

تأثیر ساختار مالکیت بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها

ولی خدادادی^{۱*}، محسن رشیدی باغی^۲، رامین قربانی^۳، مریم کاویانی^۴

۱- دانشیار گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

vkhodadadi@scu.ac.ir

۲- دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

mohsen.rb67@yahoo.com

۳- دانش آموزخته کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

ghorbani.ramin@yahoo.com

۴- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

m.kaviyani90@yahoo.com

چکیده

بر اساس نظریه نمایندگی، ساختار مالکیتی نقش با اهمیتی را در راهبری رفتارهای فرصت طلبانه مدیران ایفا می‌کند. در این پژوهش اشکال مختلف ساختار مالکیتی شامل مالکیت مدیریتی و نهادی و چگونگی تأثیر آنها بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها بررسی می‌شود. به همین منظور، داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ استخراج و از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. 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 این است که با افزایش مالکیت مدیریتی، ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها منفی و معنی‌دارتر می‌شود. مدیران مایل به سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد در پروژه‌های با منفعت شخصی هستند و از رویه‌های پیش‌بینی شده پیروی نکرده و حتی از خالص ارزش فعلی منفی پروژه چشم‌پوشی می‌کنند. برخی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در مجموع ممکن است که بازده مثبت داشته باشند، ولی این بازده کمتر از هزینه سرمایه است.

واژه‌های کلیدی: جریان نقد آزاد، استفاده بهینه از دارایی‌ها، مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی

مقدمه

استفاده از دارایی‌ها معیاری برای توانایی دارایی‌ها در تولید و آنچه که می‌توانند تولید کنند، است [۸]. در مقابل، استفاده نادرست از دارایی‌ها بیانگر زیان‌های مربوط به سرمایه‌گذاری است که ممکن است نتیجه استفاده غیر کارا از دارایی‌ها باشد. استفاده نادرست از دارایی‌ها، هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد، زیرا مدیران در راستای حداکثر سازی منافع مالکان عمل نمی‌کنند [۱۰]. وجود جریان نقد آزاد عاملی برای استفاده نادرست از دارایی‌ها به شمار می‌رود زیرا، به مدیران اجازه می‌دهد که منابع مالی را در فعالیت‌هایی به مصرف برسانند که ارزش سهامداران را کاهش داده و متقابلاً هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد.

در غیاب راهبری اثربخش، مدیران ممکن است به منظور دریافت پاداش یا رانت، اقدام به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش فعلی منفی کنند. مطالعات قبلی نشان می‌دهد که برخی از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران، به منظور اطمینان نسبت به استفاده کارا از دارایی‌ها در جهت ایجاد و افزایش ارزش برای سهامداران، توسط آنها کنترل شود [۱، ۱۰، ۲۸]. نتایج حاکی از آن است که ساختار مالکیتی از جمله مالکیت دولتی [۱، ۹]، مالکیت مدیریتی [۲، ۲۸] و مالکیت نهادی، ممکن است راهبری مناسبی را در بکارگیری درست دارایی‌ها فراهم می‌آورند. با این وجود، در مطالعات قبلی تاثیر وجود جریان‌های نقد آزاد بر این رابطه مورد بررسی قرار نگرفته است.

هدف از این مقاله بررسی ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها و تحت تاثیر قرار گرفتن این ارتباط با توجه به ساختارهای متفاوت مالکیتی است. در این پژوهش فرض بر این است که ساختارهای متفاوت مالکیتی عاملی برای ممانعت از

رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران برای استفاده نادرست از دارایی‌ها به هنگام وجود وجوه نقد مازاد است. انتظار بر این است که مالکیت، اثرات نامساعد جریان‌های نقد آزاد را برای بهبود استفاده از دارایی‌ها، کاهش دهد. با بررسی مطالعات گذشته می‌توان عنوان کرد که مدیران زمانی که میزان مالکیت مدیریتی و نهادی محدود باشد، متمایل به سمت رفتارهای فرصت‌طلبانه هستند. به نظر می‌رسد که مالکیت دولتی تاثیر معنی‌داری بر استفاده درست از دارایی‌ها، در تمامی سطوح جریان‌های نقد آزاد، نداشته باشد. به عبارتی، مالکیت مدیریتی و نهادی بر مدیریت منابع نقدی تاثیر معنی‌داری دارد [۷].

مبانی نظری

جریان‌های نقد آزاد

جریان نقد آزاد وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها، در اختیار دارد. هنگامی که مدیران واحد تجاری با جریان‌های نقد آزاد مواجه می‌شوند، در وهله اول مهم این است که آنان بتوانند وجوه مذکور را در پروژه‌های مناسب و پربازده سرمایه‌گذاری کرده تا از این طریق برای مالکان خود ایجاد ارزش نمایند. در واقع، ارزش هر شرکتی نه تنها به توانایی آن شرکت در ایجاد جریان نقد آزاد بلکه، به میزان قابل توجهی به شیوه بکارگیری این وجوه بستگی دارد. به گونه‌ای که استفاده مناسب از جریان نقد آزاد توسط مدیران یک شرکت که دارای فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری مناسبی هستند باعث می‌شود که بازار به این گونه جریان نقد آزاد واکنش مثبت نشان دهد در نتیجه قیمت سهام افزایش یابد [۱۵]. از سوی دیگر، جنسن [۱۹] با توجه به نظریه تضاد منافع استدلال

زیرا، مدیران وجوه نقد را در پروژه‌هایی غیر سودآوری سرمایه‌گذاری می‌کنند که متناسب با علایق شخصی آنها باشد [۱۹]. بر اساس فرضیه جریان‌های نقد آزاد، پیش‌بینی می‌شود که شرکت‌های دارای وجوه نقد مازاد، شاهد کاهش در سطوح کارای استفاده از دارایی‌ها باشند. رفتار فرصت‌طلبانه مدیران شرکت‌های دارای وجوه نقد مازاد به وسیله فرضیه جریان‌های نقد آزاد توضیح داده می‌شود [۱۹]. مدیران شرکت‌های دارای جریان‌های نقد آزاد ممکن است نه تنها عملکردی پایین‌تر از حد مطلوب داشته باشند؛ بلکه از جریان‌های نقد آزاد موجود نیز استفاده درست را نکنند [۲]. بر مبنای فرضیه جریان‌های نقد آزاد، جریان‌های نقد آزاد بالا ممکن است مدیران را تحریک به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیر سودآوری کند که کارایی دارایی‌ها را کاهش دهد. مدیران مایل به استفاده از جریان‌های نقد آزاد برای کسب منافع شخصی هستند [۱۹].

جریان‌های نقد آزاد بالاتر باعث ایجاد مشکلات نمایندگی می‌شوند زیرا، مدیران مایل به استفاده از این وجوه در فعالیت‌هایی هستند که برای شرکت ارزش کمی ایجاد می‌کند. با این وجود، شناسایی هزینه نمایندگی جریان‌های نقد آزاد بسیار دشوار است [۱۰]. مدیران وجوه نقد ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها را برای سرمایه‌گذاران افشا نمی‌کنند. نظریه‌های نمایندگی عنوان می‌کند که جریان‌های نقد آزاد به علت فرصت‌طلبی مدیر و تضاد منافع بین سهامداران و مدیران، برای بهبود بلند مدت ارزش شرکت به کار گرفته نمی‌شوند [۲۰]. مدیران به منظور تامین منافع کوتاه مدت خود، دارایی‌ها را به نحو نامناسبی به کار می‌گیرند. افزون بر این، آنها از جریان‌های نقد آزاد برای ایجاد پاداش استفاده می‌کنند [۱۳،۴]. وجود

می‌کند مدیران شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد بالا و فرصت‌های رشد کمی دارند، گرایش به سرمایه‌گذاری نابخردانه در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی صفر و یا منفی داشته تا در کوتاه‌مدت بتوانند برخی از منافع شخصی خود (که در تضاد با منافع سهامداران است) را تأمین نمایند. موارد گفته شده فوق بیانگر این است که ارزش‌گذاری جریان نقد آزاد یک شرکت می‌تواند تحت تاثیر فرصت‌های رشد آتی آن شرکت قرار بگیرد به گونه‌ای که بازار سرمایه جریان نقد آزاد شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالاتر را بیش‌تر ارزش‌گذاری می‌کند [۱۵،۲۵].

جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها

جریان‌های نقد آزاد ممکن است که نتیجه افزایش یا کاهش ارزش شرکت با توجه به کاربرد آن باشند [۲۴]. استفاده کارا از دارایی‌ها باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود و در مقابل، استفاده غیر کارا از دارایی‌ها باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود. جریان‌های نقد آزاد باعث تحریک مدیریت در جهت استفاده و مصرف منابع موجود در فعالیت‌های مختلفی می‌شود که ممکن است ارزش شرکت را افزایش داده و یا تغییری در ارزش شرکت ایجاد نکند [۱۹].

مدیران مایل به سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد در پروژه‌های با منفعت شخصی هستند و از رویه‌های پیش‌بینی شده پیروی نکرده و حتی از خالص ارزش فعلی منفی پروژه چشم‌پوشی می‌کنند [۶]. برخی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در مجموع ممکن است که بازدهی مثبت داشته باشند، ولی این بازدهی کمتر از هزینه سرمایه است [۱۹]. متعاقباً، جریان‌های نقد آزاد بالا، استفاده نادرست از دارایی‌ها را افزایش می‌دهد

مالکیت نهادی

مالکیت نهادی به عنوان درصد سهام آورده شده به وسیله سرمایه گذاران حقوقی تعریف می شود که نقش بااهمیتی را در راهبری فعالیت های مدیران ایفا می کند [۷]. آنها بیان می کنند که وجود مالکان نهادی باعث تکمیل وظیفه راهبری در شرکت شده و تصمیمات مدیریتی را در استفاده غیر کارا از دارایی ها خنثی می کند. مالکان نهادی در کشورهای دارای سازو کارهای حاکمیتی و قانونی مستحکم توانایی کنترل بالاتری نسبت به مدیران شرکت ها دارند [۳].

انتظار بر این است که مالکیت نهادی میزان عدم تقارن اطلاعاتی و از اینرو، مشکلات نمایندگی را کاهش دهد [۷, ۳۴]. زیرا، مالکیت نهادی می تواند به نحو اثربخشی تلاش های مدیریت را برایدستکاری حساب ها راهبری و کنترل کند [۳۴]. مالکان نهادی تمام تلاش خود را می کنند تا وظایف خود را به بهترین نحو ممکن انجام داده و اطمینان منطقی را نسبت به کیفیت گزارشگری مالی، محافظت از منافع سهامداران و افزایش منافع ناشی از سرمایه گذاری را در سرمایه - گذاران ایجاد کنند [۳۴]. بنابراین، احتمال وقوع رفتارهای فرصت طلبانه از جمله استفاده نادرست از دارایی ها، برای شرکت هایی که سهام آنها توسط مالکان نهادی نگهداری می شود، کاهش می یابد. با افزایش مالکیت نهادی، تصمیمات مدیریتی شرکت به نحو مناسبی راهبری شده و اقداماتی در جهت ایجاد اطمینان نسبت به کارایی و اثربخشی استفاده از جریان - های نقد آزاد صورت می پذیرد.

مالکان نهادی با استفاده از تخصص و دانش خود در زمینه فن آوری های تولیدی به شرکت ها برای دستیابی به حداکثر کارایی کمک می کنند [۱۷]. مالکان نهادی که درصد بالاتری از مالکیت شرکت را

جریان های نقد آزاد با توجه به حداکثرسازی منافع مدیران، باعث بکارگیری نادرست دارایی ها می شود. وجود جریان های نقد آزاد ممکن است که مدیران را تحریک کند که وجوه نقد را در شرکت نگهداری کرده و آن را به عنوان سود تقسیم نکنند [۱۹]. مدیران با استفاده از جریان های نقد آزاد و خرید دارایی هایی با منافع شخصی، قدرت کنترلی خود را در شرکت افزایش می دهند [۱۹]. این رویه مطابق این فرضیه است که جریان های نقد آزاد برای فعالیت های سرمایه گذاری مازادی بکار می رود که با فعالیت های اصلی شرکت مرتبط نیست و باعث استفاده نادرست از دارایی ها می شود. بنابراین، انتظار می رود که جریان های نقد آزاد با استفاده غیر کارا از دارایی ها مرتبط باشد.

اثر تعدیلی ساختارهای مالکیتی

مطالعات قبلی حاکی از آن است که ساختار مالکیتی رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را محدود می سازد [۱۸]. انواع ساختارهای مالکیتی شامل مالکیت مدیریتی، دولتی و نهادی است. مالکان انگیزه و قدرت لازم برای کنترل استفاده درست از دارایی ها را دارند [۲]. مالکیت سرمایه با تعدیل ارتباط بین جریان های نقد آزاد و استفاده از دارایی ها، امکان کنترل رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را فراهم می سازد. افزون بر این، با توجه به وظیفه راهبری حقوق مالکانه، هزینه های نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و تفکیک مالکیت از مدیریت کاهش می یابد [۳۲]. راهبری سهامداران با توجه به توانایی آنها در کاهش هزینه سرمایه برای شرکت های که به علت وجود جریان های نقد آزاد با مشکلات نمایندگی مواجه هستند، به طور معنی داری بیشتر است [۵].

مدیرانی که سهام شرکت را نیز در اختیار دارند، توانایی تاثیرگذاری بر تصمیمات شرکت در راستای سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد در پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت را دارند. این مدیران جریان‌های نقد آزاد را فقط در راستای تامین منافع سهامداران به اجرا در می‌آورد [۳۱]. به عبارتی، هدف مدیران حداکثرسازی بازده سهامداران از طریق استفاده صحیح از جریان‌های نقد آزاد است. می‌توان گفت که مالکیت مدیریتی استفاده نادرست از جریان‌های نقد آزاد را محدود ساخته و باعث بکارگیری مناسب دارایی‌ها می‌شود.

پیشینه پژوهش

جنسن [۱۹] در پژوهشی به بررسی ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری اضافی در شرکت‌ها پرداخت. نتیجه مطالعه وی نشان داد بین این متغیرها ارتباط مستقیم معنی‌داری وجود دارد بطوری که، شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد بالاتری دارند بطور اساسی در فرصت‌هایی که خالص ارزش فعلی مثبت دارند سرمایه‌گذاری می‌کنند و از این طریق ارزش شرکت را بالا می‌برند.

لوپز و ویسنته [۲۳] نشان دادند که سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی برای یازده شرکت که جریان نقد آزاد زیاد داشته، ولی از فرصت‌های رشد مطلوبی برخوردار نبوده‌اند، منجر به ورشکستگی این شرکت‌ها شده است.

هارفورد [۱۶] در پژوهش خود به این نتیجه رسید شرکت‌هایی که از نظر جریان‌های نقدی غنی هستند، اما فرصت‌های رشد چندانی ندارند، تمایل بیشتری به تحصیل دارایی‌ها یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامطلوب دارند که به دنبال آن کاهش در فعالیت‌های عملیاتی را تجربه می‌کنند.

در اختیار دارند، انگیزه بیشتری برای راهبری و کنترل فعالیت‌های مدیریتی دارند، به نحوی که با افزایش درصد مالکان نهادی، ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده از دارایی‌ها معنی‌دارتر می‌شود [۱،۹،۲۶].

مالکیت مدیریتی

مالکیت مدیریتی به عنوان درصد سهام در اختیار مدیران داخلی شرکت تعریف می‌شود. سطح مالکیت مدیریتی متفاوت است. این تفاوت سطح می‌تواند معیاری برای اندازه‌گیری تضاد منافع بین مدیر و مالک مدنظر قرار گیرد [۱۸،۲]. با افزایش سطح مالکیت مدیران داخلی، احتمال وقوع هزینه‌های نمایندگی کاهش پیدا می‌کند [۲۸]. شرکت‌ها با مالکیت مدیریتی بالاتر به منظور حداکثر سازی ارزش سهامداران، از دارایی‌های خود به نحو کاراتری استفاده می‌کنند. مالکیت مدیریتی باعث کاهش انگیزه مدیران برای افزایش منافع شخصی خود و چشم‌پوشی از منافع سهامداران، می‌شود. زیرا، این مدیران تحریک می‌شوند که سخت‌تر و کارآتر عمل کرده و در نتیجه با استفاده صحیح از دارایی‌ها، بهره‌وری و منافع مربوط نیز افزایش می‌یابد.

مالکیت مدیریتی باعث مشارکت فعال مدیران در راهبری جریان‌های نقد آزاد شرکت برای اطمینان از سرمایه‌گذاری در طرح‌های دارای ارزش افزوده، می‌شود [۳۱]. مالکیت مدیریتی نقش بااهمیتی را در اطمینان‌دهی نسبت به استفاده درست از جریان‌های نقد آزاد در طرح‌های سودآور بلندمدت و حداکثرسازی منافع سهامداران، ایفا می‌کند. بر اساس نظریه نمایندگی، مالکیت مدیریتی به تامین منافع هر دوی مدیران و مالکان کمک می‌کند [۲].

مخارج سرمایه‌گذاری‌های شده در پروژه‌های نامطلوب را با دستکاری در سود پنهان می‌کنند. زرنی و همکاران [۳۵] در پژوهشی که در بازار سوئد انجام دادند، شواهدی از ارزش‌گذاری مثبت جریان نقد آزاد برای شرکت‌هایی که هیأت مدیره قوی‌تری داشته و برنامه‌ریزی بهتری برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو داشته‌اند، بدست آوردند.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اینکه هدف این پژوهش، بررسی تاثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها است، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها رابطه معنی‌داری دارد.

فرضیه دوم: بین مالکیت نهادی و استفاده بهینه از دارایی‌ها رابطه معنی‌داری دارد.

فرضیه سوم: بین مالکیت مدیریتی و استفاده بهینه از دارایی‌ها رابطه معنی‌داری دارد.

فرضیه چهارم: تاثیر جریان‌های نقد آزاد بر استفاده بهینه از دارایی‌ها، در شرکت‌های با مالکیت نهادی بالاتر نسبت به دیگر شرکت‌ها معنی‌دارتر است.

فرضیه پنجم: تاثیر جریان‌های نقد آزاد بر استفاده بهینه از دارایی‌ها، در شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بالاتر نسبت به دیگر شرکت‌ها معنی‌دارتر است.

روش پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی است. با توجه به اینکه این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد، نوع پژوهش

مطالعات قبلی نشان می‌دهد که شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد بالاتر نسبت به دیگر شرکت‌های با جریان نقد آزاد پایین‌تر، در طرح‌های با سودآوری پایین‌تر سرمایه‌گذاری می‌کنند [۱۱، ۲۷].

انگ و همکاران [۲] و چانگ و همکاران [۶] به این نتیجه رسیدند که مدیران مایل به استفاده از جریان‌های نقد آزاد برای کسب منافع شخصی و به هزینه سهامداران، هستند.

ینگ و فن [۳۳] در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که ارتباط بین فرصت‌های رشد و عملکرد شرکت در شرکت‌هایی با عدم استفاده بهینه مدیریت از جریان نقد آزاد ضعیف‌تر از ارتباط بین فرصت‌های رشد و عملکرد شرکت در سایر شرکت‌هاست.

انگ و دینگ [۱] نشان دادند که شرکت‌های دارای مالکیت نهادی بالاتر، حاکمیت شرکتی و ارزش بالاتری نسبت به دیگر شرکت‌ها دارند. فنگ و همکاران [۹] نشان دادند که انتشار سهام و خصوصی سازی شرکت‌ها تاثیر مثبتی بر عملکرد آنها دارد. با این وجود، شواهدی مبنی بر مزایای کمتر مالکیت نهادی نسبت به غیر دولتی پیدا نکردند.

وگت و وو [۳۰] در پژوهش خود عملکرد شرکت‌هایی که بیش‌ترین جریان نقد آزاد را دارا بودند، تحلیل کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد شرکت‌هایی که وجه نقد زیادی را بین سهامداران توزیع کرده‌اند، در صورت کنترل سایر متغیرها، در بلندمدت با افزایش قیمت مواجه می‌شوند.

گال و تسای [۱۴] در پژوهش خود شواهدی از فرصت‌طلبی مدیران برای استفاده از جریان نقد آزاد بدست آوردند. آنان با استفاده از نتایج بدست آمده استدلال کردند مدیران شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد بالا و فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمی دارند،

دارایی‌هاست که در این پژوهش، از طریق نسبت کل فروش به کل دارایی‌های ثابت اندازه‌گیری می‌شود. این معیار بر اساس پژوهش انگک و همکاران [۲] انتخاب شده که عنوان می‌کنند که این نسبت بیانگر درآمد ناشی از هر دلار سرمایه‌گذاری شده است که ممکن است عاملی برای استفاده کارا از دارایی‌ها باشد.

متغیرهای مستقل

در این پژوهش متغیرهای مستقل، به شرح زیر هستند:

جریان نقد آزاد (FCF)

در این پژوهش، از مدل لن و پلسن [۲۲] برای تعیین جریان نقد آزاد (متغیر مستقل پژوهش) واحد تجاری استفاده شده است. براین اساس، جریان نقد آزاد از طریق فرمول زیر محاسبه شده است:

$$FCF_{it} = INC_{it} - TAX_{it} - INTEP_{it} - PSDIV_{it} - CSDIV_{it}$$

INC_{it} : سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در سال t

TAX_{it} : کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t

$INTEP_{it}$: هزینه بهره پرداختی شرکت i در سال t

$PSDIV_{it}$: سود سهام‌داران ممتاز پرداختی شرکت i در سال t

$CSDIV_{it}$: سود سهام‌داران عادی پرداختی شرکت i در سال t .

مالکیت نهادی (INST)

میزان مالکیت نهادی، از مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت بدست می‌آید.

کاربرد محسوب می‌شود. در اجرای طرح پژوهش توصیفی، پژوهشگر متغیرها را دستکاری نمی‌کند یا برای وقوع رویدادها شرایطی را به وجود نمی‌آورد. بر اساس این طبقه‌بندی به دلیل اینکه هیچ‌یک از متغیرهای پژوهش دستکاری نشده‌اند و به توصیف اطلاعات گردآوری شده بسنده می‌شود، روش پژوهش توصیفی است. پژوهش‌های همبستگی شامل پژوهش‌هایی است که در آن‌ها سعی می‌شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی، کشف یا تعیین شود. در پژوهش همبستگی، هدف اصلی مشخص کردن رابطه بین دو یا چند متغیر، اندازه و مقدار آن رابطه است.

روش گردآوری داده‌ها و اطلاعات

در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در روش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش، از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری می‌شود. سپس، برای گردآوری داده‌های پژوهش حاضر از لوح‌های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های اینترنتی مرتبط، اطلاعات حسابداری شرکت‌های بورسی و دیگر منابع اطلاعاتی استفاده شده است.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل سه دسته متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل به شرح زیر است:

متغیر وابسته

سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها (ASSET)

در این پژوهش متغیر وابسته سرمایه‌گذاری در

مالکیت مدیریتی (MGT)

مالکیت مدیریت که از تقسیم سهام نگهداری شده توسط هیات مدیره بر کل سهام شرکت در هر دوره بدست می آید.

مدیریتی؛ FCF جریان های نقد آزاد؛ OCF جریان های نقد عملیاتی؛ LEV اهرم مالی، SIZE اندازه شرکت صاحبکار است. i نماد شرکت مورد نظر و t نماد سال مورد نظر است.

متغیرهای کنترل

در این پژوهش متغیرهای کنترل به شرح زیر است:

اهرم مالی (LEV): نسبت بدهی های شرکت به دارایی های آن است.

اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت تعریف شده است.

جریان نقد عملیاتی (OCF): برابر با جریان های نقدی عملیاتی است و از صورت جریان های نقدی استخراج می شود. برای سهولت کار این عدد به جمع دارایی های اول دوره به شرح زیر تقسیم شده است:

$$SCFO_{it} = \frac{Cash\ Flow_{it}}{TA_{it}}$$

در معادله مزبور TA_{it} برابر با جمع کل دارایی های شرکت i در سال t و $CashFlow_{it}$ جریان های نقدی عملیاتی شرکت i در سال t است.

مدل پژوهش

این پژوهش به دنبال بررسی تاثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین جریان های نقد آزاد و سرمایه گذاری در دارایی ها است. بدین منظور از الگوی زیر برای بررسی فرضیه ها و به شرح زیر استفاده شده است:

$$ASSET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INST_{it} + \alpha_2 MGT_{it} + \alpha_3 FCF_{it} + \alpha_4 FCF * INST_{it} + \alpha_5 FCF * MGT_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 OCF_{it} + \epsilon_{it}$$

در مدل مزبور:

ASSET معیار سرمایه گذاری در دارایی ها؛ INST

درصد مالکیت نهادی؛ MGT درصد مالکیت

جامعه آماری و نحوه انتخاب شرکت ها

جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ است. در این پژوهش، برای انتخاب نمونه، از کل داده های در دسترس استفاده شده است. نخست تمام شرکت هایی که می توانستند در نمونه گیری شرکت کنند، انتخاب شدند. سپس، از بین کلیه شرکت های موجود، شرکت هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده اند، حذف شده و در نهایت شرکت های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شده اند:

۱- به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال های مورد بررسی، پیش از سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۳- نمونه آماری شامل شرکت های واسطه گری مالی، سرمایه گذاری، لیزینگ، بانک ها و شرکت های بیمه نمی شود.

۴- شرکت ها طی قلمرو زمانی این پژوهش تغییر فعالیت یا دوره مالی نداده باشند.

۵- داده های مورد نظر شرکت ها در دسترس باشد. در نهایت شرکت های مورد بررسی در این پژوهش، شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

یافته‌های پژوهش آمار توصیفی

آمار توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و اکثر مشاهدات ارائه شده است.

برای ارائه یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول زیر برخی از مفاهیم

جدول شماره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
استفاده بهینه از دارایی‌ها	۳/۸۴۸۲	۲/۶۶۱۷	۴/۴۱۰۱	۵۰/۸۷۸۴	۰/۰۴۰۸
مالکیت نهادی	۰/۷۲۱۷	۰/۸۱۹۹	۰/۲۶۸۴	۰/۹۹۰۰	۰/۰۱۰۰
مالکیت مدیریتی	۰/۶۷۵۳	۰/۷۰۱۹	۰/۱۹۶۰	۰/۹۹۰۰	۰/۰۱۰۰
جریان نقد آزاد	۴/۴۸۹۵	۴/۴۸۹۶	۰/۷۵۷۸	۷/۱۵۵۹	۱/۴۶۲۳
جریان نقد آزاد * مالکیت نهادی	۳/۲۹۲۹	۳/۵۷۴۶	۱/۳۷۶۴	۶/۲۸۸۱	۰/۰۲۵۴
جریان نقد آزاد * مالکیت مدیریتی	۳/۰۲۲۱	۳/۱۳۷۰	۰/۹۹۶۰	۵/۶۳۴۴	۰/۰۴۴۶
اهرم مالی	۰/۶۵۳۷	۰/۶۶۲۹	۰/۱۷۵۷	۰/۹۷۱۳	۰/۰۹۶۴
اندازه شرکت	۵/۷۳۳۸	۵/۶۸۰۸	۰/۶۰۱۱	۷/۹۵۶۷	۴/۲۴۶۴
جریان نقد عملیاتی	۰/۹۴۲۰	۰/۰۶۵۹	۶/۵۸۰۳	۱۶۰/۰۲۲۴	-۱۰/۴۰۸۳

متغیرها دارای حداقل فاصله از ارزش ارائه شده برای کشیدگی هستند. واوس [۲۹] عنوان می‌کند که زمانی که اندازه نمونه بزرگ‌تر از ۱۰۰ باشد (معیاری تقریبی برای توزیع نرمال) احتمال نرمال بودن داده‌ها افزایش می‌یابد.

آمار استنباطی

قبل از برآزش الگوها لازم است تا آزمون F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوی بالا انجام شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر برای الگوی پژوهش در جدول شماره (۳) نشان داده شده است.

میانگین استفاده بهینه از دارایی‌ها برابر با ۳/۸۴ است که نشان‌دهنده این است که فروش ۳/۸۴ برابر مجموع دارایی‌هاست. جدول فوق بیانگر ارزش ۴/۴۹ برای میانگین جریان‌های نقد آزاد است. ساختار مالکیتی شرکت شامل ۰/۷۲ مالکیت نهادی، ۰/۶۷ مالکیت مدیریتی، است. ارزش میانگین برای اهرم مالی ۰/۶۵، جریان نقد عملیاتی ۰/۹۴ و برای اندازه شرکت ۵/۷۳ است.

آماره‌های انحراف معیار، ضریب کشیدگی و چولگی نیز به منظور بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها بکار گرفته می‌شوند [۲۱]. با بررسی معیارهای مذکور می‌توان اظهار داشت که داده‌های مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته از توزیع نرمال برخوردار هستند، زیرا

جدول شماره (۳): نتایج آزمون F لیمر برای الگوهای پژوهش

آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
۱۴/۳۰	۰/۰۰۰	الگوی اثرات ثابت

با توجه به آماره و سطح خطای آزمون F لیمر و رد فرضیه H_0 برای الگوی پژوهش، لازم است برای انتخاب از بین الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت یا داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی، آزمون هاسمن نیز انجام شود. نتایج مربوط به آزمون هاسمن نیز در جدول شماره (۴) نشان داده شده است.

جدول شماره (۴): نتایج آزمون هاسمن برای الگوهای پژوهش

آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
۴۵/۶۰	۰/۰۰۰	الگوی اثرات ثابت

همانطور که در جدول شماره (۴) قابل مشاهده است، نتایج حاکی از رد شدن فرضیه H_0 برای الگوی پژوهش بوده، در نتیجه الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت ارجح است. بنابراین، برای تخمین الگوی پژوهش از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده شده است.

در پژوهش حاضر، از آزمون دوربین-واتسون برای تشخیص خود همبستگی مدل استفاده شده است. اگر مقدار آماره دوربین-واتسون نزدیک به عدد ۲ باشد، استقلال جمله خطای مدل می‌تواند پذیرفته شود. علاوه بر این، از آزمون فیشر برای بررسی معناداری کل مدل استفاده شده است. جدول شماره (۵) نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول شماره (۵): نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
عرض از مبدا	۲/۷۰۹۹	۳/۲۱۷۳	۰/۰۰۱۴
مالکیت نهادی	-۱/۲۵۷۲	-۱/۲۲۷۳	۰/۲۲۰۲
مالکیت مدیریتی	۲/۸۶۸۴	۲/۱۶۶۵	۰/۰۳۰۶
جریان نقد آزاد	۰/۵۱۷۲	۳/۱۷۸۵	۰/۰۰۱۶
جریان نقد آزاد * مالکیت نهادی	۰/۲۵۲۰	۱/۲۰۹۵	۰/۲۲۶۹
جریان نقد آزاد * مالکیت مدیریتی	-۰/۷۰۲۳	-۲/۶۶۴۹	۰/۰۰۷۹
اهرم مالی	-۱/۶۹۹۴	-۹/۷۴۴	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۳۳۲	۱/۰۷۴۴	۰/۲۸۳۰
جریان نقد عملیاتی	-۰/۰۰۱۱	-۰/۳۸۲۹	۰/۲۸۳۰
ضریب تعیین		۰/۵۳۲۱	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۸۶۷	
آماره دوربین-واتسون		۱/۶۷۲	
آماره F		۳۹/۶۵۰۰	
احتمال آماره F		۰/۰۰۰	

برای آزمون فرضیه فرعی اول نیز، ارتباط بین مالکیت نهادی و استفاده بهینه از دارایی‌ها مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره (۵)؛ احتمال مربوط به فرض صفر، برابر $0/22$ است که بزرگ‌تر از $0/05$ است، بنابراین فرض صفر در سطح خطای ۵ درصد تایید نمی‌شود.

آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش به شکل زیر تدوین شده است: بین مالکیت مدیریتی و استفاده بهینه از دارایی‌ها رابطه معنی‌داری دارد.

فرضیه فرعی دوم پژوهش، احتمال مربوط به متغیر مستقل مالکیت مدیریتی را نشان می‌دهد که این متغیر بر عملکرد رقابتی در سطح خطای ۵ درصد تاثیر معنی‌دار و معکوسی دارد. نتایج بیانگر این است که با افزایش درصد مالکیت مدیریتی، استفاده بهینه از دارایی‌های شرکت کاهش می‌یابد. نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم که در جدول شماره (۵) آورده شده است، بیانگر آماره احتمال $0/0079$ برای فرضیه مذکور است.

آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم پژوهش به شکل زیر تدوین شده است:

رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها، در شرکت‌های با مالکیت نهادی بالاتر نسبت به دیگر شرکت‌ها معنی‌دارتر است.

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره (۵)؛ احتمال مربوط به فرض صفر، مبنی بر معنی‌دارتر بودن رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها، در شرکت‌های با مالکیت نهادی بالاتر نسبت

بر اساس نتایج تخمین مدل، می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش معنادار است؛ زیرا مقدار سطح خطای احتمال مربوط به آماره F برابر صفر است و کمتر از ۵ درصد است. در نتیجه، حتی در سطح اطمینان ۹۹ درصد نیز معنادار بودن مدل پذیرفته می‌شود. همچنین، با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسون مدل که در جدول شماره (۵) عنوان شده است، می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش مشکل خود همبستگی ندارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با $0/48$ است. این آماره نشان دهنده این موضوع است که حدود ۴۸ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توصیف است. با توجه به تایید شدن آماره‌های مدل، فرضیه‌های پژوهش بررسی می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش به شکل زیر تدوین شده است: بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها رابطه معنی‌داری دارد.

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره (۵)؛ احتمال مربوط به فرض صفر، مبنی بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها، برابر $0/0016$ است که کوچکتر از $0/05$ است، بنابراین فرض صفر در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. در نتیجه، بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش به شکل زیر تدوین شده است: بین مالکیت نهادی و استفاده بهینه از دارایی‌ها رابطه معنی‌داری دارد.

بتوان دلیل رد را اینگونه بیان کرد که در ایران مالکان نهادی به دلیل نداشتن تخصص کافی آن طوری که باید، وظایف کنترلی و نظارتی خود را ایفا نمی‌کنند. بنابراین، در کشور ما بین مالکیت نهادی و استفاده بهینه از دارایی‌ها ارتباط معناداری وجود ندارد. در فرضیه سوم به بررسی ارتباط بین مالکیت مدیریتی و استفاده بهینه از دارایی‌ها پرداخته شده است. نتایج بیانگر این است که با افزایش مالکیت مدیریتی، استفاده بهینه از دارایی‌ها نیز افزایش می‌یابد. با افزایش سطح مالکیت مدیران داخلی، احتمال وقوع هزینه‌های نمایندگی کاهش پیدا می‌کند [۲۸]. شرکت‌ها با مالکیت مدیریتی بالاتر به منظور حداکثر سازی ارزش سهامداران، از دارایی‌های خود به نحو کاراتری استفاده می‌کنند. در فرضیه چهارم، رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها، در شرکت‌های با مالکیت نهادی بالاتر نسبت به دیگر شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به تایید نشدن فرضیه دوم مبنی بر ارتباط معنادار بین مالکیت نهادی و استفاده بهینه از دارایی‌ها، این فرضیه نیز تایید نگردید. در فرضیه پنجم نیز رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها، در شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بالاتر نسبت به دیگر شرکت‌ها بررسی شد. نتایج حاکی از منفی و معنی‌دار بودن این فرضیه است. مدیران مایل به سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد آزاد در پروژه‌های با منفعت شخصی هستند و از رویه‌های پیش‌بینی شده پیروی نکرده و حتی از خالص ارزش فعلی منفی پروژه چشم‌پوشی می‌کنند [۶]. برخی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در مجموع ممکن است که بازده مثبت داشته باشند، ولی این بازده کمتر از هزینه سرمایه است [۱۹]. متعاقباً، جریان‌های نقد آزاد بالا، استفاده نادرست از دارایی‌ها را افزایش می‌دهد، زیرا مدیران وجوه نقد

به دیگر شرکت‌ها، برابر $0/2279$ است که بزرگ‌تر از $0/05$ است، بنابراین فرض صفر در سطح خطای ۵ درصد تایید نمی‌شود.

آزمون فرضیه پنجم

فرضیه پنجم پژوهش به شکل زیر تدوین شده است:

رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها، در شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بالاتر نسبت به دیگر شرکت‌ها معنی‌دارتر است.

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره (۵)؛ احتمال مربوط به فرض صفر، مبنی بر معنی‌دارتر بودن رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها، در شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بالاتر نسبت به دیگر شرکت‌ها، برابر $0/0079$ است که کوچکتر از $0/05$ است، بنابراین فرض صفر در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. همچنین، ضریب متغیر جریان نقد آزاد از $0/51$ به $0/70$ - رسیده است که بیانگر معنی‌دارتر بودن این ارتباط با توجه به سطح مالکیت مدیریتی شده است.

نتیجه‌گیری

در این پژوهش، تاثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها، مورد مطالعه قرار گرفته است. فرضیه اول این پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین جریان نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها رد نشده است. بر اساس نتایج به دست آمده، با افزایش جریان‌های نقد آزاد، میزان استفاده بهینه از دارایی‌ها نیز افزایش می‌یابد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم بیانگر عدم وجود ارتباط معنی‌دار بین مالکیت نهادی و استفاده بهینه از دارایی‌هاست. شاید

بیش‌تری دارند، کم‌تر قیمت‌گذاری می‌کنند و این قضیه به معنی عدم مدیریت وجه نقد است. بنابراین، به شرکت‌های دارای جریان نقد آزاد بالا توصیه می‌شود که وجه مازاد را در پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کنند، تا بتوانند دیدگاه سهامداران و سرمایه‌گذاران را نسبت به خود تغییر دهند.

با توجه به نتایج و فرضیات پژوهش مشخص گردید که با افزایش جریان‌های نقد آزاد در شرکت‌هایی که مالکیت مدیریتی آنها بالاتر است، استفاده بهینه از دارایی‌ها کاهش می‌یابد زیرا، مدیران از این وجوه مازاد در جهت منافع شخصی استفاده می‌کنند. بنابراین لازم است که، مکانیزم‌های کنترلی برای مقابله با استفاده نادرست از این وجوه مدنظر قرار گیرد که از جمله آن حسابرسی عملیاتی به منظور بررسی استفاده کارآ و اثربخش از منابع مازاد توسط مدیریت است.

منابع

- [1] Ang, J., & Ding, D. (2006). Government ownership and the performance of government-linked companies: The case of Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 16, 64-88.
- [2] Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, W. J. (2000). Agency cost and ownership structure. *Journal of Finance*, 55, 81-106.
- [3] Benfratello, L., & Sembenelli, A. (2006). Foreign ownership and productivity: Is the direction of causality so obvious? *International Journal of Industrial Organization*, 24, 733-751.
- [4] Br-Bukit, R., & Iskandar, T. M. (2009). Surplus cash flow, earnings management and audit committee. *International Journal of Economics and Management*, 3(1), 204-223.
- [5] Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K. C. J. (2011). Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46, 171-207.

را در پروژه‌هایی غیر سودآوری سرمایه‌گذاری می‌کنند که متناسب با علایق شخصی آنها باشد [۱۹]. بر اساس فرضیه جریان‌های نقد آزاد، پیش‌بینی می‌شود که شرکت‌های دارای وجوه نقد مازاد، شاهد کاهش در سطوح کارایی استفاده از دارایی‌ها باشند. رفتار فرصت-طلبانه مدیران شرکت‌های دارای وجوه نقد مازاد به وسیله فرضیه جریان‌های نقد آزاد توضیح داده می‌شود [۱۹]. مدیران شرکت‌های دارای جریان‌های نقد آزاد ممکن است نه تنها عملکردی پایین‌تر از حد مطلوب داشته باشند؛ بلکه از جریان‌های نقد آزاد موجود نیز استفاده درست را نکنند [۲]. بر مبنای فرضیه جریان‌های نقد آزاد، جریان‌های نقد آزاد بالا ممکن است مدیران را تحریک به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیر سودآوری کند که کارایی دارایی‌ها را کاهش دهد. مدیران مایل به استفاده از جریان‌های نقد آزاد برای کسب منافع شخصی هستند [۱۹].

پیشنهاد‌های پژوهش

با توجه به نتایج بدست آمده توصیه می‌شود سرمایه‌گذاران نه تنها به میزان جریان نقد آزاد؛ بلکه باید به عوامل موثر بر نحوه استفاده از جریان نقد آزاد نیز توجه شود. زیرا، تصمیم‌گیری‌هایی که از جانب مدیریت در قبال چنین وجوهی اتخاذ می‌شود، می‌تواند تا حد زیادی کارایی مدیریت را در استفاده بهینه از این منابع در فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب تعیین کند. با توجه به نتایج بدست آمده مشخص گردید که در شرکت‌های دارای جریان نقد آزاد بیش‌تر، توجه به فرصت‌های پیش روی شرکت می‌تواند باعث افزایش ارزش شرکت شود.

همچنین، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران، شرکت‌هایی را که جریان نقد آزاد

- agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- [19] Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329.
- [20] Jensen, M. (1993). AFA presidential address: The modern industrial revolution exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 830–881.
- [21] Keller, G., & Warrack, B. (2003). *Statistics for management and economics* (6th ed.). Pacific Grove, CA: Duxbury Press.
- [22] Lehn, K., and Poulsen, A. (1989). "Free Cash Flow and Stockholders Gains in Going Private Transaction". *Journal of Practice and Theory*. Vol 22, No 1.
- [23] Lopez, I., F. and Vecente. C. (2010). "Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation?". *Emerging Markets Finance and Trade*. Vol 46, No 3, pp 80 – 94.
- [24] McCabe, G. M., & Yook, K. C. (1997). Free cash flow and the returns to bidders. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 37(3), 697–707.
- [25] Penman, S., H and Yehuda, N. (2009). "The pricing of earnings and cash flows and an affirmation of accrual accounting". *Review of Accounting Studies*. Vol 14, No 4, Pp 453 -479.
- [26] Qiang, Q. (2003). Corporate governance and state-owned shares in China listed companies. *Journal of Asian Economics*, 14, 771–783.
- [27] Shin, H. H., & Kim, Y. H. (2002). Agency costs and efficiency of business capital investment: evidence from quarterly capital expenditures. *Journal of Corporate Finance*, 8, 139–158.
- [28] Singh, M., & Davidson III, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking and Finance*, 27, 793–816.
- [29] Vaus, D. (2002). *Analyzing social science data* (1st Ed.). London: SAGE Publications Ltd.
- [30] Vogt, S., C and Vu, J., (2000). "Free cash flow and long run firm value: Evidence
- [6] Chung, R., Firth, M., & Kim, J. B. (2005). Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research*, 58, 766–776.
- [7] Dahlquist, M., & Robertson, G. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics*, 59, 413–440.
- [8] Ellis, R. (1998). Asset utilization: A metric for focusing reliability efforts. *Seventh International Conference on Process Plant Reliability*. Marriott Houston Westside Houston, Texas, 25–30 October.
- [9] Feng, F., Sun, Q., & Tong, W. H. S. (2004). Do government-linked companies underperform? *A Journal of Banking and Finance*, 28, 2461–2492.
- [10] Fleming, G., Heaney, R., & McCosker, R. (2005). Agency costs and ownership structure in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 29–52.
- [11] Griffin, J. M. (1988). A test of the free cash flow hypothesis: Results from the petroleum industry. *The Review of Economics and Statistics*, 70(1), 76–82.
- [12] Gujarati, D. N. (2003). *Basic econometrics* (4th Intl Ed.). New York: McGraw Hill.
- [13] Gul, F. A. (2001). Free cash flow, debt monitoring and managers' LIFO/ FIFO policy choice. *Journal of Corporate Finance*, 7, 475–492.
- [14] Gul, F., A and Tsui, S., L. (2001). "Free cash flow, debt monitoring, and audit pricing: Further evidence on the role of director equity ownership". *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol20, No 2, Pp 71 - 84.
- [15] Habib, A., (2011). "Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow". *Journal of Australasian Accounting Business and Finance*. Vol.5, No 4.
- [16] Harford, J., (1999). "Corporate cash reserves and acquisitions". *Journal of Finance*. Vol 54, No 6, Pp 1969 – 1997.
- [17] Ito, K. (2004). Foreign ownership and plant productivity in the Thai automobile industry in 1996 and 1998: A conditional quartile analysis. *Journal of Asian Economics*, 15, 321–353.
- [18] Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior,*

- firm performance”.*Proceedings for the Northeast Region Decision Sciences Institute*.pp:122-129.
- [34] Yoo, S. (2005). Essay on corporate ownership and governance in an emerging market. PhD thesis, The Temple University.
- [35] Zerni, M., K. and Nilsson. H. (2010). “The entrenchment problem, corporate governance mechanisms, and firm value”. *Contemporary Accounting Research*. Vol 27, No 4, pp 1169 - 1206.
- from the Value Line Investment Survey ”. *Journal of Managerial*. Vol 12, No 2, Pp 188 - 207.
- [31] Warfield, T., Wild, J., & Wild, K. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20(1), 61–91.
- [32] Watts R. L., & Zimmerman J. L. (1983). Agency problems, auditing, and the theory of the firm: some evidence. *Journal of Law and Economy*, 26, 613–633.
- [33] Ying.C, and Fen. H.(2013).”Managerial sentiment, investment opportunity set and

