



تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری

رسول عبدی^۱

مهدی زینالی^۲

وحید تقی‌زاده خانقاه^۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۶/۳۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۴/۲۴

چکیده

دیدگاه رایج این است که مالکیت مدیریتی بالا برای سهامداران به عنوان یک مکانیزم با ارزش تلقی می‌شود، به این دلیل که می‌تواند منافع مدیران را با منافع سهامدارانی که نگران دسترسی بیش از حد مدیران به جریان‌های نقد آزاد هستند، همسو نماید. بنابراین، در شرکت‌هایی که مدیران دسترسی بیشتری به جریان‌های نقد آزاد دارند، احتمال اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاری از حد بهینه خود خارج شود، بیشتر می‌باشد. از این رو پژوهش حاضر با آشکارسازی جنبه‌ای از پیامدهای مالکیت مدیریتی در ایران به بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. در این راستا تعداد ۱۱۰ شرکت با روش نمونه‌گیری حذفی برای دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۴ انتخاب گردید. از روش داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی ارتباط مثبت بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند. بدین ترتیب، اعضای هیئت مدیره با نظارت مؤثر بر میزان جریان‌های نقد آزاد به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری کمک می‌نمایند. با این وجود، اگر شرکت‌ها به

۱- دکتری گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران، مسئول مکاتبات. abdi_rasool@yahoo.com

۲- استادیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران، نویسنده اصلی. dr.zeynali@gmail.com

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

دو گروه بیش‌سرمایه‌گذار و کم‌سرمایه‌گذار تقسیم شوند، مالکیت مدیریتی تنها از طریق محدود کردن میزان جریان‌های نقد آزاد در دسترس مدیران، موجب کاهش مشکلات بیش‌سرمایه‌گذاری می‌شود و تأثیری در کاهش مشکلات کم‌سرمایه‌گذاری ندارد.

واژه‌های کلیدی: مالکیت مدیریتی، جریان‌های نقد آزاد، بیش‌سرمایه‌گذاری، کم‌سرمایه‌گذاری.



۱- مقدمه

بر اساس نظریه نمایندگی جنسن (۱۹۸۶) عدم نظارت مؤثر بر رفتارهای مدیران موجب می‌شود که آن‌ها جریان‌های نقدی داخلی را در پروژه‌هایی صرف نمایند که از دیدگاه مدیریت سودمند بوده اما برای سهامداران پرهزینه است. چندین مطالعه کاربرد جریان‌های نقد آزاد بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار داده‌اند (جنسن، ۱۹۸۶). برای مثال لامنت (۱۹۷۷)، برگر و هان (۲۰۰۳) و ریچاردسون (۲۰۰۶) بیان می‌کنند که جریان‌های نقد آزاد مثبت در دسترس مدیران، موجب می‌شود که آن‌ها در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی، سرمایه‌گذاری کنند. انجام چنین سرمایه‌گذاری‌هایی موجب هدر رفتن منابع داخلی شرکت می‌شود و مشکلاتی همچون بیش سرمایه‌گذاری را بوجود می‌آورد. از سوی دیگر، شرکت‌هایی با جریان‌های نقد منفی، وجه نقد را زمانی بیش از حد مصرف می‌کنند که دسترسی آسانی به سرمایه داشته باشند (برگر و هان، ۲۰۰۳؛ رضایی و حیدرزاده، ۱۳۹۳). با این وجود، احتمال کمتری وجود دارد که چنین رویکردی رخ دهد، زیرا این شرکت‌ها نیازمند افزایش وجه نقد برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری هستند. در چنین حالتی باید به بازارهای خارجی جهت وام‌گیری متوسل شوند (دی آنجلو و همکاران، ۲۰۰۴). افزایش وام‌ها و نیاز به منابع خارجی ممکن است ریسک ورشکستگی را برای شرکت‌ها در پی داشته باشد. با افزایش بدهی‌ها مدیران ممکن است تمایلی به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت نداشته باشند، در چنین حالتی ممکن است مشکل کم‌سرمایه‌گذاری رخ دهد. 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. بدین ترتیب، استفاده نادرست از جریان‌های نقدی، شرکت‌ها را به سمت سرمایه‌گذاری‌های ناکارا سوق می‌دهد (گوماریز و بالستا، ۲۰۱۴).

جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) بیان می‌کنند که مالکیت مدیریتی به همسویی منافع مدیران و سهامداران کمک می‌کند. در واقع، مدیران از تصمیماتی که منجر به تأثیر منفی بر ارزش شرکت شود، اجتناب می‌کنند. بنابراین، مالکیت مدیریتی سازوکاری است که هزینه‌های کنترلی اعمال شده توسط سهامداران را کاهش می‌دهد، زیرا مالکیت مدیریتی به کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران کمک می‌کند. با این وجود، با توجه به نظریه جبهه‌گیری مدیریت، مالکیت مدیریتی خیلی بالا، گاهی اوقات مشکل ساز می‌شود، زیرا سرکوب مدیران حتی اگر عملکردشان رضایتمندانه نباشد، مشکل خواهد بود (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶؛ استالز، ۱۹۹۰) بنابراین، در اختیار داشتن

درصد زیادی از حق رأی توسط مدیران، باعث تضعیف فرایند نظارت توسط سهامداران بیرونی می‌شود و امکان و احتمال تعدیل ارقام حسابداری توسط مدیران فراهم می‌شود.

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. از آنجایی که دسترسی بیش از حد به جریان‌های نقد آزاد به لحاظ نظری می‌تواند از طریق افزایش ریسک، حجم و پیچیدگی عملیات واحدهای مورد رسیدگی بر ارزش شرکت تأثیر منفی داشته باشد، بنابراین نیاز به مکانیزم نظارتی برای کاهش جریان‌های نقد آزاد در دسترس مدیران است، تا بدین ترتیب سرمایه‌گذاری‌های انجام شده را به مرزهای کارا نزدیک نماید. از این رو، مطالعه حاضر ادبیات پژوهشی را به چندین دلیل گسترش می‌دهد. ابتدا، این مطالعه ادبیات مربوط به کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری گسترش می‌دهد و عوامل موجود در ایجاد مشکل بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری را مطرح می‌کند دوم، تحقیقات قبلی (جنسن، ۱۹۸۶؛ اسکندر و همکاران، ۲۰۱۲، چن و همکاران، ۲۰۱۵) بیان می‌کند که جریان‌های نقد آزاد، عامل مؤثر در کاهش کارایی سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. اما مشخص نیست که مالکیت مدیریت تا چه حد می‌تواند بر رابطه بین آن دو تأثیرگذار باشد. دو دیدگاه در مورد مالکیت مدیریتی مطرح می‌شود. دیدگاه اول بیان می‌کند که مالکیت مدیریتی بالا ممکن است با افزایش هزینه‌های نمایندگی، منجر به جبهه‌گیری مدیریت شود و ارزش شرکت را کاهش دهد. دیدگاه دوم اشاره می‌کند که مالکیت مدیریتی، رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را کاهش می‌دهد و به افزایش ارزش شرکت کمک می‌کند. بدین ترتیب، این مطالعه قصد دارد تا با پرداختن به موضوع مالکیت مدیریتی، این سؤال را مطرح کند که آیا مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد؟ با تعیین این رابطه می‌توان نشان داد که شرکت‌هایی با مالکیت مدیریتی بالا، می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های خود را به مرز کارایی نزدیک‌تر کنند و با کاهش هزینه‌های انتخاب ناسازگار و خطر اخلاقی ناکارایی سرمایه‌گذاری را از طریق کنترل جریان‌های نقد آزاد کاهش دهند.

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

۲- مبانی نظری پژوهش

با جدایی مالکیت از مدیریت، قدرت شرکت‌های سهامی بزرگ به مدیران واگذار شده است (میتزبرگ، ۱۹۸۴). بسیاری از مدیران هیچ نوع منافع مالکیتی در شرکت ندارند به این خاطر که آن‌ها سرمایه انسانی (استعدادهای مدیریتی) خود را در شرکت خاصی متمرکز نمی‌کنند. بنابراین، آن‌ها ممکن است سعی نمایند با تنوع بخشیدن مالکیت میزان ریسک خود را کاهش دهند (گادفری و همکاران، ۲۰۰۶). نظریه‌پردازان تئوری نمایندگی پیشنهاد می‌کنند که این مدیران ممکن است برای منافع شخصی خود تلاش نمایند و احتمالاً فعالیت‌هایی را انجام دهند که در جهت منافع سهامداران نباشد. انجام چنین اقداماتی موجب شکل گرفتن مشکلات نمایندگی می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). در این پژوهش برای پرداختن به ارتباط میان مالکیت مدیریتی، جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری بخش‌های زیر مطرح می‌گردد:

پایه و اساس پژوهش‌های حاکمیت شرکتی، نظریه نمایندگی است و مسائل نمایندگی نیز ناشی از تفکیک مالکیت از کنترل است. فرض نظریه نمایندگی بر این است که بین منافع سهامداران و مدیریت یک تضاد بالقوه وجود دارد و مدیران به دنبال بیشینه کردن منافع خود هستند که این منافع ممکن است در تضاد با منافع سهامداران باشد. یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت و درجه‌بندی آن در مقیاس‌های استاندارد است تا با استفاده از آن بتوان راهبردهای لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین کرد. ساختار مالکیت عبارت است از بخشی از سهام شرکت که تحت مالکیت سهامداران عمده قرار دارد. سهامداران عمده اشخاص حقیقی یا حقوقی هستند که حداقل ۵٪ سهام شرکت را در دست دارند. از جمله مشکلات زیربنایی که مبحث ساختار مالکیت در باب نظریه حاکمیت شرکتی بر آن اساس تکوین یافته است تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت، اعمال کنترل مطلق از سوی سهامداران عمده، کاهش توان کنترل و نظارت سهامداران جزء بر امور شرکت و منحصر شدن اتخاذ تصمیم‌ها از سوی مدیران است. بنابراین، ساختار مالکیت به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی مطرح می‌شود و به صورت‌های مالکیت نهادی، مالکیت حقیقی، تمرکز مالکیت، مالکیت شرکتی و مالکیت مدیریتی بررسی می‌شود (یگون و همکاران، ۲۰۱۴). در این پژوهش هدف بررسی بخشی از سطوح ساختار مالکیت به نام مالکیت مدیریتی به عنوان یک مکانیزم داخلی است.

مالکیت مدیریتی به عنوان درصد سهام متعلق به مدیران شرکت تعریف می‌شود. سطوح مالکیت مدیریتی متفاوت است. این سطوح می‌تواند به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری تضاد منافع بین مدیران و مالکان مورد استفاده قرار گیرد (جنسن و همکاران، ۱۹۷۶). مالکیت مدیریتی بالا،

احتمال به وقوع پیوستن هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. شرکت‌هایی با مالکیت داخلی بالا به احتمال زیاد از سرمایه‌گذاری‌های کارا، به منظور حداکثر کردن ارزش سهامداران استفاده می‌کنند. مالکیت مدیریتی به کاهش انگیزه مدیران به منظور افزایش منافع شخصی از طریق نادیده گرفتن منافع سهامداران کمک می‌کند. مدیرانی که مالکان شرکت هستند انگیزه دارند تا با کارایی بیشتری کار کنند که این امر به نوبه خود منجر به بهره‌برداری سودآور از دارایی‌ها می‌شود. علاوه بر این مالکیت مدیریتی خیلی بالا ممکن است منجر به جبهه‌گیری مدیریتی شود. در نظریه نمایندگی، جبهه‌گیری مدیریت به مدیران این اجازه را می‌دهد تا منافع شخصی را از مالکان جدا کنند. مورک و همکارانش (۱۹۸۸) به صورت تجربی نشان دادند که جبهه‌گیری مدیریت ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. آن‌ها این موضوع را با ارائه شواهدی مبنی بر اینکه یک رابطه غیرخطی بین ارزش شرکت و سهام در اختیار مدیر وجود دارد، نشان دادند. در ابتدا همان‌گونه که سهام مالکان از صفر افزایش پیدا می‌کند، ارزش شرکت نیز افزایش می‌یابد. ولی در یک محدوده خاص، ارزش شرکت به طور واقعی با توجه به آنچه مدیریت در اختیار دارد، کاهش می‌یابد. آن‌ها این وضعیت را این گونه تفسیر کردند که همان‌گونه که هزینه‌های نمایندگی به علت جبهه‌گیری مدیریت افزایش می‌یابد، می‌تواند با افزایش مالکیت نیز افزایش یابد (چن و همکاران، ۲۰۱۵).

یکی از موضوعات مهم در فرایند ارزش آفرینی شرکت، بحث سرمایه‌گذاری است که عمیقاً با موضوعاتی همچون عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی مرتبط می‌باشد (یو و همکاران، ۲۰۱۲). اعتقاد بر این است که عدم تقارن اطلاعاتی به اصطکاک بازار و اعمال نفوذ در هزینه‌هایی که موجب عدم کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های دارای محدودیت نقدینگی می‌شوند، می‌افزاید (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸) مشکلات نمایندگی معمولاً ناشی از بیش سرمایه‌گذاری مدیران در تعقیب منافع شخصی و سوء استفاده از جریان‌های نقد آزاد در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی می‌باشد (جنسن، ۱۹۸۶) از یک طرف اغلب شرکت‌ها در حال حاضر به علت مشکلات نمایندگی، بیش سرمایه‌گذاری گسترده‌ای دارند و بطور جدی از جریان‌های نقد آزاد برای این رویکرد سوء استفاده می‌کنند و از سوی دیگر محدودیت‌های تأمین مالی و نیاز جدی به سرمایه‌گذاری، به علت عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد. بنابراین، سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد هر دو نوعی عدم کارایی است که ضرر و زیان سرمایه‌گذاران و اتلاف منابع اجتماعی را در پی دارد (استالز، ۱۹۹۰). به طور کلی، عدم تقارن اطلاعاتی، چندین تضاد بین صاحبان منافع اصلی ایجاد می‌کند که منجر به سرمایه‌گذاری بیش (کم‌تر) از حد می‌شود. 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). 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. 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 (لارا و همکاران، ۲۰۱۶).

فرآیند سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ممکن است به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، رخ دهد. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیسم‌های همسو نمودن منافع سهامداران و مدیران کاملاً کارا نیست، مدیران ممکن است از جریان‌های نقد آزاد استفاده نموده و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی را جهت افزایش منافع خود به کار بگیرند که این اقدام به بیش سرمایه‌گذاری منتهی می‌شود (تقفی و معتمدی فاضل، ۱۳۹۰). جریان‌های نقد آزاد عامل کلیدی در ایجاد مسأله بیش سرمایه‌گذاری است. 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" 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 (برادران حسن زاده و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۵).

سرمایه‌گذاری کمتر از حد 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. 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 می‌شوند، 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.

جریان نقد آزاد نشان دهنده پول نقدی است که مدیران بوسیله تقویت آن می‌توانند بر ارزش شرکت خود بیفزایند. برای ارزیابی عملکرد شرکت از طریق معیار جریان نقد آزاد باید عوامل مؤثر بر این معیار مانند سود خالص، هزینه استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود، مخارج سرمایه‌ای، سود تقسیمی، هزینه تأمین مالی، مالیات بر درآمد و سایر موارد مشابه دیگر را شناسایی و مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. شرکتی که دارای جریان‌های نقد آزاد بالایی باشد از مطلوبیت و محبوبیت بیشتری برای سرمایه‌گذاران و بستانکاران برخوردار است. این مطلوبیت زمانی قابل قبول است که شرکت مرحله رشد را گذرانده و دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور بالایی نداشته باشد. در مقابل برخی از شرکت‌ها ممکن است که با جریان‌های نقد آزاد منفی مواجه شوند. جریان نقد آزاد منفی همیشه بد و نامطلوب نیست. بلکه علل منفی شدن آن مهم بوده و بایستی مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. اگر بدان سبب منفی شده که سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات منفی باشد، بی‌شک این نوع منفی شدن پیام بدی را مخابره می‌کند، زیرا که شرکت احتمالاً با مسائل و مشکلات عملیاتی روبه‌رو شده است. اما چنانچه منفی شدن جریان‌های وجوه نقد ناشی از سرمایه‌گذاری وجوه در فرصت‌های سودآور موجود و بکارگیری منابع زیاد در اقلام سرمایه‌عملیاتی برای ادامه و تحقق رشد باشد، مقطعی بوده و به دوره‌های کوتاه‌مدت در زمان سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود (شیخ و همکاران، ۱۳۹۱).

جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جست و جو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نیست. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود. مقدار مثبت جریان نقد آزاد برای شرکت نشان می‌دهد که شرکت پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها دارای وجه نقد مازاد است. از طرف دیگر، مقدار منفی نشان می‌دهد که شرکت درآمد کافی به منظور پوشش هزینه‌ها و

فعالیت‌های سرمایه‌گذاری‌اش ایجاد نکرده است. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران باید در ارزیابی دلایل این رویداد کاوش‌های عمیق‌تری به عمل آورند. این امر می‌تواند علامتی از مشکلات حاد شرکت مورد رسیدگی باشد (حیب، ۲۰۱۱).

بر اساس تئوری نمایندگی جریان نقد آزاد، زمانی که جریان‌های نقد آزاد افزایش می‌یابد، مدیران برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با بازدهی منفی تشویق می‌شوند. در این رابطه چانگ و همکاران (۲۰۱۳) استدلال می‌کنند که این پروژه‌ها منافع مدیران را حمایت می‌کنند. اقدامات مدیران مانند سرمایه‌گذاری با ارزش مخرب می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را افزایش داده و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد و مدیران ارشد را تا یک وضعیت آسیب‌پذیر تحت فشار قرار می‌دهد. بدترین حالت سناریو این است که مدیران فرصت‌طلب با استفاده از ابزار مدیریت سود، اثرات مخرب این سرمایه‌گذاری را پنهان نمایند. در حقیقت انتشار گزارش‌های درآمد متورم توسط مدیران ممکن است بر قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی بالقوه بر مبنای درآمد تأثیر بگذارد، زیرا این درآمد بر اساس تلفیق‌های جعلی ایجاد شده است، بنابراین نیاز به یک مکانیزم نظارتی برای کنترل استفاده از جریان‌های نقد آزاد وجود دارد (عباسی، ۱۳۹۵).

مالکیت مدیریتی برای نظارت بر استفاده شرکت از جریان نقد آزاد در جهت اطمینان از این رویکرد که تنها پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت اجرا می‌شود، به کار می‌رود. تئوری نمایندگی پیشنهاد می‌کند که مالکیت مدیریتی، ورودی‌هایی جهت پردازش در فرایند تصمیم‌گیری فراهم می‌نماید. مدیرانی که سهام قابل ملاحظه‌ای از شرکت را مالک هستند می‌توانند بطور مستقیم تصمیمات شرکت را در جهت استفاده از جریان‌های نقد آزاد برای تأمین مالی پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت تحت تأثیر قرار دهند. این مدیران بر جریان‌های نقد آزاد نظارت موثری خواهند داشت تا اطمینان حاصل کنند که تنها طرح‌های مربوط به پروژه‌های سودآور تصویب می‌شود (وارفیلد و همکاران، ۱۹۹۵). به عبارت دیگر، مدیریت به طور فعالانه در تصمیم‌گیری و استفاده از جریان‌های نقد آزاد برای تولید سودهای بلند مدت که منجر به حداکثرسازی ارزش سهامداران می‌شود، مشارکت می‌کند. مالکیت مدیریتی بطور مستقیم به استفاده مؤثر از جریان‌های نقد آزاد شرکت کمک می‌کند، به خصوص هنگامی که مبالغ زیادی از جریان‌های نقد آزاد در دسترس باشد. این مطالعه بیان می‌کند که مالکیت مدیریتی ارتباط مثبت بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری را به دو دلیل تضعیف می‌کند: ابتدا افزایش مالکیت مدیریتی می‌تواند، با توجه به کم کردن عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران، موجب کاهش هزینه‌های انتخاب ناسازگار شود. از سوی دیگر، وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران، می‌تواند

باعث شود تا تأمین کنندگان سرمایه شرکت، قیمت سهام را کاهش و هزینه تأمین مالی شرکت را افزایش دهند، زیرا سرمایه‌گذاران این گونه استنباط می‌کنند که شرکت‌هایی که در حال تأمین مالی هستند، به شیوه‌ای نامناسب عمل می‌کنند. بنابراین، اگر میزان مالکیت مدیریت، هزینه‌های انتخاب ناسازگار را کاهش دهد، می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش جریان‌های نقد آزاد در دسترس مدیران و کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام، بهبود بخشد. دوم اینکه، بخش عمده‌ای از ادبیات پیشین اشاره دارند که مالکیت مدیریتی، نقشی حیاتی در کاهش مشکلات نمایندگی ایفا می‌کند (اسکندر و همکاران، ۲۰۱۲). برای نمونه، مالکیت مدیریتی می‌تواند منبع اصلی سهامداران برای نظارت بر مدیران و افزایش ارزش سهامداران باشد. بنابراین، اگر مالکیت مدیریت مشکلات نمایندگی را کاهش دهد، می‌تواند با افزایش توانایی سهامداران در نظارت بر مدیران و کنترل دسترسی به جریان‌های نقد آزاد، به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری‌ها یاری رساند، زیرا افزایش توانایی سهامداران در نظارت بر مدیران، موجب بهبود انتخاب پروژه و کاهش هزینه‌های تأمین مالی می‌شود (یحیی زاده فرد و همکاران، ۱۳۹۱). ساندرا مارتی و لویز (۲۰۰۳) تأکید می‌کنند که نقش مالکیت مدیریتی کنترل رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در شرکت می‌باشد. علاوه بر این، فلوراکیس (۲۰۱۴) نشان داد که افزایش در مالکیت مدیریت عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد. با این حال، زمانی که مدیران بخش عمده‌ای از سهام شرکت را نگهداری می‌کنند، افزایش در مالکیت مدیریتی ممکن است تصمیمات نادرست آن‌ها را در پی داشته باشد. به این رویکرد جبهه‌گیری مدیریتی گفته می‌شود. پس از اینکه مدیران جایگاه خود را در شرکت تثبیت نمودند، احتمالاً با مصرف بیش از حد عایدات شرکت یا کاهش ریسک فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منافع خود را حفظ می‌کنند.

۳- پیشینه پژوهش

ریچاردسون (۲۰۰۶) به بررسی میزان بیش سرمایه‌گذاری و ارتباط آن با جریان‌های نقد آزاد پرداخت و از داده‌های ۵۸۰۵۳ شرکت برای دوره مالی ۲۰۰۲-۱۹۸۸ استفاده کرد. نتایج نشان داد که میزان بیش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان‌های نقد آزاد بیشتر است. همچنین وی طی بررسی رابطه ساختار نظام راهبری شرکت و بیش سرمایه‌گذاری ناشی از جریان‌های نقد آزاد، دریافت که برخی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی باعث کاهش بیش سرمایه‌گذاری می‌شود. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بین سال‌های ۱۹۹۳-۲۰۰۵ پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که همبستگی منفی (یا مثبت) بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که محیط

عملیاتی آن‌ها متمایل به (کم‌سرمایه‌گذاری) یا بیش‌سرمایه‌گذاری است، بیشتر است. همچنین، شرکت‌های با کیفیت گزارشگری مالی بالا، انحراف کمتری از میزان سرمایه‌گذاری مطلوب داشته و حساسیت پایینی به شرایط اقتصاد کلان دارند. نتایج بدست آمده بیانگر آن است که وجود سازوکاری بین کیفیت گزارشگری و کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند اصطکاک میان این دو را کاهش دهد و در نتیجه منجر به کاهش انتخاب ناسازگار و خطر اخلاقی شود. حبیب (۲۰۱۱) تأثیر فرصت‌های رشد و کیفیت سود بر ارزشیابی جریان‌های نقدی را بررسی کرد. نظریه ارزشیابی حقوق صاحبان سهام اشاره دارد که جریان‌های نقد آزاد نباید با بازده سهام مرتبط باشد به این دلیل که چیزی به ارزش شرکت اضافه نمی‌کند. با این وجود، جریان‌های نقد آزاد می‌تواند در موارد خاص با ارزش شرکت مربوط باشد. در مطالعه‌ی فرصت‌های رشد و سودهای زودگذر با ارزشیابی جریان‌های نقد آزاد مورد بررسی قرار گرفتند. یافته‌های پژوهش نشان داد شرکت‌هایی که با جریان‌های نقد آزاد مثبت و فرصت‌های رشد بالا روبه‌رو هستند افزایش در ارزش را تجربه می‌کنند، علاوه بر این، جریان‌های نقد آزاد زمانی که سودها ناپایدار هستند، ارتباط مثبت با بازده‌های سهام دارد اسکندر و همکاران (۲۰۱۲) تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده کارآمد از دارایی‌ها را بررسی کردند. در این راستا تعداد ۴۷۷ شرکت برای دوره زمانی ۲۰۰۵ انتخاب شد. نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش نشان دهنده ارتباط منفی بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده از دارایی‌ها می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که جریان‌های نقد آزاد ممکن است برای پروژه‌های نامناسبی صرف شود. این مطالعه همچنین به طور تجربی نشان می‌دهد که مالکیت خارجی و مدیریتی بر استفاده از دارایی‌ها در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد نظارت موثری به عمل می‌آورد. این یافته‌ها به درک نقش ابعاد مختلف ساختار مالکیت در نظارت بر استفاده دارایی‌های شرکت کمک می‌کند. چن و لین (۲۰۱۳) رابطه بین خوش‌بینی مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و ارزشیابی شرکت را بررسی کردند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که کم‌سرمایه‌گذاری در شرکتی که مدیر عامل آن از خوش‌بینی مدیریتی بالایی برخوردار است رو به پایین است، بنابراین کارایی سرمایه‌گذاری شرکت بهبود یافته و منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. با این حال، زمانی که شرکت تمایل به بیش‌سرمایه‌گذاری دارد، شواهد کمتری وجود دارد که نشان دهد در شرکت‌هایی با سطوح خوش‌بینی پایین کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت در حال افزایش است. رشید (۲۰۱۴) تأثیر استقلال هیئت مدیره بر هزینه‌های نمایندگی برای دوره زمانی ۲۰۰۶-۲۰۱۱ را بررسی کرد. در این راستا تعداد ۱۱۸ شرکت غیر مالی در بورس اوراق بهادار بنگلادش مورد بررسی قرار گرفت. وی از سه شاخص نسبت هزینه‌های عملیاتی، نسبت گردش

دارایی و شاخص تعاملی فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد استفاده کرد. نتایج پژوهش نشان دهد که استقلال هیئت مدیره تنها می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را از طریق شاخص گردش دارایی‌ها کاهش دهد. علاوه بر این، آزمون غیرخطی متغیرها نشان دهد که مزایای استقلال مدیران خارجی بطور کلی به عنوان عامل کنترل هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شود. چن و همکاران (۲۰۱۵) تأثیر جریان‌های نقد آزاد و حاکمیت شرکتی بر سطوح سرمایه‌گذاری در ۸۶۵ شرکت چینی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بیش سرمایه‌گذاری حساسیت بیشتری به جریان‌های نقد آزاد فعلی دارد. همچنین بیش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد مثبت مشهودتر است. یافته‌های بیشتر نشان داد که بالا بودن مالکیت دولتی منجر به افزایش بیش سرمایه‌گذاری می‌شود، در حالی که در شرکت‌های با هیئت مدیره بزرگ، نسبت بالای سهام قابل معامله و همچنین اهرم بالا، بیش سرمایه‌گذاری 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، کم سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش می‌دهد. لارا و همکاران (۲۰۱۶) تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های محافظه‌کار، سرمایه‌گذاری بیشتری دارند و بدهی بیشتری را برای کاهش سرمایه‌گذاری کمتر از حد منتشر می‌کنند و چنین کاهش برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر است. همچنین نتایج نشان داد که محافظه‌کاری حسابداری با کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد مرتبط است. چن و همکاران (۲۰۱۷) تأثیر مالکیت دولتی و خارجی بر کارایی سرمایه‌گذاری را در ۶۶ کشور خصوصی مورد بررسی قرار دادند. بر اساس پیش‌بینی آن‌ها مالکیت دولتی و خارجی با سطوح مختلفی از عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی مرتبط است. شواهد نشان می‌دهد که تضعیف مالکیت دولتی و تقویت مالکیت خارجی منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. علاوه بر این آن‌ها نشان دادند که رابطه بین مالکیت خارجی و کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که مالکیت دولتی و سطوح مالکان نهادی ضعیفی دارند، قوی‌تر است. یافته‌های آن‌ها اهمیت نقش نوع مالکیت در تعیین رفتار و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را برجسته می‌کند. چن و همکاران (۲۰۱۷) تأثیر تحلیل‌گران مالی بر کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها با بهره‌گیری از تخصص و کیفیت پیش‌بینی، نشان دادند که کیفیت بالای پیش‌بینی با سطوح بالای سرمایه‌گذاری مرتبط است. بنابراین تخصص بالای تحلیل‌گران از طریق کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد، موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین آن‌ها

نشان دادند که چنین تاثیری برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا و مالکیت نهادی پایین، قوی‌تر است. این نتایج سازگار با این ادعاست که کیفیت بالای پیش‌بینی تحلیل‌گران، نظارت در محیط اطلاعاتی و محیط خارجی را افزایش داده و به نوبه خود کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه معنی‌دار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنی‌دار و مثبت بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت معنی‌دار و منفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد. در حالی که شرکت‌های با اهرم مالی بالا یا افزایش سهام قابل معامله منجر به کاهش کم‌سرمایه‌گذاری می‌شود. ثقفی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش 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 بیش‌سرمایه‌گذاری، کم‌تر به وجود می‌آید و این ارتباط در شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا بیش‌تر رخ می‌دهد و کاهش تأثیر بیش‌سرمایه‌گذاری از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیش‌تر است. خدادادی و همکاران (۱۳۹۲) تأثیر ساختار مالکیت بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقد آزاد، مالکیت مدیریتی و استفاده بهینه از دارایی‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد، اما ارتباط بین مالکیت نهادی و استفاده بهینه از دارایی‌ها تأیید نشد. همچنین، نتایج حاکی از آن است که با افزایش مالکیت مدیریتی، ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها منفی و معنی‌دار است. بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۳) ارتباط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را در مراحل چرخه عمر مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها برای بررسی حاکمیت شرکتی از چهار سازوکار سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیئت مدیره و مالکیت مدیریتی استفاده کردند. نتایج نشان می‌دهد که بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معنی‌داری در مراحل چرخه عمر وجود دارد. همچنین یافته‌ها نشان داد که بین شاخص‌های مالکیت مدیریتی، سهامداران نهادی و استقلال هیئت مدیره در مراحل رشد، بلوغ و افول در تأثیر بر کارایی سرمایه‌گذاری تفاوت معنی‌داری وجود دارد. اسماعیل‌زاده و همکاران (۱۳۹۴) تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان وجه نقد آزاد و مدیریت

استفاده بهینه از دارایی‌ها را مورد بررسی قرار دادند. 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. ستایش و صالحی نیا (۱۳۹۴) تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقد آزاد را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد مالکیت شرکتی به صورت مستقیم و نسبت بدهی به صورت معکوس با جریان نقد آزاد شرکت‌ها رابطه معناداری دارند. ولی شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت‌ها مشاهده نشد. عباسی (۱۳۹۵) تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر این است که بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد و همچنین سازوکارهای حاکمیت شرکتی (نسبت مدیران مستقل، تعداد اعضای هیات مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، درصد سهام تحت تملک سهامدار نهادی و مالکیت سهام مدیران) بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیری ندارند.

۴- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی: مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

فرضیه فرعی اول: مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و بیش سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

فرضیه فرعی دوم: مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و کم سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

۵- روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر جمع‌آوری داده‌ها و روش، توصیفی از نوع همبستگی است. در این پژوهش به منظور انجام آزمون فرضیه‌ها از روش تحلیل رگرسیون و داده‌های ترکیبی استفاده شد. 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. همچنین مفروضات رگرسیون همچون نرمال بودن داده‌ها، هم‌خطی، ناهمسانی واریانس و استقلال باقی‌مانده‌ها مورد بررسی قرار گرفت. تحلیل‌های آماری از طریق نرم افزار آماری Eviews انجام پذیرفت.

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. نمونه آماری نیز شامل شرکت‌هایی است که از معیارهای زیر برخوردار باشند:

- (۱) برای افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت منتخب منتهی به پایان اسفند باشد؛
- (۲) در دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشد؛
- (۳) جزء مؤسسه‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشد؛
- (۴) اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها، در دوره مورد بررسی موجود باشد و وقفه معاملاتی بیش از شش ماه در دوره زمانی مذکور نداشته باشد.

با توجه به شرایط فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۱۰ شرکت نمونه انتخاب شد.

۶- مدل‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل ۱ استفاده شده است:

(۱)

$$\begin{aligned} \text{INVINEF}_{i,t}(\text{OVER}_{\text{INV}} \text{ or } \text{UNDER}_{\text{INV}}) \\ = \alpha_0 + \beta_1 \text{FCF}_{i,t} + \beta_2 \text{MGO}_{i,t} + \beta_3 \text{FCF} * \text{MGO}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{MBV}_{i,t} + \beta_6 \text{LEV}_{i,t} \\ + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{CON_OWN}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

در این رابطه $\text{INVINEF}_{i,t}$ ناکارایی سرمایه‌گذاری؛ $\text{OVER}_{\text{INV}_{i,t}}$ بیش سرمایه‌گذاری؛ $\text{UNDER}_{\text{INV}_{i,t}}$ کم سرمایه‌گذاری؛ $\text{FCF}_{i,t}$ جریان نقد آزاد؛ $\text{MGO}_{i,t}$ مالکیت مدیریتی؛ $\text{SIZE}_{i,t}$ اندازه شرکت؛ $\text{MBV}_{i,t}$ فرصت‌های رشد؛ $\text{LEV}_{i,t}$ اهرم مالی؛ $\text{ROA}_{i,t}$ بازده دارایی؛ $\text{CON_OWN}_{i,t}$ تمرکز مالکیت است. در ادامه نحوه اندازه‌گیری این متغیرها ارائه می‌شود.

۷- متغیرهای پژوهش

۷-۱- متغیر وابسته: ناکارایی سرمایه‌گذاری

در این پژوهش مطابق پژوهش‌های لی و وانگ (۲۰۱۰)، چن و همکاران (۲۰۱۱) و بارنز و داوونز (۲۰۱۳) و چنگ و همکاران (۲۰۱۳) از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) برای اندازه‌گیری ناکارایی

سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. بر اساس این رویکرد، سرمایه‌گذاری کل تابعی از فرصت‌های رشد است که توسط فروش اندازه‌گیری می‌شود. از طریق جای‌گذاری رقم محاسبه شده بابت سرمایه‌گذاری کل در معادله رگرسیونی ۲ پسماندهای این معادله محاسبه می‌شود. پسماندهای مدل اعداد مثبت و منفی هستند که نشان دهنده ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌باشند. برای اندازه‌گیری ناکارایی سرمایه‌گذاری ابتدا متغیر سرمایه‌گذاری کل و رشد فروش محاسبه گردید سپس ضرایب (β_0) و (β_1) شرکت‌ها در هر صنعت از طریق نرم افزار آماری Eviews بدست آمد. ضرایب بدست آمده نماینده ضرایب هر صنعت می‌باشند. در نهایت از طریق جای‌گذاری ضرایب در مدل ۲ پسماندهای مدل محاسبه شدند. پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) بیانگر انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان بیش سرمایه‌گذاری و پسماندهای منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) نشان دهنده گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت یا در واقع کم‌سرمایه‌گذاری خواهد بود.

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Sales Growth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

که در آن:

$\text{Investment}_{i,t}$ (سرمایه‌گذاری کل): نسبت خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود بر دارایی‌های کل؛ $\text{Sales Growth}_{i,t}$ (رشد فروش): درصد تغییر در فروش از سال $t-1$ به سال t .

۷-۲- متغیرهای مستقل: جریان‌های نقد آزاد ($\text{FCF}_{i,t}$)

در این پژوهش از مدل لن و پولسن (۱۹۸۹) برای تعیین جریان‌های نقد آزاد واحد تجاری استفاده شده است که بصورت معادله ۳ می‌باشد:

$$\text{FCF}_{i,t} = (\text{INC}_{i,t} - \text{TAX}_{i,t} - \text{INTEXP}_{i,t} - \text{PSDIV}_{i,t} - \text{CSDIV}_{i,t}) / \text{TA}_{i,t-1} \quad (3)$$

که در آن:

$\text{FCF}_{i,t}$: جریان‌های نقد آزاد شرکت i در سال t ; $\text{INC}_{i,t}$: سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در سال t ; $\text{TAX}_{i,t}$: کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t ; $\text{INTEXP}_{i,t}$: هزینه بهره پرداختنی شرکت i در سال t ; $\text{PSDIV}_{i,t}$: سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت i در سال t ; $\text{CSDIV}_{i,t}$: سود

سهامداران عادی پرداختی شرکت i در سال t ؛ $TA_{i,t-1}$: کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t

۷-۳- مالکیت مدیریتی (MGO_{it})

در این پژوهش اندازه‌گیری مالکیت مدیریتی مطابق پژوهش‌های میولر و اسپیتز (۲۰۰۶) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) بصورت درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیأت مدیره محاسبه شده است. از آنجایی که مالکیت مدیریتی در نقش متغیر تعدیل‌گر ظاهر شده است برای بررسی نقش آن از متغیر مجازی ۰ و ۱ استفاده می‌شود. بدین ترتیب اگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیأت مدیره بالاتر از میانه باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ به آن تعلق می‌گیرد.

۷-۴- متغیرهای کنترلی

در این پژوهش مطابق پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، چن و همکاران (۲۰۱۱) و اسکندر و همکاران (۲۰۱۲) از متغیرهای کنترلی به شرح ذیل استفاده می‌شود:

$Size_{it}$ (اندازه): لگاریتم طبیعی دارایی‌های ابتدای سال؛ MBV_{it} (فرصت‌های رشد): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛ LEV_{it} (اهرم مالی): نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها؛ ROA_{it} (بازده دارایی): سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌ها؛ CON_OWN_{it} (تمرکز مالکیت): از شاخص هر فیندال - هیرشمن (HHI) برای محاسبه نسبت تمرکز مالکیت استفاده می‌شود. شاخص مزبور از مجموع مجذور درصد سهام متعلق به سهامداران نهادی شرکت‌ها بدست می‌آید.

$$HHI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i}{X}\right)^2 \quad (4)$$

۸- یافته‌های پژوهش

۸-۱- آمار توصیفی

جدول ۱ آماره توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. میانگین ناکارایی سرمایه‌گذاری برابر ۰/۰۹۲ است و تا حدی سازگار با پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و چنگ و همکاران (۲۰۱۳) با میانگین ۱۴/۱۴ و ۱۳/۵۶ درصد می‌باشد. میانگین بیش‌سرمایه‌گذاری ۰/۱۲۷ است و حاکی از آن است که بطور میانگین سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به اندازه ۱۲/۷ درصد از دارایی‌های دوره جاری، بیشتر از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار

است. میانگین کم‌سرمایه‌گذاری ۰/۰۸۳ است و نشان می‌دهد که بطور میانگین سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به اندازه ۸/۳ درصد از دارایی‌های دوره جاری، کمتر از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار است. این یافته‌ها با پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ لی و وانگ (۲۰۱۰)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱)؛ چنگ و همکاران (۲۰۱۳) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) سازگار است. میانگین بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری در پژوهش‌های لی و وانگ (۲۰۱۰) به ترتیب برابر ۰/۰۸۶ و ۰/۰۷۵ و چن و همکاران (۲۰۱۱) برابر ۰/۱۲۲ و ۰/۰۴۳ و گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) برابر ۰/۱۲۳ و ۰/۰۵۳ است. همچنین چنگ و همکاران (۲۰۱۳) میانگین بیش‌سرمایه‌گذاری را برابر ۰/۰۵۸ ذکر کرده‌اند. میانگین و میانه جریان‌های نقد آزاد به ترتیب برابر ۰/۱۵۶ و ۰/۱۳۶ است و نشان می‌دهد که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تنها ۱۵/۶ درصد جریان‌های نقد آزاد برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارند. انحراف معیار متغیرهای کم سرمایه‌گذاری و فرصت‌های رشد به ترتیب برابر ۰/۰۸۸ و ۱/۴۷۲ است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، کم سرمایه‌گذاری و فرصت‌های رشد به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی هستند.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	چولگی	کشیدگی
ناکارایی سرمایه‌گذاری	۰/۰۹۲	۰/۰۳۸	۰/۱۴۶	-۰/۱۴۲	۰/۹۲۸	۰/۸۶۵	۰/۱۸۵
بیش‌سرمایه‌گذاری	۰/۱۲۷	۰/۰۸۷	۰/۰۹۳	۰/۰۰۰	۰/۹۲۸	۰/۱۸۹	۰/۳۹۶
کم‌سرمایه‌گذاری	۰/۰۸۳	۰/۰۶۱	۰/۰۸۸	۰/۰۰۰	۰/۸۳۶	۰/۰۶۰	۲/۹۵۹
جریان‌های نقد آزاد	۰/۱۵۶	۰/۱۳۶	۰/۲۵۱	-۰/۹۶۱	۰/۹۶۰	-۰/۳۸۱	۳/۲۸۸
اندازه	۱۱/۹۴	۱۱/۸۷	۰/۶۴۸	۱۰/۳۸	۱۳/۶۴	۰/۷۷۹	۰/۸۴۱
فرصت‌های رشد	۱/۶۱۷	۱/۱۸۴	۱/۴۷۲	۰/۰۶۷	۷/۴۵۲	۱/۸۲۹	۴/۲۹۴
اهرم مالی	۰/۵۸۸	۰/۵۹۳	۰/۶۴۶	۰/۱۱۰	۰/۹۷۶	-۰/۳۸۱	۰/۱۹۶
بازده دارایی‌ها	۰/۱۸۸	۰/۱۶۵	۰/۱۶۳	-۰/۳۰۷	۰/۹۱۶	۰/۵۶۳	۰/۱۹۶
تمرکز مالکیت	۰/۴۹۰	۰/۴۴۱	۰/۳۶۲	۰/۰۰۱	۰/۷۸۴	-۰/۱۶۸	۰/۲۰۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۲- آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

به منظور اطمینان از غیرکاذب بودن مدل‌های رگرسیونی به بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش پرداخته شده است. نتایج حاصل از بررسی پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از این آزمون در جدول ۲ ارائه شده است. طبق اطلاعات این جدول؛ در کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی سطح معناداری در آزمون‌های ریشه واحد لوین، لین و چو، ایم، پسران و شین و فلیپس پرون کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که نشان دهنده این است که متغیرها پایا هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، شرکت‌های مورد بررسی تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

جدول ۲- نتایج حاصل از آزمون پایایی

آزمون فیلیپس پرون		آزمون ایم، پسران و شین		آزمون لوین، لین و چو		متغیرها
سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	
۰/۰۰۰	۲۷۶/۳۶۷	۰/۰۰۰	-۳۱/۲۱۷	۰/۰۰۰	-۶۰/۱۴۵	ناکارایی سرمایه‌گذاری
۰/۰۰۰	۲۷۹/۰۱۷	۰/۰۰۰	-۲۹/۳۶۱	۰/۰۰۰	-۵۸/۷۹۱	بیش سرمایه‌گذاری
۰/۰۰۰	۳۳۶/۷۹۱	۰/۰۰۰	-۲۸/۱۳۶	۰/۰۰۰	-۶۴/۱۷۹	کم سرمایه‌گذاری
۰/۰۰۰	۲۸۸/۶۲۷	۰/۰۰۰	-۲۹/۷۱۹	۰/۰۰۰	-۶۹/۰۳۷	جریان نقد آزاد
۰/۰۰۰	۲۶۷/۳۷۶	۰/۰۰۰	-۲۵/۳۶۷	۰/۰۰۰	-۷۰/۴۹۵	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۳۰۴/۲۶۱	۰/۰۰۰	-۱۹/۶۷۸	۰/۰۰۰	-۷۴/۳۶۷	فرصت‌های رشد
۰/۰۰۰	۳۶۲/۹۹۷	۰/۰۰۰	-۱۹/۳۶۷	۰/۰۰۰	-۶۲/۸۹۰	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۳۵۷/۲۶۴	۰/۰۰۰	-۲۴/۰۳۴	۰/۰۰۰	-۶۹/۴۱۶	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰	۲۹۹/۳۰۱	۰/۰۰۰	-۲۶/۴۲۶	۰/۰۰۰	-۷۶/۷۲۷	تمرکز مالکیت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۳- آزمون ناهمسانی واریانس

در این پژوهش برای تخمین ناهمسانی واریانس از آزمون آرچ استفاده شده است که نتایج آن در جدول ۳ ارائه شده است و با توجه به نتایج مشاهده شده، می‌توان بیان داشت که مدل‌های پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها دارای ناهمسانی واریانس نبوده و برای انجام و آزمون فرضیه‌ها مناسب بوده‌اند.

جدول ۳- آزمون ناهمسانی واریانس

سطح معناداری	آماره	شرح
۰/۴۷۶	۰/۵۱۹	مدل فرضیه اصلی
۰/۵۱۹	۰/۴۶۶	مدل فرضیه فرعی اول
۰/۴۱۳	۰/۶۳۸	مدل فرضیه فرعی دوم

منبع: یافته های پژوهشگر

۸-۴- آزمون F لیمر و هاسمن

برای تعیین الگوی مناسب برای تخمین مدل پژوهش از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده می شود. داده های پانلی به دو صورت اثرهای ثابت و اثرهای تصادفی به کار می رود که به کمک آزمون هاسمن، نوع آن تشخیص داده می شود. با توجه به آماره کای دو و سطح معنی داری آزمون هاسمن در جدول ۴، برازش مدل پژوهش بصورت داده های پانلی به کمک مدل اثرهای ثابت انجام گرفته است.

جدول ۴- نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن		آزمون چاو		مدل های پژوهش
سطح معنی داری	آماره خی دو	سطح معنی داری	آماره F	
۰/۰۰۰	۴۴/۶۳۷	۰/۰۰۰	۱۸/۲۳۹	مدل فرضیه اصلی
۰/۰۰۰	۳۹/۷۲۱	۰/۰۰۰	۱۹/۸۰۹	مدل فرضیه فرعی اول
۰/۰۰۰	۴۲/۹۹۳	۰/۰۰۰	۱۶/۰۳۷	مدل فرضیه فرعی دوم

منبع: یافته های پژوهشگر

۸-۵- آزمون هم خطی و نرمال بودن

هم خطی وضعیتی است که نشان می دهد متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر در معادله رگرسیون هم خطی بالا باشد، به این معناست که بین متغیرهای مستقل همبستگی زیادی وجود دارد و ممکن است با وجود ضریب تعیین مدل از اعتبار برخوردار نباشد. در تمام آزمون ها، مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود نداشت. جهت نرمال بودن اجزای اخلاص از آزمون جارک- برا

استفاده شد. در تمام آزمون‌ها سطح معنی‌داری آماره جارک - برا بیشتر از ۵ درصد مشاهده گردید، بنابراین باقیمانده‌ها از توزیع نرمال برخوردار بودند.

فرضیه اصلی: مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

نتایج جدول ۵ نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد. بدین ترتیب در شرکت‌هایی که مالکیت مدیریتی بالا است، با کاهش جریان‌های نقد آزاد در دسترس توسط مدیران، انحراف از سرمایه‌گذاری مطلوب کاهش می‌یابد.

ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که ۳۲/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته ناکارایی سرمایه‌گذاری توسط متغیر مستقل جریان‌های نقد آزاد و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می‌توان تأیید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می‌توان تأیید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله مدل‌های رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار آماره F مدل‌ها و سطح احتمال آن‌ها، بیانگر آن است که مدل‌های رگرسیونی چند متغیره مورد آزمون، در کل معنی‌دار است و می‌توان بر آن‌ها اتکا کرد. همچنین سطح معنی‌داری آماره جارک - برا نشان می‌دهد که اجزای خطا از توزیع نرمال برخوردارند.

در رابطه با سایر متغیرها، می‌توان بیان کرد که بین اندازه شرکت و ناکارایی سرمایه‌گذاری ارتباط منفی وجود دارد. شرکت‌های بزرگ‌تر بدلیل تنوع بیشتر در فعالیت‌ها و ثبات وجه نقد و پایداری در جریان‌های نقدی، دارای ظرفیت استقراض بیشتری بوده و می‌توانند سودهای بیشتری را تحصیل کنند. به این معنی که هر چه اندازه شرکت بزرگ باشد (میزان دارایی‌ها بالا باشد) سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در مقایسه با شرکت‌هایی که اندازه کوچکی دارند، کارا تر است. بنابراین سطح کارایی در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است. نتایج این رابطه مطابق یافته‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، لی و وانگ (۲۰۱۰) بارنز و داونز (۲۰۱۳)، چن و لین (۲۰۱۳) و مخالف با یافته‌های چن و همکاران (۲۰۱۱) می‌باشد.

جدول ۵- مالکیت مدیریتی، جریان های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه گذاری

نام متغیر	ضرایب	t	سطح معنی داری
Constant	۰/۸۷۸	۴/۵۸۴	۰/۰۰۰
FCF	۰/۱۸۲	۳/۶۰۷	۰/۰۰۰
MGO	-۰/۰۲۱	-۱/۶۱۴	۰/۰۸۷
FCF*MGO	-۰/۰۹۸	-۲/۹۱۷	۰/۰۰۳
SIZE	-۰/۰۴۵	-۲/۸۶۸	۰/۰۰۴
MBV	۰/۰۲۱	۲/۹۰۶	۰/۰۰۵
LEV	۰/۱۱۹	۲/۱۸۲	۰/۰۳۰
ROA	۰/۲۰۴	۲/۷۱۳	۰/۰۰۷
CON_OWN	-۰/۱۵۳	-۲/۱۸۸	۰/۰۲۶
R ² تعدیل شده		۰/۳۲۴	
دوربین واتسون		۱/۸۲۴	
آماره F		۱۴/۱۱۷	
احتمال آماره F		۰/۰۰۰	
چارک - برا		۳/۲۵۲	
سطح معنی داری		۰/۱۸۳	

منبع: یافته های پژوهشگر

فرصت های رشد سرمایه گذاری ارتباط مثبت با ناکارایی سرمایه گذاری دارد. بنابراین در شرکت هایی که فرصت های سرمایه گذاری بالا است، میزان انحراف از سرمایه گذاری مطلوب بالا خواهد بود. احتمالاً مدیرانی که با تعدد بالای فرصت های سرمایه گذاری روبه رو هستند، سعی می کنند که از این فرصت در جهت منافع شخصی خود استفاده نمایند. نتایج مشابه یافته های بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، لی و وانگ (۲۰۱۰) می باشد. راجع به رابطه مستقیم اهرم مالی با ناکارایی سرمایه گذاری می توان بیان کرد که هر چه سهم بدهی ها در دارایی ها بیشتر باشد، به لحاظ تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان می توان سرمایه گذاری ناکارای بیشتر را انتظار داشت. شواهد نشان می دهد که بین میزان سودآوری و ناکارایی سرمایه گذاری ارتباط مثبت وجود دارد. بنابراین، در شرکت هایی که میزان سودآوری بالا است، احتمال اینکه تصمیم های سرمایه گذاری مدیران در انتخاب پروژه های سرمایه گذاری فاصله زیادی با میزان سرمایه گذاری مطلوب داشته باشد، بیشتر است. همچنین نتایج نشان داد که بین تمرکز مالکیت و ناکارایی سرمایه گذاری ارتباط

منفی برقرار است. بدین ترتیب، در شرکت‌هایی با سهامداران بزرگ بدلیل سازوکارهای نظارتی شدیدتر، میزان انحراف از سرمایه‌گذاری مطلوب کاهش می‌یابد.

لازم به ذکر است، روابط مربوط به متغیرهای کنترلی در سایر فرضیه‌ها نیز حفظ شده است. لذا، از تکرار مطالب فوق در نتایج سایر آزمون فرضیه‌ها خودداری شده است.

فرضیه فرعی ۱: مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و بیش سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

فرضیه فرعی ۲: مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و کم سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی ۱ در جدول ۶ نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و بیش سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد. بدین ترتیب با افزایش مالکیت مدیریتی، ارتباط مثبت بین جریان‌های نقد آزاد و بیش سرمایه‌گذاری تضعیف می‌شود.

از آنجایی که مدیران از طریق جریان‌های نقد آزاد دست به انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی می‌زنند و از این رویکرد موجب تشدید مشکلات بیش سرمایه‌گذاری می‌شود. بنابراین، افزایش مالکیت مدیریتی می‌تواند به عنوان سازوکار کنترلی در جهت اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران تلقی شود. در نتیجه شرکت‌هایی با مالکیت مدیریتی بالا می‌توانند با کاهش مشکلات نمایندگی در شرکت به بهبود تصمیم‌های سرمایه‌گذاری یاری رسانند. همچنین نتایج آزمون فرضیه فرعی ۲ در جدول ۶ نشان داد که مالکیت مدیریتی هیچ تاثیری بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد ندارد. به این دلیل که بطور معمول کم سرمایه‌گذاری از طریق متورم کردن بدهی‌ها (نه جریان‌های نقد آزاد) تأثیر خود را نشان می‌دهد. در نتیجه سازوکار مالکیت مدیریتی نتوانسته تأثیر معنی‌داری بر کاهش جریان‌های نقد آزاد در دسترس و کم سرمایه‌گذاری داشته باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که به ترتیب $31/1$ و $8/2$ درصد از تغییرات متغیر وابسته بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری توسط متغیر مستقل جریان‌های نقد آزاد و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین و واتسون مدل‌های آزمون بین $1/5$ و $2/5$ بوده و می‌توان تأیید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برای هر دو مدل برابر با $0/000$ و کوچک‌تر از $0/05$ درصد می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین سطح معنی‌داری آماره جاک - برا نشان می‌دهد که اجزای خطا از توزیع نرمال برخوردارند.

جدول ۶- مالکیت مدیریتی، جریان های نقد آزاد و بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری

کم سرمایه گذاری		بیش سرمایه گذاری		نام متغیر
سطح معنی داری	ضرایب	سطح معنی داری	ضرایب	
۰/۱۸۶	-۰/۲۹۸	۰/۰۰۰	۰/۹۸۴	Constant
۰/۵۰۲	۰/۰۲۵	۰/۰۰۰	۰/۲۱۶	FCF
۰/۶۴۳	-۰/۰۳۱	۰/۱۹۳	-۰/۰۵۶	MGO
۰/۲۲۴	۰/۰۵۸	۰/۰۰۶	-۰/۰۸۶	FCF*MGO
۰/۰۰۴	۰/۰۵۳	۰/۱۱۶	-۰/۰۳۳	SIZE
۰/۰۳۱	-۰/۰۲۴	۰/۰۰۷	۰/۰۲۶	MBV
۰/۰۸۶	۰/۱۰۷	۰/۰۰۰	۰/۳۸۲	LEV
۰/۰۰۸	۰/۲۲۶	۰/۷۴۱	-۰/۰۳۳	ROA
۰/۰۳۱	-۰/۱۳۱	۰/۰۲۵	-۰/۱۶۷	CON_OWN
۰/۰۸۲		۰/۳۱۱		R ² تعدیل شده
۱/۶۶۸		۱/۷۸۹		دوربین واتسون
۶/۰۲۷		۱۳/۴۸۷		آماره F
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره F
۱/۶۸۶		۰/۷۶۸		چارک - برا
۰/۴۲۹		۰/۶۵۳		سطح معنی داری

منبع: یافته های پژوهشگر

۹- بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان می دهد که مالکیت مدیریتی نقش مهمی در کاهش اثرات منفی جریان های نقد آزاد بر ناکارایی سرمایه گذاری دارد. نتایج با یافته های اسکندر و همکاران (۲۰۱۲) و چن و همکاران (۲۰۱۱) می باشد. آن ها نشان دادند که مالکیت مدیریتی منجر به بهبود کارایی سرمایه گذاری می شود. اسکندر و همکاران (۲۰۱۲) بیان می کنند که مالکیت مدیریتی همانند یک سازوکار حاکمیت شرکتی یک نقش نظارتی بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران ایفا می کند، بنابراین افزایش مالکیت اعضای خانواده هیئت مدیره به عنوان یک سازوکار کنترلی می تواند از دسترسی بیش از حد مدیران به جریان های نقد آزاد، بکاهد. همچنین نتایج نشان داد که مالکیت مدیریتی ارتباط

مثبت بین جریان‌های نقد آزاد و بیش سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند در حالی که تاثیری بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و کم‌سرمایه‌گذاری ندارد. یافته‌ها نشان می‌دهد که مشکل عمده در شرکت‌های ایرانی بیش سرمایه‌گذاری است که عمدتاً از طریق جریان‌های نقد آزاد به وجود می‌آید. نتایج با یافته‌های جنسن (۱۹۸۶)؛ چن و لین (۲۰۱۳) و ثقفی و همکاران (۱۳۹۰) سازگار می‌باشد. یافته‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های ایرانی از بیش سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری بالایی رنج می‌برند. از یک طرف اغلب شرکت‌ها در حال حاضر به علت مشکلات نمایندگی، بیش سرمایه‌گذاری گسترده‌ای دارند و ممکن است بطور جدی از جریان‌های نقد آزاد برای این رویکرد سوء استفاده کنند و از سوی دیگر محدودیت‌های تأمین مالی و نیاز جدی به سرمایه‌گذاری، به علت عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد. بنابراین به نظر می‌رسد افزایش میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره به عنوان یک عامل مؤثر در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی، بتواند مشکلات مربوط به ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تا حدی حل کند.

با توجه به نتایج پژوهش پیشنهادهای کاربردی ارائه می‌شود:

- ۱) به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود سهم مالکیت اعضای هیئت مدیره را جهت بهبود نظارت بر استفاده از جریان‌های نقد آزاد افزایش دهند. مالکیت بالای اعضای هیئت مدیره مسئله نمایندگی بین سهامداران و مدیران را به دلیل همسو کردن منافع مدیران و سهامداران، کاهش خواهد داد. بنابراین، به نظر می‌رسد که این موضوع انگیزه‌ای است که مدیران را به سمت کنترل بهتر و رسیدن به عملکرد مناسب‌تر سوق می‌دهد.
- ۲) به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به میزان مالکیت مدیریتی شرکت توجه نمایند. به این دلیل که وجود مالکیت مدیریتی بالا، شکاف بین مالکیت و مدیریت را کاهش داده و عدم تقارن اطلاعاتی نیز نسبت به سایر سازمان‌ها پایین تر خواهد بود. به علاوه، مدیرانی که در شرکت تحت مدیریت خود سرمایه‌گذاری کرده‌اند، نسبت به سایر مدیران، از تصمیم‌های با ریسک بالا اجتناب می‌کنند.

فهرست منابع

- ۱) اسماعیل‌زاده، علی، محمد محمودی، سیدامین هادیان و احمد برگ بید، (۱۳۹۴). "تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان وجه نقد آزاد و مدیریت استفاده بهینه از دارایی‌ها"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۸، صص ۲۳-۴۱.
- ۲) بادآور نهندي، یونس و وحید تقی زاده خانقاه، (۱۳۹۳). "ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر"، دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۸، صص ۱۱۳-۱۴۰.
- ۳) برادران حسن‌زاده، رسول و وحید تقی‌زاده خانقاه، (۱۳۹۵). "تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۸، شماره ۳۲، صص ۱۳۹-۱۷۰.
- ۴) ثقفی، علی، قاسم بولو و محمد محمدیان، (۱۳۹۰). "کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد"، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۳، شماره ۲، صص ۳۷-۶۳.
- ۵) ثقفی، علی و مجید معتمدی فاضل، (۱۳۹۰). "رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا"، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۱۰، صص ۱-۱۴.
- ۶) خدادادی، ولی، محسن رشید باغی، رامین قربانی و مریم کاویانی، (۱۳۹۲). "تأثیر ساختار مالکیت بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها"، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۱، شماره ۱، صص ۹۳-۱۰۸.
- ۷) رضایی، فرزین و شهین حیدرزاده، (۱۳۹۳). "تأثیر اعتبار هیأت مدیره بر رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و بازده غیرعادی انباشته در شرکت‌های بیش (کم) سرمایه‌گذار"، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۲، شماره ۲، صص ۹۹-۱۲۲.
- ۸) ستایش، محمد حسین و محسن صالحی نیا، (۱۳۹۴). "تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی آزاد"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۲۱-۳۸.
- ۹) شیخ، محمد جواد، سعید لازمی چلک و سعید محمد نژاد، (۱۳۹۱). "جریان‌های نقد آزاد: اهمیت، کاربرد و نقش آن در مدیریت سود"، مطالعات حسابداری و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۲، صص ۱-۲۲.

- ۱۰) عباسی، ابراهیم، (۱۳۹۵)، "بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود"، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۵، شماره ۲۰، صص ۲۶۳-۲۷۶.
- ۱۱) نمازی، محمد و احسان کرمانی، (۱۳۸۷)، "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.
- ۱۲) یحیی‌زاده فرد، محمود، شهاب‌الدین شمس و مجتبی‌پاک‌دین امیری، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر فرصت‌های رشد در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۱، صص ۱۱۳-۱۳۲.
- 13) Barnes, M. V., and Downes, J, (2013), "International Investment Efficiency: The Joint Effect of Investor Protection and Audit Quality", American Accounting Association Annual Meeting and Conference Teaching and Learning in Accounting, California.
- 14) Berger, P. G., and Hann, R, (2003), "The Impact of SFAS 131 on Information and Monitoring", Journal of Accounting Research. Vol. 41, PP.163-223.
- 15) Biddle, G., Hilary, G., and Verdi, R. S, (2009), "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", Journal of Accounting and Economics. 48(4), PP. 112-31.
- 16) Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., Wang, X, (2011), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets", The Accounting Review. Vol. 86, PP. 1255-1288.
- 17) Chen, I. J., and Lin, SH. H, (2013), "Managerial Optimism, Investment Efficiency, and Firm Valuation", Multinational Finance Journal. 17(3), PP. 295-340.
- 18) Chen, R., Ghoul, S. E., Guedhami, O., and Wang, H, (2017), "Do State and Foreign Ownership Affect Investment Efficiency? Evidence from Privatizations", Journal of Corporate Finance. Vol. 41, PP. 217-240.
- 19) Chen, T. Xie. L. Zhang. Y, (2017), "How Does Analysts' Forecast Quality Relate to Corporate Investment Efficiency?", Journal of Corporate Finance, Vol. 43, PP. 408-421.
- 20) Chen, X., Sun, Y., and Xu, X, (2015), "Free Cash Flow, Over-Investment and Corporate Governance in China", Pacific-Basin Finance Journal, In Press, doi:10.1016/j.pacfin.2015.06.003.
- 21) Cheng, M., Dhaliwal, D., and Zhang, Y, (2013), "Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting?", Journal of Accounting and Economics. 56(1), PP. 1-18.
- 22) DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Stulz, R, (2004), "Dividend Policy, Agency Costs and Earned Equity", Working paper, University of Southern California.
- 23) Fazzari, S., Hubbard, R. G., and Petersen, B, (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", Brookings Papers on Economic Activities. 1(1), PP. 141-195.

- 24) Florackis, CH., Kanas, A., Kostakis, A., (2014), "Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-Parametric Perspective", *European Journal of Operational Research*, Working paper. doi: 10.1016/j.ejor.2014.08.031.
- 25) Godfrey, J., Hodgson, A., Holmes, S., & Tarca, A., (2006), "Accounting Theory", (6th ed.). Sydney: Wiley.
- 26) Gomariz, M. F. C., and Ballesta, J. P. C., (2014), "Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency", *Journal of Banking & Finance*. Vol. 40, PP. 494-506.
- 27) Habib, H., (2011), "Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow", *Australasian Accounting Business and Finance Journal*. 5(4), PP. 101-122.
- 28) Iskandar, T. M., Bukit, R., and Sanusi, Z. M., (2012), "The Moderating Effect of Ownership Structure on the Relationship between Free Cash Flow and Asset Utilization", *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. 8(1), PP. 69-89.
- 29) Jensen, M. C., and Meckling W. H., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*. 3(4), PP. 305-360.
- 30) Jensen. M., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*. 76(4), PP. 323-329.
- 31) Lamont, O., (1997), "Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets", *Journal of Finance*. Vol. 52, PP. 83-109.
- 32) Lara, J.M.G. Osmá, B.G. Penalva, F., (2016), "Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency", *Journal of Accounting and Economics*, 61 (1), PP. 221-238.
- 33) Lehn, K., and Poulsen, A., (1989), "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions", *Journal of Finance*. 44(3), PP. 771-787.
- 34) Li, Q., and Wang, T., (2010), "Financial Reporting Quality and Corporate Investment Efficiency: Chinese Experience", *Nankai Business Review*. 1(2), PP. 197-213.
- 35) Mintzberg, H., (1984), "Who Should Control the Corporation?", *California Management Review*, 27(1), PP. 90-116.
- 36) Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W., (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*. 20(2), PP. 293-315.
- 37) Mueller, E., and Spitz Oener, A., (2006), "Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises", *German Economic Review*. 7(2), PP. 233-247
- 38) Myers, S., (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5(1), PP. 146-175.
- 39) Rashid, A., (2014), "Revisiting Agency Theory: Evidence of Board Independence and Agency Cost from Bangladesh", *Journal of Business Ethics*. Working Paper. DOI 10.1007/s10551-014-2211-y.

- 40) Richardson, S, (2006), “ Over-Investment of Free Cash Flow”, Review of Accounting Studies. 11(1), PP.159–189.
- 41) Stulz, R. M, (1990), “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, Journal of Financial Economics. 26(3), PP. 3-27.
- 42) Sundaramurthy, C., Lewis, M, (2003), “Control and Collaboration: Paradoxes of governance”, Academy of Management Review, 28(3), PP. 397–415.
- 43) Warfield, T., Wild, J., and Wild, K, (1995), “Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings”, Journal of Accounting and Economics. 20(1), PP. 61–91.
- 44) Xu, X., Wang, X., and Han, N, (2012), “Accounting Conservatism, Ultimate Ownership and Investment Efficiency”, China Finance Review International. 2(1), PP. 53-77.
- 45) Yegon, CH., Sang, S., Kirui, J, (2014), “The Impact of Corporate Governance on Agency Cost: Empirical Analysis of Quoted Services Firms in Kenya”, Research Journal of Finance and Accounting, 5(12), PP.145-155

