

نظام راهبری شرکتی و محدودیت های مالی (حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد)

نظام الدین رحیمیان

استادیار حسابداری موسسه آموزش عالی رجاء قزوین

رضا جان فدا

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی (مسئول مکاتبات)

Janfada.reza@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۲/۷/۱۸ تاریخ پذیرش: ۹۲/۱۲/۲۰

چکیده

نظام راهبری افضل خواهد توانست، میزانی که سهامداران کنترل کننده می توانند در تملک (سلب مالکیت) نقش ایفا کنند را کاهش دهد و به این ترتیب، محدودیت های مالی شرکت را بکاهد. اگر مدیریت، متعهد به تأکید و تمرکز بر ارزش سهامداران و نظم مالی، شرکت محیط اطلاعاتی شفاف تر، و هیئت مدیره استقلال بیشتری از سهامداران کنترل کننده داشته باشد، سلب مالکیت از اقلیت توسط سهامداران کنترل کننده، مشکل تر می شود. هدف اصلی این مطالعه، بررسی تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر محدودیت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه مورد استفاده در این مطالعه، مشتمل بر ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ است و برای آزمون فرضیه ها از روش های رگرسیون خطی و خوشه بندی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که تعداد سهامداران عمده و استقلال هیئت مدیره، تأثیر افزایشی و معنادار بر محدودیت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند.

واژه های کلیدی: نظام راهبری شرکتی، سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد، محدودیت های مالی، بورس اوراق بهادار تهران.

۱- مقدمه

نویسندگان نخستین نظریه نمایندگی (اسپنس و زکائوسر^۱، ۱۹۷۱)، سعی زیادی در معرفی الگوی اساسی نظریه نمایندگی کرده‌اند. نظریه نمایندگی با این فرض آغاز می‌شود که مردم در راستای منافع شخصی خود فعالیت می‌کنند و دربرگیرنده این موضوع است که تحت شرایط عادی، اهداف، منافع و خطرات دو طرف (مالک و نماینده) یکسان نیست. این نظریه بیان می‌کند وقتی که مدیر، صد در صد سهام شرکت را در تملک ندارد، تضادی پنهان بین سهامداران و مدیر، اجتناب ناپذیر است. این امر موجب مشکلات نمایندگی متعددی می‌گردد همانند: تضاد منافع بین سهامدار و مدیر، خطرات اخلاقی، عدم اطمینان و شراکت ریسک (نمازی، ۱۳۸۴)، عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامدار و مدیر و اتخاذ تصمیمات نامطلوب (جنسن و مک‌کلینگ^۲، ۱۹۷۶). یکی از راه حل‌های مشکل نمایندگی، استقرار شیوه‌های مناسب نظام راهبری شرکتی است. شلیفر و ویشنی^۳ (۱۹۹۷) نظام راهبری شرکتی را بعنوان راهی تعریف نمودند که بوسیله آن، تأمین کنندگان مالی شرکت از دریافت بازده در قبال سرمایه‌گذاری خود، اطمینان می‌یابند. گیلان و استارکس^۴ (۱۹۹۸) نظام راهبری شرکتی را بعنوان سیستمی از قوانین، قواعد و عوامل تعریف نمودند که عملیات شرکت را کنترل می‌کند.

در اهمیت نظام راهبری شرکتی برای موفقیت شرکت‌ها و رفاه اجتماعی، شکی نیست. این موضوع با توجه به رخدادهای اخیر، اهمیت بیشتری یافته است. فروپاشی شرکت‌های بزرگ از قبیل انرون^۵، ورد کام^۶، آدفی^۷، سیسکو^۸، لیوسنت^۹، گلوبال کروسینگ^{۱۰}، سان بیم^{۱۱}، تیکو^{۱۲}، زیبراکس^{۱۳} و ... که موجب زیان بسیاری از سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان شد و ناشی از سیستم‌های ضعیف نظام راهبری شرکتی بود، موجب تأکید بیش از پیش بر ضرورت ارتقا و اصلاح نظام راهبری شرکتی در سطح بین‌المللی شده است. به دنبال فروپاشی انرون و موارد مشابه دیگر، کشورهای سراسر دنیا سریعاً به حوادث مشابه، واکنش بازدارنده نشان دادند. به عنوان یکی واکنش سریع به این فروپاشی‌ها، در ایالات متحده، لایحه ساربینز اکسلی در جولای ۲۰۰۲ تصویب گردید که از سال ۲۰۰۴ لازم‌الاجرا شد و در ژانویه ۲۰۰۳ گزارش هیگس و اسمیت در بریتانیا در پاسخ به شکست‌های نظام راهبری شرکتی انتشار یافتند (حساس یگانه، ۱۳۹۱).

فرضیات بازار کامل بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاران و مدیران به اطلاعاتی با کیفیت یکسان، راجع به فعالیت‌های مالی شرکت، دسترسی دارند و این سرمایه‌گذاری‌ها تنها به واسطه فرصت‌های سرمایه‌گذاری تعیین می‌شوند. به هر حال، در بازار واقعی با وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سهامداران و یا به عبارتی بین مدیران و ذی‌نفعان، امکان دارد که هزینه تأمین مالی خارجی بیشتر از

هزینه های تأمین مالی داخلی گردد که این امر می تواند ظرفیت سرمایه گذاری شرکت ها را محدود نماید.

در این پژوهش تلاش می شود تا با توجه به نتایج فزایی و همکاران (۱۹۸۸) و برخی استدلال های مربوط، با استفاده از حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی به عنوان معیاری برای محدودیت های مالی، چگونگی نقش و تأثیر کیفیت نظام راهبری شرکتی بر محدودیت های مالی ارزیابی گردد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

چگونگی اتخاذ تصمیمات در مواجهه با محدودیت های مالی، از بنیادی ترین سوالات مطرح در ادبیات مالی است (آلمیدا و کامپلو^{۱۴}، ۲۰۰۷). علت این موضوع این است که محدودیت های مالی می توانند تخصیص بهینه سرمایه گذاری را تخریب نموده و ارزش شرکت را کاهش دهند (آگکا و مزومدار^{۱۵}، ۲۰۰۸؛ استین^{۱۶}، ۲۰۰۳). شمار زیادی از پژوهش های نظری و تجربی، وجود ارتباطی قوی بین محدودیت های مالی و تصمیمات ضعیف سرمایه گذاری، خصوصاً در شرکت هایی که با وضع نامساعدی راهبری می شوند را تأیید کرده اند (به عنوان نمونه، آلمیدا و کامپلو، ۲۰۰۷؛ براون و پترسن^{۱۷}، ۲۰۰۹؛ هواکمیان^{۱۸}، ۲۰۰۹). این مطالعات ادعا می کنند که با وجود مشکلات نمایندگی راجع به کنترل مدیریتی، سرمایه گذاران به عنوان پاداشی برای هزینه های نظارت، خواستار بازده بیشتری برای سرمایه خود خواهند بود (جنسن^{۱۹}، ۱۹۸۶؛ استولز^{۲۰}، ۱۹۹۰). این موضوع، دسترسی مدیران به تأمین مالی خارجی را محدود می کند و آنان را مجبور می سازد تا اتکای بسیار بیشتری بر منابع محدود داخلی بنمایند و همچنین توانایی آنها برای پذیرش پروژه ها با ارزش فعلی خالص مثبت را محدود می کند.

فازاری^{۲۱} و همکاران (۱۹۸۸) در مطالعه چگونگی تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها، از فراهم بودن وجوه داخلی به عنوان معیاری برای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی استفاده نمودند و یافتند شرکت هایی که از لحاظ مالی دچار محدودیت هستند، وابستگی زیادی به وجوه داخلی نشان می دهند که این امر بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت، اثر می گذارد.

کار فازاری و همکاران (۱۹۸۸)، توجهات، تمجیدات و انتقادات فراوانی در پی داشت و مولفان متعددی شروع کردند به بررسی نقش محدودیت های مالی در تصمیمات مالی (باند و مغیر^{۲۲}، ۱۹۹۴؛ کیلان و زینگالس^{۲۳}، ۱۹۹۷؛ کلری^{۲۴}، ۱۹۹۹؛ کلری و همکاران، ۲۰۰۷). اما بحث و گفتگو درباره چگونگی اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری در حضور محدودیت های مالی همچنان ادامه دارد. با وجود

این مسائل، همچنان می‌توان مطالعه فزاینده و همکاران (۱۹۸۸) را بنیادی‌ترین و مرجع‌ترین مطالعه در این باره دانست.

طیف گسترده‌ای از مطالعات، این استدلال که نقدشوندگی (در دسترس بودن وجوه داخلی) عامل تعیین‌کننده مهمی برای رفتار سرمایه‌گذاری شرکت است را تأیید کرده‌اند (مراجعه کنید به هوبارد^{۲۵}، ۱۹۹۸). پژوهشگران زیادی این ارتباط بین منبع وجوه و سرمایه‌گذاری را به تفاوت بین هزینه وجوه داخلی و خارجی نسبت دادند، با دو توصیف عمده برای این تفاوت. توصیف نخست این است که به دلیل مشکلات قراردادی و اطلاعاتی، یک حق یا به عبارت دیگر حق بیمه یا پاداش^{۲۶} بر وجوه خارجی وجود دارد، همانطوریکه توسط گرینوالد^{۲۷} و همکاران (۱۹۸۴) و مایرز و ماجلوف^{۲۸} (۱۹۸۴) مدل‌سازی شد. هزینه متورم وجوه خارجی، شرکت‌ها را مجبور می‌کند تا از برخی پروژه‌ها با ارزش خالص فعلی مثبت، پرهیز کنند. بنابراین، ارتباط بین نقدشوندگی و سرمایه‌گذاری، عموماً نتیجه‌ای از مشکلات سرمایه‌گذاری ناکافی^{۲۹} است. توصیف دوم راجع به تفاوت هزینه بین وجوه نقد داخلی و خارجی این است که از دیدگاه مدیران، وجوه داخلی بسیار ارزان هستند و بنابراین، مدیران، وجوه داخلی را در پروژه‌های غیرسودآور، حیف و میل می‌کنند. بنابراین، ارتباط بین سرمایه‌گذاری و جریان نقد جمع‌آوری شده داخلی شرکت‌ها، نتیجه مشکل سرمایه‌گذاری اضافی^{۳۰} است. جنسن (۱۹۸۶) این مشکلات نمایندگی را در نظریه جریان نقد خالص^{۳۱} خود بیان نمود و استولز (۱۹۹۰) آنها را رسماً مدل‌سازی نمود.

شماری از مطالعات تجربی اثبات کرده‌اند که جریان نقدی، عامل بسیار تعیین‌کننده‌ای جهت سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی است که در گذشته به عنوان شرکت‌هایی که به احتمال فراوان استانداردهای راهبری ضعیف یا مشکلات نمایندگی زیادی دارند، شناسایی شده‌اند. به عنوان نمونه، لاو^{۳۲} (۲۰۰۳) نشان داد که یک محیط قانونی افضل، می‌تواند حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد شرکت را تسکین دهد. لینز^{۳۳} و همکاران (۲۰۰۵) بر اساس داده‌های شرکت‌های ایالات متحده، نتیجه گرفتند که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد خالص، برای شرکت‌های حاضر در بازارهای نوظهور که عموماً محیط قانونی ضعیفی دارند، به طور معناداری متفاوت است. مقالات زیادی معیارهای مختلفی در سطح شرکت را برای مشکلات نمایندگی استفاده کرده‌اند، مانند تمرکز مالکیت، اندازه شرکت و غیره (دگریس و دجونگ^{۳۴}، ۲۰۰۶؛ گرگن و رنبوگ^{۳۵}، ۲۰۰۱؛ هدلاک^{۳۶}، ۱۹۹۸؛ چو^{۳۷}، ۱۹۹۸؛ کادوریا و مولر^{۳۸}، ۱۹۹۵؛ شالر^{۳۹}، ۱۹۹۳؛ وگت^{۴۰}، ۱۹۹۴).

در مجموع، آنها شواهد قابل توجهی فراهم نمودند که نشان می‌دهد، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد شرکت‌ها با توجه به سطح مشکلات نمایندگی تغییر می‌کند، گرچه همچنان به عنوان پرسشی مطرح است. شواهد تجربی فراوانی وجود دارد که بیان می‌کنند مشکل مدیر-مالک، مهم‌ترین

تضادی نیست که شرکت‌ها از آن رنج می‌برند (به عنوان نمونه مراجعه کنید به کلاسنز^{۴۱} و همکاران، ۲۰۰۰). در واقع، مهم‌ترین تضاد، بین سهامداران عمده و جزء است. اگر سرمایه‌گذاران خارجی انتظار داشته باشند که سهامداران کنترل‌کننده، منابع شرکت را بدون محدودیت تحت تملک خود خواهند داشت، هزینه تأمین مالی خارجی بیشتر خواهد شد و این موضوع، تکیه شرکت بر وجوه نقد داخلی را افزایش می‌دهد و به این ترتیب، بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد افزوده می‌شود (لینز و همکاران، ۲۰۰۵). علاوه بر این، سرمایه اضافی از مهمترین ابزارهایی است که سهامداران کنترل‌کننده می‌توانند برای تحت تملک درآوردن (سلب مالکیت) منابع شرکت استفاده کنند (لامونت^{۴۲}، ۱۹۹۷؛ شارفستن و استن^{۴۳}، ۲۰۰۰؛ شین و استولز^{۴۴}، ۱۹۹۸) و اینگونه سرمایه‌گذاری اضافی، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد شرکت را افزایش بیشتری خواهد داد.

به بیان فرانکیس^{۴۵} و همکاران (۲۰۱۳)، نظام راهبری افضل، میزانی که سهامداران کنترل‌کننده می‌توانند در تملک (سلب مالکیت) نقش ایفا کنند را کاهش می‌دهد و به این ترتیب، محدودیت‌های مالی شرکت را می‌کاهد. به عنوان نمونه، اگر مدیریت، متعهد به تأکید و تمرکز بر ارزش سهامداران و نظم مالی، شرکت محیط اطلاعاتی شفاف‌تر، و هیئت مدیره استقلال بیشتری از سهامداران کنترل‌کننده داشته باشد، سلب مالکیت از اقلیت توسط سهامداران کنترل‌کننده، مشکل‌تر می‌شود. مطالعات گینلینگر و سادور^{۴۶} (۲۰۰۷)، وی و ژانگ^{۴۷} (۲۰۰۸) و چن^{۴۸} و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا نظام راهبری شرکتی به طریقی که اعتباردهندگان و ذی‌نفعان در پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت، سرمایه‌گذاری می‌کنند، مربوط است یا خیر، به عنوان نمونه اینکه چگونه این سازوکارها می‌توانند محدودیت‌های مالی شرکت را کاهش دهند. این مطالعات به نتایجی رسیدند، اما در نهایت راهکار مشخص و واحدی تبیین نشد. در ادامه به شماری از مربوط‌ترین مطالعات اشاره می‌شود.

هدلاک (۱۹۹۸) شرکت‌ها را بر اساس مشارکت مدیران آنها در سرمایه‌گذاری شرکت رتبه‌بندی کرد تا بررسی نماید که آیا این امر می‌تواند منافع مدیران و سهامداران را تراز نماید یا خیر. او با استفاده از داده‌های شرکت‌های ایالات متحده طی سالهای ۱۹۷۳ تا ۱۹۷۶، ارتباطی به صورت یو شکل وارون (∩) بین مالکیت مدیران و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، یافت. به بیان او، هر چه مدیران بیشتر مراقب ارزش سهامداران باشند، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، کاهش می‌یابد. گوگلار^{۴۹} (۲۰۰۳) نتیجه گرفت که شرکت‌ها با انواع اشکال مالکیت، مانند مالکیت خانوادگی، با توجه به شدت تأثیری که بر عدم تقارن اطلاعاتی و مشکل نمایندگی می‌گذارد، از محدودیت‌های مالی بیشتری رنج می‌برند.

وی و ژانگ (۲۰۰۸) با استفاده از تفاوت بین حقوق جریان نقدی و حقوق کنترل بزرگترین سهامداران، به عنوان معیاری برای عدم تقارن اطلاعاتی و سلب مالکیت (تملک) حقوق سهامداران اقلیت، مطالعه هداک (۱۹۹۸) را تکمیل نمودند. آنان مشاهده کردند که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد با افزایش حقوق جریان نقدی بزرگترین سهامداران، کاهش می‌یابد، اما با افزایش تفاوت بین حقوق کنترل و حقوق جریان نقدی، افزایش می‌یابد.

گینلینگر و سادور (۲۰۰۷) با استفاده از داده‌های شرکت‌های فرانسوی، در پژوهش خود نشان دادند که تأثیر کیفیت نظام راهبری شرکتی بر سطح نگهداری وجه نقد توسط شرکت، از طریق وجود محدودیت‌های مالی و مشکل نمایندگی، توضیح داده می‌شود. بر اساس استدلال این مولفان، شرکت‌هایی که به صورت خانوادگی کنترل می‌شوند، نسبت به سایر شرکت‌ها، بیشتر از محدودیت‌های مالی رنج می‌برد.

از سویی دیگر، این فرض که شرکت‌های خانوادگی برای محدودیت‌های مالی مستعدتر هستند، توسط اندرس^{۵۰} (۲۰۰۸) یافت نشد. او نشان داد که شرکت‌های خانوادگی در قیاس با شرکت‌های دیگر، با همان اندازه و سود تقسیمی، ثبات مالی بیشتری دارند. در این مورد، تجزیه و تحلیل حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، واکنش کمتری به در دسترس بودن جریان نقد نشان داد. علاوه بر این، از آنجا که شرکت‌های خانوادگی دچار محدودیت‌های مالی کمتری خواهند بود، تصمیمات آن‌ها در قبال فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید، سریع‌تر و چابک‌تر خواهد بود.

چن و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهش خود، با استفاده از شاخص محدودیت‌های مالی تدوین شده توسط لامونت و همکاران (۲۰۰۱)، شرکت‌های مورد بررسی را به دو گروه تقسیم بندی نمودند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که شرکت‌های خانوادگی و ایالتی، تصمیماتی اتخاذ می‌کنند که بر اساس بیشینه‌سازی ارزش شرکت نیست و شرکت‌های کوچکی که اهرم بالایی دارند، به احتمال زیادی با محدودیت‌های مالی مواجه می‌شوند.

کالاتزیس^{۵۱} و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی خود مستقیماً به موضوع تأثیر نظام راهبری شرکتی بر محدودیت‌های مالی پرداختند. آنان با استفاده از داده‌های ۵۳۲ شرکت سهامی عام برزیلی طی سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۲، نتیجه گرفتند که تمرکز مالکیت و کنترل بالاتر، موجب محدودیت‌های مالی بیشتر می‌گردد.

فرانکیس و همکاران (۲۰۱۳) نیز در پژوهشی با موضوعیت نظام راهبری شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، تأثیر نظام راهبری شرکتی بر محدودیت‌های مالی را مورد بررسی قرار دادند. آنان این مطالعه با استفاده از داده‌های ۱۴ کشور انجام دادند و نتیجه گرفتند که حاکمیت

شرکتی بهتر، وابستگی شرکت‌ها به جریان‌های نقدی داخلی را کاهش داده و محدودیت‌های مالی را می‌کاهد.

گرچه موضوع این مطالعه پیشتر در ایران مورد بررسی قرار نگرفته و تحلیلی در این باره وجود نداشته است، اما تلاش می‌شود تا بررسی تحلیلی، مقالات نزدیک به موضوع محوری این پژوهش، مرور شوند. کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی ارتباط محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با محدودیت‌های مالی، نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت‌های مالی، از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی بالاتری برخوردارند و در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بر جریان‌های نقدی داخلی، تأکید بالایی دارند. این مطالعه مبنایی انجام شده، امکان استفاده از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی به عنوان معیاری برای محدودیت‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تأیید می‌کند.

اسماعیل زاده مقری و همکاران (۱۳۸۹) با بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر کیفیت سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، نتیجه گرفتند که رابطه معنادار مثبتی بین درصد مالکیت سهامداران نهادی، تعداد بلوک سهامداران عمده، درصد مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره، عدم وجود مدیر عامل شرکت به عنوان رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره و کیفیت سود شرکت وجود دارد. احمدپور و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی و کیفیت حساسی بر هزینه تأمین مالی از طریق استقراض پرداختند. آنان پس از بررسی رگرسیونی داده‌ها، از تأثیر کاهشی وجود سهامداران نهادی عمده در ترکیب سهامداران و نظارت کارای آنان بر هزینه بدهی شرکت‌های بورسی خبر دادند.

مهرانی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهش خود، به بررسی تأثیر ابزارهای نظارتی نظام راهبری شرکتی بر کاهش شدت مدیریت سود پرداختند. آنان استنتاج نمودند که متغیرهای مستقل مورد بررسی، نمی‌توانند رفتار متهورانه مدیریت سود را محدود کنند.

۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالب پیشگفته فرضیه اصلی پژوهش را می‌توان به این صورت بیان کرد:
فرضیه اصلی: بین کیفیت نظام راهبری شرکتی و مواجهه شرکت با محدودیت‌های مالی، ارتباط معناداری وجود دارد.
با توجه به متغیرهای مورد نظر برای این پژوهش، شش فرضیه فرعی نیز مطرح می‌شود:

فرضیه فرعی اول: بین نسبت سهام تحت تملک سهامداران عمده و مواجهه شرکت با محدودیت های مالی، ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین تعداد سهامداران عمده و مواجهه شرکت با محدودیت های مالی، ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین اندازه هیئت مدیره و مواجهه شرکت با محدودیت های مالی، ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین استقلال هیئت مدیره و مواجهه شرکت با محدودیت های مالی، ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی پنجم: بین نسبت سهام در دست سرمایه گذاران نهادی و مواجهه شرکت با محدودیت های مالی، ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ششم: بین تعداد سهامداران نهادی و مواجهه شرکت با محدودیت های مالی، ارتباط معناداری وجود دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ طبقه بندی پژوهش بر مبنای هدف، از نوع کاربردی است. پژوهش کاربردی، پژوهشی است که نظریه ها، قانونمندی ها، اصول و فنون را برای حل مسائل اجرایی و واقعی به کار می گیرد. همچنین پژوهش حاضر از لحاظ طبقه بندی بر حسب روش، از نوع توصیفی است. از میان انواع پژوهش های توصیفی، از نوع همبستگی بوده، چرا که در آن، ارتباط بین چند متغیر مورد مطالعه قرار می گیرد. بنابراین از روش رگرسیون چند متغیره و خوشه بندی برای آزمون فرضیه ها استفاده شده است. همچنین جهت اطمینان از قابل اتکا بودن نتایج، از آزمون های پیش فرض استفاده از رگرسیون، استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و نمونه آماری به روش حذفی بر اساس شرایط زیر برگزیده شده است:

- ۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش موجود باشد.
- ۲) در طی دوره پژوهش در بورس حضور داشته باشد.
- ۳) سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- ۴) از شرکت های بیمه، سرمایه گذاری، بانک ها و لیزینگ نباشد.

پس از حذف شرکت‌های فاقد معیارهای یادشده، از بین کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۱۰۲ شرکت به عنوان جامعه غربال شده آماری این پژوهش باقی ماندند و داده‌های مربوط به ۵ سال (۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰) آنها از صورتهای مالی، گزارش‌های هیئت مدیره به مجمع عمومی عادی، نرم افزار تدبیرپرداز و همچنین از سیستم نرم افزاری که توسط واحد «مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار» تهیه شده، استخراج شد.

۵- مدل پژوهش و متغیرهای آن

مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) و برنانک و گرتلر^{۵۲} (۱۹۹۰)، بیان نمودند که ممکن است عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، موجب شوند، هزینه‌های تأمین مالی خارجی از هزینه‌های تأمین مالی داخلی، بیشتر شوند. تفاوت بین هزینه‌های تأمین مالی داخلی و خارجی نشانگر محدودیت‌های مالی واحد اقتصادی است. فازاری و همکاران (۱۹۸۸) نشان دادند که محدودیت‌های مالی موجب ارتباطی مستقیم بین جریان‌های نقد حاصل شده داخلی و سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود و محدودیت‌های مالی بیشتر، منجر به ارتباط مثبت بیشتری می‌گردد. بنابراین اگر وضعیت نظام راهبری شرکتی بر محدودیت‌های مالی مؤثر باشد، باید بر ارتباط مستقیم بین جریان‌های نقد حاصل شده داخلی و سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر معنادار بگذارد. با بررسی ادبیات پیشین (عبدوالسلام و استریت^{۵۳}، ۲۰۰۷؛ عبدالله^{۵۴} و همکاران، ۲۰۰۸؛ محمد نور^{۵۵} و همکاران، ۲۰۱۰؛ رحیمیان و همکاران، ۱۳۸۸؛ حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۸؛ رسانیان و دیگران، ۱۳۸۹؛ ایزدی نیا و رسانیان، ۱۳۹۰؛ حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۲) برای نظام راهبری شرکتی شش متغیر انتخاب شد. با توجه به فرضیه‌های مطرح شده، شش مدل که شامل متغیرهای اصلی مستقل و وابسته می‌باشند، در ادامه ارائه شده است.

$$(1) \text{INVST}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{OCF}_t + \beta_2 \text{PSHOMSH}_t + \text{OCF} * \text{PSHOMSH}_t + \varepsilon_t$$

$$(2) \text{INVST}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{OCF}_t + \beta_2 \text{CMSh}_t + \text{OCF} * \text{CMSh}_t + \varepsilon_t$$

$$(3) \text{INVST}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{OCF}_t + \beta_2 \text{BS}_t + \text{OCF} * \text{BS}_t + \varepsilon_t$$

$$(4) \text{INVST}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{OCF}_t + \beta_2 \text{BI}_t + \text{OCF} * \text{BI}_t + \varepsilon_t$$

$$(5) \text{INVST}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{OCF}_t + \beta_2 \text{PSHOISH}_t + \text{OCF} * \text{PSHOISH}_t + \varepsilon_t$$

$$(6) \text{INVST}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{OCF}_t + \beta_2 \text{CISH}_t + \text{OCF} * \text{CISH}_t + \varepsilon_t$$

INVST = مخارج سرمایه‌ای که برابر است با مبالغ خرید دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود و

سایر دارایی‌های بلند مدت سالانه، مستخرج از صورت جریان وجه نقد؛ OCF = خالص جریان وجه نقد

عملیاتی مستخرج از صورت جریان وجه نقد؛ PSHOMSH = نسبت سهام تحت تملک سهامداران

عمده؛ CMSh = تعداد سهامداران عمده؛ BS = اندازه هیئت مدیره که برابر است با تعداد اعضای هیئت

مدیره؛ BI = استقلال هیئت مدیره که برابر است با نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره؛ PSHOISH = نسبت سهام در دست سرمایه‌گذاران نهادی؛ و CISH = تعداد سرمایه‌گذاران نهادی. همچنین از سه متغیر کنترل که بیشترین تأثیر را بر معادله داشته‌اند، استفاده شده است: CI = فشردگی سرمایه که عبارتست از نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها؛ Lev = اهرم مالی که عبارتست از نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها؛ و Size = اندازه شرکت که عبارتست از لگاریتم دارایی‌ها.

۶- نتایج پژوهش

پس از انجام محاسبات لازم برای متغیرهای مستقل و وابسته، اطلاعات لازم برای آزمون آماری مورد نیاز در فایل‌های مناسب ذخیره شد و در نرم افزار SPSS پردازش شد. در ابتدا به منظور بررسی کلی روابط، ماتریس همبستگی متغیرهای اصلی در نگاره شماره یک ترسیم می‌گردد.

نگاره ۱. ماتریس همبستگی

همبستگی اسپیرمن		همبستگی پیرسون		
OCF	INVST	OCF	INVST	
۰/۰۹۳*	۰/۰۲۸	۰/۰۰۹	۰/۰۳۵	PSHOMSH
۰/۲۸۴**	۰/۱۲۸*	۰/۰۴۷	۰/۱۲*	CMSH
۰/۱۵۲**	۰/۰۰۲	-۰/۰۱۱	-۰/۰۰۸	BS
۰/۰۴۳	-۰/۰۸۲	-۰/۰۰۶	-۰/۰۰۸	BI
۰/۲۳۲**	۰/۱۴۱*	۰/۰۴۸	۰/۰۸۵	PSHOISH
۰/۳۲۷**	۰/۱۵۲*	۰/۰۰۹	۰/۱۱۴*	CISH
۰/۴۲۵**	۱	۰/۷۶۸**	۱	INVST
۱	۰/۴۲۵**	۱	۰/۷۶۸**	OCF

* = معنادار در سطح پنج درصد و ** = معنادار در سطح یک درصد

برای تحلیل منطقی ارتباطات، در ادامه از آزمون رگرسیون استفاده خواهد شد. برای مشخص شدن معنادار بودن رگرسیون، از آزمون معناداری رگرسیون استفاده می‌شود. آماره این آزمون، آماره فیشر است. این آماره نباید از آماره فیشر محاسبه شده از طریق جدول کمتر باشد تا بتوان معنادار بودن رگرسیون را تأیید کرد. برای چنین نتیجه‌گیری می‌توان از آماره Sig استفاده کرد. این آماره باید از سطح خطای در نظر گرفته شده ($\alpha=0.05$) برای رابطه کمتر باشد. یکی از مفروضات دیگر استفاده از رگرسیون، استقلال خطاها (تفاوت میان مقادیر واقعی و پیش‌بینی شده توسط رگرسیون) است. برای

سنجش این امر از آزمون دوربین-واتسون استفاده شده است. مقدار این آماره بین ۰ تا ۴ تغییر می‌کند. اگر همبستگی بین مانده های متوالی وجود نداشته باشد مقدار آماره باید نزدیک ۲ باشد. اگر مقدار آماره نزدیک صفر باشد، نشان دهنده همبستگی مثبت بین مانده ها و اگر نزدیک ۴ باشد، نشان دهنده همبستگی منفی بین مانده های متوالی است. همچنین دامنه مطلوب برای این آماره بین ۱/۵ و ۲/۵ است. در پژوهش حاضر، مقادیر مذکور همگی مطلوب بوده و مدل از اعتبار کافی برخوردار است. نتایج آزمون فرضیه های فرعی در نگاره های دو تا هفت ارائه شده است. گفتنی است به منظور کاهش مشکل خودهمبستگی، از روش میانگین محوری استفاده شده است. عامل تورم واریانس نیز دیگر شاخص مورد استفاده جهت اطمینان از اعتبار مدل تدوین شده، می باشد. هرچقدر مقدار عامل تورم واریانس افزایش یابد، باعث می شود واریانس ضرایب رگرسیون زیاد شود. لازم به ذکر است که مقدار مناسب عامل تورم واریانس کمتر از ده می باشد و مقادیر بالاتر از ده، نشان از عدم اعتبار رگرسیون دارد. نگاره شماره دو، نشانگر نتایج آزمون نخستین فرضیه فرعی پژوهش است. از آنجا که در نگاره شماره دو، سطح معناداری متغیر حاصلضرب بالاتر از ۰/۰۵ است، بنابراین نسبت سهام تحت تملک سهامداران عمده تأثیری بر محدودیت های مالی شرکت ندارد و فرضیه فرعی نخست پذیرفته نمی شود.

نگاره ۲. آزمون فرضیه فرعی شماره یک

متغیر	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	VIF
Constant		-۷/۸۱۱	۰/۰۰۰	
OCF	۰/۷۲۹	۱۸/۷۹۵	۰/۰۰۰	۱/۹۰۳
CI	۰/۱۲۵	۴/۳۳۵	۰/۰۰۰	۱/۰۵۱
Size	۰/۲۳۱	۷/۶۴۲	۰/۰۰۰	۱/۱۱۵
Lev	۰/۰۴۵	۱/۵۸۳	۰/۱۱۴	۱/۰۲۸
PSHOMSH	-۰/۰۲۶	-۰/۷۸۹	۰/۴۳	۱/۳۲۳
OCF*PSHOMSH	۰/۰۰۴	۰/۰۹۵	۰/۹۲۴	۲/۰۷۷
آماره F: ۱۳۸/۰۰	معناداری: ۰/۰۰۰	دوربین واتسون: ۱/۷۲۱	R2 تعدیل شده: ۰/۶۵	

نتایج آزمون دومین فرضیه فرعی در نگاره شماره سه ارائه شده است. با توجه به نگاره شماره سه، از آنجا که سطح معناداری متغیر حاصلضرب کمتر از ۰/۰۵ است، افزایش تعداد سهامداران عمده موجب افزایش محدودیت های مالی شرکت ها می گردد و فرضیه فرعی دوم پذیرفته می شود.

نگاره ۳. آزمون فرضیه فرعی شماره دو

متغیر	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	VIF
Constant		-۴/۲۹۲	۰/۰۰۰	
OCF	۰/۸۰۷	۵۳/۳۸۳	۰/۰۰۰	۱/۰۶۶
CI	۰/۰۷۱	۴/۷۳۷	۰/۰۰۰	۱/۰۴۳
Size	۰/۰۵۶	۳/۴۵۳	۰/۰۰۱	۱/۲۱۴
Lev	۰/۰۱۶	۱/۱۰۵	۰/۲۷	۱/۰۱۹
CMSH	۰/۰۳۱	۲/۰۶	۰/۰۴	۱/۰۸۲
OCF*CMSH	۰/۵۳۲	۳۴/۲۶۵	۰/۰۰۰	۱/۱۲۳
آماره F: ۷۰۴/۳۸۱	معناداری: ۰/۰۰۰	دوربین واتسون: ۱/۵۲	R2 تعدیل شده: ۰/۹۰۵۶	

نتایج سومین فرضیه فرعی در نگاره شماره چهار ارائه شده است. بر اساس نگاره شماره چهار، سطح معناداری متغیر حاصلضرب بالاتر از ۰/۰۵ است، بنابراین اندازه هیئت مدیره تأثیر معناداری بر محدودیت های مالی شرکت ندارد و فرضیه فرعی سوم پذیرفته نمی شود.

نگاره ۴. آزمون فرضیه فرعی شماره سه

متغیر	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	VIF
Constant		-۴/۷۲۱	۰/۰۰۰	
OCF	۰/۷۰۴	۱۳/۹۴۶	۰/۰۰۰	۳/۲۱۵
CI	۰/۱۲۲	۴/۲۸۱	۰/۰۰۰	۱/۰۱۹
Size	۰/۲۳۱	۷/۹۰۲	۰/۰۰۰	۱/۰۸۱
Lev	۰/۰۴۳	۱/۵۰۴	۰/۱۳۳	۱/۰۲۳
BS	-۰/۰۲	-۰/۶۸	۰/۴۹۷	۱/۱۲۶
OCF* BS	-۰/۰۲۸	-۰/۵۶۱	۰/۳۱۳	۳/۱۹۵
آماره F: ۱۳۷/۸۶۴	معناداری: ۰/۰۰۰	دوربین واتسون: ۱/۷۱۹	R2 تعدیل شده: ۰/۶۵	

نتایج چهارمین فرضیه فرعی در نگاره شماره پنج ارائه شده است. با توجه به توضیحات پیشگفته و نگاره شماره پنج، استقلال هر چه بیشتر هیئت مدیره، موجب افزایش محدودیت های مالی شرکت ها می گردد و فرضیه فرعی چهارم پذیرفته می شود.

نگاره ۵. آزمون فرضیه فرعی شماره چهار

متغیر	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	VIF
Constant		-۳/۹۲۷	۰/۰۰۰	
OCF	۱/۳۱۶	۱۹/۷۸۸	۰/۰۰۰	۳/۸۰۴
CI	۰/۱	۳/۸۹۱	۰/۰۰۰	۱/۰۲۴
Size	۰/۰۸۷	۲/۹۱۵	۰/۰۰۴	۱/۳۸۴
Lev	۰/۰۵۴	۲/۱	۰/۰۳۶	۱/۰۲۱
BI	۰/۰۴۸	۱/۸۷۷	۰/۰۶۱	۱/۰۱۴
OCF* BI	۰/۶۲۶	۹/۵۸۶	۰/۰۰۰	۳/۵۶۶
آماره F: ۱۸۳/۶۰۸	معناداری: ۰/۰۰۰	دوربین واتسون: ۱/۵۸	R2 تعدیل شده: ۰/۷۱۳	

نتایج پنجمین فرضیه فرعی در نگاره شماره شش ارائه شده است. با توجه به نگاره شماره شش، افزایش نسبت سهام در دست سرمایه‌گذاران نهادی هیچ تأثیری بر محدودیت‌های مالی شرکت ندارد و فرضیه فرعی پنجم پذیرفته نمی‌شود.

نگاره ۶. آزمون فرضیه فرعی شماره پنج

متغیر	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	VIF
Constant		-۸/۱۲۷	۰/۰۰۰	
OCF	۰/۷۲۷	۲۳/۸۹۸	۰/۰۰۰	۱/۱۷۲
CI	۰/۱۲۷	۴/۴۱۱	۰/۰۰۰	۱/۰۵۶
Size	۰/۲۴۲	۷/۶۱۳	۰/۰۰۰	۱/۲۸۲
Lev	۰/۰۴۵	۱/۵۸	۰/۱۱۵	۱/۰۳۳
PSHOISH	-۰/۰۴۶	-۱/۲۶۷	۰/۲۰۶	۱/۶۵۱
OCF*PSHOISH	۰/۰۰۰	۰/۰۱۳	۰/۹۹	۱/۶۳۵
آماره F: ۱۳۸/۷۰۷	معناداری: ۰/۰۰۰	دوربین واتسون: ۱/۷۸۱	R2 تعدیل شده: ۰/۶۵۱	

نتایج ششمین فرضیه فرعی در نگاره شماره هفت ارائه شده است. نتایج نگاره شماره هفت نیز از عدم تأثیر معنادار تعداد سهامداران نهادی بر محدودیت‌های مالی شرکت خبر می‌دهند و فرضیه فرعی ششم پذیرفته نمی‌شود.

نگاره ۷. آزمون فرضیه فرعی شماره شش

متغیر	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	VIF
Constant		-۸/۲۵۵	۰/۰۰۰	
OCF	۰/۷۰۵	۱۲/۸۴۷	۰/۰۰۰	۳/۸۳۴
CI	۰/۱۲۴	۴/۳۶	۰/۰۰۰	۱/۰۳۶
Size	۰/۲۴۳	۸/۰۱	۰/۰۰۰	۱/۱۷۵
Lev	۰/۰۴۴	۱/۵۴۱	۰/۱۲۴	۱/۰۲۶
CISH	-۰/۰۴۴	-۱/۴۵۱	۰/۱۲۴	۱/۱۷۳
OCF*CISH	۰/۰۲۷	۰/۴۹	۰/۶۲۴	۳/۷۶۶
آماره F: ۱۳۹/۱۵۹	معناداری: ۰/۰۰۰	دوربین واتسون: ۱/۷۱۷	R2 تعدیل شده: ۰/۶۵۲	

بنابر نتایج ارائه شده، در مجموع از شش شاخص به کار گرفته شده، دو شاخص (تعداد سهامداران عمده و استقلال هیئت مدیره) موجب افزایش محدودیت های مالی می شوند و باقی شاخص ها تأثیری بر محدودیت های مالی نداشته اند. به منظور بررسی کلی تر موضوع، در ادامه تلاش می شود تا معیارهای نظام راهبری شرکتی یک کاسه شوند. به این منظور مطابق روش مورد استفاده حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۲) از خوشه بندی استفاده می شود.

با استفاده از این روش می توان داده های نمونه را به چند خوشه رده بندی کرد، به طوری که داده های قرار گرفته در هر خوشه، همگون و یکسان باشند و بین خوشه ها، بیشترین تفاوت و ناهمگونی وجود داشته باشد. به این شیوه، هر کدام از ارکان نظام راهبری شرکتی به کار رفته در این پژوهش به دو دسته تقسیم شدند. در نهایت با خوشه بندی شش سازوکار نظام راهبری شرکتی، هر شرکت - سال از لحاظ هر کدام از این سازوکارها در خوشه یک یا دو قرار گرفت که حاصل جمع مقادیر تعلق گرفته، نشانگر وضعیت نظام راهبری آن شرکت می باشد. در واقع در این شیوه، وضعیت نسبی شرکت از لحاظ کیفیت نظام راهبری در قیاس با سایر شرکت های حاضر سنجیده و در گروه قوی (خوشه ۲) یا ضعیف (خوشه یک) قرار می گیرد. بنابراین، دامنه مقادیر وضعیت نظام رهبری شرکت بین شش تا دوازده خواهد بود (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۲). نتایج در نگاره شماره هشت ارائه شده است.

نگاره ۸. آزمون فرضیه اصلی

متغیر	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	VIF
Constant		-۴/۵۶۶	۰/۰۰۰	
OCF	۱/۰۷۶	۲۳/۶۹۹	۰/۰۰۰	۳/۱۳
CI	۰/۰۹۶	۳/۶۶۷	۰/۰۰۰	۱/۰۵۱

متغیر	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری	VIF
Size	۰/۱۰۹	۳/۴۸۱	۰/۰۰۱	۱/۴۷۷
Lev	۰/۰۶	۲/۳۱۵	۰/۰۲۱	۱/۰۲۶
CG	۰/۰۰۷	۰/۲۵۳	۰/۸۰۱	۱/۲۱۲
OCF*CG	۰/۴۲۳	۹/۴۱۴	۰/۰۰۰	۳/۰۶
آماره F: ۱۸۰/۳۵۹	معناداری: ۰/۰۰۰	دوربین واتسون: ۱/۶۳۲	R2 تعدیل شده: ۰/۷۰۹	

نتایج ارائه شده در نگاره شماره هشت، به روشنی بیان می‌کند که در صورت کنار هم قرار گرفتن معیارهای مختلف نظام راهبری شرکتی، تأثیری معنادار بر محدودیت‌های مالی شرکت دارند اما به صورت افزایشی و بنابراین می‌توان فرضیه اصلی این مقاله را پذیرفته دانست، هرچند کاملاً با انتظارات متناقض است.

۷- نتیجه‌گیری و بحث

در اهمیت نظام راهبری شرکتی برای موفقیت شرکت‌ها و رفاه اجتماعی شکی نیست. این موضوع با توجه به رخدادهای اخیر اهمیت بیشتری یافته است. یکی از راه‌حل‌های مشکل نمایندگی، استقرار شیوه‌های مناسب نظام راهبری شرکتی است. فازاری و همکاران (۱۹۸۸) در مطالعه چگونگی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، از فراهم بودن وجوه داخلی به عنوان معیاری برای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی استفاده نمودند و یافتند شرکت‌هایی که از لحاظ مالی دچار محدودیت هستند، وابستگی زیادی به وجوه داخلی نشان می‌دهند که این امر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت اثر می‌گذارد. در این پژوهش نیز با استفاده از مبنای نظری فازاری و همکاران (۱۹۸۸) تلاش شد تا تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر محدودیت‌های مالی شرکت‌ها ارزیابی گردد. نتایج بررسی‌ها نشان داد که تعداد سهامداران عمده و استقلال هیئت مدیره موجب افزایش محدودیت‌های مالی می‌شوند. نتیجه کلی نیز از تأثیر افزایشی کیفیت نظام راهبری شرکتی بر محدودیت‌های مالی خبر می‌دهد که در تضاد با نتیجه فرانکیس و همکاران (۲۰۱۳) می‌باشد که البته تا حدودی به نتیجه کالاتزیس و همکاران (۲۰۱۰) نزدیک است. در تجزیه و تحلیل نتایج بهتر است که به ارکان نظام راهبری شرکتی که به طور جداگانه نیز موثر بوده‌اند، توجه بیشتری شود. بنابر نتایج، تعداد سهامداران عمده و استقلال اعضای هیئت مدیره تأثیر معنادار و افزایشی بر محدودیت‌های مالی داشته‌اند. حال باید با توجه به ویژگی‌های این متغیرها در ایران، علت موضوع را جستجو نمود. نخست به موضوع تعداد سهامداران عمده پرداخته می‌شود. یکی از استدلال‌های مربوط این است که اگر سرمایه‌گذاران خارجی انتظار داشته باشند که سهامداران کنترل‌کننده، منابع شرکت را بدون محدودیت تحت تملک

خود داشته باشند، هزینه تأمین مالی خارجی بیشتر خواهد شد و این موضوع، تکیه شرکت بر وجوه نقد داخلی را افزایش می‌دهد و به این ترتیب، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد افزایش می‌یابد (لینز و همکاران، ۲۰۰۵). حال شاید اینطور بتوان استدلال کرد که با افزایش تعداد سهامداران عمده، این موضوع قوت بیشتری می‌گیرد و سرمایه‌گذاران خارجی احساس می‌کنند که وجود چندین (هر چه بیشتر) سهامدار عمده و قدرتمند، فضایی برای حفظ منابع برای سایر سهامداران باقی نمی‌گذارد. در مورد استقلال اعضای هیئت مدیره که به وسیله نسبت اعضای غیرموظف در هیئت مدیره محاسبه می‌شود، شاید ذکر این نکته کمک کند که عدم یا کمبود آگاهی مدیران غیرموظف از وظایف سازمانی است که بر عهده دارند و این مدیران خود را فارغ از مسئولیت پاسخگویی در مقابل اشخاص و نهادهای پاسخ‌خواه می‌دانند و لذا، وظایف نظارتی خود را به نحو شایسته‌ای انجام نمی‌دهند و حضور این افراد در هیئت مدیره چندان مثبت نیست. این وضعیت در حالی است که مدیران موظف با توجه به وابستگی که به امور شرکت داشته و از نزدیک در جریان فعالیت‌ها و وظایف پاسخگویی هستند، تلاش می‌کنند تا شرکت را به نحو بهتری هدایت نمایند و سرمایه‌گذاران خارجی نیز این وضعیت را درک می‌کنند. به منظور اطمینان نسبی از صحت این موضوع می‌توان به مقاله مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰) اشاره کرد که با اتخاذ رویکردی بومی به مسئله نظام راهبری شرکتی، غیرموظف بودن اعضای هیئت مدیره را معیاری نامطلوب ارزیابی کردند.

علاوه بر این، نتایج بررسی‌های جداگانه سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، نشان داده است که معیارهای نسبت سهام تحت تملک سهامداران عمده، اندازه هیئت مدیره، نسبت سهام تحت تملک مالکان نهادی و تعداد سهامداران نهادی تأثیری بر محدودیت‌های مالی شرکت‌ها نداشته‌اند که این موضوع نشان می‌دهد متغیرهای مذکور بر تصور سرمایه‌گذاران خارجی راجع به چگونگی تملک و سلب مالکیت منابع شرکت، تأثیر معناداری ندارند.

بنابر نتایج پژوهش، کاربردی‌ترین پیشنهادی که می‌توان به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نمود، استفاده از مدیران غیرموظف متخصص و مسئول و یا مدیران موظف در هیئت مدیره است. این شرکت‌ها باید توجه داشته باشند که محدودیت‌های مالی مسئله مهمی است که با هدایت و راهبری هرچه باکیفیت‌تر، البته با توجه جدی به وضعیت بومی کشور، می‌توان مانع بروز چنین مشکلی شد. ضمناً معیارهای متداول نظام راهبری مطلوب متداول دنیا (حداقل شش معیار مورد استفاده در این پژوهش) تأثیری کاهشی بر محدودیت‌های مالی نداشته‌اند و شرکت‌های ایرانی بایستی سازوکارهای جان‌نشین را شناسایی نمایند و به کار گیرند.

به پژوهشگران علاقمند پیشنهاد می‌شود که موضوع این مطالعه را با استفاده از شاخص‌هایی دیگر برای نظام راهبری شرکتی و همچنین محدودیت‌های مالی اجرا نمایند تا بتوان نتیجه را بیشتر تعمیم

داد. همچنین می‌توان با شناسایی سازوکارهای مناسب نظام راهبری شرکتی در ایران، تأثیر آنها بر محدودیت‌های مالی را با رویکردی بومی ارزیابی کرد. ضمناً می‌توان این موضوع را در شرکت‌های فرابورس و همچنین به تفکیک صنایع انجام داد که قطعاً نتایج بسیار مفیدی حاصل خواهد شد.

فهرست منابع

- * حساس یگانه یحیی، نظام‌الدین رحیمیان و اسماعیل توکل نیا، (۱۳۹۲)، بررسی ارزش آفرینی گزارشگری سرمایه انسانی، مقاله ارائه شده در نخستین همایش ملی ارزشگذاری سرمایه انسانی، ایران: تهران.
- * مهرانی ساسان، داریوش فروغی، حسین کردتبار و امیر رسائیان، (۱۳۹۰)، بررسی تأثیر ابزارهای نظارتی حاکمیت شرکتی در کاهش شدت مدیریت سود، مجله فرایند مدیریت و توسعه، شماره ۷۶، صص ۵۱-۷۸.
- * احمدپور احمد، محمد کاشانی پور و محمدرضا شجاعی، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض)، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۲، صص ۳۲-۱۷.
- * اسماعیل زاده مقری علی، محمد جلیلی و عباس زند عباس آبادی، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران، مجله حسابداری مدیریت، شماره ۷، صص ۷۹-۹۱.
- * ایزدی نیا ناصر و امیر رسائیان، (۱۳۹۰)، سازوکار نظام راهبری شرکتی و کیفیت سود، مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، شماره ۱، صص ۵۱-۶۶.
- * حساس یگانه یحیی، (۱۳۹۱)، فلسفه حسابرسی. تهران: انتشارات علمی و فرهنگی.
- * حساس یگانه یحیی، زهره رئیسی و سید مجتبی حسینی، (۱۳۸۸)، رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، شماره ۱۳، صص ۷۵-۱۰۰.
- * رحیمیان نظام‌الدین، سید حسین صالح نژاد و علی سالکی، (۱۳۸۸)، رابطه میان برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۸، صص ۷۱-۸۶.

- * رسائیان امیر، فروغ رحیمی و سارا حنجری، (۱۳۸۹)، تأثیر مکانیزم های درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۴، صص ۱۲۵-۱۴۴.
- * کاشانی پور محمد، سعید راسخی، بیژن نقی نژاد و امیر رسائیان، (۱۳۸۹)، محدودیت های مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، پیاپی ۵۹/۳، صص ۵۱-۷۶.
- * نمازی محمد، (۱۳۸۴)، بررسی کاربردهای نظریه نمایندگی در حسابداری مدیریت، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره ۴۳، صص ۱۴۷-۱۶۴.
- * Abdelsalam, O., and Street, D., (2007), Corporate governance and the timeliness of corporate internet reporting by U.K. listed companies, *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, Vol. 16, pp. 111-130.
- * Abdullah, M. S., Ali Shah, S. Z., and Hassan, A., (2008), Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Firms: Evidence from Pakistan, *The Business Review Journal*, Vol. 11, No. 2, pp. 282-289.
- * Agca, S., and Mozumdar, A., (2008), The impact of capital market imperfections on investment-cash flow sensitivity, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, pp. 207-216.
- * Almeida, H., and Campello, M., (2007), Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment, *Review of Financial Studies*, Vol. 20, pp. 1429-1460.
- * Andress, C. (2008). Family ownership, Financing constraints and Investment Decisions, Working Paper.
- * Bernanke, B., and Gertler, M., (1990), Financial fragility and economic performance, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, No. 1, pp. 87-114.
- * Bond, S. and Meghir, C., (1994), Dynamic Investment Models and the firm's financial Policy, *Review of Economics Studies*, Vol. 61, pp. 197-222.
- * Brown, J. R., and Petersen, B.C., (2009), Why has the investment-cash flow sensitivity declined so sharply? Rising R&D and Equity Market Developments, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, pp. 971-984.
- * Chen, Y., Huang, Y., and Chen, C., (2009), Financing Constraints, Ownership Control, and Cross-Border M&As: Evidence from Nine East Asian Economies, *Corporate Governance: an International Review*, Vol. 17, No. 6, 665-680.
- * Cho, M.H., (1998), Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 103-121.
- * Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L.H.P., (2000), The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 81-112.
- * Cleary, S., (1999), The relationship between firm investment and financial status, *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 673-692.

- * Cleary, S., Povel, P., and Raith, M., (2007), The U-shaped Investment Curve: Theory and Evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, pp. 1-39.
- * Degryse, H., and De Jong, A., (2006), Investment and internal finance: asymmetric information or managerial discretion?, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 24, pp. 125–147.
- * Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., Petersen, B.C., Blinder, A.S., and Poterba, J.M., (1988), Financing constraints and corporate investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 141–206.
- * Francis, B., Hasan, I., Song, L., and Waisman, M., (2013), Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: Evidence from emerging markets, *Emerging Markets Review*, Vol. 15, pp. 57–71.
- * Gillan, S. L., and Starks L. T., (1998), A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence, *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 3, pp. 10-34.
- * Ginglinger, E., and Saddour, K., (2007), Cash constraint, corporate governance and financial constraints, Working Paper.
- * Goergen, M., and Renneboog, L., (2001), Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, pp. 257–284.
- * Greenwald, B., Stiglitz, J.E., and Weiss, A., (1984), Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations, *American Economic Review*, Vol. 74, pp. 194–199.
- * Gugler, K., (2003), Corporate governance and investment, *Journal of the Economics of Business*, Vol. 10, pp. 261-289.
- * Hadlock, C.J., (1998), Ownership, liquidity, and investment, *The RAND Journal of Economics*, Vol. 29, pp. 487–508.
- * Hovakimian, G., (2009), Determinants of investment cash flow sensitivity, *Financial Management*, Vol. 38, pp. 161–183.
- * Hubbard, R.G., (1998), Capital market imperfections and investment, *Journal of Economic Literature*, Vol. 36, pp. 193–225.
- * Jensen, M. C., and Meckling, W.H., (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, (October), pp. 305-360.
- * Jensen, M.C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323–329.
- * Kalatzis, A. G., Pellicani, A. D., and Moccellini, J. V., (2010), The impact of corporate governance on financial constraint: evidence from Brazilian firms, *International Conference on Applied Economics – ICOAE 2010*, pp. 389-395.
- * Kaplan, S. N., and Zingales, L., (1997), Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, pp. 169-215.
- * Kathuria, R., and Mueller, D.C., (1995), Investment and cash flow: asymmetric information or managerial discretion, *Empirical*, Vol. 22, pp. 211–234.
- * Lamont, O., (1997), Cash flow and investment: evidence from internal capital markets, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 83–109.

- * Lamont, O., Polk, C., and Saá-Requejo, J., (2001), Financial Constraints and Stock Returns, *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, pp. 529-554.
- * Lins, K.V., Strickland, D., and Zenner, M., (2005), Do non-U.S. firms issue equity on U.S. stock exchanges to relax capital constraints?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, pp. 109-133.
- * Love, I., (2003), Financial development and financing constraints: international evidence from the structural investment model, *Review of Financial Studies*, Vol. 16, pp. 765-791.
- * Mohamad-Nor, M.N., Shafie, R., and Wan-Hussin, W.N., (2010), Corporate Governance and Audit Report Lag in Malaysia, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. 6, No. 2, pp. 57-84.
- * Myers, S.C., and Majluf, N.S., (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- * Schaller, H., (1993), Asymmetric information, liquidity constraints, and Canadian investment, *Canadian Journal of Economics*, Vol. 26, pp. 552-574.
- * Scharfstein, D., and Stein, J., (2000), The dark side of internal capital markets: divisional rent seeking and inefficient investment, *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 2537-2564.
- * Shin, H.H., and Stulz, R., (1998), Are internal capital markets efficient?, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, pp. 531-552.
- * Shleifer, A., and Vishny, R., (1997), A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737-775.
- * Spence, M., and R. Zeckhauser., (1971), Insurance, Information and Individual Action, *American Economic Review*, May, pp. 380-91.
- * Stein, J., (2003), Agency, Information, and Corporate Investment, *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier, North Holland.
- * Stulz, R., (1990), Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 3-27.
- * Vogt, S., (1994), The cash flow/investment relationship: evidence from U.S. manufacturing firms, *Financial Management*, Vol. 23, pp. 3-20.
- * Wei, J. K. C., and Zhang, Y., (2008), Ownership structure, cash flow and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 118-132

یادداشت‌ها

1. Spence and Zeckhauser
2. Jensen and Meckling
3. Shleifer and Vishny
4. Gillan and Starks
5. Enron
6. Word Com
7. Adephi

29. Underinvestment problem
30. Overinvestment problem
31. Free-cash-flow theory
32. Love
33. Lins
34. Degryse and de Jong
35. Goergen and Renneboog

- | | |
|--------------------------|----------------------------|
| 8. Cisco | 36. Hadlock |
| 9. Lucent | 37. Cho |
| 10. Clobal Crossing | 38. Kathuria and Mueller |
| 11. Sun beam | 39. Schaller |
| 12. Tyco | 40. Vogt |
| 13. Xerox | 41. Claessens |
| 14. Almeida and Campello | 42. Lamont |
| 15. Agca and Mozumdar | 43. Scharfstein and Stein |
| 16. Stein | 44. Shin and Stulz |
| 17. Brown and Petersen | 45. Francis |
| 18. Hovakimian | 46. Ginglinger and Saddour |
| 19. Jensen | 47. Wei and Zhang |
| 20. Stulz | 48. Chen |
| 21. Fazzari | 49. Gugler |
| 22. Bond and Meghir | 50. Andress |
| 23. Kaplan and Zingales | 51. Kalatzis |
| 24. Cleary | 52. Bernanke and Gertler |
| 25. Hubbard | 53. Abdelsalam and Street |
| 26. Premium | 54. Abdulla |
| 27. Greenwald | 55. Mohamad-Nor |
| 28. Myers and Majluf | |