



## تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری

رسول برادران حسن زاده<sup>۱</sup>  
وحید تقی‌زاده خانقاه<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۷/۲۹ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۰۹/۳۰

### چکیده

تئوری نمایندگی بیان می‌کند که هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌باشد که ممکن است پیامدهایی مانند انحراف از رفتار سرمایه‌گذاری مطلوب را در پی داشته باشد. بنابراین، احتمال می‌رود که مدیران رفتار سرمایه‌گذاری متفاوتی با وجود هزینه‌های نمایندگی داشته باشند. از این رو مقاله حاضر با بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری سعی دارد تا چالش پیش رو را در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دهد. بدین ترتیب، تعداد ۱۱۰ شرکت با روش نمونه‌گیری حذفی انتخاب گردید. جهت اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی از نسبت‌های کارایی و تعامل فرصت‌های رشد با جریان‌های نقد آزاد و برای تخمین میزان رفتار سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد) از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) استفاده شده است. از الگوی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که هزینه‌های نمایندگی موجب انحراف از رفتار سرمایه‌گذاری مطلوب می‌شوند. بدین ترتیب با افزایش هزینه‌های نمایندگی مشکلات مربوط به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد تشدید می‌شود و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد. همچنین، نتایج نشان داد که شدت تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار متفاوت از شرکت‌های کم سرمایه‌گذار می‌باشد.

**واژه‌های کلیدی:** هزینه‌های نمایندگی، رفتار سرمایه‌گذاری، مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی.

۱- دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران، نویسنده اصلی.

۲- دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران، مسئول مکاتبات.  
Vahid20t@yahoo.com

## ۱- مقدمه

ادبیات پیشین نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران بطور قابل ملاحظه‌ای تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد و منجر به تشدید مشکلات نمایندگی می‌شود (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۰؛ ۵). این مشکلات در بازارهای در حال توسعه مانند ایران بیشتر از بازارهای توسعه یافته است. یکی از نقش‌های مهم بازارهای مالی تخصیص منابع از عوامل مختلف اقتصادی به شرکت‌هایی است که بتوانند از این منابع به خوبی استفاده کنند، در نتیجه امکان سرمایه‌گذاری مؤثر برای شرکت‌ها فراهم می‌شود. با این وجود، مشکلات اطلاعاتی و انگیزه‌های افراد در بازارهای مالی ناشی از هزینه‌های نمایندگی است. هزینه‌های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارد، یعنی اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه‌هایی را داشته باشد، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت. همچنین این هزینه‌ها می‌توانند تخصیص کارآمد سرمایه را به اقتصاد مختل نمایند و بر رشد اقتصاد تأثیر منفی داشته باشند. این مشکلات بنیادی که ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت می‌باشد، منجر به ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود (گارینگلیا و همکاران، ۲۰۱۲؛ ۱۳). به عقیده مایرز و مجلوف (۱۹۸۴)، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران، به سرمایه‌گذاری کمتر از حد منجر می‌شود. در زمانی که شرکت، به تأمین مالی برای پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت نیاز دارد، و مدیران شرکت‌ها نیز در جهت منافع سهامداران کنونی عمل می‌نمایند، این امکان وجود دارد که حتی به قیمت صرف نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود، از تأمین مالی به وسیله انتشار سهام به قیمت کمتر، اجتناب شود.

رابطه نمایندگی دربرگیرنده قراردادی است که بر طبق آن یک یا چند نفر مالک، شخص دیگری را به عنوان نماینده یا عامل از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به وی توفیق می‌کنند. شکل‌گیری رابطه نمایندگی، همراه با منافع متضادی است که در نتیجه جدایی مالکیت از مدیریت، هدف‌های متفاوت و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران رخ می‌دهد (مهدوی و منفرد مهارلوئی، ۱۳۹۰؛ ۶). بنابراین سهامداران باید مخارجی را متحمل گردند تا بتوانند منافع مدیران را با خود همسو نمایند یا حداقل از اقدامات وی در جهت منافع خودش کسب اطمینان نمایند. از آنجا که چنین مخارجی به واسطه انعقاد قرارداد میان مدیران و سهامداران و شکل‌گیری رابطه نمایندگی پدید می‌آید، هزینه‌های نمایندگی نامیده می‌شود. هزینه‌های نمایندگی را می‌توان به سه گروه عمده طبقه‌بندی کرد. گروه اول، مخارج مربوط به نظارت بر عملکرد و تلاش‌های مدیر، مانند هزینه سازوکارهای کنترلی و نظارتی، است. گروه دوم، هزینه‌های مربوط به ساختار سازمانی هستند به گونه‌ای که بتوان رفتار نامطلوب مدیر را محدود کرد. گروه سوم از هزینه‌های نمایندگی، شامل هزینه‌های فرصت از دست رفته ناشی از اعمال محدودیت بر مدیر است.

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. از آنجایی که هزینه‌های نمایندگی به لحاظ نظری می‌تواند از طریق افزایش ریسک، حجم و پیچیدگی عملیات واحدهای مورد رسیدگی بر ارزش شرکت تأثیر منفی داشته باشد، بنابراین انتظار می‌رود که تصمیمات داخلی شرکت با افزایش هزینه‌های نمایندگی تحت تأثیر قرار گیرد. از

این رو، به نظر می‌رسد انجام چنین پژوهشی به دلایل زیر مهم باشد: ابتدا اکثر پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که تضاد منافع بین مدیران و سهامداران منجر به انحراف از تصمیمات مطلوب سرمایه‌گذاری می‌شود (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ چن و همکاران، ۲۰۱۱؛ چنگ و لین، ۲۰۱۳)، اما مشخص نیست که میزان این تضاد تا چه حد ناشی از هزینه‌های نمایندگی می‌باشد. دوماً، به منظور جلوگیری از رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، برخی از شرکت‌ها متحمل هزینه‌های نمایندگی بالایی همچون هزینه‌های نظارت بر عملکرد مدیران می‌شوند. بررسی این موضوع که تا چه حد وجود هزینه‌های نمایندگی برای شرکت‌های ایرانی ممکن است آثار سوء داشته باشد، نیاز به مطالعه دارد. سوماً، به دلیل دسترسی اکثر مدیران به جریان‌های نقد آزاد معمولاً شرکت‌های ایرانی دچار بیش سرمایه‌گذاری بالایی هستند، همچنین مدیران به جای استفاده از بدهی‌ها برای کاهش تضاد منافع بین اعضای شرکت، از آن برای تأمین مالی پروژه‌های کم بازده استفاده می‌کنند. بررسی این که آیا چنین رویدادهایی ممکن است ناشی از هزینه‌های نمایندگی باشد، بسیار مهم است. در نهایت با توجه به این که سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد با اهداف گوناگونی در شرکت‌ها صورت می‌پذیرد، نیاز است که تفاوت تأثیر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار و کم سرمایه‌گذار مشخص شود.

در ادامه ساختار مقاله به این صورت است: در بخش دوم مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح می‌شود. در بخش سوم و چهارم به ترتیب فرضیه‌های پژوهش و روش پژوهش ذکر می‌گردد. در بخش پنجم و ششم به ترتیب جامعه و نمونه آماری و متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد و در نهایت در بخش هفتم و هشتم یافته‌ها و نتیجه‌گیری و پیشنهادها پژوهش مطرح می‌شود.

## ۲- مبانی نظری پژوهش

سرمایه‌گذاری بیشتر از حد این امکان را برای مدیریت بوجود می‌آورد که از قدرت تصمیم‌گیری خود برای تأمین مالی پروژه‌های بی‌ثمر یا پروژه‌هایی با ریسک بالا که می‌تواند به منافع سهامداران و همچنین اعتباردهندگان آسیب رساند، سوء استفاده کند. با در نظر گرفتن این فرضیه که مدیریت از مالکیت جدا است، مشکل سرمایه‌گذاری بیشتر از حد در درجه نخست ارتباط بین مدیران و سهامداران را که ناشی از تضاد منافع است، تحت تأثیر قرار می‌دهد (جنسن، ۱۹۸۶؛ ۳۲۷). در عوض در شرکت‌هایی که مالک همزمان مدیر شرکت است، تضاد منافع تنها بین سهامداران داخلی وجود دارد، علاوه بر این، اعتقاد بر این است که این مشکل، می‌تواند منجر به کاهش منابع و ارزش شرکت از سوی هیئت مدیره حاکم باشد که در نهایت بروز این رویکرد رابطه بین مدیران و اعتباردهندگان را تحت تأثیر قرار می‌دهد (لاندرس و ژانو، ۲۰۰۳؛ ۷). مشکل سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بر اساس این فرضیه است که تأکید مدیران بر اهداف شرکت متفاوت از سهامداران است. این تضاد منافع موجب ایجاد رفتارهای فرصت‌طلبانه در مدیران شده و هزینه‌های نمایندگی را بوجود می‌آورد. از آنجایی که روابط نمایندگی هزینه‌های زیادی را به سهامداران تحمیل می‌کند ارزش نهایی شرکت کاهش می‌یابد (جنسن و ملک لینگ، ۱۹۷۶؛ ۳۴۲). فراتر از به حداکثر

رساندن ارزش سهامداران، مدیران شرکت را به عنوان یک منبع سود اقتصادی و ابزاری برای افزایش سرمایه انسانی خود در نظر می‌گیرند (جاستارانت، ۲۰۰۲؛ ۳۰). به همین دلیل مدیران گاهی اوقات تصمیمات ناکارآمد خود را که تنها یک هدف نهفته در افزایش سود شخصی خود است، بدون توجه به پیامدهای احتمالی که می‌تواند به سهامداران آسیب رساند به پیش می‌برند.

مشکل سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌تواند در اشکال مختلف نمایان شود. به عقیده جنسن (۱۹۸۶) سرمایه‌گذاری بیشتر از حد به چگونگی استفاده مدیران از منابع مالی شرکت مربوط می‌شود. زمانی که پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور و فرصت‌های رشد ناچیز است، مدیران ترجیح می‌دهند که از جریان‌های نقد آزاد (جریان نقد قابل دسترس برای انجام سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت) برای اهداف فرصت‌طلبانه خود به جای پرداخت به سهامداران از طریق سود سهام، استفاده کنند. در همین راستا جنسن (۱۹۸۶) و استالز (۱۹۹۰) بیان می‌کنند که گسترش شرکت فراتر از حد خود سطح مطلوبی از افزایش منابع را بطور مستقیم در اختیار مدیران قرار می‌دهد. این گسترش شرکت و افزایش منابع، حقوق، اعتبار و قدرت بیشتر را برای مدیران در پی دارد به این رویداد اصطلاحاً "پدیده ساختن امپراتوری"<sup>۱۱</sup> گفته می‌شود. با این وجود، در صورتی که شرکت دارای فرصت‌های رشد کم باشد، افزایش بیش از حد در اندازه شرکت در تضاد مستقیم با منافع سهامداران است. در حقیقت، گرایش به ساختن امپراتوری موجب می‌شود که مدیران به تمام منابع شرکت (جریان‌های نقد آزاد) دسترسی پیدا کنند. دسترسی بیش از حد به منابع شرکت مدیران را به سمت سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که موجب افزایش اندازه شرکت شده و بر ارزش شرکت تأثیری ندارد، سوق می‌دهد. اساساً مدیران تمایل دارند حتی در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی تا مادامی که اندازه شرکت را افزایش می‌دهد و بر منافع شخصی می‌افزاید، سرمایه‌گذاری کنند (دگریز و دی جونگ، ۲۰۰۱؛ ۴۷). طبق فرضیه هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان‌های نقد آزاد جنسن (۱۹۸۶)، مشکل بودن انجام نظارت توسط سهامداران بر رفتار فرصت‌طلبانه مدیران، این امکان را به آن‌ها می‌دهد که وجه نقدی را که در درون شرکت ایجاد شده، به نفع خودشان و نه در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت، خرج کنند. در واقع طبق نظر جنسن، حجم بالای جریان نقد آزاد در یک واحد تجاری، می‌تواند سبب تشدید تضاد و ناهمسویی منافع مدیران و سهامداران و به تبع آن، افزایش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران گردد. تحقیقات زیادی در تأیید نظریه جنسن، دریافتند که وجه نقد آزاد بیشتر، به مشکلات نمایندگی، منجر می‌شود (وانگ، ۲۰۱۰؛ ۴۱۰).

سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌تواند در شکل‌های دیگری نیز ظاهر شود. برای مثال ویشنی و شیفلر (۱۹۸۹) بیان می‌کنند که مدیران ترجیح می‌دهند در پروژه‌هایی که حتی خالص ارزش فعلی آن‌ها منفی است، سرمایه‌گذاری کنند، اما این افزایش سرمایه‌گذاری موجب می‌شود که فعالیت‌های شرکت بخش جدایی ناپذیر از مهارت‌های شخصی آن‌ها (نوعی جبهه‌گیری) باشد. این نویسندگان جبهه‌گیری مدیریت را به عنوان یک مجموعه از مکانیزم‌های دفاعی تعریف می‌کنند که توسط مدیریت برای تصمیم‌گیری درباره توسعه شرکت ایجاد شده است تا از این طریق به جای انتخاب اسراتژی‌هایی که به نفع شرکت است بر شایستگی‌ها

و مهارت‌های خود تاکید کنند (بریلی و مایرز، ۲۰۰۰؛ ۲۹). در این رویکرد، رابطه‌ای ایجاد می‌شود که به اهمیت ویژگی‌های مدیران مانند مهارت توجه می‌شود، صرف نظر از این که آن‌ها قادر به حفظ مزیت رقابتی شرکت باشند یا نه.

سرمایه‌گذاری کمتر از حد که با عنوان "برآمدگی بدهی" نیز از آن یاد می‌شود، مشکلی است که با رابطه نمایندگی بین سهامداران و اعتباردهندگان یا رابطه بین سهامداران قدیم و جدید ایجاد می‌شود. مایرز (۱۹۹۷) در اولین مطالعه خود بیان کرد که بدهی‌های بالا می‌تواند مدیریت را برای رد پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت تحریک کند که این رویکرد کاهش ارزش شرکت را به دنبال دارد. با وجود بدهی‌های پرمخاطره که نشان دهنده ارزش پایین بازار نسبت به ارزش اسمی است، تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

زمانی که هدف افزایش ارزش شرکت است، مدیران باید تمام گزینه‌های سرمایه‌گذاری را که دارای ارزش خالص فعلی مثبت هستند، تأمین مالی کنند. در عوض مایرز (۱۹۷۷) نشان داد زمانی که بدهی‌های پرمخاطره وجود دارد، مدیرانی که در جهت منافع سهامداران عمل می‌کنند، تمایل به پیروی از تصمیماتی دارند که کاملاً متفاوت از تصمیماتی است که شرکت‌ها در زمان وجود بدهی‌های پرمخاطره اعمال می‌کردند. این رویکرد آن‌ها را مجبور می‌کند که سرمایه‌گذاری‌های سودآور را که می‌تواند منجر به افزایش ارزش شرکت شود، رد کنند. به عبارت دیگر، سهامداران شرکت که با بدهی‌های پرمخاطره مواجه هستند، تمایلی به تأمین مالی پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت ندارند. بنابراین هزینه‌هایی را که عمدتاً به نفع تأمین کنندگان شرکت است، مصرف نمی‌کنند. در این حالت، خالص ارزش فعلی پروژه در حالی مثبت است که ارزش بازار بدهی متناظر با ارزش اسمی بالا رود، به شرطی که مزایای دیگری برای سهامداران در پی نداشته باشد. در حقیقت بدهی‌های پرمخاطره به عنوان یک نوع مالیات بر سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌های جدید عمل می‌کنند. به این دلیل که اکثر ارزش ایجاد شده صرفاً برای اعتباردهندگان به جهت پوشش بدهی‌هایشان است (آستین، ۲۰۰۱؛ ۴۱). در چنین موقعیتی سرمایه‌گذاری زمانی انجام می‌شود که خالص ارزش فعلی مثبت بوده و بالاتر از ارزش اسمی بدهی‌ها باشد (مایرز، ۱۹۷۷؛ ۱۶۲ و بگوویچ و کیم، ۱۹۸۸؛ ۴۲). در حقیقت مدیران به عنوان یک قاعده کلی، تمایل به انتخاب سرمایه‌گذاری‌هایی دارند که خالص ارزش فعلی آن مثبت بوده و بتواند ارزش بدهی را پوشش دهد. با وجود بدهی‌های پرمخاطره، موقعیت‌های بالقوه که در آن مدیریت می‌تواند در راستای منافع سهامداران عمل کند تنها با تصمیمات کمتر از حد مطلوب رخ می‌دهد (مایرز، ۱۹۷۷؛ ۱۶۳). بنابراین، شرکت‌هایی که وام‌های زیادی دریافت کرده‌اند، نمی‌توانند پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت را تأمین مالی کنند، بنابراین فرصت‌های رشد را از دست می‌دهند. جنسن (۱۹۸۶) بیان می‌کند که یکی از دلایل وجود بدهی‌های پرمخاطره وجود هزینه‌های نمایندگی است که بر سهامداران تحمیل می‌شود. از آنجایی که بدهی‌های پرمخاطره موجب تشدید سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود، بنابراین انتظار می‌رود که وجود هزینه‌های نمایندگی علاوه بر ایجاد

مشکلاتی همچون سرمایه‌گذاری کمتر از حد، مشکلاتی مانند کاهش ارزش بازار شرکت را در پی داشته باشد.

علاوه بر مطالب ذکر شده در بالا درباره وضعیت سرمایه‌گذاری کمتر از حد که ناشی از خطر اخلاقی می‌باشد، شرایط سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌تواند از طریق مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی همچون انتخاب ناسازگار نیز رخ دهد (استیلیتز و ویس، ۱۹۸۱؛ ۴۰۰). در حقیقت اعتباردهندگان از احتمال اینکه مدیران و سهامداران بتوانند رفتارهای فرصت‌طلبانه را با محدود کردن شرایط اعتباری اتخاذ کنند، جلوگیری می‌کنند. از آنجایی که تعیین کیفیت رفتارهای مدیریت در انتخاب سرمایه‌گذاری به دلیل فقدان اطلاعات مشکل است، تأمین مالی از طریق بدهی که باید برای کسب منابع مالی پرداخت شود، دارای ریسک بالایی است. بنابراین سرمایه‌های خارجی بهینه به خودی خود نمی‌تواند یک سرمایه‌گذاری سودآور را به دلیل هزینه‌های بالای بدهی برای شرکت به ارمغان آورد. در نتیجه سهامداران هزینه‌های ناشی از تضاد منافع را متحمل می‌شوند (بریلی و مایرز، ۲۰۰۰؛ ۳۱).

در نهایت شرکت‌ها می‌توانند صدور سهام جدید را به جای بدهی استفاده کنند. در این روش تضاد منافع بین سهامداران ارشد و سهامداران جدید شکل می‌گیرد (مایرز و مجلوف، ۱۹۸۴؛ ۱۹۷). سهامداران جدید در حقیقت شناختی از کیفیت واقعی طرح‌های سرمایه‌گذاری ندارند و در نهایت حق بیمه بالایی در ازای منابع مالی خود درخواست می‌کنند. به عبارت دیگر، برای محافظت خود از رفتارهای فرصت‌طلبانه احتمالی، تأمین مالی از طریق صدور سهام به قیمت پایین‌تر از قیمت بازار را اتخاذ می‌کنند. چنین اقداماتی می‌تواند مزایای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت را از بین ببرد و در نتیجه باعث کاهش ارزش شرکت شود. بنابراین این مشکلات باعث عدم دسترسی به منابع لازم برای استفاده از تمام فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. بنابراین، تنها پروژه‌هایی که بازده آن‌ها قادر به از بین بردن تفاوت بین ارزش بازار و ارزش اسمی بدهی و پرداخت کردن به سهامداران است، مناسب می‌باشد.

### ۳- پیشینه پژوهش

شین و کیم به بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر مخارج سرمایه‌گذاری در بین سال‌های ۱۹۸۴-۱۹۹۴ پرداختند. آن‌ها مخارج سرمایه‌ای را بصورت سه ماهه اول، دوم و سوم بررسی کردند، نتایج نشان داد که مخارج سرمایه‌ای در سه ماهه سوم بطور قابل ملاحظه‌ای بالا است. حتی پس از کنترل عوامل مؤثر در تعیین میزان مخارج سرمایه‌ای، شواهد نشان داد که مخارج سرمایه‌ای بطور قابل ملاحظه‌ای در سه ماهه چهارم بالا است اما حساسیت کمتری به فرصت‌های سرمایه‌گذاری در مقایسه با سه ماهه اول و دوم دارد. این شواهد برای شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک و همچنین برای شرکت‌هایی که سطح بالایی از وجه نقد را نگهداری می‌کنند به مراتب بیشتر است. نتایج آن‌ها بیان می‌کند که سطح بالاتر هزینه‌های نمایندگی بر میزان تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر دارد (شین و کیم، ۲۰۰۰؛ ۲۱).

تروانگ به بررسی ارتباط بین ترکیب هیات مدیره و ساختار مالکیت با هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های استرالیایی پرداخت. در تحقیق وی، هزینه‌های نمایندگی با استفاده از دو معیار، نسبت گردش دارایی‌ها و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش، اندازه‌گیری شد. نتایج حاصل بیانگر این بود که بین مالکیت مدیریتی و نسبت گردش دارایی‌ها ارتباط معنی‌دار و مثبت وجود دارد. لیکن بین تعداد سهامداران عمده (تمرکز مالکیت)، درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران عمده و ترکیب هیات مدیره با معیارهای هزینه‌های نمایندگی ارتباط معنی‌داری یافت نشد (تروانگ، ۲۰۰۶؛ ۱۶۵).

ریچاردسون به مطالعه میزان سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و ارتباط آن با جریان‌های نقد آزاد پرداخت و از داده‌های ۵۸۰۵۳ شرکت برای دوره زمانی ۱۹۹۸-۲۰۰۲ استفاده کرد. وی از یک چارچوب مبتنی بر حسابداری برای اندازه‌گیری جریان‌های نقد آزاد و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد استفاده کرد. شواهد نشان داد، مطابق با تئوری نمایندگی، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد در شرکت‌هایی رخ می‌دهد که دارای جریان‌های نقد آزاد بالایی باشند. همچنین نتایج نشان می‌دهد، ساختار حاکمیتی شرکت با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد از طریق جریان‌های نقدی مرتبط است. بدین ترتیب برخی از ساختارهای حاکمیتی مانند حضور فعال سهام داران، به کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد کمک می‌کند (ریچاردسون، ۲۰۰۶؛ ۱۷۰).

فرانسیس و همکاران در مطالعه‌ای رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی را در میان شرکت‌های بزرگ مورد بررسی قرار دادند. برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی از معیار مستقیم قوانین وضع شده در مقابل خطر تصاحب در هر شرکت استفاده کردند. یافته‌ها حاکی از آن است که شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی آن‌ها پیرو قوانین وضع شده سختگیرانه ایالت‌ها درباره تصاحب دیگر شرکت‌ها می‌باشد، هزینه‌های نمایندگی بیشتری متحمل می‌شوند. نتایج این پژوهش نشان داد که حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی در شرایطی که مدیران از خطر تصاحب شرکت توسط دیگران در امان باشند، شدیدتر است (فرانسیس و همکاران، ۲۰۱۰؛ ۱۵).

سرفلینگ به بررسی تأثیر سن مدیر عامل شرکت و سرمایه‌گذاری کمتر از حد بر هزینه‌های نمایندگی پرداخت. نتایج نشان داد که عامل‌های قدیمی‌تر، سرمایه‌گذاری کمتری نسبت به مدیرعامل‌های جوان‌تر انجام می‌دهد. این یافته‌ها در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالاتر، نشان دهنده مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌باشد. علاوه بر این، زمانی که مدیرعامل‌های قدیمی‌تر، سرمایه‌گذاری را انجام می‌دهند، ریسک خاص شرکت کاهش می‌یابد. علاوه بر این، شرکت‌های با مدیرعامل‌های قدیمی، فروش کمتری دارند و رشد کم درآمد و ریسک بازده سهام آن‌ها را تهدید می‌کند. در کل شواهد نشان می‌دهد که سن مدیران اجرایی تأثیر مهمی در سیاست‌های مالی، عملکرد شرکت و ایجاد هزینه‌های نمایندگی در شرکت دارد (سرفلینگ، ۲۰۱۲؛ ۳۲).

گاریگلیا و یانگ به بررسی تأثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی در کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های چینی برای دوره زمانی ۱۹۹۰-۲۰۱۰ پرداختند. آن‌ها برای اندازه‌گیری محدودیت‌های مالی از شاخص کاپلان و زینگلاس (۱۹۹۷) و ویتید و وو (۲۰۰۶) و جهت برآورد میزان

هزینه‌های نمایندگی از نسبت‌های کارایی استفاده کردند. شواهد نشان می‌دهد که ترکیب محدودیت‌های مالی و مشکلات نمایندگی می‌تواند برای توضیح ناکارایی سرمایه‌گذاری در محیط کشور چین مورد استفاده قرار گیرد. به طور خاص نتایج آن‌ها با فرضیه محدودیت‌های مالی فازاری و همکاران (۱۹۸۸) و فرضیه جریان‌های نقد آزاد جنسن (۱۹۸۸) سازگار می‌باشد. بدین معنی که شرکت‌های با جریان‌های نقد پایین به علت محدودیت‌های مالی تمایل به سرمایه‌گذاری کمتر از حد و شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا، تمایل به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد دارند (گارینگلیا و یانگ، ۲۰۱۲؛ ۲۱).

چن و لین رابطه بین خوش‌بینی مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و ارزشیابی شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها برای اندازه‌گیری خوش‌بینی مدیریت از الگوی کمپل (۲۰۱۱)، استفاده کردند و سطوح پیش‌بینی مدیریتی را بر بهبود کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت زمانی که شرکت‌ها تمایل به سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد دارند، مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکتی که مدیر عامل آن از خوش‌بینی بالایی برخوردار است، کاهش می‌باید و بنابراین کارایی سرمایه‌گذاری شرکت بهبود یافته و منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. با این حال، زمانی که شرکت تمایل به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد دارد، شواهد کمتری وجود دارد که نشان دهد در شرکت‌هایی با سطوح خوش‌بینی پایین بطور موثری کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت بالا است. (چن و لین، ۲۰۱۳؛ ۲۷).

گوماریز و بالستا ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری را در بین سال‌های ۱۹۹۸-۲۰۰۸ در شرکت‌های اسپانیایی مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی مشکلات سرمایه‌گذاری بیشتر از حد را کاهش می‌دهد. به همین ترتیب سررسید کوتاه‌مدت بدهی می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد و مشکلات سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد را تا حد ممکن کاهش دهد. علاوه بر این نتایج آن‌ها نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی مکانیزم‌های هستند که در بهبود درجه‌ای از کارایی سرمایه‌گذاری نقش دارند. بنابراین، در شرکت‌هایی که از بدهی‌های کوتاه‌مدت کمتری استفاده می‌کنند، کیفیت گزارشگری مالی موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴؛ ۴۹۷).

چن و همکاران تأثیر جریان‌های نقد آزاد و حاکمیت شرکتی بر سطوح سرمایه‌گذاری در ۸۶۵ شرکت چینی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، حساسیت بیشتری به جریان‌های نقد آزاد فعلی دارد. همچنین سرمایه‌گذاری بیشتر از حد در شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد مثبت، مشهودتر است. یافته‌های بیشتر نشان داد که بالا بودن مالکیت دولتی منجر به افزایش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شود، در حالی که در شرکت‌های با هیئت مدیره بزرگ، نسبت بالای سهام قابل معامله و همچنین اهرم بالا، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد پایین است. همچنین آن‌ها نشان دادند که افزایش مالکیت دولتی، هیئت مدیره بزرگ و همچنین وجود مدیران خارجی با شدیدتر شدن سرمایه‌گذاری کمتر از حد



مرتبط است. در حالی که اهرم بالا و افزایش سهام قابل معامله، سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت را کاهش می‌دهد (چن و همکاران، ۲۰۱۶؛ ۸۱).

ثقفی و همکاران به بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و جریان نقد آزاد در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۸۹ پرداختند. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که هر چه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسأله سرمایه‌گذاری بیش از حد، کم‌تر به وجود می‌آید و این ارتباط در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا بیش‌تر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیش‌تر است (ثقفی و همکاران، ۱۳۹۰؛ ۶۵).

سجادی و همکاران در مطالعه‌ای تأثیر هزینه‌های نمایندگی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار دادند. آن‌ها در این راستا تعداد ۱۲۰ شرکت را برای دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۶ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد، هزینه‌های نمایندگی تأثیر مثبت و معنی‌دار اما، کیفیت گزارشگری مالی تأثیر منفی و معنی‌داری بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارند (سجادی، ۱۳۹۱؛ ۲۷).

پورحیدری و همکاران تأثیر مدیریت واقعی سود بر رفتار سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها تعداد ۶۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را برای دوره زمانی ۱۳۷۸-۱۳۸۸ بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین جریان‌های غیرعادی وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی و هزینه‌های غیر عادی اختیاری با سرمایه‌گذاری ناکارا ارتباط معنی‌داری وجود دارد. به این معنی که با اعمال بیشتر مدیریت واقعی سود سرمایه‌گذاری ناکارای شرکت‌ها افزایش می‌یابد (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۲؛ ۶۴).

عربصالحی و کاظمی نوری به بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساست سرمایه‌گذاری- جریان‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها تعداد ۱۰۳ شرکت را با استفاده از رگرسیون لجستیک برای دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که هزینه‌های نمایندگی، به تنهایی موجب ایجاد سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد نمی‌شوند، اما باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی می‌شوند (عربصالحی و همکاران، ۱۳۹۳؛ ۷۹).

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

مطابق با تئوری نمایندگی، مدیران اطلاعات بیشتری در مورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری نسبت به سهامداران دارند. همین عامل موجب می‌شود که طرح‌های سرمایه‌گذاری انتخاب شده بوسیله آن‌ها لزوماً افزایش ارزش سهامداران را در پی نداشته باشد. طبق تئوری نمایندگی، اولین مشکل مربوط به نمایندگی وجود تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است. یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه‌گذاری است و مدیر نیز در وهله اول به دنبال افزایش ثروت خود می‌باشد؛ بنابراین، این احتمال وجود دارد که مدیر، در راستای منافع سهامدار عمل ننماید. بنابراین وجود تضاد منافع را می‌توان عاملی برای بالا رفتن هزینه‌های نمایندگی دانست. لذا می‌توان انتظار داشت که با کاهش مشکلات نمایندگی و به تبع آن

هزینه‌های نمایندگی، کیفیت طرح‌های اجرایی انتخاب شده مدیران نیز افزایش یابد. در غیر این صورت افزایش هزینه‌های نمایندگی ممکن است موجب انحراف از سرمایه‌گذاری مطلوب شده و مشکلاتی همچون سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد را برای شرکت‌ها در پی داشته باشد.

لذا با توجه به مبانی نظری و پیشینه‌های مطرح شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل تدوین می‌گردد:

**فرضیه اول:** نسبت گردش دارایی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر منفی و معنی‌داری دارد.

**فرضیه دوم:** نسبت گردش دارایی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر منفی و معنی‌داری دارد.

**فرضیه سوم:** نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

**فرضیه چهارم:** نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

**فرضیه پنجم:** تعامل فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

**فرضیه ششم:** تعامل فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

##### ۵- روش‌شناسی پژوهش

از آنجا که این نوشتار به توصیف آنچه که هست، می‌پردازد و تأثیر هزینه‌های نمایندگی را بر رفتارهای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌دهد، در زمینه تحقیقات توصیفی-همبستگی به شمار می‌رود. به علاوه، با توجه به این که از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است، در گروه تحقیقات شبه تجربی طبقه‌بندی می‌گردد. همچنین، این پژوهش به لحاظ آماری از تکنیک رگرسیون خطی چندگانه و داده‌های ترکیبی استفاده می‌کند. در روش داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش‌های پانل و پولینگ از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در صورت انتخاب روش پانل، آزمون هاسمن جهت انتخاب از بین روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی انجام می‌شود. تحلیل‌های آماری از طریق نرم افزار Eviews انجام می‌شود. همچنین جهت بررسی میزان شدت تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری از روش ارائه شده توسط پترنوستر و همکاران (۱۹۹۸) استفاده شده است که بعدها به نام آزمون پترنوستر نام گرفت. بدین ترتیب ضرایب معنی‌دار هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های بیش و کم سرمایه‌گذار دو به دو بررسی می‌گردند، در صورتی که حتی یکی از این مقایسه‌ها تفاوت معنی‌دار را نشان دهد، فرضیه مورد نظر تأیید می‌گردد. در این آزمون اگر آماره t استیودنت بزرگ‌تر یا مساوی ۱/۹۶ باشد می‌توان بیان نمود که شدت تأثیر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار متفاوت از شرکت‌های کم سرمایه‌گذار است.

## ۶- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ است. شرکت‌های مورد بررسی با توجه به شرایط زیر انتخاب شدند:

- (۱) از سال ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته باشند؛
- (۲) طی سال‌های مورد پژوهش، اطلاعات شرکت‌ها در دسترس باشد؛
- (۳) پایان سال مالی شرکت‌ها پایان اسفند ماه باشد و سال مالی خود را طی دوره‌های مورد نظر تغییر نداده باشند، این محدودیت به علت یکنواختی و همچنین خنثی کردن اثر تورم و سایر رویدادهای مؤثر در فاصله زمانی بین پایان سال مالی شرکت‌ها در نظر گرفته شده است؛
- (۴) شرکت‌ها طی دوره مورد پژوهش وقفه معاملاتی نداشته باشند، زیرا در صورت وجود وقفه معاملاتی، مبلغ فروش که یکی از ارقام به کار گرفته شده در اندازه‌گیری متغیر وابسته می‌باشد، می‌تواند تغییر کند و بر روی نتایج پژوهش اثر گذار باشد؛
- (۵) جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، بانک‌ها، واسطه‌گری و لیزینگ نباشند، به این علت که ماهیت و نوع فعالیت این گروه از شرکت‌ها متفاوت است و نسبت‌های کارایی انتخابی برای ارزیابی کارایی، تناسب و کاربرد ندارد. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده، تعداد ۱۱۰ شرکت انتخاب شدند که اطلاعات این شرکت‌ها از سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار ره آورد نوین جمع‌آوری شده است.

## ۷- متغیرهای پژوهش

در این پژوهش برای اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، استفاده می‌شود. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) برای مدل‌های تجربی سرمایه‌گذاری نرمال در سطح شرکت، کل سرمایه‌گذاری را به عنوان تابعی از فرصت‌های رشد شرکت بیان می‌کند.

$$\text{Investment}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Sales Growth}_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \quad (1)$$

که در آن:

$\text{Investment}_{t+1}$ : سرمایه‌گذاری کل که از تقسیم خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود بر دارایی‌های کل بدست می‌آید.

$\text{Sales Growth}_t$ : درصد تغییر در فروش از سال  $t-1$  به سال  $t$

بر اساس تحقیق بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، از فروش به عنوان نماگری برای تخمین و برآورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار استفاده می‌شود. بر اساس این رویکرد، سرمایه‌گذاری تابعی از فرصت‌های رشد است که توسط فروش اندازه‌گیری می‌شود. این مدل بر اساس این استدلال است که میزان فروش شرکت، انتظار از سرمایه‌گذاری شرکت را در بازاری کارا نشان می‌دهد. از طریق جای‌گذاری رقم محاسبه شده بابت

سرمایه‌گذاری کل در معادله رگرسیونی ۱ پسماندهای این معادله محاسبه می‌گردد. پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) بیانگر انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و پسماندهای منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) نشان دهنده گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت یا در واقع سرمایه‌گذاری کمتر از حد خواهد بود. متغیر مستقل هزینه‌های نمایندگی می‌باشد، برای اندازه‌گیری این متغیر از نسبت‌های کارایی و تعامل فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد استفاده شده است. این نسبت‌ها عبارت‌اند از:

**نسبت گردش دارایی‌ها:** معیاری از کیفیت مدیریت دارایی‌های شرکت‌ها است. نسبت گردش دارایی‌ها از تقسیم فروش سالانه به مجموع دارایی‌ها بدست می‌آید و چگونگی بهره‌وری و استفاده از دارایی‌های شرکت توسط مدیران برای ایجاد فروش بیشتر را اندازه‌گیری می‌کند (آنگ و همکاران، ۲۰۰۰؛ ۱۰۰). نسبت گردش دارایی‌ها شاخص معکوسی از هزینه‌های نمایندگی می‌باشد، یعنی هر چه نسبت مزبور بالاتر باشد هزینه‌های نمایندگی بالاتر خواهد بود.

**نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش سالانه:** معیاری از افراط‌گرایی مدیریت در انجام مخارج اختیاری است و از تقسیم هزینه‌های عملیاتی به فروش خالص بدست می‌آید. این نسبت اولین بار توسط آنگ و همکاران (۲۰۰۰) برای سنجش هزینه‌های نمایندگی مورد استفاده قرار گرفت. آن‌ها در تحقیق خود از نسبت کارایی هزینه‌های عملیاتی به فروش سالانه برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی بهره‌جستند. نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش سالانه، چگونگی کنترل هزینه‌های عملیاتی شرکت توسط مدیران را اندازه‌گیری می‌کند و به عنوان معیار مستقیم هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود، هرچه نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش سالانه بالاتر باشد بیانگر آن است که میزان کنترل هزینه‌های عملیاتی توسط مدیریت شرکت کمتر بوده است و در واقع هزینه‌های نمایندگی بالاتر بوده است. (آنگ و همکاران، ۲۰۰۰؛ ۹۸).

**تعامل فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد:** مطابق پژوهش‌های دوکاس و همکاران (۲۰۰۵) و مک نایت و ویبر (۲۰۰۹) از تعامل فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی استفاده می‌شود. فرصت‌های رشد یک متغیر مجازی است. زمانی که فرصت‌های رشد یک شرکت بالاتر از ۱ (ارزش بازار بیشتر از ارزش دفتری) باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ به شرکت‌ها تعلق می‌گیرد. برای اندازه‌گیری جریان‌های نقد آزاد نیز از الگوی لن و پولسن (۱۹۸۹) مطابق مدل ۲ استفاده شده است. با توجه به میزان جریان‌های نقد آزاد، زمانی که فرصت‌های رشد شرکت پایین است، انتظار می‌رود که هزینه‌های نمایندگی بالا باشد و وقتی فرصت‌های رشد بالا است، انتظار بر آن است که هزینه‌های نمایندگی پایین باشد. بنابراین، ارزش‌های بالاتر این شاخص نشان دهنده هزینه‌های نمایندگی بالا خواهد بود (مک نایت و ویبر، ۲۰۰۹؛ ۱۴۲).

$$CSDIV_{it} / TA_{it-1} - PSDIV_{it} - INTEXP_{it} - TAX_{it} - FCF_{it} = (INC)_{it} \quad (2)$$

که در آن:

$FCF_{it}$ : جریان‌های نقد آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $INC_{it}$ : سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $TAX_{it}$ : کل مالیات پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $INTEXP_{it}$ : هزینه بهره پرداختنی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $PSDIV_{it}$ : سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $CSDIV_{it}$ : سود سهامداران عادی پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $TA_{it-1}$ : کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$

در این پژوهش تعدادی از متغیرهای کنترلی برای جداسازی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری مطابق تحقیقات ریچاردسون (۲۰۰۶)، بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، چن و لین (۲۰۱۳) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) مورد استفاده قرار می‌گیرد:

$SIZE_{it}$  (اندازه): لگاریتم طبیعی دارایی‌های ابتدای سال؛

مطابق پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ چن و لین (۲۰۱۳) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) پیش‌بینی می‌شود که یک رابطه منفی بین اندازه شرکت و سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد وجود داشته باشد.

$MBV_{it}$  (فرصت‌های رشد): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛

مطابق پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و چن و لین (۲۰۱۳) پیش‌بینی می‌شود که به ترتیب یک رابطه مثبت و منفی بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد وجود داشته باشد.

$LEV_{it}$  (اهرم مالی شرکت): نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها؛

مطابق پژوهش‌های ریچاردسون (۲۰۰۶) و بیدل و همکاران (۲۰۰۹) پیش‌بینی می‌شود که یک رابطه منفی بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد وجود داشته باشد.

$OC_{it}$  (چرخه عملیاتی): لگاریتم {مطالبات \ فروش} + (موجودی کالا \ بهای تمام شده کالای فروش رفته)  $\{360 \times$

مطابق پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) پیش‌بینی می‌شود که یک رابطه منفی بین چرخه عملیاتی و سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد وجود داشته باشد.

$CFO_{it}$  (جریان‌های نقد عملیاتی): جریان‌های نقد حاصل از عملیات \ دارایی‌های ابتدای سال؛

مطابق پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و چن و لین (۲۰۱۳) پیش‌بینی می‌شود که یک رابطه مثبت بین جریان‌های نقد عملیاتی و سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد وجود داشته باشد.

$DIV_{it}$  (سود تقسیمی): سود سهام پرداختنی هر سهم تقسیم بر سود هر سهم؛

مطابق پژوهش‌های ریچاردسون (۲۰۰۶)، بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، چن و لین (۲۰۱۳) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) پیش‌بینی می‌شود که یک رابطه منفی بین سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد وجود داشته باشد.

$InstiOwn_{it}$  (سهامداران نهادی): درصد سهام عادی متعلق به سهامداران نهادی در سال  $t$ ؛

در بحث حاکمیت شرکتی سهامداران نهادی نقش دوگانه‌ای دارند. بدین معنی که می‌توانند هم موجب بهبود و هم موجب ناکارآمدی حاکمیت شرکتی شوند. بنابراین در این پژوهش پیش‌بینی می‌شود که سهامداران نهادی ممکن است تأثیر دو سویه‌ای بر رفتار سرمایه‌گذاری داشته باشند.

## ۸- یافته‌های پژوهش

### ۸-۱- آمار توصیفی متغیرها

برای ارائه یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول ۱ برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل، میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و حداکثر مشاهدات ارائه شده است. توجه به نتایج بدست آمده از آمار توصیفی متغیرهای پژوهش مشخص می‌سازد که میانگین سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (OverInv) و کمتر از حد (UnderInv) به ترتیب برابر ۰/۰۶۴ و ۰/۰۴۱ می‌باشد که سازگار با تحقیقات بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ لی و وانگ (۲۰۱۰)؛ داس و پاندیت (۲۰۱۰)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱) و چن و لین (۲۰۱۳) می‌باشد. همچنین میانگین نسبت فروش به دارایی‌ها و هزینه‌های عملیاتی به فروش برابر ۰/۸۴۶ و ۰/۰۶۳ است که با تحقیقات گاریگلیا و همکاران (۲۰۱۲) سازگار می‌باشد. از بین شاخص‌های رفتار سرمایه‌گذاری و هزینه‌های نمایندگی، به ترتیب سرمایه‌گذاری کمتر از حد و نسبت هزینه‌های عملیاتی با انحراف معیار پایین دارای کمترین پراکندگی در بین متغیرهای پژوهش می‌باشند.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
OverInv	۰/۰۶۴	۰/۰۳۹	۰/۰۷۱	۰/۰۰۰	۰/۴۵۶
UnderInv	۰/۰۴۱	۰/۰۳۴	۰/۰۳۴	۰/۰۰۰	۰/۲۴۱
Sales/Assets	۰/۸۴۶	۰/۷۷۵	۰/۴۷۹	۰/۰۸۰	۶/۱۲۶
OperEX/Sales	۰/۰۶۳	۰/۰۴۹	۰/۰۵۷	۰/۰۰۴	۰/۶۷۹
SIZE	۱۱/۸۹	۱۱/۳۴	۰/۵۷۱	۱۰/۷۷	۱۳/۹۹
MBV	۱/۶۶۷	۱/۱۳۴	۱/۶۴۰	۰/۰۶۷	۸/۴۸۰
LEV	۰/۵۸۶	۰/۶۳۰	۰/۲۲۲	۰/۱۴۰	۰/۹۸۴
OC	۲/۱۴۵	۲/۱۶۱	۰/۲۹۶	۰/۱۷۸	۳/۳۹۸
CFO	۰/۱۶۸	۰/۱۵۳	۰/۱۹۱	-۰/۸۳۸	۰/۸۶۵
DIV	۰/۶۱۰	۰/۷۰۱	۰/۳۰۶	۰/۰۰۰	۰/۹۸۲
InstiOwn	۰/۴۸۹	۰/۴۹۸	۰/۲۰۱	۰/۰۳۰	۰/۹۴۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۸-۲- آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

ابتدا با استفاده از آزمون هادری مانایی متغیرهای پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. مانا نبودن متغیرها، چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه داده‌های ترکیبی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. همچنین در صورتی که مدل از نوع داده‌های ترکیبی باشد، دو فرض از فروض کلاسیک رگرسیون خطی که شامل خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس می‌باشد نیز مورد آزمون قرار می‌گیرد. در این پژوهش از آزمون لوین به

منظور آزمون ناهمسانی واریانس و از آماره دوربین واتسون به منظور تشخیص خودهمبستگی استفاده شده است. علاوه بر این از آزمون فیشر جهت بررسی معنی داری کل مدل استفاده شده است. از آنجا که روش مورد استفاده در این پژوهش رگرسیون چندگانه با استفاده از داده‌های ترکیبی است، لذا آزمون‌های خاصی در این نوع روش‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. به این صورت که با استفاده از آزمون F لیمر و احتمال آن به انتخاب یکی از مدل‌های ترکیبی در برابر مدل‌های تلفیقی استفاده شده پرداخته می‌شود. در صورتی که نتایج حاصل از آزمون لیمر بیانگر این بود که باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود، در مرحله بعد از آزمون هاسمن جهت تعیین اثرات ثابت یا تصادفی بودن عرض از مبدأ مدل استفاده می‌گردد. در این پژوهش به منظور تشخیص مانایی داده‌ها از آزمون هادری استفاده شده است. نتایج آزمون نشان می‌دهد که تمامی متغیرها مانا هستند. همچنین به منظور تشخیص همسانی واریانس‌ها، از آزمون لوین استفاده گردیده است که نتایج حاصل از این آزمون بیانگر این است که واریانس متغیرها همسان می‌باشد. نتایج این دو آزمون در جدول ۲ و ۳ ارائه گردیده است.

در مرحله بعد برای تعیین روش داده‌های ترکیبی یا تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شد. از آنجایی که مقدار احتمال این آزمون کمتر از ۵ درصد است، از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. سپس برای تعیین روش اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. از آنجایی که مقدار احتمال این آزمون کمتر از ۵ درصد شده است لذا در این پژوهش از روش اثرات ثابت برای مدل‌های پژوهش استفاده شده است. نتایج آزمون‌های مذکور در جدول ۴، ۵ و ۶ ذکر شده است.

جدول ۲- نتایج حاصل از آزمون هادری (آزمون مانایی متغیرهای پژوهش)

نام متغیر	نماد متغیر	مقدار آماره	احتمال
سرمایه‌گذاری بیشتر از حد	OverInv	۲۸/۳۲۴	۰/۰۰۰
سرمایه‌گذاری کمتر از حد	UnderInv	۲۲/۶۰۱	۰/۰۰۰
نسبت گردش دارایی	Sales/Asseets	۱۹/۶۵۰	۰/۰۰۰
نسبت هزینه‌های عملیاتی	OperEX/Sales	۲۱/۳۷۴	۰/۰۰۰
تعامل فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد	Q*FCF	۲۵/۸۷۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۷/۱۶۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۲۶/۳۰۱	۰/۰۰۰
فرصت‌های رشد	MBV	۲۵/۵۲۱	۰/۰۰۰
سود تقسیمی	DIV	۲۰/۰۰۹	۰/۰۰۰
جریان‌های نقدی	CFO	۲۸/۵۲۱	۰/۰۰۰
چرخه عملیاتی	OC	۱۹/۲۱۴	۰/۰۰۰
سهامداران نهادی	InstiOwn	۱۸/۰۰۳	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون لوین (آزمون ناهمسانی واریانس)

نتیجه	احتمال	مقدار آماره	فرضیه	فرض $H_0$
فرض $H_0$ پذیرفته می‌شود	۰/۴۳۳	۰/۸۴۵	فرضیه اول	واریانس‌ها همسان می‌باشند
فرض $H_0$ پذیرفته می‌شود	۰/۱۲۲	۱/۶۲۵	فرضیه دوم	
فرض $H_0$ پذیرفته می‌شود	۰/۰۹۸	۱/۹۱۵	فرضیه سوم	
فرض $H_0$ پذیرفته می‌شود	۰/۱۴۳	۱/۲۶۶	فرضیه چهارم	
فرض $H_0$ پذیرفته می‌شود	۰/۰۷۹	۲/۰۴۱	فرضیه پنجم	
فرض $H_0$ پذیرفته می‌شود	۰/۰۸۶	۲/۰۳۲	فرضیه ششم	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۳-۸- نتایج آزمون فرضیه اول

**فرضیه اول:** نسبت گردش دارایی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر منفی و معنی‌داری دارد.

نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش، در جدول ۴ آورده شده است. ضریب تعیین تعدیل شده حاکی از آن است که حدود ۲۹/۳ درصد از تغییرات متغیر مستقل نسبت گردش دارایی توسط متغیر وابسته سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سایر متغیرها قابل تبیین است. همچنین مقادیر مربوط به آماره فیشر و آماره دوربین - واتسون، به ترتیب نشان دهنده معناداری کل مدل و عدم وجود همبستگی بین خطاها می‌باشند. علاوه بر این، با توجه به مقادیر مربوط به آماره F لیمر و آماره کای - دوهاسمن، باید برای تخمین مدل از روش اثرات ثابت استفاده گردد. در رابطه با تأیید یا عدم تأیید فرضیه اول نیز بر اساس جدول ۴، ضریب منفی نسبت گردش دارایی (۰/۱۲۷-) و سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰) حاکی از تأیید فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد. از آنجا که نسبت گردش دارایی شاخص معکوسی از هزینه‌های نمایندگی است می‌توان بیان کرد که نسبت گردش دارایی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. بدین ترتیب با افزایش هزینه‌های نمایندگی مشکلات مربوط به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد افزایش می‌یابد. نتایج با یافته‌های جنسن (۱۹۸۶)، شین و کیم (۲۰۰۲)، گاریگلیا و یانگ (۲۰۱۲) و چن و لین (۲۰۱۳) سازگار می‌باشد. مطابق با یافته‌های آن‌ها هزینه‌های نمایندگی به دلیل تحمیل هزینه‌های بالا بر سهامداران موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود و تصمیمات کارای سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

در ارتباط با سایر متغیرها نیز، علامت مثبت ضریب مربوط به اندازه شرکت، فرصت‌های رشد و جریان‌های نقدی حاکی از رابطه مستقیم و معنی‌دار بین این متغیرها با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌باشد. از آنجایی که مدیران با انتخاب پروژه‌های با خالص ارزش منفی سعی در گسترش شرکت دارند تا از این طریق بر قدرت و اعتبار خود در شرکت بیفزایند، به این دلیل انتظار می‌رفت بین اندازه شرکت و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ارتباط مثبت برقرار باشد که نتایج موافق یافته‌های ریچاردسون (۲۰۰۶)؛ بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ لی و وانگ (۲۰۱۰)؛ چنگ و همکاران (۲۰۱۱) و چانگ و همکاران (۲۰۱۳) می‌باشد. همچنین شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالا به دلیل جریان‌های نقد آزاد بالا جهت سرمایه‌گذاری در



پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت و همچنین جریان‌های نقد عملیاتی به دلیل جریان بالایی از وجه نقد در شرکت ارتباط معنی‌داری را با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد نشان می‌دهند. نتایج موافق یافته‌های جنسن (۱۹۸۶) بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و چن و لین (۲۰۱۳) می‌باشد. همچنین ضرایب منفی متغیرهای اهرم مالی، چرخه عملیاتی و سود تقسیمی نشان از رابطه معکوس این متغیرها با متغیر وابسته دارد. در حالی که سهامداران نهادی به عنوان دیگر متغیر کنترلی رابطه معنی‌داری را با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد نشان نمی‌دهد. از این رو، در شرکت‌هایی که اهرم مالی پایین بوده و چرخه عملیاتی طولانی مدت است و همچنین سود کمی به دلیل محدودیت‌های مالی بین سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بالا است. مطابق پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹) اهرم مالی یک ابزار برای کاهش مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها محسوب می‌شود و می‌تواند موجب کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران شود.

جدول ۴- تأثیر نسبت گردش دارایی بر رفتار سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد)

Over or Under $Inv_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Sales/Assets_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 OC_{it} + \beta_7 DIV_{it} + \beta_8 InstiOwn_{it} + \varepsilon_{it}$				
Under Investment		Over Investment		نام متغیر
سطح معنی‌داری	ضرایب	سطح معنی‌داری	ضرایب	
۰/۰۱۳	-۰/۰۹۶	۰/۰۰۰	۰/۱۲۲	Constant
۰/۰۳۷	-۰/۰۱۹	۰/۰۰۰	-۰/۱۲۷	Sales/Assets
۰/۰۰۰	۰/۰۱۶	۰/۰۰۱	۰/۰۲۰	SIZE
۰/۰۱۸	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۳	۰/۰۰۸	MBV
۰/۰۰۰	-۰/۰۳۵	۰/۰۰۰	-۰/۱۰۵	LEV
۰/۵۵۴	۰/۰۰۷	۰/۰۲۹	۰/۰۴۴	CFO
۰/۳۹۸	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۵	-۰/۰۳۸	OC
۰/۰۰۰	-۰/۰۲۲	۰/۰۰۴	-۰/۰۲۱	DIV
۰/۳۰۲	-۰/۰۰۹	۰/۰۸۶	-۰/۰۳۷	InstiOwn
۰/۱۶۸		۰/۳۹۳		R <sup>2</sup> تعدیل شده
۱/۷۲۲		۱/۹۹۰		دوربین واتسون
۹/۰۳۸		۱۲/۸۹۶		F آماره
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره F
۲/۸۷۷		۳/۲۶۸		آماره F لیمر
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معنی‌داری
۲۶/۳۶۶		۳۱/۱۱۴		آماره کای دو - هاسمن
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معنی‌داری
		۲/۸۴۲		آماره پترونوستر

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۸-۴- نتایج آزمون فرضیه دوم

**فرضیه دوم:** نسبت گردش دارایی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر منفی و معنی‌داری دارد.

نتایج حاصل از فرضیه دوم پژوهش، در جدول ۴ آورده شده است. ضریب تعیین تعدیل شده حاکی از آن است که حدود ۱۶/۸ درصد از تغییرات متغیر مستقل نسبت گردش دارایی توسط متغیر وابسته سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سایر متغیرها قابل تبیین است. همچنین مقادیر مربوط به آماره فیشر و آماره دوربین - واتسون، به ترتیب نشان دهنده معناداری کل مدل و عدم وجود همبستگی بین خطاها می‌باشند. علاوه بر این، با توجه به مقادیر مربوط به آماره F لیمر و آماره کای - دو هاسمن، باید برای تخمین مدل از روش اثرات ثابت استفاده گردد. در رابطه با تأیید یا عدم تأیید فرضیه دوم نیز بر اساس جدول ۴، ضریب منفی نسبت فروش به جمع دارایی‌ها (۰/۰۱۹-) و سطح معنی‌داری (۰/۰۳۷) حاکی از تأیید فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد. بدین ترتیب افزایش هزینه‌های نمایندگی موجب تشدید سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. همچنین آزمون آماره پترنوستر نشان داد که تأثیر نسبت گردش دارایی بر رفتار سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذاری متفاوت از شرکت‌های کم سرمایه‌گذاری است. بدین معنی که شدت تأثیر نسبت گردش دارایی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد متفاوت از تأثیر آن بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد است. از آنجا که سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد به ترتیب از طریق منابع متفاوتی مانند جریان‌های نقد آزاد و ایجاد بدهی‌ها بوجود می‌آید، بنابراین تاثیرات متفاوتی را می‌توان انتظار داشت.

## ۸-۵- نتایج آزمون فرضیه سوم

نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

نتایج حاصل از فرضیه سوم پژوهش، در جدول ۵ آورده شده است. ضریب تعیین تعدیل شده حاکی از آن است که حدود ۲۸/۸ درصد از تغییرات متغیر مستقل نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش توسط متغیر وابسته سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سایر متغیرها قابل تبیین است. همچنین مقادیر مربوط به آماره فیشر و آماره دوربین - واتسون، به ترتیب نشان دهنده معناداری کل مدل و عدم وجود همبستگی بین خطاها می‌باشند. علاوه بر این، با توجه به مقادیر مربوط به آماره F لیمر و آماره کای - دو هاسمن، باید برای تخمین مدل از روش اثرات ثابت استفاده گردد. در رابطه با تأیید یا عدم تأیید فرضیه سوم نیز بر اساس جدول ۵، ضریب مثبت نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش‌ها (۰/۲۸۳) و سطح معنی‌داری (۰/۰۰۵) حاکی از تأیید فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۹ درصد می‌باشد. از آنجا که نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش شاخص مستقیمی از هزینه‌های نمایندگی است می‌توان بیان کرد که نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. بدین ترتیب با افزایش هزینه‌های نمایندگی مشکلات مربوط به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد افزایش می‌یابد. نتایج با یافته‌های جنسن (۱۹۸۶)، شین و کیم (۲۰۰۲)، گاریگلیا و یانگ (۲۰۱۲) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) سازگار می‌باشد. مطابق با یافته‌های آن‌ها

هزینه‌های نمایندگی به دلیل تحمیل هزینه‌های بالا بر سهامداران موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود و تصمیمات کارای سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

جدول ۵- تأثیر نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش بر رفتار سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد)

$$\text{Over or Under Inv}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{OperEX/Sales}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{MBV}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{CFO}_{it} + \beta_6 \text{OC}_{it} + \beta_7 \text{DIV}_{it} + \beta_8 \text{InstiOwn}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Under Investment		Over Investment		نام متغیر
سطح معنی‌داری	ضرایب	سطح معنی‌داری	ضرایب	
۰/۰۲۰	-۰/۰۹۲	۰/۰۳۴	۰/۰۸۶	Constant
۰/۰۲۱	۰/۰۷۱	۰/۰۰۵	۰/۲۸۳	OperEX/Sales
۰/۰۰۰	۰/۰۱۵	۰/۰۰۱	۰/۰۲۱	SIZE
۰/۰۵۸	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۱۰	MBV
۰/۰۰۰	-۰/۰۲۸	۰/۰۰۱	-۰/۰۸۹	LEV
۰/۲۹۲	۰/۰۱۲	۰/۰۷۶	-۰/۰۳۶	CFO
۰/۰۸۹	-۰/۰۰۷	۰/۰۰۰	-۰/۰۵۲	OC
۰/۰۱۴	-۰/۰۱۵	۰/۰۱۴	-۰/۰۱۸	DIV
۰/۵۷۶	-۰/۰۰۵	۰/۱۲۹	-۰/۰۳۳	InstiOwn
۰/۱۳۳		۰/۲۸۸		R <sup>2</sup> تعدیل شده
۱/۷۶۵		۱/۹۹۷		دوربین واتسون
۷/۹۵۹		۱۲/۶۴۲		F آماره
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره F
۲/۳۳۳		۲/۸۵۴		آماره F لیمر
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معنی‌داری
۲۷/۴۴۸		۲۵/۶۰۱		آماره کای دو- هاسمن
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معنی‌داری
	۳/۵۳۴			آماره پترنوستر

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۸-۶- نتایج آزمون فرضیه چهارم

نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. نتایج حاصل از فرضیه چهارم پژوهش، در جدول ۵ آورده شده است. ضریب تعیین تعدیل شده حاکی از آن است که حدود ۱۳/۳ درصد از تغییرات متغیر مستقل نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش توسط متغیر

وابسته سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سایر متغیرها قابل تبیین است. همچنین مقادیر مربوط به آماره فیش و آماره دوربین - واتسون، به ترتیب نشان دهنده معناداری کل مدل و عدم وجود همبستگی بین خطاها می‌باشند. علاوه بر این، با توجه به مقادیر مربوط به آماره F لیمر و آماره کای - دو هاسمن، باید برای تخمین مدل از روش اثرات ثابت استفاده گردد. در رابطه با تأیید یا عدم تأیید فرضیه چهارم نیز بر اساس جدول ۵، ضریب مثبت نسبت فروش به جمع دارایی‌ها (۰/۰۷۱) و سطح معنی‌داری (۰/۰۲۱) حاکی از تأیید فرضیه چهارم در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد. بدین ترتیب افزایش هزینه‌های نمایندگی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر مثبت دارد. بنابراین می‌تواند بیان کرد که تشدید سرمایه‌گذاری کمتر از حد احتمالاً ناشی از هزینه‌های نمایندگی است. همچنین، آزمون آماره پترنوستر نشان داد که تأثیر نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش بر رفتار سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذاری متفاوت از شرکت‌های کم سرمایه‌گذار است. بدین معنی که شدت تأثیر هزینه‌های عملیاتی به فروش بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد متفاوت از تأثیر آن بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد است. از آنجا که سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد به ترتیب از طریق منابع متفاوتی مانند جریان‌های نقد آزاد و ایجاد بدهی‌ها بوجود می‌آید، بنابراین تاثیرات متفاوتی را می‌توان انتظار داشت.

#### ۸-۷- نتایج آزمون فرضیه پنجم

تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. نتایج حاصل از فرضیه پنجم پژوهش، در جدول ۶ آورده شده است. ضریب تعیین تعدیل شده حاکی از آن است که حدود ۲۹/۱ درصد از تغییرات متغیر مستقل تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد توسط متغیر وابسته سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سایر متغیرها قابل تبیین است. همچنین مقادیر مربوط به آماره فیش و آماره دوربین - واتسون، به ترتیب نشان دهنده معنی‌داری کل مدل و عدم وجود همبستگی بین خطاها می‌باشند. علاوه بر این، با توجه به مقادیر مربوط به آماره F لیمر و آماره کای - دو هاسمن، باید برای تخمین مدل از روش اثرات ثابت استفاده گردد. در رابطه با تأیید یا عدم تأیید فرضیه پنجم نیز بر اساس جدول ۵، ضریب مثبت تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد (۰/۳۶۵) و سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰) حاکی از تأیید فرضیه پنجم در سطح اطمینان ۹۹ درصد می‌باشد. از آنجا که تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد شاخص مستقیمی از هزینه‌های نمایندگی است می‌توان بیان کرد که تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. بدین ترتیب با افزایش هزینه‌های نمایندگی مشکلات مربوط به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد افزایش می‌یابد. نتایج با یافته‌های جنسن (۱۹۸۶)، شین و کیم (۲۰۰۲)، گاریگلیا و یانگ (۲۰۱۲) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) سازگار می‌باشد.

### ۸-۸- نتایج آزمون فرضیه ششم

تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. نتایج حاصل از فرضیه ششم پژوهش، در جدول ۶ آورده شده است. ضریب تعیین تعدیل شده حاکی از آن است که حدود ۱۳/۴ درصد از تغییرات متغیر مستقل تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد توسط متغیر وابسته سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سایر متغیرها قابل تبیین است. همچنین مقادیر مربوط به آماره فیشر و آماره دوربین - واتسون، به ترتیب نشان دهنده معنی‌داری کل مدل و عدم وجود همبستگی بین خطاها می‌باشند. علاوه بر این، با توجه به مقادیر مربوط به آماره F لیمر و آماره کای - دو هاسمن، باید برای تخمین مدل از روش اثرات ثابت استفاده گردد. در رابطه با تأیید یا عدم تأیید فرضیه ششم نیز بر اساس جدول ۶، ضریب مثبت تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد (۰/۱۸۳) و سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰) حاکی از تأیید فرضیه ششم در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد. بدین ترتیب افزایش هزینه‌های نمایندگی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر مثبت دارد. بنابراین می‌تواند بیان کرد که تشدید سرمایه‌گذاری کمتر از حد احتمالاً ناشی از هزینه‌های نمایندگی است. همچنین، آزمون آماره پترونستر نشان داد که تأثیر تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد بر رفتار سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذاری متفاوت از شرکت‌های کم سرمایه‌گذار است. بدن معنی که شدت تأثیر تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد متفاوت از تأثیر آن بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد است. از آنجا که سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد به ترتیب از طریق منابع متفاوتی مانند جریان‌های نقد آزاد و ایجاد بدهی‌ها بوجود می‌آید، بنابراین تاثیرات متفاوتی را می‌توان انتظار داشت. همچنین، آزمون آماره پترونستر نشان داد که تأثیر تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد بر رفتار سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذاری متفاوت از شرکت‌های کم سرمایه‌گذار است. بدین معنی که شدت تأثیر تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد متفاوت از تأثیر آن بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد است.

### جدول ۶- تأثیر فرصت‌های رشد و تعامل جریان‌های نقد آزاد بر رفتار سرمایه‌گذاری

(سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد)

Over or Under $Inv_{i,t+1} = \beta_0 + Q*FCF_{it} + \beta_2 SIZE + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 OC_{it} + \beta_7 DIV_{it} + \beta_8 InstiOwn_{it} + \epsilon_{i,t}$				
Under_Investment		Over_Investment		نام متغیر
سطح معنی‌داری	ضرایب	سطح معنی‌داری	ضرایب	
۰/۰۹۸	-۰/۰۵۳	۰/۱۶۵	۰/۰۳۲	Constant
۰/۰۰۰	۰/۱۸۳	۰/۰۰۰	۰/۳۶۵	Q*FCF
۰/۰۰۰	۰/۰۱۶	۰/۰۰۱	۰/۰۲۲	SIZE
۰/۰۰۵	-۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	۰/۰۱۲	MBV

$$\text{Over or Under Inv}_{i,t+1} = \beta_0 + Q \cdot \text{FCF}_{it} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{MBV}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{CFO}_{it} + \beta_6 \text{OC}_{it} + \beta_7 \text{DIV}_{it} + \beta_8 \text{InstiOwn}_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

Under_Investment		Over_Investment		نام متغیر
سطح معنی‌داری	ضرایب	سطح معنی‌داری	ضرایب	
۰/۰۰۰	-۰/۰۲۸	۰/۰۰۱	-۰/۰۸۹	LEV
۰/۳۱۲	۰/۰۱۰	۰/۰۸۹	-۰/۰۴۲	CFO
۰/۰۹۳	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	-۰/۰۴۹	OC
۰/۰۰۹	-۰/۰۱۸	۰/۰۰۲	-۰/۰۲۹	DIV
۰/۵۸۶	-۰/۰۰۴	۰/۱۳۴	-۰/۰۳۰	InstiOwn
۰/۱۳۴		۰/۲۹۱		R <sup>2</sup> تعدیل شده
۱/۷۶۶		۱/۹۹۶		دوربین واتسون
۷/۹۷۲		۱۲/۷۰۱		F آماره
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره F
۲/۴۳۲		۲/۹۲۱		آماره F لیمر
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معنی‌داری
۲۶/۶۲۷		۲۶/۰۳۱		آماره کای دو-هاسمن
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معنی‌داری
۲/۸۶۲				آماره پترنوستر

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۹- بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته شد. نتایج نشان داد که نسبت گردش دارایی بر سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد تأثیر منفی و معنی‌داری دارد (تأیید فرضیه اول و دوم). بدین ترتیب، افزایش نسبت فروش به کل دارایی‌ها منجر به تشدید سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد می‌شود. با توجه به نتایج آمار توصیفی مشخص می‌شود که مشکل عمده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سرمایه‌گذاری بیشتر از حد است. تأیید فرضیه اول گواهی بر نتایج آمار توصیفی و اهمیت میزان سرمایه‌گذاری بیشتر از حد در شرکت‌های ایرانی است. همچنین نتایج داد که نسبت هزینه‌های عملیاتی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد (تأیید فرضیه سوم و چهارم). بدین ترتیب با افزایش نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش میزان انحراف از رفتار سرمایه‌گذاری مطلوب بیشتر می‌شود. در نهایت نتایج نشان داد که تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد (تأیید فرضیه پنجم و ششم). در کل می‌توان بیان کرد که هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری تأثیر نامطلوبی می‌گذارد و مشکلات سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد را تشدید

می‌کنند. به عقیده جنسن (۱۹۸۶) سرمایه‌گذاری بیشتر از حد به چگونگی استفاده مدیران از منابع مالی شرکت مربوط می‌شود. زمانی که پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور و فرصت‌های رشد ناچیز است، مدیران ترجیح می‌دهند که از جریان‌های نقد آزاد (جریان نقد قابل دسترس برای انجام سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت) برای اهداف فرصت طلبانه خود به جای پرداخت سود سهام به سهامداران استفاده کنند. بنابراین این رویکرد منجر به از دست دادن سهم بازار و کاهش ارزش شرکت می‌شود. نتایج پژوهش با یافته‌های شین و کیم (۲۰۰۲)، گاریگلیا و یانگ (۲۰۱۲) و چن و لین (۲۰۱۳) سازگار می‌باشد. مطابق با دیدگاه مایرز (۱۹۷۷) زمانی که بدهی‌های ریسکی وجود دارد (نشانه‌ای از مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر از حد) مدیرانی که در جهت منافع سهامداران عمل می‌کنند، تمایل به پیروی از تصمیماتی دارند که کاملاً متفاوت از تصمیماتی است که شرکت‌ها در زمان وجود بدهی‌های ریسکی اعمال می‌کنند. این رویکرد آن‌ها را مجبور می‌کند که سرمایه‌گذاری‌های سودآور را که می‌تواند منجر به افزایش ارزش شرکت شود، رد کنند.

با توجه به تاثیری که هزینه‌های نمایندگی در شکل‌گیری مشکلات سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد دارد، چنانچه استفاده کنندگان صورت‌های مالی به درک آثار منفی هزینه‌های نمایندگی نائل شوند، باید نسبت به احتمال تشدید سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد در شرکت مورد نظر، توجه داشته باشند تا از این طریق به تصمیم‌گیری منطقی‌تر رهنمون شوند. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در زمینه تصمیم‌های مربوط به این که آیا منابع خود را در اختیار شرکت‌ها قرار دهند یا خیر و همچنین، این که چه مقدار منابع و تحت چه شرایطی این کار صورت می‌گیرد، می‌توانند از نتایج این تحقیق بهره‌مند گردند. همچنین شایسته است سازمان حسابرسی و دیگر نهادهای قانون‌گذاری و نظارتی، در تدوین استانداردهای حسابداری و قوانین مالی، مقوله کاهش هزینه‌های نمایندگی را مورد عنایت بیشتر قرار دهند و با ارائه رهنمودهای لازم (برای محدود کردن هر چه بیشتر هزینه‌های نمایندگی)، استفاده کنندگان از اطلاعات مالی را جهت اتخاذ تصمیم‌های بهینه و آگاهانه، یاری نمایند.

#### فهرست منابع

- ۱) مهدوی، غلامحسین و محمد منفرد مهارلوئی، (۱۳۹۰)، "ترکیب هیات مدیره و هزینه‌های نمایندگی"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۳، شماره ۱۰، صص ۱۹-۱.
- ۲) سجادی، سید حسین، سعید حاجی زاده و جواد نیک کار، (۱۳۹۱)، "تأثیر هزینه‌های نمایندگی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۳، صص ۴۲-۲۱.
- ۳) ثقفی، علی، قاسم بولو و محمد محمدیان، (۱۳۹۰)، "کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد"، پیشرفت‌های حسابداری شیراز، دوره ۳، شماره ۳، صص ۳۷-۶۳.

- ۴) پورحیدری، امید، علی رحمانی و رضا غلامی، (۱۳۹۲). "بررسی تأثیر مدیریت واقعی سود بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۵، شماره ۱، صص ۵۵-۸۵.
- ۵) عربصالحی، مهدی و سپیده کاظمی نوری، (۱۳۹۳). "تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساست سرمایه‌گذاری- جریان‌های نقدی". دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۹۷-۱۱۸.
- 6) Abhyankar, A., Ho, K.-Y., Zhao, H, (2005). "Long-Run Post-Merger Stock Performance of UK Acquiring Firms: A Stochastic Dominance Perspective", *Applied Financial Economics*, 15(2), PP. 679 - 690.
- 7) Ang, J., Cole, R. Lin, J, (2000), "Agency Costs and Ownership Structure", *The Journal of Finance*, 55(1), PP. 81-106.
- 8) Berkovitch, E., Ronen, I, (1998), "Why The NPV Criterion Does Not Maximize NPV", Working Paper, The University of Michigan. PP. 1-63.
- 9) Biddle, G., Hilary, G. and Verdi, R.S, (2009), "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, 48(3), PP. 112-31.
- 10) Brealey, R. A., Myers, S, (2000), "Principles of Corporate Finance, Sixth Edition, McGraw-Hill. PP. 21-83.
- 11) Chen, I.J., Lin, SH. H, (2013), "Managerial Optimism, Investment Efficiency, and Firm Valuation", *Multinational Finance Journal*, 17 (3-4), PP. 1-46.
- 12) Chen, X., Sun, Y., and Xu, X, (2016), "Free Cash Flow, Over-Investment and Corporate Governance in China", *Pacific-Basin Finance Journal*, 37 (2), PP. 81-108.
- 13) De Jong, A, (2002), "The Disciplining Role of Leverage in Dutch Firms", *European Finance Review*, 6(1), PP. 31-62,
- 14) Degryse, H., De Jong, A, (2001), "Investment Spending in The Netherlands: Asymmetric Information or Managerial Discretion?", Working Paper, Erasmus University Rotterdam.
- 15) Doukas, J. A., McKnight, P.J., Pantzalis, C, (2005), "Security Analysis, Agency Costs and UK Firm Characteristics", *International Review of Financial Analysis*, 14(5), PP. 493-507.
- 16) Fazzari S., Hubbard R., Petersen B., (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brooking Papers on Economic Activity*, 1(2), PP. 141-95.
- 17) Francis, B.B., Iftokhar, H., and Liang, S, (2010), "Agency Problem and Investment Cash Flow Sensitivity: Evidence From Antitakeover Legislation", [www.docstoc.com/docs/44074996/Agency-problem-and-investment-cash-flow-sensitivity-Evidence-from](http://www.docstoc.com/docs/44074996/Agency-problem-and-investment-cash-flow-sensitivity-Evidence-from).
- 18) Gomariz, M.F.C., Ballesta, J.P.C, (2014), "Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency", *Journal of Banking & Finance*, 40(3), PP. 494-506.
- 19) Guariglia, A., Yang, J, (2012), "A Balancing Act: Managing Financial Constraints and Agency Costs to Minimize Investment Inefficiency in The Chinese Market", Paper in [www.SSRN.com](http://www.SSRN.com).
- 20) Jensen M., Meckling W, (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3(1), PP. 305-360.
- 21) Jensen, M. C, (1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *The American Economic Review*, 76(2), PP. 323-329.
- 22) Jiang, G., Lee, C.M.C., Yue, H, (2010), "Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience". *Journal of Financial Economics*, 98(3), PP. 1-20.
- 23) Jostarndt P, (2002), "Financing Growth in Innovative Industries: Agency Conflicts and The Role of Hybrid Securities - Empirical Evidence from Nasdaq Convertible Debt Offerings",



- Working Paper, Fisher Center for The Strategic Use of Information Techology, Haas School of Business.
- 24) Kaplan S., Zingales L, (1997), "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", Quarterly Journal of Economics, 112(2), PP. 169-215.
  - 25) Lehn, K & Poulsen, A, (1989), "Free cash flow and stockholder gains in going private transactions", Journal of Finance, 44(3), PP. 771-787.
  - 26) Lyandres E., Zhdanov A, (2003), "Underinvestment or Overinvestment? The Effect of Debt Maturity on Investment", Simon Business School, Working Paper N. FR 03-28.
  - 27) McKnight, P. J., & Weir, C, (2009), "Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis". The Quarterly Review of Economics and Finance, 49(2), PP. 139-158.
  - 28) Myers S, (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics, 5(1), PP. 146-175.
  - 29) Myers S., Majluf N, (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have", Journal of Financial Economics, 13(1), PP. 187-221.
  - 30) Richardson, S, (2006), "Over-Investment Of free Cash Flow", Review of Accounting Studies, 1(4), PP. 159-189.
  - 31) Serfling, M.A, (2012), "CEO Age, Underinvestment, and Agency Costs", Eller College of Management University of Arizona, 11(4), PP. 21-73.
  - 32) Shin, H. H. Kim, Y, (2001). "Agency Costs and Efficiency of Business Capital Investment: Evidence from Quarterly Capital Expenditures", School of Management State University of New York.
  - 33) Shleifer, A., & Vishny, R. W, (1989), "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments", Journal of Financial Economics, 25(1), PP. 123-139.
  - 34) Stein J, (2001), "Agency, Information and Corporate Investment", in Constantinides G., Harris M., Stulz R. (a cura di), Handbook of The Economics of Finance, North-Holland, Amsterdam.
  - 35) Stiglitz J., Weiss A, (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", American Economic Review, 71(3), PP. 393-410.
  - 36) Stulz, R, (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", Journal of Financial Economics, 26(1), PP. 3-27.
  - 37) Truong, T, (2006), "Corporate Boards, Ownership and Agency Costs: Evidence from Australia", The Business Review, 5(2), PP. 163-167.

یادداشت‌ها

<sup>1</sup>. Empire Building Phenomenon