



## تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان وجه نقد آزاد و مدیریت استفاده بهینه از دارایی‌ها

علی اسماعیل‌زاده مقری<sup>۱</sup>

محمد محمودی<sup>۲</sup>

سیدامین هادیان<sup>۳</sup>

احمد برگ بید<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۷/۰۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۹/۰۷

### چکیده

بر اساس مفهوم تئوری نمایندگی، ساختار مالکیت نقش مهمی در کنترل رفتار فرصت‌طلبانه مدیران دارد. در این پژوهش ساختارهای مالکانه به اشکال مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی و مالکیت مدیریتی تقسیم‌بندی شده که روابط بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها را تعدیل می‌کنند. استفاده بهینه از دارایی‌ها برابر است با نسبت فروش بر اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات. در این پژوهش از ۸۵ نمونه از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج این پژوهش بیانگر این است که مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی در سطح کل صنایع و به تفکیک بر رابطه منفی بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها اثر معکوس داشته است. همچنین نتایج نشان داد که مالکیت شرکتی در سطح کل صنایع و به تفکیک، بر رابطه منفی بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها اثر مستقیم دارد.

**واژه‌های کلیدی:** استفاده بهینه از دارایی‌ها، جریان نقد آزاد، ساختار مالکیت.

۱- دانشیار، گروه حسابداری واحد اسلامشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات. alies35091@gmail.com

۲- استادیار، گروه حسابداری، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۳- کارشناس ارشد حسابداری.

۴- کارشناس ارشد حسابداری.

## ۱- مقدمه

استفاده بهینه از دارایی<sup>۱</sup>، دارایی‌هایی که قابل تولید هستند یا آنچه که آنها واقعاً تولید می‌کنند را اندازه‌گیری می‌کند. یعنی می‌توان از استفاده از دارایی‌ها به عنوان معیاری برای توانایی دارایی‌ها در تولید و آنچه می‌توانند تولید کنند استفاده کرد. در مقابل، استفاده نادرست از دارایی‌ها بیانگر زیان‌های مربوط به سرمایه‌گذاری است که ممکن است نتیجه استفاده غیرکارا از دارایی‌ها باشد. عدم استفاده بهینه از دارایی ممکن است هزینه‌های نمایندگی را بالا ببرد زیرا مدیران مطابق با بهترین مصلحت مالکان عمل نمی‌کنند (فلمینگ، هینی و مک کاسکر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). وجود جریان نقد آزاد عاملی برای استفاده نادرست از دارایی‌ها به شمار می‌رود، زیرا به مدیران اجازه می‌دهد که منابع مالی را در فعالیت‌هایی به مصرف برسانند که ارزش سهامداران را کاهش داده و متقابلاً هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد. جریان نقد آزاد هر سهم معیاری است که سودآوری مالی شرکت مورد رسیدگی را از طریق تقسیم جریان نقد آزاد بر تعداد سهام منتشرشده نشان می‌دهد. معیار مزبور شاخصی برای اندازه‌گیری تغییر در سود هر سهم است و پیش‌بینی اولیه‌ای از قیمت آتی سهام را ارائه می‌نماید. به عنوان مثال، زمانی که قیمت سهام پایین و جریان نقد آزاد در حال افزایش است این احتمال مناسب است که سود خالص و ارزش سهام به زودی افزایش خواهد یافت، زیرا مقدار بالای جریان نقد آزاد هر سهم به این معناست که احتمالاً سود هر سهم نیز می‌بایست افزایش یابد (پیکانی، ۱۳۹۱).

در نبود نظارت موثر، مدیران ممکن است سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی<sup>۳</sup> کم یا منفی را انتخاب کنند که وجوه مالی یا پاداش‌های دیگری را بدست آورند. مطالعات قبلی نشان می‌دهد که این قبیل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران ممکن است توسط سهامداران جهت اطمینان از اینکه دارایی‌ها بطور کارا استفاده شده‌اند نظارت شوند تا ارزش سهامداران افزایش یابد (فلمینگ و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵، سینق و دیود سون، ۲۰۰۳). مطالعات محدودی وجود دارد که نقش نظارتی مالکیت روی استفاده دارایی در وجود جریان نقد آزاد را بررسی کرده باشد. نتایج حاکی از آن است که ساختار مالکیتی از جمله مالکیت دولتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی ممکن است راهبری مناسبی در بکارگیری درست دارایی‌ها فراهم می‌آورند. مطالعات قبلی به‌طور همزمان اثرات متقابل متغیرهای مالکیت را بررسی نکرده‌اند و روابط میان جریان نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها در حضور انواع مختلف ساختارهای مالکیت غیرشفاف باقی ماند و همچنین تأثیر وجود جریان‌های نقد آزاد بر این رابطه مورد بررسی قرار نگرفته است.

بنابراین هدف این پژوهش بررسی روابط بین جریان نقد آزاد و استفاده دارایی است. همچنین این قبیل روابط توسط انواع مختلف مالکان تعدیل می‌شوند. به عنوان مثال، مالکیت نهادی<sup>۴</sup>، مالکیت شرکتی<sup>۵</sup> و مالکیت مدیریتی<sup>۶</sup>. این پژوهش فرض می‌کند که انواع مختلف مالکان، نظارت لازم برای جلوگیری از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در خصوص عدم استفاده دارایی تحت یک محیط با نقدینگی بیش از اندازه را فراهم می‌کنند. انتظار می‌رود نقش مالکیت، اثرات نامطلوب جریان نقد آزاد را کاهش دهد و استفاده دارایی را بهبود بخشد.

این مطالعه به پژوهش روی هزینه‌های نمایندگی از طریق یکپارچه کردن مفهوم حقوق صاحبان سهام و جریان نقد آزاد کمک می‌کند. در صورت وجود جریان نقد آزاد، ساختار مالکیت نقش مهمی در نظارت بر استفاده بهینه از دارایی‌ها بازی می‌کند. این مطالعه افزایش در استفاده بهینه از دارایی‌ها برای شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا هنگامی که دارای مالکیت شرکتی عمده‌ترند را نشان می‌دهد.

## ۲- چارچوب نظری

جریان نقد آزاد جریان نقدی است، مازاد بر آنچه که برای تأمین مالی تمامی پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت که با نرخ هزینه سرمایه مربوطه تنزیل می‌شود، باقی می‌ماند. نظریه جریان نقد آزاد در سال ۱۹۸۶ توسط مایکل جنسن<sup>۷</sup> معرفی گردید. که طبق این نظریه وجوه نقد داخلی بیشتر به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. مدیران مایل به پرداخت وجه نقد (مثل سود سهام) نبوده، دارای انگیزه برای سرمایه‌گذاری هستند؛ حتی زمانی که هیچ سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت موجود نباشد یعنی هنگامی که مدیران با جریان نقد آزاد مواجه می‌شوند در وهله اول مهم این است که بتوانند وجوه مذکور را در پروژه‌های مناسب و پربازده سرمایه‌گذاری کرده تا از این طریق بتوانند برای مالکان خود ایجاد ارزش نمایند.

در راستای تحلیل ارزش ایجاد شده برای سهامداران، جریان‌های وجوه نقد آزاد شرکت از اهمیت خاصی برخوردار است چراکه ارزش هر شرکتی نه تنها به توانایی آن شرکت در ایجاد وجه نقد بلکه به میزان قابل توجهی به شیوه بکارگیری این وجوه بستگی دارد. به گونه‌ای که استفاده مناسب از جریان نقد آزاد توسط مدیران یک شرکت که دارای فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری مناسبی هستند باعث می‌شود که بازار به این گونه جریان نقد آزاد واکنش مثبت نشان دهد در نتیجه قیمت سهام افزایش یابد. یعنی مدیران می‌توانند از طریق شناسایی فرصت‌های رشد مناسب، وجوه مذکور را در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری و به این ترتیب باعث افزایش ثروت سهامداران خود گردند. با توجه به تئوری تضاد منافع بین مدیران و مالکان، ممکن است برخی مدیران شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد بالا و فرصت‌های رشد کمی دارند ممکن است وادار شوند جریان‌های وجوه نقد آزاد را در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری تا در کوتاه‌مدت برخی از منافع شخصی خود را که در تضاد با منافع سهامداران است تأمین نمایند. پس ممکن است جریان نقد آزاد زیاد، مدیران را در بکارگیری پروژه‌های غیرسودآوری برمی‌انگیزاند که استفاده از دارایی را کاهش دهند. یعنی جریان نقد آزاد بالا منجر به مسائل نمایندگی می‌شود زیرا مدیران تمایل دارند که وجوه نقد را برای فعالیت‌هایی استفاده کنند که دخالت کمتری در ارزش شرکت دارند و این یعنی وجود جریان نقد آزاد زیاد ممکن است به عدم استفاده کارا از دارایی‌ها بینجامد. موارد گفته شده بیانگر این است که ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد یک شرکت می‌تواند تحت تأثیر فرصت‌های رشد آتی آن شرکت قرار بگیرد به گونه‌ای که بازار سرمایه جریان نقد آزاد شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالاتر را بیش تر اندازه‌گیری می‌کند (تاکیا و همکاران، ۲۰۱۲).

## ۲-۱- جریان نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها

دارایی‌های شرکت، نقش اصلی در تحصیل سود ایفا می‌کنند. هر چقدر دارایی‌ها با کارایی بیشتری بکار گرفته شوند، شرکت سودآورتر خواهد بود. بازده کل دارایی‌ها، نحوه بکارگیری از دارایی‌های شرکت در جهت ایجاد درآمد و فروش توسط مدیریت را مورد سنجش و ارزیابی قرار می‌دهد. سهامداران و مدیران بازده کل دارایی‌های شرکت را با بازده بکارگیری منابع در زمینه‌های دیگر با هم مقایسه می‌کنند. هر چه این بازده بالاتر باشد کارایی شرکت در بکارگیری از دارایی‌ها و منابع بهتر است و برعکس این قضیه عدم استفاده بهینه از دارایی‌ها زیان‌هایی را به بار می‌آورد که قابل استناد در استفاده غیرمؤثر از دارایی‌ها می‌باشند (تاکیا و همکاران، ۲۰۱۲).

جریان نقد آزاد وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها، در اختیار دارد و مدیران از آن در پروژه‌ها استفاده نموده و بدین ترتیب می‌توانند از دارایی‌های شرکت بطور کارا استفاده کرد و موجبات سودآوری بیشتر شرکت‌ها را فراهم آورند. جریان‌های نقد آزاد ممکن است که نتیجه افزایش یا کاهش ارزش شرکت با توجه به کاربرد آن باشد یعنی استفاده کارا از دارایی‌ها باعث افزایش ارزش شرکت شده و در مقابل، استفاده غیرکارا از دارایی‌ها باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود. جریان‌های نقد آزاد باعث تحریک مدیریت در جهت استفاده و مصرف منابع موجود در فعالیت‌های مختلفی می‌شود که ممکن است ارزش شرکت را افزایش داده و یا تغییری در ارزش شرکت ایجاد نکند (خدادادی و همکاران، ۱۳۹۲). در واقع، ارزش هر شرکتی نه تنها به توانایی آن شرکت در ایجاد جریان نقد آزاد بلکه به میزان قابل توجهی به شیوه بکارگیری این وجوه بستگی دارد. به‌گونه‌ای که استفاده مناسب از جریان نقد آزاد توسط مدیران یک شرکت که دارای فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری مناسبی هستند باعث می‌شود که بازار به این گونه جریان نقد آزاد واکنش مثبت نشان دهد در نتیجه قیمت سهام افزایش یابد (حبیب<sup>۸</sup>، ۲۰۱۱).

جنسن معتقد است جریان‌های نقدی آزاد به دلیل ایجاد فرصت سوءاستفاده برای مدیران، باعث تشدید مسئله نمایندگی می‌شود. پس انتظار می‌رود که ارتباط مثبتی بین میزان جریان‌های نقدی آزاد و ریسک حسابرسی وجود داشته باشد چرا که وجود جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های رشد کم، مدیریت را تشویق می‌کند تا این مبالغ را در پروژه‌های نامناسب سرمایه‌گذاری کند و چنین اقدامی را با دستکاری صورت‌های مالی پنهان سازد. از طرفی شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی آزاد زیاد و فرصت‌های رشد بالا، در مقایسه با شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشد بالا اما کمبود نقدینگی هستند، کمتر اقدام به انتشار اوراق بهادار نموده و کمتر مورد بررسی بازار قرار می‌گیرند. به نظر می‌رسد در این شرکت‌ها، تمایل به تأمین مالی از طریق بدهی کمتر بوده و در نتیجه نظارت اعتباردهندگان و بررسی‌های حسابرسان کاهش خواهد یافت (گریفین و همکاران، ۲۰۱۰).

در محاسبه جریان‌های نقد آزاد مفروضات حسابداری در نظر گرفته نمی‌شوند. در حالی که در مدیریت بهینه این وجوه، حسابداری نقش مهمی ایفا می‌کند. به‌عنوان مثال واحدهای تجاری با فرصت‌های سرمایه-

گذاری مختلفی روبه‌رو هستند که انتخاب یکی از آنها ممکن است براساس منافع شخصی مدیران صورت پذیرد. در صورت بالابودن جریان نقد آزاد احتمال سرمایه‌گذاری بیش از حد افزایش می‌یابد که این امر منجر به ایجاد مسائلی چون عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی می‌شود. یکی از راه‌ها برای جلوگیری از این امر و بهینه‌کردن سرمایه‌گذاری‌ها، بالابردن کیفیت اطلاعات حسابداری است. هرچه این اطلاعات کیفیت بالاتری داشته باشند، سرمایه‌گذاری بیش از حد ناشی از جریان نقد آزاد کاهش می‌یابد و منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود مسائل نمایندگی می‌شود. در این رابطه می‌توان به مطالعه جنسن که برای نخستین بار تضاد منافع بین مدیران و مالکان در ارتباط با جریان وجوه نقد آزاد را مورد بررسی قرار داد، اشاره نمود. ممکن است مدیران برای حفظ قدرت کنترلی، حفظ منابع تحت کنترل و حفظ منافع خود از جمله پاداش، وجوه نقد مازاد را به صورت سود به سرمایه‌گذاران پرداخت نکنند و این وجوه را در پروژه‌هایی حتی با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری نمایند. اما از آنجا که حسابداران به دنبال ارائه اطلاعات سودمند برای سرمایه‌گذارانند سعی در افشای منصفانه این موارد دارند (اعتمادی و شفاخیبری، ۱۳۹۰). بنابراین اگر با استفاده از وجوه نقد آزاد استفاده بهینه‌ای از دارایی‌ها نشود ممکن است عدم تقارن اطلاعاتی رخ داده و در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اثرات زیانباری داشته باشد.

این پدیده همسو با مفروضاتی است که جریان نقد آزاد برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مازاد استفاده می‌شود که با فعالیت‌های اصلی شرکت جهت کمک به استفاده غیرکارا از دارایی‌ها، مرتبط نیستند. بنابراین، انتظار می‌رود که جریان نقد آزاد با استفاده غیرکارا از دارایی‌ها مرتبط باشد.

## ۲-۲- اثرات تعدیل ساختار مالکیت

انواع ساختارهای مالکیتی شامل مالکیت مدیریتی، دولتی و نهادی است. مالکان انگیزه و قدرت لازم برای کنترل استفاده درست از دارایی‌ها را دارند. (چن و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۱).

مالکیت نهادی به عنوان درصد سهام آورده شده به وسیله سرمایه‌گذاران حقوقی تعریف می‌شود که نقش بااهمیتی را در راهبری فعالیت‌های مدیران ایفا می‌کند. وجود مالکان نهادی باعث تکمیل وظیفه راهبری در شرکت شده و تصمیمات مدیریتی را در استفاده غیرکارا از دارایی‌ها خنثی می‌کند. مالکان نهادی در کشورهای دارای سازوکارهای حاکمیتی و قانونی مستحکم توانایی کنترل بالاتری نسبت به مدیران شرکت‌ها دارند. انتظار بر این است که مالکیت نهادی میزان عدم تقارن اطلاعاتی و از اینرو، مشکلات نمایندگی را کاهش دهد زیرا مالکیت نهادی می‌تواند به نحو اثربخشی تلاش‌های مدیریت برای دستکاری حساب‌ها را کنترل کند. مالکان نهادی تمام تلاش خود را می‌کنند تا وظایف خود را به بهترین نحو ممکن انجام داده و اطمینان منطقی را نسبت به کیفیت گزارشگری مالی، محافظت از منافع سهامداران و افزایش منافع ناشی از سرمایه‌گذاری را در سرمایه‌گذاران ایجاد کند. بنابراین احتمال وقوع رفتارهای فرصت‌طلبانه از جمله استفاده نادرست از دارایی‌ها، برای شرکت‌هایی که سهام آنها توسط مالکان نهادی نگهداری می‌شود، کاهش می‌یابد. با افزایش مالکیت نهادی، تصمیمات مدیریتی شرکت به نحو مناسبی راهبری شده و اقداماتی

در جهت ایجاد اطمینان نسبت به کارایی و اثربخشی استفاده از جریان‌های نقد آزاد صورت می‌پذیرد. مالکان نهادی با استفاده از تخصص و دانش خود در زمینه فن‌آوری‌های تولیدی به شرکت‌ها برای دستیابی به حداکثر کارایی کمک می‌کنند. مالکان نهادی که درصد بالاتری از مالکیت شرکت را در اختیار دارند، انگیزه بیشتری برای راهبری و کنترل فعالیت‌های مدیریتی دارند، به نحوی که با افزایش درصد مالکان نهادی، ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده از دارایی‌ها معنادارتر می‌شود (خدادادی و همکاران، ۱۳۹۲).

مالکیت مدیریتی به عنوان درصد سهام در اختیار مدیران داخلی شرکت تعریف می‌شود. سطح مالکیت مدیریتی متفاوت است. این تفاوت سطح می‌تواند معیاری برای اندازه‌گیری تضاد منافع بین مدیر و مالک مدنظر قرار گیرد. با افزایش سطح مالکیت مدیران داخلی، احتمال وقوع هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد. شرکت‌ها با مالکیت مدیریتی بالاتر به منظور حداکثرسازی ارزش سهامداران، از دارایی‌های خود به نحو کاراتری استفاده می‌کنند. مالکیت مدیریتی باعث کاهش انگیزه مدیران برای افزایش منافع شخصی خود و چشم‌پوشی از منافع سهامداران، می‌شود زیرا، این مدیران تحریک می‌شوند که سخت‌تر و کارآتر عمل کرده و در نتیجه با استفاده صحیح از دارایی‌ها، بهره‌وری و منافع مربوط نیز افزایش می‌یابد. مالکیت مدیریتی باعث مشارکت فعال مدیران در راهبری جریان‌های نقد آزاد شرکت برای اطمینان از سرمایه‌گذاری در طرح‌های دارای ارزش افزوده می‌شود. مالکیت مدیریتی نقش بااهمیتی را در اطمینان‌دهی نسبت به استفاده درست از جریان‌های نقد آزاد در طرح‌های سودآور بلندمدت و حداکثرسازی منافع سهامداران، ایفا می‌کند. بر اساس نظریه نمایندگی، مالکیت مدیریتی به تأمین منافع هر دوی مدیران و مالکان کمک می‌کند. مدیرانی که سهام شرکت‌ها را نیز در اختیار دارند، توانایی تأثیرگذاری بر تصمیمات شرکت در راستای سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد در پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت را دارند. این مدیران جریان‌های نقد آزاد را فقط در راستای تأمین منافع سهامداران به اجرا در می‌آورند. به عبارتی هدف مدیران حداکثرسازی بازده سهامداران از طریق استفاده صحیح از جریان‌های نقد آزاد است. می‌توان گفت که مالکیت مدیریتی استفاده نادرست از جریان‌های نقد آزاد را محدود ساخته و باعث بکارگیری مناسب دارایی‌ها می‌شود (خدادادی و همکاران، ۱۳۹۲).

بطور خلاصه ساختار مالکیت از طریق نحوه حکمرانی و اتخاذ سیاست‌های کارآمد بر عملکرد شرکت‌ها از جمله سیاست تقسیم سود و پرداخت سود سهام تأثیر دارد. پرداخت سود سهام می‌تواند جایگزینی برای مسائل حاکمیت شرکتی در یک شرکت تلقی شود. در این شرایط ساختار مالکیت متناظر با توزیع حقوق مالی میان سهامداران می‌باشد (کوکی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹). از این رو یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی، آگاهی از ساختار مالکیت می‌باشد تا با استفاده از آن بتوان راهبردهای لازم را برای عملکرد بهتر شرکت و همچنین افزایش سهام آنها تدوین نمود (رضایی و همکاران، ۱۳۹۰).

این مطالعه فرض می‌کند که ساختار مالکیت پویایی (محرک) جریان نقد آزاد استفاده دارایی را قوی می‌سازد. تعدیل (کاهش شدت و قدرت) اثر کنترل‌های مالکیت انتخاب شده شامل مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی و مالکیت مدیریتی می‌باشد.

### ۳- پیشینه پژوهش

ینگ و فن<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۳) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که ارتباط بین فرصت‌های رشد و عملکرد شرکت در شرکت‌های با عدم استفاده بهینه مدیریت از جریان نقد آزاد در مقایسه با سایر شرکت ضعیف‌تر می‌باشد.

یافته‌های پژوهش تاکیا و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۲) ابتداء وجود یک رابطه معنادار منفی بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها و سپس اثر تعدیلی هر یک از ساختارهای مالکیت بر رابطه مذکور را نشان می‌دهد. آنان به این نتیجه رسیدند که نظارت بر استفاده بهینه از دارایی‌ها در شرکت‌های با مالکیت خارجی بیشتر و جریان وجه نقد آزاد بالاتر، کارآتر است. همچنین زمانی که مالکیت مدیریتی زیاد است، نظارت بر استفاده بهینه از دارایی‌ها در شرکت‌هایی که وجه نقد بیشتری دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که وجه نقد کمتری دارند کارآتر می‌باشد. همچنین دریافتند که مالکیت دولتی منجر به استفاده غیر کارآ از دارایی‌ها در شرکت‌هایی با جریان وجه نقد بالا می‌گردد.

زرنی و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۰) در پژوهشی که در بازار سوئد انجام دادند، شواهدی از ارزش‌گذاری مثبت جریان نقد آزاد برای شرکت‌هایی که هیأت مدیره قوی‌تری داشته و برنامه‌ریزی بهتری برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیشرو داشته‌اند، به دست آوردند.

چن و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای سهامداران عمده و تأثیرگذار، هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد کمتر و در نتیجه هزینه سرمایه کمتری دارند و قدرت آنها در کنترل جریان نقد آزاد بیشتر است. آن‌ها جریان نقد آزاد را به عنوان شاخص معرفی کردند که می‌تواند خطر بالقوه ناشی از سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیران را نشان می‌دهد.

تسای و گو<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۷) به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاری نهادی ممکن است به سرمایه‌گذاران این صنایع شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصله از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهد.

میولر و اسپیتز<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۶) به این نتیجه رسیدند که عملکرد شرکت‌های با درصد مالکیت مدیریتی بالای ۴۰ درصد در حال بهبود می‌باشند.

قیطاسی و مسجدموسوی (۱۳۸۹) به این نتیجه رسیدند که در سطح کل شرکت‌ها بین جریان نقد آزاد شرکت و قیمت سهام در سطح خطای ۵ درصد ارتباط معنی‌داری وجود ندارد و این نتیجه‌گیری در سطح صنایع مختلف نیز صدق می‌کند، فقط در صنعت صنایع کانی غیرفلزی ارتباط معنی‌دار با ضریب همبستگی ۳۸ درصد وجود دارد. همچنین بین جریان نقد آزاد سهامدار و قیمت سهام با سطح خطای ۵ درصد در سطح کل شرکت‌ها، رابطه معنی‌داری با ضریب همبستگی ۴۴ درصد وجود دارد و این نتیجه‌گیری فقط در صنایع خودرو و ساخت قطعات و صنایع کانی غیرفلزی تأیید می‌شود.

اسدی و همکاران (۱۳۹۰) به این نتیجه رسیدند که رابطه منفی و معنی‌داری بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت وجود دارد. با توجه به نتایج گرچه مشخص نیست ساختار سرمایه موجد ساختار مالکیت

است یا برعکس به نظر می‌رسد لازم است سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان هر دو ساختار سرمایه و ساختار مالکیت را در زمان تصمیم‌گیری نسبت به سرمایه‌گذاری و اعتباردهی مد نظر قرار دهند.

نتایج پژوهش عباسی و رستگاریا (۱۳۹۱) حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت سهامدار اصلی، متغیر لگاریتمی سهامدار اصلی و شاخص هرفیندال با ارزش شرکت‌ها است. از سوی دیگر بین تمرکز مالکیت پنج سهامدار اصلی و متغیر لگاریتمی آن با ارزش شرکت‌ها رابطه معنادار وجود دارد. نتایج آزمون اثرات نوع مالکیت نشان می‌دهد که بین ارزش شرکت‌ها با مالکیت انفرادی و نهادی رابطه مستقیم و معنادار و با مالکیت دولتی منفی و غیرمعنادار وجود دارد.

ستایش و صالحی نیا (۱۳۹۳) با استفاده از ۷۵ شرکت به این نتیجه رسیدند که مالکیت شرکتی به صورت مستقیم و نسبت بدهی به صورت معکوس با جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه معناداری دارند ولی شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت‌ها مشاهده نکردند.

برادران، بادآور و اسماعیلی (۱۳۹۳) با استفاده از ۹۰ نمونه از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ به این نتیجه رسیدند که میزان تمرکز مالکیت و درصد سهام مالکان نهادی بر اندازه مؤسسه حسابرسی تأثیر منفی و معنادار و بر تخصص در صنعت مؤسسه حسابرسی تأثیر مثبت و معنادار دارد، در حالی که تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی تأثیری بر دوره تصدی مؤسسه حسابرسی ندارد.

#### ۴- روش و فرضیات پژوهش

##### ۴-۱- فرضیات پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش عبارتند از:

**فرضیه اصلی اول:** بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌دار منفی وجود دارد.

**فرضیه اصلی دوم:** ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده بورس و اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. این ادعا طبق فرضیات فرعی ذیل مورد آزمون قرار می‌گیرد:

**فرضیه فرعی اول:** رابطه منفی جریان نقد آزاد با استفاده بهینه از دارایی‌ها، هنگامی که مالکیت نهادی بالاست، نسبت به زمانی که مالکیت نهادی پایین می‌باشد، ضعیف‌تر است.

**فرضیه فرعی دوم:** رابطه منفی جریان نقد آزاد با استفاده بهینه از دارایی‌ها، هنگامی که مالکیت مدیریتی بالاست، نسبت به زمانی که مالکیت مدیریتی پایین می‌باشد، ضعیف‌تر است.

**فرضیه فرعی سوم:** رابطه منفی جریان نقد آزاد با استفاده بهینه از دارایی‌ها، هنگامی که مالکیت شرکتی بالاست، نسبت به زمانی که مالکیت شرکتی پایین می‌باشد، ضعیف‌تر است.



#### ۲-۴- روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی است و چون می-تواند در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد کاربردی محسوب می‌شود. و در این پژوهش برای برآورد مدل از رگرسیون ترکیبی براساس داده‌های تابلویی (پنل دیتا) استفاده شده است. داده-های تابلویی (پنل دیتا) ترکیبی از داده‌های سری زمانی و مقطعی<sup>۱۷</sup> می‌باشد. پس از جمع‌آوری داده‌های مربوط به متغیرها از صفحه گسترده اکسل جهت سازماندهی و محاسبات استفاده شده است و برای تجزیه-و تحلیل فرضیات از نرم‌افزار Eviews 7 بهره گرفته شده است.

#### ۳-۴- مدل پژوهش نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

برای بررسی فرضیه اصلی اول از رابطه ۱ استفاده می‌شود.

$$ASSET - UT = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE + \alpha_2 DEBT + \alpha_3 ROA + \alpha_4 FCF + e_{i,t} \quad (1) \text{ رابطه ۱}$$

برای بررسی فرضیه اصلی دوم و فرضیه‌های فرعی آن از رابطه ۲ استفاده می‌شود.

$$ASSET - UT = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE + \alpha_2 DEBT + \alpha_3 ROA + \alpha_4 FCF + \alpha_5 OS + \alpha_6 (FCF \times OS) \quad (2) \text{ رابطه ۲}$$

تعریف و عملیاتی کردن متغیرها به شرح جدول ۱ می‌باشد.

جدول ۱- تعریف متغیرها و نحوه محاسبه آنها

نوع متغیر	متغیرها	تعریف عملیاتی متغیرها	نماد	نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش
وابسته	استفاده بهینه از دارایی‌ها	استفاده بهینه از دارایی‌ها	ASSET_UT	$Asset - ut = \frac{sale_{i,t}}{(plant + property + equipments)_{i,t}}$ فروش تقسیم بر اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات
مستقل	ساختار مالکیت OS	مالکیت نهادی	INS	درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی، بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری از کل سهام سرمایه
		مالکیت مدیریتی	MO	درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیئت مدیره از کل سرمایه
		مالکیت شرکتی	COR	درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های سهامی از کل سرمایه
	جریان نقد آزاد	جریان نقد آزاد	FCF	$FCF = (INC - TAX - INTEXP - PSDIV - CSDIV) / ASSET$ (سود عملیاتی قبل از کسر استهلاک-مالیات-هزینه بهره-سود سهام پرداختی به سهامداران ممتاز- سود سهام پرداختی به سهامداران عادی) تقسیم بر دارایی
کنترلی	شاخص‌ها	اندازه شرکت	SIZE	$Log_{sales_{i,t}}$ لگاریتم دارایی‌ها

نوع متغیر	متغیرها	تعریف عملیاتی متغیرها	نماد	نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش
		نسبت بدهی	Liability	$DEBT = \frac{Liability_{i,t}}{Asset_{i,t}}$ بدهی بر دارایی
		بازده دارایی‌ها	ROA	$ROA = \frac{NetIncomeAfterTax}{TotalAsset_{i,t}}$ سود خالص پس از کسر مالیات بر کل دارایی‌ها
		نوع صنعت	IND	متغیر دومی به تفکیک صنایع

منبع: تاکیا و همکاران (۲۰۱۲)

### ۵- جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

کلیه شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهند به علت گستردگی و حجم آماری جامعه و وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضاء جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده‌اند:

- (۱) قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا سال ۱۳۹۲ در بورس فعالیت داشته باشند.
  - (۲) برخی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس شامل بانک‌ها، مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی، واسطه‌گرهای مالی و شرکت‌های هلدینگ که ساختار گزارشگری متفاوتی دارند، از نمونه حذف می‌شوند.
  - (۳) پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند ماه باشد.
  - (۴) شرکت‌ها در دوره مورد بررسی وقفه معاملاتی قابل ملاحظه (بیشتر از ۶ ماه) نداشته باشند.
  - (۵) شرکت‌ها در طی این بازه زمانی تغییر درسال مالی نداشته باشند و زیان‌ده نباشند.
- باتوجه به مطالب مطرح شده و محدودیت‌های ذکر شده در نهایت از بین جامعه آماری به صورت حذف سیستماتیک ۸۵ شرکت به شرح جدول ۲ انتخاب گردیده است.

جدول ۲- تعداد نمونه‌ها بر حسب صنعت و درصد آن‌ها

ردیف	نوع صنعت	تعداد شرکت‌های مورد مطالعه	درصد
۱	شیمیایی	۱۶	٪۱۸٫۸
۲	خودرو و ساخت قطعات	۲۰	٪۲۳٫۵
۳	مواد غذایی و آشامیدنی	۱۰	٪۱۱٫۸
۴	دارویی	۱۳	٪۱۵٫۳
۵	سایر صنایع	۲۶	٪۳۰٫۶
	جمع	۸۵	٪۱۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۶- تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

### ۶-۱- آمار توصیفی

جدول ۳ آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که شامل اطلاعات مربوط به میانگین، بیشینه و کمینه و انحراف معیار می‌باشد.

جدول ۳- آمار توصیفی

انحراف معیار	میانگین	بیشینه	کمینه	مشاهدات	متغیر	نوع متغیر
۰,۲۶۵۱	۰,۸۱۰۲	۲,۷۶۱	۰,۱۹۲۸	۸۴۸	استفاده بهینه از دارایی	وابسته
۰,۱۶۳۰	۰,۱۰۹۶	۰,۶۰۵۶	۰,۰۰۴۵	۸۴۸	جریان نقد آزاد	مستقل
۰,۳۱۱۸	۰,۳۳۷۰	۰,۹۷۴۲	۰,۰۱۵۵	۷۴۲	مالکیت نهادی	
۰,۰۰۸۴	۰,۰۴۷۸	۰,۰۷۳۰۳	۰,۰۴۱۶	۸۳۳	مالکیت مدیریتی	
۰,۳۰۹۷	۰,۶۱۹۴	۱۰۰	۰,۰۰۷۰۳	۸۵۰	مالکیت شرکتی	
۰,۶۴۷۹	۵,۷۵۳	۷,۹۵۶	۳,۵۵۳	۸۵۰	اندازه شرکت	کنترلی
۰,۱۴۴۹۱۳	۰,۶۱۶۸۴۱	۱,۶۲۸۷	۰,۳۰۰۸۵	۸۵۰	نسبت بدهی	
۰,۰۹۱۳	۰,۱۱۸۹	۰,۶۲۰۴	۰,۰۰۰۴	۸۴۹	بازده دارایی	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۶-۲- نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش

مطابق با جدول ۴، یافته‌های حاصل از نتایج تجزیه و تحلیل مدل رگرسیونی فرضیه اصلی اول برآزش شده است. سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ مطلوب بوده و در این مدل ۰/۰۰۰ بوده و بدان معنی است که مدل معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده ۳۷ درصد بوده و یعنی ۳۷ درصد تغییرات متغیر استفاده بهینه از دارایی‌ها توسط متغیر جریان نقد آزاد تبیین می‌شود. آماره دوربین واتسون بین ۱,۵ تا ۲,۵ مطلوب بوده و بیانگر عدم خودهمبستگی است. در این مدل آماره دوربین واتسون ۱/۶۹۷ بوده و حاکی از عدم خودهمبستگی است. سطح معناداری جریان نقد آزاد نیز ۰/۰۰۰ بوده و این یعنی بین این متغیر و متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. ضریب این متغیر ۰/۱۶۶۴۴- بوده و رابطه منفی بین جریان نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها می‌باشد. که منفی بودن آن به معنای رابطه معکوس بین دو متغیر استفاده بهینه از دارایی‌ها و جریان نقد آزاد است. به بیان دیگر افزایش در جریان نقد آزاد، منجر به استفاده غیرکارا از دارایی‌ها می‌گردد.

بنابراین فرضیه اول تأیید شده و بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌دار منفی وجود دارد. این نتیجه با مستندات ارائه شده در چارچوب نظری پژوهش و ادبیات پژوهش از قبیل تحقیقات درن هنری (۲۰۱۰)، تاکیا و همکاران

۲۰۱۲ سازگار می‌باشد. در این فرضیه تأثیر ساختار مالکیت به عنوان یک عامل تعدیل گر از سه جنبه نوع مالکیت شامل نهادی، مدیریتی و شرکتی بر روی روابط بین جریان نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها مورد آزمون قرار گرفته است، که در ادامه نتایج حاصل از این آزمون به وسیله فرضیات فرعی مبنی بر رد یا تأیید این ادعا بررسی گردید. رابطه منفی جریان نقد آزاد با استفاده بهینه از دارایی‌ها، هنگامی که مالکیت نهادی بالاست، نسبت به زمانی که مالکیت نهادی پایین می‌باشد، ضعیف‌تر است.

جدول ۴- برازش مدل

$ASSET - UT = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE + \alpha_2 DEBT + \alpha_3 ROA + \alpha_4 FCF + e_{i,t}$				
شرح	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
C	۱,۶۹۶۵۸۱	۰,۹۱۸۷۳۱	۱,۸۴۶۶۵۸	۰,۰۶۵۷
SIZE	۰,۰۱۸۹۲۵	۰,۰۰۱۲۹	۱۴,۶۶۶۹۱	۰,۰۰۰
DEBT	۰,۰۰۰۱۱۴	۰,۰۰۰۲۱۲	۰,۵۴۰۳۸۵	۰,۵۸۹
ROA	-۰,۱۴۰۵۲۴	۰,۱۶۴۲۷۶	-۰,۸۵۸۴۱	۰,۳۲۹
FCF	-۰,۰۱۶۶۴۴	۰,۰۰۱۱۲۸	-۱۴,۷۵۶	۰,۰۰۰
آماره دوربین واتسون	۱,۶۹۷	Adjusted R-squared	۰,۳۶۷۵۲۶	آماره هاسمن
سطح معناداری آماره F	۰,۰۰۰	F لیمر	۰,۰۰۰	۳,۵۰۴۰۳۱

با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با صفر می‌باشد، فرض صفر رد شده (p-value ≤ 0.05) و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. با توجه به مقدار p-value به دست آمده از آزمون هاسمن که برابر با ۰,۴۷۷۳ می‌باشد، فرض صفر آزمون هاسمن تایید شده و روش اثرات تصادفی پذیرفته می‌شود.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مطابق با جدول ۵ حاصل از نتایج تجزیه و تحلیل مدل رگرسیونی فرضیه اصلی دوم و فرضیه‌های فرعی آن برازش شده است. سطح معناداری ۰/۰۰۰ بوده و یعنی مدل معنادار است. آماره دوربین واتسون به ترتیب برابر با ۱,۸۹۶۹، ۱,۷۱۱۶، ۱/۷۱۳۵ بوده، نزدیک به ۲ بوده و بیانگر عدم خودهمبستگی است. ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۶۱ درصد، ۶۷ درصد و ۶۹ درصد بوده و بدین معناست که ۶۱ درصد تغییرات استفاده بهینه از داراییها توسط متغیر مالکیت نهادی، ۶۷ درصد تغییرات آن توسط مالکیت مدیریتی و ۶۹ درصد تغییرات آن توسط مالکیت شرکتی تبیین می‌شود. در بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه جریان نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها، نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که مالکیت نهادی به صورت منفی بر رابطه جریان نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی شرکت تأثیرگذار است.

جدول ۵- برازش مدل

$ASSET - UT = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE + \alpha_2 DEBT + \alpha_3 ROA + \alpha_4 FCF + \alpha_5 OS + \alpha_6 (FCF \times OS)$						
شرح	آماره t	سطح معنی داری	آماره t	سطح معنی داری	آماره t	سطح معنی داری
C	۵,۵۴۲۲۲۹	۰,۰۰۰	۶,۳۲۶۲۹۰	۰,۰۰۰	۶,۱۴۹۰۱۹	۰,۰۰۰
SIZE	-۳,۴۰۰۹۵	۰,۰۰۰۷	-۲,۰۰۵۵۲۷	۰,۰۰۰۱	-۱,۸۵۶۸۱۸	۰,۰۰۶۴
DEBT	۱,۹۹۶۱۰۷	۰,۰۴۶۶	۲,۷۴۱۵۵۳	۰,۰۰۶۴	۲,۱۸۶۸۹۹	۰,۰۲۹۳
ROA	۰,۶۴۲۷۶	۰,۵۲۰۷	۰,۶۱۲۷۰۳	۰,۵۴۰۴	۱,۵۱۹۱۲	۰,۱۲۹۵
FCF	-۱,۶۷۰۵۲۵	۰,۰۹۵۶	-۱,۱۵۸۱۷۸	۰,۰۰۴۷	-۵,۲۰۱۲۳۹	۰,۰۰۰
INS	۷,۸۹۸۰۱۲	۰,۰۰۰	-	-	-	-
FCF*INS	-۴,۱۱۲۹۹۴	۰,۰۰۰	-	-	-	-
MO	-	-	۲,۷۴۷۰۵۰	۰,۰۰۶۳	-	-
FCF*MO	-	-	-۱,۵۳۷۲۱۳	۰,۰۰۱۴	-	-
COR	-	-	-	-	-۳,۶۸۶۳۲۵	۰,۰۰۰۳
FCF*COR	-	-	-	-	۲,۶۳۴۵۶۱	۰,۰۰۸۷
آماره دوربین واتسون	۱,۸۹۶۹۱۱		۱,۷۱۱۶۸۳		۱,۷۱۳۵۸۶	
سطح معناداری	۰,۰۰۰		۰,۰۰۰		۰,۰۰۰	
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰,۶۰۷۵۶۷		۰,۶۷۳۵۴۴		۰,۶۸۶۹۶۹	
F لیمر	۴,۵۵۸۳۸۰	۰,۰۰۰	۴,۴۵۵۱۴۳	۰,۰۰۰	۴,۵۶۲۱۸۶	۰,۰۰۰
آماره هاسمن	۸,۸۲۹۴۷۱	۰,۱۸۳۴	۴,۹۸۲۳۲۱	۰,۵۴۶۱	۸,۹۴۳۰۳۵	۰,۱۷۶۸
ناهمسانی واریانس وایت	۳,۴۶۸۴۶۱	۰,۰۰۰	۱,۵۱۲۷۳۵	۰,۰۵۱۹	۳,۴۶۱۳۵۹	۰,۰۰۰

با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با صفر می باشد، فرض صفر رد شده (p-value ≤ 0.05) و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود، با توجه به مقادیر p-value به دست آمده از آزمون هاسمن، فرض صفر آزمون هاسمن تایید شده و روش اثرات تصادفی در تمامی مدل‌ها پذیرفته می‌شود.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

این نتیجه با مستندات ارائه شده در چارچوب نظری پژوهش و ادبیات پژوهش از قبیل تحقیقات تاکیا و همکاران (۲۰۱۲) سازگاری دارد. بنابراین این‌گونه می‌توان تفسیر نمود که جریان نقد آزاد بالا در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بالاست منجر به استفاده غیرکارآ از دارایی‌ها می‌شود. یافته‌های پژوهش حاضر نشان داد که عامل صنعت می‌تواند یکی از عوامل مهم در تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه جریان نقد آزاد با استفاده بهینه از دارایی باشد. استفاده بهینه از دارایی‌ها برابر است با فروش تقسیم بر اموال، ماشین‌الات و تجهیزات که برای هر صنعت بطور جداگانه محاسبه و مورد بررسی قرار گرفته

است. مطابق با جدول ۶، در صنعت خودرو و ساخت قطعات و صنعت دارویی مالکیت نهادی موجب افزایش رابطه منفی بین جریان نقد آزاد و استفاده از دارایی‌ها می‌شود. اما در سایر صنایع رابطه‌ای یافت نشد. رابطه منفی جریان نقد آزاد با استفاده بهینه از دارایی‌ها، هنگامی که مالکیت مدیریتی بالاست، نسبت به زمانی که مالکیت مدیریتی پایین می‌باشد، ضعیف‌تر است. مطابق با جدول ۵، در بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه جریان نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها یک رابطه منفی قابل توجه بین مالکیت مدیریتی و استفاده بهینه از دارایی‌ها در شرکت‌هایی با جریان نقد بالا را در سطح خطای ۵ درصد نشان می‌دهد. تاکیا و همکاران در سال ۲۰۱۲ در پژوهش مشابه به این نتیجه رسیدند که نظارت-کردن بر استفاده دارایی در میان شرکت‌ها با مالکیت مدیریتی بالا و جریان نقد آزاد بالا، کارا تر است. که این نتیجه با یافته‌های این پژوهش در تضاد می‌باشد. مطابق با جدول ۶، با در نظر گرفتن عامل صنعت، نتایج بیانگر این مطلب است که در صنایع شیمیایی و خودرو، مالکیت مدیریتی به صورت مثبت منجر به تعدیل رابطه بین جریان نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها می‌شود. به این معنی که مالکیت مدیریتی در این صنایع موجب استفاده کارا تر از دارایی‌ها می‌شود. لذا می‌توان این‌گونه تفسیر نمود، مدیرانی که مالک هستند انگیزه بیشتری برای کار سخت‌تر و مؤثرتر دارند، که این هم در حقیقت به کارایی بیشتر و سودآورتر استفاده از دارایی‌ها منتج خواهد شد. مالکیت مدیریتی بطور فعال در کنترل استفاده از جریان نقد آزاد شرکت برای اطمینان از اینکه فقط پروژه‌هایی دارای ارزش افزوده اجرا شده‌اند، شرکت می‌کنند (وارفیلد و واید ۱۹۹۵). مالکیت مدیران یک نقش داخلی بازی می‌کند تا اطمینان حاصل شود که جریان نقد آزاد فقط برای سودهای بلندمدت شرکت که منافع سهامداران را حداکثر می‌کند، استفاده شده است. این استدلال وجود دارد که مالکیت مدیریتی بطور مستقیم در موفقیت بکارگیری استفاده دارایی کمک می‌کند. اما در سایر صنایع و صنعت دارویی رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ یافت نشود و همچنین در صنعت غذایی رابطه منفی و معنی‌داری وجود داشت که حاکی از این است، مالکیت مدیریتی در این صنعت موجب استفاده غیرکارا از دارایی‌ها می‌شود.

رابطه منفی جریان نقد آزاد با استفاده بهینه از دارایی‌ها، هنگامی که مالکیت شرکتی بالاست، نسبت به زمانی که مالکیت شرکتی پایین می‌باشد، ضعیف‌تر است. مطابق با جدول ۵، در تجزیه و تحلیل فرضیه فرعی سوم، نتایج رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت شرکتی و استفاده کارا از دارایی‌ها در شرکت‌های با جریان نقد بالا را نشان می‌دهد. به این معنی که مالکیت مدیریتی در شرکت‌های با جریان نقد آزاد بالا موجب استفاده بهینه از دارایی‌ها می‌شود، بنابراین فرضیه صفر رد و فرض مقابل پذیرفته می‌شود. مطابق با جدول ۶، مشاهده می‌شود که مالکیت شرکتی در صنایع خودرو، غذایی و دارویی نسبت به سایر صنایع توانسته منجر به استفاده کارا از دارایی‌ها شود.

### جدول ۶- نتایج فرضیات فرعی

فرعی سوم مالکیت شرکتی		فرعی دوم مالکیت مدیریتی		فرعی اول مالکیت نهادی		شرح
سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری	ضریب	
۰,۰۰۸	-۰,۵۰۱	۰,۰۰۰	۷,۵۴۷۹	۰,۰۰۹	-۰,۰۳۶	شیمیایی
۰,۰۱۴۹	۰,۰۷۸	۰,۰۰۲	۰,۸۹۰۹	۰,۰۱۲	-۰,۰۷۴	خودرو و ساخت قطعات
۰,۰۴۲	۰,۰۷۴	۰,۰۰۷	-۱۵,۵۳	۰,۸۴۱	۰,۰۰۷	مواد غذایی و آشامیدنی
۰,۰۰۳	۰,۰۱۸	۰,۰۵۶۷	-۰,۲۹۸	۰,۰۰۴	-۰,۰۱۸	دارویی
۰,۲۶۰	-۰,۰۰۵	۰,۶۰۹	-۰,۰۹۵	۰,۱۸۷	۰,۰۰۵	سایر صنایع

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۷- بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های حاصل از نتایج پژوهش مبین این مطلب می‌باشد، مالکیت نهادی در سطح کل صنایع و به تفکیک به صورت یک رابطه معنادار منفی بر رابطه منفی بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها تأثیر می‌گذارد. شاید دلیل وجود ارتباط منفی بین مالکیت نهادی و استفاده بهینه از داراییها را اینگونه بیان کرد که در ایران مالکان نهادی به دلیل نداشتن تخصص کافی نمی‌توانند آن طور که باید به طور درست عمل کنند و از داراییها استفاده بهینه کنند. این نتیجه با نتایج حاصل از تاکیا و همکاران (۲۰۱۲) در یک راستا می‌باشد. همچنین مالکیت مدیریتی در سطح کل صنایع به صورت یک رابطه معنادار منفی بر رابطه منفی بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از داراییها تأثیر گذاشته ولیکن در صنایع شیمیایی و خودرو و ساخت قطعات به صورت یک رابطه مثبت بر رابطه منفی بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از داراییها تأثیر می‌گذارد. به نظر می‌رسد که در ایران در صنایع شیمیایی و خودرو و ساخت قطعات به منظور حداکثرسازی ارزش سهام از داراییها به طور مناسب استفاده می‌کنند. نتایج حاصل از این مورد در صنایع شیمیایی و خودرو همگام با تاکیا و همکاران (۲۰۱۲) بوده اما در کل صنایع برعکس می‌باشد. مالکیت شرکتی نیز در سطح کل صنایع به صورت یک رابطه معنادار مثبت بر رابطه منفی بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از داراییها تأثیر گذاشته ولیکن در صنایع شیمیایی به صورت یک رابطه معنادار منفی بر رابطه منفی بین جریان وجه نقد آزاد و استفاده بهینه از داراییها تأثیر می‌گذارد. مالکیت نهادی در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا در سطح کل صنایع و به تفکیک (به استثنای صنایع شیمیایی) منجر به استفاده غیرکارآ از داراییها می‌شود. درحالی‌که مالکیت شرکتی در سطح کل صنایع و به تفکیک عملکرد خوبی داشته و در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا منجر به استفاده بهینه از داراییها گردیده است. در مورد مالکیت مدیریتی نتایج با توجه به نوع صنعت نشان‌دهنده عملکرد مناسب برخی از

صنایع از قبیل خودرو و قطعات و صنایع شیمیایی در استفاده صحیح از دارایی‌ها در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا می‌باشد.

نتایج پژوهش حاضر نشان داد که متغیرهای ساختار مالکیت می‌توانند نقش مهمی را در عملکرد شرکت ایفا کنند. با عنایت به اینکه لزوم توجه به مکانیسم‌های راهبری شرکتی در آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی بورس تهران نیز مورد تأکید قرار گرفته است، لذا لازم است دولت و شرکت‌ها با درکی صحیح از مقوله راهبری شرکتی، نسبت به ایجاد یک ساختار مالکیت مناسب که منجر به بهبود عملکرد آنها خواهد شد، اقدام کنند.

نتایج این مطالعه نشان داد که مالکیت نهادی در کل و در اکثر صنایع مورد بررسی، موجب استفاده غیرکارا از دارایی‌ها می‌شود، لذا بهتر است که سهام این شرکت‌ها در اختیار سایر مؤسسات قرار گیرد. با توجه به نتایج حاصل از این پژوهش و مشخص شدن تأثیر طبقات مختلف ساختار مالکیت، بر استفاده کارا از دارایی‌ها، پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران در هنگام اخذ تصمیمات خرید و فروش، ترکیب سهامداران را هم به عنوان یکی از متغیرهای تصمیم در نظر داشته باشند.

#### فهرست منابع

- ۱) ستایش، محمدحسین و مصطفی کاظم نژاد، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، ۱۳۸۹، شماره ۱، صص ۲۹-۵۱.
- ۲) فروغی، داریوش، علی سعیدی و محسن اژدر، "تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، ۱۳۸۸، شماره دوم، صص ۱۲۹-۱۱۴.
- ۳) مهدی مرادزاده فرد، روح الله قیطاسی و میرسجاد مسجد موسوی، "بررسی میزان ارتباط جریان نقد آزاد شرکت و جریان نقد آزاد سهامدار با ارزش بازار"، مجله مطالعات مالی، ۱۳۸۹، شماره ۷، صص ۱۸-۱.
- ۴) نمازی، محمد و احسان کرمانی، "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳۸۷، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳.
- 5) Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, W. J. (2000). Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance*, 55 (1): PP.81-106.
- 6) Ang, J., & Ding, D. (2006). Government Ownership and the Performance of Government-Linked Companies: The Case of Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 16 (1): 64-88.
- 7) Assadi, Gholamhossein; Mohammadi, Shapour; Khorram, Esmail (2011). Relationship Between Capital Structure and Ownership Structure, *Accounting Knowledge*, 2 (4): PP.29-48. (in persian)
- 8) Baradaran Hasanzadeh, R., Badavar nahandi, Y. and Esmaili, S. (2014). The Effect of Ownership Structure on Auditing Quality. *The Financial Accounting and Auditing Researches*. 23 (3): 99-115. (in persian)



- 9) Bukart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 112 (3): PP.693–728.
- 10) Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Non Linear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *Financial Review*, 34 (1): PP.119–136.
- 11) Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K. C. J. (2011). Agency Costs of Free Cash Flow and the Effect of Shareholder Rights on the Implied cost of Equity Capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46 (1): PP.171–207.
- 12) Chung, R., Firth, M., & Kim, J. B. (2005). Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring. *Journal of Business Research*, 58 (6): PP.766–776.
- 13) Ebrahimi Kordlor, A. & Eerabi, M. (2010). Ownership Concentration and Profit Quality in Companies Registered in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research Journal*, 2 (1): PP.95-110. (in persian)
- 14) Etemadi, H. & Shafakhabiri, N. (2011). Free Cash Flow Impact on Profit Management and the Role of Audit Committee. *Quarterly Journal of Financial Accounting*, 10 (3): PP.18-42. (in persian)
- 15) Ebrahimi, Ghasem; Rastegarnia, Fateme (2012). The Impact of Ownership Structure on the Value of Companies in Tehran Stock Exchange. *Imperial Researches on Accounting*, 2 (5): 33-50. (in persian)
- 16) Feng, F., Sun, Q., & Tong, W. H. S. (2004). Do Government-Linked Companies Underperform? *A Journal of Banking and Finance*, 28 (1): PP.2461–2492.
- 17) Fuad, R. A., & Mohd-Saleh, N. (2008). The Effect of Free Cash Flow Agency Problem on the Value Relevance of Earnings and Book Value. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 6 (1): PP.75–90.
- 18) Forughi, D., Saeedi, A. and Adjdar, M. (2009). The Impact of Institutional Shareholders on Dividend Policy of Tehran Stock Exchange listed Companies. *Accounting Research*, 2 (1): PP.114-129. (in persian)
- 19) Griffin P., Lont D. and Sun Y. (2010). Agency Problems and Audit Fees Further Tests of the Free Cash Flow Hypothesis. *Accounting & Finance*, 50 (2): PP.321–350.
- 20) Habib, A. (2011). Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow. *Journal of Australasian Accounting Business and Finance*, 5 (4): PP.101-122.
- 21) Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): PP.323–329.
- 22) Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (2): PP.305–360.
- 23) Kouki.M., & Guizani.M. (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*, 25 (1): PP.42-53.
- 24) Khodadadi, V., Rashidi-Baghi, M., Ghorbani, R. and Kaviani, M. (2013). The Impact of Ownership Structure on the Relationship Between Free Cash Flow and Efficient use of Assets. *Scientific-Research Quarterly on Assets Management and Financial Supply*, 1 (1): PP.93-108. (in persian)
- 25) Kheini, M. and Salati, S. (2014). Accounting Role on Free Cash Fow Management in Iranian Stock Exchange and OTC Companies. *Tehran University*, [www.library.manhesabdaram.com](http://www.library.manhesabdaram.com). (in persian)
- 26) Lopez, I., F. and Vecente. C. (2010). Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? *Emerging Markets Finance and Trade*, 46 (3): PP.80 – 94.

- 27) Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20 (1): PP.293-315.
- 28) Moradzadeh, M., Gheitasi, R. and Mousavi, M. (2010). Review of the Extend of Relationship Between Free Cash Flow and Stockholders' Free Cash Flow with Market Value. *The Journal of Financial Studies*, 7 (1): PP.1-18. (in persian)
- 29) Namazi, M. & Kermani, E. (2008). The Impact of Ownership Sturcture on Tehran Stock Exchange Listed Companies Performance. *Accounting Reviews*, 53 (1): PP.83-100. (in persian)
- 30) Penman, S., H & Yehuda, N. ( 2009).“ The pricing of Earnings and Cash Flows and an Affirmation of Accrual Accounting. *Review of Accounting Studies*, 14 (4): PP.453 -479.
- 31) Peykani, M. (2012). The Relationship Between Free Cash Flow and Cash Flow from Operating Activities with Earnings Per Share of Automative Companies. *Journal of Economics–Bimonthly Review of Economics Issues and Policies*, 11 (12): PP.111-112. (in persian)
- 32) Rezai, F., Eidan Torkzad, Kh. & Nassiri, N. (2011). Review of Ownership Structure Impact on Dividend in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 13 (4): PP.113-133 . (in persian)
- 33) Singh, M., & Davidson III, W. N. (2003). Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms. *Journal of Banking and Finance*, 27 (1): PP.793-816.
- 34) Setayesh, M,H. and Kazemnejad, M. (2010). Review of Ownership Structure and Composition of Board of Directors Impact on Dividend Policy of the Enlisted Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 1 (1): PP.29-51. (in persian)
- 35) Setayesh, M,H and Salehinia, M. (2014), The effect of Ownership Structure and Capital Structure on Free Cash Flow. *The Financial Accounting and Auditing Researches*. 25 (1): PP.21-38. (in persian)
- 36) Takiah M., Iskandar,R., Br Bukit2& Zuraidah Mohd Sanusi3(2012). The Moderating Effect Of Ownership Structure On The Relationship Between Free Cash Flow And Asset Utilization.
- 37) Tsai, H. and Gu, Z. (2007). The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance. *Hospitality Management*, 26 (1): PP.517-530.
- 38) Ying.C, and Fen. H. (2013). Managerial Sentiment, Investment Opportunity Ser Andfirm Performance. *Proceedings for the Northeast Region Decision Sciences Institute*, 4 (2): PP.122-129.
- 39) Zerni, M., K. and Nilsson. H. ( 2010). The Entrenchment Problem, Corporate Governance Mechanisms, and Firm Value. *Contemporary Accounting Research*. 27 (4): PP.1169 - 1206.

یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> . Asset Utilization
- <sup>2</sup> . Fleming, Heaney & McCosker
- <sup>3</sup> . Net Present Value (NPV)
- <sup>4</sup> . Institutional Ownership
- <sup>5</sup> . Corporate Ownership
- <sup>6</sup> . Managerial Ownership
- <sup>7</sup> . Jensen, M.
- <sup>8</sup> . Habib
- <sup>9</sup> . Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K. C. J.
- <sup>10</sup> . Kouki.M,& Guizani.M.
- <sup>11</sup> . Ying.C, and Fen. H.

- <sup>12</sup> . Takiah et al.
- <sup>13</sup> . Zerni, M., K. and Nilsson. H
- <sup>14</sup> . Chen et al.
- <sup>15</sup> . Tsai,H and Gu
- <sup>16</sup> . Miler and Spits
- <sup>17</sup> . Cross section data & Time series data

