**بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایهگذاری مازاد و ارزش نهایی سطح نگهداشت وجه نقد**

**چکیده:**

هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایهگذاری مازاد و ارزش نهایی وجه نقد نگهداری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جهت این منظور اثر متغیرهای تغییرات سود عملیاتی، تغییرات هزینه مالی، اهرم مالی و خالص تامین مالی نیز کنترل شده است. از رگرسیون چند متغیره جهت آزمون فرضیههای پژوهش استفاده شده است. نمونه آماری پژوهش حاضر شامل 95 شرکت طی سالهای 1386-1394 است. نتایج حاصل از آزمون فرضیههای پژوهش نشان میدهد که ارزش نهایی وجه نقد نگهداری شده در شرکتهای با سرمایهگذاری مازاد و سرمایهگذاری کم متفاوت است. علاوه بر این بین بیش سرمایهگذاری و ارزش نهاییوجه نقد نگهداری شده رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد، و همچنین متغیر تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی باعث تعدیل و تشدید رابطه بیش سرمایهگذاری و ارزش نهاییوجه نقد نگهداری شده؛ میشود.

**واژههای کلیدی:** مازاد سرمایهگذاری، حاکمیت شرکتی، ارزش نهایی وجه نقد نگهداری شده، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی.

مقدمه:

نتایج مطالعات پیشین حاکی از آن است که بین مخارج سرمایه‌ای و جریان نقد ارتباط مستقیم وجود دارد. (برای مثال؛ فازاری[[1]](#footnote-1) و همکاران، 1988؛ هوبارد[[2]](#footnote-2) ، 1998). به‌طور مشابه، ریچاردسون[[3]](#footnote-3) (2006) معتقد است که سرمایه‌گذاری اضافی در شرکت‌هایی رخ می دهد که جریان نقد آزاد بالایی دارند، و این موضوع منجر به تشدید مشکلات نمایندگی و متعاقباً انجام مخارج بی‌فایده توسط مدیریت در شرکت های مذکورشده است (جنسن[[4]](#footnote-4) ، 1986؛ استولز[[5]](#footnote-5) ، 1990). ازطرف دیگر وجه نقد اضافی، منابع تحت کنترل مدیریت را افزایش می‌دهد در این میان ممکن است منابع مذکور در پروژه‌های فاقد دستاورد مشخص مصرف شودکه در نهایت کاهش ارزش ثروت سهامداران را به همراه خواهد داشت (جنسن و مکلینگ ، 1976). حال با درک رابطه بین جریان نقد آزاد و سرمایه‌گذاری اضافی، باید به این مسئله توجه شود که بازار، چه ارزشی را برای نگهداشت وجه نقد قائل است و این ارزش‌گذاری، چگونه با توجه به تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت، تغییر می‌کند.

همانطور که توسط جنسن و مکلینگ (1976) و مایرز و راجان (1998) بیان شده است، نگهداشت وجه نقد ممکن است وجوهی را برای مدیران به‌منظور سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای بازدهی پایین در راستای کسب منافع شخصی به‌جای افزایش ارزش سهامداران، فراهم آورد. هانسون[[6]](#footnote-6) (1992) و اسمیت و کیم[[7]](#footnote-7) (1994) نیز به این نتیجه رسیدند که جریان نقد آزاد اضافی منجر به کاهش بازدهی سهام می‌گردد. نتایج مذکور را این‌طور می‌توان تفسیر کرد که سطوح بالای جریان نقد آزاد اضافی، تخریب‌کننده ارزش شرکت است. این نتایج نشان می‌دهند که ارتباطی قابل توجه بین فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت و ارزش نگهداشت وجه نقد وجود دارد.

موضوع دیگر مورد بررسی در مطالعه حاضر، تأثیری است که حاکمیت شرکتی می‌تواند بر رابطه سرمایه‌گذاری اضافی و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد داشته باشد. مطالعات متعددی استدلال نموده‌اند که شرکت‌های دارای راهبری و حاکمیت ضعیف، ذخایر وجه نقد بیشتری را در قیاس با شرکت‌های دارای راهبری و حاکمیت مناسب دارند (برای مثال؛ کلاسنز[[8]](#footnote-8) و همکاران، 2002؛ لاپورتا[[9]](#footnote-9) وهمکاران، 2002؛ دیتماز[[10]](#footnote-10) و همکاران، 2003؛ لینز[[11]](#footnote-11) ، 2003). علاوه براین، پینکویتز[[12]](#footnote-12) و همکاران (2006) و پینکویتز و ویلیامسون[[13]](#footnote-13) (2007) دریافتند که ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت در کشورهایی که حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران در ان‌ها ضعیف است، کمتر است. به‌طور مشابه، دیتمار و مارت-اسمیت (2007) نشان دادند که ساختار حاکمیت شرکتی مناسب، مشکلات نمایندگی در رابطه با نگهداشت وجه نقد اضافی را کاهش داده و متعاقباً ارزش هر دلار اضافی نگهداشت وجه نقد را می‌افزاید. گروه دیگری از مطالعات نیز بر اثر کاهشی حاکمیت شرکتی بر سرمایه-گذاری اضافی و جریان نقد آزاد تأکید داشته‌اند. برای مثال، ریچاردسون (2006) خاطرنشان نمود شرکت‌هایی که سهامداران فعال کمتری دارند، سرمایه‌گذاری اضافی و جریان نقد آزاد بیشتری خواهند داشت. بنابراین، حاکمیت شرکت می‌تواند مشکلات نمایندگی مرتبط با سرمایه‌گذاری اضافی و جریان نقد آزاد را کاهش داده و متعاقباً این انتظار می‌رود که تأثیر منفی سرمایه‌گذاری اضافی بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد را نیز تسکین دهد. بنابراین تحقیق حاضر به دنبال بررسی تاثیر **حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایهگذاری مازاد و ارزش نهایی وجه نقد نگهداری شده در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران** است.

***مبانی نظری***

*با توجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده است، خصوصاً در کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات عدیدهای روبرو میباشند، این کشورها، جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی خود میباشند. دراین‌باره، یکی از راهکارهای مهم ، بسط و توسعه سرمایهگذاری است (تهرانی و نوربخش، 1385). با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایهگذاری، افزایش کارایی سرمایهگذاری از جمله مسائل مهم است. کارایی سرمایهگذاری، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایهگذاری در آن بیشتر از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایهگذاری) و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایهگذاری) (مدرس و حصار زاده، 1387).*

واحدهای تجاری، همواره با فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی روبه‌رو می‌شوند و نیازمند تصمیم‌گیری منطقی نسبت به یک سرمایه‌گذاری بهینه هستند. درواقع، سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت بگیرد. اما مسئله اصلی، انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری به‌وسیله مدیران واحدهای تجاری است که بر اساس منافع شخصی آن‌ها صورت می‌گیرد. به‌عبارتی‌دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع مانع انجام یک سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (یانگ و جیانگ، 2008). ازاین‌رو واحدهای تجاری برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، موردتوجه قرار دهند (مدرس و حصارزاده، 1387). این امر از طریق روش‌های ارزشیابی طرح‌ها از جمله ارزش فعلی خاص انجام می‌شود. طبق این روش سرمایه‌گذاری در یک یا چند طرح در صورتی توجیه‌پذیر خواهد بود که ارزش فعلی خالص آن طرح، مثبت باشد. بنابراین پذیرش طرح‌هایی باارزش فعلی خالص منفی، منجر به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و درنتیجه بهینه نبودن سرمایه‌گذاری می‌شود (وردی، 2006). یکی از عوامل مؤثر در ایجاد سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، جزیان وجه نقد آزاد در واحد تجاری است. مدیران در واحدهای تجاری که جریان نقد آزاد بالایی دارند، در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که بازده غیر پولی را به وجود می‌آورد و موجب گسترش سرمایه‌گذاری واحد تجاری و درنتیجه سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد می‌شود (جنسن، 1986).

**پیشینه پژوهش**

چن و سو (2010) به بررسی ارتباط میان معاملات با اشخاص وابسته و عملکرد شرکت پرداختند آن‌ها برای اندازه‌گیری تأثیر حاکمیت شرکتی از معیار استقلال هیئت‌مدیره استفاده و فرض کردند تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر عملکرد شرکت، متأثر از سازوکارهای حاکمیت شرکتی است. نتایج نشان داد سازوکارهای حاکمیت شرکتی، این معاملات را از معاملات فرصت‌طلبانه به معاملات کارا تغییر می‌دهد و استقلال حیات مدیره، در این معاملات نقش تعدیل‌کننده را بازی می‌کند.

کلیگ و می هیو (2014) با بررسی 1500 شرکت از شرکت‌های P&S در سال‌های 2011،2004 به رابطه مثبت بین معاملات با اشخاص وابسته و تجدید ارائه صورت‌های مالی رسیدند آن‌ها دریافتند که وقتی شرکت درگیر معاملات با اشخاص وابسته می‌شوند احتمال تجدید ارائه صورت‌های مالی 15 درصد افزایش می‌یابد

هوانگ و همکاران[[14]](#footnote-14) (2015)،در پژوهش به بررسی بیش سرمایه گذاری، ارزش نهایی وجه نقد نگهداری شده و حاکمیت شرکتی پرداختند. نمونه آنها بالغ بر 615 شرکت از بین شرکت های تایوانی بود ،که از آزمون رگرسیون داده ترکیبی و همبستگی پیرسون برای آزمودن فرضیات پژوهش استفاده کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که ارزش نهایی وجه نقد در شرکت های بیش سرمایه گذاری نسبت به شرکت های کم سرمایه گذار، بیشتر است.

لی و پارک (2016) در پژوهشی با عنوان آیا محدودیت‌های مالی و راهبری هیئت‌مدیره در کاهش نگرانی‌های نمایندگی در مورد نگهداشت وجه نقد نقش مهمی ایفا می‌کنند؟، به این نتیجه رسیدند که راهبری هیئت‌مدیره شرکت برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمتر، بیشتر منجر به کاهش نگرانی‌های نمایندگی در مورد نگهداشت وجه نقد می‌گردد و همچنین محدودیت مالی کمتر شرکت‌ها، راهبری هیئت‌مدیره شرکت را افزایش می‌دهد و نیز در پذیرش بیشتری با استانداردهای راهبری هیئت‌مدیره می‌باشد. نتایج آنان در کل بیانگر وابستگی محدودیت مالی با حاکمیت هیئت‌مدیره و نگهداشت وجه نقد می‌باشد.

ثقفی و همکاران (1390) به مطالعه ارتباط بین کیفیت اطلاعات حسابداری، جریان وجوه نقد آزاد و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد پرداختند. نتایج به‌دست‌آمده حاکی از آن بود که هرچه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسئله‌ی سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد کمتر به وجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا بیشتر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به‌مراتب بیشتر است.

مراد زاده فرد و همکاران (1391) به بررسی رابطه‌ی بین پاداش حیات مدیره و مالکیت نهادی با مدیریت سود پرداختند. آن‌ها از طریق سنجش مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی اختیاری و با استفاده از مدل جونز در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی 1381-1384 به این نتیجه رسیدند که بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود رابطه‌ی منفی وجود دارد به‌عبارت‌دیگر، با افزایش درصد مالکیت نهادی سهام، انعطاف‌پذیری شرکت برای مدیریت اقلام تعهدی کاهش می‌یابد.

سرلک و اکبری (1392) به بررسی رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران پرداختند نتایج این پژوهش حاکی از آن بود که وجود مسئله نمایندگی در رابطه با معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند موجب از دست رفتن ثروت سهامداران شود و مدیر برای سرپوش گذاشتن روی این انتقال ثروت ممکن است به مدیریت سود اقدام کند.

اسماعیل زاده مقری و همکاران (1394) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان وجه نقد آزاد و مدیریت استفاده بهینه از دارایی‌ها پرداختند. نتایج این پژوهش بیانگر آن بود که مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی در سطح کل صنایع و به تفکیک بر رابطه منفی بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها اثر معکوس داشته است. همچنین نتایج نشان داد که مالکیت شرکتی در سطح کل صنایع و به تفکیک، بر رابطه منفی بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها اثر مستقیم دارد.

دیدار و بیکی (1396) در پژوهش اقدام به بررسي تأثير كيفيت حاكميت شركتي بر رابطة بين ساختار سرمايه و مازاد بازده در شركتهاي پذيرفتهشده در بورس اوراق بهادار تهران کردند. اين ارزيابي از طريق اندازهگيري كيفيت حاكميت شركتي بر اساس 69 عامل انجام گرفته است. براي آزمون، از اطلاعات مربوط به 103 شركت طي دورة زماني 11 سال از 1383 تا 1393 استفاده شده است. در پژوهش حاضر، آزمون فرضيهها با استفاده از روش رگرسيوني چندمتغيره بر اساس دادههاي تلفيقي انجام گرفته است. نتايج پژوهش بيانكنندة اين است كه ساختار سرمايه با مازاد بازده رابطة مثبت و معنادار دارد، همچنين كيفيت حاكميت شركتي بر رابطة بين ساختار سرمايه و مازاد بازده، اثر تعديلكننده ندارد.

**روش پژوهش و گردآوري داده‌ها**

این پژوهش از نوع پژوهشهای کمّی است که از روش علمی ساخت و اثبات تجربی استفاده میکند و بر اساس فرضیهها و طرحهای پژوهش از قبل تعیین شده انجام میشود. از این دسته پژوهشها زمانی استفاده می‌شود که معیار اندازهگیری دادهها کمّی است و برای استخراج نتیجهها از فنهای آماری استفاده میشود (نمازی، 1382: 64).

در اين پژوهش براي جمع‌آوري داده‌ها و اطلاعات، از روش كتابخانه‌اي استفاده مي‌شود. در بخش مباني نظري پژوهش، داده‌ها از كتب و مجلات تخصصي فارسي و لاتين گردآوري مي‌شود. در بخش میدانی، داده‌هاي پژوهش از طريق مراجعه به صورت‌هاي مالي منتشر شده شرکت‌هاي پذيرفته شده در سایت بورس اوراق بهادار تهران، گزارش‌هاي موجود در سایت بورس اوراق بهادار و نرم افزار تدبير پرداز نسخه 2 گردآوری می‌شود.

**فرضيه‌هاي پژوهش**

براساس پرسشها، مباني نظري و پيشينه پژوهش، فرضيههاي زير تدوين و آزمون شده است:

1. در شرکتهای دارای سرمایهگذاری اضافی نسبت به شرکتهای دارای سرمایهگذاری کم، هر ریال اضافی نگهداشت وجه نقد، ارزش کمتری برای سهامداران دارد.
2. بین سرمایه گذاری مازاد و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد.
3. سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه گذاری مازاد و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد تاثیر دارد.

**فرضیههای فرعی:**

1. تمرکز مالکیت بر رابطه بین سرمایه گذاری مازاد و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد تاثیر دارد.
2. مالکیت نهادی بر رابطه بین سرمایه گذاری مازاد و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد تاثیر دارد.

**متغيرهاي پژوهش**

**متغیر مستقل**

در پژوهش حاضر سرمایهگذاری مازاد به عنوان متغیر مستقل در نظر گرته شده است. بررسی ادبیات پیشینه، برای تعیین بیش سرمایه گذاری نشان میدهد که بسیاری از محققان، از مدل زیر برای برآورد حد مطلوب استفاده نموده اند؛ برای مثال یانگ و جیانگ (2008)، با پیروی از مدل ریچارسون (2006) و بیدل و همکاران (2009) و با در نظر گرفتن سطح بازار سرمایه ی چین در مقایسه با بازارهای سرمایهی کشورهای پیشرفته، از مدل رگرسیون چند متغیره با چندین متغیر کنترلی برای اندازه گیری سطح بهینه ی سرمایه گذاری استفاده کردند. در ایران نیز، تهرانی و حصارزاده (1388) برای یافتن متغیرهای مناسب که بتواند توضیح دهند ه ی سرمایه گذاری ها در ایران باشد، به آنالیز حساسیت متغیرها پرداختند. در این پژوهش نیز از مدل به کار رفته توسط یانگ و جیانگ (2008) و تهرانی و حصارزاده (1388) استفاده شده است. با استفاده ز این مدل که در زیر آمده است، سطح معمول سرمایه گذاری در شرکت ها برآورد شده است و از تفاوت (به صورت باقی مانده رگرسیون) بین سطح واقعی سرمایه گذاری و سطح برآورد شدهی سرمایه گذاری، سرمایه گذاری بیش از حد شرکت به دست میآید( باقیمانده کوچکتر از صفر).

مدل (1): Ii,t = a0 + a1 \* controlsi, t-1 + ɛi,t

بر این اساس، متفیرهای مورد استفاده در این مدل عبارتند از:

Ii,t: نشان دهنده ی سرمایه گذاری شرکت i در سال t است؛ در این پژوهش، سرمایه گذاری به عنوان وجه نقد پرداختی شرکت برای تحصیل یا ساخت دارایی های ثابت، دارایی های نامشهود یا سایر دارایی های بلند مدت در نظر گرفته شده است و بر کل دارایی های نامشهود یا سایر دارایی های ابتدای دوره تقسیم می شود تا تاثیر خطاها از بین برود.

Control مترادف متغیر کنترلی است و موارد زیر را در بر می گیرد:

Cashi,t: وجه نقد نگهداری شده ی شرکت است. در این پژوهش به عنوان نسبت جمع وجوه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت شرکت i در سال t-1 به کل دارایی ها در سال t-1 تعریف شده است که میزان نقدینگی و توانایی انجام سرمایه گذاری شرکت را نشان میدهد (تهرانی و حصارزاده، 1388).

Growth: نشان دهندهی فرصت های سرمایه گذاری شرکت است که از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری داراییهای پایان دوره ی شرکت i در سال t-1 به دست میآید؛ بیدل و هیلاری (2006) معتقدند که فرصتهای رشد شرکت، باید سرمایه گذاری های شرکت را توجیه نماید. نمازی و زراعت گری (1388) نیز معتقدند که این نسبت با فرصتهای سرمایه گذاری رابطهی مستقیم دارد.

ROA: نسبت سود و زیان خالص به کل دارایی های شرکت I در سال t-1 است. این نسبت، میزان سودآوری شرکت را نشان میدهد و بیان گر عملکرد آتی شرکت است (یانگ و جیان، 2008).

LEV: نسبت بدهی ها به دارایی های شرکت i در سال t-1 است و میزان توانایی مالی شرکت در باز پرداخت بدهی ها را نشان میدهد (یانگ و جیان، 2008؛ ریچارسون، 2006).

SIZE: لگاریتم کل داراییهای شرکت I در سال t-1 است؛ از این متغیر می توان برای کنترل ریسک استفاده کرد. اندازه ی شرکت یک عامل مهم است که سیاست بدهی شرکت ها و در نتیجه ریسک شرکت ها را تحت تاثیر قرار میدهد (ریچارسون، 2006؛ یانگ و جیانگ، 2008).

باقی مانده مدل فوق با ɛ نشان داده میشود؛ باقیمانده مثبت، بیانگر سرمایه گذاری بیش از حد و باقی ماندهی منفی، بیان گر سرمایه گذاری کم تر از حد است.

**متغیر وابسته**

در پژوهش حاضر ارزش نهایی موجودی نقد نگهداری شده شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته‌شده و برای اندازه‌گیری آن از مدل فالکندر و وانگ (2006) که توسط دیتمار و مارتاسمیت (2007) تعدیل شد، استفاده می‌شود. در این مدل تغییر در بازده غیرعادی سهام (مازاد بازده سهام) به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری تغییر در ارزش شرکت، در نتیجه‌ی تغییر در موجودی نقد شرکت در نظر گرفته‌شده است.

بازده غیرعادی سهام عبارت است از تفاضل بازده واقعی کل سهام شرکت با بازده شاخص کل بازار که در طی یک دوره مشخص از طریق رابطه زیر به دست می‌آید:

مدل (2): EX\_RETi,t = Ri,t – RMi,t

که در آن EX\_RETi,t شاخصی برای مازاد بازده سهام یا بازده غیرعادی سهام، Ri,t شاخصی برای نرخ بازده واقعی کل سهام شرکت و RMi,t شاخص نرخ بازده کل بازار است. بازده واقعی سهام به صورت زیر به دست می‌آید.

Ri,t: بازده،عبارت است از نسبت کل عایدی (ضرر)حاصل از سرمایه‌گذاری دریک دوره معین،به سرمایه‌ای که برای به دستآوردن فایده در ابتدای دوره مصرف گردیده است (دستگیر و خدابنده،1382).

**متغیرهای کنترلی**

در این پژوهش از متغیرهایی که نسبت به سایر متغیرها، بیشترین تأثیر را بر سطح موجودی نقد نگهداری شده شرکت‌ها و ارزش آن می‌گذارند، به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است. همانند پژوهشگرانی چون فالکندر و وانگ (2006) دیتمار و مارتاسمیت (2007) از متغیرهای زیر به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده می‌شود.

**تغییرات سود عملیاتی**: تغییرات در سود عملیاتی (سود قبل از هزینه مالی و مالیات) یک دوره نسبت به دوره قبل.

**تغییرات هزینه مالی**: تغییرات در هزینه مالی یک دوره نسبت به دوره قبل.

**نسبت اهرمی**: کل بدهی‌ها تقسیم بر مجموع کل بدهی و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

**خالص تأمین مالی**: سرمایه جدید منتشر شده و بدهی جدید تحمل شده در دوره جاری.

تمامی متغیرهای کنترلی به استثنای متغیر نسبت اهرمی، به منظور همگنسازی بر ارزش بازار حقوق
صاحبان سهام دوره قبل تقسیم می‌شوند.

**متغیر تعدیل کننده**

در پژوهش حاضر حاکمیت شرکتی به عنون متغیر تعدیل کننده در نظر گرفته شده و به منظور اندازه گیری آن از شاخص های زیر استفاده شده است:

**مالکیت نهادی:** برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، موسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت است. این متغیر در پژوهش‌های کومار (2003)، ارن هارت و لیزال (2006)، نمازی و کرمانی (1387) و ستایش و کاظم نژاد (1389) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

**تمرکز مالکیت:** کنترل مطلق سهامداران عمده بر اداره امور شرکت را تمرکز مالکیت گویند. در این پژوهش، تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال- هیرشمن اندازه گیری شده است. هر اندازه که این شاخص بیشتر باشد، بیانگر تمرکز بیشتر و حضور تعداد اندکی سهامدار عمده در ساختار مالکیت شرکت است و برعکس. به دلیل این که برخی از شرکت‌های مورد بررسی، میزان مالکیت کمتر از 5 درصد را در گزارش‌های مالی خود افشا نکرده‌اند. بنابراین، با توجه به کم اهمیت بودن درصدهای کمتر از 5 درصد و در راستای همگن شدن نحوه اندازه گیری در خصوص همه شرکت‌ها، درصد مالکیت بزرگ‌تر و مساوی 5 درصد در محاسبه فرمول‌ها لحاظ شدند (نمازی و ابراهیمی،1392). شاخص هرفیندال – هیرشمن از طریق فرمول زیر اندازه گیری شده است.

$$HHI=\sum\_{i=1}^{Nj}\left(SHARE\_{i.j}\right)^{2}$$

در این رابطه $SHARE\_{i.j}$ درصد سهام تحت تملک سهامدار i در شرکت j است.

**اندازه هيأت مديره:** عبارت است از تعداد كل اعضاي هيأت مديره.

**مدل آزمون فرضیهها**

به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش از آزمون t مستقل یا معادل ناپارامتریک آن استفاده میشود. در صورتی که جهت آزمون فرضیهی دوم و سوم پژوهش از رگرسیون حداقل مربعات معمولی چند متغیره و مطابق با مدلهای آماری زیر استفاده میشود.

**مدل آزمون فرضیهی دوم:**

MVCHi,t = β0 + β1 Over Investi,t + β2 ΔOp Profi,t + β3 ΔFEi,t +β4 ΔDepost Profi,t + β5 LEVi,t + β6 Financei,t + ɛi,t مدل (3):

که در معادله بالا MVCh: ارزش نهایی وجه نقد،Over Invest: سرمایهگذاری مازاد،ΔOp Prof: تغییرات سود عملیاتی، ΔFE: تغییرات هزینه مالی،ΔDepost Prof: تغییرات سود تقسیمی، Lev: اهرم مالی و Finance: خالص تامین مالی میباشند.

**مدل آزمون فرضیهی سوم:**

MVCHi,t = β0 + β1 Over Investi,t + β2 Corporat Goveri,t + β3 Over Investi,t\*Corporat Goveri,t + β4 ΔOp Profi,t + β5 ΔFEi,t +β6 ΔDepost Profi,t + β7 LEVi,t + β8 Financei,t + ɛi,t مدل (4):

که منظور از Corporat Gover معیارهای حاکمیت شرکتی از جمله مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و اندازه هیئت مدیره بوده و بقیهی متغیرها مانند مدل 3 میباشند.

**جامعه آماري و نمونه آماري**

جامعه آماري اين مطالعه کليه شرکت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طي بازه زماني 1386 الي 1394 مي‌باشد.

شرکت‌های عضو نمونه از بین شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند انتخاب شدند:

1. به لحاظ افزايش قابليت مقايسه، دوره مالي آن‌ها منتهي به پايان اسفندماه باشد.
2. اطلاعات مالی مورد نیاز به منظور استخراج دادههای مورد نیاز در دسترس باشد.
3. شرکت طی سالهای 1386 تا 1394، تغییر سال مالی نداده باشد.
4. تا پایان سال مالی 1385 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
5. جزء بانکها و مؤسسات مالی (شرکتهای سرمایهگذاری، واسطهگری مالی، شرکتهای هلدینگ و لیزینگها) نباشد؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای راهبری شرکتی در آن‌ها متفاوت است.

*با توجه به موارد فوق تعداد 95 شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.*

**یافته های پژوهش:**

جدول شماره 4-2، آماره‌هاي توصيفي محاسبه شده، شامل ميانگين، انحراف معيار، حداکثر و حداقل متغیرهای شاخص هرفیندال-هیرشمن، شاخص لرنر تعدیل شده، مالکیت نهادی، ترکیب هیئت مدیره، اندازه شرکت، اهرم مالی و بازده حقوق صاحبان سهام را براي سال‌هاي 1386 الی 1394 نشان مي‌دهد.

طبق اطلاعات جدول 4-2 متغیر تمرکز مالکیت دارای بالاترین میزان پراکندگی و تغییرات سود عملیاتی دارای کمترین میزان پراکندگی در بین متغیرهای پژوهش است. افزون بر این، میزان میانگین نسبت بدهی (Lev) نشاندهنده آن است که در حدود بیش از نیمی از داراییهای شرکتها، از محل بدهی تأمین شده است. آمارههای مربوط به بیش سرمایهگذاری حاکی از آن است که در بورس اوراق بهادار تهران تقریبا نیمی از شرکت ها بیش سرمایه گذار هستند.

**جدول 4-2: آمارههای توصيفي متغيرهاي پژوهش**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  **آماره**  **متغير**  | **ميانگين** | **انحراف معيار** | **حداکثر** | **حداقل** |
| بیش سرمایهگذاری | 507/0 | 500/0 | 00/1 | 00/0 |
| ارزش نهایی وجه نقد | 499/0 | 518/0 | 786/6 | 001/0 |
| تغییرات سود عملیاتی | 21/0 | 032/0 | 269/0 | 120/0 |
| تغییرات هزینه مالی | 192/0 | 074/0 | 312/0 | 024/0 |
| اهرم مالی | 663/0 | 467/0 | 902/0 | 04/0 |
| خالص تامین مالی | 293/2 | 783/0 | 341/4 | 902/0 |
| تمرکز مالکیت | 3431 | 1922 | 9902 | 00/0 |
| مالکیت نهادی | 53/35 | 002/33 | 78/69 | 00/0 |

**پایایی (ایستایی) متغیرهای پژوهش**

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش ابتدا به بررسی پایایی یا ایستایی متغیرهای پژوهش پرداخته شد. بر اساس آزمون ریشه واحد از نوع آزمون هادری چنانچه معناداری آماره آزمون، کم‌تر از 05/0 باشد، متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی پژوهش، در طی دوره پژوهش پایا هستند. پایایی به این معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. نتایج حاصل از بررسی پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از این آزمون در جدول شماره 4-3 ارائه شده است.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، در کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی، سطح معناداری در آزمون ریشه واحد هادری کوچک‌تر از 05/0 است که نشان می‌دهد متغیرهای پژوهش در سطح پایا هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کووراریانس متغیرها بین سال‌‎های مختلف ثابت است. در نتیجه، شرکت‌های مورد بررسی تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

**جدول 4-3: نتايج حاصل از آزمون پايايي متغیرهای پژوهش**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| متغیر | آماره آزمون | سطح معناداری |
| بیش سرمایهگذاری | 990/7 | 000/0 |
| ارزش نهایی وجه نقد | 747/2 | 003/0 |
| تغییرات سود عملیاتی | 131/2 | 016/0 |
| تغییرات هزینه مالی | 636/1 | 050/0 |
| اهرم مالی | 168/8 | 000/0 |
| خالص تامین مالی | 207/11 | 000/0 |
| تمرکز مالکیت | 062/7 | 000/0 |
| مالکیت نهادی | 518/6 | 000/0 |

***فرضیه اول: در شرکتهای دارای سرمایهگذاری اضافی نسبت به شرکتهای دارای سرمایهگذاری کم، هر ریال اضافی نگهداشت وجه نقد، ارزش کمتری برای سهامداران دارد.***

H0: بین میانگین ارزش نهایی وجه نقد شرکتهای دارای سرمایهگذاری مازاد (گروه اول) و میانگین ارزش نهایی وجه نقد شرکتهایی دارای سرمایهگذاری کم (گروه دوم)، تفاوت معناداری وجود ندارد.

H1: بین میانگین ارزش نهایی وجه نقد شرکتهای دارای سرمایهگذاری مازاد (گروه اول) و میانگین ارزش نهایی وجه نقد شرکتهایی که سرمایهگذاری کم (گروه دوم)، تفاوت معناداری وجود دارد.

بهمنظور مقایسه ارزش نهایی وجه نقد شرکتهای دارای سرمایهگذاری مازاد و ارزش نهایی وجه نقد شرکتهایی دارای سرمایهگذاری کم، از آزمون برابری میانگین ارزش نهایی وجه نقد بین دو گروه مذکور استفاده شده و نتایج آن در جدول 4-4 ارائه شده است.

جدول 4- 4: آزمون برابری میانگین ارزش نهایی وجه نقد شرکتهای دارای سرمایهگذاری مازاد و میانگین ارزش نهایی وجه نقد شرکتهای دارای سرمایهگذاری کم

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| آماره آزمون لوین | سطح معناداری آماره آزمون لوین | آماره آزمون t | درجه آزادی | سطح معناداری آماره آزمون t |
| 104/7 | 008/0 | 246/2- | 726 | 025/0 |
|  |  | 786/2- | 915/142 | 006/0 |
| میانگین گروه اول: 07522/0 | میانگین گروه دوم: 05800/0 |

با توجه به سطح معناداری آزمون لوین (008/0) که کوچکتر از 5 درصد است؛ فرض برابری واریانس دو گروه رد میشود. بنابراین اطلاعات سطر دوم برای نتیجهگیری در مورد برابری میانگین دو گروه مورد استفاده قرار میگیرد. همانطور که در جدول 4- 4 مشاهده میشود، سطح معناداری آزمون برابری میانگین با فرض عدم تساوی واریانس، کمتر از 5 درصد است. بنابراین H0 رد و H1 پذیرفته میشود. بهعبارتی نتایج آزمون برابری میانگین در سطح خطای 5 درصد نشان میدهد که بین میانگین میانگین ارزش نهایی وجه نقد شرکتهای دارای سرمایهگذاری مازاد و میانگین ارزش نهایی وجه نقد شرکتهایی دارای سرمایهگذاری کم، تفاوت معناداری وجود دارد.

همانطور که در جدول 4-4 مشاهده میشود، میانگین انحراف معیار خطاي برآورد ارزش نهایی وجه نقد در گروه اول بیشتر از گروه دوم است. بنابراین ارزش نهایی وجه نقد شرکتهایی دارای سرمایهگذاری کم (گروه دوم)، بیشتر از ارزش نهایی وجه نقد شرکتهای دارای سرمایهگذاری مازاد (گروه اول) است.

***فرضیه دوم: بین سرمایه گذاری مازاد و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد.***

در جدول شماره 4-5 نتایج رگرسیون خطی چندمتغیره مرتبط با آزمون فرضیهی دوم پژوهش آورده شده است. طبق اطلاعات این جدول، نتایج آزمون چاو نشان‌دهنده آن است که از بین مدل داده‌های تلفیقی[[15]](#footnote-15) و تابلویی[[16]](#footnote-16)، برای فرضیه دوم باید از مدل داده‌های تابلویی استفاده کرد. افزون‌بر این، نتایج آزمون هاسمن نیز حاکی از تأیید مدل اثرات تصادفی برای فرضیه دوم است.

**جدول 4-5: نتایج رگرسیون مرتبط با فرضیه دوم**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | ضرائب | خطای استاندارد | آماره t  | سطح معناداری |
| مقدار ثابت | 024/0- | 013/0 | 900/1- | 1079/0 |
| بیش سرمایه گذاری | 153/0 | 031/0 | 945/4 | 0000/0 |
| تغییرات سود عملیاتی | 546/5 | 236/0 | 502/23 | 0000/0 |
| تغییرات هزینه مالی | 688/1 | 400/0 | 213/4 | 0000/0 |
| خالص تامین مالی | 944/3 | 750/0 | 259/5 | 0000/0 |
| اهرم مالی | 414/2- | 396/1 | 372/3- | 0000/0 |
| **R2** | **R2adj** | **آماره F** | **سطح معناداری** | **آماره دوربین واتسون** |
| 19/0 | 14/0 | 237/18 | 0000/0 | 85/1 |
| **آزمون چاو** | 07/2936 | 000/0 |
| **آزمون هاسمن** | 772/1 | 87/0 |

همچنین طبق اطلاعات این جدول، سطح معناداری آماره F نشان میدهد که مدل مورد استفاده در سطح اطمینان 95 درصد معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون مندرج در جدول شماره 4-5 در سطح کلیه شرکتها، نشاندهنده آن است که مشکل خود همبستگی سریالی در اجزای اخلال رگرسیون وجود ندارد. افزونبر این، میزان R2adj برابر با 14/0 است؛ که بیانگر آن است که در حدود 0/14 درصد از متغیر ارزش نهایی وجه نقد شرکت را میتوان بهوسیله متغیرهای توضیحی مدل (شامل بیش سرمایهگذاری، تغییرات سود عملیاتی، تغییرات هزینه مالی، خالص تامین مالی و اهرم مالی) پیشبینی کرد.

همانگونه که اين جدول نشان ميدهد بیش سرمایهگذاری (05/0p-value<) رابطه معناداري با ارزش نهایی وجه نقد دارد که با توجه به مثبت بودن مقدار بتا (ضرایب استاندارد شده) جهت این رابطه نیز مستقیم است.

***فرضیهی سوم: سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه گذاری مازاد و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد تاثیر دارد.***

جهت آزمون فرضیهی سوم پژوهش دو فرضیهی فرعی به صورت زیر آزمون شده است و از دو معیار تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی به عنوان شاخصهای حاکمیت شرکتی استفاده شده است.

***فرضیهی فرعی اول: تمرکز مالکیت بر رابطه بین سرمایه گذاری مازاد و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد تاثیر دارد.***

در جدول شماره 4-6 نتایج رگرسیون خطی چندمتغیره مرتبط با آزمون فرضیهی فرعی اول پژوهش آورده شده است. طبق اطلاعات این جدول، نتایج آزمون چاو نشان‌دهنده آن است که از بین مدل داده‌های تلفیقی و تابلویی، برای فرضیه فرعی اول باید از مدل داده‌های تابلویی استفاده کرد. افزون‌بر این، نتایج آزمون هاسمن نیز حاکی از تأیید مدل اثرات ثابت برای فرضیه فرعی اول است.

همچنین طبق اطلاعات این جدول، سطح معناداری آماره F نشان میدهد که مدل مورد استفاده در سطح اطمینان 95 درصد معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون مندرج در جدول شماره 4-6 در سطح کلیه شرکتها، نشاندهنده آن است که مشکل خود همبستگی سریالی در اجزای اخلال رگرسیون وجود ندارد. افزونبر این، میزان R2adj برابر با 338/0 است؛ که بیانگر آن است که در حدود 8/33 درصد از متغیر ارزش نهایی وجه نقد را میتوان بهوسیله متغیرهای توضیحی مدل (شامل بیش سرمایهگذاری، تمرکز مالکیت، تغییرات سود عملیاتی، تغییرات هزینه مالی، خالص تامین مالی و اهرم مالی) پیشبینی کرد.

همانگونه که اين جدول نشان ميدهد متغیر تمرکز مالکیت به عنوان متغیر تعدیل کننده رابطه بین بیش سرمایهگذاری و ارزش نهایی وجه نقد شرکت تحت تاثیر قرار میدهد و با توجه به مثبت بودن ضریب بتا، باعث تشدید این رابطه میشود.

**جدول 4-6: نتایج رگرسیون مرتبط با فرضیه فرعی اول**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **مقدار برآورد شده** | **ضرایب استاندارد شده** | **آماره t** | **سطح معناداری** |
| مقدار ثابت | 820/6 | 787/0 | 667/8 | 0000/0 |
| بیش سرمایهگذاری | 047/10 | 293/1 | 771/7 | 0000/0 |
| تمرکز مالکیت | 980/1- | 293/0 | 758/6- | 0000/0 |
| بیش سرمایهگذاری\*تمرکز مالکیت | 832/10 | 438/0 | 732/24 | 0000/0 |
| تغییرات سود عملیاتی | 453/6 | 935/0 | 902/6 | 0000/0 |
| تغییرات هزینه مالی | 988/3 | 622/0 | 412/6 | 0000/0 |
| خالص تامین مالی | 540/3 | 905/0 | 912/3 | 0003/0 |
| اهرم مالی | 342/5- | 677/0 | 892/7- | 0000/0 |
| **R2** | **R2adj** | **آماره F** | **سطح معناداری** | **آماره دوربین واتسون** |
| 35/0 | 338/0 | 016/182 | 000/0 | 79/1 |
| **آزمون چاو** | 87/12 | 00005/0 |
| **آزمون هاسمن** | 84/9 | 00005/0 |

***فرضیهی فرعی دوم: مالکیت نهادی بر رابطه بین سرمایه گذاری مازاد و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد تاثیر دارد.***

در جدول شماره 4-7 نتایج رگرسیون خطی چندمتغیره مرتبط با آزمون فرضیهی فرعی دوم پژوهش آورده شده است. طبق اطلاعات این جدول، نتایج آزمون چاو نشان‌دهنده آن است که از بین مدل داده‌های تلفیقی و تابلویی، برای فرضیه فرعی دوم باید از مدل داده‌های تابلویی استفاده کرد. افزون‌بر این، نتایج آزمون هاسمن نیز حاکی از تأیید مدل اثرات ثابت برای فرضیه فرعی دوم است.

**جدول 4-6: نتایج رگرسیون مرتبط با فرضیه فرعی دوم**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **مقدار برآورد شده** | **ضرایب استاندارد شده** | **آماره t** | **سطح معناداری** |
| مقدار ثابت | 034/0- | 006/0 | 501/5- | 0004/0 |
| بیش سرمایهگذاری | 160/0 | 038/0 | 210/4 | 0000/0 |
| مالکیت نهادی | 196/0 | 037/0 | 324/5 | 0000/0 |
| بیش سرمایهگذاری\*مالکیت نهادی | 04/2 | 07/2 | 99/0 | 24/0 |
| تغییرات سود عملیاتی | 700/0 | 802/0 | 873/0 | 31/0 |
| تغییرات هزینه مالی | 304/37 | 43/5 | 87/6 | 00005/0 |
| خالص تامین مالی | 098/0 | 091/0 | 0843/1 | 2061/0 |
| اهرم مالی | 010/0- | 002/0 | 226/5- | 0000/0 |
| **R2** | **R2adj** | **آماره F** | **سطح معناداری** | **آماره دوربین واتسون** |
| 37/0 | 363/0 | 928/181 | 000/0 | 614/1 |
| **آزمون چاو** | 56/12 | 00005/0 |
| **آزمون هاسمن** | 76/11 | 00005/0 |

همچنین طبق اطلاعات این جدول، سطح معناداری آماره F نشان میدهد که مدل مورد استفاده در سطح اطمینان 95 درصد معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون مندرج در جدول شماره 4-7 در سطح کلیه شرکتها، نشاندهنده آن است که مشکل خود همبستگی سریالی در اجزای اخلال رگرسیون وجود ندارد. افزونبر این، میزان R2adj برابر با 363/0 است؛ که بیانگر آن است که در حدود 3/36 درصد از متغیر ارزش نهاییوجه نقد را میتوان بهوسیله متغیرهای توضیحی مدل (شامل بیش سرمایهگذاری، مالکیت نهادی، تغییرات سود عملیاتی، تغییرات هزینه مالی، خالص تامین مالی و اهرم مالی) پیشبینی کرد.

همانگونه که اين جدول نشان ميدهد متغیر مالکیت نهادی به عنوان متغیر تعدیل کننده رابطه بین بیش سرمایهگذاری و ارزش نهاییوجه نقد را تحت تاثیر قرار میدهد و با توجه به مثبت بودن ضریب بتا، باعث تشدید این رابطه میشود.

**نتیجهگیری**

نتایج حاصل از آژمون فرضیهی اصلی اول حاکی از آن است که ارزش نهایی وجه نقد نگهداری شده در شرکتهایی که سرمایهگذاری مازاد داشته و شرکتهایی که سرمایهگذاری کم دارند ؛ متفاوت میباشد. این بدان معناست که بازار سرمایه، ارزش کمتری را برای هر دلار از نگهداشت وجه نقد شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاری اضافی (در قیاس با شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری اضافی ندارند) قائل باشد. علاوه براین، سرمایه‌گذاران از طریق واکنش منفی به سرمایه‌گذاری اضافی، انتظارات خود مبنی بر این‌که از منافع کامل این دارایی‌های افزوده شده بهره‌مند نمی‌گردند را انعکاس خواهند داد. این درحالی است که چنین واکنش قابل توجهی در قابل سرمایه‌گذاری ناکافی وجود ندارد. لذا در شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاری اضافی نسبت به شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاری ناکافی، هر ریال اضافی نگهداشت وجه نقد، ارزش کمتری برای سهامداران دارد. نتایج این فرضیه با پژوهش هوانگ و همکاران (2015) همخوانی دارد.

**پيشنهادهاي كاربردي پژوهش**

1. فرضیه اول اين پژوهش، حاکی از وجود تفاوت در ارزش نهایی وجه نقد شرکتهای دارای سرمایه گذار مازد و شرکت های دارای سرمایه گذاری کم بود. از این به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود که به این موضوع توجه داشته چرا که سرمایه گذاری مازاد باعث برداشت متفاوت سرمایهگذاران بالقوه از ارزش شرکت میشود.
2. از آن‌جا که سرمایه‌گذاران تمایل دارند منابع خود را به شرکت‌هایی با عملکرد عالی اختصاص دهند و یکی از معیارهای بهره‌وری برای شرکت سودآوری است، بنابراین بیشتر سرمایه‌گذاران منابع خود را به شرکت‌هایی با عملکرد بالاتر اختصاص می‌دهند. در این راستا، آن چه که می‌تواند نجات شرکت را تضمین کند، استخدام مدیران مالی حرفه‌ای و لایق بوده و به عبارتی بهره‌وری و اثر بخشی سازمان در شرایط فعلی از یک مدیر قوی انتظار می‌رود.

**محدودیت‌های پژوهش**

در انجام اين پژوهش، محدوديت‌هایی‌ وجود داشته که ممکن است بر نتايج و يافته‌هاي پژوهش تأثيرگذار باشد:

1. محدودیت‌های اعمال شده برای انتخاب نمونه آماری از بین اعضای جامعه آماری، تعميم نتايج پژوهش به آن گروه از شركت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران كه داراي ويژگي‌های متفاوتي با نمونه مورد نظر هستند (شامل شرکت‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها) را دشوار می‌سازد.
2. بسیاری از شرایط سیاسی، اقتصادی و اجتماعی ایران (به ویژه شرايط تورمي کشور و عدم تهيه صورت‌هاي مالي تعديل شده) بر یافته‌های پژوهش مؤثر است که کنترل آن‌ها از حیطه توان پژوهشگر خارج بوده است.

**منابع**

امیری، سعید؛ امیری، اصغر و صدیق، سعید. (1393) به ارزیابی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی و محدودیتهای مالی برنگهداشت وجه نقد درشرکتهای پذیرفته شده دربورس اوراق بهادارتهران. اولین همایش ملی حسابداری، حسابرسی و مدیریت، موسسه آموزش عالی جامی.

ثقفی، علی؛ بولو، قاسم و محمدیان، محمد. (1390). کيفيت اطلاعات حسابداري، سرمايهگذاري بيش از حد و جريان نقد آزاد. پيشرفتهاي حسابداري (علوم اجتماعي و انساني شيراز)، 3(2)، 37-63.

حافظ نیا، محمد رضا (1385). *مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی*، چاپ دوازدهم. تهران: سازمان مطالعه و تدوين كتب درسي علوم انساني دانشگاه‌ها (سمت).

ساعي، علي (1377). *آمار در علوم اجتماعي*. چاپ دوم، تهران: مؤسسه نشر جهاد.

قاليباف اصل، حسن و فاطمه رضايي (1386). «بررسي تأثير هيأت مديره بر عملكرد شركتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.» *تحقيقات مالي*، دوره نهم، بهار و تابستان، شماره 23، 48-33.

کردستانی، غلامرضا و ضیاءالدین مجدی (1386). «بررسی رابطه بین ویژگیهای کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی.» *بررسیهای حسابداری و حسابرسی*، شماره 48، صص 104-85.

محمودآبادی، حمید و مهتری، زینب. (1390). رابطه بین محافظهکاری حسابداری و کارایی سرمایهگذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفتهای حسابداری دانشگاه شیراز، (3/61)، 113-140.

نمازی، محمد و احسان کرمانی (1387). «تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.» *بررسیهای حسابداری و حسابرسی*، شماره 53، صص 100-83.

نمازي، محمد و جلال شيرزاده (1384). «بررسي رابطه بين ساختار سرمايه با سودآوري شركتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکيد بر نوع صنعت).» *بررسي‌هاي حسابداري و حسابرسي*، شماره 42، 95-75.

Agrawal, A. and [C. R. Knoeber](http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=49056" \t "_blank" \o "View other papers by this author) (1996). “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, pp. 377-397.

Aldamen, H.; Duncan, K.; and Ray McNamara (2010). “Corporate Governance, Risk Assessment and Cost of Debt.” *Working Paper*, School of BusinessBond University Available at: [http://www.afaanz.org/openconf/2010/modules/request.php?](http://www.afaanz.org/openconf/2010/modules/request.php) [Online] [03 March 2011].

Ashbaugh, H.; Collins, D. W.; and R. Laford (2004). “Corporate Governance and the Cost of Equity Capital.” *Working Paper*, University of Wisconsin – Madison, Available at: [www.ssrn.com/abstract=639681](http://www.ssrn.com/abstract%3D639681)*.* [Online] [03 March 2011].

Bhojraj, S. and P. Sengupta (2003). “Effect of CorporateG on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors.” *Journal of Business,* Vol. 76, pp. 455–475.

Bloomfield, R. J. (2004). “Discussion of Examining the Role of Auditor Quality and Retained Ownership in IPO Markets: Experimental Evidence.” *Contemporary Accounting Research*. Vol .21, pp. 131-137.

Cornett, M. M.; Marcus, A. J.; Saunders, A.; and H. Tehranian (2007). “The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance.” *Journal of Banking & Finance*. Vol. 31, pp. 1771-1794.

De Angelo, H.; De Angelo, L.; and E. Rice (1984). “Going Private: Minority Freeze Outs and Stockholder Wealth.” *Journal of Law and Economics*, Vol. 27 pp. 367-401.

Estrada, J. (2007). “Mean-semivariance Behavior: Downside Risk and Capital Asset Pricing.” *International Review of Economic and Finance*, Vol. 16, pp. 169-185.

Fazzari, S., Hubhard, M. R. and Petersen, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. Brooking Papers on Economic Activity, 1(1), 141-195.

Fosberg, R. H. (2004). “Agency problems and debt financing: leadership structure effects. Corporate Governance” *International Journal of Business in Society*, Vol. 4, pp. 31-38.

Huang, C.H., Liao, T. and Chang, Y. (2015). Over-investment, the marginal value of cash holdings and corporate governance. Studies in Economics and Finance, 32 (2), http://dx.doi.org/10.1108/SEF-07-2013-0101.

Hubbard, R. G. (1998). Capital market imperfections and investment. Journal of Economic Literature, 36 (1), 193-225.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs and free cash flow, corporate finance and takeovers. American Economic Review, 76 (2), 323-329.

Lee, C.F. (2009). Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, 12(3), 475-508.

Levin, A.; Lin, C. F. ; and J. Chu (2002). “Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties.” *Journal of Econometrics*, Vol. 108, pp. 1-24.

Margaritis, D. and M. Psillaki (2010). “Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance.” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, pp. 621–632.

Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. Journal of Financial Economics, 26 (1), 3-27.

Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. Journal of Financial Economics, 26 (1), 3-27.

Wang, D. (2006). “Founding Family Ownership and Earning Quality.” *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, pp. 619-656.

Weston, J. and F. Brigham (1975). *Managerial Finance*. 5nd Edition London: [The Dryden Press](http://www.library.strathmore.edu/cgi-bin/koha/opac-search.pl?q=pb:The%20Dryden%20Press%20)**Publisher.**

Yuanto, K. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value?. Journal of Corporate Finance, 17, 725\_740.

**Over-Investment, the Marginal Value of Cash Holdings and Corporate Governance of the Companies listed in Tehran Stock Exchange**

**Abstract**

The main purpose of this research is investigating the relationship between over-investment, the marginal value of cash holdings and corporate governance of the companies listed in Tehran Stock Exchange (TSE). In this regard, the effect of Operating profit changes, financial expense changes, financial leverage and net financing was controlled. using multivariate regression to test research hypothesis. 95 companies was investigated in 2008-2016. The results of this study showed that the marginal value of cash holding is different in companies with over- investment and little-investment. In addition, there is a direct and significant relationship between over-investment and the marginal value of cash holding, as well as the ownership concentration and institutional ownership, which modifies and intensifies the relationship between i over-investment and the marginal value of cash holding.

Keywords: over-investment, corporate governance, marginal value of cash holding, concentration ownership, institutional ownership

1. Fazzari [↑](#footnote-ref-1)
2. Hubbard [↑](#footnote-ref-2)
3. Richardon [↑](#footnote-ref-3)
4. Jensen [↑](#footnote-ref-4)
5. Stulz [↑](#footnote-ref-5)
6. Hanson [↑](#footnote-ref-6)
7. Smith and Kim [↑](#footnote-ref-7)
8. Claessens [↑](#footnote-ref-8)
9. La Porta [↑](#footnote-ref-9)
10. Dittmar [↑](#footnote-ref-10)
11. Lins [↑](#footnote-ref-11)
12. Pinkowitz [↑](#footnote-ref-12)
13. Williamson [↑](#footnote-ref-13)
14. Huang [↑](#footnote-ref-14)
15. Panel Data [↑](#footnote-ref-15)
16. Pool Data [↑](#footnote-ref-16)