

تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های نقدینگی

الهام فریدوند نعمت آباد

دکتری مالی دانشگاه آزاد واحد قزوین

elham_faridvand@yahoo.com

رواج انواع اصطکاک بازار مانند عدم تقارن اطلاعات بین مدیریت و تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران و سرمایه‌گذاران نه تنها به طور مستقیم بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد بلکه تصمیمات تأمین مالی مربوط به سرمایه‌گذاری را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. نارسایی‌های موجود در بازار سرمایه ایران با ایجاد شکاف هزینه‌ای بین تأمین مالی می‌تواند سرمایه‌گذاران را در تأمین منابع مالی مورد نیازشان با مشکل مواجه کرده هدف این پژوهش بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های نقدینگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور از اطلاعات شرکت‌های مورد پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ روش نمونه‌گیری حذفی تعداد ۱۰۷ شرکت انتخاب شده‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از این است که تصمیمات سرمایه‌گذاری به دو روش به مالکیت مدیریتی مربوط می‌شوند. اولاً مالکیت مدیریتی، با همسوسازی انگیزه‌های مدیریت با منافع سهامداران، تأثیر مستقیم مثبتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت اعمال می‌کند. ثانیاً، مالکیت مدیریتی به کاهش درجه محدودیت‌های مالی که شرکت‌ها با آن مواجهند کمک می‌کند و پیشنهاد می‌کند که مالکیت مدیریتی به‌عنوان شکلی از تضمین معتبر برای وام‌دهندگان عمل می‌کند.

واژگان کلیدی: مالکیت مدیریتی؛ فرصت‌های سرمایه‌گذاری؛ محدودیت‌های نقدینگی.

۱. مقدمه

واحدهای مورد رسیدگی بر ارزش شرکت تأثیر منفی داشته باشد، بنابراین نیاز در دنیای بازارهای سرمایه، تصمیمات سرمایه‌گذاری یک شرکت تنها وابسته به فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند. (مودیلیانی و میلر، ۱۹۵۸). رویدادهای اخیر مانند بحران اعتباری، این حقیقت را تقویت می‌کنند که محدودیت‌های مالی می‌توانند یک عامل بازدارنده جدی برای توانایی یک شرکت در اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش باشند (کملو و همکاران، ۲۰۱۰، درایور و مونز - بوگارین، ۲۰۱۹). در این مقاله، ما این حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی (وجوه تولید شده داخلی) را به عنوان شاخصی از محدودیت‌های مالی که شرکت با آن مواجه است، در نظر می‌گیریم. بنابراین حساسیت بالا به عنوان شاخصی از عدم سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شود. در این مطالعه، ما هر دو اثر مستقیم و غیرمستقیم مالکیت مدیریتی را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکتی در زمینه شرکت‌های بورسی بررسی می‌کنیم. تجزیه و تحلیل تأثیر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری به طور خاص با سطح بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی مشخص می‌شود. از آنجایی که دسترسی بیش از حد به جریان‌های نقد آزاد به لحاظ نظری می‌تواند از طریق افزایش ریسک، حجم و پیچیدگی عملیات به مکانیزم نظارتی برای کاهش جریان‌های نقد آزاد در دسترس مدیران است تا بدین ترتیب سرمایه‌گذاری‌های انجام شده را به مرزهای کارا نزدیک نماید. 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. که اولاً مالکیت مدیریتی به عنوان یک مکانیزم حاکمیت برای کاهش تعارض‌های نمایندگی بین مدیران و سهامداران با هماهنگی منافع و عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و وام‌دهندگان با خدمت به عنوان نوعی وثیقه سازمانی برای وام‌دهندگان عمل می‌کند و بنابراین، محدودیت‌های مالی را کاهش می‌دهد و کارایی سرمایه‌گذاری را حتی در یک اقتصاد در حال گذار و در حال ظهور بهبود می‌بخشد. ثانیاً با کاهش محدودیت‌های مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری کارآمدتر همراه است. در نهایت، ما برای اولین بار تأثیر مالکیت مدیریتی

بر محدودیت‌های مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری بین شرکت‌های خصوصی و دولتی را متمایز می‌کنیم. با انجام این کار، ما قادر به ارائه شواهد اضافی در مورد تأثیر مالکیت دولت هم بر انگیزه مدیریتی (حاکمیت شرکتی) و هم بر تعامل بین مالکیت مدیریتی و تصمیمات سرمایه‌گذاری هستیم.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

ویجای کوماران (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های نقدینگی پرداخت. نتایج تحقیق حاکی از آن بود بین مالکیت مدیریتی و سرمایه‌گذاری رابطه مثبت وجود دارد. بین مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه منفی وجود دارد. تأثیر مالکیت مدیریت بر سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در دوره بعد از اصلاحات تشدید می‌یابد. تأثیر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های خصوصی قوی‌تر است.

وی هی و همکاران (۲۰۱۸) در مطالعات خود تحت عنوان رابطه بین ساختار مالکیت و تصمیمات سرمایه‌گذاری بیش از حد توسط شرکت‌های دولتی چینی پرداختند نتایج نشان می‌دهد که مالکیت دولتی تأثیر منفی دارد در حالی که مالکیت مدیریتی تأثیر مثبتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری کم دارد

پلیکوانی و کالاتزیس در مطالعات خود تحت عنوان ساختار مالکیت، بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری در برزیل پرداختند. تحقیق در تجارت بین‌الملل به بررسی عواملی می‌پردازند که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را کاهش یا تشدید می‌کنند. آن‌ها عنوان کردند که عدم وجود بزرگ‌ترین سهامدار داخلی، مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد را تشدید می‌کند که در آن مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی آزاد در پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیر سودآور دارند، در حالی که مشارکت فعال بزرگ‌ترین سهامدار نهایی در هیأت‌مدیره به عنوان یک مدیر اجرایی، به افزایش مشکلات سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد کمک می‌کند. با حرکت تمرکز آن‌ها فراتر از عوامل سطح شرکت، نویسندگان دیگر بررسی می‌کنند که چگونه عوامل سطح کشور ممکن است محدودیت‌های مالی که شرکت‌ها با آن مواجه هستند را تحت تأثیر قرار دهند. (پلیکوانی و کالاتزیس، ۲۰۱۹)

گلوریا و یانگ در پژوهش خود تحت عنوان مدیریت محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی هزینه‌ها برای به حداقل رساندن ناکارآمدی سرمایه‌گذاری در بازار چین نشان دادند که تعارض‌های نمایندگی بین مدیران و سهامداران ممکن است منجر به ناکارآمدی سرمایه‌گذاری در قالب سرمایه‌گذاری ضعیف یا سرمایه‌گذاری بیش از حد شود. با این حال، فراهم کردن مالکیت سهام برای مدیران می‌تواند تضاد نمایندگی بر سر تصمیمات سرمایه‌گذاری را با همسوسازی نزدیک‌تر انگیزه‌های مدیریت با انگیزه‌های سهامداران کاهش دهد. وقتی حقوق صاحبان سهام مدیران افزایش می‌یابد، آن‌ها حداقل تا حدی هزینه‌ها و مزایای تصمیماتی که می‌گیرند را درونی می‌کنند. در این مطالعه، هر دو اثر مستقیم و غیرمستقیم مالکیت مدیریتی را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکتی در زمینه شرکت‌های لیست شده چینی بررسی شده تجزیه و تحلیل تأثیر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری به طور خاص مربوط به چین است زیرا با سطح بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی مشخص می‌شود. (گلوریا و یانگ، ۲۰۱۶)

تأثیر جریان‌های نقد آزاد و حاکمیت شرکتی بر سطوح سرمایه‌گذاری در ۳۱۲ 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 هیئت‌مدیره بزرگ، نسبت بالای سهام قابل معامله و همچنین اهرم بال، بیش سرمایه‌گذاری پایین است. همچنین آن‌ها نشان دادند که افزایش مالکیت دولتی، هیئت‌مدیره بزرگ و همچنین وجود مدیران خارجی با شدیدتر شدن سرمایه‌گذاری کمتر از حد مرتبط است. در حالی که اهرم بال و افزایش سهام قابل معامله، کم سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش می‌دهد. (الرا و همکاران، ۲۰۱۶).

چن و همکاران در تحقیقات خود با عنوان جریان نقدی آزاد، بیش سرمایه‌گذاری بیش از حد و حاکمیت شرکتی در چین بیان می‌کنند که جریان‌های نقد آزاد، عامل مؤثر در کاهش کارایی 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 فرصت‌طلبانه 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 فرصت‌های سرمایه‌گذاری 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 خطرات ناکارایی سرمایه‌گذاری را از طریق کنترل جریان‌های نقد آزاد کاهش دهند. (چن و همکاران، ۲۰۱۵)

فلوراکیس در مطالعات خود با عنوان مالکیت مدیریتی و تأمین مالی بدهی 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. (فلوراکیس، ۲۰۱۴)

جوآدزاده و همکاران در مطالعه خود با عنوان نقش مالکیت مدیریتی بر رابطه بین محدودیت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری نشان دادند که بین محدودیت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری وجود دارد، همچنین نتایج حاکی از آن است که مالکیت مدیریتی بر رابطه بین محدودیت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد. ثقفی و همکاران در مطالعه خود با عنوان رابطه میان کیفیت حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا نشان دادند 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 (ثقفی و معتمدی فاضل، ۱۳۹۰). برادران حسن‌زاده و همکاران در پژوهش خود تحت عنوان تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری نشان دادند در صورتی که شرکت دارای فرصت‌های رشد کم باشد، افزایش بیش از حد در اندازه شرکت در تضاد مستقیم با منافع سهامداران است (برادران حسن‌زاده و

تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۵)...عباسی در مطالعات خود با عنوان بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود نشان داد 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 فرصت طلب 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).

۳. فرضیه‌های پژوهش

- مالکیت مدیریتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد.
- رابطه بین مالکیت مدیریتی و حساسیت‌های جریان نقدی سرمایه‌گذاری منفی و معنادار است.
- تأثیر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری حساسیت‌های جریان نقدی در شرکت‌های خصوصی بیشتر از شرکت‌های دولتی است.

۴. روش‌شناسی تحقیق

روش پژوهش حاضر توصیفی-همبستگی است، چون تحقیق حاضر به دنبال کشف علت یک یا چند پدیده نیست، بلکه قصد آن را دارد که رابطه بین دو متغیر را با جمع‌آوری داده‌های مربوط توصیف نماید. این تحقیق از نوع کاربردی است می‌توان نتیجه آن را به آینده تسری داد و همچنین از نوع تحقیقات پس‌رویدادی به حساب می‌آید. صورت‌های مالی شرکت‌ها شامل صورت سود و زیان، صورت وضعیت مالی (ترازنامه)، صورت جریان‌های نقدی و یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی در پایان هر سال مالی (۲۹ اسفندماه) به عنوان ابزار تحقیق مورد استفاده قرار گرفته است. داده‌های تحقیق از سایت کدال استخراج شد و نرم‌افزار جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها ایویز ۱۰ است. جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ است و شرکت‌هایی که در نمونه منظور می‌شوند باید حائز شرایط زیر باشند:

- شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۴ در بورس پذیرفته شده‌اند

- شرکت‌هایی که طی دوره تحقیق در حالت تعلیق نبوده و یا از بورس خارج نشده‌اند.
 - شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ختم می‌شود و یا تغییر سال مالی نداده‌اند.
 - شرکت‌هایی که جزو واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها) نباشند.
 - شرکت‌هایی که در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به‌طور فعال در بورس معامله شده باشد.
- روش نمونه‌گیری بر اساس حذف سیستماتیک است. بنابراین با توجه به شرایط فوق تعداد ۱۰۷ شرکت برای نمونه انتخاب شده‌اند.

۵. مدل تحقیق

با توجه به تحقیق ویجای کوماران (۲۰۲۰) مدل تحقیق به شرح زیر است:

مدل آزمون فرضیه‌ها

$$\text{Invest} = \beta_0 + \beta_1 \text{CF} + \beta_2 \text{DOS} + \beta_3 \text{CF_DOS} + \beta_4 \text{DOS_Dumm} + \beta_5 \text{GROWTH} + \beta_6 \text{LEV} + \beta_7 \text{WC} + \beta_8 \text{WC} + \beta_9 \text{SIZE} + \beta_{10} \text{QTOBIN} + \varepsilon$$

محاسبه متغیرهای پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول (۱): محاسبه متغیرهای پژوهش

متغیرهای تحقیق	نوع متغیر	نماد متغیر	نحوه اندازه‌گیری
سرمایه‌گذاری	وابسته	Invest	نسبت (تغییر در دارایی‌های ثابت خالص به علاوه استهلاک) به (سهام سرمایه‌گذار که با کل دارایی‌های ابتدای دوره اندازه‌گیری می‌شود).
حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری		CF	جریان عملیاتی ورود و خروج وجه نقد تقسیم به کل دارایی (به عنوان سنجش محدودیت‌های مالی استفاده می‌شود)
مالکیت مدیریتی	مستقل	DOS	درصد سهام تحت تملک مدیران شرکت
نسبت Q نوین	کنترلی	QTOBIN	نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.
اندازه شرکت	کنترلی	Size	لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت
اهرم مالی	کنترلی	Lev	نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت
نرخ رشد	کنترلی	Growth	تفاوت بین فروش سال جاری نسبت به فروش سال قبل تقسیم بر فروش بر سال قبل
سرمایه در گردش	کنترلی	WC	دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری تقسیم بر جمع دارایی‌ها

۶. یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی: جدول ۲ آماره‌های توصیفی متغیرهای مورد استفاده در مدل تلفیقی را نشان می‌دهد:

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

	INVEST	CF	QTOBIN	SIZE	LEV	GROWTH	DOS	WC
میانگین	0.58056	0.1392	1.12021	27.809	0.584	-0.0108	0.618	0.152
میانه	0.59767	0.0854	1.03805	27.716	0.586	0.0650	0.620	0.22
حداکثر	0.98598	0.8330	3.52356	32.270	0.97	4.6349	0.830	2.35
حداقل	0.02193	0.0000	0.02659	23.707	0.014	-1.0000	0.380	-0.94
انحراف معیار	0.22691	0.1584	0.49208	1.3541	0.207	0.5414	0.133	0.39
چولگی	-0.1425	1.6614	1.23431	0.5086	-0.407	1.2808	-0.088	-0.300
کشیدگی	2.40029	5.8066	5.52494	4.0105	2.678	13.088	1.811	4.282
تعداد مشاهدات	535	535	535	535	535	535	535	535

بررسی نتایج کمی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش با توجه به نگاره فوق بیانگر ارزش ۰.۶۱۹ برای میانگین متغیر مالکیت مدیریتی و ۰.۵۸ میانگین متغیر سرمایه‌گذاری است. آماره انحراف معیار نیز به منظور بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها بکار گرفته می‌شود (کلو و وارا، ۲۰۰۳). با بررسی معیار مذکور می‌توان اظهار داشت که داده‌های مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته از توزیع نرمال برخوردار هستند زیرا متغیرها دارای حداقل فاصله از ارزش ارائه شده برای کشیدگی می‌باشند. و اوس (۲۰۰۲) عنوان می‌کند که زمانی که اندازه نمونه بزرگ‌تر از ۱۰۰ باشد (معیاری تقریبی برای توزیع نرمال) احتمال نرمال بودن داده‌ها افزایش می‌یابد.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای برآورد مدل ابتدا مدل مدنظر را به صورت اثرات ثابت با روش حداقل مربعات معمولی تخمین زده و بعد آزمون F لیمر را مورد استفاده قرار می‌دهیم. اگر فرض H_0 رد شد مدل برآورد شده تابلویی است و پس از آن بار دیگر مدل را با اثرات تصادفی برآورد می‌کنیم و با استفاده از آماره هاسمن تعیین می‌کنیم که مدل باید با اثرات ثابت برآورد شود و یا با اثرات تصادفی (جدول ۳). همچنین برای تشخیص عدم ناهمسانی واریانس از نمودار باقیمانده خطاها استفاده می‌کنیم. طبق نتیجه نمودار، چون از روند خاص (افزایشی، کاهششی، سینوسی و...) پیروی نمی‌کند، یعنی ناهمسانی

واریانس، نداریم، همچنین برای رفع مشکل خودهمبستگی باقیمانده‌ها از ۱ (AR) استفاده شده است. بعد از بررسی فروض کلاسیک، آزمون F لیمر برای نشان دادن داده‌های تابلویی در مقابل مدل مقطعی، صورت می‌گیرد و سپس آزمون هاسمن برای نشان دادن مدل اثرات ثابت در مقابل اثر تصادفی انجام شد.

جدول (۳): نتایج حاصل از آزمون F لیمر و هاسمن

نوع آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
F لیمر	۰.۰۰۰	تأیید روش داده‌های تابلویی در برابر روش مقطعی
هاسمن	۰.۰۰۱۱	تأیید اثرات ثابت در برابر مدل اثرات تصادفی

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به مدل پژوهش خروجی آزمون توسط نرم‌افزار به شرح جدول ۴ گزارش شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون فرض اول پژوهش

Invest = $\beta_0 + \beta_1 CF + \beta_2 DOS + \beta_3 CF_DOS + \beta_4 DOS_Dumm + \beta_5 GROWTH + \beta_6 LEV + \beta_7 WC + \beta_8 WC + \beta_9 SIZE + \beta_{10} QTOBIN + \varepsilon$				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (sig)
C	0.682668	0.573792	1.189749	0.2355
CF(-1)	0.100729	0.024608	4.093313	0.0001
DOS(-1)	0.128032	0.039314	3.256643	0.0013
CF_DOS	-0.131352	0.058813	-2.233381	0.0266
DOS_DUMM	-0.003183	0.001239	-2.568283	0.0107
GROWTH	-0.014791	0.007808	-1.894404	0.0596
LEV	-0.037039	0.040518	-0.914151	0.3617
WC	-0.078296	0.038563	-2.030339	0.0436
SIZE	-0.005825	0.018649	-0.312379	0.7551
QTOBIN	-0.013436	0.011046	-1.216402	0.2252
AR(1)	-0.059309	0.125689	-0.471869	0.6375
آماره F فیشر (سطح معنی‌داری)	6.706115 (۰.۰۰۰۰)	آماره دوربین واتسون		2.316679
ضریب تعیین	0.792242	ضریب تعیین تعدیل‌شده		0.674104

همان‌گونه که در جدول بالا مشاهده می‌شود، ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) ۰.۶۷ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۶۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل نسبت داد و درصدهای دیگر ناشی از سایر عوامل بوده که از دسترس محقق خارج است. هر چه مقدار این شاخص بزرگ‌تر باشد پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود. با توجه به اینکه مقدار دورین-واتسون در این مدل ۲.۳ شده است پس مشکل خودهمبستگی جملات پسماند، نداریم. همچنین برای تشخیص عدم ناهمسانی واریانس از نمودار باقیمانده خطاها استفاده می‌کنیم (ضمیمه شده در پیوست)، طبق نتیجه نمودار، چون از روند خاص (افزایشی، کاهششی، سینوسی و...) پیروی نمی‌کند، یعنی ناهمسانی واریانس، نداریم. جزء AR یا اتورگرسیون برای رفع خودهمبستگی به مدل اضافه شده است.

فرض اول: مالکیت مدیریتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنادار دارد.

با توجه به نتایج جدول ۳، می‌توان مشاهده نمود که ضریب مربوط به متغیر مالکیت مدیریت و سطح معناداری آن به ترتیب ۰.۱۲ و ۰.۰۰۱۳ است. با توجه به علامت ضریب مالکیت مدیریت متوجه می‌شویم که با افزایش مالکیت مدیریت، تصمیمات سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. درواقع با افزایش ۱ واحد از مالکیت مدیریت، تصمیمات سرمایه‌گذاری به میزان ۰.۰۰۱۳ واحد افزایش می‌یابد. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰.۰۵ بوده است، با توجه به تئوری ویجای کوماران (۲۰۲۰)، اگر $DOS > 0$ باشد فرضیه قابل قبول است. بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد؛ یعنی بین مالکیت مدیریتی و سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

فرض دوم: رابطه بین مالکیت مدیریتی و حساسیت‌های جریان نقدی سرمایه‌گذاری منفی و معنادار است.

ضریب متغیر CF_DOS و سطح معناداری آن به ترتیب ۰.۱۳- و ۰.۰۲ است. با توجه به تئوری موجود ویجای کوماران (۲۰۲۰)، اگر $GROWTH < 0$ و $CF > 0$ باشد فرضیه قابل قبول است. بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد؛

* اگر ضریب CF مثبت و از نظر آماری معنی‌دار باشد، این نشان‌دهنده وجود محدودیت‌های مالی در سرمایه‌گذاری است.

فرض سوم: تأثیر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری حساسیت‌های جریان نقدی در شرکت‌های خصوصی بیشتر از شرکت‌های دولتی است.

با توجه به نتایج جدول ۳، می‌توان مشاهده نمود که با وجود متغیر DOS_Dummy سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد است. پس وجود رابطه معنادار بین این متغیر و متغیر وابسته تأیید می‌گردد. علاوه بر آن با توجه به ضرایب متغیر مستقل در شرکت‌های خصوصی (۰) و دولتی (۱) می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه‌ی چهارم پژوهش مبنی بر اثر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری حساسیت‌های جریان نقدی در شرکت‌های خصوصی بیشتر از شرکت‌های دولتی است، مورد تأیید قرار گیرد.

۷. بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های نقدینگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که وجود اصطکاک بازار مانند مشکلات نمایندگی و اطلاعات نامتقارن، سرمایه‌گذاری را از طریق محدودیت‌های مالی تحت تأثیر قرار می‌دهد. محدودیت‌های مالی که با حساسیت‌های جریان نقدی سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری شده است، از این واقعیت ناشی می‌شوند که شرکت‌ها نمی‌توانند سرمایه‌های خارجی را برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید بدون هیچ‌گونه محدودیت یا حق بیمه اضافی به دست آورند و بنابراین، صندوق‌های داخلی و خارجی جایگزین‌های کاملی نیستند. در این مطالعه، از ۱۰۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طول دوره ۱۳۹۴ - ۱۴۰۱ جهت تأثیر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری با کاهش اثرات محدودیت‌های مالی استفاده شده است.

پس از بررسی نتایج آزمون با توجه به تأیید فرضیه اول که مبنی بر وجود رابطه معنادار مالکیت مدیریتی و تصمیمات سرمایه‌گذاری است، بنابراین مالکیت سهام برای مدیران می‌تواند تضاد

نمایندگی بر سر تصمیمات سرمایه‌گذاری را با همسوسازی نزدیک‌تر انگیزه‌های مدیریت با انگیزه‌های سهامداران را کاهش دهد. با تأیید فرضیه اول 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 پایین‌تر خواهد بود. به علاوه، مدیرانی که در شرکت تحت مدیریت خود سرمایه‌گذاری کرده‌اند، نسبت به سایر مدیران، از تصمیم‌های با ریسک بالا اجتناب می‌کنند.

علاوه بر آن حساسیت‌های مثبت و قابل توجه سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقدی می‌تواند به عنوان نشانه‌ای از سرمایه‌گذاری بیش از حد به جای سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد دیده شود. بنابراین، فراهم کردن مالکیت سهام برای مدیران تمایل آن‌ها به سرمایه‌گذاری جریان نقدی آزاد در پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیر سودآور را کاهش می‌دهد که برای منافع سهامداران مضر است. همچنین با توجه به اینکه مالکیت سهام مدیران ارشد به طور مثبت با دسترسی و اندازه وام‌های بانکی در ارتباط است، بنابراین اینکه مالکیت سهام توسط مدیران نه تنها به کاهش مشکلات خطر اخلاقی و کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند، بلکه به عنوان یک وثیقه معتبر برای وام‌دهندگان عمل می‌کند که کیفیت شرکت را به بازارهای سرمایه نشان می‌دهد. بنابراین با تأیید فرضیه دوم این پژوهش مبنی بر؛ وجود رابطه معنادار بین مالکیت مدیریتی و حساسیت‌های جریان نقدی سرمایه‌گذاری، محدودیت‌های مالی با کاهش دسترسی به وجوه مورد نیاز سرمایه‌گذاری، می‌تواند مانع اتخاذ تصمیمات بهینه در زمینه سرمایه‌گذاری شده و منجر به از بین رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری بنگاه شود. قطعاً واکنش مناسب شرکت‌ها در مواجهه شدن با محدودیت‌های مالی می‌تواند در پیشگیری از این آثار منفی مؤثر باشد. این نتایج با پیش‌بینی‌های نظری سازگار است که بر اساس آن با کاهش هزینه‌های نمایندگی و اطلاعات، سهام مالکیت داخلی در شرکت محدودیت‌های نقدینگی را کاهش می‌دهد و تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه را ارتقا می‌دهد. این نتایج با نتایج تحقیق ویجای کوماران (۲۰۲۰) که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را پیش‌بینی می‌کند، همخوانی دارد. با عنایت به نتایج فوق پیرامون این فرضیه، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها 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.

طبق تئوری نمایندگی، مدیران شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی آزاد دارند، به دلیل منافع شخصی ممکن است بیش سرمایه‌گذاری انجام دهند. علاوه بر آن، هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع مدیران و سهامداران می‌تواند باعث کم سرمایه‌گذاری شود. علاوه بر این، حساسیت سرمایه‌گذاری به فرصت‌های سرمایه‌گذاری با مالکیت دولتی و حضور مدیرعامل‌های متصل سیاسی کاهش می‌یابد. بنابراین با تأیید فرضیه سوم مبنی بر اینکه تأثیر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری حساسیت‌های جریان نقدی در شرکت‌های خصوصی بیشتر از شرکت‌های دولتی است، نشان می‌دهد که سهام مالکیت مدیران در شرکت‌های خصوصی کنترل‌شده به احتمال زیاد آن‌ها را با انگیزه‌های لازم برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری که منعکس‌کننده فرصت‌های رشد هستند، فراهم می‌کند. همچنین سهام مالکیت مدیریتی در شرکت‌های خصوصی کنترل‌شده می‌تواند با احتمال بیشتری در کاهش محدودیت‌های مالی مواجه با این شرکت‌ها مؤثر باشد. همچنین هنگام تمایز اثرات مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بین شرکت‌های دولتی و خصوصی کنترل‌شده، نتایج بر آن شد که مالکیت مدیریتی به عنوان یک ابزار نظارتی مؤثر بر سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های مالی برای شرکت‌های خصوصی کنترل‌شده کار می‌کند. پیشنهاد می‌شود که مالکیت مدیریتی باید بیشتر در شرکت‌های تحت کنترل دولت تشویق شود. این امر را می‌توان از طریق سیستم‌های قرارداد تشویقی بهینه مورد بررسی قرار داد. مالکیت دولت باید بیشتر کاهش یابد تا تخصیص منابع کارآمد را افزایش دهد.

منابع

- 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، ۱-۱۴
- برادران حسن‌زاده، رسول و وحید تقی‌زاده خانقاه، (۱۳۹۵)، تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۸، شماره ۳۲، ۱۳۹-۱۷۰.
- جوادزاده، اسماعیل و حسین زاده، اصغر، (۱۳۹۹)، نقش مالکیت مدیریتی بر رابطه بین محدودیت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، اولین کنفرانس حسابداری و مدیریت، <https://civilica.com/doc/1025691>
- حمیدیان و همکاران، (۱۳۹۹)، رابطه ساختار سرمایه و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران. نشریه مطالعات حسابداری و حسابرسی دوره ۹ شماره ۳۳، ۷۵-۹۲
- عباسی، ابراهیم، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۵، شماره ۲۰، ۲۶۳-۲۷۶.
- 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
- Campello, M., Graham, J.R., Harvey, C.R., 2010. The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis. *J. Finan. Econ.* 97, 470-487. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.009>
- Driver, C., & Muñoz-Bugarin, J. (2019). Financial constraints on investment: Effects of firm size and the financial crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 441-457
- 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
- Guariglia, A., Yang, J. (2016). A balancing act: managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market. *J.Corp.Financ.* 36, 111- 130. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.006>

- Lara, J.M.G. Osma, B.G. Penalva, F, (2016), Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency, *Journal of Accounting and Economics*, 61 (1), PP. 221- 238
- Modigliani, F. F., Miller, M. H., 1958, The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *Am. Econ.Rev.* 48 (3), 261–97.
- Pellicani, A. D., & Kalatzis, A. E. G., 2019. Ownership structure, overinvestment and underinvestment: Evidence from Brazil. *Research in International Business and Finance*, 48, 475-482
- Vijayakumaran Ratnam (2020) Impact of managerial ownership on investment and liquidity constraints University, UK & Department of Financial Management, University of Jaffna, Sri Lanka.S0275-5319(20)30928-4
- Vijayakumaran, R. (2019). Agency costs, ownership, and internal governance mechanisms: Evidence from Chinese listed companies. *Asian Econ. Financ Rev*, 9(1), 133-154.
- <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2019.91.133.154>
- Vijayakumaran, R., & Vijayakumaran, S. (2019). Corporate governance and capital structure decisions: Evidence from Chinese listed companies. *J. Asian Financ, Econ. Bus.* 6(3), 67- 79
- Wei He,NyoNyo A. Kyaw(2018), Ownership structure and investment decisions of Chinese SOEs, *Research in International Business and Finance*, vol. 43, issue C, 48-57