



## تأثیر محدودیت در تامین مالی بر رابطه سرمایه گذاران نهادی و حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری

آزیتا جهانشاد<sup>۱</sup>

داود شعبانی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۶/۱۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۴/۰۵

### چکیده

یکی از فرضیات اصلی تئوری نمایندگی این است که مدیران شرکت «کارگزاران» و سهامداران «کارگمار» تضاد منافع دارند و مدیران لزوماً به نفع سهامداران تصمیم نمی‌گیرند. با توجه به این فرضیه مدیران به دنبال این هستند که با استفاده از نفوذ نمایندگی منافع خود را بیشینه کنند. هدف این پژوهش بررسی تأثیر محدودیت تامین مالی بر رابطه سرمایه گذاران نهادی و حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری است. جامعه آماری، ۱۴۶ شرکت از شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۶-۱۳۹۱ می‌باشد. روش پژوهش از نوع همبستگی و متغیرهای پژوهش با تکنیکهای آماری پولد و آزمون تفاوت مورد آزمون قرار گرفته است یافته‌های آزمون بیانگر آنست که سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری تأثیر منفی و معنادار و سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری در شرکت‌های دارای محدودیت در تامین مالی تأثیر منفی و معنادار و در شرکت‌های فاقد محدودیت در تامین مالی تأثیر معناداری ندارد همچنین حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری در شرکت‌هایی که دارای محدودیت در تامین مالی، بیشتر است نسبت به شرکت‌هایی که دارای محدودیت در تامین مالی نیستند.

**واژه‌های کلیدی:** سرمایه گذاران نهادی، حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری، محدودیت در تامین مالی.

۱- استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات.  
az\_jahanshad@yahoo.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

## ۱- مقدمه

حاکمیت ضعیف شرکت‌هایی نظیر انرون و ورلدکام و سقوط شگفت‌انگیز بازارهای سهام در آغاز قرن حاضر منجر به تجدید نظر در بحث حاکمیت شرکتی شده است. منطق حاکمیت شرکتی عموماً دیدگاه جایگزینی را پیشنهاد می‌دهد، کانون توجه حاکمیت ایجاد ارزش افزوده برای تعداد زیادی از ذینفعان سازمانی است. از طرفی دیگر جریان نقدی یکی از شاخص‌های مهم در ارزیابی واحد اقتصادی می‌باشد که در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزش گذاری اوراق بهادار، روش‌های ارزیابی طرح‌های سرمایه‌ای و... نقش محوری دارد. بر همین اساس با توجه به اهمیت جریان نقدی ممکن است این مهم دستخوش یکسری نفوذهای نمایندگی شود. چگونگی به کار گرفتن وجوه داخلی، تصمیمی مهم در تضاد بین سهامداران و مدیران است. در دوران رشد اقتصادی شرکت، همان‌طور که ذخایر وجه نقد افزایش می‌یابد، مدیران تصمیم می‌گیرند که آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی به کار گرفته شود و یا همچنان نگهداری شود؟ این که مدیران منفعت طلب چگونه بین مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد یکی را انتخاب می‌کنند، موضوعی مبهم است (فخاری و تقوی، ۱۳۸۸).

به‌طور کلی دو تئوری حاکم در بحث وجه نقد، تئوری مبادله‌ای (TOT<sup>۱</sup>) و تئوری سلسله مراتبی (POT<sup>۲</sup>) مطرح است. مطابق با تئوری اول، شرکت‌ها سطح مطلوب نگهداری وجه نقد را بر اساس ایجاد توازن بین منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. سه انگیزه عمده برای نگهداری وجه نقد را می‌توان انگیزه معاملاتی، انگیزه احتیاطی و انگیزه سفته‌بازی عنوان نمود (وانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵).

اما در تئوری دوم به علت عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات علامت دهی مرتبط با تامین مالی خارجی، از یک رویه تامین مالی سلسله‌مراتبی تبعیت می‌شود. و در آن منابع داخلی به منابع خارجی ترجیح داده می‌شود و اگر نیاز به منابع مالی بیشتر برای NPV مثبت باشد بدهی‌ها تسویه شده و اقدام به انباشت دارایی‌های نقدینه می‌شود (جانی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶). به‌طور کلی در پژوهش‌های حسابداری حساسیت جریان نقدی به دو دسته تقسیم می‌شوند که یکی حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری که اشاره به درصد تغییر در مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها در قبال تغییرات در جریان نقدی است (کاشانی پور و نقی‌نژاد، ۱۳۸۸) و دیگری حساسیت جریان نقدی وجه نقد می‌باشد، که اشاره به درصد تغییر در سطوح نگهداری وجه نقد در قبال تغییرات در جریان نقدی است (دیچا و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲). که در این تحقیق منظور از حساسیت جریان نقدی، مورد اول (حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری) می‌باشد. مباحث الیاسیانی و موزومدر<sup>۶</sup> (۲۰۱۰)، که نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی باعث افزایش اشتیاق سرمایه‌گذاران برای مداخله در نظارت شرکت بر پایه‌ی جاری علاوه بر پوشش آنالیزی بنگاه، و بنابر این کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری و مبادله می‌شود.

با توجه به نظریه جریان وجه نقد آزاد که توسط جنسن<sup>۷</sup> (۱۹۸۶) مطرح گردید، وجوه نقد داخلی بیشتر به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این حالت، آنها به موافقت سهامداران نیاز ندارند و برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری‌ها بر حسب اختیار خود آزاد هستند. مدیران مایل به پرداخت وجه

نقد (مثل سود سهام) نبوده، دارای انگیزه برای سرمایه گذاری هستند؛ حتی زمانی که هیچ سرمایه گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت موجود نباشد.

در شرکت های با حفاظت ضعیف سهامداران، مدیران می توانند با مصونیتی نسبی، وجه نقد را انباشته کنند و سود نقدی کمتری تقسیم کنند (ایزدی نیا و رسائیان، ۱۳۸۹). در ادبیات حاکمیت شرکتی، دو نگرش در مورد سرمایه گذاران نهادی وجود دارد. فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع. فرضیه نظارت کارآمد بیان می کند که با سرمایه گذاری بیشتر سهامداران نهادی، نظارت کارآتری بر شرکت اعمال می شود و بسیاری از مشکلات نمایندگی رفع می گردد. در حالی که فرضیه همگرایی منافع بیان می دارد که منافع سرمایه گذاران نهادی عمدتاً با منافع مدیریت همسو است و این مسأله می تواند باعث ترغیب مدیران به اتخاذ تصمیمات غیر بهینه شود (ارسلان و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۰۶). بر همین اساس، سرمایه گذاران نهادی با نظارت کارآمد خود می توانند مانع از حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری شرکت شوند و در صورت عدم نظارت کارآمد باعث افزایش حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری وجه نقد می شوند. بنابراین با توجه به اهمیت سرمایه گذاران نهادی و حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری در شرکت های با محدودیت در تامین مالی این تحقیق به تاثیر محدودیت در تامین مالی بر رابطه سرمایه گذاران نهادی و حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری می پردازد و در بخش های بعدی مقاله، چارچوب نظری و پیشینه تحقیق، متدولوژی پژوهش، آزمون فرضیه ها و نتایج پژوهش بررسی خواهد شد.

## ۲- چارچوب نظری و پیشینه تحقیق

با توجه به بررسی رابطه بین افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی، به عنوان شاخصی از بازتاب سرمایه های پر بازده شرکت و حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری پرداختند. آنها دریافتند که سهامداران نهادی افق سرمایه گذاری را طولانی تر می کند و همچنین بر اساس تحقیقات ارایه شده که نفوذ نمایندگی مدیران بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری تاثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین این تاثیر در شرکت هایی که هزینه تامین مالی بالایی دارند، بیشتر است. در ارتباط با همین موضوع مطالعات تجربی دریافتند که سرمایه گذاران نهادی منجر به انحراف در تصمیمات سرمایه گذاری شده بنگاه شده و حساسیت سرمایه گذار را به جریان نقدی افزوده و ضمناً این موضوع در شرکت های با محدودیت تامین مالی بیشتر است (لین و همکاران، ۲۰۰۰ و مالمندیر و تیت، ۲۰۰۵).

پیشینه تحقیق را به دو دسته خارجی و داخلی تقسیم نموده تا بتوانیم پس از بررسی نمونه پژوهش های انجام شده در خارج کشور به بررسی موضوعات مرتبط با تحقیق در داخل کشور بپردازیم.

### ۲-۱- تحقیقات خارجی

گونی و همکاران (۲۰۰۳) در مطالعه خود رفتار موجودی وجه نقد در ژاپن، فرانسه، آلمان و انگلستان را بررسی نمودند و یافته های آنها نشان داد ساختار قانونی کشور و ساختار مالکیت نقشی مهم در تعیین

موجودی وجه نقد شرکت ها ایفا می کنند. آنها دریافتند که درجه بالاتر محافظت از سهامداران، با میزان پایین تر مانده وجه نقد در ارتباط بوده، تمرکز مالکیت نیز اثری منفی بر مانده وجه نقد دارد. دیچا و همکاران (۲۰۱۲) آنها به بررسی حساسیت جریان نقدی نامتقارن در شرکت های با محدودیت مالی و شرکت های بدون محدودیت مالی پرداختند. آنها برای حساسیت جریان نقدی از مدل ری دیک و ویتد (۲۰۰۹) استفاده کردند. آنها دریافتند که شرکت های دارای جریان نقدی منفی، نسبت به شرکت های دارای جریان وجه نقد مثبت، حساسیت جریان نقدی متفاوتی دارند. که این تفاوت همان حساسیت جریان نقدی نامتقارن است. همچنین آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت های دارای محدودیت مالی، حساسیت جریان نقدی نامتقارن بیشتری، نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی دارند. چنگ و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهش خود که به رابطه بین عدم شفافیت سود، جریان نقدی و ریسک کاهش قیمت سهام پرداختند، آنها نشان دادند که عدم شفافیت سود و حساسیت جریان نقدی عملیاتی منجر به افشاء نکردن اخبار بد می شود و ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می دهد. نجاح و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۲) در تحقیقی به بررسی رابطه بین افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی، به عنوان شاخصی از بازتاب سرمایه های پر بازده شرکت و حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری پرداختند. آنها دریافتند که سهامداران نهادی افق سرمایه گذاری را طولانی تر و مشوق تر می کند. آنها این تحقیق را در نمونه ۸۴۰۲ آمریکا بنگاه ها طی سالهای ۱۹۸۱-۲۰۰۸ انجام دادند و دریافتند که افق سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری تاثیر منفی دارد.

## ۲-۲- تحقیقات داخلی

تا کنون تحقیقی به صورت مستقیم به بررسی تاثیر محدودیت در تامین مالی و ساختار کنترل شرکت بر سطح انباشت وجه نقد را در ایران مورد بررسی قرار نداده است. برخی از مرتبط ترین این تحقیقات به شرح ذیل می باشد:

کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۸) آنها به بررسی اثر محدودیت های مالی بر تغییرات سطوح نگهداری وجه نقد در برابر تغییرات در جریان های نقدی پرداختند و با استفاده از معیارهای متعدد (اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری) به عنوان نماینده ای از وجود محدودیت های مالی، نشان دادند، که جریان نقدی تاثیر معناداری بر سطوح نگهداری وجه نقد ندارد. همچنین تفاوت معناداری بین حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی وجود ندارد.

حصارزاده و تهرانی (۱۳۸۸) به بررسی تاثیر جریان های نقدی و محدودیت تامین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری پرداختند و نتایج پژوهش نشان می دهد که بین جریان های نقدی آزاد و بیش سرمایه گذاری رابطه مستقیم و معنی دار دارد. بین محدودیت در تامین مالی و کم سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) آنها به بررسی رابطه بین محدودیت مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت های با محدودیت مالی نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی از حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری بالاتری برخوردار هستند. عربصالحی و اشرفی (۱۳۹۰) این مقاله رابطه بین محدودیت های مالی و حساسیت سرمایه گذاری-جریان نقدی را بررسی می کند. برای طبقه بندی شرکت ها در دو گروه دچار محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی، میزان ذخایر نقدی شرکتها به عنوان متغیر طبقه بندی کننده اصلی مورد توجه قرار گرفته است. یافته های پژوهش نشان دهنده نقش مثبت ذخایر نقدی در کاهش حساسیت سرمایه گذاری- جریان نقدی شرکت هاست. از طرف دیگر، برتری خاصی در استفاده از مدل ذخایر نقدی بهینه در مقایسه با معیار های سنتی محدودیت مالی مشاهده نشد.

### ۳- اهمیت موضوع تحقیق و انگیزه انتخاب آن

انگیزه تحقیق ما ناشی از تلاش های تحقیقات دانشگاهی اخیر در مورد سرمایه گذاران نهادی می باشد، زیرا با توجه به اینکه وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است و ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی یکی از مهم ترین عوامل سلامت اقتصادی واحد تجاری و تداوم فعالیت آنها است. حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری، در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزش گذاری اوراق بهادار و... نقش محوری دارد، تحقیقات نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی مناسب می تواند هزینه نمایندگی را با کاهش نگرانی سهامداران و با توجه به تخصیص مناسب ذخایر نقدی، کاهش دهد. و همچنین می تواند منتج به استفاده کارآمدتر از ذخایر نقدی شود.

از طرفی دیگر محدودیت در تامین مالی یکی دیگر از عوامل تاثیر گذار بر حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری می باشد که می تواند این عامل نیز در آینده واحد اقتصادی را با کمبود منابع نقدی مواجه کند، و منجر به بازماندن از اهداف اصلی شرکت باشد. بنابراین با توجه به اهمیت حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری این پژوهش سعی دارد به این سوال پاسخ دهد که آیا محدودیت در تامین مالی بر رابطه سرمایه گذاران نهادی و حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری تاثیر دارد یا خیر؟

### ۴- فرضیه های تحقیق

با توجه به مطالب فوق و سوالات تحقیق، فرضیات این تحقیق در قالب چهارفرضیه اصلی به صورت زیر ارائه می شود:

۱- درصد سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری تاثیر دارد.

- ۲- درصد سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریان‌ات نقدی سرمایه گذاری در شرکت های با محدودیت در تامین مالی تاثیر دارد.
- ۳- درصد سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریان‌ات نقدی سرمایه گذاری در شرکت های بدون محدودیت در تامین مالی تاثیر دارد.

### ۵- متغیرهای تحقیق و تعاریف عملیاتی آنها

با توجه به اینکه در این تحقیق تاثیر محدودیت تامین مالی بر رابطه سرمایه گذاران نهادی و حساسیت جریان‌ات نقدی سرمایه گذاری را مورد بررسی قرار می دهیم، حساسیت جریان‌ات نقدی سرمایه گذاری به عنوان متغیر وابسته و سرمایه گذاران نهادی به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده به علاوه محدودیت در تامین مالی در این تحقیق به عنوان متغیر تعدیل گر می باشد. همچنین در این تحقیق بر اساس تحقیقات انجام شده در ایران متغیرهای اندازه شرکت و سررسید بدهی به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است.

مدل تحقیق ۱

$$ES_{it} = \beta_0 + \beta_2 CH_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MATURITY_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل تحقیق ۲

$$ES_{it} = \beta_0 + \beta_1 FC_{it} + \beta_2 CH_{it} + \beta_3 FC * CH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MATURITY_{it} + \varepsilon_{it}$$

$ES_{it}$  = Investment-Cash Flow Sensitivity = حساسیت جریان‌ات نقدی - سرمایه گذاری در سال  $t$  و در شرکت  $i$

$ES$  = حساسیت جریان‌ات نقد سرمایه گذاری در سال  $t$  و در شرکت  $i$

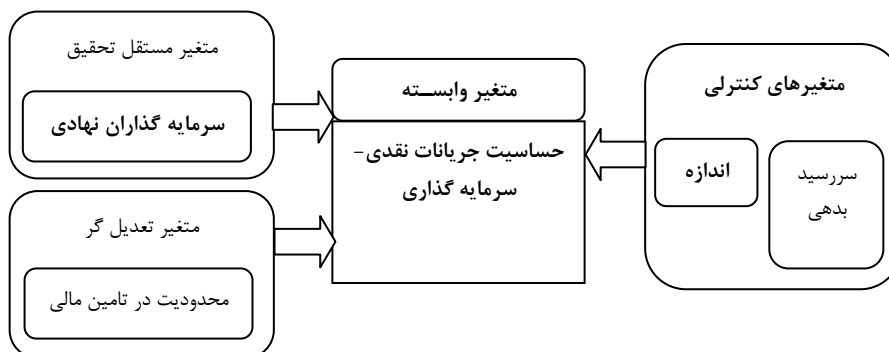
$FC$  = محدودیت در تامین مالی در سال  $t$  و در شرکت  $i$

$CH$  = شاخص سرمایه گذاران نهادی شرکت در سال  $t$  و در شرکت  $i$

$SIZE$  = شاخص اندازه شرکت در سال  $t$  و در شرکت  $i$

$MATURITY$  = شاخص سررسید بدهی در سال  $t$  و در شرکت  $i$

$\varepsilon$  = خطای اندازه گیری در مدل



شکل ۱- مدل مفهومی تحقیق

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۵-۱- متغیر وابسته

##### حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری:

متغیر وابسته در این پژوهش حساسیت جریان‌های نقدی می‌باشد که برای اندازه‌گیری آن از مدل ارسلان و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۶) استفاده می‌شود، که به شرح زیر است. همچنین قابل ذکر است که عربصالحی و اشرفی (۱۳۹۰) نیز از مدل (۱) در پژوهش خود استفاده کرده‌اند.

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFLOW_{i,t} + \beta_2 Q_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$INV_{i,t}$  = بیانگر سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$  است، که از نسبت مخارج سرمایه‌های (تغییرات دارایی ثابت سال جاری نسبت به سال گذشته) به خالص دارایی‌های ثابت اول دوره اندازه‌گیری می‌شود.  
 $CFLOW_{i,t}$  = بیانگر جریان نقدی شرکت  $i$  در سال  $t$  است، که از نسبت جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی بر خالص دارایی‌های ثابت اول دوره اندازه‌گیری می‌شود.  
 $Q_{i,t}$  = بیانگر فرصت‌های رشد شرکت  $i$  در سال  $t$  است، که از ارزش دفتری کل بدهی‌ها به علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.  
 $i$  بیانگر شرکت (بعد مکانی) و  $t$  بیانگر سال (بعد زمانی) است.  
 در این مدل ضریب  $CFLOW_{i,t}$  شاخص حساسیت جریان‌های نقدی- سرمایه‌گذاری است.

#### ۵-۲- متغیر مستقل

##### سرمایه‌گذاران نهادی:

طبق تعریف بند ۲۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار سرمایه‌گذار نهادی عبارت است از: ۱- بانکها ۲- هلدینگ‌ها شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تامین سرمایه و صندوق‌های سرمایه

گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار ۳- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند ۴- سازمان ها و نهادهای دولتی و عمومی ۵- شرکتهای دولتی ۶- اعضای هیئت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند. در این تحقیق بانکها شرکتهای و هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد سهام منتشره شده را در دست داشته باشد به عنوان سهامدار نهادی در نظر گرفته شده اند. بر همین اساس در این تحقیق جمع درصد مالکیت این اشخاص به عنوان سهامداران نهادی در نظر گرفته می شود.

### ۳-۵- متغیر تعدیل گر

#### محدودیت در تامین مالی:

در این تحقیق برای محاسبه محدودیت در تامین مالی از شاخص KZ استفاده شده است، دگمی (۲۰۰۶) با بسط مطالعه کاپلان و زینگلاس (۱۹۹۷) بر روی معیارهای دارای محدودیت در تامین مالی، شاخصی را ارائه نموده که بر اساس آن می توان شرکت هایی را که در تامین مالی محدودیت دارند، شناسایی نمود. بر اساس این شاخص، شرکت هایی که دارای بیشترین مقادیر حاصل از این شاخص باشند دارای بیشترین محدودیت در تامین مالی ارزیابی می گردند. نحوه محاسبه این شاخص به قرار مدل (۲) است:

$$\text{مدل (۲)} \quad KZ = -1.002 * CF + 0.383 * Q \text{ Tobin} + 3.139 * LEV - 39.368 * DIV - 1.315 * C$$

که در آن:

KZ: شاخص محدودیت در تامین مالی

CF: جریان نقد تقسیم بر دارایی

Q Tobin: شاخص کیو توبین

LEV: نسبت بدهی بر دارایی

DIV: سود تقسیمی بر دارایی

C: موجودی نقد

اما با توجه به اینکه مدل مذکور بر اساس فضای اقتصادی آمریکا می باشد بنابراین مدل حاضر باید تعدیل شود، در این تحقیق ما از مدل (۳) تعدیل شده ای که تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) از آن استفاده نموده ما نیز از آن استفاده می کنیم.

$$\text{مدل (۳)} \quad KZ = 17.330 - 37.486 * C - 15.216 * DIV + 3.394 * LEV - 1.402 * Q \text{ Tobin}$$

قابل ذکر است که مدل بالا بر اساس فضای اقتصادی ایران برآزش شده. در ادامه پس از محاسبه مدل بالا برای هر سال - شرکت از KZ های نمونه آماری پنجگ گرفته و پس از آن سال - شرکت هایی که در



پنجک چهارم و پنجم قرار بگیرند، شرکت های دارای محدودیت در تامین مالی هستند. جدول شماره (۱) ، مطالب بالا را شفاف تر ارائه می کند.

#### جدول شماره ۱- تعیین شرکتهای محدودیت در تامین مالی

عناوین	پنجک ۱	پنجک ۲	پنجک ۳	پنجک ۴	پنجک ۵
احتمال محدودیت در تامین مالی	0 تا 20٪	20٪ تا 40٪	40٪ تا 60٪	60٪ تا 80٪	80٪ تا 100٪
شرکت های دارای محدودیت در تامین مالی				*	*

منبع: یافته های پژوهشگر

#### ۵-۴- متغیرهای کنترلی

با توجه به مدل هوانگ و همکاران (۲۰۱۰) و همچنین پژوهش کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) از متغیرهای زیر به عنوان متغیرهای کنترلی نیز استفاده می شود.

**اندازه شرکت:** اندازه شرکت می تواند بر حساسیت جریانهای نقدی سرمایه گذاری تاثیر گذار باشد به طور کلی شرکت های بزرگ با مشکلات کمتری در جذب سرمایه گذاری و در نهایت با حساسیت کمتری در جریانهای نقدی- سرمایه گذاری مواجهه هستند زیرا در شرکت های بزرگ، اعتبار دهندگان با هزینه نظارتی و نمایندگی کمتری مواجهه هستند (همان ماخذ). در این پژوهش اندازه شرکت با استفاده از  $\ln$  دارایی ها محاسبه می شود.

سررسید بدهی (Maturity): از نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی بدست می آید.

#### ۶- روش تحقیق

این تحقیق از لحاظ روش همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی می باشد. همچنین از آنجا که این نوشتار به توصیف آنچه که هست یا توصیف شرایط موجود بدون دخل و تصرف (و نه به الزام و توصیه خاص) و با توجه به آن که قضاوتهای ارزشی در این تحقیق کم رنگ است، پژوهش حاضر در زمره تحقیقات توصیفی حسابداری به شمار می رود. به علاوه با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیات آن استفاده خواهد شد در گروه تحقیقات شبه آزمایشی طبقه بندی می گردد.

#### ۷- روش نمونه گیری

در تحقیق حاضر برای تعیین نمونه آماری، از رابطه خاصی جهت برآورد حجم نمونه و نمونه گیری استفاده نشده است بلکه از روش حذفی استفاده گردیده است. به عبارت دیگر آن دسته از شرکت های جامعه آماری که شرایط زیر را دارا بودند، به عنوان نمونه آماری انتخاب و مابقی حذف شده اند شرایط انتخاب نمونه به صورت زیر ارائه شده است.

- (۱) برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آنها، سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
- (۲) طی قلمرو زمانی پژوهش، هیچگونه توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
- (۳) کلیه ی اطلاعات مورد نیاز شرکتها برای پژوهش در دسترس باشد.
- (۴) جزء بانک ها و موسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گران مالی، شرکت های هلدینگ و لیزینگ ها) نباشند.
- (۵) شرکت ها در طی سالهای پژوهش صورت های مالی خود را به بورس ارائه داده باشند. در نهایت تعداد شرکت های نمونه آماری ۱۴۶ شرکت می باشد. شرح جدول ذیل می باشد:

## ۸- روش آزمون فرضیات و تجزیه و تحلیل داده ها

### ۸-۱- آمار توصیفی

در روش های توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه جدول و استفاده از ابزارهای آمار توصیفی نظیر شاخص های مرکزی و پراکندگی، به توصیف داده های تحقیق پرداخته شود، تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول (۲) آمده است.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در شرکت های نمونه

متغیر	علامت	تعداد مشاهدات	میانگین	میانگین	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف معیار	چولگی	ضریب کشیدگی
حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری	ES	۸۷۶	۰/۸۵۸	۰/۶۶۰	۳/۰۴۷	۰/۰۰۸	۰/۸۰۶	۲/۱۴۵	۲/۰۳۷
سرمایه گذاران نهادی	ICH	۸۷۶	۰/۷۰۰	۰/۷۷۵	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۴۳	-۱/۳۸۰	۴/۱۳۱
اندازه شرکت	SIZE	۸۷۶	۱۳/۴۵۴	۱۳/۲۹	۱۸/۶۱	۹/۱۵۶	۱/۴۹۸	۰/۵۹۱	۳/۰۹۲
سررسید بدهی	MATURITY	۸۷۶	۱۰/۳۰۱	۶/۸۸۱	۲۸/۲۸	۰/۱۴۳	۱۱/۱۱۵	۲/۲۶۸	۷/۰۱۴
محدودیت در تامین مالی	FC	۸۷۶							شرکت های فاقد محدودیت در تامین مالی ۶۰٪ و شرکت های دارای محدودیت در تامین مالی ۴۰٪

\*منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به اینکه از روش ترکیب داده های پولد برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده می کنیم، زیرا با توجه به اینکه متغیر وابسته تحقیق کمی بوده و از آنجایی که متغیر وابسته تحقیق نرمال بوده، بنابراین باید از روش های آماری پارامتریک مانند رگرسیون پولد یا پانلی استفاده کنیم. تعداد مشاهدات سال- شرکت بر اساس داده های ترکیبی متوازن، ۸۷۶ مشاهده بوده است. با توجه به آماره توصیفی، می توان شاخص های بالا را به شاخص های مرکزی و پراکندگی و سایر شاخص ها تقسیم نمود، که شاخص های

مرکزی عبارت از شاخص میانگین و میانه، شاخص های پراکندگی عبارت از شاخص انحراف معیار و سایر شاخص ها عبارت از شاخص حداقل، حداکثر، چولگی و کشیدگی می باشد.

### ۸-۲-آمار استنباطی

#### ۸-۲-۱-آزمون نرمال بودن داده ها

اولین مرحله جهت آغاز فرآیند آزمون فرضیه ها، بررسی نرمال بودن داده ها است. برای بررسی نرمال بودن داده ها فرضیاتی به شکل زیر صورت بندی شده است:

توزیع داده ها نرمال است:  $H_0$

توزیع داده ها نرمال نیست:  $H_1$

برای آزمون فرضیه فوق از آزمون کولموگوروف- اسمیرنوف استفاده شده است که نتایج در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون کولموگوروف- اسمیرنوف

متغیر	علامت	آماره z	Asymp (sig)
حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری	ES	۱/۲۳۸	۰/۱۰۲
سرمایه گذاران نهادی	ICH	۴/۷۸۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۱/۲۷۵	۰/۰۹۴
سررسید بدهی	MATURITY	۵/۰۶۶	۰/۰۰۰

منبع: یافته های پژوهشگر

نتایج آزمون کولموگوروف- اسمیرنوف نشان می دهد که توزیع متغیر های سرمایه گذاران نهادی و سررسید بدهی از توزیع غیر نرمال (به علت سطح معناداری زیر ۰/۵) و توزیع متغیرهای حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری و اندازه شرکت از توزیع نرمال (به علت سطح معناداری بالای ۰/۵) پیروی می کند بر همین اساس با توجه به اینکه متغیر وابسته (حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری) دارای توزیع نرمال می باشد بر همین اساس از روش های آماری پارامتریک استفاده می شود.

#### ۸-۲-۲- همبستگی بین متغیرها

برای بررسی همبستگی بین متغیر های کمی از ضریب همبستگی پیرسون بهره گیری شده است. که نتایج حاصل از این آزمون در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول ۴- ماتریس همبستگی پیرسون برای متغیرهای کمی تحقیق

MATURITY	SIZE	ICH	ES	نماد	متغیر
			۱	ES	حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری
		۱	** -۰/۲۹۰	ICH	سرمایه گذاران نهادی
			۰/۰۰۰	sig.	سطح معناداری
	۱	۰/۰۶۵	** -۰/۱۵۲	SIZE	اندازه شرکت
		۰/۰۵۳	۰/۰۰۰	sig.	سطح معناداری
۱	-۰/۰۲۶	** -۰/۳۱۳	** ۰/۳۹۵	MATURITY	سررسید بدهی
	۰/۴۳۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	sig.	سطح معناداری

\*\* و \*\*\* معنی دار به ترتیب در سطح ۰/۹۵ و ۰/۹۹ اطمینان

منبع: یافته های پژوهشگر

مطابق با جدول (۴) و فرضیات تدوین شده در سطح اطمینان ۰/۹۹ بین سرمایه گذاران نهادی با حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری رابطه منفی و معنی داری وجود دارد، این رابطه با ضریب همبستگی (۰/۲۹۰) از طریق آزمون همبستگی پیرسون بدست آمده است که بیانگر رابطه منفی بین سرمایه گذاران نهادی با حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری به میزان ۰/۲۹ می باشد. در سطح اطمینان ۰/۹۹ بین اندازه شرکت با حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری رابطه منفی و معنی داری وجود دارد، این رابطه با ضریب همبستگی (۰/۱۵۲) از طریق آزمون همبستگی پیرسون بدست آمده است که بیانگر رابطه منفی بین اندازه شرکت با حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری به میزان ۰/۱۵/۲ می باشد. در سطح اطمینان ۰/۹۹ بین سررسید بدهی با حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد، این رابطه با ضریب همبستگی (۰/۳۹۵) از طریق آزمون همبستگی پیرسون بدست آمده است که بیانگر رابطه مثبت بین سررسید بدهی با حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری به میزان ۰/۳۹/۵ می باشد. در سطح اطمینان ۰/۹۹ بین سررسید بدهی با سرمایه گذاران نهادی رابطه منفی و معنی داری وجود دارد، این رابطه با ضریب همبستگی (۰/۳۱۳) از طریق آزمون همبستگی پیرسون بدست آمده است که بیانگر رابطه منفی بین سررسید بدهی با سرمایه گذاران نهادی به میزان ۰/۳۱/۳ می باشد، مابقی ضرایب به علت عدم معناداری تحلیل نشده اند که در جدول بالا قابل رویت است.

۸-۲-۳- آزمون ریشه واحد (مانایی) متغیرهای پژوهش

در تحقیقات همواره چنین فرض شده که سری زمانی ماناست و اگر این حالت وجود نداشته باشد، آزمون های آماری که اساس آن ها بر پایه  $t$ ،  $F$ ،  $\chi^2$  و... بنا شده است، مورد تردید قرار می گیرد. از طرفی اگر متغیرهای سری زمانی مانا نباشد، ممکن است مشکلی به نام رگرسیون کاذب بروز کند. یک متغیر سری زمانی وقتی ماناست که میانگین، واریانس و ضریب خود همبستگی آن در طول زمان ثابت باقی

بماند. مانایی دو حالت دارد: ضعیف و قوی. ما معمولاً حالت ضعیف را بررسی می‌کنیم. اگر تمامی گشتاورها در طول زمان ثابت باشد، سری، مانایی قوی است؛ ولی اگر گشتاورهای مرتبه اول و دوم ثابت باشد سری مانایی ضعیف است. در این پژوهش برای آزمون مانایی از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (ADF) استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵- آزمون ریشه واحد با استفاده از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته

متغیر	علامت	آماره t	Asymp (sig)
حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری	ES	-۲۸/۵۵۸	۰/۰۰۰
سرمایه گذاران نهادی	ICH	-۲۹/۰۸۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۲۴/۱۸۵	۰/۰۰۰
سررسید بدهی	MATURITY	-۱۸/۳۱۰	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول ۵ تمامی متغیرهای پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد از مانایی برخوردار می‌باشند.

### ۹- نتایج آزمون فرضیه

فرضیه اول: سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.

$$ES_{it} = \beta_0 + \beta_1 ICH_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MATURITY_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه تحقیق

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
سرمایه گذاران نهادی	ICH	-۰/۵۸۵	-۳/۸۱۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۷۱	-۳/۳۴۳	۰/۰۰۰
سررسید بدهی	MATURITY	۰/۰۲۴	۷/۶۲۴	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	۱/۹۷۵	۶/۳۷۸	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	R Squar		۰/۲۰۴	
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square		۰/۲۰۱	
دوربین واتسون	Durbin-Watson		۱/۹۳۶	
آماره F		۷۴/۷۰۹		۰/۰۰۰ Prob.
آماره F-white		۱۲/۴۸۴		۰/۰۰۰ Prob.
آماره B-Godfrey		۰/۴۴۰		۰/۶۴۴ Prob.
آماره F-limer		۱/۲۲۱		۰/۲۹۷ Prob.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ی تحقیق که در جدول (۶) ارائه شده است، سطح معنی داری آماره F-limer (۰/۲۹۷) بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده های تلفیقی (Poolد) نسبت به روش داده های پانلی (Panel) ارجحیت داشته و برای برآزش مدل رگرسیونی از روش داده های تلفیقی استفاده گردیده است. به علاوه سطح معنی داری آماره F-white، ۰/۰۰۰ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می باشد. بنابراین رگرسیون پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس برآزش شده است در نهایت، سطح معنی داری آماره Godfrey ۰/۶۴۴ بوده، بنابراین رگرسیون دارای مشکل خود همبستگی سریالی نمی باشد. پس از برآزش مدل، آماره F (۰/۰۰۰) دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین چون سطح معنی داری سرمایه گذاران نهادی (متغیر مستقل) کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری تاثیر منفی و معناداری دارد. و به ازای یک واحد افزایش در سرمایه گذاران نهادی، ۰/۵۸۵ واحد حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری کاهش می یابد. همچنین اندازه شرکت و سررسید بدهی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری به ترتیب تاثیر منفی و مثبت معنادار دارد. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد، پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. در نهایت مقدار ضریب تعیین نشان می دهد که تغییر در متغیرهای مستقل و کنترلی نماینگر ۲۰/۴ درصد تغییر در متغیر وابسته است.

**فرضیه دوم:** سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری در شرکت های با محدودیت در تامین مالی تاثیر دارد.

$$ES_{it} = \beta_0 + \beta_1 FC * ICH_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MATURITY_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۷- نتایج آزمون فرضیه تحقیق

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
سرمایه گذاران نهادی	FC*ICH	-۰/۸۰۳	-۳/۶۲۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۱۱۲	-۳/۵۹۴	۰/۰۰۰
سررسید بدهی	MATURITY	۰/۰۲۱	۴/۸۷۷	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	۲/۷۴۲	۵/۳۶۲	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	R Squar		۰/۳۰۹	
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square		۰/۳۰۳	
دوربین واتسون	Durbin-Watson		۲/۰۱۴	
آماره F		۵/۶۰۴		۰/۰۰۰ Prob.
آماره F-white		۲۰/۲۱۸		۰/۰۰۰ Prob.
آماره B-Godfrey		۰/۲۶۹		۰/۷۶۴ Prob.

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ی تحقیق که در جدول (۷) ارائه شده است، برای برازش مدل رگرسیونی از روش داده‌های تلفیقی استفاده شده است به علاوه سطح معنی داری آماره F-white، ۰/۰۰۰ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد. بنابراین رگرسیون پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس برازش شده است در نهایت، سطح معنی داری آماره Godfrey ۰/۷۶۴ بوده، بنابراین رگرسیون دارای مشکل خود همبستگی سریالی نمی‌باشد. پس از برازش مدل، آماره F (۰/۰۰۰) دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می‌باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین چون سطح معنی داری سرمایه‌گذاران نهادی (متغیر مستقل) کمتر از ۵ درصد می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت جریان‌ات نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با محدودیت در تامین مالی تاثیر منفی و معناداری دارد. و به ازای یک واحد افزایش در سرمایه‌گذاران نهادی، ۰/۸۰۳ واحد حساسیت جریان‌ات نقدی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. همچنین اندازه شرکت و سررسید بدهی بر حساسیت جریان‌ات نقدی سرمایه‌گذاری به ترتیب تاثیر منفی و مثبت معنادار دارد. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد، پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. در نهایت مقدار ضریب تعیین نشان می‌دهد که تغییر در متغیرهای مستقل و کنترلی نماینگر ۳۰/۹ درصد تغییر در متغیر وابسته است.

**فرضیه سوم:** سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت جریان‌ات نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های فاقد محدودیت در تامین مالی تاثیر دارد.

$$ES_{it} = \beta_0 + \beta_1 ICH_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MATURITY_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۸- نتایج آزمون فرضیه تحقیق

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب (Coefficient)	آماره (t-Statistic)	Prob.
سرمایه‌گذاران نهادی	ICH	-۰/۳۵۰	-۱/۸۱۵	۰/۰۷۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۳۰	-۱/۰۳۶	۰/۳۰۰
سررسید بدهی	MATURITY	۰/۰۲۳	۴/۸۸۹	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	۱/۲۴۶	۳/۵۶۰	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	R Squar			۰/۱۰۶
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square			۰/۱۰۱
دوربین واتسون	Durbin-Watson			۲/۰۰۱
آماره F		۲۰/۷۹۹		۰/۰۰۰ Prob.
آماره F-white		۶/۰۴۴		۰/۰۰۰ Prob.
آماره B-Godfrey		۰/۲۸۲		۰/۷۵۴ Prob.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ی تحقیق که در جدول (۸) ارائه شده است، برای برازش مدل رگرسیونی از روش داده‌های تلفیقی استفاده گردیده است به علاوه سطح معنی داری آماره F-white،  $0/000$  بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می باشد. بنابراین رگرسیون پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس برازش شده است در نهایت، سطح معنی داری آماره Godfrey  $0/754$  بوده، بنابراین رگرسیون دارای مشکل خود همبستگی سریالی نمی باشد. پس از برازش مدل، آماره  $F(0/000)$  دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین چون سطح معنی داری سرمایه گذاران نهادی (متغیر مستقل) بیش از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری در شرکت های فاقد محدودیت در تامین مالی تاثیر معناداری ندارد. همچنین سررسید بدهی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری تاثیر مثبت و معناداری دارد. آماره دوربین واتسون نیز چون بین  $1/5$  تا  $2/5$  می باشد، پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. در نهایت مقدار ضریب تعیین نشان می دهد که تغییر در متغیرهای مستقل و کنترلی نماینگر  $10/6$  درصد تغییر در متغیر وابسته است.

#### ۱۰- بحث و نتیجه گیری

هدف از انجام این تحقیق تعیین تاثیر محدودیت تامین مالی بر رابطه سرمایه گذاران نهادی و حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است. علاوه بر مبانی نظری ذکر شده، یافته های تحقیق نیز نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری تاثیر منفی و معنادار دارد و سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری در شرکت های دارای محدودیت در تامین مالی تاثیر منفی و معنادار و در شرکت های فاقد محدودیت در تامین مالی تاثیر معناداری ندارد همچنین حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری در شرکت هایی که دارای محدودیت در تامین مالی، بیشتر است نسبت به شرکت هایی که دارای محدودیت در تامین مالی نیستند. تمام نتایج فرضیات بالا را می توان با استفاده از نظریه جنسن (۱۹۸۶) تحلیل کرد در این نظریه این مورد مطرح شده است که مدیران ممکن است از جریان نقدی آزاد بهره جسته و پروژه هایی با ارزش فعلی خالص منفی (و در نتیجه عدم کارایی سرمایه گذاری) را در جهت افزایش منافع خود به کار گیرند، این مورد منجر به درصد تغییر ناهمسان در مخارج سرمایه ای شرکت ها در قبال تغییرات در جریان نقدی می شود مدیران با استفاده از نفوذ نمایندگی خود حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری را بالا برده تا به منافع از پیش تعیین شده خود برسند همچنین این تاثیر (تاثیر منفی سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری) در شرکت های دارای محدودیت در تامین مالی بیشتر است زیرا این شرکت ها هزینه تامین مالی بالایی دارند اما سرمایه گذاران نهادی منجر به کاهش انحراف در تصمیمات سرمایه گذاری بنگاه شده و حساسیت سرمایه گذار را به جریان نقدی را کاهش میدهد.



- با توجه به نتایج حاصل از تحقیق به سرمایه گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام تجزیه تحلیل برای خرید سهام شرکت‌ها به متغیرهایی چون تاثیر مثبت تر محدودیت در تامین مالی بر سطح حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری و تاثیر منفی سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری توجه خاصی داشته باشند.
- با توجه به اینکه هدف مدیران این است که اعتماد مالکان شرکت را فراهم کنند پس باید این نکته را در نظر بگیرند که افزایش سرمایه گذاران نهادی منجر به کاهش حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری می‌شود و در نهایت هزینه نمایندگی کاهش می‌یابد.
- به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با توجه به تاثیر منفی سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری، قوانین و مقرراتی را اتخاذ کنند که شرکت‌ها از ساختار کنترلی قوی برخوردار باشند.

#### فهرست منابع

- ۱) فخاری، حسین؛ سید روح اله تقوی، (۱۳۸۸)، "کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد"، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، ش ۵۷، صص ۶۹-۸۴.
- ۲) ایزدی نیا، ناصر؛ امیر رسانیان، (۱۳۸۹)، "برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد" مجله دانش حسابداری. شماره اول، صص ۵۳-۷۲.
- ۳) کاشانی پور، احمد، نقی نژاد، بیژن، (۱۳۸۸)، "بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد"، مجله تحقیقات حسابداری شماره دوم، صص ۹۳-۷۲.
- ۴) کاشانی پور، محمد؛ سعید راسخی، بیژن نقی نژاد و امیر رسانیان، (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین محدودیت های مالی با حساسیت جریان نقدی وجه نقد"، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز. دوره دوم، شماره دوم، صص ۷۴-۵۱.
- ۵) حصار زاده، رضا (۱۳۸۸). "تاثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری". مجله تحقیقات حسابداری، ش ۳، ص ۳.
- 6) Wang.F.(2005). "Corporate Liquidity and Equity Retunes". Working Paper
- 7) Jensen, M.C., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". Am. Econ. Rev. 76, PP. 323-329.
- 8) Allayannis, G., Mozumdar, A., (2004), The Impact of Negative Cash flow and Influential Observations on Investment-Cash Flow Sensitivity Estimates. Journal of Banking and Finance 28, PP. 901-930.
- 9) Dichu Bao. Kam C, Chan .Weining Zhang,(2012),"Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings". Journal of Corporate Finance 18 , PP. 690-700
- 10) Aydin and Neslihan, (2006), Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts, Available at [www.ssrn.com/id=563863](http://www.ssrn.com/id=563863).
- 11) Najah Attig. Sean Cleary b. Sadok El Ghouli. Omrane Guedhami,(2012),"Institutional Investment Horizon and Investment-Cash Flow Sensitivity" Journal of Banking & Finance 36 , PP. 1164-1180

- 12) Myers, S.C., Majluf, N.S., (2005), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, Journal of Financial Economics 13, PP. 87-221.
- 13) Guney Yilmaz, Ozkan Aydin, Ozkan Neslihan, (2003), Additional International Evidence on Corporate Cash Holdings, Available at www.ssrn.com, id=406721.
- 14) Arslan, O., Florackis, C., Ozkan, A., (2006), The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from a Financial Crisis Period in an Emerging Market. Emerging Markets Review. 7, PP. 320-338.
- 15) Dichu Bao, Kam C, Chan, Weining Zhang, (2012), "Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings". Journal of Corporate Finance 18, PP. 690-700
- 16) Lin, Y., Hu, S. Chen, M., (2005), Managerial Optimism and Corporate Investment: some Empirical Evidence from Taiwan, Pacific-Basin Finance Journal, 13, PP.523-546.
- 17) Allayannis, G. and Mozumdar, A. (2004). The Impact of Negative Cash Flow and Influential Observations on Investment – Cash Flow Sensitivity Estimates. Journal of Banking & Finance. 28, PP. 901-930.

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>. Trade of theory
- <sup>2</sup>. pecking order theory
- <sup>3</sup>. wang
- <sup>4</sup>. jani et al
- <sup>5</sup>. Dichu et al
- <sup>6</sup>. Allayannis and Mozumdar
- <sup>7</sup>. Jensen
- <sup>8</sup>. Arslan and et al
- <sup>9</sup>. Dichu and et al
- <sup>10</sup>. Najah and et al
- <sup>11</sup>. Arsalan et al