

## تاثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین سرمایه گذاری و جریان وجوه نقد شرکت

شماره ۴۴ / تابستان ۱۴۰۰ (جلد سوم) / صص ۱۳-۳۳  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره چهارم)

### دکتر رویا دارابی

دانشیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

roydarabi110@yahoo.com

### زهرا ورکش

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

zahravarkesh@gmail.com

### جواد درخشان

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

j.derakhshan@iranair.com

### چکیده

میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌تواند ناشی از عوامل متعددی باشد که 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 به‌طور کلی به نظر می‌رسد که هرچه جریان‌ات وجوه نقدی شرکت بالاتر باشد، میزان سرمایه‌گذاری‌های افزایش یابد. هدف این تحقیق بررسی این موضوع است که آیا مالکیت دولتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و جریان وجوه نقد تاثیر معناداری دارد یا نه؟ جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ و با استفاده از اطلاعات ۱۳۴ شرکت و روش رگرسیون خطی چند متغیره به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شد که نتایج آزمون نشان داد سرمایه‌گذاری و جریان وجوه نقد رابطه معناداری دارند و همچنین در دیگر نتایج آزمون فرضیه‌ها مشاهده شد که مالکیت دولتی تاثیر معناداری بین سرمایه‌گذاری و جریان وجوه نقد دارد.

**واژگان کلیدی:** سرمایه‌گذاری، مالکیت دولتی، جریان وجوه نقد عملیاتی.

### مقدمه

مالکیت دولتی به عبارتی دیگر مالکیت نهاد دولتی چندین محرک بر نظارت بر گزارشگری مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها را دارند. در صورت وضعیت مالکیت دولتی معمولاً مشکلات نمایندگی کم خواهد شد و این امر می‌تواند بر ارزش شرکت تأثیرگذار باشد (نوروزی و همکاران، ۱۳۹۸). سیستم راهبری شرکتی با محوریت دولت، می‌تواند به صورت بالقوه بر سیاست‌های صنعتی دولت مؤثر باشد (فان<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). اقتصاددانان و کارشناسان به تجربه دریافته‌اند که میزان دولتی بودن اقتصاد کشورها با بازار بورس، رابطه مستقیم و تنگاتنگی دارد، بطوری که هرگونه کنشی از سوی دولت (اگر تصمیم‌گیرنده کلان و

<sup>1</sup> fun

اصلی اقتصاد باشد) با واکنش هایی قابل مشاهده و متعددی در بازار سهام همراه می شود (سیترلی<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). در ایران نیز، دولت نقشی اساسی در اقتصاد و همچنین در ساختار شرکت های بزرگ دارد و عمده صنایع را شرکت هایی با مالکیت دولتی تشکیل می دهند. این در حالی است، که رشد سال های اخیر بازار سرمایه بیشتر از اینکه متأثر از گزارشگری های مالی و وضعیت داخلی شرکت های بهابازار باشد، متأثر از عوامل سیاسی کلان بوده است. یکی از مواردی که معمولاً به عنوان عوامل سیاسی در فعالیت ها و عملکرد شرکت ها مورد بررسی قرار می گیرد، میزان تسلط و کنترل فعالیت های شرکت از جهت قیمت گذاری و فروش محصولات، توسط دولت است (کوریا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). کوان لی<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) بیان می دارد شرکت هایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند در انتخاب فرصت های سرمایه گذاری بهتر عمل می کنند و می توانند از وابستگی های دولتی جهت انتخاب پروژه های با ارزش فعلی مثبت بهره مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و باعث افزایش ارزش شرکت شود. شرکت ها با وابستگی دولتی و ارتباطات سیاسی می توانند از دسترسی آسان به منابع، مالیات پایین تر و قدرت بازار قوی تر بهره مند گردند (محمودی، ۱۳۹۷).

سرمایه گذاری در زمینه های مختلف، همواره به عنوان یکی از راه های مهم توسعه شرکت ها مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است تا علاوه بر توسعه سرمایه گذاری، افزایش کارایی سرمایه گذاری نیز از اهمیت فراوانی برخوردار باشد (الهایی و اسکندر، ۱۳۹۶؛ ثقفی و همکاران، ۱۳۹۰). مطابق با تئوری نئوکلاسیک، شرکت ها برای بیشینه سازی ارزش خود، تا آنجا که درآمد نهایی با هزینه نهایی این سرمایه گذاری برابر شود، به سرمایه گذاری خود ادامه می دهند (صفری گرایلی و رعنائی، ۱۳۹۶؛ هاباشی<sup>۴</sup>، ۱۹۸۲؛ آبل<sup>۵</sup>، ۱۹۸۳). گرچه، در چارچوب عقاید کینز و پیروانش در سال ۱۹۰۹ (گوردن<sup>۶</sup>، ۱۹۹۲) انتظار می رود که میزان سرمایه گذاری از طریق اولویت رشد یا امنیت مالی قابل تعیین باشد ولی در چارچوب نمایندگی مایرز<sup>۷</sup> (۱۹۷۷) مسئله عدم تقارن اطلاعات مطرح می شود. مطابق با این تئوری شرکت ها ممکن است از سطوح سرمایه گذاری بهینه منحرف شده و دچار کم سرمایه گذاری<sup>۸</sup> (سرمایه گذاری کمتر از انتظار) یا بیش سرمایه گذاری<sup>۹</sup> (سرمایه گذاری بیش از انتظار) شوند. زمانی واحد تجاری در سرمایه گذاری کارا تعریف می شود که همه پروژه هایی را که خالص ارزش فعلی مثبت داشته باشند، انتخاب نماید. صرف نظر کردن از فرصت های سرمایه گذاری که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، سرمایه گذاری کمتر از حد محسوب شده و همچنین انتخاب پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی به معنای سرمایه گذاری بیشتر از حد می باشد که هر دو حالت بیانگر عدم کارایی سرمایه گذاری است (صفری گرایلی و رعنائی، ۱۳۹۶). دی فرانکو و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۱) بر این باورند زمانی که شرکت ها مقایسه پذیری حسابداری بالایی با شرکت های همتا در صنعت داشته باشند، می توانند از طریق یادگیری از نحوه سرمایه گذاری شرکت های همتا، سرمایه گذاری های خود را بهبود ببخشند. همچنین بسیاری از محققان بر این استدلال هستند که از طریق دسترسی به اطلاعات قابل فهم و قابل درک، مدیران می توانند ارزیابی

<sup>1</sup> Citrel

<sup>2</sup> Korea

<sup>3</sup> Kwan Lee

<sup>4</sup> Hayashi

<sup>5</sup> Abel

<sup>6</sup> Gorden

<sup>7</sup> Myers

<sup>8</sup> Low investment

<sup>9</sup> Over investment

<sup>10</sup> DeFranco et al

بهتری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت داشته باشند (وی چن و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶؛ چیرکوب و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶؛ بیٹی و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳؛ آقایی و حسن زاده، ۱۳۹۷).

جریان نقدی معیاری برای ارزیابی سلامت مالی شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود (جینگ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵). نوسان، تغییرات صورت گرفته در ابزار مالی را در بعد زمانی مشخص اندازه گرفته و ریسک آن ابزار را برای این دوره نشان می‌دهد. در صورت وجود نوسان در جریان وجوه نقد احتمال دارد شرکت‌ها در آینده جهت رفع نیازهای نقدی آتی خود علاوه بر استفاده از بازارهای سرمایه و منابع خارجی، به دلیل سوء شهرت در وجود نوسان‌های هزینه استفاده از این منابع نیز برایشان افزایش خواهد داشت؛ بنابراین نوسان‌های جریان نقد، منعکس‌کننده ریسک بالقوه در عملیاتی آتی، سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های مالی شرکت می‌باشد (جینگ، ۲۰۰۵). جریان‌های نقدی هر واحد تجاری برای تمام سهامداران اطلاعاتی در مورد موقعیت مالی شرکت به وجود می‌آورد تا آن‌ها بتوانند توانایی شرکت برای ایجاد وجه نقد و معادل وجه نقد در آینده و شرایط لازم برای به‌کارگیری این جریان‌های نقدی را ارزیابی کنند. از آنجایی که جریان‌های نقدی محتوای اطلاعاتی هستند همواره یکی از مهم‌ترین اقلام صورت‌های مالی محسوب می‌شوند (کامیابی و همکاران، ۱۳۹۳).

## بیان مسئله

مالکیت دولتی به عبارتی دیگر مالکیت نهاد دولتی چندین محرک بر نظارت بر گزارشگری مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها دارند. در صورت وضعیت مالکیت دولتی معمولاً مشکلات نمایندگی کم خواهد شد و این امر می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد (شورورزی و همکاران، ۱۳۹۸). فاسیو<sup>۵</sup> (۲۰۱۹) عنوان می‌دارد که اگر ارتباطات دولتی به عنوان یک عامل سودآوری در نظر گرفته شود، می‌تواند منجر به تحریف تصمیمات سرمایه‌گذاری و یا القاء تصمیمات سرمایه‌گذاری نامناسب گردد که در نتیجه این امر منجر به کاهش عملکرد شرکت خواهد شد. اگرچه اشکال مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکت‌ها بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها تأثیرگذار است. همچنین شرکت‌هایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند، در انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر عمل می‌کنند و می‌توانند از وابستگی‌های دولتی جهت انتخاب پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت بهره‌مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و باعث افزایش عملکرد شرکت شود. شرکت‌ها با وابستگی دولتی و ارتباطات سیاسی می‌توانند از دسترسی آسان به منابع، مالیات پایین‌تر و قدرت بازار قوی‌تر بهره‌مند گردند. از آنجا که مدیران با عنوان نماینده مالکان شرکت را اداره می‌کنند، اگر دست به رفتارهای فرصت‌طلبانه بزنند و تصمیماتی بگیرند که در جهت منافع آن‌ها و عکس منافع سهامداران باشد، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می‌شود. در این میان، سهامداران نهادی که یکی از سازوکارهای مؤثر راهبری شرکتی شمرده می‌شوند و دارای اهمیت می‌باشند، با توجه به مالکیت بخش شایان توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ چشم‌گیری برخوردارند و می‌توانند رویه‌های حسابداری و گزارشگری مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهند. بنابراین، تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی از طریق بهبود و ارتقای کیفیت گزارشگری مالی، به کاهش ریسک بنگاه اقتصادی کمک می‌کند و از سوی

<sup>1</sup> WeiChen et al

<sup>2</sup> Chircop et al

<sup>3</sup> Beatty

<sup>4</sup> Jing, D.

<sup>5</sup> Fascio

دیگر، مدیران را برای تلاش در جهت افزایش عملکرد شرکت به جای پیگیری منافع شخصی کوتاه مدت ترغیب می کند (اسکندری، ۱۳۹۸).

امروزه با گسترش سطح کیفی فعالیت و همچنین توسعه گستره امور اقتصادی، تصمیم های مالی شرکت ها از جمله مسائل پیچیده ای است که در راستای کسب بهترین بازده و مطلوبیت در بهترین شرایط به وجود می آید. در این راستا مدیران مالی با توجه به آن که مسئولیت اصلی این تصمیم ها به آن ها برمی گردد در پی دستیابی به روابط بین عوامل شاخص در شرکت ها هستند. از جمله این مسائل مبحث تصمیمات سرمایه گذاری است. سرمایه گذاری را می توان یکی از ارکان اساسی اقتصاد کشورها دانست. تردیدی نیست افزایش تولید که یکی از نخستین گام های فرایند توسعه محسوب می گردد، مستلزم افزایش سرمایه گذاری خواهد بود. به همین دلیل نظریه هایی در علم اقتصاد مطرح است که علت توسعه نیافتگی برخی از کشورها را کمبود سرمایه و سرمایه گذاری پنداشته است. سرمایه گذاری فعالیتی در قالب به کارگیری وجوهی است که بتواند یک جریان سودآور آتی ایجاد کند. طبق این تعریف، هر یک از موارد تعهد وجوه دارایی های مالی<sup>۱</sup>، دارایی های فیزیکی<sup>۲</sup> و فعالیت های تولیدی<sup>۳</sup> معنای سرمایه گذاری پیدا می کند. دارایی های مالی، شامل سپرده گذاری بانکی، خرید اوراق قرضه ملی و اوراق قرضه شرکت ها، خرید سهام و ... است. دارایی های فیزیکی شامل فلزات قیمتی، زمین، ساختمان و هر نوع کالای بادوام دیگری است که به منظور کسب سود، خریداری شده است. در قالب تعریف رسمی، هر سه دسته فعالیت های مذکور، جنبه سرمایه گذاری دارند، اما در تعبیر کاربردی تنها تعهد وجوه در دارد و بودجه بندی سرمایه ناظر به این گروه است و سرمایه گذاری در دو گروه، مخارج سرمایه ای، فعالیت های تولیدی، جنبه دیگر در سرفصل مدیریت پرتفوی قرار می گیرد. مخارج سرمایه ای خود شامل سه دسته مخارج سرمایه ای جایگزینی، مخارج سرمایه ای توسعه ای و مخارج سرمایه ای راهبردی است. با توجه به موارد ذکر شده می توان گفت، تصمیمات سرمایه گذاری با در ارتباط مستقیم می باشد. در نتیجه تصمیمات سرمایه گذاری باید با تکیه بر اصول؛ چه باید کرد. سؤال اصلی مدیران یعنی علمی و با دقت مناسب اتخاذ کردند (نخجوانی، ۱۳۸۲). در سرمایه گذاری، دو ویژگی متفاوت و مهم وجود دارند که عبارتند از: زمان و ریسک. اهمیت این دو موضوع به این علت است که در سرمایه گذاری، صرف پول، در زمان حال صورت میگیرد و مقدار آن معین است؛ در حالی که پاداش حاصل از آن، در آینده به دست میآید و معمولاً با نبود اطمینان همراه است. در بعضی مواقع، ویژگی زمان غالب میگردد (مانند اوراق قرضه دولتی) و در بعضی مواقع، ریسک از نظر اهمیت مقدم است (مانند برگه اختیار خرید سهام عادی) و در مواقع دیگر، (مانند سهام عادی) هر دو مهم هستند (همان منبع).

وجه نقد را می توان نقطه آغاز و فرجام چرخه عملیات تصور نمود، به این معنا که هر دور از عملیات واحد تجاری با پرداخت (تعهد پرداخت) وجه نقد شروع می شود و به دریافت (یا اخذ تعهد پرداخت) وجه نقد پایان می یابد. لذا وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد انتفاعی است، زیرا معرف قدرت خرید عمومی است که غالباً در مبادلات اقتصادی منابع مورد نیاز خود را عمدتاً در ازای پرداخت وجه نقد تحصیل می کنند و تولیدات خود را نیز در قبال دریافت وجه نقد به فروش می رسانند، سود سهام غالباً به شکل وجه نقد پرداخت می شود، اکثر اندازه گیری ها در حسابداری نیز مبتنی بر جریان گذشته، حال و آینده وجه نقد است. در مفاهیم نظری گزارشگری مالی ایران آمده است: اتخاذ تصمیمات اقتصادی توسط استفاده کنندگان صورت های مالی مستلزم

<sup>1</sup> Financial Assets

<sup>2</sup> Physical Assets

<sup>3</sup> Productive Activities

ارزیابی توان واحد تجاری برای ایجاد وجه نقد و قطعیت ایجاد آن است. ارزیابی توان ایجاد وجه نقد از طریق تمرکز بر وضعیت مالی، عملکرد مالی و جریان‌های نقدی واحد تجاری و استفاده از آن‌ها در پیش‌بینی جریان‌های نقدی مورد انتظار و سنجش انعطاف‌پذیری مالی، تسهیل می‌گردد. وجه نقد یکی از مهم‌ترین اقلام تشکیل‌دهنده دارایی‌های جاری هر شرکت است که نقش مهمی در فرایند اجرای عملیات شرکت‌ها دارد. بنابراین یکی از وظایف بسیار مهم مدیران مالی، پیش‌بینی جریان‌های مناسب ورود و خروج وجه نقد است، به گفته‌ای مدیریت وجه نقد، از مهم‌ترین وظایف در فرایند مدیریت مالی است، زیرا از یک سو کمبود وجه نقد موجب می‌شود که شرکت در برآورده کردن نیازهای روزمره خود با مشکل روبه‌رو شود و از سوی دیگر، نگهداری سطح بالایی از وجه نقد برای شرکت هزینه فرصت به همراه دارد. روند ورود و خروج وجه نقد در هر واحد تجاری، بازتاب تصمیم‌گیری‌های مدیریت در مورد برنامه‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت عملیاتی و طرح‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی است (طباطبائی، ۱۳۹۶). جریان وجه نقد برای بقای واحد اقتصادی بسیار با اهمیت است. در واقع شرکت‌هایی که دارای جریان وجه نقد داخلی بسیار خوبی هستند کمتر به تأمین مالی خارجی متکی می‌باشند و در ضمن وام‌دهندگان نیز به این شرکت‌ها به دلیل نقدینگی خوبی که دارند به راحتی اعتبار می‌دهند. بنابراین این شرکت‌ها سریع‌تر از سایر رقیبان، قادر به اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری مورد نظر خود می‌باشند. به طور تجربی، در بازار سرمایه تا جایی که بازده سرمایه‌گذاری معادل هزینه سرمایه شود، شرکت‌ها اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. بر این اساس، مادامی که شرکت‌ها توان تأمین وجوه مورد نیاز خود را داشته باشند، در فرصت‌های با سودآوری مناسب، سرمایه‌گذاری خواهند کرد. در مواردی که حساسیت‌های مالی وجود داشته و شرکت‌ها با محدودیت‌های تأمین مالی مواجه باشند، سرمایه‌گذاری‌ها نیز تحت تأثیر توان نقدینگی شرکت قرار خواهند گرفت. در واقع شرکت‌هایی که دارای جریان وجه نقد داخلی بسیار خوبی هستند کمتر به تأمین مالی خارجی متکی می‌باشند و در ضمن وام‌دهندگان نیز به این شرکت‌ها به دلیل نقدینگی خوبی که دارند به راحتی اعتبار می‌دهند. بنابراین این شرکت‌ها سریع‌تر از سایر رقیبان، قادر به اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری مورد نظر خود می‌باشند (طباطبائی، ۱۳۹۶).

از منظر نمایندگی، ممکن است نگرش مدیران، مالکان و اعتباردهندگان، همسو و هم‌جهت نبوده و بین این گروه‌ها تضاد منافع وجود داشته باشد. لذا تصمیم‌های اتخاذی از سوی مدیران، لزوماً با منافع سرمایه‌گذاران و سهامداران، هم‌راستا نخواهد بود و رفع این تضاد، با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی بین این دو گروه مشکل به نظر می‌رسد (فرانسیس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰). همچنین میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌تواند ناشی از عوامل متعددی باشد که یکی از این عوامل جریان وجه 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 به‌طور کلی به نظر می‌رسد که هرچه جریان وجه نقدی شرکت بالاتر باشد، میزان سرمایه‌گذاری‌هایش افزایش یابد (آلمیدا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷). اهمیت جریان‌های نقدی زمانی بیشتر می‌شود که شرکت‌ها با محدودیت‌های تأمین مالی و دسترسی به منابع مواجه هستند و ناگزیر به اتکا بر منابع مالی داخلی هستند. زمانی که یک نوسان منفی در جریان نقدی به وجود می‌آید؛ شرکت مقداری از منابع مالی خود را از دست می‌دهد و تغییراتی در رفتار سرمایه‌گذاری مدیران به وجود می‌آید. این پدیده در ادبیات مالی به حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان وجه نقد شناخته می‌شود (درو و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). آنچه باید مدنظر قرار گیرد این است که توضیح این شرایط در

<sup>1</sup> Francis et al

<sup>2</sup> Almeida et al

<sup>3</sup> Duru et al

شرکت‌های سهامی می‌تواند بر اساس 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 شرکت‌ها و دسترسی آن‌ها به منابع مالی در تعیین سیاست‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها نقش تعیین‌کننده‌ای دارد (خان و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶؛ فرانسیس و همکاران، ۲۰۱۱). همچنین این شواهد، حساسیت سرمایه‌گذاری به تغییرات جریان نقدی را ناشی از تفاوت در هزینه‌های تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت می‌دانند (آرمسترانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲؛ لیم و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵). از این رو با توجه به مبانی نظری ذکر شده هدف این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا مالکیت دولتی بر کارایی سرمایه‌گذاری و جریان وجوه نقد عملیاتی تاثیر معناداری دارد؟

## مبانی نظری

### جریان وجوه نقد

یکی از وظایف اساسی مدیران مالی شرکت‌ها، مدیریت دارایی‌های نقدی یا به طور ویژه مدیریت وجه نقد است. هر واحد تجاری برای تحصیل دارایی‌های ثابت که برای مدت بیش از یک سال مورد استفاده قرار می‌گیرند نیازمند سرمایه‌گذاری است. وجوه سرمایه‌گذاری شده در این دارایی‌ها وجوه بلندمدت یا سرمایه ثابت<sup>۴</sup> نامیده می‌شود؛ اما واحدهای تجاری، نیازمند وجوهی برای اهداف کوتاه‌مدت به منظور ادامه فعالیت‌های جاری خود هستند. به وجوه کوتاه‌مدت مورد نیاز برای ادامه فعالیت‌های روزمره واحد تجاری سرمایه در گردش گفته می‌شود و مدیریت نقدینگی اهمیتی معادل مدیریت سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارد. مدیریت نقدینگی عبارت است از ترکیب بهینه ارقام دارایی‌های نقدی یعنی دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری به گونه‌ای که ثروت سهامداران حداکثر شود. متوسط نگهداشت دارایی‌های نقدی<sup>۵</sup> در میان شرکت‌های بورسی ایرانی نسبت به کشورهای توسعه‌یافته‌ای همچون آمریکا و انگلیس در سطوح پایین‌تری قرار داد. در این ارتباط شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران به طور متوسط حدود ۶/۷ درصد از دارایی‌های خود را به صورت موجودی‌های نقدی و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت نگهداری می‌کنند. این درحالی که است که این رقم در شرکت‌های آمریکایی برابر با ۸/۱ درصد از مجموع دارایی‌ها و در شرکت‌های انگلیسی برابر با ۹/۹ درصد از دارایی‌ها هست (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸). از سوی دیگر، چگونگی به کار گرفتن وجوه داخلی، تصمیمی مهم در تضاد بین سهامداران و مدیران است. در دوران رشد اقتصادی شرکت، همان‌طور که ذخایر وجه نقد افزایش می‌یابد، مدیران تصمیم می‌گیرند که آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی به کار گرفته شود و یا همچنان نگهداری شود؟ این که مدیران منفعت‌طلب چگونه بین مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد یکی را انتخاب می‌کنند، موضوعی مبهم است. مدیران باید منافع شخصی مخارج جاری را با انعطاف‌پذیری که با نگهداشت ذخایر وجه نقد به دست می‌آید، مقایسه کنند. بعلاوه، مدیران منفعت‌طلب باید احتمال فزونی منافع بر مخارج ناشی از نگهداشت وجه نقد زیاد را اندازه‌گیری کنند (عزیزی، ۱۳۹۴).

<sup>1</sup> Khan

<sup>2</sup> Armstrong et al

<sup>3</sup> Lim et al

<sup>4</sup> Fixed Capital

<sup>5</sup> Cash Holding

## سرمایه گذاری

یکی از موضوعات بسیار مهم و قابل تأمل در اقتصاد ایران، بحث سرمایه‌گذاری و تأثیر آن در دستیابی به اهداف توسعه پایدار است. سرمایه‌گذاری، فرآیندی استراتژیک و بلندمدت است که در آن تخصیص منابع کلان و قابل توجه مدنظر بوده و از ویژگی‌های مهم آن، بالا بودن ریسک و به تبع آن انتظار کسب بازده بالا است. سرمایه‌گذاری انکارناپذیر مؤلفه و عامل برنامه‌ریزی برای دستیابی به اهداف توسعه است. تفکر استراتژیک در تدوین برنامه‌های راهبردی، کلان اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی در محیط چالشی امروز، ضرورت و اهمیت سرمایه‌گذاری را قطعی نموده است. تعریفی که می‌توان از سرمایه‌گذاری بیان کرد عبارت است از هر گونه فدا کردن ارزشی در حال حاضر (که معمولاً مشخص است) به امید به دست آوردن هر گونه ارزشی در زمان آینده (که معمولاً اندازه یا کیفیت آن نامعلوم است). به عبارتی سرمایه‌گذار در حال حاضر، ارزش مشخصی را فدا می‌کند تا در قبال آن در آینده ارزش خاصی که مورد نظرش است بدست آورد؛ مثل پرداخت وجهی بابت خرید سهام به امید به دست آوردن سودهای مشخصی از آن در آینده (دانشمند، ۱۳۹۴). سرمایه‌گذاری فعالیتی در قالب به کارگیری وجوهی است که بتواند یک جریان سودآور آتی ایجاد کند. طبق این تعریف، هر یک از موارد تعهد وجوه دارایی‌های مالی<sup>۱</sup>، دارایی‌های فیزیکی<sup>۲</sup> و فعالیت‌های تولیدی<sup>۳</sup> معنای سرمایه‌گذاری پیدا می‌کند. دارایی‌های مالی، شامل سپرده‌گذاری بانکی، خرید اوراق قرضه ملی و اوراق قرضه شرکت‌ها، خرید سهام و ... است. دارایی‌های فیزیکی شامل فلزات قیمتی، زمین، ساختمان و هر نوع کالای بادوام دیگری است که به منظور کسب سود، خریداری شده است. در قالب تعریف رسمی، هر سه دسته فعالیت‌های مذکور، جنبه سرمایه‌گذاری دارند، اما در تعبیر کاربردی تنها تعهد وجوه در دارد و بودجه بندی سرمایه‌ناظر به این گروه است و سرمایه‌گذاری در دو گروه «مخارج سرمایه‌ای» فعالیت‌های تولیدی، جنبه دیگر در سرفصل مدیریت پرتفوی قرار می‌گیرد. مخارج سرمایه‌ای خود شامل سه دسته مخارج سرمایه‌ای جایگزینی، مخارج سرمایه‌ای توسعه‌ای و مخارج سرمایه‌ای راهبردی است. با توجه به موارد ذکر شده می‌توان گفت، تصمیمات سرمایه‌گذاری با در ارتباط مستقیم می‌باشد. در نتیجه تصمیمات سرمایه‌گذاری باید با تکیه بر اصول «چه باید کرد» سؤال اصلی مدیران یعنی علمی و با دقت مناسب اتخاذ گردند (نخجوانی، ۱۳۸۲). با توجه به تحولاتی که در جهان امروز به ویژه در کشورهای در حال توسعه رخ داده است که با تهدیدات عدیده‌ای مواجه می‌باشند، این کشورها برای حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی خود می‌باشند (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۹۲). از دیدگاه کلی، سرمایه‌گذاری به معنای مصرف پول‌های در دسترس برای دستیابی به پول‌های بیشتر در آینده، به عبارت دیگر؛ سرمایه‌گذاری یعنی به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده (ابزری و همکاران، ۱۳۸۷).

## مالکیت دولتی

دولت به عنوان اصلیترین حامی اقتصاد هر کشور همواره نقش قیم را برای واحدهای اقتصادی در هر جامعه ایفا کرده است. دولت‌ها به دلیل در اختیار گرفتن قدرت تصمیمگیری در شرکتها و پیاده کردن سیاستهای کلان خود همواره ی سرمایه‌گذار بزرگ در کشورهای در حال توسعه و مخصوصاً ایران بوده است. جدای از بحث‌های مربوط به معایب یا مزایای این گونه

<sup>1</sup> Financial Assets

<sup>2</sup> Physical Assets

<sup>3</sup> Productive Activities

مالکیت، باید این نکته در نظر گرفته شود که سیستم گزارشگری و حسابداری شرکتها که متأثر از حاکمیت شرکتی آنها می باشد، تحت تاثیر نوع مالکیت شرکت قرار میگیرد. استدلال ارائه شده این است که شرکتهای تحت تملک دولت به دلیل برخورداری از شرایط خاص (اتصال سیاسی با دولت) هزینه های کمتری را از سوی دولت را تحمل میکنند (بلک وهمکاران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۴). حضور نمایندگان دولت از قبیل شرکتهای و سازمانهای دولتی و غیره در ترکیب شرکت دولتی واحد، سهامداران شرکت را گویند. بر اساس ماده ۴ قانون محاسبات عمومی ایران سازمانی مشخصی است که با اجازه قانون به صورت شرکت ایجاد شود و یا به حکم قانون و یا دادگاه صالح ملی شده و یا صادره شده و به عنوان شرکت دولتی شناخته شده باشد و بیش از ۵۰ درصد سرمایه آن متعلق به دولت باشد. هر شرکت تجاری که از طریق سرمایهگذاری شرکتهای دولتی ایجاد شود، مادامی که پنجاه درصد سهام آن متعلق به شرکتهای دولتی است، شرکت دولتی تلقی می شود (جاوید، ۱۳۹۶).

### پیشینه تحقیق

بن<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) پژوهشی را با عنوان بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت در ویتنام انجام داد. نتایج نشان می دهد که شرکت های با سهام دولتی نسبتاً بالاتر یا شرکت هایی که دولت ۵۰ درصد یا بیشتر از سهام آن ها را در اختیار دارد، از هزینه حقوق صاحبان سهام کمتری در مقایسه با بقیه شرکت ها برخوردار هستند و در نتیجه این شرکت ها از ارزیابی و سودآوری بالاتری برخوردارند. همچنین مالکیت دولتی بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد.

وینتالا و استفان<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) پژوهشی را با عنوان بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر ارزش شرکت در ۴۸۱ شرکت در طی سال های ۲۰۱۷ - ۲۰۱۰ در اروپا با استفاده از روش های آماری تحلیل همبستگی و رگرسیون مقطعی به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر ارزش شرکت پرداختند. این تحقیق به روش استقرایی انجام شده است. نتایج تحقیق آن ها بیانگر این مطلب بود که ارتباط مثبت و معناداری بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت وجود دارد.

طهوری و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۰) پژوهشی را با عنوان بررسی هزینه تحقیق و توسعه و عملکرد آتی شرکت با تأکید بر نقش بیش اطمینانی و مالکیت دولتی در طی سال های ۲۰۱۶ - ۲۰۰۷ در ویتنام انجام دادند. نتایج تحقیق آن ها بیانگر این مطلب بود که هزینه تحقیق و توسعه بر عملکرد آتی شرکت تأثیر می گذارد. همچنین آن ها به این نتیجه رسیدند که بیش اطمینانی و مالکیت دولتی بر عملکرد آتی شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد.

آنگ و دینگ<sup>۵</sup> (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان بررسی عملکرد شرکت ها با مالکیت دولتی متفاوت با بررسی ۱۱۰ مشاهده در طی سال های ۲۰۱۷ - ۲۰۱۴ در لندن با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه به روش حداقل مربعات تعمیم یافته به بررسی عملکرد شرکت ها با مالکیت دولتی متفاوت پرداختند. آنان در تحقیق خود نشان دادند که بین عملکرد شرکت ها و مالکیت دولتی، تفاوت معناداری وجود دارد.

<sup>1</sup> Black et al.

<sup>2</sup> Ben

<sup>3</sup> Vintala and Stephen

<sup>4</sup> Tebourbi & et al.

<sup>5</sup> Ang and Ding



خان و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و عملکرد آتی شرکت با بررسی ۳۲۰ شرکت در طی سال های ۲۰۱۷ - ۲۰۱۴ در بیروت با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه به روش حداقل مربعات تعمیم یافته به بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و عملکرد آتی شرکت پرداختند. نتایج تحقیق آن ها بیانگر این مطلب بود که بین مالکیت دولتی و عملکرد آتی شرکت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

گرگوریو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت در ۲۱۷ شرکت در طی سال های ۲۰۱۷ - ۲۰۱۳ در شرکت استرالیایی با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه به بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان می دهد که رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت وجود دارد.

کریس، اسکات و لی<sup>۳</sup> (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی نوسان های جریان های نقدی و اعتبار تجاری در آسیا به رابطه قبل و بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸ پرداختند. آن ها با استفاده از رگرسیون اثرات ثابت و داده های شرکت های در اقتصادهای درحال توسعه بین سال های ۱۹۸۷ تا ۲۰۱۵ انجام دادند نشان دادند که سطوح بالاتر نوسان های جریان نقدی با میزان اعتبار تجاری ارائه شده مرتبط است. رابطه منفی با نوسان های جریان نقدی در بین بنگاه های کوچک تر که ممکن است دسترسی کمتری به منابع خارجی سرمایه داشته باشند بیشتر است. علاوه بر این، رابطه منفی پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ بیشتر است.

لینگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی ارتباطات سیاسی، بیش سرمایه گذاری و عملکرد شرکت پرداختند. شرکت های مورد بررسی شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین است. روش تحقیق حاضر از نوع توصیفی و همبستگی و از نظر روش اجرا کاربردی محسوب می گردد. نتایج نشان دادند که ارتباطات سیاسی به طور منفی با بزاده دارایی ها مرتبط است. علاوه بر این، شرکت هایی که ارتباطات سیاسی قوی دارند، از طریق وام های بانکی بلندمدت تأمین مالی می شوند و به احتمال زیاد این شرکت ها بیش سرمایه گذار هستند. نتایج کلی نشان داد که رشد ارتباطات سیاسی می تواند موجب سرمایه گذاری پر ریسک برای شرکت شود.

بلیس و گول<sup>۵</sup> (۲۰۱۸) پژوهشی را با عنوان بررسی ارتباط بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت در ۴۹۰ شرکت در طی سال های ۲۰۱۶ - ۲۰۱۲ در آمریکا با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره و داده های ترکیبی انجام دادند و به بررسی ارتباط بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت پرداختند. یافته های آن ها نشان می دهد که بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد.

نوبانی و الیلی<sup>۶</sup> (۲۰۱۷)، تحقیقی را باهدف تعیین میزان افشای ریسک عملیاتی و بررسی تأثیر آن بر جریان نقدی عملیاتی بانک های ذکر شده در بازارهای مالی امارت متحده عربی طی دوره ۲۰۰۳-۲۰۱۶ انجام دادند که نتایج تحقیق آن ها نشان می دهد که هیچ ارتباطی بین سطح افشای ریسک عملیاتی و جریان نقدی عملیاتی تمام بانک ها، بانک های متعارف و بانک های اسلامی وجود ندارد.

<sup>1</sup> Khan & et al

<sup>2</sup> Gregorio et al

<sup>3</sup> Chris, Scott, Li

<sup>4</sup> Ling et al

<sup>5</sup> Bliss and Gole

<sup>6</sup> Nobanee, H., Ellili, N

گوماریز و بالستا<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) با انجام مطالعه‌ای به بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها در کارایی سرمایه گذاری پرداخته‌اند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی مسئله مربوط به سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش می‌دهد. به همین ترتیب سررسید کوتاه‌تر بدهی‌ها کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد و مسئله مربوط به سرمایه‌گذاری بیشتر (کمتر) از حد را کاهش می‌دهد. آن‌ها به این نتیجه دست یافتند که کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها در بهبود کارایی سرمایه‌گذاری، مکانیزم‌هایی با درجه‌ای از جانشینی هستند شرکت‌ها با استفاده کمتر (بیشتر) از بدهی‌های کوتاه مدت، کیفیت گزارشگری مالی بالاتری (پایین‌تر) را به نمایش می‌گذارند.

باقری و همکاران (۱۳۹۹) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت در ۱۰۱ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۹۱ با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات و داده‌های ترکیبی به بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج مطالعه آن‌ها نشان می‌دهد که بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بهرامی و همکاران (۱۳۹۹) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و عملکرد آتی شرکت در ۱۱۰ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۹۱ با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های تابلویی به بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و عملکرد آتی شرکت پرداختند. نتایج مطالعه آن‌ها نشان می‌دهد که بین مالکیت دولتی و عملکرد آتی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

برندک و همکاران (۱۳۹۸) در بررسی تعیین تأثیر جریان نقد عملیاتی بر ارقام تعهدی غیرعادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نوع صنعت پرداختند و فرضیه‌ها براساس داده‌های ۱۱۸ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی دوره شش‌ساله (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵) با استفاده از الگوی رگرسیون چندمتغیره و داده‌های ترکیبی، آزمون و تجزیه و تحلیل شد. یافته‌ها نشان می‌دهد بین جریان نقد عملیاتی و ارقام تعهدی غیرعادی رابطه معکوس معناداری وجود دارد. جریان نقد عملیاتی در صنایع خودرو و قطعات، صنعت دارویی و صنعت سیمان، آهک و گچ نیز رابطه معکوس و معناداری با ارقام تعهدی غیرعادی دارد و با کاهش جریان نقد عملیاتی، ارقام تعهدی غیرعادی افزایش می‌یابد. به‌طور کلی، پیامدهای منفی ارقام تعهدی به میزان جریان نقد عملیاتی بستگی دارد و شرکت‌های دارای جریان نقد عملیاتی منفی، ممکن است نتایج آزمون ارقام تعهدی غیرعادی را تحریف کنند.

صادقی و همکاران (۱۳۹۸) پژوهشی را با عنوان بررسی مالکیت دولتی و ارزش شرکت روی ۱۵۶ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۹۰ با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات و داده‌های ترکیبی انجام دادند. در این تحقیق به بررسی مالکیت دولتی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد.

طباطبائی (۱۳۹۶) در تحقیقی با عنوان رابطه نوسان‌های جریان وجوه نقد و سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ با داده‌های ۱۳۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره و داده‌های ترکیبی انجام داد به این نتیجه رسید که نوسان‌های جریان وجوه نقد با بدهی‌ها و سررسید کوتاه‌مدت و بلندمدت رابطه مستقیم و معناداری دارد.

<sup>1</sup> Gomariz, F. C. & Ballesta

## فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین سرمایه‌گذاری و جریان وجوه نقد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.  
فرضیه دوم: مالکیت دولتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و جریان وجوه نقد شرکت تأثیر معناداری دارد.

## روش پژوهش

این پژوهش به لحاظ هدف از نوع کاربردی و به لحاظ روش از نوع توصیفی همبستگی است. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و نمونه آماری شامل شرکت‌هایی است که مجموعه شرایط زیر را داشته باشد:

۱. شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۸ نیز در لیست بورس باشند.
  ۲. شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک‌ها و واسطه‌گری‌های مالی و مؤسسات تأمین مالی نباشند، زیرا الگوی اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی آنها متفاوت از سایر شرکت‌ها است.
  ۳. شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه (برای داشتن قابلیت مقایسه بیشتر) باشد.
  ۴. شرکت‌هایی که در طی دوره مورد بررسی (۱۳۹۳-۱۳۹۸) تغییر سال مالی نداشته باشند.
  ۵. شرکت‌هایی که داده‌های آنها برای انجام این پژوهش مورد نیاز است، در دسترس باشد.
- با در نظر گرفتن شرایط فوق، تعداد نمونه این پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک، برای دوره مورد بررسی (۱۳۹۳-۱۳۹۸) ۱۳۴ شرکت می‌باشد.

## متغیرهای پژوهش، تعاریف عملیاتی و روش محاسبه متغیرها

### متغیر وابسته

جریان نقد عملیاتی: شامل جریان‌های نقدی ورودی و خروجی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (فعالیت‌های اصلی و مستمر مولد درآمد عملیاتی) و نیز آن دسته از جریان‌های نقدی است که ماهیتاً به‌طور مستقیم قابل ارتباط با سایر طبقات جریان‌های نقدی صورت جریان وجوه نقد نباشد.

CFO: بیانگر جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی است که به‌طور مستقیم از صورت جریان وجه نقد قابل استخراج است و به‌منظور استانداردسازی محاسبات بر جمع دارایی‌ها تقسیم می‌شود (برندک و همکاران، ۱۳۹۸).

### متغیرهای مستقل

### کارایی سرمایه‌گذاری

متغیر مستقل در تحقیق حاضر کارایی سرمایه گذاری است که در این پژوهش به پیروی از پژوهش چن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) برای برآورد سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، سرمایه‌گذاری کل را تعریف کردند. به عقیده آن‌ها سرمایه‌گذاری کارا به سرمایه‌گذاری‌هایی اشاره دارد که تنها پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت تأمین مالی شوند. مشابه مدل بیدل و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) آن‌ها از معیار کیوتوبین و رشد فروش برای پیش‌بینی سطح سرمایه‌گذاری استفاده کردند که مطابق با رابطه (۱) است. رابطه (۱):

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_1 \Delta Sale_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

تعریف متغیرهای این رابطه به شرح زیر است:

$INV_{i,t}$ : سرمایه‌گذاری کل شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$Q_{i,t-1}$  (کیوتوبین): مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر دارایی‌های کل.

$\Delta Sale_{i,t-1}$  (درصد تغییرات فروش): درصد تغییر درآمد فروش از سال جاری نسبت به سال قبل.

شرکت‌هایی با باقیمانده خطای مدل رگرسیونی که به صورت منفی می‌باشند، شرکت‌های کم سرمایه‌گذار تلقی می‌شوند و شرکت‌هایی با باقی‌مانده خطای مدل رگرسیونی که به صورت مثبت می‌باشند، نشان‌دهنده شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار هستند (چن و همکاران، ۲۰۱۳).

### متغیر تعدیلگر:

### مالکیت دولتی:

**مالکیت دولتی (GO):** مالکیت دولتی شرکت  $i$  در سال  $t$  که اگر سهامدار عمده دولتی یا شبه دولتی در ساختار مالکیت شرکت وجود داشته باشد، این متغیر برابر یک قرار می‌گیرد و در غیر اینصورت برابر صفر می‌باشد (سجادی، ۱۳۹۷).

### متغیرهای کنترلی

در این تحقیق، برای یکسان نمودن شرکتها از نظر سایر عوامل تأثیرگذار، از متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، اهرم مالی، بازده دارایی استفاده می‌شود. ✓ اندازه شرکت (SIZE):

اندازه شرکت که به صورت لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت محاسبه می‌گردد. انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگتر به علت عدم تقارن اطلاعاتی پایین‌تر و میزان دسترسی بیشتر به منابع تأمین مالی خارجی، سرمایه‌گذاری بیشتری انجام دهند.

✓ اهرم مالی (LEV):

<sup>1</sup> Chen et al

<sup>2</sup> Biddle

اهرم مالی شرکت که به صورت نسبت کل بدهی های شرکت به کل دارایی هاست. انتظار می رود با افزایش نسبت بدهی شرکت و اعمال محدودیت های بیشتر از سوی اعتباردهندگان، میزان سرمایه گذاری شرکتها کاهش یابد. ✓ استقلال هیات مدیره (BI):

نشان دهنده نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره به کل اعضای هیات مدیره می باشد. مدیر غیرموظف؛ عضو پاره وقت هیات مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت میباشد طبق دیدگاه تئوری نمایندگی، مدیران غیرموظف وظیفه نظارت بر سایر اعضای هیات مدیره را بر عهده دارند و حقوق آنان بر اساس ساعات حضور آنها در جلسات پرداخت خواهد شد. نحوه محاسبه، تقسیم تعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره به تعداد کل اعضای هیات مدیره می باشد.

✓ بازده دارایی ها (ROA):

این متغیر از تقسیم سود عملیاتی بر کل دارایی ها محاسبه می شود. با افزایش سودآوری، مسئولیت و تعهد حسابرسان نسبت به ادعاهای احتمالی در مورد سودآوری می یابد.

### یافته های پژوهش شاخص های توصیفی

جدول (۱): شاخص های توصیفی

| متغیر               | میانگین | میان  | انحراف معیار | حداقل | حداکثر |
|---------------------|---------|-------|--------------|-------|--------|
| جریان نقد عملیاتی   | ۰/۱۱۷   | ۰/۱۰۰ | ۰/۱۳         | -۰/۴۶ | ۰/۶۴   |
| کارایی سرمایه گذاری | -۰/۰۴   | -۰/۰۴ | ۰/۶۶         | -۰/۱۶ | ۰/۱۲   |
| مالکیت دولتی        | ۰/۶۱    | ۱/۰۰  | ۱/۰۰         | ۰/۰۰  | ۰/۴۹   |
| اندازه شرکت         | ۶/۰۷    | ۶/۰۱  | ۰/۶۴         | ۴/۳۵  | ۸/۳۱   |
| اهرم مالی           | ۰/۵۹    | ۰/۶۱  | ۰/۲۱         | ۰/۰۲  | ۱/۷۵   |
| استقلال هیات مدیره  | ۰/۶۶    | ۰/۶۰  | ۰/۱۹         | ۰/۰۰  | ۱/۰۰   |
| بازده دارایی ها     | ۰/۱۲    | ۰/۱۱  | ۰/۱۴         | -۰/۷۸ | ۰/۷۰   |

با نگاهی به جدول (۱) می توان دریافت که میانگین و میانه عمده متغیرها فاصله چندانی باهم ندارند و هر چه مقدار میانگین یک متغیر به میانه آن نزدیک باشد، توزیع آن متغیر به توزیع نرمال نزدیک تر است که در توزیع نرمال، میانگین و میانه بر یکدیگر منطبق هستند. در بین متغیرها، اندازه شرکت با مقدار (۶/۰۷) دارای بیشترین میانگین و کارایی سرمایه گذاری با مقدار (۰-/۰۴) دارای کمترین میانگین است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای موردبررسی به این نتیجه می رسیم که متغیر مالکیت دولتی (۱/۰۰) نسبت به سایر متغیرها دارای بیشترین پراکندگی است و این بدان معناست که این متغیر نوسانات شدیدتری دارد و متغیر جریان نقد عملیاتی (۰/۱۳) دارای کمترین پراکندگی است. کوچک ترین و بیشترین مقدار جریان نقد عملیاتی

شرکت‌های نمونه در تحقیق که متغیر وابسته این تحقیق است برابر با (۰/۴۶-) و (۰/۶۴) است که بیانگر متفاوت بودن مقدار جریان نقد عملیاتی در بین شرکت‌های مورد بررسی است.

### آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

برای بررسی پایایی متغیرها، از آزمون ریشه واحد دیکی فولر استفاده شده است. با توجه به سطح معناداری هر یک از آزمون‌ها، در سطح ۹۵ درصد، می‌توان گفت متغیرهای مستقل، وابسته، تعدیلی و کنترلی طی دوره پژوهش پایا بوده‌اند.

جدول (۲): خلاصه نتایج آزمون ریشه واحد- آزمون دیکی فولر

| متغیر               | آماره آزمون | سطح معناداری | نتیجه |
|---------------------|-------------|--------------|-------|
| جریان نقد عملیاتی   | -۲۹/۵۳      | ۰/۰۰         | پایا  |
| کارایی سرمایه گذاری | -۲۹/۴۳      | ۰/۰۰         | پایا  |
| مالکیت دولتی        | -۱۸/۴۱      | ۰/۰۰         | پایا  |
| اندازه شرکت         | -۱۷/۱۱      | ۰/۰۰         | پایا  |
| اهرم مالی           | -۲۸/۸۴      | ۰/۰۰         | پایا  |
| استقلال هیات مدیره  | -۱۷/۴۴      | ۰/۰۰         | پایا  |
| بازده دارایی‌ها     | -۲۸/۵۹      | ۰/۰۰         | پایا  |

### آزمون ناهمسانی واریانس

بررسی نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس که با آزمون وایت انجام شد، نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری مقدار آماره، برای مدل تحقیق در سطح خطای کمتر از ۵ درصد، کوچک‌تر از ۰/۰۵ و معنی‌دار است، به عبارت دیگر فرضیه  $H_0$  مبنی بر همسانی واریانس جملات خطا رد می‌شود، یعنی جملات خطا از واریانس همسانی برخوردار نمی‌باشند (جدول ۴).

جدول (۳): آزمون همسانی واریانس

| آزمون وایت | مقدار آماره | سطح معنی‌داری |
|------------|-------------|---------------|
| مدل اول    | ۶/۳۲        | ۰/۰۰          |
| مدل دوم    | ۷/۲۰        | ۰/۰۰          |

برای تخمین الگوهای اقتصادی، روش‌های متفاوتی وجود دارد. با لحاظ کردن فروض کلاسیک، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) بر اساس قضیه گاوس-مارکف بهترین تخمین زننده خطی بدون تورش است؛ اما در صورت وجود ناهمسانی واریانس دیگر روش حداقل مربعات معمولی (OLS) روش مناسبی برای تخمین نیست که از این رو با وزن دادن (Cross-section weights) به رفع آن پرداخته و مدل مناسب برای تخمین آزمون فرضیه‌ها روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) خواهد بود

### بررسی هم خطی مدل‌ها - عامل تورم واریانس (VIF)

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل می باشد. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می شود که تعداد متغیرهای معنی دار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می باشد. با توجه به آزمون معیار تورم واریانس، نتایج نشان می دهد که مقادیر عامل تورم واریانس برای هریک از متغیرهای توضیحی مدل تحقیق ارائه شده کمتر از ۱۰ می باشند؛ بنابراین، مشکل هم خطی در مدل وجود ندارد.

### انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون

در استفاده از داده های ترکیبی از مدل های مختلفی برای آزمون فرضیه ها استفاده می شود. این مدل ها شامل روش هایی مانند مدل اثر ثابت، مدل اثر تصادفی، مدل رگرسیون به ظاهر نامرتب و مدل داده های تلفیقی است. همچنین، آزمون هایی برای تعیین نوع مدل متناسب با داده های تحقیق، مانند آزمون چاو (F)، هاسمن و بروش پاگان وجود دارد. برای انتخاب روش مناسب برای تخمین مدل های مزبور در مقاطع و دوره های زمانی مختلف داده های ترکیبی، از آزمون F مقید (چاو) استفاده شده است؛ که خروجی آزمون در جدول ۴ نشان داده شده است. فرض های مربوط به آزمون چاو به شرح زیر است:

فرضیه صفر ( $H_0$ ): همه ی عرض از مبدأها در مدل باهم برابرند (ساختار Pool).

فرضیه مقابل ( $H_1$ ): حداقل یکی از عرض از مبدأها با بقیه متفاوت است (ساختار Panel).

جدول (۴): نتایج آزمون چاو (F مقید) در بررسی مدل فرضیات تحقیق

| نوع آزمون                     | نتیجه آزمون چاو | p-value | آماره F | آزمون چاو |
|-------------------------------|-----------------|---------|---------|-----------|
| داده های ترکیبی<br>Panel data | $H_0$ رد می شود | ۰/۰۰    | ۱۰۶/۶۳  | مدل اول   |
| داده های ترکیبی<br>Panel data | $H_0$ رد می شود | ۰/۰۰    | ۱۱۲/۳۲  | مدل دوم   |

برای انتخاب از میان طرح پنل یا رگرسیون تجمیع شده (تلفیقی) از آزمون F (چاو) استفاده شد به طوریکه سطح معناداری آزمون F اگر کمتر از ۵ درصد باشد، پنل انتخاب می شود. همانطور که در خروجی آزمون F مشاهده می نمائید فرضیه صفر مدل رد شده و پنل انتخاب می شود. برای انتخاب از میان روش های پنل از آزمون هاسمن استفاده می کنیم. در صورتی سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵ درصد باشد، مدل اثرات تصادفی و در صورتی که سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد، مدل اثرات ثابت انتخاب می شود؛ خروجی آزمون هاسمن به شرح جدول ۵ می باشد.

جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن در بررسی مدل فرضیات تحقیق

| نوع آزمون  | نتیجه آزمون هاسمن | p-value | آماره | آزمون هاسمن |
|------------|-------------------|---------|-------|-------------|
| اثرات ثابت | $H_0$ رد می شود   | ۰/۰۰    | ۲۵/۰۵ | مدل اول     |
| اثرات ثابت | $H_0$ رد می شود   | ۰/۰۰    | ۲۸/۷۶ | مدل دوم     |

## تخمین مدل ها و بررسی فرضیه های تحقیق نتایج حاصل از فرضیه اول

❖ بین سرمایه گذاری و جریان وجوه نقد عملیاتی رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۶): نتایج تخمین فرضیه تحقیق

| متغیرها                    | ضرایب          | انحراف استاندارد ضرایب | آماره t   | سطح معناداری |
|----------------------------|----------------|------------------------|-----------|--------------|
| کارایی سرمایه گذاری        | ۰.۰۲۱۷۹۹       | ۰.۰۰۸۴۱۷               | ۲.۵۹۰۰۰۰  | ۰.۰۰۹۹       |
| اهرم مالی                  | ۰.۱۹۴۳۷۵       | ۱.۵۶۰۱۰۹               | ۰.۱۲۴۵۹۱  | ۰.۹۰۰۹       |
| استقلال هیئت مدیره         | ۰.۳۵۰۴۶۴       | ۰.۱۸۳۰۹۷               | ۱.۹۱۴۰۸۸  | ۰.۰۵۶۲       |
| اندازه شرکت                | ۰.۴۷۳۶۵۷       | ۰.۶۰۶۲۰۳               | ۰.۷۸۱۳۵۰  | ۰.۴۳۵۰       |
| بازده دارایی               | ۴۹.۶۳۵۳۰       | ۹.۴۹۹۳۴۷               | ۵.۲۲۵۱۲۸  | ۰.۰۰۰۰       |
| عرض از مبدا                | -۱.۲۱۲۵۳۷      | ۰.۶۱۲۱۸۶               | -۱.۹۸۰۶۷۰ | ۰.۰۴۸۲       |
| ضریب تعیین                 | ۰.۶۲           |                        |           |              |
| آماره اف و سطح معناداری آن | (۰,۰۰۰) ۱۱۸,۶۱ |                        |           |              |
| دوربین واتسون              | ۲,۰۱           |                        |           |              |

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F از ۱ درصد کوچکتر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی دار بوده و فرضیه H<sub>1</sub> آزمون F در سطح اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۶۲ درصد متغیر جریان وجوه نقد، توسط متغیر توضیحی تبیین می گردد. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود. چون مقدار آن ۲/۰۱ بین بازه قابل قبول قرار دارد، فرض همبستگی جملات خطا رد می شود. با توجه به نتایج آزمون فرضیه، متغیر کارایی سرمایه گذاری با توجه به اینکه سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد است، که نشان دهنده رابطه معنادار با جریان وجوه نقد است. لذا فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. همچنین متغیرهای کنترلی بازده دارایی با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با جریان وجوه نقد دارند. اما اهرم مالی، استقلال هیئت مدیره و اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با جریان وجوه نقد ندارد.

## نتایج حاصل از فرضیه دوم

❖ مالکیت دولتی بر رابطه بین سرمایه گذاری و جریان وجوه نقد عملیاتی تاثیر معناداری دارد.

جدول (۷): نتایج تخمین فرضیه تحقیق

| متغیرها             | ضرایب    | انحراف استاندارد ضرایب | آماره t  | سطح معناداری |
|---------------------|----------|------------------------|----------|--------------|
| کارایی سرمایه گذاری | ۱.۰۱۴۲۹۷ | ۰.۰۰۷۶۶۵               | ۱۳۲.۳۲۸۸ | ۰.۰۰۰۰       |
| مالکیت دولتی        | ۹.۷۲۲۲۵۲ | ۲.۸۹۹۲۴۱               | ۳.۳۵۳۳۷۹ | ۰.۰۰۰۹       |



|                                   |                |          |           |        |
|-----------------------------------|----------------|----------|-----------|--------|
| مالکیت دولتی* کارایی سرمایه گذاری | ۰.۹۹۹۸۷۴       | ۰.۰۰۶۰۸۶ | ۱۶۴.۲۸۴۷  | ۰.۰۰۰۰ |
| اهرم مالی                         | -۲.۹۸۱۷۵۸      | ۲.۰۲۳۴۹۹ | -۱.۴۷۳۵۶۵ | ۰.۱۴۱۳ |
| استقلال هیئت مدیره                | ۰.۱۰۵۰۶۹       | ۰.۰۵۵۴۷۹ | ۱.۸۹۳۸۳۰  | ۰.۰۵۸۹ |
| اندازه شرکت                       | -۰.۵۰۲۳۸۸      | ۰.۳۳۰۴۴۱ | -۱.۵۲۰۳۵۶ | ۰.۱۲۹۰ |
| بازده دارایی                      | ۱۱.۱۶۸۹۱       | ۱.۹۶۸۸۲۱ | ۵.۶۷۲۸۹۲  | ۰.۰۰۰۰ |
| عرض از مبدا                       | ۱.۸۲۸۱۱۹       | ۰.۹۲۱۷۹۲ | ۱.۹۸۳۲۲۳  | ۰.۰۴۷۸ |
| ضریب تعیین                        | ۰.۶۰           |          |           |        |
| آماره اف و سطح معناداری آن        | (۰,۰۰۰) ۱۱۶,۸۷ |          |           |        |
| دوربین واتسون                     | ۱/۹۷           |          |           |        |

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F از ۱ درصد کوچکتر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی دار بوده و فرضیه H<sub>1</sub> آزمون F در سطح اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۶۰ درصد متغیر جریان وجوه نقد، توسط متغیر توضیحی تبیین می گردد. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود. چون مقدار آن ۱/۹۷ بین بازه قابل قبول قرار دارد، فرض همبستگی جملات خطا رد می شود. با توجه به نتایج آزمون فرضیه، متغیر تعاملی مالکیت دولتی\* کارایی سرمایه گذاری با توجه به اینکه سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد است، که نشاندهنده رابطه معنادار با جریان وجوه نقد است. لذا فرضیه دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. همچنین متغیرهای کنترلی بازده دارایی با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با جریان وجوه نقد دارند. اما اهرم مالی، استقلال هیئت مدیره و اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با جریان وجوه نقد ندارد.

### بحث و نتیجه گیری و پیشنهادهای پژوهش

مالکیت دولتی به عبارتی دیگر مالکیت نهاد دولتی چندین محرک بر نظارت بر گزارشگری مالی و بهبود عملکرد شرکت ها دارند. در صورت وضعیت مالکیت دولتی معمولاً مشکلات نمایندگی کم خواهد شد و این امر می تواند بر عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد. فاسیو (۲۰۱۹) عنوان می دارد که اگر ارتباطات دولتی به عنوان یک عامل سودآوری در نظر گرفته شود، می تواند منجر به تحریف تصمیمات سرمایه گذاری و یا القاء تصمیمات سرمایه گذاری نامناسب گردد که در نتیجه این امر منجر به کاهش عملکرد شرکت خواهد شد. اگرچه اشکال مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکت ها بر تصمیم گیری های مالی شرکت ها تأثیرگذار است. همچنین شرکت هایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند، در انتخاب فرصت های سرمایه گذاری بهتر عمل می کنند و می توانند از وابستگی های دولتی جهت انتخاب پروژه های با ارزش فعلی مثبت بهره مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و باعث افزایش عملکرد شرکت شود. میزان سرمایه گذاری شرکت ها می تواند ناشی از عوامل متعددی باشد که یکی از این عوامل جریان وجوه نقد شرکت و درواقع میزان منابع مالی در اختیار برای تأمین مالی پروژه های جدید است. اینکه تأمین مالی سرمایه گذاری های جدید در شرکت از چه طریقی انجام شود؛ متأثر از تصمیمات مدیریت است ولی به طور کلی به نظر می رسد که هرچه جریانات وجوه

نقدی شرکت بالاتر باشد، میزان سرمایه‌گذاری‌هایش افزایش یابد. اهمیت جریان‌ات نقدی زمانی بیشتر می‌شود که شرکت‌ها با محدودیت‌های تأمین مالی و دسترسی به منابع مواجه هستند و ناگزیر به اتکا بر منابع مالی داخلی هستند. زمانی که یک نوسان منفی در جریان نقدی به وجود می‌آید؛ شرکت مقداری از منابع مالی خود را از دست می‌دهد و تغییراتی در رفتار سرمایه‌گذاری مدیران به وجود می‌آید. از این رو هدف این تحقیق بررسی این موضوع است که آیا مالکیت دولتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و جریان وجوه نقد تاثیر معناداری دارد یا نه؟ جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ و با استفاده از اطلاعات ۱۳۴ شرکت و روش رگرسیون خطی چند متغیره به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شد که نتایج آزمون نشان داد سرمایه‌گذاری و جریان وجوه نقد رابطه معناداری دارند و همچنین در دیگر نتایج آزمون فرضیه‌ها مشاهده شد که مالکیت دولتی تاثیر معناداری بین سرمایه‌گذاری و جریان وجوه نقد دارد. در پژوهش‌های آتی این تحقیق رو با توجه به تفکیک صنایع انجام شود و نتایج آن مورد بررسی و تحلیل قرار گیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود این تحقیق در سال‌های آتی در بازه زمانی بیشتری مورد آزمون قرار گیرد.

## منابع

- ✓ ایزری، مهدی، صمدی، سعید، تیموری، هادی، (۱۳۸۷)، بررسی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار، جستارهای اقتصادی، دوره ۵، شماره ۱۰، صص ۱۳۷-۱۶۲.
- ✓ اسکندری، علی، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین هزینه تحقیق و توسعه و عملکرد آتی شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳۹، صص ۸۱-۱۰۶.
- ✓ آقای، محمدعلی، حسن زاده، بهروز، (۱۳۹۷)، مقایسه پذیری حسابداری و تأثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری، دانش حسابداری، دوره ۹، شماره ۲، صص ۷-۳۴.
- ✓ آقای، محمدعلی، نضافت، احمدرضا، ناظمی اردکانی، مهدی، جوان، علی‌اکبر، (۱۳۸۸)، بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال اول، شماره اول و دوم، صص ۵۳-۷۰.
- ✓ الهایی سحر، مهدی، اسکندر، هدی، (۱۳۹۶)، اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر انواع عدم کارایی سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۹، شماره ۳۵، صص ۹۵-۱۲۰.
- ✓ بادآورنهدی، یونس، قادری، صلاح الدین، بهشتی نهندی، رضا، (۱۳۹۲)، تأثیر شفافیت اطلاعات حسابداری بر ناکارایی سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، دوره ۲۱، شماره ۶۸، صص ۶۵-۸۲.
- ✓ باقری، رضا، اخروی، علی، علیمردانی، محمد، (۱۳۹۹)، بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- ✓ برندک، سجاد، پاک مرام، عسگر، علی پور، سعید، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر جریان نقد عملیاتی بر ارقام تعهدی غیرعادی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نوع صنعت، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۷، شماره ۳، صص ۹۹-۱۲۰.

- ✓ بهرامی، مصطفی، یزدی، بهرام، عابدی، محمد، (۱۳۹۹)، بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و عملکرد آتی شرکت، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.
- ✓ ثقفی، علی، قاسم بولو و محمد محمدیان. (۱۳۹۰). کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد. جریان نقد آزاد. پیشرفت‌های حسابداری، پیاپی ۶۱/۳، صص ۳۷-۶۳.
- ✓ جاوید، سهیلا، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه تنوع جنسیتی و مالکیت دولتی با ریسک‌پذیری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی امام جواد (ع).
- ✓ دانشمند، شیدا، (۱۳۹۴)، مدل سازی انتخاب صندوق سرمایه گذاری مشترک با رویکرد مدل سازی ساختاری تفسیری (ISM)، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه علم و هنر.
- ✓ سجادی، علی، (۱۳۹۷)، بررسی رابطه بین بیش اطمینانی و عملکرد آتی شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه ساری.
- ✓ صادقی، مریم، موسوی، رضا، حسینی، زهرا، (۱۳۹۸)، بررسی مالکیت دولتی و ارزش شرکت، مجله علوم اجتماعی و انسانی پیشین، دوره ۵، شماره ۶۴، صص ۳۳-۵۴.
- ✓ صفری گرایلی، مهدی، رعنائی، فاطمه، (۱۳۹۶)، بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها بر این رابطه، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۵، شماره ۱، صص ۸۳-۹۸.
- ✓ طباطبائی، سپیده سادات، (۱۳۹۶)، رابطه نوسان‌های جریان وجه نقد و سررسید بدهی شرکت‌ها، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه البرز قزوین.
- ✓ عزیزی، آرزو، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین ساختار سرمایه با نوسان‌های وجه نقد در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شاهرود.
- ✓ کامیابی، یحیی، بیکروان فرد، بیتا، سلمانی، رسول، (۱۳۹۳)، مطالعه رابطه بین نوسان‌های جریان نقدی و حساسیت جریان‌های نقدی - وجه نقد با سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۲۱۱-۲۲۸.
- ✓ محمودی، مجید، (۱۳۹۷)، بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.
- ✓ نخجوانی، احمد، (۱۳۸۲)، اقتصاد ایران، انتشارات مرکز آموزش و تحقیقات صنعتی ایران، چاپ اول، صص ۳۶-۴۷.
- ✓ Abel, A. (1983), Optimal Investment under Uncertainty, American Economic Review, 73, 228-233.
- ✓ Almeida, H. Campello, M. Weisbach, M.S. (2007). The cash flow sensitivity of cash. Journal of Financial. No 59.
- ✓ Ang, J.A., Ding, J.L. (2019). Examining the performance of companies with different government ownership. Journal of Financial Economics, 35(3), 371-390.
- ✓ Armstrong, C. S. K. Balakrishnan and D. Cohen (2012), corporate governance and the information environment: evidence from state antitakeover laws, Journal of Accounting and Economics, 53, 1-2, 185-204.
- ✓ Beatty, A., Liao, S., Yu, J.J. (2013). The spillover effect of fraudulent financial reporting on peer firms investments. Journal of Accounting and Economics. 55, 183-205.

- ✓ Ben , T., (2020). The Impact of Public Ownership on the Relationship between Equity Cost and Company Value: Department of Accounting, Finance, Economics and Political Science, College of Business and Global Affairs, University of Tennessee, Martin, Tennessee, USA.
- ✓ Biddle, G., Hilary, G., & Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2-3), 112-131.
- ✓ Black, B. and J. Coffee (1994). Hail Britannia: institutional investor behavior under limited regulation, *Michigan Law Review*, No. 92, pp. 1997 -2087.
- ✓ Bliss, D.A., Gole, P., (2018). Investigating the relationship between government ownership and company value. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2–19.
- ✓ Chen, C., Young, D., Zhuang, Z. (2013). Externalities of Mandatory IFRS Adoption: Evidence from Cross-Border Spillover Effects of Financial Information on Investment Efficiency. *The Accounting Review*, 88 (3), 881-914.
- ✓ Chircop, J., Collins, W.D., Helgehass, L. (2016). Accounting comparability and corporate innovative efficiency. Working Paper. The management school, Lancaster University.
- ✓ Chris, Scott, Li (2019). Cash flow volatility and trade credit in Asia. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 15 No. 2, pp. 257-271. <https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2018-0062>
- ✓ Citrel, f. (2020). Connected lending: Thailand before the financial crisis, *The Journal of Business*, 79. 1, 181-218.
- ✓ DeFranco, G., Kothari, S.P., Verdi, R.S. (2011). The benefits of financial statement comparability. *Journal of Accounting Research*. 49, 895-931.
- ✓ Duru, A. Wang, D. and Zhao, Y.J. (2013), staggered boards, corporate Opacity and firm value, *Journal of Banking and Finance*, 37. 2, 341-360
- ✓ Fascio, S. (2019). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 605–617
- ✓ Francis, B. B. Hasan, I. John, K. and Waisman, M. (2010), The effect of state antitakeover laws on the firm's bondholders, *Journal of Financial Economics*, 96. 1, 127-154.
- ✓ Francis, B. B. I. Hasan, K. John, and L. Song (2011). Corporate governance and dividend payout policy: a test using antitakeover legislation. *Financial Management*, Vol. 40 No. 1, pp 83–112.
- ✓ Fun, t.(2017).The politics of bank failures: evidence from emerging markets, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120 No. 4, pp. 1413-1444.
- ✓ Gomariz, Cutillas, Ballesta, Sánchez and Pedro, Juan (2013). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. Available at URL [www.elsevier.com/locate/jbf](http://www.elsevier.com/locate/jbf)
- ✓ Gordon, M.J., (1992), The Neoclassical and a Post Keynesian Theory of Investment, *Journal of Post Keynesian economics*, Vol.14, PP. 425-443.
- ✓ Gregorio, A., Dey, A., Lys, T.Z., (2019). Investigating the relationship between government ownership and company value. *The Accounting Review*, 83(3), 757– 787.
- ✓ Hayashi, F., (1982), Tobin’s Marginal Q and Average Q: a Neoclassical Interpretation, *Econometrica*, 50, 213-224.
- ✓ Jing, D. (2005). Cash flow volatility and dividend policy. Thesis for Master of Science, University of Singapore. *Journal of Public Economics*, 89(9-10) (September), pp. 1593-1610.
- ✓ Khan, A. D. G. Mihret, and M. B. Muttakin (2016), Corporate political connections, agency costs and audit quality, *International Journal of Accounting & Information Management*,. 24. 4, 357-374.
- ✓ Khan, J.A., Coles, J.L., Terry, R.L., (2019). Investigating the relationship between government ownership and the future performance of the company. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 371–390

- ✓ Korea,x.(2018).“Does the type of ownership control matter? Evidence from China’s listed companies”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33 No. 1, pp. 171-181.
- ✓ Kwan Lee,l.(2017).“Politicians and banks: political influences on government-owned banks in emerging markets”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 453-479.
- ✓ Lim, J. J. Lee, and J. H. Chang (2015), Financial reporting quality of target companies and acquirer returns: evidence from Korea, *International Journal of Accounting & Information Management*,. 23. 1, 16-41.
- ✓ Ling, L., Zhou, X., Ling, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016). Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, 18 (August), 328-333.
- ✓ Myers, S.C., (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*,.5, 147–175.
- ✓ Nobanee, H., Ellili, N. (2017) Does Operational Risk Disclosure Quality Increase Operating Cash Flows? *Brazilian Administration Review*, 14 (4) pp 1-13.
- ✓ Tebourbi, M., Oesch, D., Schmid, M.M.,(2020).Investigate the cost of research and development and the future performance of the company with emphasis on the role of overconfidence and government ownership, and firm value: Evidence from the EU area. *European Financial Manage*, 19(3), 452–469.
- ✓ Vintala , M., Stephen, (2020). Investigating the Impact of Government Ownership on Company Value : Evidence from the EU area. *European Financial Manage*, 19(3), 452–469.
- ✓ WeiChen, C., W-Collins, D., Kravet, T., Mergenthaler, R. (2016). Financial statement comparability and the efficiency of acquisition decisions. *Working Paper*, University of Illinois at Urbana-Champaign