرکت‌های باکیفیت حاکمیت بالا وابسته می‌باشد. آن‌ها نیز بیان کردند که یک وابستگی مثبت بین ریسک و عملکرد بسته به نوع و اندازه سرمایه‌گذاری نهادی وجود دارد. به‌ویژه در بررسی ترجیحات سرمایه‌گذاری و اولویت‌های سرمایه‌گذاران نهادی، میان انگیزه‌های دو نوع متفاوت سرمایه‌گذاران نهادی تمایز قائل شدند. فیچ، هارفورد و تران<sup>۲</sup> (۲۰۱۵)، استدلال می‌کنند که محدودیت منابع این حس را در سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند تا برای رسیدن به بزرگ‌ترین موقعیت در پرتفوی‌شان، تلاش بیشتری انجام دهند. بغدادی و همکاران (۲۰۱۸) و فیچ و همکاران (۲۰۱۵) نیز بیان می‌کنند که تلاش‌هایی که سرمایه‌گذاران نهادی در جهت نظارت شرکت‌های موجود در پرتفوی‌شان دیکته می‌کنند، به چگونگی اهمیت شرکت برای پرتفوی‌شان بستگی دارد؛ در نتیجه، فعالیت‌های نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی روی شرکت‌هایی که بخش بزرگ‌تری از پرتفوی‌شان را در آن‌ها سرمایه‌گذاری کرده‌اند، متمرکز می‌شود. علاوه بر این، رویکرد نظارت نیز نشان می‌دهد وقتی مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به‌صورت عمده باشد، انگیزه‌های بیشتری برای جمع‌آوری اطلاعات، نظارت مدیران و سرمایه‌گذاری بیشتر و بهتری را برای بهبود ارزش شرکت تقاضا می‌کنند؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران نهادی که یک بخش بزرگی از پرتفوی‌شان را در یک شرکت مشخص سرمایه‌گذاری می‌کنند و آن‌هایی که افق سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند قادر به ارائه نظارت مؤثر و فعال بر مدیریت هستند. بغدادی و همکاران (۲۰۱۸) بیان می‌کنند سرمایه‌گذاران نهادی که با احتمال بیشتری در نظارت مشارکت دارند، مانند سهامداران نهادی که بخش بزرگی از پرتفوی‌شان را در یک شرکت خاص سرمایه‌گذاری می‌کنند، اثر مثبتی روی کارایی مدیریت دارند و بیانگر آن است که سرمایه‌گذاران نهادی در اعمال فشار روی مدیران مؤثرند. مطالعات موجود نشان می‌دهند که مدیران توانمندتر پیش‌بینی‌های سود صحیح‌تری ارائه می‌نمایند (دیمرجان<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳، بیک، فاربر و لی<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱) و خلاق‌ترند (چن، پودولسکی و ویورگاون<sup>۵</sup>، ۲۰۱۵)، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهند (چمنر و پیگوز<sup>۶</sup>، ۲۰۰۵) و سرمایه‌گذاری‌های منطقی‌تری انجام می‌دهند (برتراند و اسچوار<sup>۷</sup>، ۲۰۰۳، چن و لی<sup>۸</sup>، ۲۰۱۱)؛ بنابراین، مدیران توانمندتر، کارایی بالاتری خواهند داشت (بغدادی و همکاران، ۲۰۱۸، ص ۲۳).

از طرف دیگر، اقتصاددانان مالی از دیرباز در مطالعه نقش و کارایی مدیران در شرکت‌ها از دو نظریه متقابل ناسازگار تحت عنوان قراردادهای کارا و جستجوی رانت بهره‌جسته‌اند. بر اساس نظریه قراردادهای کارا، هدف از انتخاب مدیران کارا، حداکثر کردن منافع و ثروت سهامداران است (قرارداد کارا، قراردادی است که به حداقل کردن

1. Hutchinson, Seamer and Chapple
2. Fich, Harford and Tran
3. Demerjian
4. Baik, Farber and Lee
5. Chen, Podolski and Veeraraghavan
6. Chemmanur and Paeglis
7. Bertrand and Schoar
8. Chen and Lee

هزینه‌های نمایندگی منجر شود). مدیران با توانایی بالاتر، آگاهی بیشتری در خصوص وضعیت آتی شرکت، صنعت و روندهای اقتصادی دارند. به عبارت دیگر، این مدیران با انجام برآوردها و قضاوت‌های دقیق‌تر (اقدام تعهدی باکیفیت بالاتر)، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از مشکلات نمایندگی و در نتیجه، هزینه پایش مدیران را کاهش داده و این به‌گزینش صحیح پروژه‌ها منجر می‌شود که بهبود عملکرد شرکت و افزایش ثروت سهامداران و به تبع آن کاهش ریسک و هزینه‌های تأمین مالی شرکت را در پی خواهد داشت. در حالی که بر اساس نظریه جستجوی رانت (سوءاستفاده از رانت موقعیتی) استدلال می‌شود مدیران مستعد بر ارتقای موقعیت شخصی‌شان بیش‌ازحد تأکید داشته و در این راه اقداماتی را اتخاذ می‌کنند که ممکن است هزینه‌های نمایندگی را افزایش دهد؛ بنابراین، توانایی و استعداد مدیران بر اساس این دو دیدگاه می‌تواند برای ارزش شرکت مضر یا سودمند باشد. لذا اگر مکانیزمی وجود داشته باشد که بتواند توانایی مدیران را در جهت افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران سوق دهد تا حدود زیادی می‌تواند از سوءاستفاده مدیران از رانت موقعیتی خود و در نتیجه، کاهش ارزش شرکت جلوگیری نماید (بادآور نهندی و حشمت، ۱۳۹۷، ص ۹۵). چنین مکانیسمی می‌تواند از طریق نظارت سرمایه‌گذاران نهادی و نقشی که آن‌ها در بهبود حاکمیت شرکتی دارند، فراهم شود. سکای و جوری (۲۰۱۹) با بررسی تأثیر ثبات مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر سطح نوآوری شرکت‌های سرمایه‌گذاری دریافته‌اند که بین ثبات مالکیت سهام سرمایه‌گذاران نهادی و سطح نوآوری شرکت‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها ارتباط مستقیمی وجود دارد و این بیان‌کننده اطمینان بخشی سرمایه‌گذارانی که برخلاف فلسفه معامله و تجارت، فلسفه سرمایه‌گذاری خرید و نگه‌داشتن را اتخاذ می‌کنند، به مدیران در خصوص بهره‌مندی از حمایت سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت محور است. بوشی<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت با تصمیمات سرمایه‌گذاری کوتاه‌بینانه مدیران به‌طور مثبتی وابسته می‌باشند. مطالعات در مورد عوامل تعیین‌کننده مالکیت نهادی تأکید می‌کنند که استانداردهای حاکمیت شرکتی شرکت‌ها در توضیح ورود سرمایه‌گذاران نهادی، ماندگاری و میزان دارایی‌های آن‌ها حائز اهمیت هستند. تأثیر حضور سرمایه‌گذاران با افق بلندمدت می‌تواند تقاضای سرمایه‌گذاری جاری شرکت‌ها و تمرکز روی حاکمیت خوب شرکتی و عملکرد بلندمدت را توضیح دهد؛ بنابراین، افزایش توانایی سهامداران در کنترل و نظارت فعالیت مدیران منجر به کاهش هزینه‌های پایش مدیریت و در نتیجه، اجبار مدیران به انتخاب پروژه‌های مناسب و کارا برای سرمایه‌گذاری و به تبع آن کاهش ریسک و هزینه‌های تأمین مالی شرکت را در پی خواهد داشت.

در یک بازار سرمایه کامل و بدون هیچ‌گونه اصطکاک (میلر و مودیلیانی، ۱۹۸۵)، تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی مستقل از هم هستند. تئوری سرمایه‌گذاری نئوکلاسیک پیش‌بینی می‌کند که تنها عامل تعیین‌کننده سیاست‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت، فرصت‌های رشد آن است. با توجه به این چارچوب ایده آل، سطح مطلوب سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که سود نهایی سرمایه‌گذاری جدید با مبلغ هزینه نهایی این سرمایه‌گذاری و هزینه تعدیل سرمایه برابر باشد. با این حال، سرمایه‌گذاری واقعی شرکت معمولاً به دلیل اصطکاک‌های بازار سرمایه از قبیل هزینه‌های تأمین مالی خارجی، تضاد منافع میان مدیران و سهامداران، عدم تقارن اطلاعاتی، خوش‌بینی یا بدبینی مدیریتی از سطح مطلوب انحراف دارد.

مطالعات پیشین نشان دادند که سرمایه‌گذاری با عدم کارایی بالاتر با عملکرد شرکتی پایین‌تر متعاقب آن وابسته می‌باشد؛ بنابراین، سهامداران شرکت برای نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران انگیزه قوی دارند. بحث نظارت تأثیر سودمند سرمایه‌گذاران نهادی بر ارزش شرکت را تأکید می‌کند. این تأثیر سودمند می‌تواند از توانایی سرمایه‌گذار نهادی برای تضعیف موضوعات اطلاعات نامتقارن، اثرگذاری موفقیت‌آمیز روی مدیران برای اتخاذ تصمیمات تولیدکننده ارزش و نیز اجتناب از مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه ناشی شود. ترغیب سرمایه‌گذاران نهادی برای نظارت باید به‌طور مثبتی با مزایای نظارت و به‌طور منفی با هزینه‌های نظارت وابسته باشد (وارد و همکاران، ۲۰۱۷، ص ۷). اثربخشی نظارت به میزان مالکیت سرمایه‌گذاران بلندمدت بستگی دارد. اگر اثر نظارت حاکم باشد، سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت از سیاست‌های سرمایه‌گذاری غیربهینه مانند سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جلوگیری خواهند کرد. تخصیص یک سهم بالاتر از یک پرتفوی نهادی به یک شرکت خاص، به مزایای نظارتی بالاتر آن شرکت وابسته است. بوشی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) بیان می‌کنند با حضور سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، مدیران تمایل دارند سودهای مورد انتظار نزدیک‌ترین دوره را بیش نمایی کنند؛ از این‌رو، فشار برای عملکرد کوتاه‌مدت که توسط سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت تحمیل شده است باعث می‌شود که مدیران ارزش بلندمدت شرکت را برای دستیابی به سود کوتاه‌مدت قربانی کنند. این استدلال با تقاضای سرمایه‌گذاری برای پاسخگویی به بازده‌های کوتاه‌مدت سازگار است. آلروز و همکاران (۲۰۱۸) با بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی عمده بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت، دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی مستقل، بلندمدت و محلی باعث افزایش نسبت سرمایه‌گذاری می‌شوند و این با نقش نظارتی و فرضیه‌های مداخله قابل ملاحظه سهامداران عمده سازگار است (آلروز و همکاران، ۲۰۱۸، ص ۵۹). به عبارت دیگر، اگر یک شرکت اهمیت بیشتری برای پرتفوی سرمایه‌گذار نهادی داشته باشد باید مورد توجه بیشتری قرار گیرد؛ بنابراین، می‌توان فرض کرد که یک سطح بهینه توجه وجود خواهد داشت که از طریق تعامل بین هزینه و منافع نظارت تعیین می‌شود. از طرفی، هنگامی که عرضه توجه محدود است هزینه فرصت توجه، نباید در تعامل بین هزینه و منافع نظارت نادیده گرفته شود (وارد و همکاران، ۲۰۱۷، ص ۷). اگر سرمایه‌گذاران نهادی شرکت‌هایی که ذخیره‌های نقدی یا جریان‌های نقدی آزاد بالاتری دارند و در نتیجه، برای سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بهینه، مستعدتر هستند را به‌طور مؤثری نظارت کنند، مخارج سرمایه‌گذاری کمتری را تقاضا خواهند کرد و از این طریق مشکل سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بهینه را در این‌گونه شرکت‌ها کاهش می‌دهند. تحقیقات پیشین نشان دادند که دو مشکل نمایندگی منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد بهینه می‌شود. از یک طرف، یافتن پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت، برای مدیران زمان و تلاش زیادی را تلف می‌کند. در حالی که اگر حاکمیت شرکتی قوی وجود نداشته باشد مدیران ممکن است از زندگی آرام لذت ببرند. نظارت سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است این نوع بی‌حالی و خوش‌گذرانی مدیران را کاهش دهد. از طرف دیگر، مدیران به‌منظور اجتناب از احتمال خدشه‌دار شدن شهرت و امنیت شغلی خود ممکن

است در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری نکنند. لذا سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل داشتن آگاهی حرفه‌ای‌تری از نوسان سودآوری نسبت به دیگر سرمایه‌گذاران، ممکن است نگرانی‌های شغلی مدیران را کاهش داده و فعالیت‌های نوآوری شرکت را افزایش دهند. علاوه بر این دو توصیف مبتنی بر مشکل نمایندگی، شرکت‌ها ممکن است به دلیل مشکل بدهی بیش‌ازحد، از فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلی خالص مثبت استفاده نکنند. سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با کاهش هزینه استقراض شرکت، مشکل بدهی بیش‌ازحد را کاهش دهند (وارد و همکاران، ۲۰۱۷، ص ۸)؛ بنابراین، از آنجاکه شرکت‌های دارای سطح اهرم مالی بالاتر، محدودیت‌های تأمین مالی بیشتری دارند و در نتیجه، برای سرمایه‌گذاری کمتر از حد بهینه مستعدتر هستند. در چنین شرایطی، اگر انگیزه‌های نظارتی وجود داشته باشد سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری کمتر از حد بهینه دارند مخارج سرمایه‌گذاری بزرگ‌تری را تقاضا خواهند کرد (آلروز، ۲۰۱۸، ص ۲۶)؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از حد بهینه را با نظارت مؤثر و در نتیجه کاهش نگرانی‌های شغلی مدیران و نیز کاهش هزینه‌های استقراض شرکت، مرتفع سازند.

### پیشینه پژوهش

ارهمجمز و هوان (۲۰۱۹) با بررسی رابطه بین افق مالکیت نهادی، مسئولیت اجتماعی شرکت و ارزش سهامدار دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی با افق‌های سرمایه‌گذاری طولانی‌تر (کوتاه‌تر)، گزارشگری مسئولیت اجتماعی را در سطح شرکت ارتقاء (تنزل) می‌دهند. علاوه بر این، بالاتر بودن نسبت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت، اثرات گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت روی بازده‌های خرید و نگهداری بلندمدت را بیشتر می‌کند.

کیم و همکاران (۲۰۱۹) با بررسی تأثیر افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر هزینه‌های نمایندگی بدهی‌ها، دریافتند که افق سرمایه‌گذاری بلندمدت (کوتاه‌مدت) سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور منفی (مثبت) با تعداد قراردادهای وام وابسته است و بانک‌ها نرخ بهره اسپرید بالاتری را برای وام‌های پرداختی به شرکت‌های دارای مالکیت بالاتر سرمایه‌گذاران نهادی دارای افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت مطالبه می‌کنند. یورینگ، جین لینگ و زان<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) با بررسی این که سهامداران نهادی چگونه به اثرات تصمیمات شرکت در مورد حذف یا کاهش مخارج تحقیق و توسعه توجه می‌کنند؛ دریافتند که سهامداران اغفال‌شده با احتمال بیشتری درگیر رفتار کوتاه‌مدت یعنی حذف مخارج تحقیق و توسعه هستند و پیشنهاد کردند که توجه منبع کلیدی برای سهامداران نهادی برای نظارت مؤثر شرکت‌ها و بنابراین، کاهش کوتاه‌بینی مدیران است.

بوبیکر و همکاران (۲۰۱۹) با بررسی تأثیر افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌های ایالات‌متحده، دریافتند که افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی با



احتمال انتشار بدهی و سهام توسط شرکت‌ها وابستگی منفی دارند و شرکت‌های دارای افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی، تأمین مالی از طریق بدهی را به سهام ترجیح می‌دهند و این سرمایه‌گذاران تمایل به انتشار بدهی‌های با سررسید کوتاه‌تر توسط شرکت‌ها دارند.

کیم و همکاران (۲۰۱۸) با بررسی تأثیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی روی فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت در ایالات متحده دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی فعال دارای افق بلندمدت، فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت را افزایش می‌دهند لیکن سرمایه‌گذاران نهادی منفعل دارای افق بلندمدت تأثیر معنی‌داری روی این فعالیت‌ها ندارند. آن‌ها پیشنهاد کردند سرمایه‌گذاران نهادی با افق بلندمدت انگیزه بیشتری برای نظارت مدیران شرکت‌ها دارند که منجر به مشارکت مدیران در فعالیت‌های متنوع مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌شود.

بغدادی و همکاران (۲۰۱۸) با بررسی این که آیا کارایی مدیریت در ایجاد درآمد به نظارت سهامداران نهادی وابسته است با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های ایالات متحده طی سال‌های ۱۹۸۹ تا ۲۰۱۵ دریافتند که مالکیت نهادی اثر مثبتی روی کارایی مدیریت دارد و نظارت سهامداران نهادی از طریق افزایش حساسیت پرداخت به عملکرد بالاتر به بهبود کارایی مدیریت کمک می‌کند.

وارد و همکاران (۲۰۱۷) با بررسی این که آیا شرکت‌های دارای توجه (نظارت) بالاتر سرمایه‌گذار نهادی، تصمیمات سرمایه‌گذاری کاراتری اتخاذ می‌کنند؟ با در نظر گرفتن این فرض که سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه بیشتری برای نظارت شرکت‌هایی دارند که بیشتر از ۱۰٪ ارزش پرتفوی‌شان را تشکیل می‌دهند؛ دریافتند شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاران نهادی با نظارت ترغیب شده بالاتر، انحراف کمتری از سطوح سرمایه‌گذاری پیش‌بینی شده دارند. علاوه بر این، این محققین نشان دادند سرمایه‌گذاران نهادی دارای نظارت ترغیب شده، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بهینه جریان‌های نقدی آزاد را کاهش می‌دهند.

زانگ و همکاران (۲۰۱۷) با بررسی وابستگی میان مالکیت نهادی استراتژیک و کیفیت سود دریافتند یک وابستگی مثبت میان مالکیت نهادی استراتژیک و کیفیت سود وجود دارد. هاجینسون و همکاران (۲۰۱۳) با بررسی این که آیا میان سرمایه‌گذاران نهادی از نظر اثرگذاری روی مدیریت و عملکرد تفاوتی وجود دارد، دریافتند نسبت سهام در تملک سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور مثبتی به رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی، ریسک و سودآوری شرکت وابسته می‌باشد.

نوروزی نصر و همکاران (۱۳۹۸) با بررسی تأثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری (به‌عنوان سرمایه‌گذاران نهادی) بر نقدشوندگی سهام دریافتند بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

بادآورنهندی و حشمت (۱۳۹۷) با بررسی اثر سازوکار حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهامداران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ دریافتند توانایی مدیران با

ارزش ایجاد شده برای سهامداران ارتباط مثبت دارد و سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیز این ارتباط مثبت را تشدید می‌کند.

مرادی و همکاران (۱۳۹۶)، با بررسی ارتباط افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و محتوی اطلاعاتی سودهای تقسیمی غیرمنتظره دریافتند افق دید سهامداران نهادی در حالت کلی و افق دید کوتاه‌مدت و بلندمدت آنان بر سود تقسیمی غیرمنتظره به‌عنوان معیاری از محتوی اطلاعاتی سودهای غیرمنتظره، تأثیر معکوس و معنی‌داری دارد لذا بهبود افق سرمایه‌گذاران نهادی باعث کاهش اختلاف مقدار سود پیش‌بینی‌شده و سود تقسیمی واقعی می‌گردد.

بزاز زاده و همکاران (۱۳۹۵) با بررسی واکنش سرمایه‌گذاران بازار بورس اوراق بهادار تهران و نقش سرمایه‌گذاران نهادی در تعدیل این واکنش برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ دریافتند بازار در اکثر موارد نسبت به اطلاعات نامشهود واکنش بیش از واقع نشان داده است با انتشار اخبار جدید، انتظارات تعدیل گردیده است و در شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر، واکنش بیش‌ازاندازه بیشتری از سوی سرمایه‌گذاران مشاهده گردید.

ستایش و ابراهیمی میمند (۱۳۹۴) با بررسی رابطه بین نوع مالکیت نهادی و کیفیت افشا در بورس تهران دریافتند انواع مالکان نهادی به‌گونه‌ای متفاوت بر کیفیت افشاء اثر می‌گذارند به‌گونه‌ای که بین مالکیت نهادی اختصاصی و کیفیت افشاء رابطه مثبت و معنی‌دار، بین مالکیت نهادی گذرا و کیفیت افشاء رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد ولی بین مالکیت نهادی شبه شاخصی و کیفیت افشاء رابطه معنی‌داری یافت نشد.

### فرضیه‌ها

فرضیه اول: افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، کارایی مدیریت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.  
 فرضیه دوم: افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی آزاد بالا را تحت تأثیر قرار می‌دهد.  
 فرضیه سوم: افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در شرکت‌های دارای محدودیت‌های تأمین مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

### روش‌شناسی پژوهش

از آنجاکه این پژوهش روابط بین متغیرها را بررسی می‌کند از نوع پژوهش‌های همبستگی است و با توجه به این‌که نتایج این پژوهش می‌تواند در تصمیم‌گیری افراد استفاده شود در گروه پژوهش‌های کاربردی طبقه‌بندی می‌شود. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. برای تعیین نمونه از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. نمونه انتخابی شامل شرکت‌هایی است که دارای شرایط زیر هستند:

به‌منظور جلوگیری از ناهمگن شدن نمونه، سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد. شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها به دلیل ماهیت متفاوت عملیات آن‌ها نباید جزء نمونه

انتخاب شده باشند. اطلاعات صورت‌های مالی آن‌ها به‌طور کامل و پیوسته در دسترس باشد. با در نظر گرفتن این شرایط، تعداد ۱۳۸ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ انتخاب شد. داده‌های مورد نیاز این پژوهش مبتنی بر اطلاعات بازار سهام و صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق سایت کدال و نرم‌افزار ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده است و برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره، آماره‌های  $F$  و  $t$  و همچنین نرم‌افزار ایویوز<sup>۱</sup> نسخه (۹) استفاده شده است.

در این بخش ابتدا مدل‌های استفاده شده برای آزمون فرضیه‌ها معرفی شده و سپس، نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش توضیح داده شده است. مدل پژوهش حاضر برای آزمون فرضیه اول، با در نظر گرفتن افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی برگرفته از پژوهش بغدادی و همکاران (۲۰۱۸) و برای آزمون فرضیه‌های دوم و سوم برگرفته از پژوهش آلروز و همکاران (۲۰۱۸) به شرح زیر می‌باشند:

مدل آزمون فرضیه اول پژوهش:

$$MA\ Score_{it} = \beta_0 + \beta_1 longnv_{it-1} + \beta_2 short\ inv_{it-1} + \beta_z Controls_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

مدل آزمون فرضیه دوم پژوهش:

$$Inv_{it} = \beta_1 inv_{it-1} + \beta_2 longinv_{it} + \beta_3 longinv_{it}^2 + \beta_4 short\ inv_{it} + Cfo_{it} + Cfo_{it} longinv_{it} + \beta_z Controls_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

مدل آزمون فرضیه سوم پژوهش:

$$Inv_{it} = \beta_1 inv_{it-1} + \beta_2 longinv_{it} + \beta_3 longinv_{it}^2 + \beta_4 short\ inv_{it} + Lev_{it-1} + Lev_{it} * longinv_{it} + \beta_z Controls_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

MA Score، کارایی مدیریت، Longinv، افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی، Shortinv، افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی و Controls، متغیرهای کنترلی در مدل آزمون فرضیه اول و شامل اندازه شرکت، توان دوم اندازه شرکت، کیوتوبین، بازده دارایی‌ها، اهرم مالی، مخارج تحقیق و توسعه، سود سهام، جریان‌های نقدی آزاد و رشد فروش می‌باشند که همه متغیرهای توضیحی با تقسیم بر جمع کل دارایی‌های پایان دوره همگن شده‌اند. استفاده از دوم افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی در مدل‌های آزمون فرضیه‌های دوم و سوم، برای بررسی اثرات غیرخطی این متغیر می‌باشد.

Inv، مخارج سرمایه‌گذاری شرکت، Cfo، جریان‌های نقدی عملیاتی و Controls، متغیرهای کنترلی در مدل‌های آزمون فرضیه‌های دوم و سوم و شامل اندازه شرکت، کیوتوبین، اهرم مالی، رشد فروش و وجه نقد می‌باشند که همه متغیرهای توضیحی با تقسیم بر جمع کل دارایی‌های پایان دوره همگن شده‌اند.

### متغیرهای پژوهش

متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل، تعدیل‌گر و کنترلی می‌باشد که در ادامه نحوه محاسبه هر یک توضیح داده شده است. در این پژوهش از کارایی مدیریت و مخارج سرمایه‌گذاری به‌عنوان متغیرهای وابسته پژوهش استفاده شده است که به هر یک به‌صورت زیر محاسبه شده‌اند.

در این پژوهش برای اندازه‌گیری کارایی مدیریت از الگوی ارائه شده توسط دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲) که مبتنی بر متغیرهای حسابداری است، استفاده شده است. در این الگو با استفاده از کارایی شرکت به‌عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، کارایی مدیریت محاسبه می‌شود. به‌منظور اندازه‌گیری کارایی شرکت، دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲) از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها استفاده کردند. در الگوی مورد استفاده دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲)، درآمد حاصل از فروش یا ارائه خدمات به‌عنوان خروجی و ۷ متغیر دیگر یعنی بهای تمام‌شده کالای فروش رفته، هزینه‌های فروش، اداری و عمومی، دارایی‌های ثابت مشهود، هزینه اجاره عملیاتی، هزینه تحقیق و توسعه، سرقتی و دارایی‌های نامشهود به‌عنوان ورودی در نظر گرفته می‌شود که به مقدار زیادی حق انتخاب مدیریت در دستیابی به درآمد موردنظر را تأمین می‌کند.

$$\text{Firm Efficiency} = \frac{\text{Sales}}{v_1 \text{COGS} + v_2 \text{SG\&A} + v_3 \text{PPE} + v_4 \text{OPSLease} + v_5 \text{R\&A} + \text{Intan}} \quad (۴)$$

در فرمول (۴)، COGS، بهای تمام‌شده کالای فروش رفته، SG&A، هزینه‌های فروش، عمومی و اداری، PPE، دارایی‌های ثابت مشهود، OpsLease، هزینه اجاره عملیاتی، R&D، هزینه‌های تحقیق و توسعه، Intan، خالص دارایی‌های نامشهود شرکت ز در سال t می‌باشند. دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲) به‌منظور کنترل اثر ویژگی‌های ذاتی شرکت در الگویی که ارائه داده‌اند، کارایی شرکت را به دو بخش جدا، یعنی کارایی بر اساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت، تقسیم کرده‌اند. آنان در این پژوهش ۵ ویژگی خاص شرکت شامل اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، جریان نقدی شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس و فروش خارجی (صادرات) را کنترل کردند. هرکدام از این ۵ متغیر که ویژگی‌های ذاتی شرکت هستند، می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیم‌های بهتری اتخاذ کند یا در جهت عکس عمل کرده و توانایی مدیریت را محدود کنند. این ۵ ویژگی در الگوی زیر، ارائه شده به‌وسیله دیمرجان و همکاران (۲۰۱۲)، کنترل شده‌اند:

$$\text{Firm Efficiency} = a_0 + a_1 * \text{Ln}(\text{Total Assets}) + a_2 * \text{Market Share} + a_3 * \text{Positive Free Cash Flow Indicator} + a_4 * \text{Ln}(\text{Age}) + a_5 * \text{Foreign Currency Indicator} + \varepsilon \quad (۵)$$

که در آن، Ln(Total Assets) اندازه شرکت و برابر لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت، Market Share سهم بازار شرکت که برابر است با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت، Positive Free Cash Flow Indicator جریان‌های نقدی آزاد مثبت شرکت که در صورت مثبت بودن جریان‌های نقدی آزاد شرکت برابر با ۱ و در صورت منفی بودن صفر در نظر گرفته می‌شود، Ln(Age) عمر پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران و برابر است با لگاریتم

طبیعی تعداد سال‌هایی است که شرکت در بورس تهران پذیرفته شده است، Foreign Currency Indicator صادرات شرکت و برای شرکت‌هایی که صادرات داشته‌اند برابر ۱ و در غیر این صورت، صفر در نظر گرفته می‌شود و  $E$  (باقی‌مانده‌های مدل) نیز نشان‌دهنده میزان کارایی مدیریت است.

در این پژوهش از مخارج سرمایه‌گذاری به‌عنوان یکی از دیگر از متغیرهای وابسته پژوهش استفاده شده است. در این پژوهش، مخارج سرمایه‌گذاری به‌صورت مجموع مخارج سرمایه‌گذاری، تحصیل دارایی‌ها و مخارج تحقیق و توسعه و کسر حاصل فروش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات محاسبه شده است که به‌منظور همگن‌سازی، این مخارج به جمع دارایی‌های ابتدای دوره تقسیم شده‌اند.

در این پژوهش از افق‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان متغیرهای مستقل پژوهش استفاده شده است. برای اندازه‌گیری متغیرهای افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت و کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی، با به‌کارگیری دو روش مورد استفاده در مطالعات خارجی شامل روش مبتنی بر میزان اهمیت هر شرکت برای پرتفوی سرمایه‌گذار نهادی که توسط فیچ، هارفورد و تران (۲۰۱۵)، وارد و همکاران (۲۰۱۷) و بغدادی، بهاتی، نگوین و پودولسکی (۲۰۱۸) استفاده شده است و نیز روش مبتنی بر تنوع و گردش سهام پرتفوی هر سرمایه‌گذار نهادی که توسط بوشی (۱۹۹۸)، یان و ژانگ (۲۰۰۹) و ستایش و ابراهیمی (۱۳۹۴) بکار رفته است، به صورت زیر استفاده شده است. هر دو روش مذکور تنها برای سرمایه‌گذاران نهادی که دارای پرتفوی هستند قابلیت استفاده و کاربرد را دارند. در روش مبتنی بر میزان اهمیت هر شرکت برای پرتفوی سرمایه‌گذار نهادی، شرکت‌هایی که بیشتر از ۱۰٪ ارزش پرتفوی سرمایه‌گذار نهادی را به خود اختصاص داده‌اند به‌عنوان سرمایه‌گذار نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و شرکت‌هایی که کمتر از ۱۰٪ ارزش پرتفوی سرمایه‌گذار نهادی را به خود اختصاص داده‌اند به‌عنوان سرمایه‌گذار نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت طبق بندی می‌شوند.

بوشی (۱۹۹۸) در اندازه‌گیری تنوع چند شاخص را به کار گرفت که شاخص AHP دارای بالاترین اهمیت بود. این مدل تنوع و گردش پرتفوی بورسی سرمایه‌گذاران نهادی که شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها، بنیادها، نهادها و سازمان‌های دولتی می‌باشند را اندازه‌گیری می‌کند. بر این اساس در این پژوهش نیز از این شاخص به شرح زیر استفاده شده است (ستایش و ابراهیمی، ۱۳۹۴):

$$AHP = \frac{\sum_{k=1}^n [(S_{k,t} P_{k,t}) PH_{k,t}]}{\sum_{k=1}^n (S_{k,t} P_{k,t})} \quad (4)$$

در مدل بالا،  $S$ ، تعداد سهام سهم  $k$  در پایان سال  $t$  است که به‌وسیله سهامدار نهادی نگهداری می‌شود؛  $P$  قیمت سهم  $k$  در پایان دوره  $t$  و  $PH$ ، درصدی از کل سهام شرکت  $k$  است که در پایان دوره از سوی سهامدار نهادی نگهداری می‌شود. برای اندازه‌گیری گردش پرتفوی (PT) سرمایه‌گذار نهادی، مطابق پژوهش‌های بوشی (۱۹۹۸) و یان و ژانگ (۲۰۰۹) از قدر مطلق تغییرات پرتفوی سهامدار نهادی به‌صورت زیر استفاده شده است (ستایش و ابراهیمی، ۱۳۹۴):

$$PT = \frac{\sum_{k=1}^n |S_{k,t} P_{k,t} - S_{k,t-1} P_{k,t-1} - S_{k,t-1} \Delta P_{k,t}|}{\sum_{k=1}^n \frac{(S_{k,t} P_{k,t} + S_{k,t-1} P_{k,t-1})}{2}} \quad (1)$$

در مدل بالا،  $\Delta P$  بیانگر تفاوت قیمت سهام بین سال‌های  $t$  و  $t-1$  است. پس از انجام محاسبات بالا برای هر سهامدار نهادی، آن‌ها بر اساس دو معیار تنوع و گردش به روش زیر به سه دسته تقسیم می‌شوند (ستایش و ابراهیمی، ۱۳۹۴):

### جدول ۱. انواع سهامداران نهادی

نوع سهامدار نهادی	تنوع	گردش
گذرا	بالا	بالا
اختصاصی	پایین	پایین
شبه شاخصی	بالا	پایین

مأخذ: (ستایش و ابراهیمی، ۱۳۹۴)

پس از دسته‌بندی سرمایه‌گذاری نهادی به گذرا، شبه شاخصی و اختصاصی، سرمایه‌گذاران نهادی اختصاصی به‌عنوان سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و سرمایه‌گذاران نهادی گذرا به‌عنوان سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت در نظر گرفته شد. در این پژوهش، متغیرهای جریان‌های نقدی عملیاتی و اهرم مالی به‌عنوان متغیرهای تعدیلگر در نظر گرفته شده‌اند و متغیر اهرم مالی از تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به‌دست‌آمده است. متغیرهای کنترلی در این پژوهش شامل اندازه شرکت، کیوتوبین، بازده دارایی‌ها، رشد فروش، نسبت فروش، جریان‌های نقدی آزاد و وجه نقد می‌باشند که به‌صورت زیر محاسبه شده‌اند:

اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت حاصل شده است. کیوتوبین از طریق تقسیم ارزش دفتری کل بدهی‌ها به علاوه ارزش بازار سهام (تعداد سهام منتشره در قیمت سهام در پایان سال) تقسیم‌بر کل دارایی‌ها حاصل شده است. رشد فروش از طریق رشد فروش سال جاری نسبت به سال قبل محاسبه شده است و نسبت فروش از تقسیم فروش به کل دارایی‌ها حاصل شده است. جریان‌های نقدی آزاد از طریق کسر مخارج سرمایه‌گذاری از خالص جریان‌های نقدی عملیاتی حاصل شده است. وجه نقد شامل موجودی وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت می‌باشد که بر جمع دارایی‌های تقسیم‌شده است. بازده دارایی از تقسیم سود خالص به کل دارایی‌ها حاصل شده است.

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

#### آمار توصیفی

اولین گام در تحلیل داده‌ها، بیان ویژگی‌های کلی داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش از لحاظ میانگین، میانه، انحراف معیار، کمترین و بیشترین مقدار داده‌ها می‌باشد. تعداد مشاهدات سال-شرکت مورد بررسی ۹۶۶ واحد می‌باشد. از میان چهار متغیر ارائه‌کننده افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی (سرمایه‌گذاران نهادی اختصاصی و سرمایه‌گذاران نهادی با افق بلندمدت به‌عنوان دو متغیر ارائه‌کننده افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی و دو متغیر سرمایه‌گذاران نهادی گذرا و سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به‌عنوان دو متغیر ارائه‌کننده افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی)، میانگین هر دو متغیر نماینده افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی از میانگین هر دو متغیر نماینده افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای پایین‌تر می‌باشد که نشان‌دهنده آن است که در بورس اوراق بهادار تهران، میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به میزان قابل‌توجهی از میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت بیشتر می‌باشد و با توجه به نوسان‌پذیری بالای قیمت سهام در بورس تهران و مشارکت بالای سرمایه‌گذاران نهادی با

افق کوتاه‌مدت در فعالیت‌های خرید و فروش سهام می‌توان گفت یکی از دلایل نوسان‌های بالای قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، ناشی از مالکیت بالاتر سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت در مقایسه با مالکیت پایین‌تر سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌باشد. از میان دو معیار اندازه‌گیری‌کننده میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت و کوتاه، معیار بوشی (۱۹۹۸) انحراف معیار پایین‌تری نسبت به معیار فیچ، هارفورد و تران (۲۰۱۵) دارد که نشان از دقت بالاتر معیار بوشی (۱۹۹۸) در اندازه‌گیری میزان مالکیت سرمایه‌گذاری نهادی با افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه و بلندمدت نسبت به معیار مبتنی بر فیچ، هارفورد و تران (۲۰۱۵) دارد. از میان کلیه متغیرهای موردپژوهش، متغیرهای اندازه شرکت، فرصت‌های رشد و نسبت فروش به کل دارایی‌های شرکت، بیشترین پراکندگی و انحراف معیار را دارند که با توجه به رابطه‌ای که این سه متغیر باهم دارند وقتی میزان پراکندگی یکی از این سه متغیر بالا باشد بالا بودن میزان پراکندگی دو متغیر دیگر دور از انتظار نخواهد بود. همچنین، متغیرهای مخارج تحقیق و توسعه، سودسهم و وجه نقد کمترین میزان پراکندگی و انحراف معیار را دارند که فاصله بین مقادیر میانگین، میانه، حداقل و حداکثر مشاهدات این متغیرها نشان‌دهنده این میزان پراکندگی نیز می‌باشد. با توجه به استفاده از دو معیار جریان‌های نقدی عملیاتی و جریان‌های نقدی آزاد به‌عنوان متغیرهای نماینده نبود محدودیت تأمین مالی و میزان وجه نقد در دسترس برای سرمایه‌گذاری (جریان‌های نقدی آزاد شرکت) که دارای انحراف معیاری تقریباً یکسانی به ترتیب معادل ۰/۱۴۲ و ۰/۱۵۲ می‌باشند می‌توان انتظار داشت نتایج حاصل از هر دو کارگیری هر کدام از این متغیرها نسبت به دیگری تفاوت معنی‌داری نداشته باشد و بنابراین، استفاده از هر دو متغیر به‌عنوان نماینده میزان وجه نقد در دسترس شرکت (جریان‌های نقدی آزاد شرکت) منطقی و توجیه‌پذیر می‌باشد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شرح	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
کلزایی مدیریت	۹۶۶	-۰/۰۰۲	۰/۰۲۱	۰/۷۸۷	-۰/۵۰۳	۰/۲۱۹
مخارج سرمایه‌گذاری	۹۶۶	۰/۰۵۲	۰/۰۳۰	۰/۷۷۰	۰/۰۰۰	۰/۰۷۵
سرمایه‌گذاران نهادی اختصاصی	۹۶۶	۰/۰۱۰	۰/۰۰۰	۰/۰۷۱	۰/۰۰۰	۰/۰۲۱
سرمایه‌گذاران نهادی گذرا	۹۶۶	۰/۱۰۱	۰/۰۰۰	۰/۵۹۲	۰/۰۰۰	۰/۱۸۷
سرمایه‌گذاران نهادی با افق بلندمدت	۹۶۶	۰/۰۸۶	۰/۰۰۰	۰/۹۱۳	۰/۰۰۰	۰/۳۱۷
سرمایه‌گذاران نهادی با افق کوتاه‌مدت	۹۶۶	۰/۱۱۱	۰/۰۱۴	۰/۸۸۲	۰/۰۰۰	۰/۳۰۲
فرصت‌های رشد	۹۶۶	۱/۶۴۸	۱/۴۵۰	۴/۱۷۲	۰/۷۶۶	۰/۶۸۲
اندازه شرکت	۹۶۶	۱۳/۸۵۰	۱۳/۷۲۴	۱۸/۱۸۲	۱۰/۹۵۲	۱/۳۸۳
رشد فروش	۹۶۶	۰/۱۸۷	۰/۱۵۵	۱/۴۶۰	-۰/۵۰۶	۰/۳۳۷
گردش دارایی‌ها	۹۶۶	۰/۹۱۱	۰/۷۹۱	۲/۶۷۲	۰/۲۴۷	۰/۴۹۶
اهرم مالی	۹۶۶	۰/۵۹۵	۰/۶۰۷	۱/۰۵۷	۰/۱۶۹	۰/۱۸۶
بازده دارایی‌ها	۹۶۶	۰/۱۴۷	۰/۱۲۸	۰/۵۶۷	-۰/۱۵۷	۰/۱۳۱
سودسهم	۹۶۶	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۴۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳
مخارج تحقیق و توسعه	۹۶۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱
وجه نقد	۹۶۶	۰/۶۳۰	۰/۰۳۸	۰/۳۰۵	۰/۰۰۳	۰/۰۶۸
جریان‌های نقدی آزاد	۹۶۶	۰/۱۶۰	۰/۱۴۴	۰/۶۰۲	-۰/۲۰۳	۰/۱۵۲
جریان‌های نقدی عملیاتی	۹۶۶	۰/۱۳۸	۰/۱۲۰	۰/۵۴۹	-۰/۱۵۹	۰/۱۴۲

مأخذ: محاسبات پژوهش

### آمار استنباطی

قبل از تخمین الگوهای آزمون فرضیه‌ها، آزمون‌های تشخیصی F لیمر و در صورت لزوم آزمون هاسمن برای تعیین نوع روش برآورد الگو انجام شد که نتایج اجرای آزمون‌های آن‌ها نشان‌دهنده سطح معنی‌داری معادل ۰/۰۰۰ و نیز مؤید روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای تمامی الگوهای آزمون فرضیه‌ها هستند. برای آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل ۱ استفاده شده است که نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در جدول ۳ ارائه شده است. نتایج ارائه شده در جدول ۳ نشان می‌دهد که مقدار آماره F مدل برای هر دو معیار افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی از لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۹٪، معنی‌دار می‌باشد و ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر این است که ۳۲٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی بیان می‌شود. از آنجاکه سطح معنی‌داری آماره t از بین هر دو معیار اندازه‌گیری‌کننده افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، تنها برای متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی به روش فیچ و همکاران (۲۰۱۵) معادل (۰/۰۹۸) و در سطح اطمینان ۹۰٪ معنی‌دار می‌باشد و نیز با توجه به مثبت بودن ضریب این متغیر می‌توان گفت که افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی در سطح اطمینان ۹۰٪ تأثیر مثبت و معنی‌داری بر کارایی مدیریت دارد. از طرف دیگر، با توجه به این که سطح معنی‌داری آماره t برای متغیرهای اندازه شرکت، فرصت‌های رشد و نرخ بازده دارایی‌ها کمتر از (۰/۵) می‌باشد و نیز با توجه به ضرایب مثبت این متغیرها نیز می‌توان گفت هر یک از این متغیرها در سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیر مثبت و معنی‌داری بر کارایی مدیریت دارند. همچنین، آمار دوربین-واتسون به میزان (۲/۱۷۹)، حاکی از نبود خطای خودهمبستگی در الگوهای برازش شده برای فرضیه اول پژوهش می‌باشد.

### جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول

افق سرمایه‌گذار نهادی مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸) (گذرا و اختصاصی)			افق سرمایه‌گذاری نهادی مبتنی بر فیچ و همکاران (۲۰۱۵)			علامت اختصاری
احتمال	آماره	ضریب	احتمال	آماره	ضریب	
۰/۱۲۶	-۱/۵۳۲	-۰/۰۴۸	۰/۶۱۶	-۰/۵۰۲	-۰/۰۲۴	نهادی با افق کوتاهمدت
۰/۲۳۶	۱/۱۸۶	-۰/۱۱۴	۰/۰۹۸	۱/۶۵۹	۰/۰۸۴	نهادی با افق بلندمدت
۰/۰۰۴	۲/۹۱۳	۰/۵۰۸	۰/۰۰۳	۲/۹۵۶	۰/۵۱۷	اندازه شرکت
۰/۰۰۲	-۳/۱۰۲	-۰/۰۱۹	۰/۰۰۲	-۳/۱۶۳	-۰/۰۲۰	توان دوم اندازه شرکت
۰/۰۰۵	۲/۸۴۷	۰/۰۴۱	۰/۰۰۴	۲/۸۹۷	۰/۰۴۲	فرصت‌های رشد
۰/۰۱۴	۲/۴۵۳	۰/۲۶۲	۰/۰۱۷	۲/۴۰۲	۰/۲۵۷	نرخ بازده دارایی‌ها
۰/۸۲۷	۰/۳۱۹	۰/۰۱۴	۰/۸۱۵	۰/۳۳۵	۰/۰۱۵	اهرم مالی
۰/۴۶۰	۰/۷۳۹	۹/۳۸۴	۰/۳۸۰	۰/۸۷۹	۱۱/۱۶۷	مخارج تحقیق و توسعه
۰/۴۹۳	۰/۶۸۵	۴/۴۹۳	۰/۴۳۸	۰/۸۸۸	۵/۰۸۷	سودسهم
۰/۱۹۸	۱/۲۸۹	۰/۰۷۵	۰/۲۶۲	۱/۱۲۲	۰/۰۶۵	جریان‌های نقدی آزاد
۰/۰۸۵۲	-۰/۱۸۶	-۰/۰۰۴	۰/۸۹۲	-۰/۱۳۵	-۰/۰۰۳	رشد فروش
۰/۰۰۵	-۲/۷۹۴	-۳/۴۴۱	۰/۰۰۵	-۲/۸۲۲	-۳/۴۸۰	ضریب ثابت
۰/۴۲۲	ضریب تعیین		۰/۴۲۲	ضریب تعیین		
۰/۳۱۸	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۱۷	ضریب تعیین تعدیل شده		
۰/۰۰۰	آماره (F)		۰/۰۰۰	آماره (F)		
۴/۰۳۴	احتمال آماره (F)		۴/۰۲۹	احتمال آماره (F)		
۲/۱۷۹	دوربین-واتسون		۲/۱۷۵	دوربین-واتسون		

مأخذ: محاسبات پژوهش



برای آزمون فرضیه دوم از مدل ۲ استفاده شده است که نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در جدول ۴ ارائه شده است (نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در مورد تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت بر مخارج سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی آزاد بالاتر، در جدول ۴ در زیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم برای سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و در داخل پرانتز ارائه شده است).

نتایج ارائه شده در جدول ۴ نشان می‌دهد که مقدار آماره  $F$  مدل برای هر دو معیار افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی از لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۹٪، معنی‌دار می‌باشد و ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر این است که ۴۶٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی بیان می‌شود. از آنجاکه سطح معنی‌داری آماره  $t$  از بین هر دو معیار اندازه‌گیری‌کننده افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، برای متغیرهای افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی و توان دوم این متغیر که برای بررسی رابطه غیرخطی متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی به مدل اضافه شده است در روش مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸) به ترتیب معادل (۰/۰۸۸ و ۰/۰۶۴) و در سطح اطمینان ۹۰٪ معنی‌دار می‌باشد و نیز با توجه به مثبت بودن ضریب این متغیرها می‌توان گفت که افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی در سطح اطمینان ۹۰٪ تأثیر مثبت و معنی‌داری بر تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. از طرف دیگر، سطح معنی‌داری آماره  $t$  برای متغیر جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت که نماینده میزان وجه نقد در دسترس شرکت برای سرمایه‌گذاری می‌باشد، در هر دو معیار اندازه‌گیری‌کننده افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، از (۰/۵) کمتر و نیز دارای ضریب مثبت می‌باشد که نشانگر تأثیر مثبت و معنی‌دار این متغیر بر تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری می‌باشد و هنگام در نظر گرفتن ترکیب تعاملی این متغیر با متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی، اگرچه تأثیر این متغیر ترکیبی و تعاملی معنی‌دار نیست لیکن منفی بودن ضریب این متغیر ترکیبی حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت، مخارج سرمایه‌گذاری را در شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی عملیاتی (آزاد) بیشتر، کاهش می‌دهند. همچنین، سطح معنی‌داری آماره  $t$  برای متغیر اهرم مالی که نماینده میزان محدودیت‌های تأمین مالی شرکت‌ها می‌باشد، در هر دو معیار اندازه‌گیری‌کننده افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، از (۰/۵) کمتر و نیز دارای ضریب منفی می‌باشد که نشانگر تأثیر منفی و معنی‌دار این متغیر بر تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری می‌باشد. از بین دیگر متغیرهای کنترلی، سطح معنی‌داری آماره  $t$  برای متغیرهای اندازه شرکت، گردش دارایی‌ها و متغیر نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها در هر دو معیار اندازه‌گیری‌کننده افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، از (۰/۵) کمتر می‌باشد که با توجه به منفی بودن ضریب متغیر اندازه شرکت و مثبت بودن ضرایب متغیرهای گردش دارایی‌ها و نسبت جریان نقدی به کل دارایی‌ها می‌توان گفت که اندازه شرکت بر تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر منفی و معنی‌دار دارد و هر یک از متغیرهای گردش دارایی‌ها و نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر مثبت و معنی‌داری دارند. همچنین، آمار دوربین - واتسون به میزان (۲/۲۵۷) حاکی از نبود خطای خودهمبستگی در الگوهای برازش شده برای فرضیه دوم پژوهش می‌باشد.

#### جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

افق سرمایه‌گذار نهادی مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸) (گذرا و اختصاصی)			افق سرمایه‌گذاری نهادی مبتنی بر فیچ و همکاران (۲۰۱۵)			علامت اختصاری
احتمال	آماره	ضریب	احتمال	آماره	ضریب	
۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	۳/۵۳۹	۰/۱۶۱ (۰/۱۶۲)	۰/۰۰۰ (۰/۰۰۴)	۳/۵۴۲	۰/۱۶۱ (۰/۱۶۱)	مخارج سرمایه‌گذاری سال قبل
۰/۰۸۸ (۰/۰۵۹)	-۱/۰۷۶	-۰/۶۲۴ (-۰/۶۶۴)	۰/۹۵۶ (۰/۹۷۹)	۰/۰۵۵	۰/۰۰۳ (-۰/۰۰۲)	افق بلندمدت نهادی
۰/۰۶۴ (۰/۰۶۴)	۱/۸۵۲	۹/۹۰۳ (۹/۹۳۸)	۰/۶۷۷ (۰/۶۶۱)	۰/۴۱۷	۰/۰۳۵ (۰/۰۳۷)	توان دوم افق بلندمدت نهادی
۰/۶۸۲ (۰/۷۱۵)	۰/۴۱۰	۰/۰۰۴ (۰/۰۰۵)	۰/۱۲۲ (۰/۱۱۸)	۱/۵۴۷	۰/۰۲۹ (۰/۰۳۳)	افق کوتاه‌مدت نهادی
۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	۷/۳۳۴	۰/۱۴۰ (۰/۱۳۸)	۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	۷/۱۶۰	۰/۱۳۸ (۰/۱۴۰)	جریان نقدی عملیاتی
۰/۶۹۹ (۰/۹۴۱)	-۰/۳۸۶	-۰/۲۷۱ (-۰/۰۰۵)	۰/۸۴۹ (۰/۷۲۳)	-۰/۱۹۱	-۰/۰۱۹ (-۰/۰۳۰)	جریان نقدی عملیاتی*افق بلندمدت (کوتاه‌مدت) نهادی
۰/۲۴۸ (۰/۲۶۰)	۱/۱۵۵	۰/۰۰۵ (۰/۰۰۵)	۰/۲۰۵ (۰/۲۱۳)	۱/۲۶۹	۰/۰۰۶ (۰/۰۰۵)	فرصت‌های رشد
۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	-۴/۴۲۷	-۰/۰۲۲ (-۰/۰۲۲)	۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	-۴/۴۰۷	-۰/۰۲۳ (-۰/۰۲۲)	اندازه شرکت
۰/۰۲۱ (۰/۰۲۰)	۲/۳۱۴	۰/۰۲۱ (۰/۰۲۱)	۰/۰۲۴ (۰/۰۲۲)	۲/۲۶۹	۰/۰۲۱ (۰/۰۲۱)	رشد فروش
۰/۰۰۱ (۰/۰۰۱)	-۳/۳۵۹	-۰/۰۶۲ (-۰/۰۶۱)	۰/۰۰۱ (۰/۰۰۱)	-۳/۳۱۹	-۰/۰۶۱ (-۰/۰۶۰)	اهرم مالی
۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	۶/۳۰۴	۰/۲۴۱ (۰/۲۴۱)	۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	۶/۲۴۰	۰/۲۳۸ (۰/۲۳۸)	وجه نقد
۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	۴/۴۱۳	۰/۳۳۲ (۰/۳۳۲)	۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	۴/۳۱۵	۰/۳۲۵ (۰/۳۲۲)	ضریب ثابت
۰/۵۳۹ (۰/۵۳۹)		ضریب تعیین	۰/۵۳۰ (۰/۵۳۹)		ضریب تعیین	
۰/۴۵۶ (۰/۴۵۶)		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۵۵ (۰/۴۵۵)		ضریب تعیین تعدیل شده	
۶/۴۶۱ (۶/۴۵۹)		آماره F	۶/۴۵۱ (۶/۴۵۲)		آماره F	
۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)		احتمال (آماره) F	۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)		احتمال (آماره) F	
۲/۲۵۷ (۲/۲۵۷)		دوربین - واتسون	۲/۲۵۴ (۲/۲۵۵)		دوربین - واتسون	

مأخذ: محاسبات پژوهش

برای آزمون فرضیه سوم پژوهش از مدل ۳ استفاده شده است که نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در جدول ۵ ارائه شده است (نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم در مورد تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت بر مخارج سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین منابع مالی، در جدول ۵ در زیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم برای سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و در داخل پرانتز ارائه شده است).

نتایج ارائه شده در جدول ۵ نشان می‌دهد که مقدار آماره  $F$  مدل برای هر دو معیار افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی از لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۹٪، معنی‌دار می‌باشد و ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر این است که ۴۲٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی بیان می‌شود. از آنجاکه سطح معنی‌داری آماره  $t$  از بین هر دو معیار اندازه‌گیری‌کننده افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، تنها برای متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی در روش مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸) معادل (۰/۰۰۹) و از (۰/۵) کمتر می‌باشد که حاکی از اثرگذاری معنی‌دار این متغیر بر تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت می‌باشد و منفی بودن ضریب این متغیر نیز نشانگر آن است که این اثرگذاری به‌طور کلی در جهت منفی می‌باشد. از طرف دیگر، سطح معنی‌داری آماره  $t$  برای متغیر اهرم مالی که نماینده میزان محدودیت‌های تأمین مالی شرکت‌ها می‌باشد، در هر دو معیار اندازه‌گیری‌کننده افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، از (۰,۰۵) کمتر و نیز دارای ضریب منفی می‌باشد که نشانگر تأثیر منفی و معنی‌دار این متغیر بر تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری می‌باشد و هنگام در نظر گرفتن ترکیب تعاملی این متغیر با متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی، سطح معنی‌داری آماره  $t$  در معیار مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸)، از (۰/۵) کمتر است که نشانگر اثرگذاری معنی‌دار افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی بر تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مواجه با محدودیت‌های تأمین مالی می‌باشد و ضریب این متغیر ترکیبی تعاملی نیز مثبت می‌باشد که نشان‌دهنده آن است که سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت، تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین منابع مالی را به‌طور مثبت و معنی‌داری تحت تأثیر قرار می‌دهند. از بین دیگر متغیرهای کنترلی، سطح معنی‌داری آماره  $t$  برای متغیرهای اندازه شرکت، گردش دارایی‌ها و متغیر نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها در هر دو معیار اندازه‌گیری‌کننده افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، از (۰/۵) کمتر می‌باشد که با توجه به منفی بودن ضریب متغیر اندازه شرکت و مثبت بودن ضرایب متغیرهای گردش دارایی‌ها و نسبت جریان نقدی به کل دارایی‌ها می‌توان گفت که اندازه شرکت بر تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر منفی و معنی‌داری دارد و هر یک از متغیرهای گردش دارایی‌ها و نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر مثبت و معنی‌داری دارند. همچنین، آماره دوربین - واتسون به میزان (۲/۲۳۶) حاکی از نبود خطای خودهمبستگی در الگوهای برازش شده برای فرضیه سوم پژوهش می‌باشد.

**جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش**

افق سرمایه‌گذار نهادی مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸) (گذرا و اختصاصی)			افق سرمایه‌گذاری نهادی مبتنی بر فیچ و همکاران (۲۰۱۵)			علامت اختصاری
احتمال	آماره	ضریب	احتمال	آماره	ضریب	
۰/۰۰۲ (۰/۰۰۱)	۳/۱۴۹	۰/۱۴۸ (۰/۱۵۳)	۰/۰۰۱ (۰/۰۰۱)	۳/۲۵۳	۰/۱۵۳ (۰/۱۵۳)	مخارج سرمایه‌گذاری سال قبل
۰/۰۰۹ (۰/۱۱۳)	-۲/۶۳۱	-۱/۲۵۲ (-۰/۵۷۹)	۰/۱۶۳ (۰/۹۸۸)	۱/۳۹۸	۰/۱۱۲ (-۰/۰۰۱)	افق بلندمدت نهادی
۰/۱۲۲ (۰/۱۱۰)	۱/۵۴۷	۸/۵۳۷ (۸/۴۶۸)	۰/۵۵۷ (۰/۵۸۶)	۰/۵۸۸	۰/۰۵۱ (۰/۰۴۷)	توان دوم افق بلندمدت نهادی
۰/۸۸۶ (۰/۱۲۶)	۰/۱۴۳	۰/۰۰۲ (-۰/۰۵۵)	۰/۲۰۰ (۰/۵۸۶)	۱/۲۸۳	۰/۰۲۵ (-۰/۰۳۱)	افق کوتاه‌مدت نهادی
۰/۰۰۰ (۰/۰۰۱)	-۳/۵۸۸	-۰/۰۷۰ (-۰/۰۶۹)	۰/۰۱۷ (۰/۰۰۱)	-۲/۳۸۷	-۰/۰۴۷ (-۰/۰۶۸)	جریان نقدی عملیاتی
۰/۰۲۶ (۰/۰۸۶)	۲/۲۲۵	۱/۱۳۲ (۰/۰۹۴)	۰/۰۴۴ (۰/۳۰۶)	-۲/۰۲۱	-۰/۱۹۹ (۰/۰۹۰)	جریان نقدی عملیاتی*افق بلندمدت (کوتاه‌مدت) نهادی
۰/۲۷۶ (۰/۴۰۹)	۱/۰۸۹	۰/۰۰۵ (۰/۰۰۴)	۰/۳۸۸ (۰/۳۰۱)	۰/۸۶۴	۰/۰۰۴ (۰/۰۰۵)	فرصت‌های رشد
۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	-۵/۳۲۵	-۰/۰۲۸ (-۰/۰۲۷)	۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	-۴/۹۸۸	-۰/۰۲۶ (-۰/۰۲۸)	اندازه شرکت
۰/۰۰۳ (۰/۰۰۲)	۲/۹۷۰	۰/۰۲۸ (۰/۰۲۹)	۰/۰۰۵ (۰/۰۰۳)	۲/۷۹۸	۰/۰۲۶ (۰/۰۲۸)	رشد فروش
۰/۰۰۰ (۰/۰۰۱)	۵/۰۰۱	۰/۱۹۵ (۰/۱۹۷)	۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	۴/۸۱۸	۰/۱۸۷ (۰/۱۹۱)	اهرم مالی
۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	۵/۵۴۵	۰/۴۲۶ (۰/۴۱۸)	۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)	۵/۰۰۹	۰/۳۹۰ (۰/۴۲۴)	وجه نقد
۰/۵۰۸ (۰/۵۰۷)		ضریب تعیین	۰/۵۰۸ (۰/۵۰۶)		ضریب تعیین	
۰/۴۲۰ (۰/۴۱۹)		ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۴۲۰ (۰/۴۱۸)		ضریب تعیین تعدیل‌شده	
۵/۷۵۳ (۵/۷۲۶)		آماره F	۵/۷۴۹ (۵/۷۰۷)		آماره F	
۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)		احتمال (آماره) F	۰/۰۰۰ (۰/۰۰۰)		احتمال (آماره) F	
۲/۲۳۶ (۲/۲۳۰)		دوربین- واتسون	۲/۲۳۳ (۲/۲۲۵)		دوربین- واتسون	

مأخذ: محاسبات پژوهش

## نتیجه‌گیری و بحث

هدف پژوهش حاضر، بررسی چگونگی اثرگذاری افق‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر کارایی مدیریت و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد. برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از دو معیار مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸) و مبتنی بر فیچ و همکاران (۲۰۱۵) برای اندازه‌گیری افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی استفاده گردید که نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش حاکی از آن است که تنها متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی در معیار مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸) در سطح اطمینان ۹۰٪، تأثیر مثبت و معنی‌داری بر کارایی مدیریت دارد و سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت هر چند در همین روش اندازه‌گیری‌کننده افق سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر منفی‌ای بر کارایی مدیریت دارند لیکن این اثرگذاری معنی‌دار نمی‌باشد که این نتایج با مبانی نظری مربوط و یافته‌های بغدادی و همکاران (۲۰۱۸)، مطابقت و هم‌خوانی دارد. نتایج آزمون فرضیه دوم نیز حاکی از آن است که از بین هر دو معیار اندازه‌گیری‌کننده افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، متغیرهای افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی و توان دوم این متغیر، در روش مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸) در سطح اطمینان ۹۰٪ تأثیر مثبت و معنی‌داری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارند و بالاتر بودن سطح معنی‌داری توان دوم این متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی نیز حاکی از آن است که اثرگذاری متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر به‌صورت غیرخطی می‌باشد. از آنجاکه در آزمون فرضیه دوم این پژوهش از متغیر جریان‌های نقدی عملیاتی به‌عنوان متغیر تعدیلی و نماینده میزان وجه نقد در دسترس شرکت (جریان‌های نقدی آزاد) برای سرمایه‌گذاری استفاده شد، نتایج آزمون فرضیه دوم نیز نشان داد که این متغیر تأثیر مثبت و معنی‌داری بر تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری دارد بدین معنی که هرچه وجه نقد در دسترس شرکت بیشتر باشد، امکان اتخاذ تصمیمات و انجام مخارج سرمایه‌گذاری بیشتری وجود دارد. با توجه به این‌که مطابق مبانی نظری انتظار بر این بود که سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت، تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی آزاد را محدود کنند؛ بنابراین، هنگام در نظر گرفتن ترکیب تعاملی متغیر جریان نقدی عملیاتی با متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی، نتایج نشان داد اگرچه تأثیر این متغیر ترکیبی و تعاملی معنی‌دار نیست لیکن منفی بودن ضریب این متغیر ترکیبی حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت، تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری را در شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی عملیاتی مازاد بر نیاز (جریان‌های نقدی آزاد بالا)، کاهش می‌دهند. این نتایج با مبانی نظری مربوط و نیز با یافته‌های آروز و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت و سازگاری دارد. نتایج آزمون فرضیه سوم نیز نشان داد که از بین هر دو معیار اندازه‌گیری‌کننده افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، تنها متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸)، تأثیر منفی و معنی‌داری بر تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری

دارد لیکن در هر دو معیار اندازه‌گیری‌کننده افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، متغیر اهرم مالی که نماینده میزان محدودیت‌های تأمین مالی شرکت‌ها می‌باشد، تأثیر منفی و معنی‌داری بر تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری دارد بدین معنی که در شرکت‌هایی که محدودیت‌های تأمین مالی بیشتری دارند میزان مخارج سرمایه‌گذاری پایین‌تر است و هنگام در نظر گرفتن ترکیب تعاملی این متغیر با متغیر افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، نتایج حاکی از آن است که در معیار مبتنی بر بوشی (۱۹۹۸)، متغیر افق سرمایه‌گذاری بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی بر تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مواجه با محدودیت‌های تأمین مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد بدین معنی که در شرکت‌هایی که محدودیت تأمین مالی بالایی دارند نسبت مالکیت بالای سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت در مقایسه با همتایان کوتاه‌مدت خود، با رفع محدودیت‌های تأمین مالی شرکت اقدام به افزایش تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری شرکت می‌کنند؛ بنابراین، این نتایج با مبانی نظری مربوط و یافته‌های آروز و همکاران (۲۰۱۸) نیز مطابقت و سازگاری دارند.

با توجه به نتایج پژوهش حاضر، به مقررات گذاران بازار بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود برای افزایش سطح مشارکت و سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و در نتیجه، توسعه بیشتر این بازار، زمینه رشد و افزایش سطح مشارکت و سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت را بیش‌ازپیش فراهم نمایند و به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌شود چنانچه به دنبال بازده کوتاه‌مدت و استفاده از نوسانات کوتاه‌مدت قیمت سهام در بازار بورس هستند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت در آن‌ها بیشتر است و اگر به دنبال بازده بلندمدت سهام یا راهبرد خرید و نگهداری سهام هستند در شرکت‌های سرمایه‌گذاری کنند که میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت در آن‌ها بیشتر است. با توجه به این‌که برای اندازه‌گیری متغیرهای کارایی مدیریت و افق‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی و نیز طبقه‌بندی‌های مختلف آن‌ها از قبیل سرمایه‌گذاران نهادی محلی و خارجی، منفعل و فعال و... روش‌های متفاوتی وجود دارد پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از دیگر روش‌های اندازه‌گیری این متغیرها، برای بررسی نحوه اثرگذاری افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر کارایی مدیریت، تصمیمات و مخارج سرمایه‌گذاری و نیز با در نظر گرفتن نقش متغیرهای تعدیلی مانند محدودیت‌های تأمین مالی و میزان وجه نقد در دسترس شرکت استفاده شود. همچنین، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، تأثیر افق‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر دیگر پیامدهای حضور سرمایه‌گذاران نهادی نیز مورد بررسی قرار گیرد.

در انجام هر پژوهش، محدودیت‌های برای دستیابی به اهداف پژوهش وجود دارد. عمده‌ترین محدودیت‌های موجود در این پژوهش، محدود بودن میزان اطلاعات و داده‌های قابل استخراج از شرکت‌های

موجود در بورس اوراق تهران بود که امکان انجام پژوهش‌های جامع‌تر و دقیق‌تر در مورد بازار سرمایه ایران را غیرممکن می‌سازد و اطلاعات برخی از شرکت‌های عضو جامعه آماری به دلیل قابل‌دستیابی نبودن از نمونه پژوهش حذف گردید که در صورت نبود این مشکل، ممکن بود نتایج دقیق‌تری به دست آید.

#### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.  
مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.  
تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.  
تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.



## References

Agudelo, D., Byder, J., Yepes-henao, P., (2018), « Performance and Informed trading, Comparing Foreigners, Institutions and Individuals in an emerging stock market», *Journal of international Money and finance*, *accepted manuscript*, August.

Alvarez, R., Jara, M., Pombo, C., (2018), «Do Institutional Blockholders Influence Corporate Investment?» , *Jouranl of Corporate Finance*, Elsevier, volume53, September, pp38-64.

Baadawarnahandi, Yunus, and Heshmat, Nisa., (2019), «The effect of corporate governance mechanisms on the relationship between manager ability and value creation for shareholders», *journal of management accounting*, eleventh year, number thirty-eight, Autumn season, pp93-108. (In Persian)

BaniMahd, Bahman, Arabic, Mehdi and Hassanpour, Shiva., (2017), *Experimental and methodological Researches in accounting*, Tehran, fifth edition. (In Persian)

Baghdadi, A., Bhatti, I., Nguyen, L., podolski, E., (2018), «Skill or Effort? Institutional Ownership and Managerial Efficiency», *Jouranl of banking & Finance*, volume91, june, pp19-33.

Bazazzadehtorbati, Hamid reza, Malekian, Esfandiar, and Kamyabi, Yahya, (2017), «Market reaction to intangible information: the moderating role of institutional investors», *Financial Accounting quarterly*, Eighth year, number thirty-one, autumn season, pp 1-29. (In Persian)

Boubaker, S., CHourou, L., Saadi, S., Zhong, L., (2019), « Does Institutional Investor Horizon Influence US coporate Financing Decisions?» , *International Review of Financial Analysis*, Vol. 63, September, Elsevier, pp. 382-394.

Bushee, B., (1998),« the Influence of institutional investors on myopic R&D Investment Behavior», *the Accounting Review*, Vol. 73, No.3, pp. 305-333.

Chung, C., Hur, s., Liu, C., (2018),« Institutional investors and cost stickiness», *The North American journal of Economics and Finance*, Vol. 47, December, pp. 336-350.

Dang, T., Moshirian, F., Zhang, B., (2019),« Liquidity Shocks and Institutional Investors», *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 47, December, pp. 184-209.



Erenburg, G., Smith, J., Smith, R., (2016), « Which institutional investors matter for firm survival and performance? » , *The North American Journal of Economics and Finance*, Elsevier, number 37, 348-373.

Erhemjants, O., Huang, K., (2019), « Institutional Ownership Horizon, Corporate Social Responsibility and Shareholder Value », *Journal of Business Research* 105, Elsevier, PP. 61-79.

Fich, E., Harford, j., Tran, A., (2015), « Motivated monitors: the importance of Institutional Investors Portfolio Weights », *Journal of Financial Economics* 118, 21-48.

Hutchinson, N., Seamer, M., Chapple, L., (2015), « Institutional Investors, Risk/Performance and Corporate Governance: Practical Lessons from the Global Financial Crisis », *The International of Journal Accounting*, Volume 50, May, pp.31-52.

Kang, J., Luo, J., Seungna, H., (2018), « Are institutional investors with multiple blockholding effective monitors? » , *Jornal of financial Economics*, Vol..128, pp.576-602.

Kempf, E., Manconi, A., Spalt, O., (2017), « Distracted shareholders and Corporate actions », *The Review of Financial Studies*, volume 30, Elsevier, May, PP. 1660-1695.

Kim, H., Kim, Y., Mantecon, T., Song, K., (2019), « Short-term Institutional Investors and Agency Costs of Debt », *Journal of Business Research* 95, Elsevier, PP. 195-210.

Kim, H., Kim, T., Kim, Y., Park, K., (2018), « Do Long-term Institutional Investors Promote Corporate Socail Responsibility Activities? » , *Journal of Banking & Finance*, Volume 101, Elsevier, November, pp.256-269.

Lee, C., Wang, C., Chiu, w., tien, T., (2018), « Managerial ability and corporate investment opportunity », *international review on financial analysis* 57, Elsevier, pp 65-76.

Moradi, Mehdi., parandeh, Elham and Marandi, Zakia, (2018), « investigating the relationship between institutional investor investment horizon and infomatin content of unexpected share - profits », *journal of financial engineering and securities management*, number 33, Winter season, pp 207-228. (In Persian)

Nagata, K., Nguyen, P., (2017), « Ownership Structure and Disclosure Quality: Evidence from Management Forecasts Revision in Japan, *Journal of Accounting and Public Policy*.

Noroozinasr, Hossein, Moradzadehfard, Mehdi, and Shukri, Azam, (2019), «The impact of investment firm ownership on stock Liquidity», Eleventh year, number forty-two, summer season, pp 23-45. (In Persian)

Richardson, S., (2006), «Overinvestment of Free Cash Flow», *Review of Accounting Studies*, 11, pp. 159-189.

Sanchez, C., Meca, E., Aleman, J., (2018), « Earning informativeness and Institutional Investors on Boards», *Spanish Accounting Review*, 21, September, pp.73-81.

Sakaki, H., Jory, S., (2019), «Institutional Investors ownership Stability and Firms Innovation», *Journal of Business Research* 103, Elsevier, PP.10-22.

Setayesh, Mohammad Hossaein and Ebrahimimeimand, mehdi.,2016, Relationship between type of institutional ownership and the quality of disclosure of companies listed in Tehran stock Exchange», *journal of Experimental Financial accounting studies*, number 48, pp53-75. (In persian)

Ward, C., Yin, c., Zeng, Y., (2017), « Motivated Institutional Investors and Firm Investment Efficiency», *Seminar Participants at the ICMA Center*, January13.

Ward, C., Yin, c., Zeng, Y., (2017), « Institutional Investor Monotoring Motivation and The Marginal Value of Cash», *Journal of Corporate Finance*, volume 48, Elsevier, November, PP. 49-75.

Yan, X., Zhang, Z., (2013), « Institutional Investors and Equity Returns: Are Short- term Institutions Better Informed?» , *the Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 2, pp.8

Yong, L., Sheng, G., Haiyue., (2015), «An Emprical Study on Institutional Investors, Free Cash Flow and Overinvestment», *Journal of Business and Economics*, Academic Star Publishing Company, August, PP.1414-1421.

Yueting, E., Jianling, W., Xuan, W., (2017), « Distracted Institutional Shareholders and Managerial Myopia», *Finance Research Letters* 29, Elsevier, PP. 30-40.

#### COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.