

مقایسه مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تحت مالکیت دولتی با شرکت‌های خصوصی در بورس اوراق بهادار تهران

قاسم دشتبانی^۱

حسین غلامی^{۲*}

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۲۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۰۸/۲۲

چکیده

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. بنابراین، هدف پژوهش حاضر مقایسه مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تحت مالکیت دولتی با شرکت‌های خصوصی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و برای نیل به هدف پژوهش، با اعمال فیلترینگ، داده‌های ۱۶۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۸ با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره و روش GMM بررسی و تجزیه و تحلیل شد. یافته‌ها نشان داد که اثر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تحت مالکیت دولتی با شرکت‌های خصوصی تفاوت معناداری دارد. بدین صورت که در شرکت‌های دولتی این حساسیت منفی و معنادار است؛ یعنی با افزایش درصد مالکیت مدیریتی در شرکت‌های دولتی، حساسیت مدیران به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری دستخوش تغییر شده و کاهش می‌یابد.

واژگان کلیدی

مالکیت مدیریتی، سرمایه‌گذاری، حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری شرکت‌های دولتی، شرکت‌های خصوصی.

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه ولی عصر، رفسنجان، ایران

(imandashtbani123@gmail.com)

^۲ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه ولی عصر، رفسنجان، ایران. (* نویسنده مسئول:

(mrhosseingholami@gmail.com)

مقدمه

یکی از عوامل مهم در جهت حل مسائل اقتصادی کشورها، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است. کارایی در سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند (محمودآبادی و رجایی، ۱۳۹۳). سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد به رفتارهای سرمایه‌گذاری غیرمؤثری وابسته است که سبب زیان‌های هنگفت برای سرمایه‌گذاران و هدر رفتن سرمایه اجتماعی می‌شود. در این شرایط، ساختار مالکیت شرکتها عاملی است که می‌تواند بر کنترل مدیران و بهبود عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد (واعظ و همکاران، ۱۳۹۵). امروزه یکی از عواملی که بر سرمایه‌گذاری و هدایت نقدینگی شرکت‌ها موثر است، ساختار مالکیت می‌باشد. ساختار مالکیت در شرکت‌ها از اهمیت زیادی برخوردار است، تعیین نوع و ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌ها است. نوعی از مالکیت که می‌تواند بر سرمایه‌گذاری و هدایت جریان‌های نقدی شرکت‌ها موثر واقع شود، مالکیت مدیریتی است. هدف اصلی پژوهش حاضر مقایسه مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تحت مالکیت دولتی با شرکت‌های خصوصی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. مطالعات مختلف نشان می‌دهد، چنانچه مدیران سهامداران شرکت خود نیز باشند، انگیزه آنان برای نظارت بیشتر می‌شود؛ زیرا هرچه سهم مالکیت مدیر بیشتر باشد، برای افزایش ارزش شرکت بیشتر تلاش می‌کند. زمانی که مدیر مالک صد در صد سهام شرکت است، هزینه‌های نمایندگی سهامداران صفر می‌شود و یک رابطه مثبت بین هزینه‌های نمایندگی سهامداران و جداسازی مالکیت از کنترل به وجود می‌آید؛ اما وقتی درصد مالکیت مدیران به زیر صد درصد می‌رسد، سهم مالکیت سهامداران به‌طور نسبی بین آن‌ها پخش می‌شود؛ در این شرایط مدیر بیشترین انگیزه برای از زیر کار شانه خالی کردن و یا مصرف عایدات اضافی را دارد. با افزایش سهم مدیر از مالکیت شرکت تضاد منافع بین سهامداران و همچنین مشکلات نمایندگی و هزینه‌های مرتبط با آن از جمله حسابرسی مستقل کاهش می‌یابد؛ زیرا مدیری که خود از سهامداران شرکت است برای حفاظت از منابع شرکت انگیزه بیشتری دارد. دو دیدگاه در مورد مالکیت مدیریتی مطرح است. 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. فعالیت سرمایه‌گذاری نیز یکی از مهم‌ترین فعالیت‌ها می‌باشد که توسط مدیران انجام می‌گیرد. در مقابل، مدیران شرکت‌های خصوصی دارای چنین محدودیتی نیستند و این امر باعث می‌شود بدون نظارت یا کنترل در فعالیت‌ها شرکت کرده و بنابراین، ممکن است نتایج فعالیت در شرکت‌های دولتی با شرکت‌های خصوصی متفاوت باشد. از طرف دیگر، در شرکت‌های خصوصی، مدیران از مشوق‌های بیشتری برخوردار بوده و حتی در اغلب موارد بخشی از سهام شرکت به آن‌ها واگذار می‌شود. این موضوع باعث می‌شود شرکت‌های خصوصی بیشتر در فعالیت‌های ریسکی برای کسب درآمد بیشتر شرکت کرده و بنابراین، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نیز تحت تأثیر این واقعیت قرار می‌گیرد.

مبانی نظری و ادبیات پژوهش

سرمایه‌گذاری و اهمیت آن

رشد و سرمایه‌گذاری هر کشور به سرمایه‌گذاری و برنامه‌ریزی مناسب بستگی دارد. هدایت جریان‌های پولی و وجوه سرگردان به جانب کارهای تولیدی باعث رشد اقتصادی، افزایش تولید ناخالص ملی، ایجاد اشتغال، افزایش درآمد سرانه و

در نهایت رفاه عمومی خواهد شد. پیچیدگی های سازمانی و گسترش فعالیت های تجاری در اغلب کشورها موجب شده است که مدیران سازمان ها با توجه به مسئولیت خود در راستای رسیدن دستیابی به اهداف سازمان و به منظور حصول اطمینان از هدایت صحیح کلیه منابع، تاکید بیشتری برای تصمیم گیری داشته باشند. از طرفی دیگر عناصر مهم بازار سرمایه، سرمایه گذاران هستند. هدف نهایی هر سرمایه گذار، از به جریان انداختن سرمایه خود، کسب حداکثر سود و بازدهی از آن می باشد. برای اینکه سرمایه گذاران به سرمایه گذاری در دارای های مالی مانند سهام اوراق مشارکت و ... ترغیب شوند، باید بازدهی این دارایی ها، از سایر دارایی ها بیشتر باشد (مهرانی و بهرامفر، ۱۳۸۳). ارزش سهام یک شرکت، تابع سودآوری سرمایه گذاری های آن شرکت است؛ لذا مدیران با هدف حداکثر نمودن ثروت سهامداران، باید با شناخت عوامل موثر بر سطح سرمایه گذاری، بین انتظارات سهامداران و فرصت های سرمایه گذاری مطلوب شرکت، تعامل برقرار نمایند تا هم فرصت های سودآور سرمایه گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب نمایند (فازاری^۱، ۲۰۰۰).

حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی

بخش عمده ای از نگرانی های مدیران شرکت ها مربوط به تامین منابع مالی برای سرمایه گذاری های بلندمدت است. بر اساس نظریه میلر - مودیگلیانی (۱۹۸۵) در شرایط وجود بازار سرمایه کامل، میزان سرمایه گذاری شرکت ها مستقل از ساختار مالی و میزان تقدینگی آنها است و تفاوتی در هزینه تامین مالی از منابع داخلی یا خارجی شرکت وجود ندارد. در چنین حالتی، شرکت ها می توانند بدون هیچ مشکلی، با نرخ هزینه سرمایه مشخص، به تامین منابع مالی لازم از طریق بازار سرمایه اقدام نمایند؛ اما بازار سرمایه در عمل، به دلیل عدم کارایی کامل بازار هزینه های تامین مالی از طریق منابع داخلی با تامین مالی از طریق منابع خارجی متفاوت خواهد بود. شرکت هایی که نارسایی های مربوط به بازار سرمایه در مورد آنها از شدت بیشتری برخوردار است، برای تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری خود، بیشتر بر منابع داخلی تکیه می کنند. فازاری و همکاران (۱۹۸۸) بر مبنای چنین اندیشه ای، شاخصی به نام حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی را معرفی نمودند. حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی، واکنش سرمایه گذاری به میزان جریان نقدی تولید شده به وسیله شرکت می باشد (کارپنتر و پترسن^۲، ۲۰۰۲) از طریق ضریب برآورد شده به وسیله رگرسیون کردن سرمایه گذاری بر جریان نقدی با کنترل کردن فرصت های رشد به وسیله کیوتوین، اندازه گیری می شود (فازاری و همکاران، ۱۹۹۶). بر این اساس، هر اندازه حساسیت مخارج سرمایه گذاری به جریان های نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی خود بیش تر است و بنابراین، از محدودیت مالی بیشتری برخوردار خواهد بود (عربصالحی و همکاران، ۱۳۹۰). در تعریفی دیگر ریچاردسون^۳ (۲۰۰۶) حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی را به عنوان بیش (کم) سرمایه گذاری نسبت به آنچه که برای نگهداری مناسب دارایی ها و برای تامین مالی سرمایه گذاری های جدید مورد انتظار در پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت از طریق منابع داخلی، مورد نیاز است، تعریف می کنند؛ بنابراین، وجود بیش (کم) سرمایه گذاری نسبت به جریان های نقدی داخلی و فرصت های سرمایه گذاری که شرکت با آن روبرو است، بیان کننده حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی می باشد و هر چه حساسیت سرمایه گذاری جریان های نقدی بالاتر باشد. در نتیجه بروز بیش (کم)

¹ Fazzari

² Carpenter & Petersen

³ Richardson

سرمایه‌گذاری و ناکارایی سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود (هوانگ^۴، ۲۰۱۱). چندین دلیل عمده در ارتباط با محدودیت در دسترسی منابع خارجی تأمین مالی و وجود اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، وجود دارد.

ساختار مالکیت و مالکیت مدیریتی

تعاریف متعددی با عبارات گوناگون از ترکیب مالکیت ارایه شده و واژه‌های مختلفی مانند ترکیب سهامداری و ساختار مالکیتی برای این مفهوم بکار رفته است. ساختار مالکیت یا ترکیب سهامداری به معنی نحوه توزیع سهام و حقوق مالکیت به لحاظ حق رأی و سرمایه به علاوه ماهیت و موجودیت مالکان سهام است. ساختار مالکیت یک شرکت از ابعاد گوناگون قابل توجه است و در وهله اول بر حسب دو متغیر شامل سهامداران درونی یا سهام در اختیار سهامداران داخلی و سهامداران بیرونی تعریف می‌شود. بر این اساس، سهام در اختیار سهامداران نهادی و دولت از بخش‌های اصلی مالکیت بیرونی شرکت‌ها تلقی می‌شود. سهام در اختیار سهامداران داخلی بیانگر درصدی از سهام در دست سهامداران است که در تملک مدیران و کارکنان شرکت قرار دارد. سهام تحت مالکیت سهامداران نهادی به درصدی از سهام شرکت اشاره می‌کند که در تملک سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی است (سارین^۵ و همکاران، ۲۰۰۰). همچنین ترکیب مالکیت یک شرکت را علاوه بر درونی یا بیرونی بودن می‌توان از ابعاد مختلفی مانند تمرکز یا عدم تمرکز مالکیت، نهادی یا حقیقی بودن و مدیریتی یا غیر مدیریتی بردن سهامداران مورد توجه قرار داد.

مالکیت مدیریتی و اثرات آن

مالکیت مدیریتی بیانگر میزان سهام نگهداری شده توسط مدیران شرکت می‌باشد. طبق نظریه نمایندگی که اکنون مباحث عمده و مهمی در ادبیات اقتصادی و مالی است. مدیران، موقعیت. شهرت و اعتبار، آسایش و احترام خود را به هزینه شرکت بالا می‌برند. این نظریه که تعارض بین مدیران و سهامداران را تحلیل می‌کند، به همان نتایج نظریه کارآفرینی، البته از دیدگاهی متفاوت می‌انجامد. نظریه کارآفرینی از محاسن مالکیت مدیران سخن می‌گوید، در حالی که نظریه نمایندگی، کاهش هزینه‌های نمایندگی را در صورت مسالک شدن مدیران پیش‌بینی می‌کند (جنسن و مک‌لینگ^۶، ۱۹۷۶).

جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶)، هزینه نمایندگی را هزینه استفاده بیش از حد مدیریت از مزایای جنبی و راس^۷ و همکاران (۲۰۰۹) آن را فراغت از کاره طفره رفتن و استفاده از امکانات شغلی مدیران تعریف می‌کنند. در مجموع پژوهشگران در ارتباط با این تأثیرگذاری مالکیت مدیریت به نتایج مختلف و بعضاً متضاد رسیده‌اند. مطالعات مالی و حسابداری نشان می‌دهد که سطح مالکیت مدیریتی منعکس کننده دو مشکل نمایندگی بین مدیران و سهامداران است (شوتو و تاکادا^۸، ۲۰۱۰؛ مویوسا^۹ و همکاران، ۲۰۱۳ و دینگ و کیان^{۱۰}، ۲۰۱۴): اثر همگرایی انگیزه و اثر جبهه‌گیری مدیریت.

بر اساس فرضیه همگرایی انگیزه با بزرگتر شدن اندازه شرکت به طور معمول مالکیت سهام شرکت گسترده‌تر و پراکندگی آن بیشتر می‌شود و در نتیجه سهم مدیران از مالکیت شرکت کاهش می‌یابد. به این ترتیب منافع مدیران با خواسته‌های سهامداران انطباق کامل نخواهد داشت و در نتیجه ممکن است تصمیم‌گیری مدیران در جهانی باشد که به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران و تأمین خواسته‌های آنان، بیشتر در مسیر تأمین منافع و رفاه مدیران قرار گیرد. با توجه به این فرض

⁴ Huang

⁵ Sarin

⁶ Jensen & Meckling

⁷ Ras

⁸ Shuto & Takada

⁹ Moussa

¹⁰ Ding & Qian

افزایش مالکیت درونی و بالا رفتن درصد مالکیت سهام توسط مدیران و کارکنان شرکت، انتظار می رود که تضاد منافع کاهش و بازده و ارزش شرکت افزایش یابد و در عمل بین منافع مدیران و سهامداران همگرایی قوی تری به وجود می آید (نا^{۱۱}، ۲۰۰۲).

شرکت های دولتی و خصوصی

شرکت های بخش عمومی توسط دولت و یا حکومت اداره می شوند و خدماتی برای دولت و مردم فراهم می کنند به طوری کلی شرکت های بخش عمومی زمانی وارد عمل می شوند که انحصار توسط شرکت های خصوصی گرفته شده و مردم مورد سوء استفاده قرار می گیرند. مردم در طبقه های پایین تر جامعه بیشتر مورد فشار قرار می گیرند و به حمایت بخش های عمومی برای فراهم کردن خدمات اساسی، مانند حمل و نقل عمومی نیاز دارند. اگر هزینه چنین خدماتی بالا برود، مردم در طبقه های پایین تر جامعه چاره ای به جز رفت و آمد با پای پیاده و یا دوچرخه را نخواهند داشت. بودجه بخش های عمومی از مالیات جمع شده از مردم توسط دولت تامین می شود.

سازمان ها و تجارت هایی که تحت بخش خصوصی فعالیت می کنند توسط افراد خاصی اجرا و اداره می شوند. انگیزه برای وجود چنین سازمان هایی در سودآوری آنها نهفته است که این امر می تواند به قیمت سوء استفاده از شهروندان انجام گیرد. با این حال خدماتی وجود دارند که بخش عمومی قادر به فراهم کردن آنها نمی باشد و لازم است تا شرکت های خصوصی پا به عرصه گذاشته و این خدمات را برای شهروندان فراهم کنند. شرکت های بخش خصوصی شامل چهار شاخه مالکیت انحصاری، مالکیت مشارکتی، سهامی عام و سهامی خاص می باشند. مالکیت این شرکت ها بر اساس سهامداران آن مشخص می شود. در مالکیت انحصاری و یا مشارکتی، مالکیت صرفاً متعلق به مالک یا مالکین می باشد. در سهامی عام و سهامی خاص مالکیت به تمامی سهامداران تعلق دارد. بزرگترین تفاوت بین بخش عمومی و بخش خصوصی، انگیزه ایجاد آنها می باشد. بخش عمومی معمولاً برای رسیدگی به مشکلات مردم یک کشور می باشد و سودآوری معمولاً جزو انگیزه های ایجاد آن نمی باشد. از سوی دیگر انگیزه ایجاد شرکت های خصوصی بر پایه سودآوری است. بودجه شرکت های عمومی از مالیات پرداخت شده توسط شهروندان و همچنین وام های دولتی تامین می شود در حالی که بودجه بخش های خصوصی از سرمایه مالکین و سهامداران تامین می شود و درآمد حاصل و یا بخشی از آن به عنوان سود بدست آمده بین سهام داران تقسیم می شود.

پیشینه های پژوهش

پیشینه داخلی

ستایش و صالحی نیا (۱۳۹۴) پژوهشی تحت عنوان "تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان های نقد آزاد" را انجام دادند. یافته های پژوهش نشان می دهد مالکیت شرکتی به صورت مستقیم و نسبت بدهی به صورت معکوس با جریان نقد آزاد شرکت ها رابطه معناداری دارند. ولی شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت ها مشاهده نشد.

بادآور نهندي و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۳) پژوهشی تحت عنوان "رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری در مراحل چرخه عمر" را مورد بررسی قرار دادند. آنها برای بررسی حاکمیت شرکتی از چهار ساز و کار سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیئت مدیره و مالکیت مدیریتی استفاده کردند. نتایج نشان می دهد 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 هیئت‌مدیره در مراحل رشد، بلوغ و افول در تأثیر بر کارایی سرمایه‌گذاری تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

واعظ و رشیدی باغی (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری در هر دو حالت بزرگتر بودن سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش خالص سرمایه داخلی و کوچک‌تر بودن سرمایه‌گذاری نسبت به ارزش خالص سرمایه داخلی، رابطه معناداری وجود دارد اما ارتباط بین محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به سطوح مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی تأیید نگردید.

پیشینه خارجی

ویجایاکوماران^{۱۲} (۲۰۲۱) در پژوهشی تحت عنوان "تأثیر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های نقدینگی شرکت‌های چینی را مورد بررسی قرار دادند. مالکیت مدیریتی اثر مثبتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با همسو کردن انگیزه‌های مدیریتی با منافع سهامداران وارد می‌کند. دوم اینکه، مالکیت مدیریتی به کاهش میزان محدودیت‌های مالی که شرکت‌ها با آن مواجه هستند کمک می‌کند و پیشنهاد می‌کند که مالکیت مدیریتی به عنوان شکلی از ضمانت معتبر برای وام‌دهندگان عمل می‌کند و کیفیت پروژه‌های سرمایه‌گذاری را به بازارهای سرمایه می‌رساند. همچنین، یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که سیاست‌های اخیر دولت چین با هدف اصلاح ساختار مالکیت و تشویق مالکیت مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده، به کاهش هزینه‌های نمایندگی و اطلاعات نامتقارن کمک می‌کند در نتیجه بهره‌وری سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تسهیل می‌کند.

نور^{۱۳} و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی تأثیر استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره و مالکیت مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که اندازه هیئت مدیره بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد، در حالی که استقلال هیئت مدیره و مالکیت مدیریتی از ناکارآمدی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری جلوگیری می‌کند.

چن^{۱۴} و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان "تأثیر مالکیت دولتی و خارجی بر کارایی سرمایه‌گذاری" ارتباط این دو نوع مالکیت را با کارایی سرمایه‌گذاری در ۶۴ کشور 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.

¹² Vijayakumaran

¹³ Nor

¹⁴ Chen

هدف پژوهش

هدف اصلی این پژوهش، مقایسه مالکیت مدیریتی بر سرمایه گذاری و حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری در شرکت های تحت مالکیت دولتی با شرکت های خصوصی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

فرضیه پژوهش

در این پژوهش بر اساس مبانی نظری موجود و بحث شده، می توان فرضیه پژوهش را به صورت زیر مطرح کرد: اثر مالکیت مدیریتی بر سرمایه گذاری و حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری در شرکت های تحت مالکیت دولتی با شرکت های خصوصی تفاوت معناداری دارد.

روش جمع آوری داده ها

در این پژوهش، ابتدا از روش کتابخانه ای برای مطالعه مبانی نظری و بررسی پیشینه پژوهش، استفاده می شود. سپس از آنجا که روش انجام پژوهش با داده های واقعی شرکت ها سروکار دارد، داده ها به صورت سری زمانی از صورت های مالی و سایر اطلاعات منتشر شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. برای گردآوری داده ها از منابع مختلفی از جمله لوح های فشرده سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، نرم افزار رهاورد نوین، سایت اطلاع رسانی شرکت بورس و سازمان بورس و سایر منابع اطلاعاتی استفاده شده است. برای آماده سازی داده های مربوط به متغیرهای لازم در مدل های مربوط به آزمون فرضیه ها، از نرم افزار اکسل نسخه ۲۰۱۶ استفاده شده است و سپس در نرم افزار ایویوز نسخه ۱۰ به تحلیل آن ها و آزمون فرضیه های پژوهش پرداخته شده است.

ابزار تجزیه و تحلیل داده ها

مدل های اقتصادی از نظر استفاده از اطلاعات آماری به سه گروه تقسیم میشوند. برخی از مدل ها با استفاده از اطلاعات «سری زمانی» برآورد می شوند. برخی دیگر از مدل ها بر اساس «داده های مقطعی» برآورد می شوند؛ یعنی متغیرها در یک دوره زمانی معین مثلاً یک هفته، یک ماه یا یک سال در واحدهای مختلف بررسی می شوند. روش سوم برآورد مدل که در مطالعات سال های اخیر نیز زیاد استفاده شده، برآورد بر اساس «داده های پانل» است. در این روش یک سری واحدهای مقطعی در طی چند سال مورد توجه قرار می گیرند. با کمک این روش تعداد مشاهدات تا حد مطلوب، افزایش می یابد که بدین ترتیب مشکل کمبود اطلاعات نیز در پژوهش برطرف می شود. در همین راستا، در این پژوهش از داده های پانل و از روش رگرسیون گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) آزمون فرضیه استفاده خواهد. اطلاعات مورد نیاز در نرم افزار اکسل جمع آوری و سپس در نرم افزار ایویوز نسخه ۱۰ آزمون و تجزیه و تحلیل خواهند شد.

جامعه آماری و نمونه گیری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به منظور دستیابی به نمونه ای همگن و یکنواخت از شرکت ها و همچنین جلوگیری از تحریف نتایج، شرکت هایی که دارای ویژگی های زیر باشند، به عنوان نمونه انتخاب خواهند شد:

۱. از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۸، سهام آن در بورس اوراق بهادار تهران به صورت فعال معامله شده باشد و در طی این دوره زمانی، توقف عمده (بیش از سه ماه) نداشته باشد.
۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۳. به دلیل متفاوت بودن ماهیت اقتصادی جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی ازجمله سرمایه‌گذاری‌ها، هلدینگ‌ها، لیزینگ‌ها، بیمه‌ها و بانک‌ها نباشند، زیرا افشاهای مالی و ساختارهای حاکمیت شرکتی در آن‌ها متفاوت از سایر شرکت‌ها است.

بر اساس محدودیت‌های اعمال شده برای نمونه پژوهش، تعداد ۱۶۳ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند.

ردیف	شرایط	تعداد شرکت
۱	جامعه آماری، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	۳۶۸
۲	شرکت‌ها غیر از ۲۹ اسفند	(۶۸)
۳	بانک‌ها، بیمه‌ها و واسطه‌گری‌های مالی	(۱۱۰)
۴	شرکت‌هایی که اطلاعات کامل آن‌ها در دسترس نیست	(۲۷)
۵	نمونه پژوهش	۱۶۳

مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش مبنی بر مقایسه مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تحت مالکیت دولتی با شرکت‌های خصوصی با پیروی از پژوهش ویجایاکوماران (۲۰۲۱) از مدل ۱ به شرح زیر استفاده می‌شود. لازم به ذکر است که در این مدل از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده شده است.

مدل (۱)

$$(I_{i,t}/K_{i,t-1}) = \alpha_0 + \alpha_1(I_{i,t-1}/K_{i,t-2}) + \alpha_2(I_{i,t-1}/K_{i,t-2})^2 + \alpha_3(CF_{i,t-1}/K_{i,t-1}) + \alpha_4DOS_{i,t-1} + \alpha_5(CF_{i,t-1}/K_{i,t-1} * DOS_{i,t-1}) + \alpha_6SG_{i,t-1} + \alpha_7(D_{i,t-1}/K_{i,t-1})^2 + \alpha_8(\Delta WCG_{i,t-1}/K_{i,t-1}) + \alpha_9SIZE_{i,t-1} + v_i + v_t + \varepsilon_{i,t}$$

برای آزمون فرضیه پژوهش، مدل پژوهش به صورت مقطعی در آمد و برای شناسایی شرکت‌های دولتی و خصوصی، از سال شرکت‌ها استفاده شد. بدین صورت که ابتدا شرکت‌هایی که دارای مالکیت دولتی بودند به‌عنوان شرکت‌های دولتی (که مدیران آن‌ها توسط سهامداران دولتی تعیین می‌شوند) شناسایی شدند و بقیه شرکت‌ها به‌عنوان شرکت‌های خصوصی (که مدیران آن‌ها توسط سهامداران غیردولتی تعیین می‌شوند) در نظر گرفته شدند. در این پژوهش فرض بر آن بود که مدیران منتخب از طرف دولت برای شرکت‌ها تحت تأثیر اقدامات دولتی قرار می‌گیرد و امکان دارد نسبت به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری حساسیت بیشتری داشته باشند. برای عملیاتی کردن این معیار، شرکت‌هایی که در آن سال مالکیت دولتی بیش از ۵ درصد داشتند، به‌عنوان شرکت‌های دولتی شناسایی شدند؛ بنابراین، باتوجه به برابر نبودن سال شرکت‌ها برای همه شرکت‌ها، از روش مقطعی استفاده شد و برای هر دسته از شرکت‌ها، فرضیه آزمون شد.

متغیر وابسته

متغیر وابسته در مدل اول پژوهش سرمایه‌گذاری می‌باشد که از طریق نرخ سرمایه‌گذاری به شرح ذیل اندازه‌گیری می‌شود:

نرخ سرمایه‌گذاری ($I_{i,t}/K_{i,t-1}$): نرخ سرمایه‌گذاری از طریق تقسیم جریان‌های سرمایه‌گذاری در سال t به مجموع دارایی‌ها در ابتدای دوره بدست می‌آید. بنابراین:

$I_{i,t}$: اشاره دارد به جریان های سرمایه گذاری سال جاری و برابر است با جریان های حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری سال جاری تقسیم بر تغییرات در خالص دارایی ها بعلاوه استهلاک در سال جاری. لازم به ذکر است که $I_{i,t-1}$ در مدل اشاره دارد به جریان های سرمایه گذاری سال قبل و برابر است با جریان های حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری سال قبل تقسیم بر تغییرات در خالص دارایی ها بعلاوه استهلاک در سال قبل.

$K_{i,t-1}$: به مجموع دارایی های شرکت i در دوره قبل اشاره دارد.

متغیر مستقل

متغیر مستقل در مدل پژوهش مالکیت مدیریتی می باشد که به شرح ذیل اندازه گیری می شود:

مالکیت مدیریتی ($DOS_{i,t}$): برابر است با درصد سهام در اختیار مدیران شرکت i در سال t .

لازم به ذکر است که برای بررسی فرضیه دوم از اثر مالکیت مدیریتی بر جریان نقد سرمایه گذاری سال قبل استفاده می شود تا بتوان اثر مالکیت مدیریتی را بر حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری که شاخصی از محدودیت نقدینگی در نظر گرفته شده است را اندازه گیری نماید.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی در مدل پژوهش به شرح ذیل می باشند:

رشد فروش شرکت ($SG_{i,t-1}$): برابر است با تفاوت مجموع درآمد فروش شرکت i در سال $t-1$ ، نسبت به سال $t-2$ ، تقسیم بر مجموع فروش شرکت i در سال $t-2$ (اسماعیل زاده و همکاران، ۱۳۹۴).

مجذور اهرم مالی $(D_{i,t-1}/K_{i,t-1})^2$: برابر است با مجذور مجموع بدهی های شرکت i در سال $t-1$ ، تقسیم بر مجموع دارایی های شرکت i در سال $t-1$.

تغییرات در سرمایه در گردش $(\Delta WC_{i,t-1}/K_{i,t-1})$: تغییرات در سرمایه در گردش (دارایی های جاری منهای بدهی های جاری) تقسیم بر مجموع دارایی ها

جریان های وجه نقد عملیاتی (CF): جریان های وجه نقد عملیاتی بر مجموع دارایی های سال قبل

اندازه شرکت ($SIZE_{i,t-1}$): برابر است با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت i در پایان سال $t-1$ ، فعالیت های سرمایه گذاری در شرکت های بزرگ تر، از ویژگی های متفاوتی با سرمایه گذاری در شرکت های کوچک و متوسط برخوردار است. همچنین، وضعیت نقدینگی نیز در شرکت های بزرگ تر، دارای محدودیت های بیشتری است.

v_t : کنترل اثرات سال

v_i : کنترل اثرات صنعت

همچنین، برای آزمون فرضیه سوم پژوهش، از مدل ۱ استفاده می شود. با این تفاوت که این مدل به طور جداگانه برای شرکت های تحت مالکیت دولت و شرکت های خصوصی برآورد شده و سطح معناداری مدل و R^2 آن ها برای نتیجه گیری با هم مقایسه می شوند.

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است. آمار توصیفی، نتایج مربوط به متغیرهای پژوهش را که شامل برخی شاخص های مرکزی و پراکندگی است، نشان می دهد. میانگین نرخ سرمایه گذاری، نشان می دهد که درصد پائینی از دارایی های سال قبل در سرمایه گذاری صرف شده است. این نرخ برای سال های قبلی نیز تأکیدکننده ادعای

مذکور است. با این حال، جریان نقدی سرمایه‌گذاری با میانگین $(-۰/۰۳۸)$ نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، منفی بوده و این عدد منفی نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی به سمت جریان‌های خروجی میل می‌کند. میانگین مالکیت مدیریتی نشان می‌دهد که تقریباً ۴۰ درصد ساختار مالکیت را مدیران تشکیل می‌دهند. آمار توصیفی سایر متغیرها نیز به شرح جدول (۱) است.

جدول (۱). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	اختصار	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	مشاهدات
نرخ سرمایه‌گذاری سال جاری	I	۰/۰۸۹	۰/۰۲۴	۰/۹۸۳	۰/۰۰۰	۰/۱۴۵	۱۴۶۷
نرخ سرمایه‌گذاری سال قبل	It-1	۰/۰۹۲	۰/۰۲۷	۰/۹۸۳	۰/۰۰۰	۰/۱۴۷	۱۴۶۷
مجذور نرخ سرمایه‌گذاری دو سال قبل	(It-2) ²	۰/۰۳۰	۰/۰۰۰	۰/۹۶۷	۰/۰۰۰	۰/۰۸۹	۱۴۶۷
جریان نقدی سرمایه‌گذاری	CF	-۰/۰۳۸	-۰/۰۲۵	۰/۶۵۸	-۰/۵۴۹	۰/۰۷۵	۱۴۶۷
مالکیت مدیریتی	DOS	۰/۳۹۳	۰/۴۲۶	۰/۷۴۴	۰/۰۰۰	۰/۱۸۵	۱۴۶۷
رشد فروش	SG	۰/۲۶۳	۰/۲۰۲	۴/۶۵۱	-۰/۹۶۱	۰/۴۵۶	۱۴۶۷
اهرم مالی	LEV	۰/۳۶۹	۰/۳۲۷	۴/۳۱۶	۰/۰۰۰	۰/۲۸۷	۱۴۶۷
تغییرات سرمایه در گردش	DWC	-۰/۰۲۱	۰/۰۶۹	۴/۹۱۱	-۸۱/۷۱۵	۲/۳۳۰	۱۴۶۷
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۱۴۷	۱۳/۹۳۰	۱۹/۷۷۸	۱۰/۰۳۱	۱/۵۸۸	۱۴۶۷

همبستگی بین متغیرها

ضریب همبستگی ابزاری برای تعیین و نوع رابطه بین متغیرهای پژوهش است. جدول (۲) ضریب همبستگی بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. ضریب همبستگی بین متغیرهای پژوهش، نشان می‌دهد که متغیرها ۱۰۰٪ همبسته نیستند؛ به عبارت دیگر، می‌توان گفت که متغیرهای پژوهش، از همدیگر جدا هستند؛ اما نکته‌ای که وجود دارد، این است که ضریب همبستگی، رابطه بین دو متغیر را نشان می‌دهد؛ ولی رگرسیون رابطه بین متغیرها را درحالی‌که بیش از دو متغیر حضور دارند و ممکن است بر رابطه بین دو متغیر (مستقل و وابسته) اثر داشته باشند، است؛ بنابراین، می‌توان گفت که ضریب همبستگی و رگرسیون، از لحاظ سنجش رابطه بین متغیرها شباهت دارند؛ با این تفاوت که ضریب همبستگی، رابطه بین دو متغیر بدون دخالت متغیرهای دیگر را نشان می‌دهند ولی رگرسیون، رابطه بین چند متغیر را همزمان نشان می‌دهد که ممکن است تحت تأثیر سایر متغیرهای دخیل در رگرسیون قرار گیرد. در این پژوهش، ضریب همبستگی بین نرخ سرمایه‌گذاری در سال‌های پیاپی بالا است. این اعداد نشان می‌دهند که وابستگی زیادی بین سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت وجود دارد.

جدول (۲). همبستگی متغیرهای پژوهش

SIZE	DWC	LEV	SG	DOS	CF	(It-2) ²	It-1	I	
								۱	I
							۱	۰/۸۶۴	It-1
						۱	۰/۹۱۳	۰/۷۴۴	(It-2) ²
					۱	-۰/۰۴۸	-۰/۰۶۸	-۰/۰۶۰	CF
				۱	۰/۰۰۱	۰/۰۲۳	۰/۰۲۵	-۰/۰۰۸	DOS
			۱	۰/۰۴۱	-۰/۰۵۱	۰/۰۱۶	۰/۰۱۶	۰/۰۴۳	SG
		۱	-۰/۰۷۵	-۰/۰۰۳	۰/۰۶۹	-۰/۱۵۵	-۰/۲۰۲	۰/۲۰۵	LEV
	۱	-۰/۰۹۸	۰/۰۶۰	-۰/۰۲۵	-۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	DWC
۱	-۰/۰۲۹	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۱	-۰/۰۹۲	-۰/۱۱۲	۰/۱۸۴	۰/۲۴۸	۰/۲۶۴	SIZE

آمار استنباطی

آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

یکی از فرض های اولیه مدل های رگرسیون چند متغیره، پایایی متغیرهای پژوهش است (بنی مهد همکاران، ۱۳۹۵). در این پژوهش، از آزمون لین، لوین و چو جهت بررسی پایایی متغیرهای پژوهش استفاده شده است. جدول (۳) نتایج این آزمون را نشان می دهد. همان طور که مشاهده می شود، در کلیه متغیرهای تعدیلگر و کنترلی، سطح معناداری در آزمون ریشه واحد، کوچک تر از ۰/۰۵ به دست آمده که نشان می دهد متغیرها پایا هستند و استفاده از این متغیرها در مدل ها باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی شود.

جدول (۳). نتایج آزمون لین، لوین و چو برای متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	آماره	سطح معناداری
نرخ سرمایه گذاری سال جاری	I	-۴۴۶/۱۷۳	۰/۰۰۰
نرخ سرمایه گذاری سال قبل	It-1	-۴۹/۲۰۱	۰/۰۰۰
مجذور نرخ سرمایه گذاری دو سال قبل	(It-2) ²	-۲۰۸/۳۶۱	۰/۰۰۰
جریان نقدی سرمایه گذاری	CF	-۴۰/۵۶۸	۰/۰۰۰
مالکیت مدیریتی	DOS	-۱۲۱۲/۳۷	۰/۰۰۰
رشد فروش	SG	-۲۴/۰۵۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۵۴/۹۰۷	۰/۰۰۰
تغییرات سرمایه در گردش	DWC	-۶۵/۸۵۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۱۱/۹۱۵	۰/۰۰۰

نتایج آزمون فرضیه پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش، مدل پژوهش به صورت مقطعی در آمد و برای شناسایی شرکت‌های دولتی و خصوصی، از سال-شرکت‌ها استفاده شد. بدین صورت که ابتدا شرکت‌هایی که دارای مالکیت دولتی بودند به‌عنوان شرکت‌های دولتی (که مدیران آن‌ها توسط سهامداران دولتی تعیین می‌شوند) شناسایی شدند و بقیه شرکت‌ها به‌عنوان شرکت‌های خصوصی (که مدیران آن‌ها توسط سهامداران غیردولتی تعیین می‌شوند) در نظر گرفته شدند. در این پژوهش فرض بر آن بود که مدیران منتخب از طرف دولت برای شرکت‌ها تحت تأثیر اقدامات دولتی قرار می‌گیرد و امکان دارد نسبت به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری حساسیت بیشتری داشته باشند. برای عملیاتی کردن این معیار، شرکت‌هایی که در آن سال مالکیت دولتی بیش از ۵ درصد داشتند، به‌عنوان شرکت‌های دولتی شناسایی شدند؛ بنابراین، باتوجه به برابر نبودن سال شرکت‌ها برای همه شرکت‌ها، از روش مقطعی استفاده شد و برای هر دسته از شرکت‌ها، فرضیه سوم آزمون شد. یافته‌های این آزمون، برای شرکت‌های دولتی در جدول (۴) نشان داده شده است. طبق نتایج گزارش شده در جدول (۴) آزمون سارگان معنادار نیست (آماره $J=0/986$ و $p > 0/330$). این یافته دلالت بر عدم رد فرضیه صفر (پذیرش فرضیه صفر) و معتبر بودن متغیرهای ابزاری تعریف شده در مدل داشته و متغیرهای ابزاری تعریف شده در برآورد مدل از اعتبار مناسب برخوردار است. ضریب تعیین مدل $0/602$ است که نشان می‌دهد ۶۰ درصد تغییرات در متغیر وابسته، توسط تغییرات در متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. در حقیقت نتایج مدل GMM شواهدی قوی برای کاربرد فرضیه‌های مطالعه حاضر بدست می‌دهد؛ که این نشان می‌دهد نرخ سرمایه‌گذاری سال قبل، بر نرخ سرمایه‌گذاری سال جاری به صورت مثبت و معنادار تأثیرگذار است. بر اساس روش پژوهش مطرح شده، در صورتی که ضریب جریان نقدی سرمایه‌گذاری بزرگتر از صفر و ضریب تعامل مالکیت مدیریتی و جریان نقدی سرمایه‌گذاری کوچکتر از صفر باشد، تأثیر مالکیت مدیریتی بر حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری تأیید می‌شود. یافته‌های این آزمون برای شرکت‌های دولتی ادعای مطرح شده را تأیید می‌کند. بدین صورت که ضریب جریان نقدی سرمایه‌گذاری مثبت و معنادار (ضریب $=0/183$ و $p=0/032$) و همچنین، ضریب تعامل مالکیت مدیریتی و جریان نقدی سرمایه‌گذاری منفی و معنادار (ضریب $=0/517$ و $p=0/014$) است؛ بنابراین، می‌توان گفت مالکیت مدیریتی در شرکت‌های دولتی حساسیت زیادی نسبت به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری دارند و باتوجه به اینکه مدیران منتخب دولت هستند و تحت نظارت دولت فعالیت می‌کنند، کمتر در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری پرریسک شرکت می‌کنند. برای مقایسه این نتایج با شرکت‌های خصوصی، از ضریب تعیین تعدیل شده مدل استفاده می‌شود. همانطور که قبلاً بحث شد، ضریب تعیین حاصل از آزمون این مدل ۶۰ درصد است و ضریب تعیین تعدیل شده آن تقریباً ۶۰ درصد است ($0/599$).

جدول (۴): نتایج آزمون در شرکت‌های دولتی

متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
نرخ سرمایه‌گذاری سال قبل	I(-1)	۰/۷۲۴	۰/۱۱۲	۶/۴۲۸	۰/۰۰۰
مجدور نرخ سرمایه‌گذاری دو سال قبل	(It-2) ²	۰/۲۶۸	۰/۰۸۸	۳/۰۲۴	۰/۰۰۲
جریان نقدی سرمایه‌گذاری	CF	۰/۱۸۳	۰/۰۸۵	۲/۱۴۴	۰/۰۳۲
مالکیت مدیریتی	DOS	-۰/۰۰۷	۰/۰۱۷	-۰/۴۳۵	۰/۶۶۳
تعامل مالکیت مدیریتی و جریان نقدی	DOS*CF	-۰/۵۱۷	۰/۲۱۱	-۲/۴۴۹	۰/۰۱۴
سرمایه‌گذاری					
رشد فروش	SG	-۰/۰۲۰	۰/۰۰۹	-۲/۱۲۶	۰/۰۳۳

۰/۷۳۵	-۰/۳۳۸	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۰	DWC	تغییرات سرمایه در گردش
۰/۲۸۸	۱/۰۶۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	SIZE	اندازه شرکت
		۰/۶۰۲			ضریب تعیین
		۰/۵۹۹			ضریب تعیین تعدیل شده
		۰/۹۸۶			آماره سارگان
		۰/۳۲۰			معناداری آماره سارگان

در جدول (۵) نتایج آزمون فرضیه برای شرکت های خصوصی ارائه شده است. طبق نتایج گزارش شده آزمون سارگان معنادار نیست (آماره $J=۰/۲۹۶$ و $p > ۰/۵۸۶$). این یافته دلالت بر عدم رد فرضیه صفر (پذیرش فرضیه صفر) و معتبر بودن متغیرهای ابزاری تعریف شده در مدل داشته و متغیرهای ابزاری تعریف شده در برآورد مدل از اعتبار مناسب برخوردار است. ضریب تعیین مدل $۰/۴۵۴$ است که نشان می دهد ۴۵ درصد تغییرات در متغیر وابسته، توسط تغییرات در متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود. در حقیقت نتایج مدل GMM شواهدی قوی برای کاربرد فرضیه های مطالعه حاضر بدست می دهد؛ که این نشان می دهد نرخ سرمایه گذاری سال قبل، بر نرخ سرمایه گذاری سال جاری به صورت مثبت و معنادار تأثیر گذار است. بر اساس روش پژوهش مطرح شده، در صورتی که ضریب جریان نقدی سرمایه گذاری بزرگتر از صفر و ضریب تعامل مالکیت مدیریتی و جریان نقدی سرمایه گذاری کوچکتر از صفر باشد، تأثیر مالکیت مدیریتی بر حساسیت جریان های نقدی سرمایه گذاری تأیید می شود. یافته های این آزمون برای شرکت های دولتی ادعای مطرح شده را تأیید نمی کند. بدین صورت که ضریب جریان نقدی سرمایه گذاری منفی و غیرمعنادار (ضریب $= -۰/۰۱۵$ و $p=۰/۸۶۷$) و همچنین، ضریب تعامل مالکیت مدیریتی و جریان نقدی سرمایه گذاری منفی و غیرمعنادار (ضریب $= ۰/۰۰۴$ و $p=۰/۹۸۰$) است؛ بنابراین، می توان گفت مالکیت مدیریتی در شرکت های خصوصی، تأثیر معناداری بر حساسیت سرمایه گذاری ندارد. همانطور که قبلاً بحث شد، ضریب تعیین حاصل از آزمون این مدل ۴۵ درصد است و ضریب تعیین تعدیل شده آن تقریباً ۴۴ درصد است ($۰/۴۴۳$).

جدول (۵): نتایج آزمون در شرکت های خصوصی

متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
نرخ سرمایه گذاری سال قبل	I(-1)	۰/۹۹۱	۰/۱۳۷	۷/۲۳۴	۰/۰۰۰
مجذور نرخ سرمایه گذاری دو سال قبل	(It-2) ²	۰/۲۹۵	۰/۲۳	۱/۲۳۴	۰/۲۱۷
جریان نقدی سرمایه گذاری	CF	-۰/۰۱۵	۰/۰۹۳	-۰/۱۶۷	۰/۸۶۷
مالکیت مدیریتی	DOS	۰/۰۰۳	۰/۰۲۵	۰/۱۲۱	۰/۹۰۳
تعامل مالکیت مدیریتی و جریان نقدی سرمایه گذاری	DOS*CF	۰/۰۰۴	۰/۱۸۴	۰/۰۲۴	۰/۹۸۰
رشد فروش	SG	۰/۰۰۵	۰/۰۰۹	۰/۶۱۶	۰/۵۳۸
تغییرات سرمایه در گردش	DWC	-۰/۰۱۴	۰/۰۰۹	-۱/۴۷۴	۰/۱۴۱
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	۱/۱۵۵	۰/۲۴۸
ضریب تعیین		۰/۴۵۴			
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۴۳			
آماره سارگان		۰/۲۹۶			
معناداری آماره سارگان		۰/۵۸۶			

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه نشان داد که مالکیت مدیریتی در شرکت‌های دولتی و خصوصی به صورت متفاوتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است. با مقایسه ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) این دو آزمون می‌توان نتیجه گرفت که تأثیر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تحت مالکیت دولتی با شرکت‌های خصوصی تفاوت معناداری دارد؛ زیرا ضریب تعیین تعدیل شده آن‌ها با هم متفاوت است (در شرکت‌های دولتی: ۰/۵۹۹ و در شرکت‌های خصوصی: ۰/۴۴۳). از این رو، فرضیه پژوهش را نمی‌توان رد کرد.

بحث و نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر تأثیر مالکیت مدیریتی بر حساسیت جریان‌های نقدی در شرکت‌های دولتی و خصوصی بررسی شد. یافته‌ها نشان داد که اثر مالکیت مدیریتی بر سرمایه‌گذاری و حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تحت مالکیت دولتی با شرکت‌های خصوصی تفاوت معناداری دارد. بدین صورت که در شرکت‌های دولتی این حساسیت منفی و معنادار است؛ یعنی با افزایش درصد مالکیت مدیریتی در شرکت‌های دولتی، حساسیت مدیران به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری دستخوش تغییر شده و کاهش می‌یابد. دلیل این امر، آن است که مدیران شرکت‌های دولتی توسط سازمان‌های دولتی منصوب شده که سابقه کار دولتی قبلی دارند و نظارت ویژه‌ای بر روی فعالیت‌های آنان انجام می‌شود. این انتصابات ممکن است به دلیل کنترل بالای این شرکت‌ها توسط دولت و سازمان‌های دولتی، استقلال مدیران را در اتخاذ تصمیمات محدود کند. در مقابل، مدیران شرکت‌های خصوصی دارای چنین محدودیتی نیستند و این امر باعث می‌شود بدون نظارت یا کنترل در فعالیت‌ها شرکت کرده و بنابراین، ممکن است نتایج فعالیت در شرکت‌های دولتی با شرکت‌های خصوصی متفاوت باشد؛ که نتایج پژوهش این ادعاها را تأیید کرد و نشان داد که تأثیر مالکیت مدیریتی بر حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دولتی و خصوصی تفاوت معناداری با هم دارد. این یافته‌ها همسو با یافته‌های ویجایاکوماران (۲۰۲۱) است. جاییکه یافته‌های وی نشان داد که حساسیت جریان‌های نقدی در شرکت‌های تحت کنترل دولت با شرکت‌های خصوصی متفاوت است.

منابع

- بادآور نهندي، یونس و وحید تقی زاده خانقاه. (۱۳۹۳). ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر، *دانش حسابداری*، ۲(۱۳).
- بهرام‌فر، نقی و مهرانی، کاوه. (۱۳۸۳). رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۱(۲)، ۲۷-۴۶.
- ستایش، محمد حسین و محسن، صالحی نیا. (۱۳۹۴). تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه، بر جریان‌های نقدی آزاد، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱(۴۲).
- عرب‌صالحی، مهدی و اشرفی، مجید. (۱۳۹۰). نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳(۳)، ۷۵-۹۴.
- محمودآبادی، حمید و رجایی، سکینه. (۱۳۹۳). ارزیابی رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۴(۴)، ۱۸۵-۲۰۴.

واعظ، سید علی و رشیدی باغی، محسن. (۱۳۹۳). تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری، *پیشرفت های حسابداری*، ۶(۲)، ۱۶۷-۱۹۵.

واعظ، سید علی؛ انواری، ابرهیم و بنافی، محمد. (۱۳۹۵). تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه گذاری. *فصلنامه حسابداری مالی*. ۸(۳۱) ۱۰۱-۱۳۲.

Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). Is the growth of small firms constrained by internal finance? *Review of Economics and statistics*, 84(2), 298-309.

Chen, R., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408-421.

Chen, T., Xie, L., & Zhang, Y. (2017). How does analysts' forecast quality relate to corporate investment efficiency? *Journal of corporate finance*, 43, 217-240.

Ding, Y., & Qian, X. (2014). Investment Cash Flow Sensitivity and Effect of Managers' Ownership: Difference between Central Owned and Private Owned Companies in China. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), 449.

Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1996). *Financing constraints and corporate investment: Response to Kaplan and Zingales* (No. w5462). National Bureau of Economic Research.

Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (2000). Investment-cash flow sensitivities are useful: A comment on Kaplan and Zingales. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(2), 695-705.

Huang, W., Jiang, F., Liu, Z., & Zhang, M. (2011). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity—Evidence from listed companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 261-277.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Knutsen, C. H., Rygh, A., & Hveem, H. (2011). Does state ownership matter? Institutions' effect on foreign direct investment revisited. *Business and Politics*, 13(1), 1-31.

Moussa, S., RACHDI, H., & Ammeri, A. (2013). Governance, managers' entrenchment and performance: evidence in French firms listed in SBF 120. *International Journal of Business and Social Research (IJBSR)*, 3(2).

Na, S. K. (2002). Ownership structure and firm performance in Korea. University of Missouri-Columbia.

Nor, N. H. M., Nawawi, A., & Salin, A. S. A. P. (2017). The influence of board independence, board size and managerial ownership on firm investment efficiency. *Pertanika Journal of Social Science and Humanities*, 25(3), 1039-1058.

Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 11(2-3), 159-189.

Sarin, A., Shastri, K., & Shastri, K. (2000). Ownership structure and stock market liquidity. Available at SSRN 2652.

Shuto, A., & Takada, T. (2010). Managerial ownership and accounting conservatism in Japan: A test of management entrenchment effect. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7-8), 815-840.

Vijayakumaran, R. (2021). Impact of managerial ownership on investment and liquidity constraints: Evidence from Chinese listed companies. *Research in International Business and Finance*, 55, 101321.

Comparison of managerial ownership over investment and sensitivity of investment cash flows in state-owned companies with private companies in Tehran Stock Exchange

Ghasem Dashtbani¹

Hossein Gholami^{*2}

Date of Receipt: 2021/10/17 Date of Issue: 2021/11/13

Abstract

Managerial ownership helps align the interests of managers and shareholders. In fact, managers avoid decisions that lead to a negative impact on the value of the company. Therefore, managerial ownership is a mechanism that reduces the control costs imposed by shareholders and reduces the restrictions on access to resources to some extent. Listed on the Tehran Stock Exchange. The statistical population of this study is the companies listed on the Tehran Stock Exchange and to achieve the purpose of the research, by applying filtering, the data of 163 companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period 1390-1398 using multivariate linear regression and GMM method It was reviewed and analyzed. Findings showed that the effect of managerial ownership on investment and the sensitivity of investment cash flows in state-owned companies is significantly different from private companies. Thus, in state-owned companies, this sensitivity is negative and significant. That is, with the increase in the percentage of managerial ownership in state-owned companies, the sensitivity of managers to investment activities changes and decreases.

Keyword

Managerial ownership, investment, sensitivity of cash flows of investment of state-owned companies, private companies.

1. Master of Accounting Student, Faculty of Administrative Sciences and Economics, Vali Asr University, Rafsanjan, Iran (imandashtbani123@gmail.com).
2. Master student of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, Vali Asr University, Rafsanjan, Iran (* Corresponding Author: mrhosseingholami@gmail.com).