

حاکمیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی

محمدجواد حمزه بی بیدگلی^۱، حسین جباری^۲، احسان فضل الهی^۳

چکیده:

حداکثر ساختن ثروت سهامداران، ایفای وظایف اخلاقی و مسئولیت‌های اجتماعی می‌تواند از اهداف بسیار مهم شرکت‌ها به شمار آید. یکی از عواملی که تأثیر فراوانی در تحقق اهداف مذکور دارد اجرای مناسب اصول حاکمیت شرکتی می‌باشد. هدف این مطالعه بررسی حاکمیت شرکتی و حساسیت

۱. کارشناسی ارشد رشته حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، ایران، نطنز

۲. استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، ایران، کاشان

۳. مربی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، ایران، نطنز

سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. این پژوهش از نظر طبقه‌بندی به لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی است و از نظر روش، آزمایشی و از نوع پس رویدادی می‌باشد. جامعه آماری در این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره چهار ساله ۱۳۹۴-۱۳۹۱ می‌باشد. بر اساس روش حذف سیستماتیک برای انتخاب نمونه‌ی آماری از جامعه‌ی آماری پژوهش تعداد ۸۶ شرکت به‌عنوان اعضای تشکیل‌دهنده نمونه‌ی آماری در سال ۱۳۹۴-۱۳۹۱ انتخاب شده است. اطلاعات موردنیاز از طریق صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها مورد رسیدگی، صورت‌های مالی ۴ ساله گزارش عملکرد (طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴) جمع‌آوری شده است. برای آزمون مانایی متغیرها از روش لوین، لین و چاو (LLC)، برای آزمون تشخیص مدل از آزمون چاو، برای آزمون تشخیص نوع مدل از آزمون هاسمن و برای برآورد مدل از روش پانل استفاده شد. پس از جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل این داده‌ها مشخص شد که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف، بزرگ‌تر از شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی است.

واژگان کلیدی: حساسیت سرمایه‌گذاری، جریان‌های نقدی، حاکمیت شرکتی، بورس اوراق بهادار

تهران

مقدمه

یکی از اهداف مهم تأمین مالی شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور است. راه‌های زیادی برای تأمین منابع مالی لازم وجود دارد. شیوه‌های مختلف تأمین مالی شامل تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی می‌شود. ادعا می‌شود که در صورت وجود مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، اتکا شرکت بر منابع داخلی جهت تأمین مالی افزایش می‌یابد. شرکت‌هایی که بیشتر در معرض این مشکلات قرار داشته باشند، شرکت‌های «دچار محدودیت مالی» نامیده می‌شوند. یکی از شاخص‌های اندازه‌گیری میزان اتکا شرکت بر منابع داخلی، «حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی» نامیده می‌شود. میزان محدودیت‌های مالی شرکت‌ها با استفاده از شاخص‌هایی مانند اندازه، عمر شرکت، نسبت تقسیم سود و عضویت شرکت در گروه‌های تجاری اندازه‌گیری می‌شود. یکی از شاخص‌هایی که در سال‌های اخیر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است، حاکمیت شرکتی است. حاکمیت شرکتی یک مجموعه روابطی است بین سهامداران، مدیران و حساب‌برسان شرکت که متضمن برقراری نظام کنترلی به‌منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای درست مصوبات مجمع و جلوگیری از سوءاستفاده‌های

احتمالی می‌باشد. این قانون که مبتنی بر نظام پاسخ گوئی و مسئولیت اجتماعی استوار است مجموعه-ای از وظایف و مسئولیت‌هایی است که باید توسط ارکان شرکت صورت گیرد تا موجب پاسخ گوئی و شفافیت گردد. حاکمیت شرکتی سیستمی است که از طریق آن، واحدهای تجاری نظارت و کنترل می‌شوند. حساسیت سرمایه-گذاری به جریان‌های نقدی اشاره به تغییرات مخارج سرمایه‌ای در قبال تغییرات جریان‌های نقدی دارد. حساسیت وجه نقد به جریان‌های نقدی نیز، بیانگر درصد تغییرات وجه نقد در قبال تغییرات جریان‌های نقدی می‌باشد.

بیان مسأله

در بازارهای سرمایه‌ی مناسب، تغییرات مقطعی در هزینه‌های سرمایه‌ی شرکتی باید به‌طور کاملی توسط فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود تشریح شود. اما بازارها کامل و مناسب نبوده و فاکتورهای مثل سهولت دسترسی به سرمایه‌ی خارجی نشان‌دهنده‌ی تحت تأثیر قرار گرفتن سیاست سرمایه‌گذاری است. برای مثال، بعد از کنترل فرصت‌های سرمایه‌گذاری، فازاری و همکاران (۱۹۸۸) چنین مشاهده کرده که حساسیت‌های هزینه‌های سرمایه نسبت به وجود جریان‌های پول نقد در مدل تقاضا سرمایه‌گذاری تابع صعودی یکنواختی از محدودیت‌های مالی هستند، یافته‌ی که همسو با فرضیه‌ی سرمایه‌گذاری بیش از کم کسانی همچون میرز و مجلوف (۱۹۸۴) است. به‌هرحال، در مقایسه‌ی کامل با فازاری و همکاران (۱۹۸۸) کسانی همچون کاپلان و زینگالس (۱۹۹۷) نشان داده که حساسیت‌های جریان پول نقد - سرمایه‌گذاری شرکت‌های بدون محدودیت مالی در حقیقت نسبت به حساسیت‌های شرکت‌های با محدودیت مالی بالاتر است. به همین نحو، استفاده از نمونه‌ی شرکت‌های استرالیایی لیست شده، کسانی همچون چانگ و همکاران (۲۰۰۷) نشان داده که در حقیقت محدودیت‌های مالی، حساسیت سرمایه‌گذاری‌ها نسبت به جریان‌های پول نقد را کاهش داده درحالی‌که میلز و همکاران (۱۹۹۵) نوعی نتیجه کاملاً متناقضی را نشان دادند.

مطالعات قبلی در خصوص بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری‌ها نسبت به جریان‌های پول نقد عموماً با فرض رفتار مدیریتی است که مطابق با سناریوی ارزش نمایندگی صفر است. به‌هرحال، در شرکت‌هایی با تجارت سهامی عام، سوء انگیزه‌های سهام‌داران خارجی و مدیران وجود داشته و

-
- 1 Fazzari et al
 - 2 Myers and Majlufs
 - 3 Kaplan & zingale
 - 4 change et al
 - 5 Mills et al

همراه با عواقبی است که ممکن است مدیران در سیستم‌های سرمایه‌گذاری آن را آزاد گذاشته که این نوع رفتار منطبق با تمایلات شخصی بدون توجه به رفاه سهام‌داران است. برای مثال یسنن^۱ (۱۹۸۶) چنین استدلال کرده که عدم تطبیق منافع سهام‌داران و مدیران منجر به مشکل سرمایه‌گذاری بیش‌ازاندازه شده که نوعی توضیح جایگزین احتمالی برای همبستگی بارز بین هزینه‌ی سرمایه و جریان‌های پول نقد داخلی است

در این تحقیق ما روی انگیزه‌های مدیریتی ایجاد شده توسط تبصره‌های منشوری نهاده‌ی افزایش ثبات متمرکز بوده و نقش به‌سزای آنها در تشریح تغییرمقطعی در حساسیت‌های جریان پول نقد- سرمایه‌گذاری را بررسی می‌کنیم. ما امیدواریم که ثبات، حساسیت جریان پول نقد را به سه روش تحت تأثیر قرار دهد. اول اینکه، همانطور که کاپلان و زینگالس (۱۹۹۷) و هاینز و ثالر^۲ (۱۹۹۵) پیشنهاد کرده، حساسیت‌های جریان پول نقد بالاتر شرکت‌های بدون محدودیت مالی نتیجه‌ی انزجار ریسک مدیریتی مضاعف است که منجر به این شده تا مدیران تنها در زمانی سرمایه‌گذاری کرده که پول نقد داخلی به اندازه‌ی کافی در دسترس آنها باشد. دوم اینکه مدیرانی که ثبات کافی ندارند، مستعد کاهش حتی پروژه‌های مثبت ارزش موجود خالص به منظور حفاظت نقدینگی در برابر عملکرد ضعیف به جای انتقال ریسک خواهند بود. از این‌رو، مدیران باخطر بالاتر انتقال و جابه‌جایی تنها زمانی سرمایه‌گذاری خواهند کرد که ذخایر نقدینگی کافی را جمع‌آوری کرده که منجر به حساسیت بالاتر سرمایه‌گذاری‌ها نسبت به وجود وجوه داخلی می‌شود. سرانجام، احتمال سرمایه‌گذاری کمتر سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه‌ی خارجی در شرکت‌هایی با ثبات مدیریتی وجود داشته که مشخص‌کننده‌ی ریسک بیشتر سوء اختصاص وجوه و از این‌رو حساسیت بالاتر است. هارفورد و همکاران^۳، وی و ژانگ (۲۰۰۸) شواهدی مبنی بر حساسیت بالاتر در شرکت‌هایی با ثبات مدیریتی ارائه داده‌اند.

با توجه به نکات فوق، می‌توان انتظار داشت که هرگونه تغییری در اجزاء ساختار حاکمیت شرکت‌ها به تغییر مسیر حرکت راهبردی و عملکرد آن‌ها و نیز افزایش یا کاهش این هزینه‌های نمایندگی بیانجامد. در سال‌های اخیر حضور سرمایه‌گذاران مختلف در جمع سهام‌داران شرکت‌های سهامی عام از رشد چشمگیری برخوردار بوده است. کمیت و کیفیت حضور این سرمایه‌گذاران در جمع مالکین شرکت‌های صنعتی به لحاظ تأثیری که بر ساختار مالکیت و نیز نحوه حاکمیت بر سازمان

1 Jenson

2 Hines and Thaler

3 Harford et al

برجای می‌گذارد درخور توجه است زیرا حاکمیت ضعیف در شرکت‌ها نه تنها باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی نمی‌شود بلکه با افزایش هزینه جذب سرمایه قدرت رقابت شرکت‌ها را نیز کاهش می‌دهد. بدین سبب این اثر سهم مالکانه این سرمایه‌گذاران در شرکت‌های صنعتی نکته‌ای درخور دقت است. با توجه به مطالب ذکر شده سوال اصلی تحقیق به صورت زیر می‌باشد: آیا حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف، بزرگ‌تر از شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی می‌باشد؟

اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

ساختار مالکیت، موضوع بسیاری از مباحث مطروحه در دنیای تجارت و در بازارهای مالی در طی ده سال گذشته بوده است، تا اینکه گسترش ساز و کارهای حاکمیت شرکتی به‌عنوان یک اولویت در امر ایجاد رویه‌های حاکمیت مناسب شرکت‌ها برای سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی مطرح شده است. سرمایه‌گذاران منطقی، قطعاً خواهند پرسید آیا حاکمیت شرکتی خوب منجر به بهبود عملکرد بازارهای سرمایه می‌گردد؟ به عبارتی ساز و کارهای ساختار مالکیت تا چه اندازه، به ایجاد تعادل موثر بین حقوق و مسئولیت‌های بازیگران عرصه شرکت‌ها و مدیریت کمک می‌کند.

اساسی‌ترین مشکل در اجرای ساز و کارهای نظارتی شرکت زمانی اتفاق می‌افتد که سهامداران با فعالیت‌های انجام گرفته توسط مدیران شرکت مخالفت می‌نمایند. به عبارتی سهامداران در مورد این موضوع که شرکت چگونه اداره شود، به توافق جمعی نرسند. آنچه امروزه به‌عنوان بررسی فعالیت‌های پشت پرده شرکت‌ها در محافل علمی و حرفه‌ای مطرح می‌باشد نگاهی نو به ساز و کارهای کنترلی در شرکت‌هاست که در قالب ادبیات حاکمیت شرکتی مطرح شده است.

از سوی دیگر موضوع نگهداشت وجه نقد موسسات به دلیل تأثیرگذاری اش بر ارزش سهام، مورد توجه سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی است. بنابراین با توجه به حساسیت موضوع نگهداشت وجه و با در نظر گرفتن این موضوع که واحدهای اقتصادی در این بخش از دیگر واحدهای صنعتی متفاوت هستند، اهمیت نقش حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد موسسات در خور توجه می‌باشد. بنابراین تحقیق حاضر می‌تواند موجب غنای ادبیات نگهداشت وجه نقد در موسسات شود.

هدف اصلی

هدف اصلی در تحقیق حاضر بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد

فرضیه تحقیق

حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف، بزرگ‌تر از شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی است.

پیشینه تحقیق

۲- روش شناسی تحقیق

این پژوهش از نظر طبقه‌بندی به لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی است و از نظر روش، آزمایشی و از نوع پس‌رویدادی می‌باشد. این نوع پژوهش‌های بیشتر بر مؤثرترین اقدام تأکید دارند و علت‌ها را کمتر مورد توجه قرار می‌دهند. همچنین از نظر طبقه‌بندی پژوهش برحسب روش و نحوه‌ی گردآوری داده‌ها، این پژوهش توصیفی-همبستگی است و از روش‌شناسی مبتنی بر بازار استفاده شده است. پژوهش‌های توصیفی به بررسی شرایط موجود جهت شناخت بیشتر به منظور کمک به فرآیند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار می‌گیرند.

جامعه آماری و شیوه تعیین حجم نمونه

با توجه به تعاریف بیان‌شده، چون شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران از ویژگی‌های مشترکی نظیر سهامی بودن شرکت، گذشت حداقل دو سال از تاریخ بهره‌برداری و تابعیت ایرانی داشتن شرکت برخوردار می‌باشند، بنابراین به‌عنوان جامعه آماری این پژوهش انتخاب شده‌اند. لذا جامعه آماری در این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره چهار ساله ۱۳۹۴-۱۳۹۱ می‌باشد.

نمونه انتخابی این پژوهش شامل شرکت‌هایی می‌شود که دارای شرایط زیر باشند:

۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش یعنی ۱۳۹۴-۱۳۹۱ موجود باشد.

۲) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

۳) در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.

۴) شرکت در دوره مورد بررسی دارای زیان نباشد.

۵) جزو بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بیمه‌ها، شرکت‌های

هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشد.

۶) نماد معاملاتی شرکت فعال و حداقل یک‌بار در سال معامله‌شده باشد.

. بر مبنای شرایط فوق الذکر تعداد شرکت های مورد مطالعه یا حجم جامعه آماری (N) به عنوان جامعه آماری ۲۴۵ شرکت بوده اند جهت تعیین حجم نمونه در این تحقیق به ترتیب زیر عمل شده است:
برآورد واریانس متغیر وابسته: در نمونه تصادفی واریانس نمونه ای از متغیر وابسته تحقیق یا حجم مبادلات به عنوان برآوردی از واریانس اصلی در جامعه آماری طبق فرمول زیر محاسبه شد.

$$s^2 = \left[\frac{\sum (x_i - \bar{x})^2}{n - 1} \right]$$

بر مبنای محاسبات انجام شده واریانس نمونه ای برابر ۸۶۵۲۳۱ به دست آمد. محاسبه حجم نمونه اصلی: برای تعیین حجم نهایی نمونه تصادفی از فرمول زیر با عنایت به مجهول بودن واریانس جامعه و استفاده از واریانس نمونه ای به عنوان برآورد آن، تعیین شده است:

$$n \geq \frac{t^2 \left(\frac{\alpha}{2}, df \right) s^2}{D^2}$$

که در این فرمول n حجم نمونه n تصادفی نهایی، t مقدار تابع توزیع تی استیودنت، S انحراف معیار نمونه ای و مجذور آن واریانس نمونه ای محاسبه شده در بند ب می باشد. α احتمال خطای نوع اول که معمولاً در علوم اجتماعی ۵ درصد تعیین می گردد، df درجه آزادی که در اینجا حجم نمونه تصادفی پابلوت منهای یک است، D خطای نوع دوم یا درصد خطای مجاز در مورد متغیرهای نسبی است که در تحقیقات گذشته بین ۱ تا ۵ درصد واریانس در نمونه برآوردی آزمایشی فرض شده که در اینجا ۲۰۳۳۵ انتخاب شده است. با جای گذاری مقادیر در این فرمول محاسبات حجم نهایی نمونه به صورت زیر درآمده است:

$$n \geq (1.4299 * 1.4299 * 865231) / 20335 = 85.9971115$$

که با گرد کردن آن حجم نمونه تصادفی نهایی ۸۶ محاسبه شده است. با عنایت به محدود شدن حجم نمونه تصادفی در هر گروه و نیاز به استفاده از روش رگرسیون خطی مرکب، داده ها در یک بازه زمانی ۴ ساله در فاصله زمانی بین ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴ مورد مطالعه قرار گرفته اند.

جهت بررسی تأثیر روش‌های تأمین مالی بر عملکرد از روش الگوی رگرسیونی Panel Data استفاده می‌شود. از این روش به دلیل محدود بودن داده‌ها برای ۴ سال استفاده خواهد شد.

روش اندازه‌گیری متغیرها

متغیر مستقل

در این تحقیق از توانایی حاکمیت شرکتی (G Index) به عنوان متغیر مستقل مورد استفاده قرار گرفته است. برای اندازه‌گیری این متغیر از یک شاخص ترکیبی استفاده گردیده که متشکل از شش عامل زیر است.

۱. نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره:

این عامل نشان‌دهنده نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره می‌باشد. مدیر غیرموظف؛ عضو پاره‌وقت هیأت مدیره است که فاقد مسوولیت اجرایی در شرکت می‌باشد. به منظور اندازه‌گیری این عامل، ابتدا تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره از صورتجلسات مجمع عمومی برای کلیه شرکت‌های مورد بررسی جمع‌آوری و سپس به کل تعداد اعضای هیأت مدیره تقسیم شده تا درصد اعضای غیرموظف محاسبه می‌شود. سپس میانگین کل این متغیر برای یک دوره چهار ساله (۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴) محاسبه گردید. برای شرکت‌هایی که دارای درصد اعضای غیرموظف بالاتری نسبت به میانگین بودند ارزش یک و برای بقیه ارزش صفر داده شد.

۲. میزان سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی:

این عامل نشان‌دهنده درصد سهام تحت تملک بزرگترین سهامدار شرکت می‌باشد که در اکثر موارد از یادداشت‌های ضمیمه صورت‌های مالی اساسی شرکت‌ها و یا صورتجلسات مجمع عمومی این شاخص بدست آورده شده است. در این تحقیق، به شرکت دارای سه سهامدار نهادی که مجموع درصد سهام آنها بالای ۵۰ درصد باشد ارزش یک و برای مابقی ارزش صفر لحاظ شده است.

۳. مادر (اصلی) بودن شرکت مورد بررسی

این عامل نشان می‌دهد که آیا شرکت مورد بررسی تحت کنترل شرکت دیگری می‌باشد یا خیر. بدین صورت که اگر شرکت مورد بررسی شرکت مادر باشد به آن ارزش یک و در غیر اینصورت ارزش صفر به آن تعلق می‌گیرد.

۴. دولتی یا خصوصی بودن مالکیت شرکت

این عامل بیانگر این است که آیا سهامدار دارای کنترل (سهامدار عمده) دولت، نهادها و شرکت‌های دولتی و شبه دولتی می‌باشند یا خیر. بدین صورت که اگر شرکت مورد بررسی، خصوصی باشد به آن ارزش یک و اگر دولتی باشد به آن ارزش صفر داده می‌شود.

۵. درصد سهام شناور آزاد

منظور از سهام شناور آزاد مقدار سهمی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد، یعنی در مالکیت دارندگانی است که آماده‌اند در صورت اخذ قیمت مناسب، آن را برای فروش عرضه نمایند. در این تحقیق، برای شرکت‌هایی که میزان سهام شناور آنها کوچکتر از میانگین کل نمونه در یک دوره چهار ساله بوده اند ارزش یک و برای بقیه ارزش صفر در نظر گرفته شده است.

۶. نوع حسابرس

این شاخص نشان‌دهنده آن است که صورت‌های مالی اساسی شرکت توسط کدام گروه از حسابرسان مورد حسابرسی و بررسی قرار گرفته شده است. در صورتی که مرجع حسابرسی شرکت، سازمان حسابرسی باشد به آن ارزش یک و اگر توسط مؤسسات حسابرسی مورد رسیدگی قرار گرفته باشد ارزش صفر تعلق می‌گیرد.

پس از مشخص شدن شش عامل و تعریف عملیاتی آنها، توانایی حاکمیت شرکتی بشرح ذیل محاسبه گردید:

$$G.INDEX = \frac{\sum_{j=1}^m d_j}{\sum_{j=1}^n H_j}$$

در این رابطه $\sum d_j$ بیانگر کلیه اقلامی است که امتیاز یک گرفته اند و $\sum H_j$ بیانگر کلیه اقلامی است که ارزش‌های صفر یا یک در مورد آنها لحاظ شده است. به این ترتیب در مورد هر شرکت شاخص توانایی حاکمیت شرکتی اندازه‌گیری شده، در دامنه صفر تا یک قرار می‌گیرد. بنابراین اگر مقدار این شاخص بالاتر از ۰/۵ باشد حاکمیت شرکتی قوی و در غیر اینصورت حاکمیت شرکتی ضعیف تلقی می‌شود.

متغیر وابسته

در این تحقیق از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی به‌عنوان متغیر وابسته مورد استفاده قرار گرفته است. مدل سرمایه‌گذاری به‌صورت زیر تعریف شده است:

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFLOW_{it} + \beta_2 Q_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل i بیانگر شرکت و t بیانگر سال است.

INV : بیانگر سرمایه‌گذاری است و با استفاده از نسبت مخارج سرمایه‌ای در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره اندازه‌گیری می‌شود.

$CFLOW$: بیانگر جریان نقدی است و با استفاده از خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره اندازه‌گیری می‌شود.

Q : بیانگر فرصت‌های رشد است و برابر با ارزش دفتری کل بدهی‌ها به علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها است.

جدول ۱. اندازه‌گیری متغیرها

ردیف	متغیر	نماد	اندازه‌گیری
۱	توانایی حاکمیت شرکتی	G Index	<p>برای اندازه‌گیری این متغیر از یک شاخص ترکیبی استفاده گردیده که متشکل از شش عامل زیر است:</p> <p>۱. نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره:</p> <p>این عامل نشان‌دهنده نسبت اعضای غیر مؤلف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره می‌باشد.</p> <p>۲. میزان سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی:</p> <p>در این تحقیق، به شرکت دارای سه سهامدار نهادی که مجموع درصد سهام آنها بالای ۵۰ درصد باشد ارزش یک و برای مابقی ارزش صفر لحاظ شده است.</p> <p>۳. مادر(اصلی) بودن شرکت مورد بررسی</p> <p>اگر شرکت مورد بررسی شرکت مادر باشد به آن ارزش یک و در غیر اینصورت ارزش صفر به آن تعلق می‌گیرد.</p> <p>۴. دولتی یا خصوصی بودن مالکیت شرکت</p> <p>اگر شرکت مورد بررسی، خصوصی باشد به آن ارزش یک و اگر دولتی باشد به آن ارزش صفر داده می‌شود.</p> <p>۵. درصد سهام شناور آزاد</p> <p>منظور از سهام شناور آزاد مقدار سهمی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد، یعنی در مالکیت دارندگانی است که آماده‌اند در صورت اخذ قیمت مناسب، آن را برای فروش عرضه نمایند.</p> <p>۶. نوع حسابرس</p> <p>این شاخص نشان‌دهنده آن است که صورت‌های مالی اساسی شرکت توسط کدام گروه از حساب‌رسان مورد حسابرسی و بررسی قرار گرفته شده است.</p>
۲	حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی	INV	<p>نسبت مخارج سرمایه‌ای در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره اندازه‌گیری می‌شود.</p>

روش آماری آزمون فرضیه‌ها

جهت بررسی فرضیه‌های پژوهش، برحسب مورد با توجه به مقدار دوربین واتسون مدل، از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی و یا از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده می‌شود و از آزمون‌های F لیمر و هاسمن برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. همچنین از آزمون t برای تعیین معنی‌دار بودن رابطه تک‌تک متغیرهای مستقل با متغیر وابسته و از آزمون F برای آزمون معنی‌دار بودن رابطه کلی معادلات رگرسیونی استفاده شده است. همچنین جهت تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون داده‌های ترکیبی (پنل دیتا) از طریق نرم افزار $eviews9$ استفاده خواهد شد.

۳- فرضیه پژوهشی

در این پژوهش ۸۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در این دوره زمانی ۴ ساله فعالیت داشته‌اند، مورد مطالعه قرار گرفتند
شاخصه‌های توصیفی (کمینه، بیشینه، میانگین و انحراف معیار) مربوط به متغیرهای تحقیق شامل سرمایه‌گذاری (INV)، جریان نقدی (CFLOW)، فرصت‌های رشد (Q توبین) به تفکیک توانایی حاکمیت شرکتی (G index) در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۲. شاخصه‌های توصیفی متغیرهای پژوهش بر حسب توانایی حاکمیت شرکتی

متغیر	مشاهدات	کمینه	بیشینه	میانگین	انحراف معیار
INV	حاکمیت شرکتی ضعیف	۱۳۶	۰/۰۰۸	۶/۵۴۲	۰/۹۶۷
	حاکمیت شرکتی قوی	۲۰۸	۰/۰۰۳	۴/۷۶۵	۰/۷۶۴
	کل	۳۴۴	۰/۰۰۳	۶/۵۴۲	۰/۸۴۴
CFLOW	حاکمیت شرکتی ضعیف	۱۳۶	۰/۰۳۲	۱۳/۴۵۲	۱/۴۲۹
	حاکمیت شرکتی قوی	۲۰۸	۰/۰۰۹	۱۱/۳۵۳	۰/۸۷۷
	کل	۳۴۴	۰/۰۰۹	۱۳/۴۵۲	۱/۰۹۵
Q	حاکمیت شرکتی ضعیف	۱۳۶	۰/۹۸۷	۱۰/۴۹۳	۲/۷۵۱
	حاکمیت شرکتی قوی	۲۰۸	۰/۶۴۳	۶/۷۸۲	۲/۰۵۵
	کل	۳۴۴	۰/۶۴۳	۱۰/۴۹۳	۲/۳۳۰

در جدول ۲ تعداد مشاهدات مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه ۳۴۴ (۸۶ شرکت در ۴ سال) می‌باشد. همچنین مشاهده می‌شود که میانگین و انحراف معیار متغیر سرمایه‌گذاری (INV) در دو گروه (حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی) به ترتیب برابر با $۰/۹۶۷ \pm ۱/۳۱۳$ و $۰/۷۶۴ \pm ۱/۰۷۰$ می‌باشد. میانگین و انحراف معیار متغیر جریان نقدی (CFLOW) در دو گروه (حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی) به ترتیب برابر با $۱/۴۲۹ \pm ۲/۵۷۴$ و $۰/۸۷۷ \pm ۱/۸۳۰$ می‌باشد. میانگین و انحراف معیار متغیر فرصت‌های رشد (Q) در دو گروه (حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی) به ترتیب برابر با $۲/۷۵۱ \pm ۱/۵۰۷$ و $۲/۰۵۵ \pm ۰/۹۲۴$ می‌باشد.

تحلیل داده‌ها

در این مطالعه قصد داریم که با استفاده از روش داده‌های ترکیبی (پنل دیتا) به برآورد مدل زیر به تفکیک شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی می‌پردازیم.

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFLOW_{it} + \beta_2 Q_{it} + \varepsilon_{it}$$

که i تعداد شرکت‌ها و t بیانگر دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴ می‌باشد. قبل از تخمین (برآورد) مدل فوق به بررسی پیش‌فرض‌های زیر پرداخته می‌شود.

آزمون پیش‌فرض‌ها

قبل از بررسی فرضیه موردنظر پژوهش ابتدا به تحلیل پیش‌فرض‌ها (مفروضات کلاسیک) می‌پردازیم.

آزمون نرمال بودن توزیع داده‌ها

برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای اصلی تحقیق از آزمون کلموگروف اسمیرنوف استفاده شده است. نتایج آزمون در جدول زیر آمده است.

جدول ۳. آزمون تعیین نرمال بودن متغیرهای اصلی تحقیق

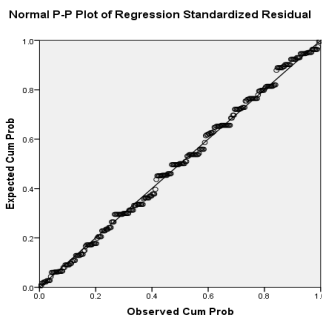
مقدار p*	آماره کلموگروف-اسمیرنوف	متغیر
۰/۰۹۲	۱/۰۴۳	INV
۰/۲۴۶	۰/۹۸۷	CFLOW
۰/۰۷۳	۱/۲۹۳	Q

(significance) p-value*

قبل از اینکه نتایج جدول ۳ تفسیر شود، ذکر این نکته ضروری است که اگر مقدار pی متغیرها بیشتر از سطح معناداری ۰/۰۵ باشد نتیجه می‌شود که توزیع آن متغیر نرمال است. بنابراین با توجه به این نکته، نتایج خروجی جدول ۳-۴ نشان می‌دهد که مقدار pی مربوط به آزمون کلموگروف اسمیرنوف در نمرات تمام متغیرها بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین نتیجه می‌شود که توزیع تمام متغیرها نرمال است.

آزمون نرمال بودن باقیمانده‌ها

به منظور بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها از نمودار P-P Plot استفاده می‌شود.



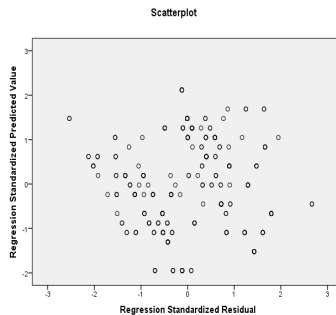
شکل ۱. نمودار P-P Plot جهت آزمون نرمال بودن باقیمانده‌ها

در شکل ۱ چون مختصات نقاط مشاهده شده در حول و حوش خط نرمال قرار گرفته‌اند پس می‌توان گفت که باقیمانده‌ها از توزیع نرمال پیروی می‌کنند.

آزمون استقلال (عدم خودهمبستگی) باقیمانده ها

برای انجام این پیش فرض از آزمون دوربین واتسون استفاده می شود. اگر مقدار آماره دوربین واتسون در بازه $1/5$ تا $2/5$ قرار داشته باشد نشان از عدم خودهمبستگی باقیمانده ها می باشد که در قسمت تحلیل یافته ها به آن اشاره خواهد شد.

آزمون همگنی واریانس باقیمانده ها



شکل ۲. نمودار پراکنش مقادیر باقیمانده ها در مقابل مقادیر پیش بینی شده در شکل ۲ با توجه به اینکه نقاط به دست آمده دارای روند خاصی نمی باشند و به طور کاملاً تصادفی در محور مختصات پخش شده باشند لذا حاکی از ثابت (همسان) بودن واریانس باقیمانده ها می باشد.

۴- تحلیل یافته ها

آزمون مانایی (پایایی) متغیرها
 آزمون ریشه واحد، یکی از معمول ترین آزمون هایی است که برای تشخیص مانایی متغیرها مورد استفاده قرار می گیرد که برای این منظور از روش لوین، لین و چاو (LLC) استفاده شده است. در این آزمون، فرض صفر مبنی بر وجود ریشه واحد (نامانا بودن) و فرض مقابل پایا بودن حداقل یک عضو پانل می باشد.

فرض صفر: ریشه واحد وجود دارد و متغیر مورد نظر نامانا است.

فرض مقابل: ریشه واحد وجود ندارد و متغیر مورد نظر مانا است.

جدول ۴. نتایج آزمون مانایی برای متغیرهای مدل به تفکیک توانایی حاکمیت شرکتی

متغیر	آماره لوین، لین و چاو	مقدار *p
INV	حاکمیت شرکتی	۰/۰۰۰
	ضعیف	۰/۰۰۰
CFLOW	حاکمیت شرکتی قوی	-۲۳/۲۵۰
	ضعیف	-۱۶/۵۰۴
Q	حاکمیت شرکتی	۰/۰۰۰
	ضعیف	۰/۰۰۰
	حاکمیت شرکتی قوی	-۲۹/۱۳۱
	ضعیف	-۲۳/۳۴۱
	حاکمیت شرکتی	۰/۰۰۰
	ضعیف	۰/۰۰۰
	حاکمیت شرکتی قوی	-۱۲/۲۸۳
	ضعیف	-۱۷/۵۷۸

* p-value (prob.)

قبل از تفسیر نتایج جدول ۴ ذکر این نکته قابل توجه است که در آزمون ریشه واحد، فرض صفر بیانگر نامانایی متغیرها است. در این صورت چنانچه مقدار p کمتر از سطح معناداری ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد خواهد شد و نشان از مانا بودن متغیرها می‌باشد. به این ترتیب نتایج حاصل از آزمون مانایی برای داده‌های ترکیبی (پانل) در جدول ۴-۴ نشان از مانا بودن تمام متغیرهای مورد مطالعه در هر دو گروه شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی می‌باشد.

آزمون تشخیص مدل (آزمون چاو)

فرض صفر: روش داده‌های تلفیقی (Pooling) مناسب است.

فرض مقابل: روش داده‌های تابلویی (Panel) مناسب است.

جدول ۵- نتایج آزمون چاو برای مدل پژوهش به تفکیک توانایی حاکمیت شرکتی

مقدار p	درجه آزادی	آماره F لیمر	گروه
۰/۰۰۰۱	(۱۰۰،۳۳)	۲/۶۲۶	حاکمیت شرکتی ضعیف
۰/۰۰۰۰	(۱۵۴،۵۱)	۴/۱۹۳	حاکمیت شرکتی قوی

همان‌گونه که در جدول ۵ مشاهده می‌شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت‌ها در دو گروه حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی در مورد مدل تحقیق رد می‌شود ($p < 0/05$). این بدان معنی است که نمی‌توان مدل موردنظر تحقیق را با روی هم ریختن داده‌های مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده‌های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل پژوهش با استفاده از داده‌های پانل برای هر دو گروه شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی در بورس اوراق بهادار تهران مشخص می‌شود.

آزمون تشخیص نوع مدل (آزمون هاسمن)

فرض صفر: مدل اثرات تصادفی مناسب می‌باشد.

فرض مقابل: مدل اثرات ثابت مناسب می‌باشد.

جدول ۶- نتایج آزمون هاسمن برای مدل پژوهش به تفکیک توانایی حاکمیت شرکتی

مقدار p	درجه آزادی	آماره هاسمن	گروه
۰/۳۶۳	۲	۲/۰۲۳	حاکمیت شرکتی ضعیف
۰/۱۵۷	۲	۳/۳۴۱	حاکمیت شرکتی قوی

همان‌گونه که در جدول ۶- مشاهده می‌شود فرض صفر کاراتر بودن مدل اثرات تصادفی برای شرکت‌های مورد مطالعه در دو گروه حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی رد نمی‌شود ($p > 0/05$). به عبارتی نتایج بیانگر تایید اثرات تصادفی در برابر اثرات ثابت است. بنابراین مدل تحقیق برای هر دو گروه شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی در بورس اوراق بهادار تهران باید به صورت اثرات تصادفی تخمین زده شود.

برآورد مدل (آزمون فرضیه)

پس از انجام آزمون‌های F لیمر و هاسمن و انتخاب مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل، در این قسمت به بررسی فرضیه موردنظر پرداخته می‌شود.

فرضیه پژوهش

حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف، بزرگ‌تر از شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی است.

جدول ۷. نتایج برآورد مدل تحقیق به روش اثرات تصادفی به تفکیک توانایی حاکمیت شرکتی

آماره دوربین- واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F p- (value)	ضریب Q p- (value)	ضریب CFLOW (p-value)	گروه
۱/۹۲۳	۰/۴۲۴	۱۵۵/۰۳۶ (۰/۰۰۰)	۰/۱۷۲ (۰/۰۲۹)	۰/۱۲۹ (۰/۰۳۷)	حاکمیت شرکتی ضعیف
۲/۰۳۷	۰/۲۵۶	۸۹/۰۵۳ (۰/۰۰۰)	۰/۰۹۳ (۰/۰۸۲)	۰/۰۶۲ (۰/۱۴۳)	حاکمیت شرکتی قوی

نتایج جدول ۷ نشان می‌دهد که ضریب متغیر CFLOW در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف ۰/۱۲۹ بوده که در سطح خطای ۰/۰۵ معنادار است ($p < ۰/۰۵$) در حالی که در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی مقدار ضریب ۰/۰۶۲ بوده که در سطح خطای ۰/۰۵ معنادار نیست ($p > ۰/۰۵$). بنابراین فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی بالاتری نسبت به شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی برخوردارند، تایید می‌شود.

هم‌چنین با توجه به مقادیر آماره دوربین واتسون که بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که در هر دو گروه حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی بین متغیرها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

هدف این مطالعه بررسی حاکمیت شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. بدین منظور پس از جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل این داده‌ها مشخص شد که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف، بزرگ‌تر از شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی است. این نتیجه با پژوهش بهابرا، کاور و سئونگیپیل (۲۰۱۶)، امینی فر و نونهال فر (۱۳۹۴)، افسرده و نیازی (۱۳۹۴)، محمدی بهر آسمان و همکاران (۱۳۹۲) و آزاد (۱۳۹۳) همسو است. در تبیین این یافته می‌توان گفت میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌تواند ناشی از عوامل متعددی باشد. یکی از این عوامل جریان وجوه نقد شرکت و در واقع میزان منابع مالی در اختیار برای تأمین مالی پروژه‌های جدید است. اینکه تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید در شرکت از چه طریقی انجام شود؛ متأثر از تصمیمات مدیریت است، ولی به‌طور کلی به نظر می‌رسد که هر چه جریان‌های وجوه نقدی شرکت بالاتر باشد، میزان سرمایه‌گذاری-هایش افزایش یابد. بنابراین می‌توان اینگونه برداشت نمود که دسترسی شرکت به منابع مالی، عامل مهمی در میزان سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. زمانی که نوسانات نسبتاً شدیدی در جریان‌های نقدی وجود می‌آید؛ مدیران واحدهای انتفاعی، ناگزیر از تعدیل سرمایه‌گذاری‌هایشان هستند (آلمیدا و همکاران، ۲۰۰۷).

اهمیت جریان‌های نقدی زمانی بیشتر می‌شود که شرکت‌ها با محدودیت‌های تأمین مالی و دسترسی به منابع مواجه هستند و ناگزیر به اتکا بر منابع مالی داخلی هستند. زمانی که یک نوسان منفی در جریان نقدی به وجود می‌آید؛ شرکت مقداری از منابع مالی خود را از دست می‌دهد و تغییراتی در رفتار سرمایه‌گذاری مدیران بوجود می‌آید. این پدیده در ادبیات مالی به حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان وجوه نقد شناخته می‌شود. آنچه که باید مدنظر قرار گیرد این است که توضیح این شرایط در شرکت‌های سهامی می‌تواند براساس تئوری نمایندگی و هزینه‌های تحمیل شده به مالکان این شرکت‌ها که عمدتاً ناشی از انگیزه‌های منفعت جوینه مدیران است؛ صورت گیرد. شواهد تجربی زیادی وجود

1 Bhabra, Kaur, Seoungpil

2 Almida

دارد مبنی بر اینکه سطح نقدینگی شرکت‌ها و دسترسی آنها به منابع مالی در تعیین سیاست‌های سرمایه‌گذاری آنها نقش تعیین کننده‌ای دارد. همچنین این شواهد، حساسیت سرمایه‌گذاری به تغییرات جریان نقدی را ناشی از تفاوت در هزینه‌های تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت می‌دانند (برای مثال، هوبارد^۱، ۱۹۹۸ و میر و مجلوف^۲، ۱۹۸۴).

برخی دیگر از تحقیقات، پیشنهاد می‌کنند که تغییرات جریان نقدی، تعیین کننده مهمی برای سیاست‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی است که با حاکمیت شرکتی ضعیف و مشکلات نمایندگی مواجه هستند. برای مثال، لائو (۲۰۰۳) نشان داد که یک محیط قانونی می‌تواند حساسیت سرمایه‌گذاری به تغییرات جریان نقدی شرکت‌ها را کاهش دهد. لینز و همکاران (۲۰۰۵) دریافتند که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی برای شرکت‌های فعال در محیط قانونی ضعیف، کاهش می‌یابد. شواهد تجربی پیشین، تعارضات نمایندگی، تمرکز مالکیت و ویژگی‌های هیات مدیره را عوامل موثر در تصمیمات مالی مدیران دانسته‌اند. در ادبیات مسائل نمایندگی ذکر شده است که تعارض اصلی بین سهامداران اقلیت و سهامداران عمده می‌باشد. اگر سرمایه‌گذاران اقلیت برآورد کنند که سهامداران عمده، منابع مالی شرکت را بدون مکانیسم‌های نظارتی و پیشگیرانه، در جهت منافع خود بکار می‌گیرند؛ هزینه تأمین مالی شرکت افزایش یافته و اتکای مدیران به وجوه نقد داخلی در جهت تأمین منابع مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر می‌شود و در نتیجه، حساسیت سرمایه‌گذاری به تغییرات جریان نقدی شدت می‌یابد (افسرده و نیازی، ۱۳۹۴).

در مجموع، استدلال می‌شود که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، می‌تواند توانایی کنترل سهامداران عمده در هدایت تصمیمات مالی مدیران را کاهش داده و به حفظ منافع سهامداران اقلیت کمک کند. برای مثال، در یک شرکت دارای هیأت مدیره مستقل‌تر، تصمیمات مالی مدیر، کمتر تحت تأثیر نفوذ سهامداران عمده قرار گرفته و این سهامداران کنترل کمتری بر منابع مالی شرکت خواهند داشت. در نتیجه سرمایه‌گذاران اقلیت چنین شرکت‌هایی را محل مناسبی برای سرمایه‌گذاری ارزیابی می‌کنند و هزینه‌های تأمین مالی در این شرکت‌ها کاهش می‌یابد. بر این اساس به نظر می‌رسد که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به تغییرات جریان نقدی تأثیرگذار باشد. پیشنهادهای کاربردی

با توجه به اهمیت موضوع پژوهش و همچنین نتایج حاصل از پژوهش توصیه می‌شود که:

پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان صورتهای مالی هنگام تجزیه و تحلیل، انجام پیش‌بینی‌ها و بررسی قابلیت اتکای گزارشگری شرکت‌ها به حاکمیت شرکتی توجه داشته باشند و سازمان بورس اوراق بهادار هنگام قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها حاکمیت شرکتی آن شرکت را لحاظ نمایند.

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود، از مدیران غیرموظف متخصص و مسئول و یا مدیران موظف در هیئت مدیره استفاده نمایند. این شرکت‌ها باید توجه داشته باشند که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی مسئله مهمی است که با هدایت و راهبری هرچه باکیفیت‌تر، البته با توجه جدی به وضعیت بومی کشور، می‌توان مانع بروز چنین مشکلی شد.

پیشنهاد‌های جهت تحقیقات آتی

در این بخش پیشنهادهایی برای ارائه نتایجی کامل‌تر در زمینه رابطه موضوع پژوهش ارائه می‌شود که عبارت‌اند از:

بررسی رابطه بین اندازه شرکت‌ها با حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری.

منابع

- ۱- افسرده، مجتبی؛ نیازی، رحیم (۱۳۹۴). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ماهنامه پژوهش‌های مدیریت و حسابداری، ۱۴: ۱۲۳-۱۴۸.
- ۲- آل داوود، سیده فاطمه؛ رئیس زاده، محمدرضا؛ گیلانی پور، جواد. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین ساختار سرمایه، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. کنفرانس ملی رویکردهای نوین در علوم مدیریت، اقتصاد و حسابداری
- ۳- بهشور، اسحاق (۱۳۹۳). اویرایش شده مدیریت سود واقعی، حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد. دانشگاه رازی، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، پایان نامه کارشناسی ارشد.
- ۴- بولو، قاسم؛ حسنی، محمد؛ فراهانی، احسان (۱۳۹۵). بررسی رابطه میان سودآوری، اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی. نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۵.
- ۵- تاری وردی، یداله و داغانی، رضا (۱۳۸۹). بررسی روش‌های سود باقیمانده، جریان نقد تنزیل شده و تعدیل شونده در تعیین ارزش منصفانه شرکت در بازار سرمایه، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۷ (۵۹): ۱۷-۳۰.

- ۶- حساس یگانه، یحیی؛ شهریاری، علیرضا (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲ (۴): ۷۷-۹۴.
- ۷- حساس یگانه، یحیی؛ شعری، صابر؛ و سید حسین خسرو نژاد. (۱۳۸۷). رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی‌ها و اندازه شرکت با مدیریت سود. مطالعات حسابداری، ۲۴: ۷۹-۱۱۵.
- ۸- خدابخشی، علی (۱۳۸۵). رابطه بین نظام راهبری و ارزش بازار شرکت در ایران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی اراک، دانشکده مدیریت.
- ۹- دارابی، رویا؛ حمیدرضا وکیلی فرد؛ مسعود مشکین (۱۳۹۲). رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و سود عملیاتی با بازده سهام شرکت‌ها و تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر این روابط. حسابداری مدیریت، ۶ (۱): ۱۲-۱۴.
- ۱۰- رسائیان، امیر؛ رحیمی، فروغ؛ حنجری، سارا (۱۳۸۹). تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری، شماره ۴ (۶): ۱۲۵-۱۴۴.
- ۱۱- رضانی، حسین (۱۳۹۰). تأثیر مالکیت نهادی در تعیین سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانشگاه پیام نور استان مازندران، دانشکده علوم انسانی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- ۱۲- زنجیردار، م. و مجید زمانی (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکت و مدیریت سود در بازار سرمایه ایران، نشریه مهندسی مالی، ۳: ۱۶-۱.
- ۱۳- فتحی، سعید؛ رحیم پور، محبوبه (۱۳۹۴). بررسی تأثیر سازوکارهای کنترلی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، ۳ (۲): ۵۷-۷۵.
- ۱۴- کاظم نژاد، م (۱۳۹۴). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز.
- ۱۵- کلامی، سید امین؛ مجید رضا پور علی و عبدالصمد خلعتبری، ۱۳۹۲، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر مدیریت نگهداری وجه نقد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه‌ای مدیران و حسابداران گلستان.
- ۱۶- معین‌الدین، محمود؛ سعیدآردکانی، سعید؛ فاضل یزدی، علی؛ زین‌الدینی میمند، لیلی (۱۳۹۳). بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با رویکرد

مدلسازی معادلات ساختاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه گذاری، ۳ (۹): ۱۰۱-۱۳۲.

۱۷-ملاحسینی، علی و قربان نژاد اسطلکی، ک. (۱۳۸۷). بررسی رابطه میزان سهام شناور آزاد با نرخ بازده سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۵ (۵۱): ۶۹-۸۶.

۱۸-Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S., (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Financial*. No 59, 1777.

۱۹-Al-Najjara, B., Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, 39 (2017): 1-12.

۲۰-Bhabra G. S., Kaur P., Seoungpil A. (2016). Corporate governance and the sensitivity of investments to cash flows. *Accounting and Finance*.

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

۲۲-Chang, X., T. J. Tan, W. Wong, and H. Zhang, 2007, Effects of financial constraints on corporate policies in Australia, *Accounting and Finance* 47, 85-108.

۲۳-Fazzari, S. M., and B. C. Petersen, 1993, Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints, *The Rand Journal of Economics* 24, 328-342

۲۴-Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. and Petersen, B. C., (1988). Financing constraints and corporate investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 141-95.

۲۵-Hadlock, C. J., 1998, Ownership, liquidity and investment, *The Rand Journal of Economics* 29, 487-508.

۲۶-Harford, J., S. Mansi, and W. Maxwell, (2008), Corporate governance and firm cash holdings in the US, *Journal of Financial Economics* 87, 535-555.

۲۷-Huang, W., F. Jiang, Z. Liu, and M. Zhang, 2011, Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity – Evidence from listed companies in China, *Pacific-Basin Finance Journal* 19, 261-277.

- ۲۸-Hubbard, R. (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225.
- ۲۹-Jensen , M. C. (1986), Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance And Takeovers, *American Economic Review* ,76(2),May: 323-329
- ۳۰-Kaplan, S., and L. Zingales, (1997), Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?, *Quarterly Journal of Economics* 112, 169–215.
- ۳۱-Kaplan, S., and L. Zingales, (2000), Investment–cash flow sensitivities are not valid measures of financing constraints, *Quarterly Journal of Economics* 115, 707–712.
- ۳۲-Kowalewski, O. (2007). Talavera, Oleksandr. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland, Warsaw School of Economics
- ۳۳-Mills, K., S. M. Morling, and W. Tease, (1995), The influence of financial factors on corporate investment, *Australian Economic Review* 110, 60–64.
- ۳۴-Myers, S. C., and N. S. Majluf, (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187–221.
- ۳۵-Myers, S. C., Rajan, R., (1998). The paradox of liquidity. *Quarterly Journal of Economics* 5, 733–771.
- ۳۶-Sawicki, J. (2006). Corporate Governance and Dividend Policy in Southeast Asia Pre- and Post-Crisis, Nanyang Technological University
- ۳۷-Silva, A.C., Leal, R. (2013). Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy, Federal University of RiodeJaneiro
- ۳۸-Truong, T., Heaney, R., (2015), Largest shareholder and dividend policy around the world. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47(5): 667–687.
- ۳۹-Wei, K. C., and Y. Zhang, (2008), Ownership structure, cash flow, and capital investment: evidence from East Asian economies before the financial crisis, *Journal of Corporate Finance* 14, 118–132.

