

# رویکرد بررسی تأثیر ساختار مالکیت و جریان وجه نقد آزاد بر سودمندی دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مصطفی نطقی طاهری<sup>۱</sup>  
سینا نعمتی‌زاده<sup>۲</sup>

## چکیده :

به منظور انجام این پژوهش نمونه‌ای از شرکت‌های حاضر در بورس که صورت‌های مالی مربوط به پایان سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ را منتشر کرده بودند، انتخاب و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۷۱ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش به صورت هدفمند مورد بررسی واقع شد. به منظور سنجش ساختار مالکیت از چهار جنبه اساسی مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، مالکیت بلوکی و تمرکز مالکیت نهادی که در مطالعات قبلی (فضل‌زاده و دیگران، ۱۳۸۸) نیز به کار رفته استفاده شد. همچنین جهت سنجش جریان نقد آزاد از مدل لهن و پلسن (۱۹۸۹) استفاده شد. در این راستا به منظور سنجش سودمندی دارایی‌ها از نسبت فروش به اموال ثابت مشهود که در مطالعات قبلی (آنگ و

---

۱- دانشجوی رشته حسابداری مقطع کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد دامغان [mntaheri32@yahoo.com](mailto:mntaheri32@yahoo.com)

۲- استادیار و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

همکاران، ۲۰۰۰) نیز به کار رفته استفاده شد. رویکرد انتخابی برای آزمون فرضیه‌ها با استفاده از تلفیق داده‌های ترکیبی بوده و از روش رگرسیون حداقل مربعات ادغام شده (پانل دیتا) استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت بلوکی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر معناداری دارد و دیگر اینکه جریان وجه نقد آزاد، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، تمرکز مالکیت نهادی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر معناداری ندارد. در نهایت یافته‌ها با پژوهش‌های مشابه خارجی مقایسه شده و نتایج ارائه شده است.

**واژگان کلیدی:** ساختار مالکیت، جریان وجه نقد آزاد، سودمندی دارایی‌ها، مالکیت مدیریتی، داده‌های ترکیبی.

## مقدمه

جریان وجه نقد آزاد منجر به تضاد منافع بالقوه‌ای بین مدیران و سهامداران می‌شود (جنسن و مکینگ ۱۹۷۶). سهامداران تمایل دارند که جریان وجه نقد آزاد به صورت سود سهام نقدی بین آنها توزیع شود، در حالی که مدیران تمایل دارند تا این جریان وجه نقد آزاد را در پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کنند و لذا برای پنهان کردن و پوشش دادن اثرات سرمایه‌گذاری‌هایی که ثروت سهامداران را بیشینه نمی‌کنند از اقسام تعهدی اختیاری افزایش دهنده سود استفاده می‌کنند. جریان وجه نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌هاست و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها در اختیار دارد. جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جستجو کند که ارزش سهامدار را افزایش دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد. تئوری نمایندگی یک سری از مکانیزم‌هایی را پیشنهاد می‌کند که در جستجوی تطابق منافع سهامداران و مدیران

می باشد. شرکت‌ها می‌توانند این قبیل مکانیزم‌ها را برای همتراز و همسو کردن منافع نمایندگان و سهامداران و نیز برای نظارت بر رفتار نمایندگان اتخاذ نمایند. این مکانیزم‌ها شامل ابزارهای نظارتی خارجی از قبیل خرید شرکت (قبضه مالکیت) و ادغام می‌باشد. تضاد بالقوه مالکیت - سهامدار را همچنین می‌توان با بهره‌گیری از مکانیزم‌های کنترل داخلی، از قبیل اعمال نظارت توسط هیأت مدیره غیرموظف، اعمال نظارت توسط سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت و حساب‌رسان داخلی، کاهش داد. ساختار مالکیت که یکی از موضوعات مطرح شده در تئوری نمایندگی و حاکمیت شرکتی می‌باشد، که منجر به همسو شدن منافع سهامداران و مدیران می‌شود.

دارایی‌های شرکت نقش اصلی در تحصیل سود ایفا می‌کنند. هر چقدر دارایی‌ها با کارایی بیشتری به کار گرفته شوند، شرکت سودآورتر خواهد بود. دارایی‌ها صرف نظر از این که از محل وجوه استقراری یا سرمایه‌گذاری صاحبان اصلی تأمین شوند، وظایف مربوط به خود را به نحوی مطلوب انجام می‌دهند. استفاده بهینه از دارایی‌ها، نحوه به کارگیری از دارایی‌های شرکت در جهت ایجاد درآمد و فروش توسط مدیریت را مورد سنجش و ارزیابی قرار می‌دهد. سهامداران و مدیران، بازده کل دارایی‌های شرکت را با بازده به کارگیری منابع در زمینه‌های دیگر با هم مقایسه می‌کنند و هر چند این بازده بالاتر باشد کارایی شرکت در به کارگیری دارایی‌ها و منابع بهتر است.

این پژوهش ساختار مالکیت را از چهار جنبه مهم و اساسی مورد بررسی قرار داده و تأثیر آن و جریان وجه نقدی آزاد را بر سودمندی دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد سنجش و آزمون قرار خواهد داد. تحقیقات و مطالعات گذشته (در ایران) ارتباط بین ساختار مالکیت و جریان وجه نقد آزاد با سودمندی دارایی‌ها را مورد بررسی قرار نداده‌اند. بر این اساس سؤال اصلی تحقیق اینگونه بیان می‌گردد که آیا رابطه معناداری بین ساختار مالکیت و جریان نقدی آزاد با سودمندی دارایی‌های شرکت‌های موجود در نمونه تحقیق وجود دارد؟ به عبارت دیگر آیا با تغییر در میزان ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌های نمونه سودمندی دارایی‌های آن نیز تغییر پیدا می‌کند. در این پژوهش به بررسی تأثیر چهار نوع ساختار مالکیت، مالکیت مدیریتی، نهادی و بلوکی و تمرکز مالکیت نهادی و تأثیر جریان وجه نقد آزاد بر سودمندی دارایی‌ها پرداخته شده است.

### مبانی نظری و پیشینه تحقیق

نوع مالکیت در جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی شرکت‌ها حائز اهمیت است. بنابراین یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی، آگاهی از ساختار مالکیت می‌باشد تا با استفاده از آن بتوان استراتژی‌های لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود. سهامداران هر شرکت را افراد و

مؤسساتی با علایق، اهداف، افق‌های سرمایه‌گذاری و توانایی‌های مختلف تشکیل می‌دهند. با توجه به پیچیدگی‌هایی که در اداره امور شرکت‌ها وجود دارد، از سهامداران انتظار نمی‌رود در اداره امور شرکت مسئولیتی به عهده گیرند. نفوذ بعضی از سهامداران در شرکت‌ها فقط در مجامع عمومی امکان‌پذیر است. از طرفی برخی از ساختارهای سرمایه‌ای به بعضی از سهامداران این امکان را می‌دهد که به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیتی که در شرکت دارند دسترسی داشته باشند. همه این موارد ممکن است بر عملکرد یک شرکت تأثیرگذار باشد.

با توجه به تئوری نمایندگی، ساختار مالکیت به عنوان بخشی از حاکمیت شرکتی، نتیجه تلاش‌ها برای به حداقل رساندن هزینه‌های مرتبط با تفکیک کنترل و مالکیت شرکت می‌باشد. هزینه‌های نمایندگی، در شرکت‌های دارای سهم مالکیت مدیریتی بالا، به دلیل همسویی اهداف مدیر و سهامدار، پایین‌تر هستند و در شرکت‌های دارای سهامداران بلوکی بزرگ که قادر به نظارت فعالیت‌های مدیریتی آنها هستند، هم پائین‌تر می‌باشند (فرانکفورتر و همکاران، ۲۰۰۲). جدا کردن مالکیت سهام و کنترل مدیریتی بر عملیات شرکت ممکن است به یک تضاد منافع منجر شود و هزینه‌های نمایندگی ناشی از این تضاد منافع، بین مدیران و سهامداران به وجود می‌آید (مشایخ و همکاران، ۱۳۸۵). در واقع پرداخت درصد قابل توجهی از سود، یکی از مکانیزم‌های کنترلی سرمایه‌گذاران جهت تعدیل این تضاد منافع است زیرا توزیع سود سهام مدیریت را وادار می‌سازد تا برای پرداخت سود به اندازه کافی وجه نقد ایجاد نماید و باعث کاهش جریان وجه نقد مازاد می‌شود که به دلیل عدم استفاده مدیریت در پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور، هدر می‌رود (جهانخانی و همکاران، ۱۳۸۴). کنترل عملکرد توسط صاحبان سهام، هزینه‌های نمایندگی را که به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و جدایی مالکیت از مدیریت افزایش یافته است را کاهش می‌دهد (زیمرن و واتس، ۱۹۸۳). از طرفی دستیابی به رشد بلندمدت اقتصادی مستلزم تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد ملی است و این مهم بدون وجود بازار سرمایه کارآمد به سهولت امکان‌پذیر نیست. تخصیص بهینه منابع در بازار سرمایه نیازمند ارائه اطلاعات به موقع و مربوط به سرمایه‌گذاران جهت یاری نمودن آنان در اتخاذ تصمیماتی است که به حداکثر رسیدن ثروت آنها می‌انجامد. در مقابل عدم دسترسی به اطلاعات بروز مشکلاتی را برای سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان واحد اقتصادی به همراه خواهد داشت. مسائل نامطلوب اطلاعاتی از عدم تقارن اطلاعاتی و انگیزه‌های متضاد سرمایه‌گذاران و مدیران ناشی می‌شود، که این امر به هم ریختگی عملکرد بازار سرمایه را موجب می‌گردد.

وجه نقد به عنوان یکی از مهم‌ترین اجزای سرمایه در گردش همواره مورد توجه خاص مدیران و سرمایه‌گذاران قرار داشته است. نگهداشت وجه نقد در شرکت علی‌رغم وجود مزایایی چون توانایی انجام معاملات تجاری، توانایی مواجهه با وقایع احتمالی، انعطاف‌پذیری جهت تأمین مالی از محل منابع داخلی و اجتناب از، از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری به هنگام محدودیت در تأمین مالی خارجی، زمینه‌ساز ایجاد مشکلاتی چون افزایش بالقوه سرمایه‌گذاری‌های غیربهبهینه به دلیل مسائل نمایندگی است (بائم و همکاران ۱ ۲۰۰۴) در حضور مسائل نمایندگی که از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان سرچشمه می‌گیرد، مدیران مایلند به جای توزیع وجوه در دسترس بین سهامداران، وجوه را به نفع خود و به هزینه سهامداران در شرکت نگهداری کنند. این امر باعث می‌شود که بازار به نگهداری وجوه مازاد که به دلیل مسائل نمایندگی شکلی پایدار به خود گرفته است، واکنشی منفی نشان داده و با کاهش بازده سهام، شرکت را جریمه نماید. (لی و پول ۲ ۲۰۱۱). جریان وجه نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری ارزش و عملکرد شرکت‌ها می‌باشد و نشان دهنده وجوه نقدی است که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری با توسعه دارایی‌ها در اختیار دارد و قابل توزیع بین سرمایه‌گذاران می‌باشد.

گاهی اوقات مدیران در وضعیت‌هایی قرار می‌گیرند که تصمیم‌هایشان به نفع سهامداران شرکت نبوده و متمایل به سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد آزاد در پروژه‌هایی هستند، که منافع شخصی را از طریق نادیده گرفتن ارزش فعلی منفی پروژه‌ها، به همراه دارد (چانگ، فریث، کیم ۳ ۲۰۰۵). برخی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، به طور متوسط، ممکن است بازگشت‌هایی را ایجاد کنند که از هزینه سرمایه کمتر هستند (جنسن ۴ ۱۹۸۶). بدین ترتیب، جریان وجه نقد آزاد، عدم استفاده از دارایی‌ها را افزایش می‌دهد، زیرا مدیران جریان وجه نقد را در پروژه‌های غیرسودآور سرمایه‌گذاری می‌کنند که منافع شخصی خود را برآورده می‌سازد (جنسن ۵ ۱۹۸۶). لذا می‌بایست در این راستا عواملی که بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارند به خوبی شناسایی و مورد توجه قرار گیرند.

در این صورت سؤال مطرح در این پژوهش این است که آیا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌ها و جریان نقد آزاد بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر دارد؟

- 
1. Baum, etal
  2. Iee & powell
  3. Chung, R, Frith,M,Kim,j
  4. Jensen, M
  5. Jensen, M

یعنی اگر مالکان شرکت را گروه‌های مختلف مانند دولت، مؤسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های دیگر تشکیل دهند عملکرد آنها چگونه خواهد بود؟ وجود کدامیک از این ترکیب‌های متفاوت مالکیت در بهبود استفاده بهینه از دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری مناسب جریان وجه نقد آزاد شرکت مؤثرتر است؟ با دستیابی به جواب این سؤال‌ها می‌توان به منظور بهبود عملکرد شرکت، اقدامات مناسب‌تری را به عمل آورد و تصمیم‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران نیز به منظور دستیابی به عملکرد بهینه برای واحد تجاری به ترکیب مالکان شرکت‌ها توجه خواهند کرد.

### مروری بر ادبیات و پیشینه تحقیق

منظور از ساختار مالکیت، مشخص کردن بافت و ترکیب سهامداران یک شرکت و بعضاً مالک عمده نهایی سهام آن شرکت است. بسیاری از نظریه‌پردازان اقتصادی عقیده دارند که هر یک از انواع مالکیت نیز می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها تأثیرگذار باشد

### پیشینه پژوهش

بدانکیز و آرنیک (۲۰۱۳) در تحقیق خود تحت عنوان «تأثیر ساخت مالکیت بر بهره‌وری سرمایه فکری در بورس اوراق بهادار لهستان» نشان دادند که مالکیت توسط اعضای هیأت مدیره تأثیر منفی بر روی بهره‌وری سرمایه فکری دارد و رابطه منفی بین سرمایه‌گذاران خارجی و بهره‌وری سرمایه فکری وجود دارد از طرفی ساختار مالکیت نقش مهمی در بهره‌وری از سرمایه فکری بازی می‌کنند.

اسکندر و بوکت (۲۰۱۲) در تحقیقی به عنوان «اثر تعدیل ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و سودمندی دارایی‌ها در بورس اوراق بهادار مالزی» نشان دادند که جریان نقد آزاد ممکن است به طور ناکارآمد سرمایه‌گذاری شود که منجر به استفاده غیرمؤثر از دارایی‌ها خواهد شد و همچنین نشان دادند مالکیت مدیریتی و خارجی کنترل بر سودمندی دارایی‌های شرکت را به خصوص با جریان نقد بالا فراهم می‌کنند.

روف و آل‌هارون (۲۰۱۱) در تحقیق خود تحت عنوان «ساختار مالکیت و افشای داوطلبانه در گزارش سالانه بنگلادش» به بررسی ارتباط ساختار مالکیت و میزان افشای داوطلبانه پرداخته است و ساختار مالکیت را با دو متغیر مالکیت نهادی و مدیریتی بررسی کرده است. نتایج بیان میکند که ساختار مالکیتی مدیریتی بالا با میزان افشای داوطلبانه شرکت رابطه منفی و ساختار مالکیت نهادی بالا با میزان افشای داوطلبانه رابطه مثبت دارد. وانگ (۲۰۱۰) در تحقیق خود تحت عنوان «تأثیر جریان نقد آزاد و هزینه نمایندگی در عملکرد شرکت» به بررسی چگونگی وابستگی جریان نقد آزاد با

هزینه نمایندگی و تأثیر آن دو بر عملکرد شرکت پرداخته است. این مطالعه شواهد کافی برای حمایت از تئوری نمایندگی را فراهم می‌کند، به این معنی که هزینه نمایندگی دارای تأثیر منفی قابل توجه بر عملکرد شرکت و بازده سهام است و در مقابل رابطه مثبت قابل توجهی بین جریان وجه نقد آزاد و عملکرد شرکت وجود دارد.

کوئتو (۲۰۰۹) در بررسی «نقد شونددگی بازار و ساختار مالکیت» به این نتیجه رسید که حضور مالکان نهادی در ساختار مالکیت موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد. لی زیبا او جیون (۲۰۰۸) در تحقیق خود در خصوص «عکس العمل بازار درباره ارائه اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام با تمرکز بر هزینه‌های نمایندگی جریان وجه آزاد» در کشور چین به ارزیابی و بررسی اثرات پذیره نویسی ۴۸ اوراق قرضه تبدیل و ۴۳۹ پذیره نویسی سهامدار شرکت‌های بورسی چین پرداخته است. وی در این تحقیق مشاهده کرده است قیمت سهام شرکت‌هایی که از وجوه نقد توزیع شده کمتر و فرصت‌های رشد بیشتری برخوردارند، نسبت به شرکت‌هایی که از وجوه نقد توزیع نشده بیشتر و فرصت‌های رشد کمتری برخوردارند، بیشتر است.

تسای (۲۰۰۷) در تحقیقی «ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها» را برای سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ مورد بررسی قرار داد، این تحقیق نشان داد که سرمایه‌گذاری نهادی در شرکت‌ها ممکن است به سرمایه‌گذاران کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند. افزون بر این مؤسسات مالی مایل هستند تا در شرکت‌های بزرگتر با اهرم مالی کمتر سرمایه‌گذاری کنند. جیکوب (۲۰۰۵) تحقیقی در خصوص «سیاست پرداخت سود سهام، انعطاف‌پذیری مالی و هزینه‌های نمایندگی جریان وجه نقد آزاد» انجام داده است. وی در این تحقیق سیاست پرداخت سود سهام را تحت عنوان یک مکانیزم حاکمیت شرکتی در نظر گرفته است و به این نتیجه رسیده است که سود سهام، هزینه‌های نمایندگی جریان وجه نقد آزاد را به وسیله توزیع وجوه نقد در دسترس محدود می‌سازد.

چیونگ و همکاران (۲۰۰۵) در تحقیق خود تحت عنوان «مدیریت سود، جریان وجه نقد آزاد، نظارت‌های برون سازمانی» ذکر می‌کند که مدیران شرکت‌های دارای رشد اندک و جریان وجه نقد آزاد بالا برای جبران سود کم و یا منفی خود، که به ناچار همراه با پروژه‌های منفی دارای خالص ارزش فعلی منفی است، از اقلام تعهدی اختیاری افزاینده سود استفاده می‌کنند. مایکل وست فالن (۲۰۰۵) در تحقیق خود تحت عنوان «ساختار بهینه سرمایه و هزینه‌های نمایندگی جریان وجه نقد آزاد» به این نتیجه رسیده است که بدهی، و تعهدات برای هزینه‌های نمایندگی جریان وجه نقد آزاد به منزله



پوشش و محافظی می‌باشند مشابه با اثر سپر مالیاتی خود. آنلین چن و همکاران (۲۰۰۵) در تحقیقی با عنوان «تعارض بین نظریه نمایندگی و کنترل شرکت در مالکیت مدیریتی» مطالعه‌ای که روی ۱۳۳ شرکت فعال در بورس تایوان در فاصله‌های سال‌های ۱۹۹۹-۱۹۹۵ در کشور تایوان انجام داد با تمرکز بر ساختار مالکیت و مدیریتی دریافتند، که رابطه بین نوع مالکیت حقوقی و عملکرد بازده سهام شرکت‌ها، یک رابطه مثبت و معناداری است.

جایشن و کومار (۲۰۰۴)، در بررسی که در کشور هند انجام دادند به دنبال بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌ها به این نتیجه رسید که مدیران بیشترین تأثیر را بر عملکرد شرکت داشتند و سهامداران خارجی و شرکت‌های هلدینگ به طور معناداری بر عملکرد شرکت تأثیرگذار هستند. جنسن (۱۹۸۶) در کار تحقیقاتی خود تحت عنوان «هزینه‌های نمایندگی جریان وجه نقد آزاد، تأمین مالی شرکت، قبضه مالکیت» برای اولین بار مشکلات نمایندگی جریان وجه نقد آزاد و اثر تأمین مالی‌های شرکت بر روی آن را مورد بررسی قرار داده است. جنسن در کار تحقیقاتی خود به بررسی نقش بدهی‌ها و تعهدات در تحریک کارایی و بهره‌وری سازمانی پرداخته است. جنسن این چنین پیش‌بینی کرده بود که وقتی مدیران جریان‌های نقدی آزاد بیشتری داشته باشند، رفتارهای فرصت‌طلبانه‌ای از جمله سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها با خالص جریان‌های نقدی کمتر، تلاش برای ایجاد درآمد، انجام هزینه‌های اضافی، تلف کردن عایدی‌ها و مواردی از این قبیل را از خود نشان می‌دهند.

مهرانی، قیومی و مرادی در سال ۱۳۹۱ «رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری» را مورد آزمون قرار دادند. بدین منظور براساس الگوی اولسن از رابطه سود هر سهم با ارزش بازار به عنوان شاخصی از اطلاعات صورت سود و زیان و رابطه ارزش دفتری هر سهم با ارزش بازار به عنوان شاخصی از اطلاعات ترازنامه استفاده شده است. بررسی روابط بین متغیرها پس از کنترل ویژگی‌های خاص شرکت‌ها با استفاده از تحلیل رگرسیون انجام شده است. نتایج بیانگر آن است که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی با مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری، روابط معناداری وجود دارد، ولی جهت این روابط متفاوت است. علوی طبری، رباط میلی و یوسفی اصل در سال ۱۳۹۱ به «تأثیر مسائل نمایندگی ناشی از جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌ها بر قیمت‌گذاری خدمات حسابداری مستقل» پرداخته‌اند. به منظور بررسی ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان‌های نقدی آزاد و حق‌الزحمه حسابداری، شرکت‌های نمونه‌ی تحقیق بر حسب سطوح جریان‌های نقدی و فرصت‌های رشد به چهار گروه تقسیم شدند و سپس ارتباط بین سطح حق‌الزحمه حسابداری گروه‌ها و متغیرهای آزمایشی هزینه‌های نمایندگی مورد سنجش قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که حق‌الزحمه‌ی حسابداری در شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی آزاد آنها

بالا و فرصت‌های رشد آنها زیاد می‌باشد، بالاتر از شرکت‌هایی است که جریان‌های نقدی آزاد آنها پایین اما فرصت‌های رشد بالایی دارند. به علاوه در شرکت‌هایی که جریان نقدی آزاد و فرصت‌های رشد آنها بالا باشد، با افزایش میزان بدهی‌ها میانگین حق‌الزحمه‌ی حسابرسی افزایش می‌یابد. اما بر طبق نتایج حاصل، افزایش میزان سود تقسیمی موجب کاهش مسئله‌ی نمایندگی ناشی از جریان‌های نقدی آزاد نمی‌شود.

مجتهدزاده در سال ۱۳۹۰ تحقیقی در خصوص «رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام داد که در آن معیار مالکیت را میزان مالکیت اعضای هیأت مدیره و معیار هزینه نمایندگی را نسبت هزینه‌های فروش، اداری و عمومی به فروش در نظر گرفته بود. نتایج حاکی از آن است که بین مالکیت مدیریت و هزینه نمایندگی، حسابرسی مستقل و حق‌الزحمه مدیران رابطه‌ای وجود ندارد.

### فرضیه‌ها

جریان وجه نقد آزاد ممکن است این انگیزه را در مدیران ایجاد کند که به جای توزیع آن به صورت نقدی آن را در شرکت نگهداری کنند (جنسن ۱۹۸۶) و با توجه به اینکه مدیران این توانایی را دارند که وجه نقد آزاد را در دارایی‌هایی که منافع شخصیشان را تأمین می‌کند سرمایه‌گذاری کنند (آنگ و همکاران ۲۰۰۰) ممکن است این امر باعث عدم سودمندی دارایی‌ها شود. نتایج تحقیقاتی که اسکندر و همکاران در سال ۲۰۱۲ انجام دادند نشان داده است که جریان وجه نقد آزاد با سودمندی دارایی‌ها رابطه منفی دارد و همچنین شواهد نشان می‌دهد که یک ساختار مالکیت مثل ساختار مالکیت خارجی (بنفرااتل و سمبنل ۲۰۰۳، یوو ۲۰۰۵، دالکیست و ربرتسن ۲۰۰۱)، ساختار مالکیت دولتی (آنگ و دینگ ۲۰۰۶، فنگ، سان و تانگ ۲۰۰۴) و ساختار مالکیت مدیریتی (آنگ و همکاران ۲۰۰۰، سینگ و دیویدسون ۲۰۰۳) و تمرکز مالکیت (اسکندر و همکاران ۲۰۱۲) کنترل سودمندی دارایی‌ها را فراهم می‌کنند.

1. Benfratello & Sembenelli
2. Yoo
3. Dalquist & Robertsson
4. Ang & Ding
5. Feng, Sun, & Tong
6. Ang et al
7. Singh & Davidson
8. Iskandar et al 2012

- فرضیه اول: جریان وجه نقد آزاد بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر دارد.
- فرضیه دوم: مالکیت نهادی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر دارد.
- فرضیه سوم: مالکیت مدیریتی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر دارد.
- فرضیه چهارم: مالکیت بلوکی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر دارد.
- فرضیه پنجم: تمرکز مالکیت نهادی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر دارد.

### روش جمع آوری داده ها جامعه آماری و نمونه روش‌های جمع آوری اطلاعات:

یکی از ضروریات هر مطالعه و پژوهش، اطلاعات مربوط و قابل اتکا، سرعت و سهولت دسترسی به آن می‌باشد. مباحث تئوریک پژوهش از مسیر مطالعه منابع، نشریات، منابع داخلی و خارجی موجود در کتاب‌ها و استفاده از اینترنت و سایت‌های rd، codal، جمع‌آوری شده است. جمع‌آوری اطلاعات با استفاده از اطلاعات اولیه شرکت‌ها بوده است؛ یعنی اطلاعات و داده‌های مورد نیاز تحقیق کلاً از روش کتابخانه‌ای، با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و با مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مطالعه صورت‌های مالی اساسی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران در طی سالهای ۱۳۸۷-۱۳۹۱ بدست آمده‌اند. در این باره علاوه بر مطالعه صورت‌های مالی اساسی، اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی از سایت اطلاعاتی بورس مورد استفاده قرار گرفته است. داده‌های مورد نیاز این تحقیق با استفاده از صورت‌های مالی، ترازنامه سود و زیان و یادداشت‌های همراه توضیحی شرکت‌های مورد مطالعه بوده است که این موارد توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران منتشر گردیده است. این نوع اطلاعات از طریق نرم‌افزار تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین بدست آمده است.

جامعه مطالعاتی پژوهش حاضر در برگیرنده شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران طی سال‌های ۹۱-۸۷ می‌باشد. جهت انتخاب نمونه محوریت‌های زیر بر روی شرکت‌های جامعه آماری اعمال می‌شود.

- ۱- سال‌های آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
- ۲- در طول دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.
- ۳- اطلاعات مورد نیاز شرکت در دوره مورد بررسی موجود باشد.
- ۴- طی سال‌های مالی مذکور زیان ده نباشند.
- ۵- شرکت‌های واسطه‌گری و سرمایه‌گذاری حذف شده باشند.

در نتیجه اعمال شرایط و ملاحظات در نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک، ۷۱ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمون‌ها انتخاب شدند که اسامی آنها در پیوست شماره ۱ درج شده است. دوره تحقیق ۵ سال متوالی می‌باشد بنابراین حجم نهایی نمونه ۳۵۵ سال - شرکت (۷۱\*۵) می‌باشد.

**ابزار گردآوری و تجزیه و تحلیل:** در این تحقیق، روش گردآوری اطلاعات مربوط به ادبیات تحقیق و اطلاعات مربوط به فرضیه‌ها، روش کتابخانه‌ای (شامل اطلاعات موجود در هفته‌نامه‌ها، ماهنامه‌ها و سالنامه‌ها، کتب و مقالات مختلف و نشریات داخلی و خارجی) می‌باشد. اطلاعات مربوط به تئوری تحقیق از طریق مجلات، نشریات داخلی و خارجی گردآوری می‌شود و همچنین داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق از طریق صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده بورس و اوراق بهادار تهران با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و مراجعه به سایت‌های مربوط به گزارش مالی شرکت‌ها از قبیل سایت codal و rdis استخراج شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها، فرآیندی چند مرحله‌ای است که طی آن داده‌هایی که به طرق مختلف جمع‌آوری شده‌اند، خلاصه، دسته‌بندی و در نهایت پردازش می‌شوند تا زمینه برقراری روابط بین داده‌ها و انجام تحلیل‌های علمی به منظور آزمون فرضیه‌ها فراهم شود. در این پژوهش از روش‌های آماری و نرم‌افزار Excell، نرم‌افزار اقتصادسنجی و تحلیل آماری Eviews نسخه ۷ و مینی‌تب نسخه ۱۶ استفاده شد. در ابتدا اطلاعات مربوط به آمار توصیفی شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی تمامی متغیرهای استفاده شده در مدل‌های رگرسیونی ارائه شد. در ادامه به بررسی پیش فرض‌های کلاسیک استفاده از الگوی رگرسیون خطی چندگانه مانند ایستایی، پایایی، عدم همخطی، همسانی واریانس، تشخیص مدل مناسب، عدم خودهمبستگی و معنادار بودن مدل‌های رگرسیونی مورد بررسی قرار گرفت.

#### ASSET-

$$UT = B_0 + B_1 INS_{it} + B_2 BO_{it} + B_3 CON_{it} \times B_4 MGT_{it} + B_5 FCF_{it} + B_6 SIZE_{it} + B_7 DEBT_{it} + B_8 ROA_{it} + \varepsilon$$

(اسکندر، بوکت و سنیوسی ۲۰۱۲)

INS: مالکیت نهادی شرکت  $i$  در سال  $t$ ;  $BO$ : مالکیت بلوکی شرکت  $i$  در سال  $t$

CON: تمرکز مالکیت نهادی شرکت  $i$  در سال  $t$ ;  $MGT$ : مالکیت مدیریتی شرکت  $i$

در سال  $t$

FCF: جریان نقدی آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$ ;  $SIZE$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$

DEBT: مجموع بدهی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  ROA: نرخ بازده دارایی‌های شرکت  $i$

در سال  $t$

در مراحل مختلف اجرای تحقیق مفروضاتی به شکل ذیل حاکم است که بدون آنها امکان انجام تحقیق وجود ندارد یا اینکه با اشکال مواجه شده است. در پژوهش حاضر ساختار مالکیت را از چهار جنبه اساسی مورد بررسی قرار خواهیم داد و بر اساس آنها ساختار مالکیت را مورد سنجش قرار خواهیم داد که به شرح زیر می‌باشد:

**مالکیت نهادی<sup>۱</sup>:** طبق بند ۲۷ ماده یک قانون بورس

\* هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند. بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی، شرکت‌های دولتی.

**مالکیت مدیریتی<sup>۲</sup>:** بیانگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیأت مدیره است. (مجتهدزاده، ۱۰، ۱۳۹۰)

**مالکیت بلوکی<sup>۳</sup>:** درصد سهام تحت تملک مالکان عمده دارای بیست یا بیشتر از بیست درصد سهام یک شرکت می‌باشند. (قربانی و همکاران، ۱۳۹۲، ۵۳)

**تمرکز مالکیت<sup>۴</sup>:** مجموع مربعات نسبت سهام تحت اختیار حداکثر پنج سهامدار نهادی که طبق شاخص هرفیندال هریشمن<sup>۵</sup> محاسبه گردیده است. این شاخص یک شاخص اقتصادی است که برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده می‌گردد. بدین ترتیب که درصد سهم بازار هر یک از عرضه کنندگان به توان ۲ رسیده و سپس با هم جمع می‌شوند. حاصل که بین صفر و یک است، هر چه قدر به ۱ نزدیکتر باشد بیانگر تمرکز و در مقابل هر چقدر به صفر نزدیکتر باشد نشان دهنده عدم تمرکز خواهد بود. (حساس یگانه و دیگران، ۱۳۸۷) (فضل‌زاده و همکاران، ۱۳۸۸، ۱۷)

**جریان نقدی آزاد<sup>۶</sup>:** جریان وجه نقد آزاد نشان دهنده پول نقدی است که مدیران به وسیله تقویت آن می‌توانند بر ارزش شرکت خود بیفزایند. برای ارزیابی عملکرد شرکت از طریق معیار جریان وجه نقد آزاد

1. Institutional Ownership
2. Managerial Ownership
3. Blok Ownership
4. Ownership Concentration
5. Herfinal- Hirshman Index
6. Free cash flow

ابتدا بایستی عوامل مؤثر بر این معیار مثل سود، هزینه استهلاک دارایی مشهود، سود تقسیمی، هزینه تأمین مالی، مالیات بر درآمد و سایر موارد مشابه دیگر را شناسایی و مورد تجزیه و تحلیل قرار داد (رضوانی راز و همکاران ۱۳۸۵، ۹۵). **سودمندی دارایی‌ها**<sup>۱</sup>: دارایی‌هایی را که قادر به تولید هستند و چیزی که در واقع آنها تولید می‌کنند را اندازه‌گیری می‌کند و بر عکس عدم سودمندی دارایی‌ها به زبان حاصل از سرمایه‌گذاری که ناشی از استفاده ناکارآمد از دارایی‌ها می‌باشد اشاره دارد (الیس ۱۹۹۸)<sup>۲</sup> و همچنین در تحقیق آنگ و همکاران (۲۰۰۰) و اسکندر و همکاران (۲۰۱۲، ۷۶) نشان دهنده میزان درآمد به ازای هر ریال سرمایه‌گذاری است که به استفاده بهینه از دارایی‌ها نسبت داده شده است.

**اندازه**<sup>۳</sup>: برابر است با لگاریتم طبیعی فروش شرکت (اسکندر و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲، ۷۸).  
**نسبت بدهی**<sup>۵</sup>: مجموع بدهی‌ها، که برابر است با کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها (درن هنری<sup>۶</sup>، ۲۰۱۰، ۳۰).

**بازده دارایی**<sup>۷</sup>: بازده دارایی‌ها، که برابر است با سود خالص پس از کسر مالیات تقسیم بر کل دارایی‌ها دارایی‌ها (پینوو ۱۳۸۳)، (صحت و همکاران ۱۳۹۰، ۱۲۴).

### شاخص‌های توصیفی متغیرها

شاخص‌های مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش حاضر، تلفیقی از سری‌های زمانی و مقطعی در دوره زمانی پنج ساله پژوهش بوده و تعداد مشاهدات سال-شرکت و بر اساس داده‌های ترکیبی متوازن، ۳۵۵ مشاهده می‌باشد که جهت آشکار شدن ماهیت داده‌های پژوهش آمار توصیفی آنها در جدول (۴-۱) ارائه شده است.

- 
1. Asset Utilization
  2. Ellis
  3. Size
  4. Iskandar et al
  5. Debt
  6. Henry
  7. ROA

### جدول ۴-۱ شاخص‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

شاخص	نماد	تعداد	کمینه	بیشینه	میان	میانگین	انحراف معیار
سودمندی دارایی‌ها	ASSETUT	۳۵۵	۰/۰۸	۱۳۸/۲۲	۴/۴۱	۶/۰۳	۸/۶۸
جریان نقدی آزاد	FCF	۳۵۵	-۱/۴۷	۰/۳۷	۰/۰۶	۰/۰۶	۰/۱۲
مالکیت نهادی	INS	۳۵۵	۰/۰۰	۰/۹۹	۰/۷۸	۰/۷۱	۰/۲۵
مالکیت مدیریتی	MGT	۳۵۵	۰/۰۰	۰/۹۹	۰/۷۰	۰/۶۳	۰/۲۷
مالکیت بلوکی	CONC	۳۵۵	۰/۰۰	۰/۹۹	۰/۵۶	۰/۵۴	۰/۲۶
تمرکز مالکیت نهادی	INSCONCE	۳۵۵	۰/۰۰	۰/۹۸	۰/۳۰	۰/۳۳	۰/۲۴
اندازه شرکت	SIZE	۳۵۵	۱۰/۶۷	۱۸/۰۷	۱۳/۱۳	۱۳/۱۸	۱/۲۲
نسبت بدهی	DEBT	۳۵۵	۰/۱۹	۰/۸۹	۰/۶۱	۰/۶۰	۰/۱۵
بازده دارایی‌ها	ROA	۳۵۵	۰/۲۲	۶۲/۰۴	۱۰/۰۳	۱۱/۸۳	۹/۳۶

### - آزمون نرمال بودن داده‌های پژوهش:

یکی از مهمترین پیش‌فرض‌های رگرسیون کلاسیک، نرمال بودن باقیمانده‌های مدل است. در پژوهش حاضر به منظور آزمون نرمال بودن داده‌ها از آزمون نرمال بودن جملات پسماند که در مطالعات قبلی (مهرانی و رستایان، ۱۳۸۸) نیز به کار رفته بر اساس محاسبه نرم‌افزار Eviews استفاده شده است. در این راستا از آزمون جارک-برا در سطح اطمینان ۰/۹۵ استفاده شد. قبل از برآورد مدل، ابتدا باید پایایی متغیرهای پژوهش را مورد بررسی قرار داد. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. آزمون‌های پایایی از جمله مهم‌ترین آزمون‌ها برای برآورد یک رگرسیون با ضرایب قابل اعتماد است. در تعیین پایایی داده‌های پانلی، آزمون‌های متفاوتی وجود دارد. در این پژوهش برای بررسی پایایی متغیرها از آزمون لوین، لین و جو (LLCH) استفاده شده است. در جدول (۴-۲) نتایج به دست آمده از آزمون پایایی لوین، لین و چو ارائه شده است.

جدول ۴-۲ نتایج آزمون پایایی متغیرهای پژوهش (Levin, Lin & Chu Unit Test)

متغیرها	نماد	آماره لوین، لین و چو (Statistik) (LLch)	احتمال آماره لوین، لین و چو (Prob) (LLch)
سودمندی دارایی‌ها	ASSETUT	-۵/۹۸	۰/۰۰
جریان نقدی آزاد	FCF	-۱۵/۷۲	۰/۰۰
مالکیت نهادی	INS	-۴۳/۲۸	۰/۰۰
مالکیت مدیریتی	MGT	-۷/۱۵	۰/۰۰
مالکیت بلوکی	CONC	-۱۲/۹	۰/۰۰
تمرکز مالکیت نهادی	INSCONCE	-۹۱/۹۱	۰/۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۳/۵۱	۰/۹۹
نسبت بدهی	DEBT	-۳/۰۹	۰/۱۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	-۴۷/۱۱	۰/۰۰

با توجه به جدول فوق نتایج آزمون حاکی از آن است که به جز متغیر مداخله‌گر اندازه شرکت، کلیه متغیرهای پژوهش در سطح معنی‌داری ۰/۰۵ در طی قلمرو زمانی پژوهش در سطح پایا بوده‌اند. بنابراین نتایج از روش آماری مدل‌های رگرسیونی پژوهش قابل اعتماد است از دیگر پیش‌فرض‌های مدل رگرسیون خطی این بود که جملات پسماند رگرسیون دارای واریانس همسان باشند. از میان روش‌های متعدد برای کشف ناهمسانی واریانس، در این پژوهش از آزمون‌های وایت و بارتلت استفاده شد که نتایج آنها به شرح جدول زیر می‌باشد:



### جدول ۳-۴ نتایج آزمون‌های ناهمسانی واریانس

نام آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی (df)	احتمال (Prob)	نتیجه آزمون
وایت (White)	۰/۸۹	(۱۸۹ و ۲۳)	۰/۶۸	ناهمسانی واریانس وجود ندارد
بارتلت (Bartlett)	۵/۸۶	۴	۰/۲۱	ناهمسانی واریانس وجود ندارد

نتایج به دست آمده در جدول (۳-۴) نشان می‌دهد که با توجه به سطح معنی‌داری در آزمون‌های مذکور که بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است لذا هر دو آزمون مذکور برای رگرسیون خطی نتایج یکسانی به همراه داشته و حاکی از همسانی واریانس است و ملاحظه گردید که بین جملات اخلاص مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

**آزمون هم خطی:** برای بررسی وجود وابستگی خطی بین متغیرهای مستقل، در پژوهش حاضر از آزمون تolerانس (Tolerance) و شاخص دیگری به نام عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. جدول (۴-۴) نتایج بررسی هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش را نشان می‌دهد.

### جدول ۴-۴ بررسی همخطی میان متغیرهای مستقل پژوهش

آماره هم خطی (Collinearity Statistics)		مدل ۱	
VIF	Tolerance	نماد	
۱/۲۵	۰/۸۰	FCF	جریان نقدی آزاد
۱/۰۴	۰/۹۶	INS	مالکیت نهادی
۲/۴۶	۰/۴۱	MGT	مالکیت مدیریتی
۲/۳۱	۰/۴۳	CONC	مالکیت بلوکی
۱/۰۱	۰/۹۹	INSCONCE	تمرکز مالکیت نهادی
۱/۱۸	۰/۸۵	SIZE	اندازه شرکت
۱/۷۹	۰/۵۶	DEBT	نسبت بدهی
۲/۰۴	۰/۴۹	ROA	بازده دارایی‌ها

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۴-۴) مشاهده می‌شود که آماره VIF کمی از یک بالاتر است که هم خطی ضعیفی را بین متغیرهای مستقل پژوهش نشان می‌دهد. از طرفی این مقدار بین بازه بهینه پیش فرض که کمینه آن ۱ و بیشینه آن کوچک‌تر از ۵ بوده قرار دارد که در حالت کلی عدم هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش را نشان می‌دهد. مقدره آماره تلرانس بیش از ۰/۴ بوده و نزدیک به صفر نمی‌باشد که برای پذیرفتن عدم هم خطی مناسب است.

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به دنبال تبیین رابطه میان متغیرهای مستقل و وابسته هستیم. بدین منظور از مدل رگرسیونی چند متغیره که متغیرهای مستقل و وابسته را به هم مربوط می‌سازد استفاده خواهیم کرد. در ادامه مدل کلی رگرسیونی پژوهش جهت انتخاب الگوی مناسب برای آزمون فرضیه‌های پژوهش بیان می‌گردد.

#### مدل رگرسیون برای آزمون فرضیه‌های پژوهش:

ASSETUT=

$$\beta_0 + \beta_1 * FCF + \beta_2 * INS + \beta_3 * MGT + \beta_4 * BO + \beta_5 * INSCONCE + \beta_6 * SIZE + \beta_7 * DEBT + \beta_8 * ROA + \epsilon$$

ASSETUT: سودمندی دارایی‌ها FCF : جریان نقدی آزاد INS: مالکیت

نهادی MGT: مالکیت مدیریتی

BO: مالکیت بلوکی INSCONCE: تمرکز مالکیت نهادی SIZE: اندازه

شرکت DEBT: نسبت بدهی ROA: بازده دارایی‌ها  $\epsilon$ : خطای برآورد

بدین منظور از الگوی داده‌های ترکیبی برای برآورد ضرایب و آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود که در ادامه به تشخیص مدل مناسب جهت دستیابی به نتایج دقیق‌تر حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌پردازیم.

### آزمون تشخیص مدل و انتخاب الگوی مناسب

اطلاعات آماری پژوهش حاضر ترکیبی از سری‌های زمانی و مقطعی می‌باشد. بنابراین با توجه به ترکیبی بودن داده‌های پژوهش ابتدا آزمون F لیمر به منظور انتخاب شیوه تخمین مدل مناسب از

بین دو راهکار تلفیقی (Pooling) و تابلویی (Panel) انجام می‌شود. فرضیه صفر این آزمون بیانگر آن است که مقاطع مورد بررسی همگن می‌باشد و استفاده از داده‌های تلفیقی مناسب‌تر است. رویه مذکور برای تخمین تک‌تک مدل‌های پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرد. جدول (۴-۵) نتایج این آزمون را نشان می‌دهد.

جدول ۴-۵ نتایج آزمون F لیمر

ASSETUT= $\beta_0+\beta_1*FCF+\beta_2*INS+\beta_3*MGT+\beta_4*BO+\beta_4*CONCE+\beta_4*INSCONCE+\beta_5*SIZE+\beta_6*DEBT+\beta_7ROA+\epsilon$				مدل ۱
نتیجه آزمون	احتمال آماره آزمون (Prob)	درجه آزادی (df)	آماره آزمون	نوع آزمون
استفاده از داده‌های تابلویی (Panel)	۰/۰۰۰۰	(۶۰، ۲۳۶)	۱۰ /۹۶۶۲۳۷	F لیمر (section-cross) (Cross)

با توجه به جدول فوق نتایج حاکی از آن است که احتمال آماره آزمون F برابر ۰/۰۰ بوده و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین نتیجه این آزمون بیانگر این است که مقاطع مورد بررسی ناهمگن بوده و دلیل کافی برای رد فرضیه H0 آزمون داشته و لذا استفاده از روش داده‌های تابلویی (Panel) مناسب‌تر است.

بنابراین به دلیل عدم انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در مقابل داده‌های تابلویی، به منظور گزینش مناسب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. جدول (۴-۶) نتایج این آزمون برای انتخاب روش اثرات ثابت در برابر روش اثرات تصادفی را نشان می‌دهد.

جدول ۴-۶ نتایج آزمون هاسمن (Hausman Test)

ASSETUT= $\beta_0+\beta_1*FCF+\beta_2*INS+\beta_3*MGT+\beta_4*BO+\beta_4*INSCONCE+\beta_5*SIZE+\beta_6*DEBT+\beta_7ROA+\epsilon$				مدل ۱
نتیجه آزمون	احتمال آماره آزمون (Prob)	درجه آزادی (df)	آماره خی‌دو	نوع آزمون
استفاده از روش اثرات تصادفی	۰/۰۶۱۹	۸	۱۴ /۸۵۹۵۶۵	هاسمن (Hausman)

نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد که احتمال آماره آزمون بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ و حاکی از دلیل کافی برای رد فرضیه H0 آزمون مبنی بر استفاده از الگوی اثرات تصادفی نمی‌باشد. بنابراین برای برآورد مدل رگرسیونی پژوهش در سطح اطمینان ۰/۹۵ از الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، پژوهشگر به دنبال بررسی رابطه میان متغیرهای مستقل و متغیر وابسته (سودمندی دارایی‌ها) است. در این راستا ابتدا پیش‌فرض‌های لازم مانند معناداری کل مدل رگرسیون با استفاده از آزمون F و عدم خودهمبستگی میان جملات اخلاص رگرسیون با استفاده از آزمون دوربین-واتسون صورت گرفت. جدول (۴-۷) مقدار ضرایب و نتایج آزمون‌های رگرسیون خطی فرضیه‌های پژوهش را با متغیر وابسته سودمندی دارایی‌ها نشان می‌دهد.

جدول ۴-۷: ضرایب و برآورد مدل رگرسیونی فرضیه‌های پژوهش (Method: Panel Least Squares)

شاخص‌های آماری متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال آماره t (Prob)
ضریب ثابت	C	-۳/۳۷۶۵۲۷	-۳/۶۷۳۹۵۶	۰/۰۰۰۳
جریان نقدی آزاد	FCF	۰/۰۲۹۲۸۲	۰/۰۶۲۰۰۹	۰/۹۵۰۶
مالکیت نهادی	INS	-۰/۰۰۶۸۵۹	-۰/۶۹۳۱۵۳	۰/۴۸۸۹
مالکیت مدیریتی	MGT	-۰/۲۹۵۹۶۸	-۰/۶۸۳۴۴۵	۰/۴۹۵۰
مالکیت بلوکی	CONC	۱/۴۵۲۹۵۹	۳/۳۸۵۷۱۶	۰/۰۰۰۸
تمرکز مالکیت نهادی	INSCONCE	۰/۰۰۳۱۸۷	۰/۱۸۱۱۸۷	۰/۸۵۶۴
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۴۷۶۲۷	۲/۴۳۲۸۵۴	۰/۰۱۵۷
نسبت بدهی	DEBT	-۰/۸۸۴۹۹۵	۱/۹۲۶۴۷۸	۰/۰۵۵۳
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۲۲۸۷۷	۳/۲۲۰۹۹۲	۰/۰۰۱۵
اتو رگرسیون مرتبه اول	AR (1)	۰/۸۰۹۵۶۱	۲۲/۱۴۱۷۳	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین R2	ضریب تعیین تعدیل شده R2	آماره دوربین-واتسون	آماره F	احتمال آماره F (Prob)
۰/۶۸۲۴۴۹	۰/۶۷۰۲۳۵	۲/۲۲۱۲۱۷	۵۵/۸۷۶۴۹	۰/۰۰۰۰

- در یک نگاه کلی نتایج حاصله از آزمون فرضیه‌های پژوهش در جدول (۴-۸) ارائه شده است.

جدول (۴-۸): خلاصه یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش

مقایسه با یافته‌های تحقیقات پیشین	نتیجه آزمون	سطح معنی‌داری (P-Value)	آماره t	مؤلفه‌های آماری فرضیه‌های پژوهش
مغایر با پژوهش اسکندر و همکاران (۲۰۱۲)	رد شد	۰/۹۵	۰/۰۵	فرضیه اول: جریان نقدی آزاد شرکت-های نمونه بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر دارد
مطابق با پژوهش کرنر و همکاران (۲۰۰۳)	رد شد	۰/۴۸	-۰/۶۹	فرضیه دوم: مالکیت نهادی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر دارد
مغایر با پژوهش اسکندر و همکاران (۲۰۱۲)	رد شد	۰/۴۹	-۰/۶۸	فرضیه سوم: مالکیت مدیریتی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر دارد
مطابق با پژوهش فرانکفترتر و همکاران (۲۰۰۳)	تأیید شد	۰/۰۰۸	۳/۳۸	فرضیه چهارم: مالکیت بلوکی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر دارد
مغایر با اسکندر و همکاران (۲۰۱۲)	رد شد	۰/۸۵	۰/۱۸	فرضیه پنجم: تمرکز مالکیت نهادی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر دارد
احتمال آماره F	آماره F	آماره دوربین - واتسون		ضریب تعیین
۰/۰۰	۵۵/۸۷	۲/۲۲		۰/۶۸

### نتیجه گیری

با توجه به این که هدف اصلی این پژوهش بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و جریان نقدی آزاد با سودمندی دارایی‌ها در بازار بورس اوراق بهادار تهران می باشد، تأثیر ساختار مالکیت با توجه به چهار جنبه اساسی بررسی شد که خلاصه نتایج نشان دهنده این است که:

۱- جریان نقدی آزاد شرکت‌های نمونه بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر معناداری ندارد. ۲- مالکیت نهادی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر معناداری ندارد. ۳- مالکیت مدیریتی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر معناداری ندارد.

۴- مالکیت بلوکی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر معناداری دارد. ۵- تمرکز مالکیت نهادی بر سودمندی دارایی‌ها تأثیر معناداری ندارد.

**پیشنهاد‌های تحقیق:** پس از انجام مراحل یک تحقیق علمی، اگر تحقیق در یک روند سیستماتیک و پژوهشگرانه صورت گرفته باشد محقق می‌تواند نظراتی را هم در مورد یافته‌ها و نتایج تحقیق و هم راهکارها و پیشنهادهایی را به منظور بهبود و بسط پژوهش‌های آتی بیان کند. بدین سبب در ادامه، پیشنهادهایی مطابق با نتایج تحقیق و همچنین برای پژوهش‌های آتی ارائه می‌شود.

## منابع

- ۱- حساس یگانه، ی؛ اسکندر هدی مرادی (۱۳۸۷) "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، ۱۰۷-۱۲۲.
- ۲- خاکی، غ (۱۳۸۸) "روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی"، چاپ پنجم، انتشارات بازتاب.
- ۳- کرمانی، ا، (۱۳۸۶) "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه تهران.
- 4- Anline chen & Lanfeng Kao.(2005) "The conflict between agency theory and corporate control on managerial ownership: The evidence from Taiwan Ipo.
- 5- Chen,X,Harford , J.,Li,K.,(2007), "Monitoring which institutions matter?"Jurnal Of Financial Economics,86:279-305".
- 6- Cueto,Diego C.,(2009), "market Liquidity and ownership Structure with weak protection for minority shareholders:evidence from brazil and chile".working paper.http://ssrn.com.
- 7- Iskandar ,T.M,Bukit,R.B and Sanusi ,Z,(2012), "The Moderating Effect of ownership Structure on the Relationship Between Free Cash Flow and Asset Utilisation ", Journal of Accounting and Finance.No 1.pp,68-89.
- 8- Lesek bohdanowicz, grzegorz urbane (2013), "The IMPACT OF OWNERSHIP STRUCTURE ON INTELLECTUAL CAPITAL EFFICIENCY:EVIDENCE FROM POLISH EMERGING MARKET" ssrn.
- 9- Mendelson ,H.TI Tunca.(2004), " Strategic trading,liquidity,and information acquisition".Reviwe of Financial Studies.
- 10- Muller,E.and A. Spitz ,(2006), "Managerial Ownership and Company performance in German small and Medium-Sized PrivateEnterprises."German Economic Review.Issu 2, pp.2-18.
- 11-Najjar,B.and Taylor P.(2008), "The Relationship between Capital Structure and Ownreship Structure ",Managerial Finance ,Vol.12,pp.919-993.

- 12- Paul,A.G.David ,H.L.and Yuan,S.,(2009),”Agency Problems and Audit Fees: Further Test of the Free Cash Flow Hypothesis,”Juournal of Accounting and Finance ,volume 50,Issue2,pp.321-350.
- 13- Richardson,s,(2006),Over – investment of free cash flow”.review of accounting studies,11:159-189.
- 14- Rose ,C.(2005).Managerial Ownership and Firm performance in listed Danish Firms : In Search of Missing Link. European Management Journal.No.5.pp.542- 553.
- 15- Rouf ,A and Alharun A,(2011),”ownership Structure and Voluntary Disclosure in Annual Reports of Bangladesh “ Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences **VOL.5,ISSUE:1**pp.129.139.
- 16- Saleh,N.M,Abdul Rahman M,Sabri Hassan,m,(2008),Ownership Structure and Intellectual Capital performance in Malaysian Companies listed on MESDAQ”.Asian Academy of Management Juournal of Accounting and Finance, Vol.5,No,1.pp1-29.
- 17- Thomsen ,S and Pedersen,T.(2000) ,Ownership Structure and economic performance in the largest European companies “.Strategic Management Journal , 21:689-705.