دانشگاه آزاد اسلامی

عنوان:

بررسی نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری در صنعت بیمه

نگارش:

مهدی روزبهانی

پروژه دات کام

www.Prozhe.com

چکیده 1
فصل اول : کلیات تحقیق
1-1- مقدمه 3
1-2- بیان مسئله و چگونگی برگزیدن موضوع تحقیق 5
1-3- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق 8
1-4- اهداف تحقیق 10
1-5- سئوالات تحقیق 10
1-6- فرضیه‌های تحقیق 10
1-7-مدل کلی و متغیرهای تحقیق 11
1-8- روش‌شناسی تحقیق 12
1-9- قلمرو تحقیق 12
1-9- 1-قلمرو موضوعی تحقیق 12
1-9- 2-قلمرو مکانی تحقیق 12
1-9-3- قلمرو زمانی تحقیق 12
1-10- ابزار گردآوری و تجزیه‌وتحلیل داده‌ها..12
1-11-متغیرهای تحقیق..13.
1-12- شرح واژه‌ها و اصطلاحات بکار رفته در تحقیق 14
1-13-ساختار تحقیق...14
فصل دوم: مبانی نظری و ادبیات تحقیق
2-1- مقدمه 16
2-2- مبانی نظری سرمایه‌گذاری 16
2-2-1- ماهیت سرمایه‌گذاری 16
2-2-2- مدل‌های سرمایه‌گذاری 17
2-2-2-1- مدل شتابنده سرمایه‌گذاری 18
2-2-2-2- تئوری شتابنده انعطاف پذیر سرمایه‌گذاری 21
2-2-2-3- مدل نئو کلاسیک سرمایه گذاری 21
2-2-2-3-1- مدل جورگنسن 21
2-2-2-3-2- مدل Q توبین سرمایه‌گذاری...24

2-2-2-4- مدل سرمایه‌گذاری در حضور اطلاعات نامتقارن 28
2-2-2-5- جریان نقدی و سطح سرمایه گذاری 30
2-2-2-5- جریان نقدی و سطح سرمایه گذاری 30
2-3- مبانی نظری سرمایه‌گذاران نهادی 32
2-3-1- سهامداران نهادی به عنوان ناظر 33
2-3-2- نوع مالکیت نهادی 36
2-3-3- نقش سهامداران نهادی در عدم تقارن اطلاعاتی 37
2-4- مبانی نظری مالکیت مدیریتی 38
2-5- پیشینه تحقیق 39
2-5- 1-پیشینه تحقیق در خارج از کشور 39
2-5- 2- پیشینه پژوهش در داخل کشور 41
2-6- خلاصه فصل 54

فصل سوم :روش شناسی تحقیق

3-1- مقدمه 56
3-2- روش تحقیق 56
3-3- جامعه و نمونه آماری 57
3-4- فرضیه‌های تحقیق 57
3-5- متغیرهای تحقیق 57
3-6- مدل‌های آزمون فرضیه‌های تحقیق 60
3-7- روش تحلیل مدل‌های آماری تحقیق 62
3-7- 1- مدل‌های رگرسیونی با داده‌های ترکیبی 63
3-7- 1-1- روش اثرات مشترک 63
3-7- 1-2- روش اثرات ثابت 64
3-7- 1-3- روش اثرات تصادفی 64
3-7- 1-4- آزمون انتخاب روش ترکیبی یا تلفیقی 65
3-7- 1-5- آزمون انتخاب اثرات ثابت یا اثرات تصادفی 65
3-7- 1-6- آزمون معنی‌داری مدل 66
3-7- 1-7- آزمون معنی‌داری متغیرهای مدل 66
3-7- 1-8- آزمون نرمال بودن پسماندهای مدل 66

3-8- خلاصه فصل 67

فصل چهارم: تحلیل‌های آماری و آزمون فرضیه‌های تحقیق

4-1- مقدمه..69
4-2- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق. 69
4-3- آزمون مانایی متغیرهای تحقیق.. 73
4-4- آزمون همبستگی متغیرهای تحقیق.. 74
4-5- آزمون فرضیه‌های تحقیق.. 74
4-5- 1-آزمون فرضیه اول تحقیق...75
4-5-2- آزمون فرضیه دوم تحقیق..79
4-5- 3-آزمون فرضیه سوم تحقیق...85
4-6- خلاصه فصل.. 92

فصل پنجم: نتایج و پیشنهادات تحقیق

5-1- مقدمه 94
5-2- چکیده ماهیت و اهمیت تحقیق 94
5-3- چکیده تحلیل‌های تحقیق 96
5-4- چکیده نتایج برازش مدل‌های تحقیق...97
5-5- چکیده نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق 98
5-6- پیشنهادهای تحقیق 99
5-6-1- پیشنهادهای مبتنی بر نتایج تحقیق... 99
5-6-2- پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی 101
5-7- خلاصه فصل..102

پیوست‌ها 103
فهرست منابع 104
منابع فارسی 105
منابع انگلیسی 106
چکیده انگلیسی 110

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

چکیده

هدف این تحقیق بررسی نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزادو سطح سرمایه گذاری در صنعت بیمه می باشد. تاثیر ساختار مالکیت ،به عنوان یکی از مکانیزم های حاکمیت شرکتی بوده که ساختارهای مختلف مالکیت منجر به تغییر رفتار شرکتها و در نتیجه تغییر برون دادهای شرکت می شود.بنابراین می توان انتظار داشت که ساختار مالکیت(تنوع مالکان) بر رابطه جریان نقدآزاد و سطح سرمایه گذاری شرکت ها تاثیرگذار باشد. در این پژوهش ابتدا تاثیر جریان نقد آزاد بر سطح سرمایه گذاری مورد بررسی قرار گرفت سپس اثر دو متغیر مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی بر رابطه جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری بررسی گردید.برای این منظور 16شرکت بیمه خصوصی دارای مجوز از سوی بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران در دوره زمانی 5ساله(1389تا1393)مورد بررسی قرار گرفت.بر اساس روش رگرسیون چند متغیره نتایج نشان داد بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری رابطه معنی دار ومثبتی وجود دارد .همچنین نتایج حاکی از عدم تاثیر مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری در صنعت بیمه می باشد.

فصل اول

کلیات تحقیق

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

1-1- مقدمه

میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌تواند ناشی از عوامل متعددی باشد. یکی از این عوامل جریان وجوه نقد شرکت و در واقع میزان منابع مالی در اختیار برای تأمین مالی پروژه‌های جدید است. اینکه تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید در شرکت از چه طریقی انجام شود؛ متأثر از تصمیمات مدیریت است ولی به‌طورکلی به نظر می‌رسد که هر چه جریانات وجوه نقدی شرکت بالاتر باشد، میزان سرمایه‌گذاری‌هایش افزایش یابد. بنابراین می‌توان این‌گونه برداشت نمود که دسترسی شرکت به منابع مالی، عامل مهمی در میزان سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. زمانی که نوسانات نسبتاً شدیدی در جریانات نقدی به وجود می‌آید؛ مدیران واحدهای انتفاعی، ناگزیر از تعدیل سرمایه‌گذاری‌هایشان هستند (آلمیدا و همکاران[1]،2007).

آنچه که باید مدنظر قرار گیرد این است که توضیح این شرایط در شرکت‌های سهامی می‌تواند براساس تئوری نمایندگی و هزینه‌های تحمیل‌شده به مالکان این شرکت‌ها که عمدتاً ناشی از انگیزه‌های منفعت‌جویانه مدیران است؛ صورت گیرد. شواهد تجربی زیادی وجود دارد مبنی بر اینکه سطح نقدینگی

---

[1]. Almida & et al

شرکت‌ها و دسترسی آن‌ها به منابع مالی در تعیین سیاست‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها نقش تعیین‌کننده‌ای دارد. برخی دیگر از تحقیقات، پیشنهاد می‌کنند که تغییرات جریان نقدی،عامل تعیین‌کننده مهمی برای سیاست‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی است که با حاکمیت شرکتی ضعیف و مشکلات نمایندگی مواجه هستند. برای مثال، لاو (2003) نشان داد که یک محیط قانونی می‌تواند حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد آزاد شرکت‌ها را کاهش دهد.

شواهد تجربی پیشین، تعارضات نمایندگی و ساختار مالکیت را ازعوامل مؤثر در تصمیمات مالی مدیران دانسته‌اند. در ادبیات مسائل نمایندگی ذکرشده است که تعارض اصلی بین سهامداران اقلیت و سهامداران عمده می‌باشد. اگر سرمایه‌گذاران اقلیت برآورد کنند که سهامداران عمده، منابع مالی شرکت را بدون مکانیسم‌های نظارتی و پیشگیرانه، در جهت منافع خود بکار می‌گیرند؛ هزینه تأمین مالی شرکت افزایش‌یافته و اتکای مدیران به وجوه نقد داخلی در جهت تأمین منابع موردنیاز برای سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر می‌شود و در نتیجه، حساسیت سرمایه‌گذاری به تغییرات جریان نقدی شدت می‌یابد (لینز و همکاران[۲]، 2005). در تحقیق حاضر، استدلال می‌شود که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، می‌تواند توانایی کنترل سهامداران عمده در هدایت تصمیمات مالی مدیران را کاهش داده و به حفظ منافع سهامداران اقلیت کمک کند. به‌عنوان‌مثال نظارت کارآمد سرمایه‌گذاران بزرگ می‌تواند اختیارات بیش‌ازاندازه مدیریت و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه بر رابطه جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد (گئورگ و همکاران[۳]،2008).

در این راستا فعالیت بیمه از جهت تأمین نیاز واحدهای تجاری، خانوارها به‌واسطه گری مالی، مشابه بانک و بازارهای سرمایه می‌باشد. لیکن در ادبیات مربوط به حاکمیت شرکتی از جمله ساختار مالکیت، عمدتاً بانک‌ها و بازار سرمایه موردتوجه قرارگرفته‌اند و بااینکه نقش نظارتی حاکمیت شرکتی شناسایی‌شده است، کمبود مطالعات گسترده درزمینه تعیین نقش ساختار مالکیت به عنوان مکانیزم حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری در صنعت بیمه به‌وضوح احساس می‌شود. با توجه به کمبود منابع

[2]. Lins & et al
[3]. George & et al

اطلاعاتی مناسب، اعتبار تحلیل‌های اقتصادسنجی نیز در این مطالعات اندک و ضعیف می‌باشد. بنابراین تحقیق حاضر به مطالعه نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری در صنعت بیمه می‌پردازد. انتظار بر این است نتایج حاصله برای تصمیمات سازمان بورس و اوراق بهادار، مدیران و اعضاء هیئت‌مدیره شرکت‌های بیمه، بیمه‌گذاران و اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران، سهام‌داران، تحلیل‌گران و محققین مفید واقع گردد.

در این راستا، ابتدا به‌کلیات تحقیق، سپس در بخش ادبیات تحقیق به ماهیت سرمایه‌گذاری، مدل‌های سرمایه‌گذاری، انواع تصمیمات سرمایه‌گذاری، فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، رابطه جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری، ساختار مالکیت و درنهایت تحقیقات خارجی و داخلی بررسی می‌شود، سپس فرضیه‌های تحقیق و روش‌های آماری به‌کار گرفته‌شده جهت آزمون فرضیه‌ها تشریح می‌گردد. در ادامه نتایج حاصل از تجزیه‌وتحلیل داده‌ها و در انتها نیز نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه خواهد شد.

1-2- بیان مسئله و چگونگی برگزیدن موضوع تحقیق

مهم‌ترین ویژگی شرکت‌های سهامی تفکیک مالکیت از مدیریت آن‌هاست. در سی سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این‌گونه تضادها از سوی اقتصاددانان مطرح شده است. این موارد به‌طورکلی زیر عنوان تئوری نمایندگی بیان می‌شود. در تئوری نمایندگی هدف مالکان حداکثر سازی ثروت است. بنابراین به‌منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت و عملکرد او را ارزیابی می‌کنند.

سود حسابداری بر اساس مبنای تعهدی شناسایی می‌گردد. معمولاً استفاده از مبنای تعهدی موجب متفاوت شدن میزان سود عملیاتی گزارش‌شده با خالص جریان‌های نقدی حاصل از عملیات و گزارش یک سری اقلام تعهدی در صورت‌های مالی می‌شود. دیچو و همکاران[۴] (1995) نشان دادند که اقلام تعهدی غیر اختیاری ثابت هستند و از آن‌ها نمی‌توان برای هموارسازی سود استفاده کرد، بلکه هرچقدر اقلام تعهدی اختیاری در

[4]. Dechow & et al

داخل اقلام تعهدی بیشتر باشد احتمال مدیریت سود نیز متعاقب آن افزایش می‌یابد. فرصت مدیریت سود در شرکت‌های دارای جریان وجوه نقد آزاد بیشتر است، به این دلیل که مدیران واحدهای اقتصادی دارای جریان وجوه نقد آزاد بالا و فرصت رشد پائین، اغلب تمایل دارند تا در پروژه‌های اضافی و یا حتی در پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی (NPV منفی) سرمایه‌گذاری کنند و برای پنهان کردن و پوشش دادن اثرات سرمایه‌گذاری‌هایی که ثروت سهام‌داران را بیشینه نمی‌کند از اقلام تعهدی اختیاری افزایش‌دهنده سود استفاده کنند.

از عناصر مهم بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران هستند .هدف غائی هر سرمایه‌گذار از به جریان انداختن سرمایه خود، کسب حداکثر سود و بازدهی از آن می‌باشد .برای اینکه سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی ترغیب شوند، باید بازدهی این دارایی‌ها، از سایر گزینه‌ها بیشتر باشد (مهرانی و بهرام فر،1383). ارزش یک شرکت، تابع سودآوری سرمایه‌گذاری‌های آن شرکت است؛ لذا مدیران باهدف حداکثر نمودن ثروت سهام‌داران، باید با شناخت عوامل مؤثر بر سطح سرمایه‌گذاری، بین انتظارات سهام‌داران و فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارتباط برقرار نمایند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهام‌داران را جلب کنند (فازاری[5]،1998).

سود خالص نیز یکی از اقلام مندرج در صورت‌های مالی است که در تصمیم‌گیری‌های استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی تأثیر بسزایی دارد و توجه زیادی را به خود معطوف کرده است. یکی از گروه‌های استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی سهام‌داران هستند ازاین‌رو عموماً این‌گونه تصور می‌شود که ساختار مالکیت شرکت‌ها ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی که سرمایه‌گذاران مختلف در این ساختار انجام می‌دهند نشأت می‌گیرد (ولوری و جنکینز[6]، 2006).

از حیث تئوری، نهادها ممکن است انگیزه‌هایی برای نظارت فعال بر مدیریت داشته باشند. بنابراین با عنایت به مطالب مطرح شده در راستای حل مشکل مذکور در این تحقیق تأثیر ساختار مالکیت از جنبه نوع مالکیت

---

5. Fazzari
6. Velury & Jenkins

(مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی) بر تعدیل رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری موردبررسی قرار می‌گیرد.

تأثیر ساختار مالکیت، به عنوان یکی از مکانیزم های حاکمیت شرکتی بوده که ساختارهای مختلف مالکیت منجر به تغییر رفتار شرکت‌ها و در نتیجه تغییر برون دادهای شرکت می‌شود. بنابراین می‌توان انتظار داشت که ساختار مالکیت بر رابطه جریانات نقدی و سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار باشد. امروزه یکی از دغدغه‌های اصلی مدیران دست‌یابی به عملکرد بهینه می‌باشد. عملکرد بهینه زمانی به دست خواهد آمد که نسب بهره‌وری و کارایی شرکت‌ها نوسانات مثبت را تجربه کرده باشد. امروزه فعالیت‌های مالی پایگاه اصلی نوآوری هستند و به‌طور مداوم زمینه را برای تقاضاهای جدید فراهم می‌کنند (فیرر و ویلیامز[7]، 2003).

این نوع تقاضاها که به‌نوبه‌ی خود محرک سرمایه‌گذاری، افزایش عملکرد بهینه، افزایش بهره‌وری و در نهایت تضمین‌کننده رشد و شکوفایی اقتصاد هستند، از اهمیت به سزایی در دنیای صنعتی برخوردارند. ارزش شرکت‌ها زمانی نوسانات مثبت را تجربه خواهد کرد که میزان هزینه‌های تأمین مالی کاهش و فرصت‌های رشد شرکت‌ها افزایش پیداکرده باشد (ناویسی و همکاران[8]، 2006). شرکت‌ها در راستای دست‌یابی به عملکرد بهینه اقدام به جذب سرمایه‌گذاری‌های جدید می‌کنند (چوی و همکاران[9]، 2011). جذب سرمایه‌گذاری‌های جدید میزان کارایی شرکت‌ها را افزایش خواهد داد به‌شرط آن‌که نوسانات جریان‌های نقدی مسیر مثبت را طی کرده باشد. جریان‌های نقدی عملیاتی ناشی از وجوه نقد و معادل‌های وجوه نقد در شرکت‌ها می‌تواند توسط عواملی مانند سرمایه‌گذاری در مخارج سرمایه‌ای افزایش یا کاهش داشته باشد، همچنین سرمایه‌گذاری وجوه نقد اضافی در مخارج تحقیق و توسعه می‌تواند باعث افزایش یا کاهش بهره‌وری و در نهایت باعث بالا بردن سطح بهینه عملکرد عملیاتی گردد (کای و همکاران[10]، 2011). توجه به استراتژی‌های مربوط به تأمین مالی و میزان افزایش سرمایه‌گذاری می‌تواند راهگشای اساسی در ارتباط با

---

7. Firer & Williams
8. Navissi & et al
9. Choi & et al
10. Cai & et al

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

دست‌یابی به بالاترین عملکرد باشد (چن و همکاران[11]، 2009). بخشی از جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در شرکت‌های نوین به مخارج سرمایه‌ای اختصاص‌یافته و این موضوع نشأت‌گرفته از تفکر مدیران آینده‌نگر با توجه به منافع سهامداران عمده یا نهادی می‌باشد. گانگ و همکاران[12] (2012)، معتقد بود که شرکت‌هایی با جریان‌های نقدی رو به رشد همراه با مالکیت درصد قابل‌توجهی از سهام شرکت در دست اشخاص محدود می‌توانند به میزان نسبتاً قابل‌توجهی بهره‌وری و کارایی را افزایش می‌دهند. وجود رابطه مستقیم بین جریان‌های نقدی و نرخ رشد سرمایه‌گذاری در مخارج تحقیق و توسعه نشأت‌گرفته از تفکر مدیران تحت نظر سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشد (چن و همکاران، 2006). مدیران درون‌گرا معتقد هستند که ارزش شرکت‌ها زمانی افزایش پیدا خواهد کرد که کارایی به همراه بهره‌وری حاصل شود. بنابراین باید مکانیزم‌هایی به‌کاربرده شود که شرکت‌ها در ارتباط با نوسانات ارزش شرکت، بازدهی بالا را تجربه کرده و بتوانند به کارایی بالادست پیدا بکنند.

لذا سؤال اساسی تحقیق که ذهن محقق را درگیر می‌کند این است که آیا تنوع مالکان می‌تواند منجر به تعدیل رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری گردد یا خیر؟

1-3- اهمیت و ضرورت تحقیق

ساختار مالکیت از موضوعات اساسی در بحث راهبری شرکتی می‌باشد. تحقیقات قبلی نشان داده که داشتن ساختار مالکیت مناسب با توجه به شرایط محیطی کشورهای مختلف فرق می‌کند و الگوی یکسانی در کلیه کشورها حاکم نیست .سرمایه‌گذاری ممکن است به اشکال مختلفی صورت گیرد و به دلایل گوناگونی نگهداری شود. دلیل اصلی مطالعه سرمایه‌گذاری آن است که نوسانات سرمایه‌گذاری به شناخت چرخه کسب‌وکار و نوسانات ارزش شرکت کمک می‌کند. دلیل دیگر آن است که سطح مخارج سرمایه‌گذاری می‌تواند به‌طور چشم‌گیری تحت تأثیر سیاست‌های مالی قرار گیرد و در نهایت میزان بهره‌وری شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد (فیشر و یترز، 2010). در اقتصاد رو به رشد حال حاضر، مدیران سرمایه‌گذاری، همواره

---
11. Chen & et al
12. Gong & et al

به دنبال گزینه‌های مناسب سرمایه‌گذاری هستند تا بتوانند هم‌سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلندمدت ثروت خود را افزایش دهند (چن و همکاران، 2009). بازارهای مالی یکی از محافلی هستند که می‌توانند انگیزه سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران متجلی سازند و در نهایت باعث افزایش عملکرد بهینه شرکت‌ها شوند (فیرر و ویلیامز، 2003).

در بازار سرمایه همواره تمایل زیادی برای ارزیابی عملکرد شرکت وجود دارد چرا که ارزیابی عملکرد شرکت‌ها به عنوان ارزیابی عملکرد متخصصان سرمایه‌گذاری، یکی از مباحث مطرح در حوزه سرمایه‌گذاری و شناخت شکاف‌های بازار سرمایه می‌باشد. مدیران با انجام مخارج سرمایه‌ای در طرح‌ها و پروژه‌های مختلف تلاش دارند تا سودآوری و جریان وجه نقد آتی شرکت را نیز تأمین نموده و میزان کارایی شرکت‌ها را افزایش دهند. لذا گاهی مدیران اقدام به سرمایه‌گذاری‌های بیش‌ازاندازه در شرکت می‌نمایند که باعث بروز مسائلی از جمله کاهش وجه نقد نگهداری شده در شرکت می‌شود و می‌تواند منجر به بروز مسئله نمایندگی نیز بشود (چوی و همکاران، 2011).

ماهیت فعالیت شرکت‌های بیمه نیز به‌گونه‌ای است که این فرصت را به آن‌ها می‌دهد تا علاوه بر منابع حاصل از سرمایه‌گذاری‌های سهام‌داران از طریق آورده نقدی و منابع حاصل از عدم تقسیم سود نقدی، از فاصله زمانی بین وصول حق بیمه از بیمه‌گذاران تا پرداخت خسارت‌های احتمالی نیز بهره مند شوند. ازاین‌رو، عملکرد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بیمه از اهمیت و جایگاه مهمی برخوردار است، زیرا بر اساس آمارهای منتشره از سوی بیمه مرکزی، عملکرد مالی ناشی از فعالیت بیمه گری در صنعت بیمه زیان ده بوده و عملکرد مالی مطلوب واحدهای سرمایه‌گذاری مؤسسات بیمه‌ای موجب سودآور نمودن نتایج عملیات مالی مؤسسات بیمه‌ای شده است. بنابراین بررسی عوامل مؤثر بر تغییرات در سطوح سرمایه‌گذاری‌های به عمل‌آمده از محل ذخایر فنی و منابع حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های بیمه از اهمیت بسزایی برخوردار بوده و با توجه به اینکه تاکنون تحقیقی به بررسی نقش تعدیل گر ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری نپرداخته است، بررسی و کنکاش این موضوع دارای اهمیت و ضروری است.

1-4- اهداف تحقیق

هدف کاربردی

هدف کاربردی این تحقیق که در غالب تحقیقات مبتنی بر صنعت بیمه قرار دارد، آزمون تجربی تأثیرپذیری سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی آزاد با در نظر گرفتن کنترل ساختار مالکیت می‌باشد.

اهدف اصلی

در راستای ارزیابی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری، اهداف اصلی تحقیق حاضر عبارت‌اند از:

- بررسی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری
- بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری
- بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری

1-5- پرسش‌های تحقیق

1. آیا بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد؟
2. آیا ساختار مالکیت (مالکین نهادی، مالکیت مدیریتی) نقش تعدیل‌گری بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری دارد؟

1-6- فرضیه‌های تحقیق

در راستای پاسخگویی به سؤالات فوق، فرضیاتی به شرح ذیل تدوین گردید:

فرضیه اول

بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم

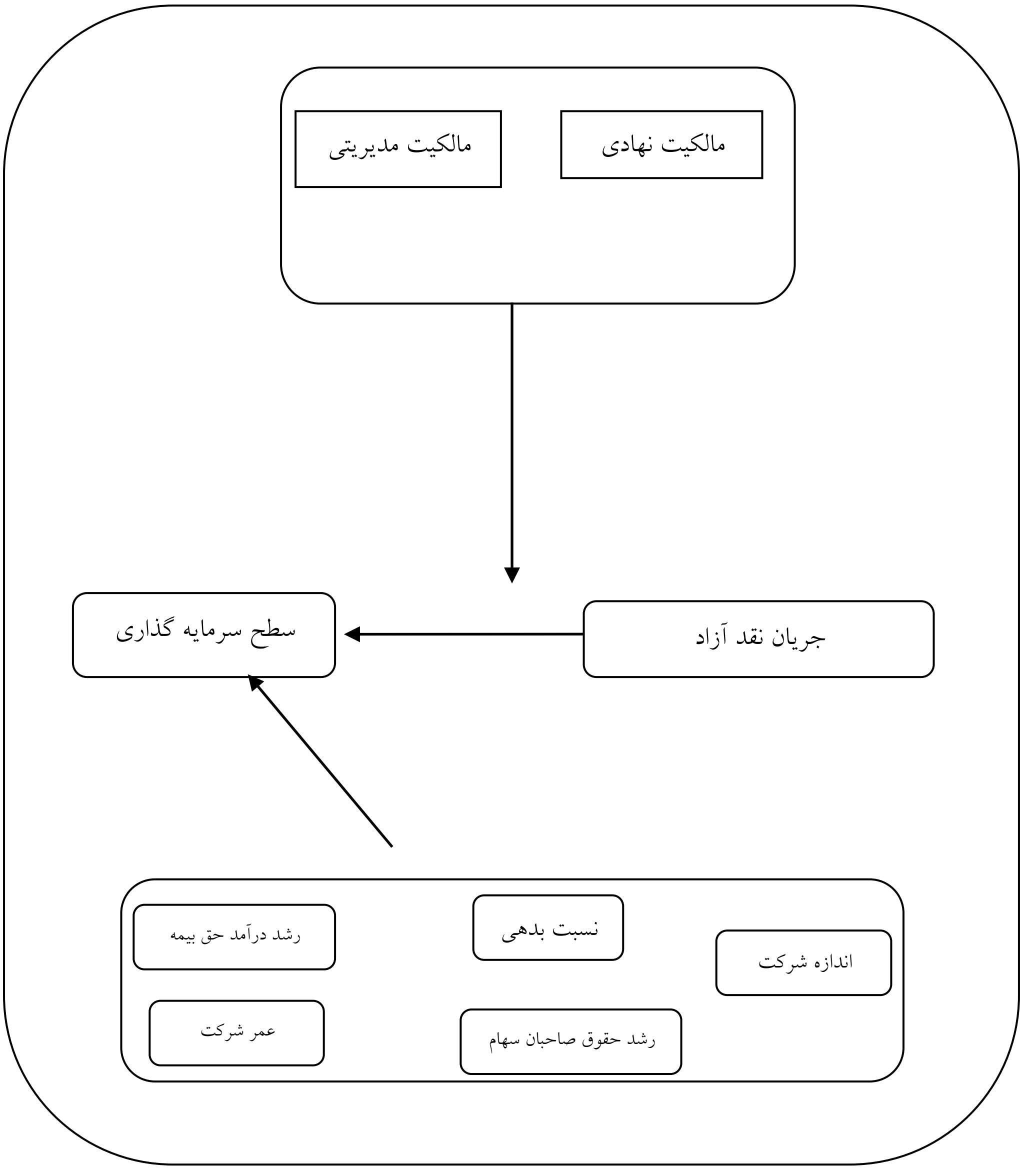
مالکیت نهادی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

فرضیه سوم

مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است.

۱-7- مدل مفهومی تحقیق



۱-8- روش تحقیق

این تحقیق بر حسب هدف از نوع کاربردی و بر حسب نوع داده‌ها از نوع پس رویدادی است، زیرا متکی به اطلاعات گذشته است که از طریق بررسی گزارش‌های مالی حسابرسی شده جمع آوری می‌شوند. همچنین تحقیق بر حسب روش و نحوه اجرا از نوع توصیفی است، زیرا در آن روابط در مدل‌های رگرسیونی بررسی خواهد شد.

9-۱- قلمرو تحقیق

۱-9-1- قلمرو موضوعی تحقیق

این تحقیق در زمره پژوهش‌های مرتبط به مدیریت و حسابداری مالی است.

۱-9-2- قلمرو مکانی تحقیق

قلمرو مکانی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در صنعت بیمه می‌باشد.

۱-9-3- قلمرو زمانی تحقیق

تحقیق حاضر از جنبه دوره زمانی، دوره 6 ساله (سال‌های 1388 تا 1393) را در برمی‌گیرد، لیکن با عنایت به این موضوع که به حالت مقیاس درآوردن سطح سرمایه‌گذاری با استفاده از ارزش دفتری دارایی‌های اول دوره نیازمند تغییرات سال t نسبت به سال t-۱ می‌باشد، عملاً دوره تحقیق 5 سال گردید.

۱-10- ابزار گردآوری و تجزیه‌وتحلیل داده‌ها

روش گردآوری اطلاعات مربوط به ادبیات نظری و پیشینه تحقیقات، روش کتابخانه‌ای است که برای اجرای آن از مطالب مندرج در پایان‌نامه‌ها و مقالات علمی و پژوهشی استفاده می‌شود. گردآوری داده‌های موردنیاز تحقیق از طریق صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های بیمه و اطلاعات موجود در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و پژوهشکده بیمه استخراج می‌شوند. جهت دسترسی سریع به این داده‌ها از سامانه‌های اطلاعاتی موجود در سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین فصل‌نامه‌های آماری بیمه مرکزی در دوره‌های موردبررسی استفاده می‌شود.

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

همچنین در این تحقیق با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه‌وتحلیل موجود، از روش داده‌های ترکیبی استفاده‌شده است. داده‌های ترکیبی از داده‌های مربوط به شرکت‌های مختلف در سال‌های مختلف است و به‌صورت مشاهده‌های شرکت- سال در نظر گرفته می‌شود. این نوع داده‌ها مزایایی همچون ارائه اطلاعات بیشتر، وجود ناهمسانی واریانس محدود، هم‌خطی کمتر میان متغیرها، درجات آزادی بیشتر و کارایی بیشتر می‌باشند. در تحقیق حاضر ابتدا محاسبات اولیه اطلاعات مربوط به شرکت‌های نمونه، در صفحه گسترده نرم‌افزار (Excel) انجام‌گرفته و داده‌ها برای تجزیه‌وتحلیل آماده، سپس تحلیل‌های آماری با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره از طریق نرم‌افزار (Eviews) انجام‌شده است.

۱-11- متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته تحقیق، سطح سرمایه‌گذاری می‌باشد که براساس نسبت وجه نقد پرداختی شرکت برای تحصیل یا ساخت دارایی های ثابت، دارایی های نامشهود یا سایر دارایی های بلند مدت بر کل دارایی های ابتدای دوره (ΔINV) موردسنجش قرارگرفته است. متغیر مستقل تحقیق، جریان‌های نقدی آزاد است که براساس تفاضل مخارج سرمایه‌ای از جریان نقد عملیاتی (FCF) به دست می‌آید. متغیرهای تعدیل‌گر تحقیق، مالکیت نهادی و مدیریتی است که به ترتیب براساس نسبت سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی به‌کل تعداد سهام شرکت (INS-OWNER) و نسبت سهام در اختیار اعضای هیئت‌مدیره به‌کل تعداد سهام شرکت (MANAGER-OWNER) اندازه‌گیری شده است. همچنین جهت عدم مواجه با مشکل همبستگی متغیرهای حذف‌شده، اثرات متغیرهای؛ اندازه شرکت (Size)، عمر شرکت (Age)، نسبت بدهی (Lev)، رشد درآمد حق بیمه (ΔSALE) و رشد حقوق صاحبان سهام (ΔEQUITY) کنترل‌شده است.

۱-12- تعریف واژه‌ها و اصطلاحات فنی و تخصصی

جریان نقد آزاد

جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد است 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 مدیران اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جستجو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد.

سرمایه‌گذاران نهادی

به اشخاص حقیقی یا حقوقی اطلاق می‌شود که تعداد قابل‌ملاحظه‌ای از سهام عادی شرکت را در اختیار داشته باشند. مؤسسات سرمایه‌گذاری، نهادهای عمومی غیردولتی و یا سایر شرکت‌های تجاری از جمله سهامداران نهادی محسوب می‌شوند (هیئت‌مدیره سازمان بورس اوراق بهادار تهران، 1386)

۱-13- ساختار کلی تحقیق

در این فصل ابتدا مقدمه‌ای بر موضوع تحقیق ارائه شد. سپس به بیان مسئله، ضرورت و اهمیت تحقیق، اهداف، فرضیه‌ها، ابزار جمع‌آوری و تحلیل اطلاعات و متغیرهای تحقیق پرداخته شد. در ادامه نیز، مفاهیم و واژگان تحقیق تشریح شد. در فصل دوم، چارچوب نظری راجع به سرمایه‌گذاری، رابطه جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری و ساختار مالکیت ارائه می‌گردد. همچنین، پیشینه تحقیقات مربوط به موضوع تحقیق نیز بررسی گردیده است. در فصل سوم، روش تحقیق؛ شامل جامعه آماری، مدل تحقیق و روش تحلیل داده‌ها بررسی‌شده و در فصل چهارم یافته‌های حاصل از تحقیق ارائه می‌گردد و درنهایت، در فصل پنجم، از مطالب قبلی نتیجه‌گیری به عمل می‌آید.

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

فصل دوم

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

۲-1- مقدمه

در فصل اول به بیان کلیات پژوهش توجه شد، در این فصل پژوهش گر بر آن است که با توجه به موضوع تحقیق که مبتنی بر «بررسی نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری در صنعت بیمه» است، به بیان مفاهیم، نظرات، مفاهیم مرتبط و پیشینه موضوع از منظر پژوهشگران این حوزه بپردازد.

در این فصل مبانی نظری و پیشینه تحقیق در قالب سه بخش زیر تدوین‌یافته است:

بخش اول: مبانی نظری سرمایه‌گذاری؛

بخش دوم: مبانی نظری سرمایه گذاران نهادی

بخش سوم: مبانی نظری مالکیت مدیریتی؛

بخش چهارم: پیشینه تحقیق که در این قسمت پیشینه تحقیقات انجام شده در دو بخش تحقیقات انجام شده در خارج از کشور و تحقیقات انجام شده در داخل کشور مورد مطالعه قرار گرفته است.

۲-2- بخش اول: مبانی نظری سرمایه‌گذاری

۲-2-1- ماهیت سرمایه‌گذاری

شاید دائمی‌ترین تصمیمات اقتصادی شرکت، تعیین سطح و ترکیب سرمایه‌گذاری‌آن باشد. تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت مالی هر شرکت، ترکیب و نوع دارایی‌های آن شرکت را تعیین می‌کند. این فعالیت با سمت بستانکار ترازنامه مرتبط است. ترکیب دارایی‌ها به مقدار ریالی دارایی‌های جاری و غیر جاری بر می‌گردد. تنها یک بار ترکیب دارایی‌ها تعیین می‌گردد و مدیریت مالی باید برای حفظ سطوح بهینه تلاش کند. وی تصمیم می‌گیرد، کدام دارایی بهتر است خریداری شود و چه زمانی نیاز است که این دارایی‌ها اصلاح یا جایگزین شود.

پروژه دات کام - www.Prozhe.com

در تعریف سرمایه‌گذاری باید گفت که سرمایه‌گذاری مخارجی است که صرف افزایش یا حفظ ذخیره سرمایه می‌شود. ذخیره سرمایه شامل ساختمان کارخانه‌ها، ماشین‌آلات، دفاتر و کالای با دوام دیگری است که در فرآیند تولید مورد استفاده قرار می‌گیرد. همچنین ذخیره سرمایه شامل خانه‌های مسکونی به انضمام ذخایر انبار است. سرمایه‌گذاری مخارجی است که بر ذخیره سرمایه می‌افزاید. مخارج سرمایه‌گذاری در سه گروه مجزا طبقه‌بندی می‌شود. سرمایه‌گذاری ثابت کسب‌وکار مخارجی است که شرکت در ماشین‌آلات بادوام، تجهیزات و سازه‌هایی نظیر کارخانه‌ها صرف می‌کند. دوم، سرمایه گذاری مسکن است که عمدتاً سرمایه‌گذاری در خانه‌های مسکونی را در بر می‌گیرد و سوم، سرمایه‌گذاری در ذخایر انبار است. شرکت‌ها چون قادر به فروش کل آن چه که تولید می‌کنند، نیستند انباشت ناخواسته در ذخایر انبار به وجود می‌آید (دورنبوش و فیشر[13]،1971).

دلیل اصلی مطالعه سرمایه‌گذاری آن است که نوسانات سرمایه‌گذاری به شناخت چرخه کسب‌وکار کمک می‌کند. دلیل دیگر آن است که سطح مخارج سرمایه‌گذاری می‌تواند به‌طور چشمگیری تحت تأثیر سیاست‌های مالی قرار گیرد. میزان بهره بالا به سبب سیاست پولی انقباضی یا سیاست‌های مالی انبساطی از مخارج سرمایه‌گذاری می‌کاهد و سیاست‌هایی که میزان بهره را کاهش می‌دهند یا انگیزه‌های مالیاتی برای سرمایه‌گذاری به وجود می‌آورند، می‌توانند بر مخارج سرمایه‌گذاری بیفزایند. (دورنبوش و فیشر،1971)مساله سرمایه‌گذاری از نقطه نظر اقتصاد خرد و کلان مورد توجه است. از نقطه نظر خرد، سرمایه حائز اهمیت است چون سرمایه گذاری شرکت در زمان حال تحت تأثیر مقدار سرمایه در دسترس آینده برای فرایند تولید است. در حالی که زمان حال را مد نظر قرار می‌دهد، توازنی نیز باید بین هزینه سرمایه در امروز و سود مورد انتظار این سرمایه‌گذاری درآینده ایجاد شود. از نقطه نظر کلان، سرمایه‌گذاری کل به عنوان عامل تعیین کننده تقاضا، مهم جلوه می‌کند. علاوه بر آن سرمایه‌گذاری ظرفیت تولید اقتصاد را افزایش می‌دهد.

2-2-2- مدل‌های سرمایه‌گذاری

13. Durenbusch & Fisher

اولین مدل‌های نظری بر تقاضای شرکت برای سرمایه‌گذاری متمرکز هستند. در این مدل‌ها، در مورد سطح مطلوب سرمایه برای هر دوره تصمیم‌گیری می‌گردد و سپس سطح سرمایه واقعی تا سطح مطلوب تعدیل می‌گردد. سطح سرمایه موجود، سهم سرمایه فعلی شرکت را شکل می‌دهد و سطح سرمایه مطلوب، سطح سرمایه‌ای است که شرکت قصد دارد به آن سطح برسد. مطالعات تجربی اولیه در مورد رفتار سرمایه‌گذاری مبنی بر آزمون پیش بینی مدل‌های شتابنده و شتابنده انعطاف‌پذیر است. از ویژگی‌های اساسی این مدل‌ها،

رفتار مبهم تعدیل سهم سرمایه به سطح مطلوب است. همچنین، این مدل‌ها در مورد عوامل تعیین کننده سطح مطلوب سرمایه، حرف چندانی برای گفتن ندارد.

1-2-2-2- مدل شتابنده سرمایه‌گذاری[14]

یکی از اولین نسخ مدل‌های سرمایه‌گذاری مدل شتابنده است که سرمایه‌گذاری را براساس تغییرات جاری و درنگ‌دار رشد فروش بیان می‌کند. این مدل توسط بلانچارد در سال 1986 مطرح گردید.

به رابطه‌ی بین نرخ رشد فروش محصول (g)و سطح سرمایه گذاری خالص، اصل شتاب گفته می‌شود. چون این رابطه بیان می‌دارد که افزایش در نرخ رشد فروش محصول مستلزم افزایش در سطح سرمایه‌گذاری می‌باشد. (برانسون[15]،1976). این مدل، فروش گذشته را منعکس کننده انتظارات سودآوری آینده سرمایه‌گذاری می‌داند. برای ارائه این مدل ابتدا باید دو مطلب تعیین ذخیره مطلوب سرمایه و میزان تعدیل را بیان کرد. رابطه کلی ذخیره مطلوب سرمایه (k^*) به‌صورت زیر بیان می‌شود:

$K^* = g\ (y)$ (2-1)

y: سطح ستانده یا فروش شرکت

14.accelerate model
15.Branson

این معادله نشان می‌دهد که ذخیره مطلوب سرمایه به سطح ستانده بستگی دارد. هر چه سطح ستانده مورد انتظار در آینده بیشتر باشد، ذخیره مطلوب سرمایه بالاتر خواهد بود. معادله بالا رابطه کلی ذخیره مطلوب سرمایه را ارائه می‌دهد.

برنامه‌ریزی و تکمیل یک طرح سرمایه‌گذاری به طول می‌انجامد، چون کوشش برای سرمایه‌گذاری سریع، احتمالاً گران‌تر از تطبیق تدریجی سرمایه است و احتمال نمی‌رود که شرکت‌ها در تطبیق ذخیره سرمایه خود با ذخیره مطلوب بلندمدت، اقدام فوری به عمل آورند. از جمله فرضیه‌هایی که در این زمینه وجود دارد، الگوی تطبیق تدریجی سرمایه گذاری[۱۶] است که در اینجا مطرح می‌شود. فکر اصلی ورای این فرضیه تطبیق تدریجی این است که هر چه فاصله میان ذخیره موجود سرمایه و ذخیره مطلوب سرمایه بیشتر باشد، سرعت میزان سرمایه‌گذاری بیشتر خواهد بود. بر اساس این فرضیه، شرکت‌ها برنامه‌ریزی می‌کنند تا در هر دوره بخش (λ) از فاصله بین ذخیره مطلوب و موجود سرمایه بکاهند. ذخیره سرمایه در آخر دوره پیش با (k_{-1}) نشان داده می‌شود. فاصله بین ذخیره مطلوب و ذخیره بالفعل سرمایه عبارت است از (k^*-k_{-1}). شرکت برنامه‌ریزی می‌کند تا بخش (λ) از فاصله (k^*-k_{-1}) را به ذخیره سرمایه دوره پیش (k_{-1}) بیفزاید به گونه‌ای که ذخیره سرمایه در پایان دوره جاری k، برابر خواهد بود با:

$$I = \lambda(k^*-k_{-1}) \qquad (2-2)$$

برای افزایش ذخیره سرمایه از k_{-1} به سطح k، شرکت باید دارای خالص سرمایه‌گذاری به مقدار $I=K-K_{-1}$ باشد. بنابراین خالص سرمایه‌گذاری به‌صورت زیر بیان می‌شود:

$$I=\lambda (k-k_{-1}) \qquad (2-3)$$

[16].Gradua limplementation of investment

برای دستیابی به الگوی شتابنده سرمایه گذاری، فرض می‌شود که ذخیره مطلوب سرمایه در یک دوره به طور کامل تطبیق می‌یابد، ($\lambda = 1$) بنابراین $K=K^*$. همچنین فرض می‌شود که استهلاک وجود ندارد و نسبت سرمایه مطلوب به ستانده، ثابت و مستقل از هزینه کاربرد سرمایه است.

$$K^* = \gamma y \quad (2\text{-}4)$$

در این معادله، γ یک عدد معلوم ثابت و برابر با نسبت سرمایه مطلوب به ستانده است. این معادله با استفاده از تابع تولید کاب-داگلاس[17] که به تناوب در مطالعات رفتار سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد، به دست آمده است. با جایگذاری معادله بالا در معادله (2-3) و جایگذاری $I = \lambda$ و $Y = k\text{-}k^*_{-1}$، معادله زیر به دست می‌آید:

$$(Y-Y_{-1})=1 \quad (2\text{-}5)$$

که دقیقاً سرمایه گذاری شتابنده است. الگوی شتابنده این امکان بالقوه را برای آنکه مخارج سرمایه گذاری به اندازه زیاد نوسان یابد، به وجود می‌آورد. (دور نبوش و فیشر، 1971) بنابراین، مدل شتابنده سرمایه گذاری با فرض بازارهای کامل، سرمایه گذاری را به عملکرد ستانده در شرکت‌ها مرتبط می‌نماید که در مطالعات تجربی که قابل آزمون کردن است، به صورت زیر بیان می‌شود:

$$(I/K)_{i.t}=\alpha+\beta(Y/k)_{i.t}+\varepsilon_{it} \quad (6\text{ -}2)$$

I_t: سرمایه گذاری ناخالص در دارایی‌های ثابت در طول دوره t

Y_t: سطح فروش شرکت

K_t: ارزش دفتری سهم سرمایه ابتدای دوره

مدل شتابنده سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌کند که نوسانات در ستانده بر مخارج سرمایه‌گذاری تاثیرگذار است و متغیرهای مالی اثری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ندارد.

[17].Cobb-Douglas

2-2-2-2- تئوری شتابنده انعطاف پذیر سرمایه‌گذاری[18]

افزایش در نرخ بهره باید سرمایه‌گذاری خالص را که با هر نرخ معینی از رشد محصول مرتبط است، کاهش دهد. به این ارتباط متغیر میان نرخ رشد محصول و سطح سرمایه‌گذاری خالص، مدل شتابنده و انعطاف پذیر سرمایه‌گذاری اطلاق می‌شود. (برانسون،1976)

بر طبق فرضیه شتابنده انعطاف پذیر، هر عاملی که سبب افزایش ذخیره مطلوب سرمایه می‌شود، میزان سرمایه گذاری را افزایش می‌دهد. بنابراین فزونی در بازده مورد انتظار یا کاهش در میزان بهره واقعی یا افزایش امتیاز تخفیف مالیاتی برای سرمایه‌گذاری، هر کدام میزان سرمایه‌گذاری را افزایش خواهد داد. مدل شتابنده انعطاف پذیر، خلاصه مفیدی از پویایی سرمایه‌گذاری را ارائه می‌دهد، اما به اندازه کافی بر زمان بندی سرمایه گذاری تاکید ندارد. چون سرمایه‌گذاری برای بلندمدت صورت می‌گیرد و برای تکمیل به تناوب، نیازمند چندین سال است، از این رو انعطاف پذیری درباره تاریخی که سرمایه‌گذاری بالفعل انجام می‌گیرد، وجود دارد. (دورنبوش و فیشر،1971)

2-2-2-3- مدل نئو کلاسیک سرمایه گذاری[19]

مدل نئوکلاسیک سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری را به عنوان متغیر انتخابی مدیران در نظر می‌گیرد که هدف، حداکثر سازی ارزش شرکت برای سهام داران آن است. مدل‌های نئوکلاسیک، معیارهای ستانده و هزینه سرمایه را برای توضیح سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرد. (فازاری و همکاران، 1988) اولین نسخه از مدل نئو کلاسیک توسط جورگنسن[20] توسعه یافت و آخرین نسخه مدل نئوکلاسیک مدل Q توبین است.

2-2-2-3-1- مدل جورگنسن

اولین تلاش برای مدل بندی انتخاب سرمایه گذاری شرکت‌های نئوکلاسیک توسط مطالعات جورگنسن صورت گرفت. این مدل به عنوان مدل هزینه کاربرد سرمایه‌گذاری شناخته شده است که بین افزایش

[18].Flexible accelerator theory of investment
[19].Neoclassical model of investment
[20].Jorgensen

تدریجی سرمایه‌گذاری با نرخ سرمایه‌گذاری ارتباط ایجاد کرده و مدلی را ارائه می‌دهد که نرخ سرمایه‌گذاری توسط هزینه کاربرد سرمایه[۲۱] تعیین می‌شود. توجه داشته باشید که سرمایه به طور بلندمدت به سطح بهینه می‌رسد. این مدل هیچگونه استدلالی برای تعدیل کوتاه مدت سرمایه ندارد. این مدل هزینه کاربرد سرمایه را تنها عامل تعیین کننده تقاضای سرمایه گذاری می‌داند. (دراکوس و شیاننتارلی[۲۲]،2004)

در مدل جورگنسن ستانده (Y) در هر زمانی از طریق منابع تولید با نیروی کار و سهم سرمایه موجود مرتبط شده است. در صورتی که درآمد کل PY (P، قیمت هر واحد ستانده است) و هزینه‌ها SI و WN باشد که هزینه هر واحد سرمایه S و هزینه هر واحد نیروی کار، W است و N تعداد نیروی کار و I میزان سرمایه‌گذاری است. سود خالص در زمان t به شرح زیر است: (7-2) R=PY-SI-WN

بنابراین ارزش شرکت منحصراً، جریان تنزیلی

درآمدها[۲۳]در دراز مدت است. یعنی:

$$=\sum_{t=0}^{\infty}\frac{R}{(1+r)t}= \sum_{t=0}^{\infty} Re^{rt} \qquad \nu(2\text{-}8)$$

چون جریان درآمد، جریانی پیوسته است، بنابراین، رابطه بالا به صورت زیر در خواهد آمد:

$$\nu=\int_0^{\infty} Re^{-rt}dt=\int_0^{\infty}[pY-sI-\ wN]e^{-rt}\,dt \qquad (2\text{-}9)$$

سرمایه‌گذاری ناخالص به صورت $I=dk/dt+\delta k$ تعریف می‌شود. و هدف شرکت حداکثر کردن ارزش فعلی خالص[۲۴] است. بنابراین مساله بهینه سازی به شرح زیر است:

$$\text{Max } \nu=\int_0^{\infty}[pY-sI-wN]e^{-rt}\,dt$$

محدودیت = $\{Y=(K,N)=0\}$

جورگنسن دو مفهوم تولید نهایی سرمایه و هزینه کاربرد سرمایه را مطرح می‌کند. تولید نهایی سرمایه $d\,I = dY/dKF_k$ عبارت است از افزایش در تولید ناشی از به‌کارگیری یک واحد سرمایه بیشتر در تولید است.

---

21. Cost of Capital Application
22. Devereux & Schiantarelli
23. Discount edstream of earnings
24. Net present value

حالا تعریف هزینه واقعی کاربرد سرمایه[۲۵] جورگنسن مفید است. هزینه کاربرد سرمایه عبارت است از هزینه به‌کارگیری یک واحد بیشتر سرمایه در تولید. برای به دست آوردن هزینه کاربرد سرمایه فرض می‌شود که شرکت خرید سرمایه را از طریق استقراض با نرخ بهره تأمین می‌کند. هزینه کاربرد سرمایه به صورت زیر است:

$PF_k=r_c$ (2-10)

زمانی شرکت به سطح تعادل سرمایه می‌رسد که ارزش نهایی تولید سرمایه (PF_k) برابر با نرخ اجاره آن (هزینه کاربرد سرمایه) برابر باشد. منطق r_c ساده است. اجاره هر واحد سرمایه باید هزینه فرصت استقراض[۲۶]$(r)^2$ بعلاوه استهلاک هر واحد (δ) منهای سود سرمایه مورد را بپوشاند. اگر تابع تولید آشکار باشد پس سهم سرمایه بهینه k^* به آسانی به دست می‌آید. برای مثال، اگر شرکت تابع تولیدکاب-داگلاس $Y=k^a$ L^{1-a} داشته باشد، سطح مطلوب سرمایه به صورت زیر خواهد بود:

$p\ /_c\ k^* = -\gamma Y\ /\ r$ (2-11)

پس می‌توان گفت، ذخیره مطلوب سرمایه تابعی از محصول (Y)، هزینه کاربرد سرمایه (r_c) و قیمت محصول (p)است:

$k^* = k(y,r,p)$ (2-12)

بنابراین، k^* یا سهم سرمایه بهینه، رابطه مثبت با Y وp و رابطه منفی با r_c دارد.

سرمایه‌گذاری به صورت تابعی از تغییر دوره‌ایدر سهم سرمایه بهینه تعریف می‌شود. بنابراین در اصل سرمایه گذاری وجود ندارد، مگر آنکه دلیلی برای تغییر در سهم سرمایه بهینه وجود داشته باشد و یا سرمایه‌گذاری از تعدیل به سوی سهم سرمایه بهینه k^* ناشی شود. بنابراین، در اصل، با جابجایی از هر سطح k معین در طول زمان مستمر، سرمایه گذاری به صورت $I=dk^*+\delta k$ تعریف می‌شود. بنابراین:

$= f(dY, dp, dC) + \delta k\quad I$ (2-13)

---

[25].Real cost of capital application
[26].Opportunity cost of borrowing

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

بنابراین سرمایه‌گذاری تابعی از تغییرات در هزینه کاربرد سرمایه (dc)، تغییرات در ستانده (dy) و تغییرات در قیمت ستانده (dp) و سطح سرمایه(K) است. البته مدل جورگنسن کمتر در مورد سرمایه‌گذاری و بیشتر درباره سرمایه بهینه است. اگر سرمایه‌گذاری به صورت تعدیل سطح معین سرمایه به سوی سطح بهینه سهم سرمایه دیده شود، بنابراین، سرمایه‌گذاری در مدل جورگنسن دوره‌ای خواهد بود. برای رسیدن به تابع سرمایه‌گذاری، جورگنسن درنگ‌ها را افزود. جورگنسن پیشنهاد می‌کند که فقط کسر λ از کالای سرمایه‌ای پیشنهاد شده در دوره جاری تحویل می‌شود. کسر λ_1 در دوره بعد، کسرλ_2 در دوره بعدتر تحویل می‌شود. به عنوان نتیجه، سرمایه‌گذاری واقعی[27] (با تغییر واقعی در سهم سرمایه) در دوره زمانی t، مجموع سرمایه گذاری‌های مطلوب دوره قبل است که در زمان t تحویل شده است:

$$I_t= \lambda_{0\Delta}\, k^*_t+ \lambda_{1\Delta}\; k^*_{t-1}+\ldots+\lambda_{n\Delta}\, k^*_{t-n} \qquad (2\text{-}14)$$

بنابراین، سرمایه‌گذاری واقعیI_t، در زمان t، تابع موزون جابجایی‌های مطلوب به سوی سهم سرمایه بهینه در n دوره گذشته است. ΔK_{t-1} برای $i=0,1,\ldots,n$ در زمان t تحویل شده است.

مدل جورگنسن به طور تجربی قابل آزمون نیست و همین مساله سبب تفاوت این مدل از مدل شتابنده سرمایه گذاری می‌شود.

2-3-2-2-2- مدل Q توبین سرمایه‌گذاری

توبین از هزینه‌های جایگزینی سرمایه‌گذاری[28]، برای ارائه این مدل بهره گرفت. این مدل که در سال 1969 ارائه شد، نسبت ارزش بازار شرکت به هزینه جایگزینی آن را مهم‌ترین عامل تصمیمات سرمایه گذاری می‌داند.

---
27. Real investment
28. Replacement cost of investment

www.Prozhe.com – پروژه دات کام

q نهایی به عنوان نسبت ایجاد درآمد نهایی[۲۹] یک واحد اضافی سرمایه به هزینه نهایی جایگزینی[۳۰] آن تعریف می‌شود و همزمان به عنوان یک متغیر بیان کننده فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیز در نظر گرفته می‌شود که نرخ سرمایه‌گذاری را تعیین می‌کند.

$$=1\frac{[\frac{1}{1+r}][P,t\ Y,k+P,it(1-\delta)]}{P\ i,t=1} \qquad (2\text{-}15)$$

در این معادله طرف چپ به q نهایی توبین موسوم است. مخرج کسر، هزینه به دست آوردن و ایجاد یک افزایش کوچک در موجودی سرمایه در زمان t-1 را نشان می‌دهد و صورت هم افزایش در ارزش شرکت در زمان t که از افزایش در موجودی سرمایه ناشی و نسبت به زمان t-1 تعدیل شده است و جمله P_tY_k افزایش در فروش را نشان می‌دهد و جمله $P^i_t(1-\delta)$ افزایش در ارزش سرمایه شرکت در زمان t را ارائه می‌کند. در صورتی که شرکت تولیدی در موقعیت تعادلی باشد، مقدار q آن مانند معادله بالا برابر واحد است و در واقع تمام سرمایه‌گذاری‌هایی که بیش از مقدار هزینه‌شان به ارزش شرکت اضافه می‌کنند، قبلاً انجام گرفته است. این معادله بیان می‌کند که سرمایه‌گذاری تا آنجا ادامه می‌یابد که q نهایی به سطح عدد یک برسد. (برانسون،1976) زمانی که q بزرگ‌تر از یک است، مثل زمانی که یک واحد سرمایه نهایی به ارزش شرکت بیش از هزینه آن می‌افزاید، برای شرکت جایگزینی سرمایه جدید سودآور است و بنابراین سرمایه‌گذاری افزایش پیدا می‌کند. حالت عکس زمانی اتفاق می‌افتد که q کوچک‌تر از یک است. در این صورت شرکت باید موجودی سرمایه را از طریق عدم سرمایه‌گذاری و یا انجام ندادن سرمایه‌گذاری جایگزین کاهش دهد. (برانسون،1976) زمانی که q=1 است، بدین معناست که شرکت بین قبول پروژه سرمایه گذاری و عدم قبول تفاوتی قائل نمی‌شود.

برای دستیابی به مدل سرمایه‌گذاری بر اساس Q توبین فرض می‌شود، در هر زمانی شرکت نمونه در حال حداکثر سازی ارزش خود است که تابعی از سهم سرمایه دوره قبل است. شرکت نمی‌تواند سهم سرمایه در

---

[29].Marginal Revenue
[30].Subtitute Marginal Cost

www.Prozhe.com – پروژه دات کام

دسترس[۳۱] هر دوره را کنترل کند، اما می‌تواند الگوی انباشت سرمایه[۳۲] را با انتخاب مناسب نرخ سرمایه‌گذاری تحت تأثیر قرار دهد.

در این مدل، نرخ سرمایه‌گذاری بهینه $(I/K)_t$ به شرح زیر است:

$$=b+1/a[\lambda_t/p^i_t-1]\ p^i_t/p_t+\varepsilon\ \ [I/K] \qquad (2\text{-}16)$$

p_t: قیمت محصول شرکت

p^i_t: قیمت کالای سرمایه‌گذاری

λ_t: قیمت سایه سرمایه

ε_t: بیانگر خطای بهینه سازی است

معادله بالا نرخ سرمایه‌گذاری را با q نهایی[۳۳] تعدیل شده توسط قیمت نسبی کالاهای سرمایه‌گذاری مرتبط می‌کند. تحت این فرض که تابع تولید سرمایه و نیروی کار و تابع هزینه سرمایه و سرمایه‌گذاری خطی و یکنواخت و بازارهای ستانده رقابتی کامل هستند. بنابرین معادله بالا می‌تواند برای تخمین نرخ سرمایه‌گذاری با هدف بهینه سازی شرکت در شرایط رقابتی کامل استفاده شود. در این حالت، فرض می‌شود که q نهایی با Q متوسط (Q متوسط، ارزش بازاری شرکت تقسیم بر هزینه جایگزینی سرمایه است) برابر است.

معادله بالا در حالت رقابت کامل است. در حالی که در شرایط رقابت انحصاری[۳۴]، معادله سرمایه‌گذاری به صورت زیر خواهد بود:

$$=b+1/ac(qt-1)pit/pt+\varepsilon[I/K] \qquad (2\text{-}17)$$

چون c یک متغییر عددی کمتر از یک است، ضریب q نهایی در این حالت، نسبت به حالت رقابت کامل بالاتر خواهد بود، چون در این حالت سرمایه‌گذاری به ارزشیابی بازار از شرکت واکنش‌پذیر است. هرچند، معادله (2-30) نمی‌تواند برای تخمین معادله سرمایه‌گذاری تحت قدرت انحصاری بکار رود، به دلیل آنکه

31.Available Capital Stock
32.Pattern of capital accumulation
33.Marginal q
34. Monopolistic Competition

www.Prozhe.com – پروژه دات کام

تساوی q نهایی و Q متوسط برچیده می‌شود. در این حالت Q متوسط برابر با q نهایی بعلاوه منافع انحصاری[۳۵] است.

بهترین جنبه تحلیلی q این است که اگر هزینه سرمایه و ماشین‌آلات سرمایه ای و استهلاک موجود باشد. می‌توان ارزش بازاری سهام موسسه را پیدا کرده و سپس به طور مستقیم Q متوسط آن را محاسبه کرد. ارزش قابل مشاهده و بازاری شرکت انتظارات بازار در مورد بازده‌های همه دوره‌های آینده را در درون خود دارد و نسبت به ریسک یا عدم اطمینان هم تعدیل شده است. (برانسون،1976)

مساله مهمی که تئوری Q در نظر گرفته است، تاکید بر بازارهای مالی است. این تاکید به این خاطر است که شرکت در انتخاب بین سرمایه گذاری در بخش حقیقی (دارایی‌ها) و سرمایه گذاری در بخش مالی (اوراق قرضه، ....)آزاد است. اگر Q شرکت در سطح تعادلی کمتر باشد، برایش به صرفه است که به جای خرید ماشین‌آلات و انجام سرمایه گذاری به خرید سهام سایر شرکت‌ها اقدام کند. این مساله به این معناست که بازار سهام تمایل دارد، ارزش همه شرکت‌ها را مساوی سازد.

مشکلی که برای تخمین مدل تجربی q در ادبیات موضوع ارائه شده است، این است که q نهایی برای اقتصاددانان قابل مشاهده نیست. در مقابل، Q متوسط را می‌توان با استفاده از داده‌های بازار سهام به دست آورد. در حقیقت، مدل سرمایه‌گذاری مبتنی بر Q متوسط در عمل تخمین زده می‌شود.

اشکالاتی که بر مدل Q وارد می‌شود، این است که ارتباط تجربی Q متوسط با سرمایه‌گذاری بحث نشده است و فرض رقابت کامل در بازار محصول قابل تردید است. در بازار سهام با وجود اطلاعات نامتقارن[۳۶]، حتی انگیزه مدیران برای حداکثرسازی ارزش شرکت در ادبیات موضوع سرمایه‌گذاری مورد سؤال است. همچنین دو اشکال فنی بر Q متوسط وارد است، اول اینکه خطای اندازه گیری[۳۷]در Q مشاهده شده، می‌تواند ناشی از اختلاف بین Q متوسط و نهایی (به دلیل نقص بازار یا به دلیل اطلاعات نامتقارن در بازار سرمایه) باشد.

---
[35].Monopoly Benefits
[36].Asymmetric Information
[37].Measurement Error

مساله دوم درون زایی Q است. چون q نهایی، ارزش فعلی سودهای جاری و آینده یک واحد سرمایه نهایی است، تغییر ناگهانی مثبت در تابع هزینه تعدیل در زمان t بر سرمایه‌گذاری مستقیماً اثرگذار است.

عدم موفقیت مدل نئوکلاسیک سرمایه‌گذاری در تشریح رفتار سرمایه‌گذاری در سطح شرکت به دلیل قرض عدم اختلاف بازارهای کالا و سرمایه است. در حالی که مطالعات تجربی اخیر به این نتیجه رسیده‌اند که منابع داخلی احتمالاً عامل تعیین کننده مهمی برای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در حضور نقایص اطلاعاتی در بازارهای سرمایه است. مدل‌های تقاضای سرمایه‌گذاری نئوکلاسیک، نیازمند مفروضات قوی در مورد کارایی بازار سرمایه هستند و از سوی دیگر در مدل‌های تقاضای سرمایه‌گذاری نئوکلاسیک وجود هدف حداکثر سازی ارزش سهام داران از سوی مدیران، به دلیل وجود ارتباط بین سرمایه‌گذاری و منابع داخلی مورد تردید است(هوبارد و همکاران،1998).

با ترکیب رویکردهای موجودی‌گرا[۳۸] و جریان‌گرا[۳۹] در حضور هزینه‌های تعدیل، مدل‌های پویای سرمایه‌گذاری[۴۰] ارائه می‌شود. اولین تلاش برای مدل‌های پویایی سرمایه‌گذاری توسط آبل1980 صورت گرفت که به یک قانون بهینه برای سرمایه گذاری دست یافت، وی بیان کرد که سرمایه‌گذاری تا جایی افزایش می‌یابد که هزینه سرمایه برابر قیمت سایه[۴۱] سرمایه شود که به صورت نسبت ارزش نهایی سرمایه جایگزین شده[۴۲] به ارزش سرمایه جایگزین شده تعریف می‌شود. به دلیل طولانی شدن مبحث مدل‌های سرمایه‌گذاری از پرداختن به مدل‌های پویایی سرمایه گذاری خودداری می‌شود.

4-2-2-2- مدل سرمایه‌گذاری در حضور اطلاعات نامتقارن

محققان اساس وجود ارتباط بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی را اطلاعات نامتقارن می‌دانند، بنابراین در اینجا به بررسی مدل‌های اطلاعات نامتقارن پرداخته می‌شود. هر چند این مدل‌ها به معادله سرمایه‌گذاری

38. Inventory-oriented
39. Stream-oriented
40. Dynamic Models of Investment
41. Shadow Price
42. Value of Subtituted Capital

دست پیدا نمی‌کنند، چشم اندازهای آینده شرکت از سرمایه‌گذاری را تعیین می‌کنند. در اینجا تنها به بیان مدل خطراخلاقی هوبارد (1998) اکتفا می‌شود.

اطلاعات نامتقارن زمانی ایجاد می‌شود که مدیران شرکت اطلاعات بیشتری درباره عملیات و چشم اندازهای آینده شرکت نسبت به سهامداران و اعتباردهندگان داشته باشند.

در مدل گرتلر و هوبارد بیان می‌شود که خطر اخلاقی ناشی از اطلاعات نامتقارن، بعد از اینکه قرض دهنده منابع خود را در اختیار قرض گیرنده قرار داد، رخ می‌دهد. بر اساس این مدل، قرض گیرنده می‌تواند این منابع را به بهترین شیوه مورد استفاده قرار دهد و بهترین منفعت نصیب قرض دهنده شود و هم می‌تواند به بدترین شیوه از آن استفاده شود که به نفع قرض دهنده نیست و امکان دارد حتی قرض دهنده نتواند منابع خود را بازپس بگیرد. مساله خطر اخلاقی از آنجا ناشی می‌شود که قرض دهنده در مورد شیوع استفاده از منابع توسط شرکت و احتمال باز پس گیری وجوه خود به اندازه افراد داخل سازمان آگاهی ندارد.

در این مدل، یک مدیر می‌تواند احتمال دریافت یک ستانده خوب y را بهبود بخشد، زمانی که به اندازه کافی از عامل مشابه سرمایه، c، در راستای سرمایه k استفاده می‌کند. نتیجه فعالیت و بهره‌وری شرکت می‌تواند خوب یا بد باشد.

بنابراین تابع ستانده شرکت به صورت $y=f(k)$ با احتمال π_g و با $y=af(k)$، $a\in(0،1)$ و یا با احتمال π_b است، در صورتی که شرکت بهترین شیوه استفاده از منابع را انتخاب نکند، مدیر سطح c وk را برای استفاده درتولید در اولین دوره تعیین می‌کند. سپس ستانده را در دوره دوم به فروش می‌رساند. تحت برخی محدودیت‌های پارامتری، در صورتی که هیچ گونه مساله اطلاعاتی وجود نداشته باشد، k چنان تعیین می‌شود که:

$$(\pi_g-\pi_b a)f'(k)-(1+v)r = 0 \quad (2\text{-}18)$$

v:نسبت بهینه C مورد استفاده

r: نرخ بدون ریسک

اما در صورت وجود مساله اطلاعاتی، مخارج c برای قرض دهنده قابل مشاهده نیست و سطح سرمایه بهینه k از معادله بالا نمی‌تواند به دست آید و k به زیر مقدار اولیه کاهش می‌یابد. در این حالت، سطح سرمایه مقدار زیر را حداکثر می‌کند:

$$(\pi_g-\pi_b a)f(k)-\pi_b p_b-\pi_g p_g \qquad (2\text{-}19)$$

p_b،p_g میزان پرداخت به قرض دهنده است که بستگی به واقیعت بخشیدن به یکی از حالات $y=f(k)$ و $y=af(k)$دارد. p_b،p_g به شیوه‌ای تعیین می‌شود که فرد قرض دهنده بین قرض دادن به شرکت و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بدون ریسک بی‌تفاوت باشد.

مساله این است که به منظور اطمینان از استفاده کافی c، یک محدودیت انگیزشی[۴۳] باید در نظر گرفته شود که سود ناشی از فریب قرض دهنده را نسبت به آن چه که در سطح مناسب به دست می‌آید، نامناسب سازد. به دلیل این محدودیت و محدودیت تعیین کننده حداکثر مقدار بدهی $(af(k)+v)\geq p_b$ سرمایه، یک تابع در حال افزایش ارزش خالص است. مساله ساده اطلاعاتی بین قرض دهنده و قرض گیرنده سبب می‌شود که تصمیمات سرمایه‌گذاری به طور مثبتی با دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری[۴۴] شرکت، مرتبط باشد. در این حالت شرکت با ارزش خالص پایین‌تر محدودتر است و بنابراین در مقایسه با بهترین سطح سرمایه، کمتر سرمایه‌گذاری می‌کند. چون سرمایه‌گذاری به طور مثبتی با ارزش خالص شرکت در ارتباط است، تغییر ناگهانی ستانده (بهره‌وری) خوب شرکت، سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

2-2-2-5- جریان نقدی و سطح سرمایه گذاری

طیف گسترده ای از مطالعات، این استدلال که نقدشوندگی (در دسترس بودن وجوه داخلی) عامل تعیین کننده مهمی برای رفتار سرمایه گذاری شرکت است را تأیید کرده‌اند(هوبارد[۴۵]،1998). پژوهشگران زیادی این ارتباط بین منبع وجوه و سرمایه گذاری را به تفاوت بین هزینه وجوه داخلی و خارجی نسبت دادند، با دو

43.Incentive Constraints
44.Collateralizable Assets
45 . Hubbard

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 بر وجوه خارجی وجود دارد، همان طوری که توسط گرینوالد و همکاران[۴۶](1984) وو مایرز و ماجلوف[۴۷](1984) مدل سازی شد. هزینه متورم وجوه خارجی، شرکت‌ها را مجبور می‌کند تا از برخی پروژه‌ها نتیجه ای از مشکلات سرمایه گذاری ناکافی 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 سرمایه گذاری و جریانات نقد جمع آوری شده داخلی شرکت‌ها، نتیجه مشکل سرمایه گذاری اضافی است. جنسن[۴۸](1986) این مشکلات نمایندگی را در نظریه جریان نقد خالص خود بیان نمود و استولز[۴۹](1990) آن‌ها را رسماً مدل سازی نمود.

شماری از مطالعات تجربی اثبات کرده‌اند که جریان نقدی، عامل بسیار تعیین کننده ای جهت سرمایه گذاری 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(2003) نشان داد که یک محیط قانونی افضل، می‌تواند حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد شرکت را تسکین دهد. لینز و همکاران (2005) بر اساس داده‌های شرکت‌های ایالات متحده، نتیجه گرفتند که حساسیت سرمایه گذاری به جریانات 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[۵۰]،2006: گرگن و رنبوگ[۵۱]، 2001: هدلاک[۵۲]، 1998: چو[۵۳]، 1998: کادوریا و مولر[۵۴]، 1995: وگت[۵۵]، 1994 و شالر[۵۶] 1993).

46 . Greenwald & et al
47 . Myers & Majluf
48 . Jensen
49 . Stulz
50 . Degryse & De Jong
51 . Goergen & Renneboog
52 . Hadlock

در مجموع، آن‌ها شواهد قابل توجهی فراهم نمودند که نشان می‌دهد، حساسیت سرمایه گذاری 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، مهمترینتضادی نیست که شرکت‌ها از آن رنج می‌برند(کلاسنز و همکاران[57]،2000). در واقع، مهم‌ترین تضاد، بین سهامداران عمده و جزء است. اگر سرمایه گذاران خارجی انتظار داشته باشند که سهامداران کنترل کننده، 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 سرمایه گذاری به جریان نقد افزوده می‌شود (لینز و همکاران، 2005). علاوه به راین، سرمایه اضافی از مهم‌ترین ابزارهایی است که سهامداران کنترل کننده می‌توانند برای تحت تملک درآوردن (سلب مالکیت) منابع شرکت استفاده کنند(لامونت[58]، 1997: شارفستن و استن[59]، 2000: شین و استولز[60]، 1998) و اینگونه سرمایه گذاری اضافی، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد شرکت را افزایش بیشتری خواهد داد.

3-۲- بخش دوم: مبانی نظری سرمایه‌گذاران نهادی

طی چند دهه اخیر فعالیت‌های سرمایه گذاری در سهام و مبادلات سهامداران نهادی افزایش قابل ملاحظه ای داشته است.سهامداران نهادی شامل سرمایه گذاران نهادی خارجی، صندوق‌های سرمایه گذاری مشترک، صندوق‌های مزایای بازنشستگی و غیره هستند. مطابق سند حقیقت انجمن صنعت اوراق بهادار آمریکا (2002)، نهادهای عضو این انجمن در سال 1965، در حدود 16 درصد اوراق بهادار موجود را در اختیار داشتند، در حالی که این رقم در سال 2002 به 61 درصد رسید. سهامداران نهادی به عنوان گروهی فعال

53 . Cho
54 . Kathuria & Mueller
55 . Vogt
56 . Schaller
57 . Claessens & et al
58 . Lamont
59 . Scharfstein & Stein
60 . Shin & Stulz

بیش از نصف سهام مبادله شده در بازارهای سرمایه آمریکا را در اختیار دارند و بیش از 50 درصد تمام مبادلات بازار سهام آمریکا به آن‌ها مربوط می‌شود. بر اساس گزارش سال 2005 صندوق بین المللی پول، سهامداران نهادی متجاوز بر 45 تریلیون دلار دارایی مالی (شامل بیش از 20 تریلیون دلار سهام) را تحت مدیریت دارند. سهامداران نهادی نه تنها بازیگران مهمی در عرصه فعالیت بازارها توسعه یافته هستند بلکه نقش و تأثیر آن‌ها به سرعت در بازارها نوظهور در حال رشد است.

نگاهی به تاریخچه بازار سرمایه ایران نشان می‌دهد که سابقه آغاز به کار سهامداران نهادی در ایران به سالهای قبل از پیروزی انقلاب شکوهمند اسلامی ایران باز می‌گردد. با این حال، رشد آن در دهه قبل چشمگیر بوده است.علاوه بر این اقدامات انجام شده در سالهای اخیر همانند تصویب قانون بازار اوراق بهادار (مصوب آذر 1384) به همراه موج فزاینده خصوصی سازی به دنبال ابلاغ سیاست‌های اصل 44 قانون اساسی، علاوه بر مهیا سازی زمینه فعالیت سهامداران نهادی و تحریف جایگاه قانونی و حرفه ای انواع سهامداران نهادی، نیاز به بیش فعالی و توسعه آن‌ها را دو چندان کرده است.به عنوان نمونه می‌توان به صدور مجوز فعالیت 15 صندوق سرمایه گذاری مشترک و تلاش برای تشکیل نهادهای دیگر از اقداماتی است که در این زمینه صورت گرفته است.با این وجود به جرأت می‌توان گفت سهامداران نهادی در ایران از لحاظ میزان تنوع و سطح خبرگی قابل قیاس با سهامداران نهادی کشورهای پیشرفته نیستند.هر چند اقدامات اخیر افق نوید بخشی فرآوری این بازیگران بازار گشوده است.

1-3-2- سهامداران نهادی به عنوان ناظر

جدایی مدیریت از مالکیت و تفویض اختیار توسط مالکان به مدیران شرکت تنها دلیل ایجاد مسئله نمایندگی و مشکلات ناشی از فرضیه نمایندگی بین سهامداران و مدیران نیست بلکه پراکندگی مالکیت در بین تعداد زیادی سهامدار جزء، عدم تمرکز مالکیت و حقوق مالکانه، همچنین وجود عواملی مانند کاهش انگیزه نظارتی سهامداران جزء، کاهش رفتار حرفه ای و تخصصی از سوی سهامداران جزء و عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران شرکت، نیز می‌تواند دلیلی مضاعف بر فرضیه نمایندگی و مشکلات ناشی از آن برای شرکت

باشد. مطابق با مبانی نظری در یک ترکیب مالکیت گسترده و غیر متمرکز، هیچ یک از سهامداران جزء انگیزه و توان لازم جهت اعمال نفوذ بر عملکرد، همچنین جهت نظارت بر مدیریت شرکت را ندارند. زیرا فرآیند نظارت مستلزم تقبل هزینه‌های سنگین نظارت از سوی سهامداران جزء می‌باشد، در این صورت هر سهامدار که بخواهد نظارت بر عملکرد شرکت داشته باشد باید هزینه‌های مرتبط با آن را بپردازد و این در حالی است که سایر سهامداران نیز از منافع آنان استفاده می‌کنند، که در متون مربوط به آن مفت سواری[۶۱] می گویند. مفت سواران افرادی هستند که بدون پرداخت وجهی، از کالای عمومی استفاده می‌کنند(به عبارت دیگرافرادی که از نتایج تلاش‌های اشخاص دیگر بدون پرداخت وجه منتفع می‌شوند). این امر باعث کاهش انگیزه نظارتی سهامداران جزء می‌گردد. بنابراین به علت بالا بودن هزینه نظارت فقط سهامداران بزرگ نظیر سرمایه گذاران نهادی می‌توانند به مزایای کافی دست یابند تا انگیزه نظارت را داشته باشند(گیلان و استارکس[۶۲]،2003). در واقع سرمایه گذاران نهادی بزرگ، فرصت، منابع، تخصص و توانایی نظارت و تأثیر گذاری بر مدیران را دارند(کرنت و همکاران[۶۳] ،2007). بنابراین میزان و ماهیت مسئله نمایندگی مستقیماً به ترکیب مالکیت بستگی دارد.

تنوع ترکیب در کشورهای دنیا، تنوع در شکل، نتایج و راه حل‌های مشکل نمایندگی بین مدیران و سهامداران را نیز در پی خواهد داشت. در کشورهایی که مالکیت در اختیار سهامداران عمده می‌باشد،مسئله نمایندگی حاصل از مالکیت شاید خیلی متداول نباشد. بسیاری از نویسندگان اعتقاد داشتند که شمول سهامداران نهادی و عمده در فعالیت‌های کنترل و نظارتی به طور بالقوه موجب محدود نمودن مسئله نمایندگی می‌شود. این نویسندگان همچنین بیان داشتند چون تمامی سهامداران از منافع فعالیت‌های نظارتی سهامدار نظارت کننده، بدون هزینه بهره مند می‌شوند، لذا تنها سهامداران نهادی و عمده، انگیزه لازم

[61].Free-riding
[62]. Gillan &Starks
[63]. Cornett

برای نظارت را دارند. شواهد تجربی در مورد نقش نظارتی سهامداران نهادی از این تئوری پشتیبانی می‌نمایند(ماطاوس،1390).

یک نقش بالقوه دیگر برای سهامداران نهادی بزرگ فراهم نمودن مکانیسمی معتبر برای انتقال اطلاعات به بازارهای مالی یا به عبارت دیگر سهامداران می‌باشد. سهامدارن نهادی بزرگ می‌توانند اطلاعات محرمانه ای را که از مدیران شرکت کسب می‌کنند به سایر سهامدارن منتقل نمایند. اما برای اینکه چنین نظارتی قابل قبول باشد لازم است سهامداران بزرگ سرمایه گذاری خود را برای مدت زمان نسبتاً طولانی حفظ نموده و سهام کافی برای تعدیل مشکل استفاده مجانی دیگر سهامدارن از این نظارت راداشته باشد.نتایج فوق نشان می‌دهد که تحت شرایط خاصی، پاداش لازم برای سهامدارن بزرگ نظارت کننده برعملکرد مدیریت و همچنین پاداش مدیران همکاری کننده یا سهامداران مزبور ایجاد خواهد شد. بنابراین چیدمبران و جان، چنین بیان داشتند که این نوع نظارت که سرمایه گذاری برای ایجاد رابطه[۶۴] گفته می‌شود، هم برای مدیریت و هم برای سرمایه گذار بزرگ بهینه خواهد بود(ماطاوس،1390).

بین توانایی‌ها و انگیزه‌های نظارتی سهامداران نهادی و سهامداران بزرگ غیر نهادی تفاوت‌هایی وجود دارد. گورتون و کهل[۶۵] (1993) نشان دادند که سهامداران نهادی به دلیل مشکلات نمایندگی خود ممکن است نظارت غیر کاملی داشته باشند. با وجود این از آنجا که سهامداران حقیقی زیادی برای نظارت بهتر وجود ندارد، لذا نظارت سهامداران نهادی مورد استقبال سهامداران قرار می‌گیرد. در نتیجه در مدل گورتون و کهل سهامداران نهادی بزرگ و سهامداران غیر نهادی بزرگ به عنوان نظارت کنندگان بر شرکت‌ها به طور همزمان وجود دارند(ماطاوس،1390).

---

[64].Relation Investing
[65].Gorton & Kohl

2-3-2- نوع مالکیت نهادی

بر اساس شواهد حااصل از تحقیقات پیشین نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی مشابه با هم نبوده و انگیزه‌های یکسانی برای نظارت فعالانه بر مدیریت ندارند.از این رو تأثیر آن‌ها نیز بر عملکرد و بازده شرکت‌ها متفاوت است.بر این اساس سرمایه گذاران نهادی را می‌توان به دو دسته منفعل (حساس به فشار یا موقت) و فعال (غیر حساس به فشار) تقسیم کرد.

سرمایه گذاران نهادی منفعل (حساس به فشار یا موقت)دارای گردش پرتفوی بالایی بوده و استراتژی معاملاتی لحظه ای دارند. برای مثال با یک خبر خوب سهام می‌خرند و با خبر بد سهام را می‌فروشند.برای این مالکان قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده و دارای دیدگاه کوتاه مدت و گذرا هستند و عملکرد جاری را به عملکرد بلند مدت شرکت ترجیح می‌دهند.بنابراین انگیزه زیادی برای نظارت بر مدیریت و داشتن نماینده ای در هیات مدیره شرکت‌های سرمایه پذیر ندارند زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آن‌ها شود.پورتر اظهار می‌دارد که تمرکز بر عملکرد کوتاه مدت موجب ایجاد فشار بر مدیران برای فدا کردن سرمایه گذاری و عملکرد بلند مدت به منظور حفظ رشد سود کوتاه مدت شود(ماطاوس،1390).

در مقابل سرمایه گذاران نهادی فعال (غیر حساس به فشار) دیدگاه بلند مدت داشته و عملکرد بلند مدت شرکت را مد نظر دارند.بنابراین انگیزه زیادی برای داشتن نماینده در هیات مدیره شرکت‌های سرمایه پذیر دارند.گردش پایین سبد سهام سهامداران بزرگ بیانگر انگیزه این سهامدارن برای نگهداری سهام و تشویق مدیران به بهبود عملیات و افزایش ثروت سهامداران می‌باشد. این سهامداران با نظارت فعالانه بر تصمیمات مدیریت،انگیزه‌هایی را برای مسئولیت پذیری بیشتر مدیریت فراهم می‌آورند. بر این اساس حضور هرچه بیشتر این سهامداران سبب افزایش عملکرد مدیران و در نتیجه ارتقای عملکرد شرکت‌ها خواهد شد.برخی از جمله برکلی، لیز و اسمیت اعتقاد دارند که سرمایه گذاران نهادی فعال مدیران شرکت‌ها را منضبط و متعهد می‌کنند.آن‌ها اذعان می‌دارند که عملکرد شرکت‌ها پس از خرید بخش از سهام آن‌ها توسط سهامداران فعال

بهبود می‌یابد.اگراوال و نوبر نیز بیان می‌دارند که سرمایه گذاران نهادی فعال اثر مقبتی بر عملکرد شرکت‌های سهامی دارند(ماطاوس،1390).

3-3-2- نقش سهامداران نهادی در عدم تقارن اطلاعاتی

زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه گذاران در بازار سرمایه برای سهام مورد نظر قائل می‌شوند متفاوت خواهد بود. در نتیجه ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش مورد انتظار سهامداران متفاوت خواهد شد.

آنچه در بازارهای سرمایه باید مورد توجه قرار گیرد این است که بسیاری از افرادی که اقدام به سرمایه گذاری می‌کنند، مردم عادی هستند که تنها راه دسترسی آن‌ها به اطلاعات مهم، اطلاعیه‌هایی است که از جانب شرکت‌ها منتشر می‌شود. یک نمونه از این نوع اطلاعیه‌ها را می‌توان اعلان سود برآوردی هر سهم دانست که در آن سود پیشنهادی هر سهم از جانب شرکت پیش بینی شده و به اطلاع عموم رسانده می‌شود.حال اگر در بین سرمایه گذارانی که در بازارهای سرمایه مشغول فعالیت بوده، افرادی باشند که از نظر اطلاعاتی نسبت به سایرین در موقعیت بهتری قرار گرفته باشند و به عنوان مثال از اعلان‌هایی که قرار است درباره سود صورت پذیرد مطلع باشند قادر خواهند بود تا بر عرضه و تقاضای بازتر تأثیر گذاشته و به اصطلاح منجر به بروز شکاف قیمت‌ها شوند. دلیل اصلی آن نیز وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه است که بر طبق آن افراد مطلع از اعلان سود (و یا هر خبر با اهمیت دیگر) را، نسبت به سایرین در موقعیت تصمیم گیری مناسب تری قرار می‌دهد. در مورد ترکیب ساختار مالکیت شرکت‌ها نیز وضع به همین منوال می‌باشد، به طوری که بخشی از مالکیت شرکتی در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد این گروه برای تصمیم گیری و نظارت بر عملکرد مدیران شرکت، تنها به اطلاعات برون سازمانی همانند صورت‌های مالی منتشره دسترسی دارند(ماطاوس،1390).

جیانگ و کیم[۶۶] (2000) در تحقیق خود بر تفاوت‌های عدم تقارن اطلاعات بین شرکت‌های ژاپنی بسته به سطح مالکیت آن‌ها توسط شرکت‌های دیگر پرداختند. طبق نتایج تحقیق ایشان هر چه میزان سطح مالکیت نهادی در شرکت‌های ژاپنی افزایش می‌یابد، عدم تقارن اطلاعاتی کمتری بین مدیران شرکت و سایر اشخاص ذی نفع در بازار وجود خواهد داشت. بنابراین در شرکت‌هایی که میزان مالکیت نهادی در آن‌ها بیشتر است قیمت سهام اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را سریع تر از شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند منعکس می‌کند.

4-۲- بخش سوم: مبانی نظری مالکیت مدیریتی

مالکیت مدیریتی یکی از مکانیزم های داخلی حاکمیت شرکتی است که موجب کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران شده و در نتیجه برای شرکت ایجاد ارزش خواهد کرد. جنسن و مک لینگ (1976) نشان دادند که اگر مدیران شرکت‌ها سهامدار باشند ، برای انحراف از هدف حداکثر سازی ثروت سهامداران ، تمایل کمتری خواهند داشت. تحقیقات زیادی انجام شده است که نشان می‌دهد مالکیت مدیریتی بر عملکرد شرکت‌ها تاثیرگذار است ؛ زیرا میزان سهامی که در اختیار مدیران شرکت است می‌تواند انگیزه ای برای اتخاذ تصمیمات مالی مختلف بر مبنای منافع شخصی آن‌ها و یا بر مبنای منفعت سهامداران باشد و در صورت اتخاذ هر نوع تصمیم، موجبات افزایش یا کاهش ارزش شرکت فراهم خواهد شد(مورک و همکاران[۶۷] ، 1988: شورت و کیزی[۶۸] ،1999: میگوئل و همکاران[۶۹] ، 2004).

استدلال عمومی این است که افزایش در مالکیت مدیریتی به احتمال زیاد با استحکام مدیریت همبستگی منفی دارد. این امر به این دلیل است که مدیران با مالک بودن سهام شرکت‌های که آن را اداره می‌کنند انگیزه ای برای سرمایه گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش مورد انتظار مثبت دارند (جنسن و

66. Jiang & Kim
67 . Morck & et al
68 . Short & keasey
69 . Miguel & et al

مکلینگ،1976). در نتیجه در این مورد مالکان نهادی با اتخاذ نقش فعال در نظارت بر تصمیمات مدیریت، هزینه‌های اضافی و غیرضروری را تحمل می‌کنند در حالی که مالکیت مدیریتی به احتمال زیاد هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. هر چند که ممکن است استدلال شود که مدیر با افزایش سهم خود در شرکت می‌تواند بر دیگر سهامداران غلبه کند و اهداف شخصی خود را دنبال کند (لاسفر[۷۰]، 2006). اگر چنین موردی اتفاق افتد آنگاه مالکان نهادی به احتمال زیاد در فعالیت‌های نظارتی و کنترلی درگیر می‌شوند.

2-5- بخش پنجم: پیشینه تحقیق

براساس بررسی‌های به عمل آمده تاکنون پژوهشی که به‌طور مستقیم به بررسی نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری در صنعت بیمه پرداخته باشد، یافت نشد. لذا در ادامه پژوهش‌هایی ذکر خواهد شد که ارتباط نزدیکی با موضوع تحقیق حاضر دارند. برخی از این تحقیقات به شرح ذیل است:

2-5-1- پیشینه تحقیق در خارج از کشور

فرس و همکاران[۷۱] (2014)، طی پژوهشی با عنوان "سرمایه‌گذاری شرکتی، کنترل دولتی و تأمین مالی در شرکت‌های بورسی کشور چین پرداختند. آن‌ها با بررسی این موضوع که عموماً جریان‌های نقدی نشأت گرفته از کنترل‌های داخلی تأثیر ثابتی بر نوسانات سرمایه‌گذاری دارند، برآورد بی‌ثباتی این نوسانات را از دارایی‌های ثابت شرکت‌ها دانستند. جریان‌های نقدی و سرمایه‌گذاری رابطه منفی با یکدیگر نداشته و سطوح جریان‌های نقدی مثبت می‌تواند به عنوان عاملی تاثیرگذار در حساسیت‌های جریان نقدی – سرمایه‌گذاری گردد. همچنین آن‌ها یافتند تأمین مالی درون شرکتی در اکثر مواقع دارای هزینه کمتر بوده اما مدت زمان طولانی را در بر می‌گیرد اما تأمین مالی برون شرکتی بیشتر بر پایه نوسانات جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری خارجی بوده و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

---

70 . Lasfer
71 . Firth & et al

فرانکیس و همکاران[۷۲](2013) در تحقیقی به بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد پرداختند. آنان این مطالعه را با استفاده از داده‌های 14 کشور انجام دادند و نتیجه گرفتند که حاکمیت شرکتی بهتر، وابستگی شرکت‌ها به جریانات نقدی داخلی را کاهش داده و محدودیت‌های مالی را می‌کاهد.

بن موسا و چیچتی[۷۳] (2011) در تحقیقی به بررسی نقش ساختار مالکیت و خط مشی بدهی برای کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد در بورس تونس پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که شرکت‌ها با مشکل بیش سرمایه‌گذاری اهرم مالی بیشتری دارند و مطابق با فرضیه جریان نقدی آزاد تأثیر اهرم مالی بر جریان نقدی آزاد به‌طور قابل توجهی منفی است . علاوه به راین مالکیت مدیران و مالکیت دولت بر سطح جریان نقدی آزاد اثر منفی دارد با این حال تمرکز مالکیت ریسک جریان نقدی آزاد را افزایش می‌دهد . اگرچه مالکیت نهادی بر جریان نقدی آزاد تأثیر معنادار ندارد.

لی[۷۴](2009) در تحقیقی به بررسی رابطه نگهداشت وجه نقد با ساختار حاکمیت شرکتی و ارزش‌گذاری شرکت پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد اگر هیأت مدیره نقش حاکمیت شرکتی را در کشورهای ASEAN بازی کند، پیش‌بینی می‌شود که شرکت‌های با ساختارهای مدیریتی قویتر (درصد بیشتر اعضای غیرموظف هیأت مدیره و ...)، پس از کنترل سایر عوامل، نگهداشت وجه نقد کمتری داشته باشند.

هاردفورد و همکاران[۷۵](2008) در تحقیقی به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج نشان داد شرکت‌های با مالکیت داخلی بیشتر و درصد مالکیت نهادی بیشتر، نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند، در حالی که شرکت‌های با کیفیت بالاتر حاکمیت شرکتی و هیأت مدیره بزرگ‌تر و مستقل تر نگهداشت وجه نقد کمتری دارند.

---

72 . Francis & et al
73 . Ben Moussa & Chichti
74 .Lee
75 . Harford & et al

ریچاردسون[76] (2006) در تحقیقی به بررسی سرمایه‌گذاری بیش از حد جریان وجوه نقد آزاد پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد سرمایه‌گذاری به میزانی بیش از حد بهینه، در شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان‌های نقد آزاد بیشتر است، در میان نمونه مورد بررسی ایشان، شرکت‌های غیرمالی در طی دوره 1988-2000 به طور میانگین 20 درصد از جریان‌های نقد آزادشان را بیش از حد بهینه سرمایه‌گذاری می‌نمودند. همچنین وی طی بررسی رابطه ساختار نظام راهبردی شرکت و سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جریان‌های نقد آزاد، دریافت که برخی از سازوکارهای نظام راهبردی شرکت باعث کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه می‌گردد.

2-5-2- پیشینه پژوهش در داخل کشور

افسرده و نیازی(1394) در تحقیقی به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق برای سنجش حاکمیت شرکتی از متغیرهای مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و استقلال هیئت مدیره استفاده شد. نتایج این تحقیق نشان داد که بین میزان مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیات مدیره و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری ارتباط معناداری وجود دارد به عبارت دیگر بین حاکمیت شرکتی و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه گذاری رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

حیدر پور و احسانی(1394) در تحقیقی به بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌های سرمایه گذاری شرکت پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد رابطه‌ی مثبت ضعیف بین سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست سرمایه گذاری وجود دارد؛ هم چنین میان جریان نقد عملیاتی و بازده بازار سهم P/E و با سیاست سرمایه‌گذاری رابطه‌ای معنی دار وجود نداشت. سه متغیر کنترلی سن شرکت، اندازه‌ی شرکت و نسبت اهرمی رابطه‌ی معنادار داشتند که از این میان دو متغیر اندازه و سن شرکت، رابطه‌ای مثبت و نسبت اهرمی رابطه‌ای منفی با سیاست سرمایه‌گذاری دارد.

---
76 . Richardson

جهانشاد و شعبانی(1394) در تحقیقی به بررسی تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و حساسیت جریانات نقدی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معنادار و سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی تأثیر منفی و معنادار و در شرکت‌های فاقد محدودیت در تأمین مالی تأثیر معناداری ندارد. همچنین حساسیت جریانات نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که دارای محدودیت در تأمین مالی، بیشتر است نسبت به شرکت‌هایی که دارای محدودیت در تأمین مالی نیستند.

رئیسیان و همکاران(1394) در تحقیقی به بررسی نقش تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر مدیریت سود و جریان وجوه نقد آزاد پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که بین سطح جریان نقدی آزاد و مدیریت سود رابطه متقابل منفی معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج نشان داد که مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر رابطه متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و مدیریت سود تأثیر معناداری ندارد.

ستایش و صالحی نیا(1393) در تحقیقی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی آزاد پرداختند. در این تحقیق ترکیب سهامداران از طریق چهار متغیر مالکیت خارجی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی اندازه گیری شد. نتایج تحقیق نشان داد مالکیت شرکتی به صورت مستقیم و نسبت بدهی به صورت معکوس با جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه معناداری دارند. ولی شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت‌ها مشاهده نشد.

فخاری و همکاران(1393) در تحقیقی به بررسی نقش نظارتی ساختار مالکیت و خط مشی بدهی بر کنترل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق ارتباط متقابل بین جریان نقدی آزادا خط مشی بدهی و ساختار مالکیت در 106 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی 1385 تا 1390 به روش حداقل مربعات سه

مرحله ای(3SLS) مورد تحلیل قرار گرفت. یافته‌های تحقیق نشان داد که سطح جریان نقدی آزاد با خط مشی بدهی و تمرکز مالکیت رابطه منفی و معناداری داشته اما بر خلاف پیش بینی‌ها مالکیت نهادی و مالکیت مدیران با سطح جریان نقدی آزاد رابطه مثبت و معناداری دارد.

حسن پور(1393) در تحقیقی به بررسی تأثیر اجزای حاکمیت شرکتی براستفاده بهینه از جریان نقد آزاد پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد که بین مالکیت نهادی و مدیریتی با استفاده بهینه از جریان‌های نقد آزاد رابطه‌ی معنی داری وجود ندارد، اما ارتباط بین استقلال هیئت مدیره و استفاده بهینه از جریان‌های نقد آزاد مثبت و معنی دار شده است. همچنین، نتایج حاکی از این است که با افزایش اندازه هیئت مدیره، استفاده بهینه از جریان‌های نقد آزاد کاهش می‌یابد.

همتی(1393) در تحقیقی به بررسی نقش تعدیل‌کنندگی ساختار مالکیت بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد که بین جریان‌های نقد آزاد، مالکیت مدیریتی و استفاده بهینه از دارایی‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد اما، ارتباط بین مالکیت نهادی و استفاده بهینه از دارایی‌ها تأیید نگردید. همچنین مالکیت متمرکز بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد واستفاده بهینه از دارایی‌ها تأثیر مثبت ومعنی داری دارد.

زبردست(1393) در تحقیقی به بررسی ارتباط مالکیت نهادی و مدیریتی بر جریان‌های نقد آزاد پرداخت. در این تحقیق، داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌ی زمانی 1384 تا 1390 استخراج و از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که بین مالکیت نهادی و جریان نقد آزاد رابطه معناداری وجود ندارد اما ارتباط معناداری بین مالکیت مدیریتی و جریان نقد آزاد تأیید گردید.

اکبری(1393) در تحقیقی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت با سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ازسال 1387 لغایت 1391 بود. نتایج حاصل از تحقیق حاکی از آن بود که بین مالکیت

نهادی و نگهداشت وجه نقد رابطه معنادار و مثبت وجود دارد، اما بین مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت خانوادگی رابطه معناداری وجود ندارد.

اعزازی(1393) در تحقیقی به بررسی تأثیر تنوع فعالیت، ساختار مالکیت و جریان نقد آزاد بر عملکرد شرکت‌ها پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد که به کارگیری استراتژی تنوع در شرکت‌ها بر نسبت‌های نقدینگی شرکت و نسبت‌های اهرمی و نسبت‌های سودآوری بی‌تأثیر است اما بر نسبت‌های فعالیت تاثیرگذار است. بین جریان وجوه نقد و عملکرد رابطه مثبت معناداری وجود دارد و از بین ساختارهای مالکیت ،بین مالکیت نهادی و عملکرد رابطه منفی و معکوس وجود دارد. همچنین بین مالکیت شرکتی و مدیریتی با عملکرد رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.

داودی(1392) در تحقیقی به بررسی رابطه ساختار مالکیت و بیش سرمایه‌گذاری پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد که رابطه معنادار و مثبتی بین مالکیت نهادی و بیش سرمایه‌گذاری و رابطه معنادار و در جهت معکوس یا منفی بین مالکیت مدیریتی و بیش سرمایه‌گذاری وجود دارد. در ارتباط مالکیت عمده و بیش سرمایه‌گذاری نشان داده شد که رابطه معناداری بین آن‌ها وجود ندارد.

تهرانی و حصارزاده (1390)، به بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت تأمین مالی بر سطوح سرمایه‌گذاری در120 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی 1379-13پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و سطوح بالای سرمایه‌گذاری، مستقیم و به لحاظ آماری، معنی‌دار است. بین محدودیت در تأمین مالی و سطوح پایین سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

ثقفی و همکاران(1390) در تحقیقی به بررسی رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که هرچقدر کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد مساله سرمایه گذاری بیش از حد، کمتر به وجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد

www.Prozhe.com – پروژه دات کام

آزاد بالا بیشتر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه گذاری بیش از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیشتر است.

رسائیان و همکاران(1389) در تحقیقی به بررسی تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داد ه های ترکیبی استفاده شد. تحقیق نشان داد بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنی داری وجود دارد، اما بین درصد سرمایه گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معنی داری وجود ندارد.

جدول 2-1: خلاصه تحقیقات انجام شده درزمینه موضوع تحقیق

تحقیقات خارجی		
نویسنده	موضوع	نتیجه تحقیق
فرس و همکاران (2014)	مطالعه سرمایه‌گذاری شرکتی، کنترل دولتی و تأمین مالی	جریان‌های نقدی و سرمایه‌گذاری رابطه منفی با یکدیگر نداشته و سطوح جریان‌های نقدی مثبت می‌تواند به عنوان عاملی تاثیرگذار در حساسیت‌های جریان نقدی – سرمایه‌گذاری تلقی گردد.

فرانکیس و همکاران (2013)	بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد	حاکمیت شرکتی بهتر، وابستگی شرکت‌ها به جریانات نقدی داخلی را کاهش داده و محدودیت‌های مالی را می‌کاهد.
بن موسا و چیچتی (2011)	بررسی نقش ساختار مالکیت و خط مشی بدهی برای کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد	مالکیت مدیران و مالکیت دولت بر سطح جریان نقدی آزاد اثر منفی دارد با این حال تمرکز مالکیت ریسک جریان نقدی آزاد را افزایش می‌دهد . اگرچه مالکیت نهادی بر جریان نقدی آزاد تأثیر معنادار ندارد.
لی (2009)	بررسی رابطه نگهداشت وجه نقد با ساختار حاکمیت شرکتی و ارزش گذاری شرکت	شرکت‌های با ساختارهای مدیریتی قویتر (درصد بیشتر اعضای غیرموظف هیأت مدیره و ...)، پس از کنترل سایر عوامل، نگهداشت وجه نقد کمتری دارند.

هاردفورد و همکاران (2008)	بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد	شرکت‌های با مالکیت داخلی بیشتر و درصد مالکیت نهادی بیشتر، نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند، در حالی که شرکت‌های با کیفیت بالاتر حاکمیت شرکتی و هیأت مدیره بزرگ‌تر و مستقل تر نگهداشت وجه نقد کمتری دارند.
ریچاردسون (2006)	بررسی سرمایه گذاری بیش از حد جریان وجوه نقد آزاد	سرمایه گذاری به میزانی بیش از حد بهینه، در شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان‌های نقد آزاد بیشتر است، همچنین برخی از سازوکارهای نظام راهبردی شرکت باعث کاهش سرمایه گذاری بیش از حد بهینه می‌گردد.

تحقیقات داخلی		
افسرده و نیازی(1394)	بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری	بین میزان مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیات مدیره و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه گذاری ارتباط معناداری وجود دارد.
حیدر پور و احسانی(1394)	بررسی نقش سرمایه گذاران نهادی در سیاست‌های سرمایه گذاری	رابطه‌ی مثبت ضعیف بین سرمایه گذاران نهادی و سیاست سرمایه گذاری وجود دارد؛ هم چنین میان جریان نقد عملیاتی و بازده بازار سهم P/E و با سیاست سرمایه گذاری رابطه ای معنی دار وجود نداشت.

جهانشاد و شعبانی(1394)	بررسی تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر رابطه سرمایه گذاران نهادی و حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری	سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری تأثیر منفی و معنادار و سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری در شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی تأثیر منفی و معنادار و در شرکت‌های فاقد محدودیت در تأمین مالی تأثیر معناداری ندارد.
رئیسیان و همکاران(1394)	بررسی نقش تعدیل کنندگی حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر مدیریت سود و جریان وجوه نقد آزاد	مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر رابطه متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و مدیریت سود تأثیر معناداری ندارد.

ستایش و صالحی نیا(1393)	بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی آزاد	مالکیت شرکتی به صورت مستقیم و نسبت بدهی به صورت معکوس با جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه معناداری دارند. ولی شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت‌ها مشاهده نشد.
فخاری و همکاران(1393)	بررسی نقش نظارتی ساختار مالکیت و خط مشی بدهی بر کنترل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان‌های نقدی آزاد	سطح جریان نقدی آزاد با خط مشی بدهی و تمرکز مالکیت رابطه منفی و معناداری داشته اما بر خلاف پیش بینی‌ها مالکیت نهادی و مالکیت مدیران با سطح جریان نقدی آزاد رابطه مثبت و معناداری دارد.
حسن پور(1393)	بررسی تأثیر اجزای حاکمیت شرکتی براستفاده بهینه از جریان نقد آزاد	بین مالکیت نهادی و مدیریتی با استفاده بهینه از جریان‌های نقد آزاد رابطه معنی داری وجود ندارد، اما ارتباط بین استقلال هیئت مدیره و استفاده بهینه از جریان‌های نقد آزاد مثبت و معنی دار شده است.

همتی(1393)	بررسی نقش تعدیل کنندگی ساختار مالکیت بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها	بین جریان‌های نقد آزاد، مالکیت مدیریتی و استفاده بهینه از دارایی‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد اما، ارتباط بین مالکیت نهادی و استفاده بهینه از دارایی‌ها تأیید نگردید.
زبردست(1393)	بررسی ارتباط مالکیت نهادی و مدیریتی بر جریان‌های نقد آزاد	بین مالکیت نهادی و جریان نقد آزاد رابطه معناداری وجود ندارد اما ارتباط معناداری بین مالکیت مدیریتی و جریان نقد آزاد تأیید گردید.
اکبری(1393)	بررسی رابطه بین ساختار مالکیت با سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	بین مالکیت نهادی و نگهداشت وجه نقد رابطه معنادار و مثبت وجود دارد، اما بین مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت خانوادگی رابطه معناداری وجود ندارد.
اعزازی(1393)	بررسی تأثیر تنوع فعالیت، ساختار مالکیت و جریان نقد آزاد بر عملکرد شرکت‌ها	از بین ساختارهای مالکیت ،بین مالکیت نهادی و عملکرد رابطه منفی و معکوس وجود دارد. همچنین بین مالکیت شرکتی و مدیریتی با عملکرد رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.

پروژه دات کام - www.Prozhe.com

داودی(1392)	بررسی رابطه ساختار مالکیت و بیش سرمایه‌گذاری	رابطه معنا دار و مثبتی بین مالکیت نهادی و بیش سرمایه گذاری و رابطه معنا دار و در جهت معکوس یا منفی بین مالکیت مدیریتی و بیش سرمایه گذاری وجود دارد.
تهرانی و حصارزاده (1390)	بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت تأمین مالی بر سطوح سرمایه‌گذاری	رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و سطوح بالای سرمایه‌گذاری، مستقیم و به لحاظ آماری، معنی‌دار است. بین محدودیت در تأمین مالی و سطوح پایین سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

ثقفی و همکاران(1390)	بررسی رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد	هرچقدر کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد مساله سرمایه گذاری بیش از حد، کمتر به وجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا بیشتر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه گذاری بیش از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیشتر است.
رسائیان و همکاران(1389)	بررسی تأثیر مکانیز م های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران	بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنی داری وجود دارد، اما بین درصد سرمایه گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معنی داری وجود ندارد.

2-6- خلاصه فصل

در این فصل که مبانی نظری و پیشینه تحقیق است به‌طور مشروح به موارد زیر پرداخته شد:

ابتدا به مقدمه پرداخته‌شده، سپس به مبانی نظری در سه بخش (بخش اول: مبانی نظری سرمایه گذاری؛ بخش دوم: مبانی نظری سرمایه گذاران نهادی؛ بخش سوم: مبانی نظری مالکیت مدیریتی) پرداخته شد. شایان‌ذکر است در سه بخش مبانی نظری به تعاریف، دیدگاه‌ها و مدل‌های مختلف و... اختصاص یافت. در ادامه به پیشینه تحقیق اشاره‌شده که به برخی از پژوهش‌های انجام شده (مقالات و پایان‌نامه‌ها) پرداخته شد.

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

فصل سوم

روش‌شناسی تحقیق

www.Prozhe.com – پروژه دات کام

3-1- مقدمه

هدف تمام علوم، شناخت و درک دنیای پیرامون ما است. به‌منظور آگاهی از مسائل و مشکلات دنیای اجتماعی، روش‌های علمی، تغییرات قابل‌ملاحظه‌ای پیداکرده‌اند. این روندها و حرکت‌ها سبب شده است که برای بررسی رشته‌های مختلف بشری، از روش علمی استفاده شود. از جمله ویژگی‌های مطالعه علمی که هدف آن حقیقت‌یابی است استفاده از یک روش تحقیق مناسب می‌باشد. انتخاب روش تحقیق مناسب به هدف‌ها، ماهیت و موضوع موردتحقیق و امکانات اجرایی بستگی دارد و هدف از تحقیق دسترسی دقیق و آسان به پاسخ پرسش‌های تحقیق است.

این فصل، نمایی از مفاهیم اساسی روش‌شناسی تحقیق را مورد اشاره قرار خواهد داد. در تحقیق حاضر سعی بر آن است که نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری در صنعت بیمه موردبررسی و آزمون قرار گیرد. روش‌شناسی این موضوع پژوهشی به مواردی نظیر روش تحقیق، جامعه آماری تحقیق، فرضیه‌های تحقیق، متغیرهای تحقیق، روش گردآوری داده‌ها، مدل‌های رگرسیونی آزمون فرضیه‌ها و تحلیل آن‌ها با استفاده از روش‌های آماری می‌پردازد.

3-2- روش تحقیق

تحقیق حاضر از بعد روش، از نوع توصیفی است؛ یعنی به دنبال تعریف و به دست آوردن اطلاعات از یک مشکل یا موضوع مشخص بوده، روابط بین متغیرها را بررسی می‌نماید. از بعد فرآیند، نوع تحقیق کمی است؛ یعنی با یک نگرش عینی به جمع‌آوری و تحلیل داده‌های کمی می‌پردازد. از بعد منطق، یک تحقیق استقرایی است؛ یعنی درصدد طراحی یک مدل کلی براساس مشاهدات تجربی و جمع‌آوری داده‌های کمی است. از بعد نتیجه، یک تحقیق کاربردی است؛ هدف پژوهش‌های کاربردی توسعه دانش کاربردی درزمینه خاصی است. با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود، پژوهش در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری قرار می‌گیرد.

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

3-3- جامعه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق شرکت‌های بیمه خصوصی دارای مجوز از سوی بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران می‌باشد. که با در نظر گرفتن قلمرو زمانی تحقیق، داده‌های مربوط به 16 شرکت در دوره زمانی 5 ساله (1389 تا 1393) گردآوری شد. درنتیجه تعداد مشاهده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق 80 مشاهده شرکت- سال است.

4-3- فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول

بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم

مالکیت نهادی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است.

فرضیه سوم

مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است.

5-3- متغیرهای تحقیق

مهم‌ترین و مفیدترین راه طبقه‌بندی متغیرها، تقسیم آن‌ها به دو نوع مستقل و وابسته است. این نوع طبقه‌بندی به سبب کاربرد کلی، سادگی و اهمیت خاصی که در مفهومی ساختن و طرح‌ریزی تحقیق و همچنین تهیه گزارش نتایج آن دارد، بسیار مفید و ارزنده است. متغیر مستقل همان محرک است که بر نوع بخصوصی از رفتار تأثیر می‌گذارد. اندازه هرگونه تغییر که در رفتار ایجاد می‌شود، متغیر وابسته خوانده می‌شود.

تعریف عملیاتی متغیر وابسته

همان‌گونه که در فصول گذشته بیان شد هدف کلی تحقیق حاضر بررسی نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری می‌باشد. بدین منظور متغیر وابسته در این تحقیق، سطح سرمایه‌گذاری است.

$INV_{i,t}$: سطح سرمایه‌گذاری؛ برای اندازه‌گیری این متغیر، از نسبت وجه نقد پرداختی شرکت برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های بلند مدت بر کل دارایی‌های ابتدای دوره استفاده‌شده است. از جمله مطالعاتی که از این شاخص به‌عنوان معیار اندازه‌گیری سطح سرمایه‌گذاری استفاده کرده‌اند، می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

ریچاردسون (2006)، وردی[۷۷](2006)، بیدل و هیلاری[۷۸](2006)، یانگ و جیانگ[۷۹](2008)، بیدل و همکاران (2009)، لی و وانگ[۸۰](20010) و چن و همکاران[۸۱](2011). در ایران نیز می‌توان به مطالعات تهرانی و حصارزاده (1388) اشاره کرد.

تعریف عملیاتی متغیر مستقل

متغیر مستقل تحقیق،، جریان‌های نقدی آزاد (FCF) است. جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد است 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 مدیران اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جستجو کند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. با وجود تعریف وجوه نقد و مطرح‌شدن مفهوم جریان‌های نقد آزاد از مدت‌ها قبل، هنوز استاندارد یکنواختی برای نعیار جریان نقد آزاد در جامعه دانشگاهی وجود ندارد. در این تحقیق جریان نقد آزاد از راه کسر کردن مخارج سرمایه‌ای از جریان نقد عملیاتی محاسبه

---

[77]. Verdi
[78]. Biddle & Hilary
[79]. Yang & Jiang
[80]. Li & Wang
[81]. Chen & et al

می‌شود. بورس اوراق بهادار تهران به‌منظور مقایسه شرکت‌هایی که سهام آن‌ها در بورس پذیرفته می‌شود، برای محاسبه جریان نقد آزاد از این روش محاسباتی استفاده می‌کند.

مخارج سرمایه‌ای - جریان نقد عملیاتی= جریان نقد آزاد

جریان نقد عملیاتی در صدر صورت جریان وجه نقد می‌آید و خالص مخارج سرمایه‌ای انجام‌شده هم از بخش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری صورت مزبور اخذ و از تفاضل آن‌ها جریان نقد آزاد محاسبه شده است.

تعریف عملیاتی متغیر تعدیل‌گر

متغیر تعدیل گر تحقیق، ساختار مالکیت است. مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها به شمار می‌رود.

مالکیت نهادی (INS-OWNER): 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[۸۲](2003)، ارن هارت و لیزال[۸۳](2006)، نمازی و کرمانی (1387) و ستایش و کاظم نژاد (1389) نیز با همین تعریف به‌کاررفته است.

مالکیت مدیریتی (MANAGER-OWNER): بیانگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضاء هیئت مدیره است. این متغیر در پژوهش‌های کومار (2003)، رز[۸۴](2005)، نمازی و کرمانی (1387) و ستایش و کاظم نژاد (1389) نیز با همین تعریف به‌کاررفته است.

82. Kumar
83. Earnhart & Lizal
84. Rose

تعریف عملیاتی متغیرهای کنترلی

در این تحقیق به لحاظ اینکه مدل‌های تحلیلی با مسئله همبستگی متغیرهای حذف‌شده مواجه نگردد. حساسیت مدل‌های تحلیلی با افزودن متغیرهای کنترلی زیر افزایش‌یافته است:

SIZE: اندازه؛ از طریق لگاریتم طبیعی درآمد حق بیمه عاید شده اندازه‌گیری شده است.

LEV: نسبت بدهی؛ از طریق نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است.

AGE: عمر شرکت؛ که از طریق لگاریتم طبیعی فاصله سال تأسیس تا سال موردبررسی اندازه‌گیری شده است.

ΔSALE: رشد درآمد حق بیمه، از طریق نسبت تفاضل درآمد حق بیمه سال جاری با درآمد حق بیمه سال قبل به درآمد حق بیمه سال قبل اندازه‌گیری شده است.

ΔEQUITY: رشد حقوق صاحبان سهام، از طریق نسبت تفاضل حقوق صاحبان سهام سال جاری با حقوق صاحبان سهام سال قبل به حقوق صاحبان سهام سال قبل اندازه‌گیری شده است.

3-6- مدل‌های آزمون فرضیه‌های تحقیق

با توجه به فرضیه‌های مطرح‌شده درزمینه نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری برای آزمون فرضیات تحقیق از مدل‌های رگرسیونی به شرح ذیل استفاده‌شده است:

مدل رگرسیونی فرضیه اول:

(3-1)

$$INV_{i,t}= \alpha + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 \Delta SALE_{i,t} + \beta_6 \Delta EQUITY_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل رگرسیونی فرضیه دوم:

(3-2)

$$INV_{i,t}= \alpha + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 INS\text{-}OWNER_{i,t} + \beta_3 FCF.INS\text{-}OWNER_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t}+ \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 \Delta SALE_{i,t} + \beta_9 \Delta EQUITY_{i,t} +\varepsilon_{i,t}$$

مدل رگرسیونی فرضیه سوم:

(3-3)

$$INV_{i,t}= \alpha + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 MANAGER\text{-}OWNER_{i,t} + \beta_3 FCF.\ MANAGER\text{-}OWNER_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t}+ \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 \Delta SALE_{i,t} + \beta_9 \Delta EQUITY_{i,t} +\varepsilon_{i,t}$$

در جدول 3-1 علائم اختصاری به‌کاررفته در مدل‌های تحقیق ارائه‌شده است.

جدول 3-1: علائم اختصاری به‌کاررفته در مدل‌های تحقیق

متغیر	نماد	متغیر	نماد
سطح سرمایه‌گذاری	ΔINV	نسبت بدهی	Lev
جریان‌های نقدآزاد	FCF	اندازه شرکت	Size
مالکیت نهادی	INS-OWNER	عمر شرکت	Age
مالکیت مدیریتی	MANAGER-OWNER	رشد حقوق صاحبان سهام	ΔEQUITY
رشد درآمد حق بیمه			ΔSALE

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

3-7- روش تحلیل مدل‌های آماری تحقیق

برای تحلیل منسجم و مناسب داده‌ها، در دو بخش آمار توصیفی و آمار استنباطی اقدام به تحلیل شد. در ابتدا از میانگین، میانه، بیشترین، کمترین، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی به‌عنوان شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای تحقیق استفاده شد. جهت بررسی نرمال بودن توزیع متغیرها از آماره جارکو- به را[۸۵] و جهت بررسی هم‌خطی بین متغیرهای مدل از آزمون ضرایب همبستگی پیرسون[۸۶] استفاده گردید.

در این تحقیق با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه‌وتحلیل موجود، از روش داده‌های ترکیبی استفاده‌شده است. این نوع داده‌ها مزایایی همچون ارائه اطلاعات بیشتر، وجود ناهمسانی واریانس محدود، هم خطی کمتر میان متغیرها، درجات آزادی بیشتر و کارایی بیشتر را دارا می‌باشند. جهت انتخاب الگوی مناسب برای برازش مدل‌های رگرسیونی نیز حسب مورد از آزمون چاو[۸۷] برای انتخاب مدل ترکیبی دارای اثرات در مقابل مدل تلفیقی بدون اثرات و از آزمون هاسمن[۸۸] برای انتخاب مدل با اثرات ثابت[۸۹] در مقابل مدل با اثرات تصادفی[۹۰] استفاده شد. افزون به راین، به‌منظور رفع هرگونه ناهمسانی واریانس از روش کمترین مجذورات تعمیم‌یافته[۹۱] و برای آزمون مانایی متغیرها نیز از آزمون ریشه واحد هادری[۹۲] استفاده شد.

پس از برازش مدل‌های رگرسیونی، برای بررسی معنی‌داری کلی مدل‌ها از آماره فیشر[۹۳]، برای بررسی معنی‌داری ضرایب متغیرهای توضیحی مدل‌ها از آماره تی‌استیودنت[۹۴]، برای بررسی خودهمبستگی سریالی پسماندهای مدل‌ها از آماره دوربین-واتسون[۹۵] و برای بررسی توان توضیح مدل‌ها از آماره ضریب تعیین تعدیل‌شده، بهره گرفته شد. در خصوص آماره‌های مختلف مطرح‌شده، تصمیم‌گیری براساس مقایسه

---

85. Jarque–Bera
86. Pearson Correlation Coefficient
87. Chow Test (F Stat.)
88. Hausman Test (χ^2 Stat.)
89. Fixed Effect
90. Random Effect
91. GLS
92. Hadri
93. Fisher
94. t Student
95. Durbin-Watson

آماره‌های به‌دست‌آمده با مقادیر بحرانی و همچنین از طریق مقایسه احتمال به‌دست‌آمده از آماره موردنظر با سطح خطای 5 درصد (سطح اطمینان 95 درصد) انجام گردید.

3-7-1- مدل‌های رگرسیونی با داده‌های ترکیبی

اصولاً داده‌های آماری به سه دسته داده‌های سری زمانی، مقطعی و ترکیبی تقسیم می‌شوند. در داده‌های ترکیبی، واحدهای مقطعی طی زمان موردبررسی قرار می‌گیرند. استفاده از روش داده‌های ترکیبی نسبت به روش‌های مقطعی و سری‌های زمانی دو مزیت عمده دارد: ابتدا اینکه به محقق این امکان را می‌دهد تا ارتباط بین متغیرها و حتی واحدها را در طول زمان در نظر بگیرد و به بررسی آن‌ها بپردازد. مزیت و توانایی دیگر این روش در بهره‌مندی آن از اثرات انفرادی مربوط به واحدها است که قابل‌مشاهده و اندازه‌گیری نیستند (بالتاجی[۹۶]، 1995).

روش تخمین در این مدل بیشتر بر عدم تجانس بین مقاطع تأکید می‌کند و هدف آن‌ها بیشتر متمایزکردن مقاطع از همدیگر با استفاده از تخمین عرض از مبدأهای مختلف است. این تمایز به سه صورت اثرات مشترک، ثابت و تصادفی قابل انجام است (یافی[۹۷]،2003).

3-7-1-1- روش اثرات مشترک

روش اثرات مشترک بر این فرض مبتنی است که عرض از مبدأ توابع (α_i) برای کلیه واحدها (مکان – سری زمانی) ثابت بوده و باهم برابرند ($\alpha_i=\alpha$). این مدل با ترکیب داده‌های مقطعی و سری زمانی به‌وسیله حداقل مربعات معمولی تخمین زده می‌شود. به‌عبارت‌دیگر تخمین معادله ذیل با استفاده از n.T مشاهده انجام می‌شود:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}; \; i = 1,2,\dots, n, t = 1,2,\dots,T \qquad (3\text{-}3)$$

[96]. Baltagi

[97]. Yaffee

n: تعداد مقاطع (تعداد شرکت‌ها)،T طول سری زمانی (طول دوره آماری)،Y متغیر وابسته،X متغیرهای مستقل،β ضرایب متغیرهای مستقل وε: جمله اختلال.

3-7-1-2- روش اثرات ثابت

روش اثرات ثابت بر این فرض استوار است که α_i برای واحدهای (شرکت‌های) مختلف متفاوت می‌باشد. در این روش برای هر یک از مقاطع یک عرض از مبدأ ثابت در نظر گرفته می‌شود. در این حالت در هر معادله عرض از مبدأ یک عامل مجهول است که باید تخمین زده شود:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (3-4)$$

3-7-1-3- روش اثرات تصادفی

در روش اثرات تصادفی فرض می‌شود که تفاوت میان واحدها می‌تواند در جمله اختلال ظاهر شود (گرین[98]،2003).

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_i + \varepsilon_i \qquad (3-5)$$

u_i: جزء تصادفی که دربرگیرنده عواملی است که توسط متغیرهای مستقل تبیین نمی‌شود و کاملاً تصادفی است.

در مدل‌های اثرات ثابت و تصادفی برای کارآیی تخمین از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم‌یافته و در مدل اثرات مشترک از روش برآورد حداقل مربعات معمولی استفاده می‌شود. ابتدا الگوی موردنظر به سه روش بالا با استفاده از نرم‌افزار Eviews 7.0 برآورد می‌گردد (شیرین‌بخش و خونساری،1384). پس‌ازآن باید این

---

[98]. Greene

موضوع بررسی شود که نتایج حاصل از کدام‌یک از روش‌های فوق برای تجزیه‌وتحلیل نهایی ملاک عمل قرار گیرد. بدین منظور دو آزمون اساسی چاو LM و هاسمن برای انتخاب بین این سه روش انجام می‌پذیرد (یافی،2003).

3-7-1-4- آزمون انتخاب روش ترکیبی یا تلفیقی

برای اینکه بتوان مشخص نمود که آیا داده‌های ترکیبی جهت برآورد تابع موردنظر کارآمدتر خواهد بود یا نه فرضیه‌ای را آزمون می‌کنیم که در آن کلیه عبارات ثابت برآورد با یکدیگر برابر هستند. فرضیه صفر این آزمون که به آزمون چاو یا مقید معروف است، حاکی از یکسان بودن عرض از مبدأها است، درحالی‌که فرضیه مخالف بیانگر ناهمسانی عرض از مبدأها است. درصورتی‌که فرضیه صفر پذیرفته شود، به معنی یکسان بودن شیب‌ها برای مقاطع مختلف بوده و استفاده از مدل رگرسیون تلفیقی مورد تأیید آماری قرار می‌گیرد؛ اما در صورت رد فرضیه صفر، روش داده‌های ترکیبی پذیرفته می‌شود و می‌توان از داده‌های پانل استفاده کرد.

3-7-1-5- آزمون انتخاب اثرات ثابت یا اثرات تصادفی

به‌منظور اینکه مشخص گردد کدام روش اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی جهت برآورد مناسب‌تر است و برای تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. آماره این آزمون دارای توزیع کای دو با درجه آزادی برابر با تعداد متغیرهای مستقل است. فرضیه صفر به این معنی است که ارتباطی بین جزء اخلال مربوط به عرض از مبدأ و متغیرها وجود ندارد و آن‌ها از یکدیگر مستقل هستند. درحالی‌که فرضیه مقابل به این معنی است که بین جزء اخلال موردنظر و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود دارد. ازآنجایی‌که به هنگام وجود همبستگی بین اجزاء اخلال و متغیر توضیحی با مشکل تورش و ناسازگاری مواجه می‌شویم، بنابراین بهتر است در صورت پـــذیرفته شدن فرضیه مقابل (رد فرضیه صفر) از روش اثرات ثابت استفاده کنیم؛ در صورت پـــذیرفته شدن فرضیه صفر یعنی هنگامی‌که بین اجزاء

اخلال و متغیر توضیحی همبستگی وجود نداشته باشد، هر دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی سازگار هستند، ولی روش اثرات ثابت ناکارا بوده و بایستی از روش اثرات تصادفی استفاده شود (بالتاجی، 1995).

3-7-1-6- آزمون معنی‌داری مدل

برای بررسی معنی‌دار بودن مدل رگرسیون از آماره F استفاده می‌شود. برای تصمیم‌گیری در موردپذیرش یا رد فرضیه صفر، آماره F به‌دست‌آمده با F جدول که با درجات آزادی N-K و K-1 در سطح خطای 5٪ محاسبه‌شده مقایسه می‌شود؛ چنانچه F محاسبه‌شده از F جدول بزرگ‌تر باشد، $F > F_{\alpha(K-1,N-K)}$ مقدار عددی تابع آزمون در ناحیه بحرانی قرارگرفته و فرض صفر رد می‌شود. در این حالت با ضریب اطمینان 95٪ کل مدل معنی‌دار خواهد بود. درصورتی‌که مقدار F محاسبه‌شده کمتر از F جدول باشد، فرض صفر پذیرفته‌شده و معنی‌داری مدل در سطح اطمینان 95٪ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

3-7-1-7- آزمون معنی‌داری متغیرهای مدل

برای بررسی معنی‌دار بودن ضرایب متغیرهای مدل رگرسیون از آماره t استفاده می‌شود. برای تصمیم‌گیری در موردپذیرش یا رد فرضیه صفر، آماره t به‌دست‌آمده با t جدول که با درجه آزادی N-K محاسبه‌شده مقایسه می‌شود؛ چنانچه قدر مطلق t محاسبه‌شده از t جدول بزرگ‌تر باشد، $(|T| > t_{\frac{\alpha}{2},N-k})$ مقدار عددی تابع آزمون در ناحیه بحرانی قرارگرفته و فرض صفر رد می‌شود. در این حالت ضریب متغیر موردنظر معنی‌دار خواهد بود که دلالت بر وجود رابطه بین متغیر مستقل و وابسته دارد.

3-7-1-8- آزمون نرمال بودن پسماندهای مدل

به‌منظور اجرای آزمون فرضیه جداگانه یا مشترک در مورد پارامترهای رگرسیون، فرض نرمال بودن باقی‌مانده‌ها ضروری می‌باشد. در این تحقیق، به‌منظور بررسی توزیع جملات اخلال از آزمون جارکو– به را استفاده می‌شود. آماره این آزمون به شرح زیر است:

$$JB = T\,[b_1^2/6 + (b_2 - 3)/24] \qquad (3\text{-}6)$$

آماره آزمون از یک توزیع X^2 با درجه آزادی 2 با فرض صفری مبنی بر نرمال بودن توزیع خطاها تبعیت می‌کند. درصورتی‌که پسماندها به‌صورت نرمال توزیع‌شده باشند، آماره جارکو– به را معنی‌دار نخواهد بود. بدین معنی که Probability یا p-value از مقدار 0/05 بزرگ‌تر می‌باشد.

3-8- خلاصه فصل

در این فصل ابتدا به‌طور مختصر تعریفی از روش تحقیق ارائه شد و در ادامه ویژگی‌های تحقیق حاضر شرح داده شد. تحقیق حاضر از جنبه هدف از جمله پژوهش‌های کاربردی و از روش تحقیق همبستگی است. همچنین تحقیق حاضر در حوزه تحقیقات اثباتی قرار خواهد گرفت و ازآنجایی‌که از اطلاعات مربوط به رویدادهای گذشته استفاده‌شده، یک تحقیق پس رویدادی است. در این فصل جامعه آماری و فرضیات تحقیق ارائه شد و توضیحاتی در خصوص متغیرها، چگونگی جمع‌آوری و پردازش آن‌ها برای آماده‌سازی جهت ورود به نرم‌افزار آماری تشریح شد. در فصل چهارم نتایج روش‌های آماری توضیح داده‌شده در این فصل و مراحل اجرای آن تشریح شده و فرضیات تحقیق مورد آزمون قرارگرفته است.

فصل چهارم

تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

4-1- مقدمه

فرآیند تجزیه‌وتحلیل داده‌ها فرآیندی چندمرحله‌ای است که طی آن داده‌هایی که از طریق به‌کارگیری ابزارهای جمع‌آوری در جامعه (نمونه) آماری فراهم آمده‌اند خلاصه، کدبندی و دسته‌بندی... و درنهایت پردازش می‌شوند تا زمینه برقراری انواع تحلیل‌ها و ارتباط‌ها بین این داده‌ها به‌منظور آزمون فرضیه‌ها تحقیق موردنظر ایجاب شود. تجزیه‌وتحلیل اطلاعات به‌عنوان مرحله‌ای علمی از پایه‌های اساسی هر پژوهش علمی به شمار می‌رود که به‌وسیله آن کلیه فعالیت‌های پژوهش تا رسیدن به نتیجه، کنترل و هدایت می‌شوند.

در این تحقیق نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری در صنعت بیمه بررسی شده است. در تحقیق حاضر، با پردازش داده‌های اولیه جمع‌آوری‌شده در نرم‌افزار اکسل، مقادیر نهایی متغیرهای تحقیق محاسبه و برای انجام آزمون‌ها و تحلیل‌های آماری به نرم‌افزار ای‌ویوز انتقال یافتند. در این فصل جهت بررسی موضوع، تحلیل‌های آماری مختلف ارائه شده‌اند. برای این منظور مواردی مثل آماره‌های توصیفی مرکزی، پراکندگی و توزیع در سطح کل شرکت‌های مورد بررسی، آزمون مانایی متغیرها، همبستگی بین متغیرها و در نهایت برازش مدل‌های تحقیق با استفاده از روش تحلیل رگرسیونی چندمتغیره جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق ارائه شدند.

4-2- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

به‌طور کلی، روش‌هایی را که به وسیله آن‌ها می‌توان اطلاعات جمع‌آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می‌نامند. این نوع آمار صرفاً به توصیف جامعه یا نمونه می‌پردازد و هدف از آن محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه پژوهش است (آذر و مؤمنی، 1389). نقش آمار توصیفی در فرآیند تحلیل آماری بسیار مهم و حیاتی است. آمار توصیفی با خلاصه نمودن داده‌ها، ویژگی‌های مهم آن را نمایان می‌سازد تا ایده‌های لازم را در ذهن پژوهش‌گر برای مرحله دوم تحلیل آماری (آمار استنباطی) ایجاد کند (حبیب پور و صفری،1388). آمار توصیفی هرچند مبنای دقیقی برای نتیجه‌گیری در مورد فرضیات تحقیق نیست اما

به‌منظور مقایسه و بررسی سرانگشتی فرضیات و متغیرهای تحقیق بسیار مناسب است. معمولاً در تحلیل‌های آماری برای اینکه در مورد واقعیت‌های موجود در نمونه‌آماری مورد بررسی آگاهی کسب گردد، اقدام به توصیف داده‌های تحقیق می‌گردد. در جدول 4-1، خلاصه وضعیت شاخص‌های مرکزی متغیرها شامل؛ میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی شامل؛ انحراف معیار، ماکزیمم و مینیمم و شاخص‌های شکل توزیع شامل؛ چولگی و کشیدگی پس از غربال‌گری و حذف داده‌های پرت[۹۹] نمایش داده شده است.

جدول 4-1: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

آماره	INV	FCF	INS-OWNER	MANAGER-OWNER	Lev	Size	Age	ΔSALE	ΔEQUITY
میانگین	0،247	0،243	0،680	0،454	0،754	14،618	2،331	0،562	0،282
میانه	0،196	0،196	0،764	0،446	0،794	14،738	2،197	0،364	0،139
بیشترین	0،908	0،078	0،980	0،950	1،747	16،748	4،007	4،315	6،383
کمترین	0،004	-0،200	0،149	0،120	0،060	10،217	0،000	-0،498	-4،845
انحراف‌معیار	0،201	0،245	0،243	0،223	0،247	1،189	0،828	0،843	1،261
چولگی	0،898	0،829	-0،706	0،372	-0،169	-1،246	0،385	2،709	1،105
کشیدگی	3،362	3،624	2،204	2،085	7،978	5،411	3،477	10،882	15،589
آماره جارکو- به را	9،233	8،772	7،885	3،591	63،301	38،087	2،741	282،090	388،025
احتمال آماره	0،009	0،012	0،019	0،166	0،000	0،000	0،253	0،000	0،000
تعداد مشاهدات	66	67	72	62	61	76	80	74	57

در این تحقیق، متغیر وابسته سطح سرمایه‌گذاری (INV) است که براساس نسبت وجه نقد پرداختی شرکت برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های بلند مدت بر کل دارایی‌های ابتدای دوره اندازه‌گیری شده است. شواهد حاکی از این است که در شرکت‌های مورد بررسی تحقیق به‌طور

---

[99] – داده‌های پرت (outliers) مشاهداتی هستند که در فاصله دورتری از سایر داده‌ها قرار گرفته و مقادیر آن‌ها نسبت به مقادیر دیگر در بین مجموعه داده‌ها بزرگ‌تر یا کوچک‌تر است. داده‌های پرت می‌تواند بر تحلیل‌های آماری اثرات نامطلوبی از قبیل افزایش واریانس خطا، کاهش توان آزمون، بر هم زدن توریع نرمال داده‌ها و برآورد اریب پارامترها بگذارد و لازم است محقق پس از شناسایی آن‌ها در جهت حذف آن‌ها تصمیم‌گیری نماید.

متوسط در حدود 24 درصد دارایی‌های اول دوره، صرف تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های بلند مدت شده است. همچنین در این تحقیق متغیر مستقل جریان نقد آزاد (FCF) است که از طریق کسر کردن مخارج سرمایه‌ای از جریان نقد عملیاتی محاسبه شده است. شواهد حاکی از این است که در شرکت‌های مورد بررسی تحقیق، به‌طور متوسط در حدود 24 درصد دارایی‌های اول دوره، جریان نقد آزاد ایجاد شده است. در این بین جریان نقد آزاد برخی از شرکت‌ها مثبت است که نشان می‌دهد این دسته از شرکت‌ها پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها دارای وجوه نقد مازاد هستند و در برخی دیگر از شرکت‌ها منفی بوده است. جریان نقد آزاد منفی حاکی از سرمایه‌گذاری زیاد این شرکت‌ها می‌باشد؛ که در بسیاری از شرکت‌های نوپا طبیعی است. شواهد آمار توصیفی نشان می‌دهد مالکیت نهادی میانگینی برابر 0/68 و میانه‌ای با مقدار 0/446 دارد که حداقل مقدار این متغیر 0/149 و حداکثر آن 0/980 و انحراف معیار آن 0/243 است و این بیانگر این مطلب است که عمدتاً سهام شرکت‌های موجود در نمونه تحقیق در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشد. همچنین به‌طور متوسط در حدود 45 درصد از سهام شرکت‌های موجود در اختیار مدیران این شرکت‌ها بوده است. سهام در اختیار مدیران نیمی از شرکت‌های مورد بررسی تحقیق بالاتر از 0/446 و نیمی دیگر کمتر از این مقدار بوده است.

در تحقیق حاضر، متغیرهای کنترلی؛ نسبت بدهی (Lev)، اندازه شرکت (Size)، عمر شرکت (Age)، رشد درآمد حق بیمه (ΔSALE) و رشد حقوق صاحبان سهام (ΔEQUITY) است. در این تحقیق، متغیر نسبت بدهی با میانگینی برابر 0/754 دارای مقدار میانه 0/794، حداکثر 1/747، حداقل 0/060 و انحراف معیار آن برابر با 0/247 است. با استناد به این کمیت‌های آماری می‌توان گفت شرکت‌های انتخابی تقریباً در یک طیف پیوسته از نسبت‌های بدهی قرار دارند. بدهی‌ها به‌طور متوسط حدود 75 درصد دارایی‌ها را تشکیل می‌دهند. این موضوع نشان می‌دهد، سهم بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت‌های مورد بررسی بیشتر از حقوق صاحبان سهام است. در حقیقت، بخش بیشتر تأمین مالی شرکت‌ها از طریق بدهی صورت گرفته است.

در این تحقیق، اندازه شرکت‌های مورد بررسی که با لگاریتم طبیعی درآمد حق بیمه سنجیده شده است با

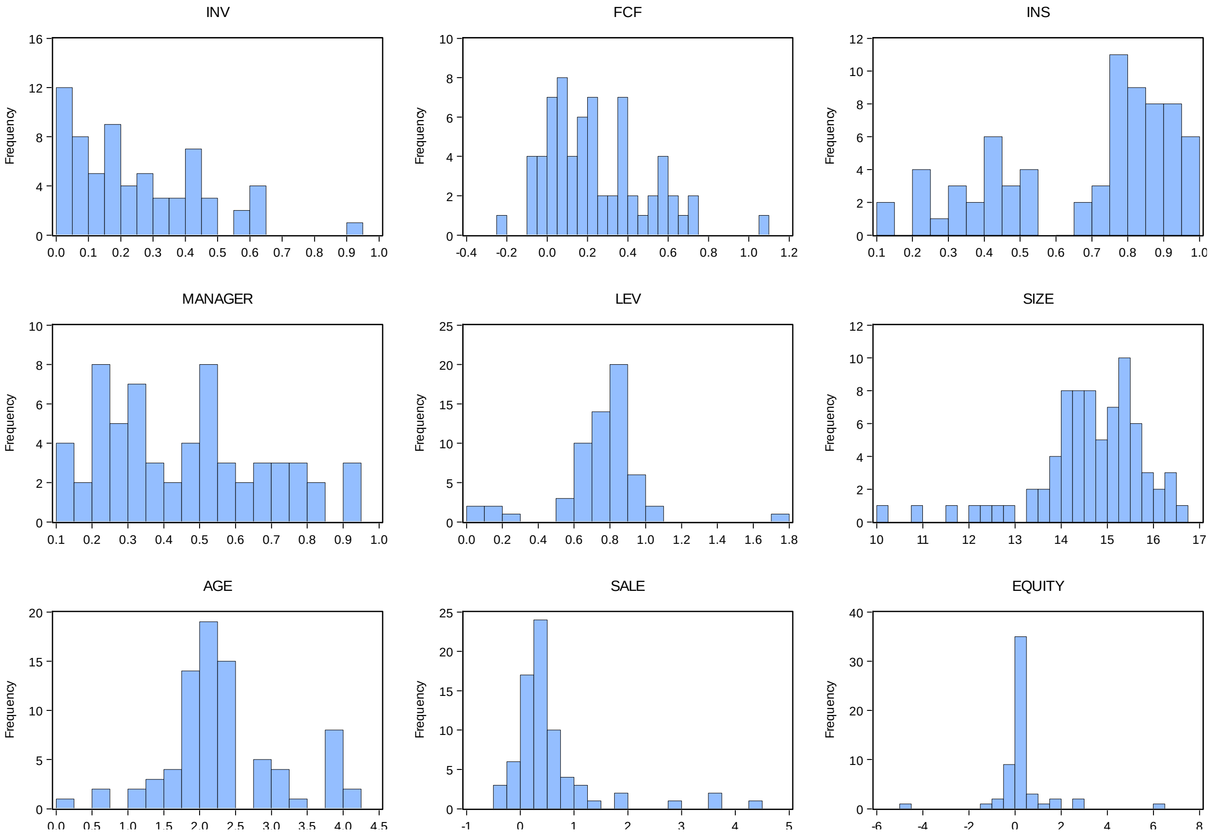
پروژه دات کام – www.Prozhe.com

میانگینی برابر 14/618 دارای مقدار میانه 14/738 است. همچنین انحراف‌معیار متغیر 1/189 با حداقل مقدار 10/217 و حداکثر مقدار 16/748 است. ازاین‌رو، می‌توان گفت شرکت‌های نمونه از نظر درآمد (بر مبنای حق بیمه) دارای تفاوت قابل ملاحظه‌ای نیستند. شواهد حاکی از آن است سن شرکت‌های مورد بررسی که با لگاریتم طبیعی فاصله سال تأسیس تا سال موردبررسی اندازه‌گیری شده به طور متوسط در حدود 2/331 واحد است. در این بین مسن‌ترین شرکت با 55 سال سن و جوان‌ترین شرکت با 1 سال سن به ترتیب مقادیر ماکزیمم و مینیمم را تشکیل داده‌اند. این کمیت‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد بررسی تحقیق نسبتاً جوان هستند. همچنین شواهد نشان می‌دهد رشد درآمد حق بیمه در شرکت‌های مورد بررسی به طور متوسط درحدود 56 درصد بوده است. رشد درآمد حق بیمه نیمی از شرکت‌های مورد بررسی تحقیق بالاتر از 0/364 و نیمی دیگر کمتر از این مقدار بوده است. رشد حقوق صاحبان سهام شرکت‌های مورد بررسی نیز به طور متوسط در حدود 28 درصد بوده است.

در ادامه نتایج نشان داد که متغیرهای تحقیق به استثنای عمر شرکت و مالکیت مدیریتی بر اساس آماره‌های چولگی و کشیدگی، نرمال نیستند. در عین حال با استفاده از آزمون آماری نیز این موضوع بررسی شد. آزمون نرمال بودن توزیع طبق آماره جارکو- به را و احتمال آن (احتمال آماره کمتر از 5 درصد) نشان داد که به استثناء عمر شرکت و مالکیت مدیریتی (احتمال آماره بیشتر از 5 درصد)، الباقی متغیرهای تحقیق در تأیید نتایج آماره‌های چولگی و کشیدگی، نرمال نیستند. در ادامه، نمودار 1-4 نمودار توزیع متغیرهای تحقیق را ارائه داده است.

پروژه دات کام - www.Prozhe.com

نمودار 4-1: نمودار توزیع متغیرهای تحقیق



4-3- آزمون مانایی وهمبستگی متغیرهای تحقیق

نتایج آزمون مانایی متغیرهای تحقیق با بهره‌گیری از آزمون ریشه واحد هادری در جدول 4-2 ارائه شده است. با توجه به مقادیر آماره Z و احتمال آن (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد)، متغیرهای تحقیق مانا هستند.

جدول 4-2: نتایج آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

آماره	INV	FCF	LEV	SIZE	AGE	ΔSALE	ΔEQUITY
آماره z	3.58027	4.10832	3.65985	7.29755	9.12546	3.85731	5.04884
احتمال آماره	0.0002	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000

4-4- آزمون همبستگی متغیرهای تحقیق

آزمون همبستگی متغیرهای تحقیق به شرح جدول4-3 نشان داد بین متغیرهای عمر شرکت با اندازه شرکت شدت همبستگی به‌اندازه‌ای است که منجر به بروز هم‌خطی می‌گردد.

جدول 4-3: نتایج آزمون همبستگی متغیرهای تحقیق

MANAGER	INS	ΔEQUITY	ΔSALE	AGE	SIZE	LEV	FCF	INV	
								1.000000 -----	INV
							1.00000 -----	0.7169 0.000	FCF
						1.00000 -----	-0.3336 0.0251	-0.3308 0.0264	LEV
					1.00000 -----	0.5785 0.000	-0.3140 0.0356	-0.3397 0.0224	SIZE
				1.00000 -----	0.7815 0.000	0.3486 0.0189	-0.4586 0.0015	-0.4893 0.0006	AGE
			1.00000 -----	-0.4535 0.0018	-0.4198 0.0041	-0.3728 0.0117	0.3572 0.0160	0.2268 0.1340	ΔSALE
		1.000000 -----	-0.0001 0.999	0.2268 0.1340	0.1048 0.4931	-0.4383 0.0026	0.0501 0.7433	-0.0607 0.6918	ΔEQUITY
	1.00000 -----	0.0359 0.8148	0.1456 0.487	0.3683 0.0128	0.2436 0.1067	0.1919 0.2066	-0.4155 0.0045	-0.3210 0.0315	INS
1.00000 -----	0.6832 0.000	-0.1071 0.4837	0.4645 0.019	-0.1907 0.2094	-0.1971 0.1943	0.0553 0.7181	-0.2077 0.1708	-0.2304 0.1277	MANAGER

4-5- آزمون فرضیه‌های تحقیق

در این تحقیق نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری در صنعت بیمه بررسی شده است. برای این منظور فرضیه‌هایی ارائه شدند. به‌این‌ترتیب که در فرضیه اول تحقیق رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری آزمون شده و در فرضیه دوم تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری آزمون شده، سپس در فرضیه سوم تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان

نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری مورد آزمون قرار گرفته است. برای این منظور نمونه‌ای به تعداد 16 شرکت در صنعت بیمه در دوره زمانی 5 ساله (سال‌های 1389 تا 1393) مورد بررسی قرار گرفتند. پس از حصول اطمینان از وجود ارتباطات خطی در بین متغیرهای مورد مطالعه برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره به روش کمترین مجذورات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شد. این روش با موزون نمودن متغیرهای مدل رگرسیون، مشکلاتی همچون ناهمسانی واریانس را رفع می‌کند. به همین دلیل، روش مذکور را روش کمترین مجذورات موزون[100] می‌نامند. در ادامه به تحلیل هرکدام از این موارد پرداخته‌شده است.

4-5-1- آزمون فرضیه اول تحقیق

در فرضیه اول تحقیق رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری به روش رگرسیون ترکیبی آزمون شده است. بر این اساس سطح سرمایه‌گذاری در نقش متغیر وابسته، جریان نقد آزاد در نقش متغیر مستقل و اندازه شرکت، نسبت بدهی، عمر شرکت، رشد درآمد حق بیمه و رشد حقوق صاحبان سهام به‌عنوان عوامل احتمالی اثرگذار در نقش متغیر کنترلی در نظر گرفته شدند. قبل از برازش نهایی مدل، آزمون مناسب بودن مدل ترکیبی در مقابل مدل تلفیقی انجام شد که نتایج آن در جدول 4-4 ارائه شده‌اند.

جدول 4-4: نتایج آزمون انتخاب الگوی مناسب مدل اول تحقیق

آماره آزمون	نوع	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
آماره اف لیمر (آزمون چاو)	مقاطع	1.507167	(14،35)	0.1597

نتایج نشان داد که بر اساس آماره اف لیمر (1/507) و احتمال آن (0/1597) (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد)، استفاده از مدل تلفیقی مناسب است. نتایج حاصل از برازش این مدل در جدول 4-5 ارائه شده است. آماره اف فیشر (64/313) و احتمال آن (0/000) (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) بیانگر معنی‌داری کل مدل رگرسیونی ازنظر وجود روابط خطی در مدل است. آماره دوربین-واتسون مدل (1/691) بین 1/5 تا 2/5 است و بیانگر این است که بین باقیمانده‌ها و اجزای خطای مدل

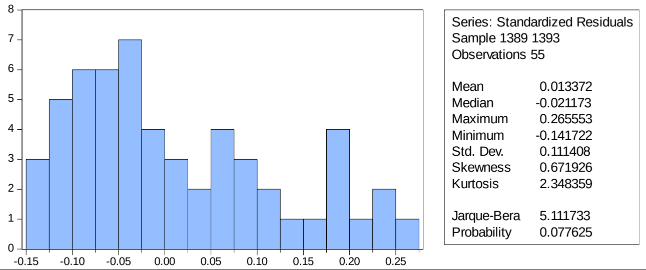
---

100. Weighted Least Squares

خودهمبستگی وجود ندارد و مدل مناسب است. آماره جارکو- به را (5/111) و احتمال آن (0/077) (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) نشان داد که باقیمانده‌های مدل توزیع نرمال دارند.

جدول 4-5: نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

متغیر وابسته: سطح سرمایه‌گذاری (INV)				
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال آماره
عرض از مبدأ ©	۰/531503	۰/120326	4/417208	۰/0001
FCF	۰،530088	۰،045825	11،56754	۰،0000
LEV	-۰/133915	۰،062509	-2/142335	۰،0372
SIZE	-۰/021827	۰،010723	-2/035554	۰،0472
Δ SALE	-۰/006770	۰،006406	-1/056824	۰،2958
ΔEQUITY	-۰/009249	۰،000748	-12/36326	۰،0000
آماره فیشر	64/31383	آماره ضریب تعیین	۰/854278	
احتمال آماره فیشر	۰/000000	آماره دوربین- واتسون	1/691683	



NV = 0.530087703394*FCF
0.133915011398*LEV -
0.0218267518494*SIZE -
0.006769732224*SALE -
0.00924938063493*EQUITY +
0.531503463395

نتایج نشان داد که بین جریان نقد آزاد (FCF) و سطح سرمایه‌گذاری (INV) بر اساس آماره تی (11/567) و احتمال آن (0/000)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و مثبت (ضریب تأثیر 0/530) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو افزایش (کاهش) جریان نقد آزاد است؛ این موضوع بیانگر حساسیت سطح سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی آزاد می‌باشد. به عبارتی هرچقدر جریان نقد آزاد افزایش یابد شرکت‌ها تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری دارند. در نتیجه فرضیه اول تحقیق موردپذیرش قرار گرفت. همچنین نتایج نشان داد بین نسبت بدهی (LEV) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (2/142-) و احتمال آن (0/037)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/133) وجود دارد؛

این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) نسبت بدهی است.

نتایج نشان داد بین اندازه شرکت (SIZE) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (2/035-) و احتمال آن (0/047)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/021) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) اندازه شرکت است. در ادامه نتایج نشان داد بین رشد درآمد حق بیمه (Δ SALE) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (1/056-) و احتمال آن (0/295)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه منفی (ضریب تأثیر 0/006-) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) رشد درآمد حق بیمه است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. در آخر نتایج نشان داد بین رشد حقوق صاحبان سهام (ΔEQUITY) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (12/363-) و احتمال آن (0/000)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/009) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) رشد حقوق صاحبان سهام است.

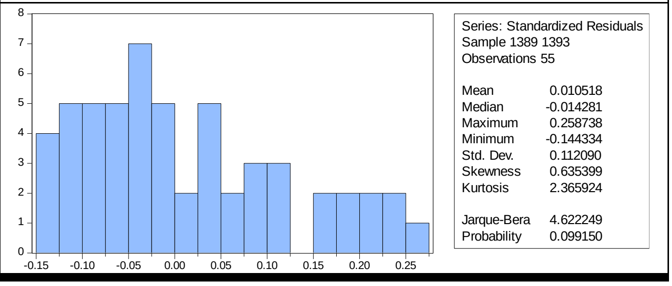
همانطور که در قسمت آزمون همبستگی متغیرهای تحقیق بیان شد؛ بین متغیرهای عمر شرکت با اندازه شرکت شدت همبستگی به‌اندازه‌ای است که منجر به بروز هم‌خطی می‌گردد. لذا متغیر عمر شرکت، جایگزین متغیر اندازه شرکت، سپس مجدداً مدل آزمون فرضیه اول تحقیق برازش شد. نتایج حاصل از برازش این مدل در جدول 4-6 ارائه شده است. آماره اف فیشر (64/379) و احتمال آن (0/000) (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) بیانگر معنی‌داری کل مدل رگرسیونی ازنظر وجود روابط خطی در مدل است. آماره دوربین-واتسون مدل (1/687) بین 1/5 تا 2/5 است و بیانگر این است که بین باقیمانده‌ها و اجزای

خطای مدل خودهمبستگی وجود ندارد و مدل مناسب است. آماره جارکو- به را (4/622) و احتمال آن (0/077) (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) نشان داد که باقیمانده‌های مدل توزیع نرمال دارند.

جدول 4-6: نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

متغیر وابسته: سطح سرمایه‌گذاری (INV)				
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال آماره
عرض از مبدأ ©	۰/305615	۰/029177	10/47467	۰/0000
FCF	۰،518873	۰،051824	10،01218	۰،0000
LEV	-۰/168242	۰،047129	-3/569793	۰،0008
AGE	-۰/024999	۰،013492	-1/852863	۰،0699
Δ SALE	-۰/008252	۰،007231	-1/141206	۰،2593
ΔEQUITY	-۰/009074	۰،001877	-4/835131	۰،0000

آماره فیشر	64/37998	آماره ضریب تعیین	۰/854408
احتمال آماره فیشر	۰/000000	آماره دوربین- واتسون	1/687804
احتمال آماره فیشر	۰/000000	آماره دوربین- واتسون	1/687804



INV = 0.518873432914*FCF - 0.16824162716*LEV - 0.0249987401052*AGE - 0.00825162404766*SALE - 0.00907350812417*EQUITY + 0.305614830407

نتایج نشان داد که بین جریان نقد آزاد (FCF) و سطح سرمایه‌گذاری (INV) بر اساس آماره تی (10/012) و احتمال آن (0/000)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و مثبت (ضریب تأثیر 0/518) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو افزایش (کاهش) جریان نقد آزاد است؛ این موضوع بیانگر حساسیت سطح سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی آزاد می‌باشد. به عبارتی هرچقدر جریان نقد آزاد افزایش یابد شرکت‌ها تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری دارند. در نتیجه فرضیه اول تحقیق موردپذیرش قرار گرفت. همچنین نتایج نشان داد بین نسبت بدهی (LEV) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (-3/569) و احتمال آن (0/000)،

رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/168) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) نسبت بدهی است. نتایج نشان داد بین عمر شرکت (AGE) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (1/852-) و احتمال آن (0/069)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه منفی (ضریب تأثیر 0/024-) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) عمر شرکت است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست.

در ادامه نتایج نشان داد بین رشد درآمد حق بیمه (Δ SALE) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (1/141-) و احتمال آن (0/259)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه منفی (ضریب تأثیر 0/008-) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) رشد درآمد حق بیمه است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. در آخر نتایج نشان داد بین رشد حقوق صاحبان سهام (ΔEQUITY) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (4/835-) و احتمال آن (0/000)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/009) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) رشد حقوق صاحبان سهام است.

4-5-2- آزمون فرضیه دوم تحقیق

در فرضیه دوم تحقیق تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری به روش رگرسیون ترکیبی آزمون شده است. بر این اساس سطح سرمایه‌گذاری در نقش متغیر وابسته، جریان نقد آزاد و مالکیت نهادی در نقش متغیرهای مستقل و اندازه شرکت، نسبت بدهی، عمر شرکت، رشد درآمد حق بیمه و رشد حقوق صاحبان سهام به‌عنوان عوامل احتمالی اثرگذار در نقش متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شدند.

قبل از برازش نهایی مدل، آزمون مناسب بودن مدل ترکیبی در مقابل مدل تلفیقی انجام شد که نتایج آن در جدول 4-7 ارائه شده‌اند.

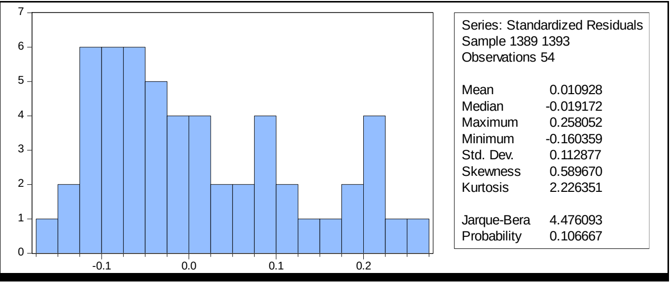
جدول 4-7: نتایج آزمون انتخاب الگوی مناسب مدل دوم تحقیق

آماره آزمون	نوع	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
آماره اف لیمر (آزمون چاو)	مقاطع	1.487046	(14،32)	0.1723

نتایج نشان داد که بر اساس آماره اف لیمر (1/487) و احتمال آن (0/172) (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد)، استفاده از مدل تلفیقی مناسب است. نتایج حاصل از برازش این مدل در جدول 4-8 ارائه شده است. آماره اف فیشر (57/581) و احتمال آن (0/000) (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) بیانگر معنی‌داری کل مدل رگرسیونی ازنظر وجود روابط خطی در مدل است. آماره دوربین-واتسون مدل (1/758) بین 1/5 تا 2/5 است و بیانگر این است که بین باقیمانده‌ها و اجزای خطای مدل خودهمبستگی وجود ندارد و مدل مناسب است. آماره جارکو- به را (4/476) و احتمال آن (0/106) (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) نشان داد که باقیمانده‌های مدل توزیع نرمال دارند.

جدول 4-8: نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

متغیر وابسته: سطح سرمایه‌گذاری (INV)				
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال آماره
عرض از مبدأ ©	۰/655368	۰/171097	2/093115	۰/0004
FCF	۰٫321864	۰٫153773	10٫01218	۰٫0419
INS-OWNER	-۰/093129	۰٫068076	-1/368024	۰٫1780
FCF.INS-OWNER	۰٫378421	۰٫228548	1٫655758	۰٫1046
LEV	-۰/123891	۰٫053079	-2/334093	۰٫0240
SIZE	-۰/025449	۰٫011943	-2/130867	۰٫0385
Δ SALE	-۰/023785	۰٫031595	-0/752833	۰٫4554
ΔEQUITY	-۰/010965	۰٫000857	-12/79066	۰٫0000
آماره فیشر	57/58195	آماره ضریب تعیین	۰/881979	
احتمال آماره فیشر	۰/000000	آماره دوربین- واتسون	1/758983	

INV = 0.321864368614*FCF - 0.0931289978269*INS + 0.378420804334*FCFINSOWNER - 0.123891153968*LEV - 0.0254485819917*SIZE - 0.0237854063577*SALE - 0.0109649696928*EQUITY + 0.655368198286	

نتایج نشان داد که بین جریان نقد آزاد (FCF) و سطح سرمایه‌گذاری (INV) بر اساس آماره تی (10/012) و احتمال آن (0/041)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و مثبت (ضریب تأثیر 0/321) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو افزایش (کاهش) جریان نقد آزاد است؛ این موضوع بیانگر حساسیت سطح سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی آزاد می‌باشد. به عبارتی هرچقدر جریان نقد آزاد افزایش یابد شرکت‌ها تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری دارند. در ادامه نتایج نشان می‌دهد بین متغیر نسبت بین متغیر مالکیت نهادی (INS-OWNER) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (1/368-) و احتمال آن (0/178)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه منفی (ضریب تأثیر 0/093-) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) مالکیت نهادی است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. نشان داد بین حاصل‌ضرب متغیرهای جریان نقد آزاد و مالکیت نهادی (FCF.INS-OWNER) و سطح سرمایه‌گذاری (INV) بر اساس آماره تی (1/655) و احتمال آن (0/104)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه مثبت (ضریب تأثیر 0/378) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش مالکیت نهادی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری را تقویت و کاهش مالکیت نهادی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌نماید. به عبارتی افزایش مالکیت نهادی تمایل شرکت را برای سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد افزایش و کاهش مالکیت نهادی

تمایل شرکت را برای سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد کاهش می‌دهد. اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. در نتیجه فرضیه دوم تحقیق موردپذیرش قرار نگرفت.

همچنین نتایج نشان داد بین نسبت بدهی (LEV) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (2/334-) و احتمال آن (0/024)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/123) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) نسبت بدهی است. نتایج نشان داد بین عمر شرکت (SIZE) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (2/130-) و احتمال آن (0/038)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/025) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) اندازه شرکت است. در ادامه نتایج نشان داد بین رشد درآمد حق بیمه (ΔSALE) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (0/752-) و احتمال آن (0/455)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه منفی (ضریب تأثیر 0/023-) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) رشد درآمد حق بیمه است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. در آخر نتایج نشان داد بین رشد حقوق صاحبان سهام (ΔEQUITY) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (12/790-) و احتمال آن (0/000)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر0/010) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) رشد حقوق صاحبان سهام است.

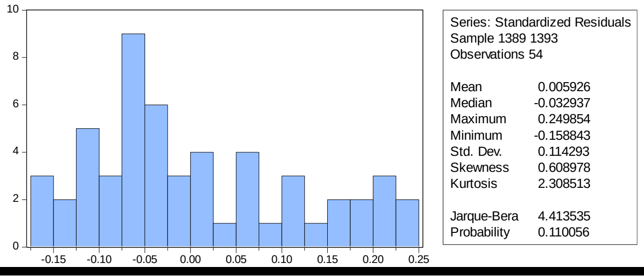
همانطور که در قسمت آزمون همبستگی متغیرهای تحقیق بیان شد؛ بین متغیرهای عمر شرکت با اندازه شرکت شدت همبستگی به‌اندازه‌ای است که منجر به بروز هم‌خطی می‌گردد. لذا متغیر عمر شرکت، جایگزین متغیر اندازه شرکت، سپس مجدداً مدل آزمون فرضیه دوم تحقیق برازش شد. نتایج حاصل از

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

برازش این مدل در جدول 4-9 ارائه شده است. آماره اف فیشر (64/379) و احتمال آن (0/000) (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) بیانگر معنی‌داری کل مدل رگرسیونی ازنظر وجود روابط خطی در مدل است. آماره دوربین-واتسون مدل (1/687) بین 1/5 تا 2/5 است و بیانگر این است که بین باقیمانده‌ها و اجزای خطای مدل خودهمبستگی وجود ندارد و مدل مناسب است. آماره جارکو- به را (4/622) و احتمال آن (0/077) (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) نشان داد که باقیمانده‌های مدل توزیع نرمال دارند.

جدول 4-9: نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

متغیر وابسته: سطح سرمایه‌گذاری (INV)				
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال آماره
عرض از مبدأ ©	۰/397022	۰/059671	6/653505	۰/0000
FCF	۰،306819	۰،152124	2،016897	۰،0496
INS-OWNER	-۰/057446	۰،069523	-0/826286	۰،4129
FCF.INS-OWNER	۰،380369	۰،211923	1،794849	۰،0793
LEV	-۰/170522	۰،043447	-3/924806	۰،0003
AGE	-۰/037778	۰،019312	-1/956207	۰،0565
Δ SALE	-۰/030692	۰،032056	-0/957468	۰،3433
ΔEQUITY	-۰/009035	۰،002505	-3/606508	۰،0008
آماره فیشر	40/37168	آماره ضریب تعیین	۰/838711	
احتمال آماره فیشر	۰/000000	آماره دوربین- واتسون	1/721690	



INV = 0.306818610009*FCF - 0.0574457132141*INS + 0.380369185152*FCFINSOWNER - 0.170521925156*LEV - 0.0377780707874*AGE - 0.030692272693*SALE - 0.00903537041203*EQUITY + 0.39702158339

نتایج نشان داد که بین جریان نقد آزاد (FCF) و سطح سرمایه‌گذاری (INV) بر اساس آماره تی (2/016) و احتمال آن (0/049)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و مثبت (ضریب تأثیر 0/306) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح

www.Prozhe.com – پروژه دات کام

سرمایه‌گذاری درگرو افزایش (کاهش) جریان نقد آزاد است؛ این موضوع بیانگر حساسیت سطح سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی آزاد می‌باشد. به عبارتی هرچقدر جریان نقد آزاد افزایش یابد شرکت‌ها تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری دارند. در ادامه نتایج نشان می‌دهد بین متغیر نسبت بین متغیر مالکیت نهادی (INS-OWNER) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (0/826-) و احتمال آن (0/412)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه منفی (ضریب تأثیر 0/057-) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) مالکیت نهادی است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. نشان داد بین حاصل‌ضرب متغیرهای جریان نقد آزاد و مالکیت نهادی (FCF.INS-OWNER) و سطح سرمایه‌گذاری (INV) بر اساس آماره تی (1/794) و احتمال آن (0/079)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه مثبت (ضریب تأثیر 0/380) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش مالکیت نهادی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری را تقویت و کاهش مالکیت نهادی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌نماید. به عبارتی افزایش مالکیت نهادی تمایل شرکت را برای سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد افزایش و کاهش مالکیت نهادی تمایل شرکت را برای سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد کاهش می‌دهد. اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. در نتیجه فرضیه دوم تحقیق موردپذیرش قرار نگرفت.

همچنین نتایج نشان داد بین نسبت بدهی (LEV) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (3/924-) و احتمال آن (0/000)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/170) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) نسبت بدهی است. نتایج نشان داد بین عمر شرکت (AGE) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (1/956-) و احتمال آن (0/056)، رابطه معنی‌داری

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

(احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه منفی (ضریب تأثیر 0/037-) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) عمر شرکت است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. در ادامه نتایج نشان داد بین رشد درآمد حق بیمه (ΔSALE) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (0/957-) و احتمال آن (0/343)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه منفی (ضریب تأثیر 0/0303-) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) رشد درآمد حق بیمه است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. در آخر نتایج نشان داد بین رشد حقوق صاحبان سهام (ΔEQUITY) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی(3/606-) و احتمال آن (0/000)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/009) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) رشد حقوق صاحبان سهام است.

4-5-3- آزمون فرضیه سوم تحقیق

در فرضیه سوم تحقیق تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری به روش رگرسیون ترکیبی آزمون شده است. بر این اساس سطح سرمایه‌گذاری در نقش متغیر وابسته، جریان نقد آزاد و مالکیت مدیریتی در نقش متغیرهای مستقل و اندازه شرکت، نسبت بدهی، عمر شرکت، رشد درآمد حق بیمه و رشد حقوق صاحبان سهام به‌عنوان عوامل احتمالی اثرگذار در نقش متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شدند. قبل از برازش نهایی مدل، آزمون مناسب بودن مدل ترکیبی در مقابل مدل تلفیقی انجام شد که نتایج آن در جدول 4-10 ارائه شده‌اند.

جدول 4-10: نتایج آزمون انتخاب الگوی مناسب مدل سوم تحقیق

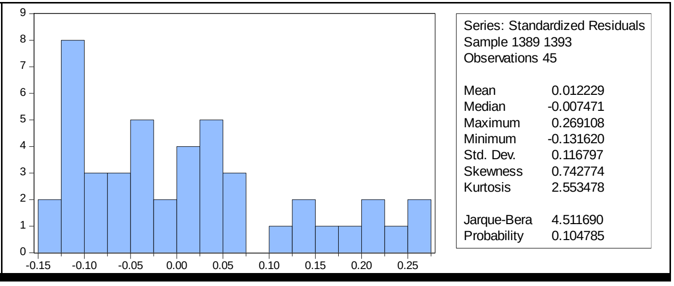
احتمال	درجه آزادی	مقدار آماره	نوع	آماره آزمون
0.0826	(13،24)	1.907281	مقاطع	آماره اف لیمر (آزمون چاو)

نتایج نشان داد که بر اساس آماره اف لیمر (1/907) و احتمال آن (0/082) (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد)، استفاده از مدل تلفیقی مناسب است. نتایج حاصل از برازش این مدل در جدول 4-11 ارائه شده است. آماره اف فیشر (24/381) و احتمال آن (0/000) (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) بیانگر معنی‌داری کل مدل رگرسیونی ازنظر وجود روابط خطی در مدل است. آماره دوربین-واتسون مدل (1/675) بین 1/5 تا 2/5 است و بیانگر این است که بین باقیمانده‌ها و اجزای خطای مدل خودهمبستگی وجود ندارد و مدل مناسب است. آماره جارکو- به را (4/511) و احتمال آن (0/104) (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) نشان داد که باقیمانده‌های مدل توزیع نرمال دارند.

جدول 4-11: نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق

متغیر وابسته: سطح سرمایه‌گذاری (INV)				
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال آماره
عرض از مبدأ ©	۰/558358	۰/137360	4/064922	۰/0002
FCF	۰،461635	۰،121767	3،791146	۰،0005
MANAGER-OWNER	-۰/145087	۰،070145	-2/068366	۰،0456
FCF. MANAGER-OWNER	-۰/025260	۰،217168	-0/116313	۰،9080
LEV	-۰/076011	۰،062455	-1/217059	۰،2313
SIZE	-۰/020793	۰،010508	-1/978686	۰،0553
Δ SALE	۰/021432	۰،017977	1/192188	۰،2408
ΔEQUITY	-۰/014746	۰،002021	-7/296073	۰،0000
آماره فیشر	24/38115	آماره ضریب تعیین		۰/788123
احتمال آماره فیشر	۰/000000	آماره دوربین- واتسون		1/675186

INV = 0.461635091772*FCF -
0.145086551653*MANAGER -
0.0252595488028*FCFMANAGEROWNER -
0.0760110699711*LEV -
0.0207928973639*SIZE +
0.0214324531833*SALE -
0.0147455647233*EQUITY + 0.55835829



نتایج نشان داد که بین جریان نقد آزاد (FCF) و سطح سرمایه‌گذاری (INV) بر اساس آماره تی (3/791) و احتمال آن (0/000)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و مثبت (ضریب تأثیر 0/461) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو افزایش (کاهش) جریان نقد آزاد است؛ این موضوع بیانگر حساسیت سطح سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی آزاد می‌باشد. به عبارتی هرچقدر جریان نقد آزاد افزایش یابد شرکت‌ها تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری دارند. در ادامه نتایج نشان می‌دهد بین متغیر نسبت بین متغیر مالکیت مدیریتی (MANAGER-OWNER) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (2/068-) و احتمال آن (0/045)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/145) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) مالکیت مدیریتی است. نتایج نشان داد بین حاصل‌ضرب متغیرهای جریان نقد آزاد و مالکیت مدیریتی (FCF. MANAGER-OWNER) و سطح سرمایه‌گذاری (INV) بر اساس آماره تی (0/116) و احتمال آن (0/908)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه منفی (ضریب تأثیر 0/025) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش مالکیت مدیریتی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری را تضعیف و کاهش مالکیت مدیریتی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری را قوی می‌نماید. به عبارتی افزایش مالکیت مدیریتی تمایل شرکت را برای سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد کاهش

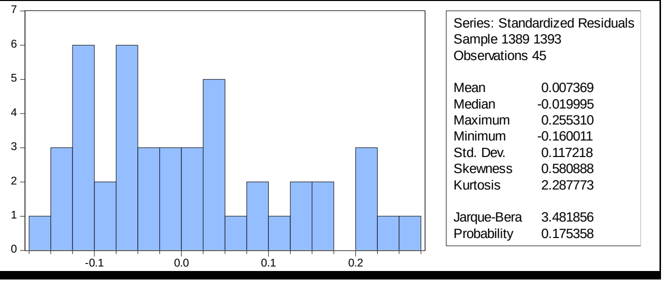
و کاهش مالکیت مدیریتی تمایل شرکت را برای سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد افزایش می‌دهد. اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. در نتیجه فرضیه سوم تحقیق موردپذیرش قرار نگرفت.

همچنین نتایج نشان داد بین نسبت بدهی (LEV) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (1/217-) و احتمال آن (0/231)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه منفی (ضریب تأثیر 0/076-) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) نسبت بدهی است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. نتایج نشان داد بین اندازه شرکت (SIZE) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (1/978-) و احتمال آن (0/055)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه منفی (ضریب تأثیر 0/020-) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) اندازه شرکت است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. در ادامه نتایج نشان داد بین رشد درآمد حق بیمه (ΔSALE) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (1/192) و احتمال آن (0/240)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه مثبت (ضریب تأثیر 0/021) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو افزایش (کاهش) رشد درآمد حق بیمه است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. در آخر نتایج نشان داد بین رشد حقوق صاحبان سهام (ΔEQUITY) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (7/296-) و احتمال آن (0/000)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/014) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) رشد حقوق صاحبان سهام است.

همانطور که در قسمت آزمون همبستگی متغیرهای تحقیق بیان شد؛ بین متغیرهای عمر شرکت با اندازه شرکت شدت همبستگی به‌اندازه‌ای است که منجر به بروز هم‌خطی می‌گردد. لذا متغیر عمر شرکت، جایگزین متغیر اندازه شرکت، سپس مجدداً مدل آزمون فرضیه سوم تحقیق برازش شد. نتایج حاصل از برازش این مدل در جدول 4-12 ارائه شده است. آماره اف فیشر (30/012) و احتمال آن (0/000) (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) بیانگر معنی‌داری کل مدل رگرسیونی ازنظر وجود روابط خطی در مدل است. آماره دوربین-واتسون مدل (1/830) بین 1/5 تا 2/5 است و بیانگر این است که بین باقیمانده‌ها و اجزای خطای مدل خودهمبستگی وجود ندارد و مدل مناسب است. آماره جارکو- به را (3/481) و احتمال آن (0/175) (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) نشان داد که باقیمانده‌های مدل توزیع نرمال دارند.

جدول 4-12: نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق

متغیر وابسته: سطح سرمایه‌گذاری (INV)				
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال آماره
عرض از مبدأ ©	-0/441304	۰/040196	10/78563	۰/0000
FCF	۰،363447	۰،084329	4،309862	۰،0001
MANAGER-OWNER	-0/198013	۰/070111	-2/824279	۰/0076
FCF. MANAGER-OWNER	0/038384	۰/208795	0/183834	۰/8551
LEV	-۰/088129	۰،056477	-1/560440	۰،1272
AGE	-۰/050849	۰،017607	-2/888060	۰،0064
Δ SALE	۰/013959	۰،019082	/731506	۰،4691
ΔEQUITY	-۰/012634	۰،001927	-6/556777	۰،0000
آماره فیشر	30/01206	آماره ضریب تعیین	۰/821923	
احتمال آماره فیشر	۰/000000	آماره دوربین- واتسون	1/830264	



INV = 0.363446591656*FCF - 0.198013100942*MANAGER + 0.038383669349*FCFMANAGEROWNER - 0.0881289263383*LEV - 0.0508490800327*AGE + 0.0139585057192*SALE - 0.0126342853643*EQUITY + 0.441303532115

نتایج نشان داد که بین جریان نقد آزاد (FCF) و سطح سرمایه‌گذاری (INV) بر اساس آماره تی (4/309) و احتمال آن (0/000)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و مثبت (ضریب تأثیر 0/363) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو افزایش (کاهش) جریان نقد آزاد است؛ این موضوع بیانگر حساسیت سطح سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی آزاد می‌باشد. به عبارتی هرچقدر جریان نقد آزاد افزایش یابد شرکت‌ها تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری دارند. در ادامه نتایج نشان می‌دهد بین متغیر نسبت بین متغیر مالکیت مدیریتی (MANAGER-OWNER) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (2/824-) و احتمال آن (0/007)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/198) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) مالکیت مدیریتی است. نتایج نشان داد بین حاصل‌ضرب متغیرهای جریان نقد آزاد و مالکیت مدیریتی (FCF. MANAGER-OWNER) و سطح سرمایه‌گذاری (INV) بر اساس آماره تی (0/183) و احتمال آن (0/855)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه مثبت (ضریب تأثیر 0/038) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش مالکیت مدیریتی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری را قوی و کاهش مالکیت مدیریتی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌نماید. به عبارتی افزایش مالکیت مدیریتی تمایل شرکت را برای سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد افزایش و کاهش مالکیت مدیریتی تمایل شرکت را برای سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد کاهش می‌دهد. اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. در نتیجه فرضیه سوم تحقیق موردپذیرش قرار نگرفت.

همچنین نتایج نشان داد بین نسبت بدهی (LEV) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (1/560-) و احتمال آن (0/127)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه منفی (ضریب تأثیر 0/088) است. این بدان معنی

است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو افزایش (کاهش) نسبت بدهی است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. نتایج نشان داد بین عمر شرکت (AGE) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (2/888-) و احتمال آن (0/006)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/050) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) عمر شرکت است. در ادامه نتایج نشان داد بین رشد درآمد حق بیمه (ΔSALE) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (0/731) و احتمال آن (0/469)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره بیشتر از سطح خطای 5 درصد) وجود ندارد. البته علیرغم معنی‌دار نبودن رابطه، جهت رابطه مثبت (ضریب تأثیر 0/013) است. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو افزایش (کاهش) رشد درآمد حق بیمه است؛ اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست. در آخر نتایج نشان داد بین رشد حقوق صاحبان سهام (ΔEQUITY) و سطح سرمایه‌گذاری (INV)، بر اساس آماره تی (6/556-) و احتمال آن (0/000)، رابطه معنی‌داری (احتمال آماره کمتر از سطح خطای 5 درصد) و منفی (ضریب تأثیر 0/12) وجود دارد؛ این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه‌گذاری درگرو کاهش (افزایش) رشد حقوق صاحبان سهام است.

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

4-6- خلاصه فصل

در این فصل، ابتدا آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی ارائه گردید. سپس سه فرضیه مطرح شده تحقیق با استفاده از مدل رگرسیون تلفیقی مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج حاصل از برازش مدل اول تحقیق، به‌طور خلاصه حاکی از آن بود که هرچقدر جریان نقد آزاد افزایش یابد، شرکت‌ها تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری دارند. به عبارتی نوسانات سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی آزاد حساس است. نتایج حاصل از برازش مدل دوم تحقیق به‌طور خلاصه حاکی از آن بود، مالکان نهادی هیچ‌گونه نقشی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری در صنعت بیمه ندارند. همچنین نتایج حاصل از برازش مدل سوم تحقیق به‌طور خلاصه حاکی از آن بود، اگرچه با افزایش مالکیت مدیریتی سطح سرمایه‌گذاری در شرکت‌های صنعت بیمه کاهش پیدا می‌کند ولی این مالکان هیچ‌گونه نقشی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری در صنعت بیمه ندارند. در آخر نتایج نشان داد هرچقدر سهم بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت بیشتر باشد، میزان سرمایه‌گذاری آن بیشتر و با رشد حقوق صاحبان سهام سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه افزایش می‌یابد. براساس این نتایج در فصل پنجم، پس از نتیجه‌گیری و مقایسه با تحقیقات پیشین، پیشنهادهایی برای استفاده از نتایج تحقیق و انجام تحقیقات آتی ارائه شده است.

پروژه دات کام - www.Prozhe.com

فصل پنجم

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پروژه دات کام - www.Prozhe.com

5-1- مقدمه

هدف اصلی این تحقیق، بررسی نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری در صنعت بیمه است. این فصل از تحقیق به بیان نتایج حاصل از تحقیق و همچنین پیشنهادهایی در راستای نتایج به‌دست‌آمده می‌پردازد. براین اساس، ابتدا شرحی از ماهیت و اهمیت موضوع تحقیق و روش کلی تحلیل بکار گرفته شده جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق بیان شدند. سپس نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق به تفکیک موردبحث قرار گرفتند. در انتهای فصل، پیشنهادهای برگرفته از نتایج آزمون‌ها و همچنین پیشنهادهایی برای انجام تحقیقات آینده بیان شده‌اند.

5-2- چکیده‌ای از ماهیت و اهمیت تحقیق

نیاز به حاکمیت شرکتی از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی می‌شود. این تضاد منافع که اغلب به آن مشکل نمایندگی اطلاق می‌شود، از دو منبع اصلی ناشی می‌شود. اولاً افراد مختلف حاضر در ساختار شرکت دارای اهداف و ترجیحات متفاوتی هستند. ثانیاً اطلاعات افراد مزبور از اعمال دانش و ترجیحات دیگر افراد حاضر کامل نمی‌باشد. برل و مینز[۱۰۱] این تضاد منافع را از طریق آزمون تفکیک مدیریت از مالکیت و یا به‌عبارت‌دیگر تفکیک کنترل از مالکیت گزارش نمودند. آنها بیان داشتند که در شرایط عدم وجود سایر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، تفکیکی مالکیت از کنترل این امکان را به مدیران می‌دهد که در جهت منافع شخصی خود به جای منافع سهامداران اقدام نمایند. براساس تئوری نمایندگی جنسن و مکلینگ (1976) به دلیل جدایی مالکیت از مدیریت تضاد منافع بین مدیر و مالک اجتناب ناپذیر است زیرا هر کدام در پی به حداکثر رساندن منافع خود هستند. به دلیل وجود چنین تضاد منافعی مالکان باید مخارجی را متحمل گردند تا بتوانند منافع نماینده را با خود همسو کنند (زهیرول[۱۰۲]،2010).

طبق نظر جنسن و مکلینگ (1976) در صورت وجود تضاد منافع، مدیران به دلیل دسترسی به منابع و سهامداران به دلیل دور بودن از کنترل، نیازمند مکانیزم هایی برای کنترل و کاهش هزینه‌ها هستند. از سوی

[101]. Berle and Means
[102]. Zahirul

دیگر، هم سویی منافع ناشی از ساختار مالکیت مناسب و ساختار مطلوب بدهی می‌تواند مشکلات نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد را کاهش دهد (فاتما و چیچتی[۱۰۳]،2011). جریان نقدی آزاد، وجه نقدی مازادی است که مدیران پس از صرف مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه‌ی دارایی‌ها در اختیار دارند. انتظار می‌رود با افزایش منابع در اختیار مدیریت، تعداد افراد ذینفع نیز افزایش یابد که پیامد چنین شرایطی بروز تضاد منافع بین گروه‌های ذینفع است (رجبی و همکاران،1387). هنگامی‌که شرکت با میزان زیادی جریان نقدی آزاد روبه‌رو است احتمال رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران نیز افزایش می‌یابد. منظور از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران، تصمیمات سرمایه گذاری است که مدیران در موقعیت‌های نامطمئن و پرخطر می‌گیرند و معمولاً بازده متفاوتی از جریان عادی عملیات شرکت دارد (هاشمی و همکاران،1389).

یک‌راه حل برای کاهش هزینه‌های نمایندگی استفاده از ساختار مالکیت مطلوب است. ساختار مالکیت مناسب به‌عنوان یکی از مکانیزم های مؤثر حاکمیت شرکتی برای به حداقل رساندن هزینه‌های مرتبط با تفکیک مدیریت و مالکیت مطرح است. شواهد نشان می‌دهد که هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های دارای سهم مالکیت مدیریتی بالا به خاطر هم سویی اهداف مدیر و سهامدار؛ در شرکت‌هایی با مالکیت سهام‌داران نهادی به دلیل در اختیار داشتن منابع، دانش و توانایی در جهت کنترل مدیریت و در شرکت‌های دارای سهامداران بلوکی بزرگ که قادر به نظارت بر فعالیت‌های مدیریتی هستند، کاهش می‌یابد (فرانکفورتر و همکاران[۱۰۴]،2002).

با توجه به اهمیت مشکلات نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین مالکان و مدیران در استفاده بهینه از جریان‌های نقدی آزاد در فرصت‌های مناسب سرمایه گذاری و همچنین تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌ها به‌عنوان مکانیزم های کاهش هزینه‌های نمایندگی، این تحقیق درصدد است تا به بررسی نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری در صنعت بیمه به‌عنوان مکانیزم های حل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان‌های نقدی آزاد در شرکت‌های ایرانی بپردازد.

---

[103]. Fatma and Chichti
[104]. Frankfurter and et al

3-5- چکیده تحلیل‌های تحقیق

در این تحقیق، ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری در صنعت بیمه مطالعه شده است. متغیر وابسته تحقیق سطح سرمایه گذاری شرکت است که براساس نسبت وجه نقد پرداختی شرکت برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های بلندمدت بر کل دارایی‌های ابتدای دوره مورد سنجش قرار گرفت. متغیرهای مستقل تحقیق، جریان نقد آزاد شرکت، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی است که به ترتیب براساس؛ جریان نقد عملیاتی پس از کسر مخارج سرمایه‌ای، درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه شرکت و درصد سهام نگهداری شده توسط اعضاء هیئت‌مدیره سنجیده شد. متغیرهای کنترلی تحقیق شامل اندازه شرکت، نسبت بدهی، عمر شرکت، رشد درآمد حق بیمه و رشد حقوق صاحبان سهام هستند. اندازه شرکت معیاری از حجم فعالیت شرکت بر مبنای درآمد حق بیمه است. نسبت بدهی معیاری از سهم بدهی‌ها در ساختار سرمایه است. عمر شرکت معیاری از تعداد سال‌های فعالیت شرکت است. رشد درآمد حق بیمه معیاری از روند افزایش یا کاهش درآمد حق بیمه است و رشد حقوق صاحبان سهام نیز معیاری از روند افزایش یا کاهش حقوق صاحبان سهام است. برای انجام تحلیل‌ها و آزمون فرضیه‌ها، تعداد 16 شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی 5 ساله طی سال‌های 1389 تا 1393 مورد بررسی قرار گرفتند و درمجموع تعداد 80 مشاهده شرکت- سال در تحلیل‌ها منظور شدند. تحلیل با آمار توصیفی شروع شد و توصیفی از وضعیت داده‌ها ارائه شد تا شناختی نسبی از وضعیت داده‌ها در شرکت‌های مورد بررسی در مقیاس واقعی کسب گردد.

در ادامه برای اینکه از مناسب بودن قرارگیری همزمان تمام متغیرها در مدل‌های مورد بررسی اطمینان حاصل شود، پدیده هم‌خطی براساس آزمون همبستگی بین متغیرهای توضیحی تحقیق بررسی شد؛ نتایج نشان داد که بین متغیرهای عمر شرکت و اندازه شرکت همبستگی معنی‌دار شدید وجود دارد و در نتیجه ورود همزمان این متغیرها در یک مدل ایجاد مشکل خواهد کرد. ازاین‌رو، متغیرهای مذکور جهت رفع مشکل

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

پدیده هم‌خطی به‌صورت جداگانه وارد مدل شدند. درنهایت از روش رگرسیون داده‌های تلفیقی استفاده شد و مدل‌های مربوطه برای آزمون فرضیه‌های اول، دوم و سوم تحقیق برازش شد سپس نسبت به فرضیه موردنظر تصمیم‌گیری شد. در ادامه، چکیده نتایج برازش مدل‌ها و آزمون فرضیه‌های مختلف تحقیق بیان شده‌اند.

5-4- چکیده نتایج برازش مدل‌های تحقیق

در این تحقیق، نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری در صنعت بیمه در قالب سه مدل آزمون شد. در نهایت براساس روش رگرسیون تلفیقی برازش مدل‌ها انجام شد که چکیده نتایج در جدول 5-1 ارائه شده‌اند.

جدول 5-1: چکیده نتایج برازش مدل‌های تحقیق

متغیر وابسته: INV			
متغیرهای مستقل	رابطه		شرح نتیجه آزمون
	معنی‌دار	جهت	
FCF	✔	+	وجود رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری
FCF.INS-OWNER$_i$	✘	+	عدم تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری
FCF. MANAGER-OWNER	✘	+	عدم تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری

همان‌گونه که مشاهده می‌شود نتایج نشان می‌دهد بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری رابطه معنادار مستقیمی وجود دارد. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به دست آمده، افزایش (کاهش) سطح سرمایه گذاری در گرو افزایش (کاهش) جریان نقد آزاد است. این موضوع بیانگر حساسیت سرمایه گذاری به جریان‌های نقدی آزاد می‌باشد. به عبارتی هرچقدر جریان نقد آزاد افزایش یابد، شرکت‌ها تمایل بیشتری برای سرمایه گذاری دارند. در ادامه شواهد نشان می‌دهد مالکیت نهادی تاثیری بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری نداشته است. البته علیرغم معنی‌دار نبودن، جهت تأثیر مثبت بود. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) مالکیت نهادی، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را افزایش (کاهش) می‌دهد. این موضوع بیانگر این است افزایش مالکیت نهادی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری را قوی و کاهش مالکیت نهادی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری را

پروژه دات کام - www.Prozhe.com

ضعیف می‌نماید. به عبارتی افزایش مالکیت نهادی تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد افزایش و کاهش مالکیت نهادی تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد کاهش می‌دهد. اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست.

در ادامه شواهد نشان می‌دهد مالکیت مدیریتی تاثیری بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری نداشته است. البته علیرغم معنی‌دار نبودن، جهت تأثیر مثبت بود. این بدان معنی است که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش (کاهش) مالکیت مدیریتی، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را افزایش (کاهش) می‌دهد. این موضوع بیانگر این است افزایش مالکیت مدیریتی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری را تقویت و کاهش مالکیت مدیریتی رابطه میان جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری را تضعیف می‌نماید. به عبارتی افزایش مالکیت مدیریتی تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد افزایش و کاهش مالکیت مدیریتی تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد کاهش می‌دهد. اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نیست.

همچنین شواهد به‌طور خلاصه حاکی از آن بود هرچقدر سهم بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت بیشتر باشد، میزان سرمایه گذاری آن بیشتر خواهد بود. به عبارتی با استقراض از طریق بدهی مبالغ بیشتری صرف انجام مخارج سرمایه‌ای شده است. همچنین در ادامه شواهد نشان داد رشد حقوق صاحبان سهام تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد افزایش و کاهش رشد حقوق صاحبان سهام تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد کاهش می‌دهد.

5-5- چکیده نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

در این تحقیق برای بررسی نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری در صنعت بیمه همان‌گونه که در بخش قبل بیان شد از سه مدل مختلف استفاده شد. در مدل اول حساسیت سرمایه گذاری به جریان‌های نقدی آزاد آزمون شده، در مدل دوم تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری آزمون شده سپس در مدل سوم تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری آزمون شد. بر این اساس روابط در فرضیه‌های جداگانه بررسی شدند. نتایج کلی آزمون مدل‌های تحقیق در بخش قبل ارائه شدند. در این بخش نتایج کلی آزمون فرضیه‌های تحقیق در جدول 5-2 بیان شده‌اند.

جدول 5-2: چکیده نتایج کلی آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه	شرح فرضیه	نتیجه آزمون
اول	بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.	پذیرش
دوم	مالکیت نهادی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است.	عدم پذیرش
سوم	مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است.	عدم پذیرش

5-6- پیشنهادهای تحقیق

با توجه به نتایج تحقیق حاضر، پیشنهادهایی برای استفاده از این نتایج به شرح زیر ارائه می‌گردد:

5-6-1- پیشنهادهای مبتنی بر نتایج تحقیق

همان‌گونه که شواهد حاصل از آزمون فرضیه اول تحقیق در نمونه‌ای از شرکت‌های صنعت بیمه نشان داد رابطه معنی‌دار مستقیمی بین سطح سرمایه گذاری و جریان نقد آزاد وجود دارد که بیان‌گر حساسیت سرمایه گذاری به جریان‌های نقدی آزاد است. طبق تئوری‌های اقتصادی وجود رابطه مستقیم بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری شاهدی برای وجود محدودیت‌های تأمین مالی برون شرکتی تلقی می‌گردد. در نتیجه می‌توان بیان نمود که در شرکت‌های صنعت بیمه به دلیل وجود محدودیت‌های تأمین مالی برون شرکتی افزایش جریان نقد آزاد افزایش سرمایه گذاری توسط این دسته از شرکت‌ها را به همراه خواهد داشت. ازاین‌رو به گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، تحلیل‌گران پیشنهاد می‌شود به جریان نقدی شرکت‌ها علی الخصوص جریان نقد آزاد توجه وافر را داشته باشند. این نتیجه موافق با نتایج تحقیق ریچاردسون (2006) است. نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق نشان داد افزایش نظارت سرمایه گذاران نهادی تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد افزایش و کاهش نظارت سرمایه گذاران نهادی تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد کاهش می‌دهد. اما این اثرگذاری از معنی‌داری

آماری برخوردار نبود. با توجه به نتیجه این فرضیه می‌توان بیان نمود که در صنعت بیمه سرمایه گذاران نهادی با وجود اینکه بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌ها را در اختیار دارند در حوزه سرمایه‌گذاری تأثیرگذار نمی‌باشند. این موضوع بیانگر این است که سرمایه گذاران نهادی شاید مانند برخی بازرگانان و تجار با هدف موقت عمل کنند و طبق شرایط به جای مداخله در حاکیمت شرکتی سهام خود را نگهداری کرده یا به فروش رسانند. در این مورد انتظار نمی‌رود که سرمایه گذاران نهادی بتوانند اختیارات بیش از اندازه مدیریت، عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه حساسیت سرمایه گذاری را به جریان‌های نقدی آزاد کاهش دهند. در این شرایط بیشینه‌کردن منافع سهامداران امری دشوار و لزوم استقرار پایه‌های مناسب نظام‌راهبری شرکتی را ضروری می‌سازد. در نتیجه پیشنهاد می‌شود سهامداران خرد در تصمیمات خرید سهام شرکت‌های صنعت بیمه یافته‌های تحقیق را مورد توجه قرار دهند. همچنین این یافته‌ها می‌تواند برای سیاست‌گذاران صنعت بیمه در تدوین مقررات برای استقرار و تقویت نقش سهامداران نهادی (در نظام‌راهبری شرکتی) مفید باشد.

نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق نشان داد افزایش مالکیت اعضای هیئت‌مدیره تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد افزایش و کاهش مالکیت اعضای هیئت‌مدیره تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد کاهش می‌دهد. اما این اثرگذاری از معنی‌داری آماری برخوردار نبود. همچنین نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق نشان داد، افزایش مالکیت مدیریتی سطح سرمایه گذاری در شرکت‌های صنعت بیمه را کاهش می‌دهد. با توجه به نتیجه این فرضیه می‌توان بیان نمود که در صنعت بیمه مدیران از نفوذ نمایندگی خود در راستای کسب منافع شخصی سوء استفاده نکرده‌اند. زیرا مطابق با نظریه جنسن(1986) مدیران ممکن است از جریانات نقدی آزاد بهره جسته و پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی (و در نتیجه عدم کارایی سرمایه گذاری) را در جهت افزایش منافع خود به کار گیرد، این مورد منجر می‌شود مدیران با استفاده از نفوذ نمایندگی خود حساسیت جریان‌های نقدی آزاد به سرمایه گذاری را بالا برده تا به منافع از پیش تعیین شده خود برسند. در نتیجه به گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، تحلیل‌گران پیشنهاد می‌شود به درصد مالکیت اعضای هیئت‌مدیره توجه وافر را داشته باشند.

پروژه دات کام - www.Prozhe.com

در نهایت با توجه به تأثیر مستقیم نسبت بدهی و رشد حقوق صاحبان سهام بر رابطه جریان نقد آزاد و سرمایه گذاری، پیشنهاد می‌شود چنانچه سرمایه‌گذاران می‌خواهند پیش‌بینی صحیحی از سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌های بیمه داشته باشند، سهم بدهی در ساختار سرمایه و روند افزایش حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها را مورد توجه قرار دهند. زیرا افزایش بدهی تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد افزایش و کاهش بدهی تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد کاهش می‌دهد. همچنین روند افزایش حقوق صاحبان سهام تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد افزایش و روند کاهش حقوق صاحبان سهام تمایل شرکت را برای سرمایه گذاری جریان‌های نقدی آزاد کاهش می‌دهد.

5-6-2- پیشنهادهایی برای تحقیقات آینده

به نظر محقق هر یک از موارد مطروحه ذیل می‌توانند در تحقیقات آتی به‌عنوان موضوعات پیشنهادی جهت تحقیق مد نظر قرار گیرند:

1. در این تحقیق برای اندازه‌گیری جریان‌های نقدی آزاد از روش محاسباتی بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد. توصیه می‌شود برای ارزیابی بیشتر موضوع تحقیق از سایر معیارها نظیر: از تعریف موسسه رتبه‌بندی فیچ (جریان نقد حاصل از عملیات پس از مخارج سرمایه‌ای و مخارج غیرعملیاتی) نیز استفاده شود. تا از این طریق تأثیر معیار مورد آزمون قرار گیرد. در این‌صورت، روایی خارجی این تحقیق نیز ممکن است افزایش یابد یا نتایج جدید به دست آید.
2. در این تحقیق برخی متغیرهای کنترلی نظیر اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت بدهی، رشد درآمد حق بیمه و رشد حقوق صاحبان سهام در نظر گرفته شدند، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی متغیرهای دیگری نظیر شاخص توانگری مالی، فرصت‌های سرمایه گذاری و غیره نیز کنترل شوند.
3. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، نوع سرمایه گذاری نهادی (فعال/ منفعل) از یکدیگر تفکیک شده و اثرهای هر گروه بر رابطه جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری جداگانه مشاهده و آزمون شود.
4. با توجه به اینکه در حوزه بررسی نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری در صنعت بیمه، تحقیق مشابهی در ایران یافت نشده است، لذا می‌توان چنین بیان کرد که

انجام تحقیقات مشابه در بازه‌های زمانی مختلف در ایران، می‌تواند به تبیین بهتر این موضوع در کشور ما کمک نماید.

5. بررسی تأثیر دیگر عوامل مربوط به سرمایه گذاران نهادی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری از قبیل: عمر و مدت زمان مالکیت.
6. بررسی تأثیر تأمین مالی درون شرکتی و تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری
7. بررسی تأثیر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بر رابطه بین جریان نقد آزاد و سطح سرمایه گذاری.

5-7- خلاصه فصل

این فصل با بیان خلاصه‌ای از اهمیت موضوع تحقیق و خلاصه تحلیل‌های انجام شده، خلاصه نتایج برازش مدل‌های تحقیق، تشریح روش اجرایی تحقیق آغاز شد. در ادامه، خلاصه‌ای از نتایج برازش مدل‌های تحقیق و نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق ارائه گردید. در پایان نیز پیشنهادهای برگرفته از نتایج تحقیق و پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی ارائه شد.

www.Prozhe.com – پروژه دات کام

پیوستها

فهرست شرکتها نمونه آماری تحقیق

نام شرکت	نام شرکت
1-شرکت بیمه آسیا	9-شرکت بیمه رازی
2-شرکت بیمه سینا	10-شرکت بیمه البرز
3-شرکت بیمه پارسیان	11-شرکت بیمه نوین
4-شرکت بیمه ملت	12-شرکت بیمه دانا
5-شرکت بیمه میهن	13-شرکت بیمه سامان
6-شرکت بیمه معلم	14-شرکت بیمه اتکایی ایرانیان
7-شرکت بیمه پاسارگاد	15-شرکت بیمه نوین
8-شرکت بیمه کارآفرین	16-شرکت بیمه دی

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

فهرست منابع

پروژه دات کام – www.Prozhe.com

منابع فارسی

1. اعزازی، مرجان (1393) ، تاثیر تنوع فعالیت، ساختار مالکیت و جریان نقد آزاد بر عملکرد شرکت ها، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
2. افسرده، مجتبی و نیازی، رحیم (1394) ، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ماهنامه پژوهش های مدیریت و حسابداری، شماره چهاردهم
3. آذر، عادل و مومنی، منصور(1389) ، آمار و کاربرد آن در مدیریت (2 جلد) ، انتشارات سمت.
4. تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا (1390) ، تأثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه.
5. گذاری و کم سرمایه گذاری، تحقیقات حسابداری.
6. ثقفی، علی، بولو، قاسم و محمدیان، محمد (1390) ، کیفیت اطلاعات حسابداری ، سرمایه گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز،دوره سوم، شماره دوم.
7. ثقفی، علی، بولو، قاسم و محمدیان، محمد (1390) ، کیفیت اطلاعات حسابداری ، سرمایه گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز،دوره سوم، شماره دوم.
8. جهانشاد، آزیتا و شعبانی، داود (1394) ، تاثیر محدودیت در تامین مالی بر رابطه سرمایه گذاران نهادی و حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری ، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال هفتم، شماره 77.
9. حبیب‌پور گتابی، کرم و صفری شالی، رضا(1388) ، راهنمای جامع کاربرد SPSS در تحقیقات پیمایشی، چاپ دوم، نشر لویه، تهران.
10. حسن پور، حسین (1393) ، بررسی تاثیر اجزای حاکمیت شرکتی براستفاده بهینه از جریان نقد آزاد، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز.
11. حیدر پور، فرزانه و احسانی، مریم السادات (1394) ، نقش سرمایه گذاران نهادی در سیاست های سرمایه گذاری شرکت، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز،دوره هفتم، شماره اول.
12. داودی، محمد (1392) ، رابطه ساختار مالکیت و بیش سرمایه‌گذاری، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
13. دورنبوش، رودریگر و فیشر، استانلی (1371) ، اقتصاد کلان، ترجمه تیز هوش تابان، محمد حسین، انتشارات سروش، تهران.
14. رجبی ، روح الله و محمدی خشوئی، حمزه (۱۳۸۷) ، هزینه نمایندگی و قیمت گذاری خدمات حسابرسی مستقل، مجله بررسی حسابداری و حسابرسی.
15. رسائیان، امیر، رحیمی، فروغ و حنجری، سارا (1389) ، تأثیر مکانیزم های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران ، مجله پژوهش های حسابداری مالی،سال دوم، شماره چهارم.
16. رئیسیان، محراب، دلاوری، یاسر و شبرنگ، محمد (1394) ، نقش تعدیل کنندگی حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر مدیریت سود و جریان وجوه نقد آزاد ، سومین کنفرانس بین المللی مدیریت، اقتصاد و حسابداری

17. زبردست، بتول (1393) ، بررسی ارتباط مالکیت نهادی و مدیریتی بر جریان های نقد آزاد، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز.

18. ستایش، محمد حسین و صالحی نیا، محسن (1393) ، تاثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان های نقدی آزاد ، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال هفتم، شماره 25.

19. سدیدی، مهدی و سانیانی، احمد (1393) ، بررسی ارتباط حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی با سطح مخارج سرمایه گذاری، فصل نامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم شماره 41.

20. فخاری، حسین، پور کاشانی، محمد و رجب بیکی، محمد علی (1393) ، بررسی نقش نظارتی ساختار مالکیت و خط مشی بدهی بر کنترل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان های نقدی آزاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ششم، شماره اول.

21. کاشانی پور، محمد، نقی نژاد، بیژن (1388) ، بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، تحقیقات حسابداری، شماره دوم.

22. کریمی، فرزاد، صادقی، محسن(1388)) ، محدودیت های مالی داخلی و خارجی و رابطه آن با سرمایه گذاری دارایی های سرمایه ای در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصل نامه پژوهشی حسابداری مالی، سال اول شماره 4 .

23. ماطاوس، تلما (1392) ، مطالعه رابطه میان سرمایه گذاران نهادی با بازده غیرعادی سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات آذربایجان غربی.

24. نقی، بهرامفر، کاوه مهرانی، (1383) ، رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصل نامه حسابداری و حسابرسی، شماره 36 .

25. نمازی، محمد و کرمانی، احسان (1387) ، تاثیر مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، فصل نامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 53.

26. ویلیام برانسون(1376) ، تئوری و سیاست های اقتصاد کلان، ترجمه: شاکری، عباس، نشر نی، تهران.

هاشمی، سید عباس، یکرانی، کیوان(1389) ، تاثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر تصمیمات ساختار سرمایه، فصل نامه حسابداری مالی، سال اول، شماره 9

منابع خارجی

1. Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S.,2007 . The cash flow sensitivity of cash.Journal of Financial.
2. Baltagi, B., Econometric Analysis of Panel Data, 1st Edition, John Wiley & Sons Press, New York, U.S.A.1995.

www.Prozhe.com – پروژه دات کام

3. Ben Moussa, F and Chichti, J. (2011). Interactions between free cash flow, debt policy and structure of governance: Three stage least square simultaneous model approach. Journal of Management Research, 3 (2), 1-26.
4. Biddle, Gary, Gilles Hilary and Rodrigo.s Verdi, (2009), " How does financial reporting quality relate to investment efficiency?", Journal of Accounting and Economics, Volume
5. Biddle,G.,and Hilary.,(2006). " Accounting quality and firm-level capital investment ",The Accounting Review,vol.81,pp.963-982.
6. Chen, F.; Hope, O. K.; Li, Q. and Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. The Accounting Review, 86 (4): 1255-1288.
7. 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.
8. Cho, M.H., (1998), Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis, Journal of Financial Economics, Vol. 47, pp. 103–121.
9. Choi Jongmoo Jay ,Heibatojah Sami, ,Haiyan Zhou,(2011)," The Impacts of State Ownership onInformation Asymmetry: Evidence From An Emerging Market(2010)", China Journal Of Accounting Research, Vol 3 Issue 1 © Lexisnexis ,PP.13-50.
10. 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.
11. Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A. and Tehranian, H. (2007).The impact of institutional ownership on corporate operating performance. Journal of Banking & Finance, 31,1771-1794.
12. Dechow, P. M., R. G. Sloan, A. P. Sweeney, (1995), "Detecting of earnings management", Journal of accounting review, Vol. 70, No. 2, April 1995, PP: 193-225.
13. Degryse, H., Jong, A. (2006). Investment and Internal Finance: Asymmetric Information or Managerial Discretion? International Journal of Industrial Organization, 24: 125-147.
14. Earnhart. D, and Lizal. L., (2006) , "Effects of Ownership and Financial Performance on Corporate Environmental Performance", Journal of Comparative Economics. Vol. 34, PP. 111-129.
15. Fatma. BEN MOUSSA and Jameleddine Chichti ,(2011) , "Interactions between Free Cash Flow", Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach", Journal of Management Research, Vol. 3, No. 2: E9, PP. 1-35.
16. 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
17. Firer, S. and Williams, M. (2003)" Intellectual capital and traditional measure corporate performance", Journal of intellectual capital, Vol. 4 No.3, pp: 348- 360.
18. 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.
19. Frankfurter, G., Wood, B. & Wansley, J. (2003). Dividend Policy & Heory and Practice. San Diego, CA: Academic Press.
20. George,R.,Kabir,R.,Qian,I.(2008).Invest ment-Cash Flow Sensitivity and Financial Constraints:An Analysis of Indidan
21. 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.
22. 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.
23. Greene, William H., Econometric Analysis; 3rd Edition, Prentice Hall, New Jersey.2003.
24. 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.
25. Hadlock, C.J., (1998), Ownership, liquidity, and investment, The RAND Journal of Economics, Vol. 29, pp. 487–508.
26. Harford, Jarrad; Mansi, Sattar A., and William F. Maxwell, (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings, Journal of Financial Economics, Vol 87, pp.535-555.

www.Prozhe.com – پروژه دات کام

27. Hovakimian, G., (2009), Determinants of investment cash flow sensitivity, Financial Management, Vol. 38, pp. 161–183.
28. Huang, Z. (2002). Financial Constraints and Investment-Cash Flow Sensitivity. EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper. available at ssrn.com,id=301580.
29. Hubbard, R. G.,(1998) ‘Capital-market imperfections and investment’, Journal of Economic Literature, Vol. 36, 193–225.
30. Hubbard, R.G., (1998), Capital market imperfections and investment, Journal of Economic Literature, Vol. 36, pp. 193–225.
31. Jensen, M. C., and W. H. Meckling. (1976). “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”. Journal of Financial Economics. Vol 3: 305-360.
32. Kathuria, R., and Mueller, D.C., (1995), Investment and cash flow: asymmetric information or managerial discretion, Empirical, Vol. 22, pp. 211–234.
33. Kumar. J., (2003) , "Does Ownership Structure Influence Firm value? Evidence form India", Working paper, [Online]. www.ssrn.com.
34. Lamont, O., Polk, C., and Saá-Requejo, J., (2001), Financial Constraints and Stock Returns, The Review of Financial Studies, Vol. 14, pp. 529-554.
35. Lasfer, M.A., (2006), " The Interrelationship between Manageral Ownership and Board Structure ", Journal of Business Finance and Accounting, No, 33, 1006-1033.
36. Lee, Cheng Few (2009), "Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation", Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 12, No. 3,PP. 475-508.
37. Li, Qingyuan and Wang, T. (2010). Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience. Nankai Business Review, 1 (2): 197-213.
38. Lins, K.V., Strickland, D., and Zenner, M., (2005), Do non-U.S. firms issue equity onU.S. stock exchanges to relax capital constraints?, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 40, pp. 109–133.
39. 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.
40. Love, I., (2003), Financial development and financing constraints: international evidence from the structural investment model, Review of Financial Studies, Vol. 16, pp. 765–791.
41. Michael Firth , Paul H. Malatesta ,Qingquan Xin ,Liping Xu,(2014), Corporate investment, government control, and financing channels: Evidence from China's Listed Companies, Journal of Corporate Finance 18 ,433–450
42. Miguel, A. d., Pindado, J. and C. d. l. Torre, (2004), "Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain", Strategic Management Journal, 25, 1199-1207.
43. Morck, R., Shleifer, A. and R. W. Vishny, (1988), " Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", Journal of Financial Economics, 20, 293-315.
44. Moyen, Nathalie. (2002). Investment-Cash Flow Sensitivities: Constrained Versus Unconstrained Firms. available at ssrn.com,id= 10599.
45. Myers, S. C., and N. S. Majluf. (1984). “Corporate financing and investment decisions when firm have information that investors do not have”. Journal of Financial Economics. Vol 13: 187-221.
46. Richardson, S.(2006). Over-investment of free cash flow. Review of Accounting Studies, 11،159-189.
47. Schaller, H., (1993), Asymmetric information, liquidity constraints, and Canadian investment, Canadian Journal of Economics, Vol. 26, pp. 552–574.
48. 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.
49. Shin, H.H., and Stulz, R., (1998), Are internal capital markets efficient?, Quarterly Journal of Economics, Vol. 113, pp. 531–552.
50. Short, H. and K. Keasey, (1999), " Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the Uk ", Journal of Corporate Finance, No 5, 79-101.

www.Prozhe.com – پروژه دات کام

51. Stulz, R., (1990), Managerial discretion and optimal financing policies, Journal of Financial Economics, Vol. 26, pp. 3–27.
52. Velruy, U. and Jenkins, D. S. (2006). Institutional ownership and The quality of earning. Journal of Business Research, 59, 1043-1051.
53. Verdi, R. S. (2006). Financial reporting mquality and investment efficiency.Available at www.SSRN.com.
54. Vogt, S., (1994), The cash flow/investment relationship: evidence from U.S. manufacturing firms, Financial Management, Vol. 23, pp. 3–20.
55. Yaffee, R., "A Primer for Panel Data Analysis ."Social Science, Statistics & Mapping Group of ITS ' Academic Computing Services, New York University.2003.
56. Yang, J.; and Y. Jiang. (2008). “Accounting information quality, free cash flow and Overinvestment: A Chinese study”, The Business Review, Vol. 11, pp. 159-166.
57. Zahirul Islam, M. (2010). Agency problem and the role of audit committee: Implications for corporate sector in Bangladesh. Journal of Economics and Finance, 2 (3), 177-188.

www.Prozhe.com – پروژه دات کام

Abstract

The aim of this research is to examine the role of ownership structure in relation with free cash flow and level of investment in insurance industry.

The impact of ownership structure has been one of mechanism of corporate governance in which different ownership structures results in varying company's attitudes and consequently differing company outputs. Therefore, it is expected that ownership structure (diversity of owners) could impact the relationship between free cash flow and level of companies' investments. In this study first the impact of free cash flow at level of investment, then the impact of two variables of institutional and management ownership in free cash flow and level of investment have been examined. For this purpose, 16 private insurance companies certified by Central Insurance of Islamic Republic of Iran in a period of 5 years (1389 to 1393) were examined. Based on multivariate regression which indicated that there is a meaningful and positive relationship between free cash flow and level of investment. Furthermore, the findings indicate that there is no impact of institutional and management ownership at the relationship between free cash flow and the level of investment in insurance industry.

Key words: *free cash flow- manager-owner-The level of investment*

www.Prozhe.com – پروژه دات کام