



تأثیر انگیزه های شخصی مدیران بر ناکارایی سرمایه گذاری: نقش میانجی چسبندگی هزینه ها

مهدی ثقفی^۱ ©

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

عبدالکریم مقدم

دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

فاطمه رضانی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

(تاریخ دریافت: ۲۱ فروردین ۱۴۰۲؛ تاریخ پذیرش: ۱۶ مرداد ۱۴۰۲)

ناکارایی سرمایه گذاری در اثر عدم تقارن اطلاعاتی و مسئله نمایندگی به وجود می آید. انگیزه های فرصت طلبانه مدیران، عدم تقارن اطلاعاتی و انحراف شرکت از سرمایه گذاری های بهینه را به دنبال دارد. به عبارتی ممکن است مدیران از طریق مدیریت هزینه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خود باشند. این رفتار مدیران به سرمایه گذاری نامتقارن و ناکارا منجر خواهد شد. هدف پژوهش حاضر بررسی نقش میانجی چسبندگی هزینه ها در رابطه بین انگیزه های شخصی مدیر و ناکارایی سرمایه گذاری می باشد. در این پژوهش، داده های ۱۰۲۴ سال-شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران، طی دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ با استفاده از مدل های رگرسیون خطی و آزمون سوبل مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج آزمون به روش رگرسیون چندگانه با در نظر گرفتن اثرات ثابت سال و صنعت، نشان داد که انگیزه های شخصی و چسبندگی هزینه ها بر ناکارایی سرمایه گذاری تأثیر گذار است و چسبندگی هزینه ها می تواند نتیجه تصمیمات فرصت طلبانه مدیران باشد و باعث ناکارایی سرمایه گذاری شود. **واژه های کلیدی:** ناکارایی سرمایه گذاری، چسبندگی هزینه، انگیزه های شخصی مدیر.

^۱ saghafi.mahdi@pnu.ac.ir

مقدمه

ارزش آفرینی منوط به سرمایه‌گذاری کارآمد شرکت‌هاست. تلاش مدیران برای رسیدن به مطلوبیت و پاداش بیشتر ممکن است منجر به بیش سرمایه‌گذاری شود و کمبود جریان‌ات وجوه نقد نیز ممکن است اجتناب شرکت‌ها از سرمایه‌گذاری را به دنبال داشته باشد که مصداق‌های ناکارایی سرمایه‌گذاری است. عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را می‌توان یکی از علل بروز شرایطی نظیر بیش یا کم سرمایه‌گذاری دانست. از این رو شناخت رفتار سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از مصادیق تخصیص منابع و عوامل موثر بر آن حائز اهمیت است و ممکن است منجر به پیامدهایی نظیر حجم بالای سرمایه‌گذاری، تعهدات مالی عمده و تاثیرات آن بر نقدینگی، تخصیص منابع و ارزش شرکت شود [۱۲]. مطابق با تئوری منفعت شخصی، نفع شخصی می‌تواند هم یک اصطلاح روانی و هم اقتصادی باشد. به طور کلی، اعمال و رفتارهای فردی است که منافع شخصی مثبت را برمی‌انگیزد. از طرفی دیگر براساس نظریه نمایندگی مالکان شرکت و سهامداران، اختیارات خود را به مدیران تفویض می‌کنند تا آنها تصمیم‌های لازم را اتخاذ نمایند؛ اما مدیران ممکن است به دلیل داشتن هدف‌هایی کوتاه مدت، اهداف و منافع بلندمدت مالکان را تامین نمایند. بنابراین این تضاد نمایندگی می‌تواند منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری شود. در حقیقت مدیران برای دستیابی به اهدافشان در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تغییر ایجاد می‌کنند و ممکن است به جای پرداخت سود سهام به مالکان آن وجوه را در پروژه‌های خالص منفی سرمایه‌گذاری کنند و یا بدون توجه به میزان درآمد و فروش شرکت، به سرمایه‌گذاری دست بزنند. مدیران انگیزه‌های بسیاری برای رفتارهای فرصت طلبانه دارند تا به منافع شخصی خود برسند یکی از مهمترین این انگیزه‌ها و مشوق‌ها پاداش‌های مبتنی بر سودآوری است. پاداش‌های مبتنی بر عملکرد مدیران باعث ایجاد مشوق‌های رفتار فرصت طلب و ریسک‌پذیر مدیران می‌شود و تغییرات بازده سهام را به دنبال دارد [۱۷]. رفتارهای فرصت طلبانه مدیران که در اثر انگیزه‌های شخصی آنان منجر به ریسک‌پذیری آنها می‌شود تناقض‌ها و تضادهای بین سهامداران و مالکان را با مدیران شرکت افزایش می‌دهد. سرمایه‌گذاری بیش از حد به مدیران این قدرت را می‌دهد که در تصمیم‌گیری در پروژه‌های با ریسک بالا که به ثروت سهامداران و مالکان صدمه می‌زند سرمایه‌گذاری کند [۳۸]. ناکارایی سرمایه‌گذاری مبتنی بر این فرض است که مدیران به دنبال اهداف شخصی خود و به زبان اهداف و منافع سهامداران حرکت می‌کنند. بنابراین این تضاد می‌تواند هزینه‌های نمایندگی زیادی را ایجاد کند و مدیران در جهت افزایش سود شخصی خود و بدون توجه به پیامدهایی که می‌تواند برای ارزش شرکت و منفعت سهامداران داشته باشد، اقدام سرمایه‌گذاری‌های انحرافی می‌نمایند. بنابراین انگیزه‌های شخصی مدیران به عنوان محرک مالی می‌تواند منجر به افزایش ناکارایی سرمایه‌گذاری شود. پژوهش‌هایی نظیر مک نیکولز و استاین [۴۵]، کدیا و فیلیپون [۴۱]، کوهن و زاروبین [۳۰] نیز نشان می‌دهند مشکلات نمایندگی، ناکارایی سرمایه‌گذاری را به دنبال دارد. از این رو در پژوهش حاضر تاثیر انگیزه‌های شخصی مدیران بر ناکارایی سرمایه‌گذاری بررسی شده است. هزینه‌ها به میزان حجم فعالیت در شرکت واکنش نشان می‌دهند که واکنش آن را، رفتار هزینه می‌نامند. مطابق با مدل‌های سنتی، تصمیم‌های مدیران تاثیرات قابل توجهی بر هزینه‌های شرکت ندارد. ولی شواهد

اخیر نظیر اندرسون و همکاران [۱۵]، ماهر و همکاران [۴۴]، بانکر و همکاران [۲۰]، ژو و هانگ [۵۳] و هارتلیپ و همکاران [۳۶] نشان می‌دهد که انتخاب‌ها و تصمیم‌های مدیران باعث می‌شوند رفتار هزینه‌های اداری و فروش، نامتقارن باشد. بانکر و بیزالو [۱۹] "هزینه های ضدچسبنده" را مطرح نمود و نشان دادند اگر ظرفیت مازاد وجود داشته باشد، پاسخ هزینه‌های اداری و فروش به کاهش سطح فعالیت بیش از پاسخ آن به افزایش سطح فعالیت است. رفتار نامتقارن هزینه‌ها در پژوهش‌هایی متعددی نظیر چو و همکاران [۲۷]، کو [۴۲] و وقفی و همکاران [۱۳] تایید شده است. چسبندگی رو به پایین هزینه به این معنی است که نرخ کاهش هزینه به دلیل کاهش فروش کمتر از نرخ افزایش هزینه ناشی از افزایش فروش است. علل اصلی رفتار نامتقارن هزینه‌ها عدم اطمینان در مورد تقاضای آتی، تغییرات در فروش و تصمیم‌گیری در مورد منابع مازاد است [۴۶]. علت چسبندگی به سمت پایین هزینه، مشکلات نمایندگی مانند پیگیری منافع خصوصی و مطلوبیت توسط مدیریت است [۱۶].

در پژوهش‌هایی نظیر برتراند و شوار [۲۱] و لویاتا و همکاران [۴۳] تصمیم‌های اختیاری و آگاهانه مدیران یکی از مهمترین دلایل برای چسبندگی هزینه‌ها است که محرک اصلی آن انگیزه‌های شخصی مدیر است. کاما و ویس [۴۰] نشان دادند که مدیران برای تامین پیش‌بینی‌های سود تحلیلگران مالی، چسبندگی رو به پایین پرهزینه را ترویج می‌کنند. بانکر و بیزالو [۱۹] دریافتند که چسبندگی هزینه به دلیل انگیزه‌های مدیریت و مشکلات نمایندگی است. سیفسی و سالاما [۲۸] دریافتند چسبندگی هزینه‌ها، دقت پیش‌بینی سود و سودمندی اطلاعات سود را کاهش می‌دهد و در نتیجه، دقت پیش‌بینی سود تحلیلگران و مدیران مالی کاهش و خطای پیش‌بینی افزایش می‌یابد. از این رو در پژوهش حاضر تاثیر چسبندگی هزینه بر ناکارایی سرمایه گذاری، تاثیر انگیزه های شخصی مدیران بر چسبندگی هزینه و تاثیر میانجی چسبندگی بر رابطه انگیزه های شخصی مدیران و ناکارایی سرمایه گذاری بررسی شده است.

در حقیقت پژوهش حاضر در پی پاسخ به این سوال است که انگیزه‌های شخصی مدیران چگونه می‌تواند از طریق چسبندگی هزینه‌ها بر ناکارایی سرمایه گذاری تاثیر داشته باشد؟ تاکنون پژوهش‌های زیادی در خصوص ارتباط چسبندگی هزینه‌ها و ناکارایی سرمایه‌گذاری صورت گرفته است. اما پژوهشی که انگیزه های شخصی مدیران را عاملی برای ایجاد چسبندگی هزینه و از طریق آن با ناکارایی سرمایه گذاری ارتباط دهد، انجام نشده است. لذا نوآوری پژوهش حاضر از این جهت است که این خلاء پژوهشی را برطرف نموده و موجب توسعه ادبیات نظری و پژوهشی مرتبط با رفتار هزینه‌ها و حسابداری رفتاری گردد.

مبانی نظری و تدوین فرضیه های پژوهش

بر اساس نظریه نمایندگی، مدیران به عنوان نمایندگان مالکان شرکت به دلیل داشتن اهداف کوتاه مدت که با اهداف مالکان در تضاد باشد، ممکن است دست به اقداماتی بزنند که این تضاد را افزایش دهد. اهداف کوتاه مدت مدیران مبتنی بر رفتارهای فرصت طلبانه و انگیزه های شخصی آنان نظیر پاداش، شهرت، امنیت شغلی و غیره است. هیلی و والن [۳۷] توضیح می‌دهند که انگیزه های متعددی برای مدیران وجود دارد تا فرصت طلبانه رفتار کنند زیرا به علایق شخصی آنها مرتبط است. بر اساس نظریه عقلانیت فردی

نیز، انگیزه مدیران به حداکثر رساندن منافع شخصی اقتصادی است و باعث ایجاد رفتاری در مدیران می‌شود که ممکن است اطلاعات ناقص یا تحریف شده را در اختیار ذینفعان قرار دهد [۴۸]. سهیلی فرو همکاران [۹] نیز دریافتند که کیفیت اطلاعات حسابداری موجب کاهش تضاد اطلاعاتی و کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

بنابراین مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را به دنبال دارد و ممکن است علت بروز شرایطی نظیر بیش یا کم سرمایه‌گذاری باشد. پژوهش‌هایی نظیر نمازی و غلامی [۱۲]، بیدل و هیلاری [۲۲]، مک نیکولز و استاین [۴۵]، کدیا و فیلیپون [۴۱] و کوهن و زاروین [۲۹] نشان می‌دهد عدم تقارن اطلاعاتی باعث بیش یا کم سرمایه‌گذاری می‌شود. از این رو فرضیه اول به این صورت تدوین می‌گردد:

فرضیه اول: انگیزه‌های شخصی مدیران بر ناکارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت دارد.

بنکر و بیزالوف [۱۹] عوامل موثر بر چسبندگی هزینه‌ها را در سه دیدگاه کلی خلاصه می‌کند. دیدگاه اول، اگر هزینه‌های کاهش منابع و هزینه‌ها در زمان کاهش فروش، قابل توجه باشد؛ اجتناب مدیر از تعدیل منابع و هزینه‌ها باعث چسبندگی هزینه‌ها می‌شود. دیدگاه دوم، خوش بینی و بیش اعتمادی مدیر باعث می‌شود کاهش فروش را موقت بدانند و از کاهش منابع و هزینه‌ها اجتناب کنند. دیدگاه سوم، انگیزه‌های شخصی مدیران برای برآوردن سود هدف، تغییراتی در ساختار هزینه‌ها ایجاد می‌کند، به نحوی که برای جلوگیری از کاهش سود و برآوردن انتظارات بازار، هزینه‌ها را کاهش می‌دهند. دیدگاه اول به هزینه‌های تعدیل منابع اشاره دارد و دیدگاه دوم و سوم به ویژگی‌ها و انگیزه‌های مدیران اشاره می‌کند. دیدگاه اول در منصورفر و همکاران [۱۱]، اندرسون و همکاران [۱۵]، دیدگاه دوم در چن و همکاران [۲۵] و دیدگاه سوم در سلیمانی امیری و همکاران [۸]، کاما و ویس [۴۰] و کوهن و همکاران [۳۰] نیز مورد اشاره قرار گرفته است. پور ساسان و حصارزاده [۳] نیز سه نظریه در خصوص تعیین‌کننده‌های چسبندگی هزینه‌ها مطرح می‌کنند: نظریه تأخیر در تعدیل، نظریه تصمیمات سنجیده مدیران و انگیزه‌های شخصی مدیران. نظریه تأخیر در تعدیل و نظریه تصمیمات سنجیده مدیران، معطوف به انگیزه‌های سازمانی است. تأثیر بالقوه‌ای که سبک خاص مدیران در انتخاب و تصمیم‌گیری می‌تواند بر چسبندگی هزینه داشته باشد، در مطالعات اندکی مورد بررسی قرار گرفته است.

در پژوهش‌های چن و همکاران [۲۵]، چن و همکاران [۲۶]، دیرینک و همکاران [۳۴]، کاما و ویس [۴۰] و هاشمی و همکاران [۱۴] تأثیر انگیزه‌های شخصی مدیریت بر چسبندگی هزینه‌های اداری و فروش در سطح شرکت مورد توجه قرار گرفته است. چن و همکاران [۲۶] نشان دادند که روابط نمایندگی از طریق جریان نقدی آزاد، مدت تصدی، افق تصمیم‌گیری و پرداخت‌های ثابت برای مدیریت، امکان سنگرگیری و در نتیجه چسبندگی هزینه‌های اداری و فروش را افزایش می‌دهد. از این رو انتظار می‌رود انگیزه‌های فرصت طلبانه مدیران بر انتخاب‌های آنها تاثیر داشته باشد و به چسبندگی هزینه‌ها منجر شود، بنابراین فرضیه دوم به این شرح تدوین می‌گردد:

فرضیه دوم: انگیزه‌های شخصی مدیران بر چسبندگی هزینه‌ها تاثیر مثبت دارد.

برخی پژوهش‌ها بر پیامدهای چسبندگی هزینه‌ها متمرکز شده‌اند. سجادی و همکاران [۷] به عدم تقارن اطلاعاتی سود و مطالعه سلیمانی امیری و همکاران [۸] به هموارسازی سود به عنوان پیامد چسبندگی هزینه‌ها اشاره کرده‌اند. از این رو چسبندگی هزینه‌ها می‌تواند بر عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه بر ریسک شرکت تاثیر گذار است. مطالعه او [۴۷] نیز حاکی از آن بود که چسبندگی هزینه ارتباط منفی با کارایی سرمایه‌گذاری دارد و تضاد اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران موجب ناکارایی‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. تانگ و همکاران [۵۱] نشان دادند چسبندگی هزینه و ریسک سقوط قیمت سهام با هم ارتباط مثبتی دارند و در شرکت‌هایی که ریسک مالی بالایی دارند و حاکمیت شرکتی و راهبری ضعیف‌تری دارند این ارتباط بیشتر است. مطالعاتی نظیر اکبرخانی و همکاران [۲]، ژانگ [۵۵] و ریمر [۴۹] نیز نشان دهنده تاثیر چسبندگی هزینه‌ها بر ریسک شرکت است. از طرفی مطالعاتی نظیر فالکندر و وانگ [۳۵] نشان دهنده تاثیر ریسک شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری است. این رو انتظار می‌رود چسبندگی هزینه‌ها بر ریسک شرکت و در نتیجه بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر گذارد و فرضیه سوم به این شرح تدوین می‌گردد:

فرضیه سوم: چسبندگی هزینه‌ها بر ناکارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت دارد.

مطالعه ریمر [۴۹] نشان داد سهام‌مدیریتی، تاثیر چسبندگی هزینه‌ها بر ریسک شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. بر اساس نتایج این مطالعه، انگیزه‌های فرصت طلبانه مدیریتی می‌تواند تاثیر چسبندگی هزینه‌ها بر ریسک شرکت و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را میانجی نماید. با توجه به این مطالعه و همچنین شواهد و استدلال‌هایی که در تدوین فرضیه‌های اول تا سوم مورد اشاره قرار گرفت، انتظار داریم انگیزه‌های شخصی مدیران از طریق چسبندگی هزینه‌ها بر ناکارایی سرمایه‌گذاری تاثیر داشته باشد.

فرضیه چهارم: انگیزه‌های شخصی مدیران از طریق چسبندگی هزینه‌ها بر ناکارایی سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر فرآیند اجرا (نوع داده‌ها)، کمی و از نظر نتیجه اجرا، کاربردی است چراکه نتایج آن مستقیماً می‌تواند توسط افراد مختلف استفاده گردد و در صدد حل یک مشکل می‌باشد. از نظر هدف اجرا، پژوهشی - تحلیلی و از نظر منطق اجرا، قیاسی - استقرایی است زیرا در ابتدا فرضیه‌ها بر اساس تئوری‌ها و نظریه‌ها مطرح می‌شوند سپس با روش استقرایی داده‌های جمع‌آوری شده مورد آزمون قرار می‌گیرند و در نهایت به استنتاج و تعمیم نتایج پرداخته می‌شود. از نظر زمانی، پس‌رویدادی است زیرا علاوه بر توصیف، علت و معلول، رویدادها را پس از وقوع، مورد بررسی قرار می‌دهد. در نهایت داده‌ها به روش سندکاوی و از طریق نرم افزار ره‌آورد نوین و مطالعه صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر، شامل کلیه شرکت-

¹ Tang

های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی پژوهش نیز یک دوره ۷ ساله از ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ می باشد. نمونه پژوهش بر اساس شرکت‌هایی که واجد شرایط زیر باشند انتخاب شده است: در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گرهای مالی، هلدینگ، بانک، بیمه و لیزینگ نباشند، طی سال‌های مذکور، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشد، اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای تحقیق در دسترس باشد، وقفه معاملاتی کمتر از سه ماه داشته باشند. پس از لحاظ کردن محدودیت‌های فوق، ۱۰۲۴ سال-شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. داده‌های پژوهش از نوع پنل است و از رگرسیون حداقل مربعات معمولی با کنترل اثرات ثابت سال و صنعت، به کمک نرم افزار استاتاستا نسخه ۱۷ برای اجرای مدل استفاده شده است.

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، به پیروی از دریایی و همکاران [۳۲]، کاستا [۳۱]، ژو [۵۴]، کاما و ویس [۳۹] و صدیقی و صفاری محمدآبادی [۱۰] از مدل‌های رگرسیونی زیر و برای آزمون فرضیه چهارم نیز از آزمون سوپل استفاده شده است.

مدل (۱) - جهت آزمون فرضیه اول

$$Inefficiency_{it} = \beta_0 + \beta_1 Moti_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 FC_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲) - جهت آزمون فرضیه دوم

$$CS_{it} = \beta_0 + \beta_1 Moti_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 FC_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۳) - جهت آزمون فرضیه سوم

$$Inefficiency_{it} = \beta_0 + \beta_1 CS_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 FC_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل‌های فوق: *Inefficiency*، عدم کارایی سرمایه‌گذاری؛ *Moti*، انگیزه‌های شخصی مدیران؛ *SC*، چسبندگی هزینه‌ها؛ *Size*، اندازه شرکت؛ *Lev*، سطح اهرم؛ *MTB*، ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام؛ *CFO*، جریان نقد عملیاتی و *FC*، محدودیت مالی و در نهایت ε_{it} خطای مدل رگرسیونی می باشد که در ادامه متغیرهای پژوهش و روش اندازه‌گیری آن بررسی شده است.

انگیزه‌های شخصی مدیران

برای اندازه‌گیری انگیزه‌های شخصی مدیران از مدل کالجا و همکاران [۲۴] استفاده شده است و شرکت‌ها، به شرکت‌های دارای انگیزه و بدون انگیزه تقسیم شدند. بدین ترتیب برای اندازه‌گیری انگیزه‌های شخصی مدیران از سه متغیر مجازی استفاده می‌گردد که به شرح زیر است:

LOSS: یک متغیر مجازی است که اگر نسبت سود خالص شرکت به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در محدود (۰/۰۱) باشد. این متغیر مقدار یک می‌گیرد و اگر نباشد مقدار صفر می‌گیرد. *EDEC*: یک متغیر مجازی به این صورت که اگر تغییرات نسبت سود خالص به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در

محدوده (۰/۱۰) باشد این متغیر مقدار یک و در غیر اینصورت عدد صفر می‌گیرد و در نهایت متغیر $LOSS_{i,t}$ می‌باشد که اگر متغیرهای مجازی $Loss$ یا $EDEC$ برابر یک باشند این متغیر مقدار یک می‌گیرد و اگر نباشند مقدار صفر خواهد بود. بنابراین یک متغیر کیفی است که توزیع فراوانی آن در جدول ۲ ارائه شده است.

ناکارایی سرمایه گذاری

ناکارایی سرمایه گذاری در این پژوهش با استفاده از مدلی که بیدل و همکاران [۲۳] ارائه داده است اندازه گیری شده است. بر اساس این مدل، سرمایه گذاری کل از تقسیم افزایش در دارایی های ثابت مشهود و دارایی های نامشهود بر کل دارایی های شرکت به دست می‌آید و رشد فروش شرکت به صورت درصد تغییراتی که در فروش سال جاری نسبت به سال قبل در شرکت وجود داشته است به دست می‌آید و خطای مدل به معنی سرمایه گذاری شرکت در پروژه هایی با ارزش خالص منفی است و اگر مقادیر خطای این مدل بالا باشد به این معنی است که شرکت در پروژه های خالص منفی سرمایه گذاری کرده است تا سرمایه گذاری در فرصت های رشدی. پسماند مدل زیر نشان دهنده سرمایه گذاری بیش از حد (ارقام مثبت پسماند) و سرمایه گذاری کمتر از حد (ارقام منفی پسماند) به عنوان ناکارایی سرمایه گذاری به دست می‌آید و نهایتاً از همه ارقام قدر مطلق گرفته می‌شود.

$$Investment = \beta_0 + \beta_1 \text{salegrowth}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

در این مدل، $Investment$ ، برابر با سرمایه گذاری کل و $Salegrowth$ ، نشان دهنده رشد فروش یا فرصت رشد شرکت است.

چسبندگی هزینه ها

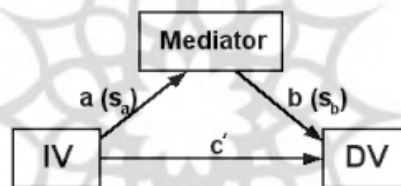
در این پژوهش چسبندگی هزینه ها متغیری میانجی بوده و برای اندازه گیری آن، از تغییر نسبت هزینه های اداری، عمومی و فروش ($SG\&A$) طبق مدل اندرسون و همکاران [۱۵] استفاده می‌شود. تغییر در نسبت $SG\&A$ به عنوان تفاوت بین نسبت $SG\&A$ به فروش در سال t و $SG\&A$ به فروش سال $t-1$ تعریف می‌شود [۴۷]. همانگونه که پیش تر بیان گردید چسبندگی هزینه به حالتی اطلاق می‌شود که در آن کاهش هزینه در هنگام کاهش فروش کمتر از افزایش هزینه در هنگام افزایش فروش است. بنابراین، نسبت هزینه های $SG\&A$ شرکتی که هنگام کاهش فروش، $SG\&A$ را کاهش نمی‌دهد، مانند معادله زیر اندازه گیری می‌شود. در نهایت مقدار بدست آمده برای CS مقدار چسبندگی هزینه ها را نشان دهد.

$$CS_{i,t} = SG\&A_Ratio_{i,t} * DSALES_{i,t} * DSG_A_{i,t} = (SG\&A_{i,t}/SALES_{i,t} - SG\&A_{i,t-1}/SALES_{i,t-1}) * DSALES_{i,t} * DSG\&A_{i,t}$$

CS ، چسبندگی هزینه ها؛ $SG\&A$: هزینه های اداری، عمومی و فروش شرکت i در سال t : $SALES_{i,t}$: فروش شرکت i در سال t : $SG\&A_Ratio_{i,t}$: نسبت هزینه های اداری، عمومی و فروش شرکت i در سال t منهای هزینه های اداری، عمومی و فروش شرکت i در سال $t-1$ تقسیم بر فروش شرکت در سال $t-1$ ؛ $DSALES$: متغیر مجازی است و مقدار ۱ می‌گیرد اگر فروش شرکت i در سال t تقسیم بر فروش شرکت

۱ در سال $t-1$ کمتر از ۱ باشد و در غیر اینصورت مقدار صفر می‌گیرد و $DSG\&A$: اگر نسبت هزینه‌های اداری، عمومی و فروش شرکت بیش از صفر باشد مقدار این متغیر برابر ۱ است و در غیر اینصورت برابر با صفر است.

برای آزمودن تاثیر یک متغیر میانجی، از آزمون پراکندگی سوبل استفاده می‌شود که برای معناداری تاثیر میانجی یک متغیر در رابطه میان دو متغیر دیگر بکار می‌رود. آزمون سوبل روشی برای آزمایش اهمیت اثر میانجی است. در میانجیگری، رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته به عنوان یک اثر غیرمستقیم فرض می‌شود که به دلیل تأثیر متغیر سوم (واسطه) وجود دارد. در نتیجه وقتی میانجی در مدل تحلیل رگرسیون با متغیر مستقل قرار می‌گیرد، اثر متغیر مستقل کاهش می‌یابد و اثر میانجی معنادار باقی می‌ماند. آزمون سوبل اساساً یک آزمون t تخصصی است که روشی را برای تعیین اینکه آیا کاهش تأثیر متغیر مستقل، پس از گنجاندن واسطه در مدل، کاهش معنی‌داری است و بنابراین آیا اثر میانجی‌گری از نظر آماری معنادار است یا خیر، ارائه می‌دهد. در آزمون سوبل، یک مقدار Z -value از طریق فرمول زیر بدست می‌آید که در صورت بیشتر شدن این مقدار از ۱.۹۶ می‌توان در سطح ۹۵ درصد معنادار بودن تاثیر میانجی یک متغیر را تایید نمود.



$$z - value = \frac{a \times b}{\sqrt{(b^2 \times sa^2) + (a^2 \times sb^2) + (sa^2 \times sb^2)}}$$

a : مقدار ضریب مسیر میان متغیر مستقل و میانجی، b : مقدار ضریب مسیر میان متغیر میانجی و وابسته، sa : خطای استاندارد مربوط به مسیر میان متغیر مستقل و میانجی و sb : خطای استاندارد مربوط به مسیر میان متغیر میانجی و وابسته

متغیرهای کنترل

- اندازه شرکت (Size): از لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت به دست می‌آید. هرچه اندازه شرکت بزرگتر باشد از نظر صاحبان وجوه و بازار سرمایه از اعتبار بیشتری برخوردار است [۱۳].
- اهرم مالی (Lev): از نسبت کل بدهی‌های شرکت به کل دارایی‌های شرکت حاصل می‌گردد. به عقیده بیدل و همکاران [۲۲] متورم شدن بدهی‌ها موجب ایجاد سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود.

- فرصت های رشد (MTB): از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی ها اندازه گیری شده است. در زمینه سرمایه گذاری داشتن فرصت های رشد از اهمیت بیشتری برخوردار است. به طوری که شرکتهای دارای فرصت های رشد بالا، به سرمایه گذاری اقدام می کنند [۴].
- جریان نقد عملیاتی (CFO): از طریق نسبت جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی به کل دارایی ها اندازه گیری شده است. شرکتهایی که وجه نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی آنها بالاست با احتمال کمتری پروژه های مالی را به دلیل نبود منابع مالی از دست می دهند [۳۳].
- محدودیت مالی (FC): با استفاده از شاخصی که تهرانی و حصار زاده [۵] با استفاده از پژوهش های پیشین ارائه داده و آن را با توجه به محیط ایران تعدیل نمودند. سال - شرکت هایی که بر اساس این شاخص در بالای میانه قرار بگیرند، شرکت های دارای محدودیت در تامین مالی هستند و به آنها عدد یک اختصاص یافت.

$$KZ = 17.330 - 37.486 \times C - 15.216 \times DIV + 3.394 \times LEV - 1.402 \times Q \text{ Tobin}$$

که در آن: KZ: شاخص محدودیت در تامین مالی؛ DIV: درصد تقسیم سود و Q Tobin: شاخص کیو توبین برای ارزش شرکت.

وردی [۵۲] بیان می کند که در یک بازار کارا همه پروژه های با NPV مثبت باید تامین مالی شود [۵۰] به عبارت دیگر، هرگاه مدیران به فرصتی برای سرمایه گذاری در پروژه های با NPV مثبت دست یابند، باید قادر به تامین مالی آن باشند.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی داده ها در جدول (۱) ارائه شده است. انحراف معیار ارزش شرکت برابر با ۱.۶۱۶ و برای چسبندگی هزینه برابر با ۰.۰۱۴ می باشد که نشان می دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. آمار توصیفی نشان می دهد داده های پژوهش از توزیع نرمالی برخوردارند.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
ناکارایی سرمایه گذاری شرکت	Ine	۱۰۲۴	۰.۰۷۵	۰.۱۲۴	۰.۰۰۰۴	۰.۹۲۴
چسبندگی هزینه	CS	۱۰۲۴	۰.۰۰۲	۰.۰۱۴	۰	۰.۳۸۵
اندازه شرکت	Size	۱۰۲۴	۱۴.۸۸۱	۱.۴۹۱	۱۱.۲۴۷	۲۱.۳۲۷
اهرم مالی	Lev	۱۰۲۴	۰.۵۵۰۶	۰.۲۱۴	۰.۰۳۱	۱.۸۲۴
ارزش شرکت	MTB	۱۰۲۴	۲.۳۸۸	۱.۶۱۶	۰.۶۹۱	۱۱.۷۸۸
جریان نقد عملیاتی	CFO	۱۰۲۴	۰.۱۲۰۲	۰.۱۴۰۷	-۰.۳۷۷	۰.۶۸۷

جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای کیفی پژوهش شامل متغیرهای دارای دو ارزش صفر و یک را نشان می دهد. همان طور که مشاهده می گردد از ۱۰۲۴ سال-شرکت، تقریباً ۱۹ درصد شرکت های نمونه،

انگیزه‌های شخصی مدیریت داشته‌اند این در حالی است که تقریباً ۸۱ درصد شرکت‌های با انگیزه‌های شخصی مدیران روبه‌رو نبوده‌اند. همچنین ۵۰ درصد شرکت‌ها در دوره مالی مورد بررسی محدودیت مالی داشته‌اند.

جدول ۲. آمار توصیفی داده‌های کیفی پژوهش

مجموع		عدم وجود		وجود		نماد	نام متغیر
درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد		
۱۰۰	۱۰۲۴	۸۰.۶۶	۸۲۶	۱۹.۳۴	۱۹۸	Moti	انگیزه شخصی مدیریت
۱۰۰	۱۰۲۴	۵۰.۰۰	۵۱۲	۵۰.۰۰	۵۱۲	FC	محدودیت مالی

آزمون فرضیه‌ها

آزمون فرضیه‌ها به روش رگرسیون چندگانه با در نظر گرفتن اثرات ثابت سال و صنعت انجام گرفته است. بال و همکاران [۱۸] معتقدند کنترل اثرات ثابت در سطح شرکت باعث می‌شود که اثرات عوامل حذف شده مرتبط با هر شرکت کنترل گردد؛ ولی با افزایش مقاطع (شرکت‌ها) نسبت به سال، متغیرهای دامی زیاد و به دلیل کاهش درجه آزادی مدل، قدرت آزمون کاهش می‌یابد. به این ترتیب آثار منفی کنترل اثرات ثابت در سطح شرکت از آثار مثبت آن بیشتر است. بنابراین مشابه پژوهش‌های حسابداری معتبر، به جای کنترل اثرات ثابت در سطح شرکت، مدل پژوهش با کنترل اثرات ثابت در سطح سال و صنعت برآورد می‌گردد.

جدول ۳. برآورد مدل اول پژوهش (فرضیه اول)

متغیر وابسته: ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت						
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری	هم خطی
انگیزه‌های شخصی مدیریت	Moti	۰.۰۲۴	۰.۰۰۸	۲.۹۰	۰.۰۰۴	۱.۰۶
اندازه شرکت	Size	۰.۰۱۴	۰.۰۰۵	۲.۷۰	۰.۰۰۷	۱.۰۳
اهرم مالی	Lev	-۰.۲۱۰	۰.۰۳۴	-۶.۱۵	۰.۰۰۰	۱.۳۰
ارزش شرکت	MTB	-۰.۰۰۱	۰.۰۰۳	-۰.۴۷	۰.۶۳۶	۱.۳۸
جریان نقد عملیاتی	CFO	-۰.۰۳۱	۰.۰۲۲	-۱.۳۷	۰.۱۷۱	۱.۱۹
محدودیت مالی	FC	۰.۰۳۲	۰.۰۱۰۶	۳.۱۰	۰.۰۰۲	۱.۷۶
ضریب ثابت		-۰.۰۲۱	۰.۰۷۸	-۰.۲۸	۰.۷۸۲	---
ضریب تعیین				۰.۱۷۹۹		
آماره والد				۴۸.۲۴		
سطح معناداری				۰.۰۰۰۰		

نتایج جدول 3، نشان می دهد که متغیر انگیزه های شخصی مدیریت دارای ضریب مثبت و سطح معنی - داری کمتر از ۵ درصد است بنابراین انگیزه های شخصی مدیریت بر ناکارایی سرمایه گذاری شرکت تاثیر مستقیم و معناداری دارد و فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و محدودیت مالی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشند از این رو رابطه مستقیم و معناداری با متغیر وابسته دارند ولی متغیر کنترلی اهرم مالی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد و ضریب منفی است از این رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارد. ضریب تعیین برابر با ۱۷ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۱۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۴۸.۲۴ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم خطی نشان می دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

جدول ۴. برآورد مدل دوم پژوهش (فرضیه دوم)

متغیر وابسته: چسبندگی هزینه						
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری	هم خطی
انگیزه های شخصی مدیریت	Moti	۰.۴۳۲	۰.۱۵۱	۲.۸۶	۰.۰۰۴	۱.۰۶
اندازه شرکت	Size	-۰.۰۶۱	۰.۰۲۵	-۲.۴۳	۰.۰۱۵	۱.۰۳
اهرم مالی	Lev	۰.۲۳۸	۰.۲۷۹	۰.۸۵	۰.۳۹۴	۱.۳۰
ارزش شرکت	MTB	-۰.۰۷۹	۰.۰۲۳	-۳.۳۶	۰.۰۰۱	۱.۳۸
جریان نقد عملیاتی	CFO	-۰.۲۶۷	۰.۲۶۳	-۱.۰۲	۰.۳۱۰	۱.۱۹
محدودیت مالی	FC	-۰.۰۸۲	۰.۱۱۵	-۰.۷۲	۰.۴۷۵	۱.۷۶
ضریب ثابت		۱.۲۹۰۸	۰.۴۸۰۳	۲.۶۹	۰.۰۰۷	---
ضریب تعیین				۰.۰۳۶۲		
آماره والد				۴۲.۲۸		
سطح معناداری				۰.۰۰۰۰		

نتایج جدول ۴، نشان می دهد که متغیر انگیزه های شخصی مدیریت دارای ضریب مثبت و سطح معنی - داری کمتر از ۵ درصد است بنابراین انگیزه های شخصی مدیریت بر چسبندگی هزینه تاثیر مستقیم و معناداری دارد و فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و ارزش شرکت دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشند از این رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارند. ضریب تعیین برابر با ۳ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

آماره والد برابر با ۴۲.۲۸ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

جدول ۵. برآورد مدل سوم پژوهش (فرضیه سوم)

متغیر وابسته: ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت						
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری	هم خطی
چسبندگی هزینه	CS	۱.۳۹۸	۰.۲۲۶	۶.۱۸	۰.۰۰۰	۱.۰۱
اندازه شرکت	Size	۰.۰۱۵	۰.۰۰۵	۲.۶۰	۰.۰۰۹	۱.۰۲
اهرم مالی	Lev	-۰.۲۱۱	۰.۰۳۵	-۵.۹۲	۰.۰۰۰	۱.۳۰
ارزش شرکت	MTB	-۰.۰۰۱	۰.۰۰۳	-۰.۴۸	۰.۶۳۴	۱.۳۷
جریان نقد عملیاتی	CFO	-۰.۰۲۶	۰.۰۲۳	-۱.۱۲	۰.۲۶۱	۱.۱۷
محدودیت مالی	FC	۰.۰۳۱	۰.۰۱۱	۲.۷۸	۰.۰۰۵	۱.۷۵
ضریب ثابت		-۰.۰۲۵	۰.۰۸۷	-۰.۲۹	۰.۷۷۱	---
ضریب تعیین				۰.۱۹۰۱		
آماره والد				۷۰.۴۷		
سطح معناداری				۰.۰۰۰۰		

نتایج جدول ۵، نشان می‌دهد که متغیر چسبندگی هزینه دارای ضریب مثبت و سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد است بنابراین چسبندگی هزینه بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر مستقیم و معناداری دارد و فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و محدودیت مالی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشند از این رو رابطه مستقیم و معناداری با متغیر وابسته دارند ولی متغیر کنترلی اهرم مالی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد و ضریب منفی است از این رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارد. ضریب تعیین برابر با ۱۹ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۱۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۷۰.۴۷ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

برای آزمون فرضیه چهارم از آزمون سوبل استفاده شده است و نتیجه آن در جدول شماره ۶ ارائه شده است. طبق نتایج آزمون سوبل برای فرضیه چهارم، سطح معناداری زیر ۵ درصد است که نشان دهنده تایید این فرضیه می‌باشد.

جدول ۶. نتیجه آزمون سوبل برای فرضیه چهارم پژوهش

معناداری	آماره	فرضیه
۰.۰۰۹	۲.۵۸۹	انگیزه‌های شخصی مدیریت از طریق چسبندگی هزینه‌ها بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر معناداری دارد.

بحث و نتیجه گیری

پژوهش حاضر با هدف بررسی نقش میانجی گری چسبندگی هزینه‌ها در رابطه بین انگیزه‌های شخصی مدیریت و ناکارایی سرمایه‌گذاری انجام شده است. براساس نظریه نمایندگی، مالکان شرکت و سهامداران، اختیارات خود را به مدیران تفویض می‌کنند تا آنها تصمیم‌های لازم را اتخاذ کنند؛ اما مدیران به دلیل هدف‌های کوتاه مدتی که دارند و این اهداف همسو با منافع بلندمدت مالکان نیستند. بنابراین این تضاد نمایندگی می‌تواند منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری شود زیرا مدیران برای دستیابی به اهدافشان در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تغییر ایجاد می‌کنند و ممکن است به جای پرداخت سود سهام به مالکان آن وجوه را در پروژه‌های خالص منفی سرمایه‌گذاری کنند و یا بدون توجه به میزان درآمد و فروش شرکت، به سرمایه‌گذاری دست بزنند. مدیران انگیزه‌های بسیاری برای رفتارهای فرصت طلبانه دارند تا به منافع شخصی خود برسند یکی از مهمترین این انگیزه‌ها و مشوق‌ها پاداش‌های مبتنی بر سودآوری است. پاداش‌های مبتنی بر عملکرد مدیران باعث ایجاد مشوق‌های رفتار فرصت طلبانه و ریسک پذیر برای مدیران می‌شود و تغییرات بازده سهام را به دنبال دارد [۱۷]. یافته‌های فرضیه اول پژوهش نیز نشان داد که انگیزه‌های شخصی مدیر بر ناکارایی سرمایه‌گذاری تاثیرگذار است. نتایج این فرضیه با پژوهش حقیقت و رحیم‌پور [۶] مطابقت دارد و با نتایج پژوهش‌های ریمر [۴۹] و سهیلی فر و همکاران [۹] مغایرت دارد. چسبندگی هزینه‌ها محصول تصمیم‌گیری مدیران است که با ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی موجب ناکارایی در سرمایه‌گذاری می‌شود. از آنجایی که علت اصلی ناکارایی سرمایه‌گذاری، مشکل در تخصیص کارای منابع در شرکت‌ها توسط مدیران است، تصمیم‌گیری اختیاری مدیران درباره هزینه‌ها و عدم تقارن هزینه‌ها، مانعی برای کارایی سرمایه‌گذاری است. یافته‌های فرضیه دوم پژوهش نیز نشان داد چسبندگی هزینه‌ها موجب افزایش ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌شود و ارتباط معناداری با هم دارند. نتایج این فرضیه با پژوهش او [۴۶] مطابقت و با پژوهش اکبرخانی و همکاران [۲] مغایرت دارد.

یکی از دلایل عمده چسبندگی هزینه‌ها، انگیزه‌ها و سبک تصمیمات مدیر است. با توجه به نظریه نمایندگی، سهامداران به عنوان صاحبان شرکت‌ها دوست دارند ارزش شرکت‌ها را به حداکثر برسانند. اما منافع مدیران نمی‌تواند به طور کامل همسو با منافع سهامداران، باشد که منجر به مشکل نمایندگی می‌شود. وقتی سهامداران نقش فعالی در مدیریت نداشته باشند، مشکلات نمایندگی به وجود می‌آید. به مدیران اجازه داده می‌شود تا شرکت‌ها را اداره کنند و انگیزه‌هایی برای به حداکثر رساندن شخصی خود دارند این منافع در قبال هزینه‌های سهامداران می‌باشد. بنابراین هزینه‌های چسبندگی ممکن است به دلیل این واقعیت وجود داشته باشد که مدیران عمده‌آ هزینه‌ها را در پاسخ به تغییرات درآمد فروش تعدیل می‌کنند. مدیران مشوق‌هایی دارند که برای جلوگیری از فشار ناشی از کاهش درآمد فروش یا شکایت بالقوه

کارکنان اخراج شده منابع را حفظ کنند. مدیران انگیزه‌هایی برای نگه داشتن هزینه‌های استفاده نشده در سطوح معینی برای دستیابی به منافع شخصی نیز دارند. بنابراین ممکن است چسبندگی هزینه‌ها و انگیزه های شخصی مدیران با هم ارتباط معناداری داشته باشد. یافته های فرضیه سوم پژوهش حاضر نیز مبین این ارتباط است و با نتایج پژوهش آقای و حسنی [۱] مطابقت و با پژوهش وقفی و همکاران [۱۳] مغایرت دارد.

یافته اصلی پژوهش حاضر، نقش میانجی‌گری چسبندگی هزینه‌ها در رابطه بین انگیزه های شخصی مدیریت و ناکارایی سرمایه گذاری است. نتایج نشان می دهد که مدیران به عنوان نمایندگان مالکان شرکت عمل می کنند و اجازه تعدیل هزینه ها را دارند و زمانی که با تصمیم گیری ها و انگیزه های خود برای رسیدن به منفعت شخصی اینکار را انجام میدهند به راحتی از طریق چسبندگی هزینه ها، مشکلات نمایندگی را بوجود می آورند و این دلیلی برای انجام پروژه های منفی و بیش و کم سرمایه گذاری ها برای شرکت است. محرک ها و انگیزه های شخصی آنها که مبتنی بر اهداف کوتاه مدت آنان است می تواند از طریق عدم کاهش هزینه ها و ظرفیت ها در زمان کاهش تقاضا بر سرمایه گذاری ها تاثیر بگذارند به این صورت که تصمیم های اختیاری و آگاهانه مدیران مهمترین دلیل برای چسبندگی هزینه ها است که محرک اصلی آن انگیزه های شخصی مدیر است و به این علت رخ می دهد که مدیران منابع مرتبط با فعالیتهای عملیاتی را تعدیل می کنند. مدیران کاهش فروش را موقتی ارزیابی می کنند و انتظار دارند فروش دوباره به سطح قبلی خود برگردد. به همین دلیل با کاهش فروش، هزینه ها به همان نسبت کاهش ندارند و در نتیجه به کاهش سود در بلندمدت منجر می شود. این نتیجه با نتایج پژوهش های اوو [۴۶] و ژانگ [۵۵] مطابقت دارد

بر اساس نتایج پژوهش، تصمیم گیری در مورد رفتار هزینه ای مدیران بر ناکارایی سرمایه تاثیر دارد و این تصمیم ها در نتیجه انگیزه های شخصی مدیران است. لذا به سرمایه گذاران پیشنهاد می گردد در ارائه اظهارنظر در مورد مطلوبیت صورت های مالی به تمامی موارد از جمله میزان سرمایه گذاری ها در مقایسه با میزان فروش شرکت دقت کافی داشته باشند. همچنین به دلیل اینکه بر اساس نتایج پژوهش حاضر چسبندگی هزینه محصول تصمیم گیری فرصت طلبانه مدیر به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی می باشد، به مدیران شرکت ها پیشنهاد می شود برای جلوگیری از پیامدهای این عدم تقارن اطلاعات و از دست رفتن شهرت شرکت در بلندمدت با ایجاد ظرفیت های بیشتر در زمان کاهش فروش به دنبال سودهای بلندمدت باشند و تصمیم گیری های مبتنی بر انگیزه های شخصی خود را به فرصت های کارا تبدیل کنند. به سازمان بورس اوراق بهادار نیز پیشنهاد می گردد به دلیل با توجه به اهمیت تصمیم های مربوط به سرمایه گذاری ها و عدم تقارن مدیریت هزینه ها در شرکتها و نیاز به حسابرسان و تحلیلگران قوی در امر تحلیل صحیح از صورتهای مالی شرکتها اجبار به افشای اطلاعات بیشتر کنند.

امید است در پژوهشهای آتی از شاخص های اندازه گیری دیگری برای سنجش انگیزه های شخصی مدیر از جمله جریان وجه نقد آزاد در شرکتها و از مدلهای دیگر برای اندازه گیری ناکارایی سرمایه گذاری

استفاده شود. همچنین پیشنهاد می‌گردد پژوهش حاضر با استفاده از کارایی سرمایه گذاری به جای ناکارایی سرمایه گذاری انجام گیرد.

فهرست منابع

۱. آقایی، محمدعلی؛ حسنی، حسن. (۱۳۹۳). «بررسی تأثیر انگیزه‌های شخصی مدیران و متغیرهای حاکمیت شرکتی بر چسبندگی هزینه‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». **پژوهش‌های حسابداری مالی**. ۶(۴)، ۱۰۹-۱۲۸.
۲. اکبرخانی، محمدعلی؛ نقش‌بندی، نادر؛ کشتگر، الهام. (۱۴۰۰). «بررسی تأثیر چسبندگی هزینه و تمرکز مالکیت بر ریسک شرکت». در دهمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و توسعه.
۳. پورسازان، سیمین؛ حصارزاده، رضا. (۱۳۹۵). «بررسی فرضیه‌های چسبندگی هزینه‌ها: شواهدی درباره انگیزه‌های سازمانی و انگیزه‌های شخصی مدیران». **پیشرفت‌های حسابداری**. ۸(۱)، ۳۵-۴۸.
۴. تقی‌زاده خانقاه، وحید؛ بادآور نهنندی، یونس؛ متقی، علی‌اصغر؛ تقی‌زاده، هوشنگ. (۱۳۹۸). «ارائه مدل سنجش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس اوراق بهادار تهران». **تحقیقات مالی**. ۲۱(۲)، ۲۶۴-۲۷۷.
۵. تهرانی، رضا؛ حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). «تأثیر جریان نقد آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری». **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**. انجمن حسابداری ایران، ۳(۱)، ۵۰-۶۷.
۶. حقیقت، حمید؛ رحیم‌پور، محمد. (۱۳۹۵). «اثر انگیزه‌های مدیریتی و اهداف سود بر چسبندگی هزینه». **پژوهش‌های حسابداری مالی**. ۹(۱)، ۴۱-۵۶.
۷. سجادی، سید حسین؛ حاجی‌زاده، سعید؛ نیک‌کار، جواد. (۱۳۹۳). «تأثیر چسبندگی هزینه بر تقارن زمانی سود با تأکید بر ارتباط میان چسبندگی هزینه و محافظه‌کاری شرطی». **مجله دانش حسابداری**. ۵(۱۶)، ۸۱-۹۹.
۸. سلیمانی امیری، غلامرضا؛ طباطبائی‌ان، مریم‌السادات؛ بیلندی، زهرا معصومه. (۱۳۹۷). «چسبندگی هزینه و مدیریت سود با تمرکز بر انگیزه‌های مدیریتی در صنعت سیمان». **مجله دانش حسابداری**. ۹(۴)، ۱۲۹-۱۵۱.
۹. سهیلی‌فر، فاطمه؛ احمدی، محمدرضان؛ جرجززاده، علیرضا؛ نصیری، سعید. (۱۴۰۱). «بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر رابطه بین اندازه غیربهبینی ساختار سرمایه و ناکارایی سرمایه‌گذاری‌های واحد تجاری». **مجله دانش حسابداری**. ۱۳(۲)، ۱۰۵-۱۲۸.
۱۰. صدیقی، روح‌الله؛ صفاری‌محمدآبادی، حسن. (۱۴۰۰). «تأثیر انگیزه‌های رقابتی صنعت بر کارایی سرمایه‌گذاری و بهبود ساختار سرمایه». **مجله دانش حسابداری**. ۱۲(۳)، ۸۹-۱۱۰.

۱۱. منصورفر، غلامرضا؛ حیدری، مهدی؛ کولانی، طاهره. (۱۳۹۶). «بررسی تأثیر مدیریت واقعی سود و انگیزه‌های مدیریتی بر چسبندگی هزینه». **مدیریت دارایی و تأمین مالی**، ۱(۱)، ۱-۱۶.
۱۲. نمازی، محمد؛ غلامی، رضا. (۱۳۹۳). «تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». **مجله دانش حسابداری**، ۱۷(۱)، ۲۹-۴۸.
۱۳. وقفی، سیدحسام؛ پرندین، کاوه؛ خواجه‌زاده، سامیران. (۱۳۹۸). «مطالعه رفتار چسبندگی هزینه‌ها در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران». **حسابداری و منافع اجتماعی**، ۹(۴)، ۱۳۵-۱۵۵.
۱۴. هاشمی، سیدعباس؛ اصغری، مریم؛ صدری‌زاده، سحر. (۱۳۹۷). «تأثیر توانایی مدیریت و رقابت در بازار محصول بر چسبندگی هزینه‌ها». **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۲۶(۷)، ۳۱-۴۴.
15. Arrrr oo, .. C,, Beeeer, R. D,, & aaiiii rmm,, S. N. ())))) eeee eellin,, eeeeral, ddd dministrttiee ootts ‘stick’” **Journal of Accounting Research**, 41(1), 47-63.
16. Arrrr oo, ,, Bnnrrr, R,, H,,,, , ,, & Jaaakirmm,, .. ())))) ssss t aaaa virr ddd fdddmntt al nlllyiis ff GG&A oott”” **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 22, 1-28.
17. Armstro,, C. ,, & Vsshihht,, R. (2222). eeee ttt iee tttkkk pptinn,, differential risk-tiii ni i neett ivssa aff f irm aalee.. **Journal of Financial Economics**, 104(1), 70-88.
18. Blll, R,, aayrrama,, ,, & aaaaaamnrr, .. (00)) . “Aiii ted finnnii ll reporting and voluntary disclosure as complements: A test of the ffff irmation ttttt ttt i”” **Journal of Accounting and Economics**, 53(1-2), 136-166.
19. Beeeer, R. D,, & Bzzll o,, D. (4444). yyyymmttricc oott hhhiii or”” **Journal of Management Accounting Research**, 26(2), 43-79. <https://doi.org/10.2308/jmar-50846>
20. Beeeer, R. D,, Byaal,, D,, & C,,, ,, ,, ,, . EEmplmmnt prtctinn legislation adjustment costs and cross-country differences in cost aaaa virr .. **Journal of Accounting and Economics**, 55(1), 111-127. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.08.003>
21. Brrtr,,, ,, & crrrr , A. (3333). “aa niing with still e: eee ffct ff maaarr s nn firm pll iciss”” **Quarterly Journal of Economics**, 118(4), 1169-1208.
22. Billl ,, G,, & Hilrr,, G. (6666). uuuuuuigg aalility ddd firm-level aaii tal insss tmntt .. **The Accounting Review**, 81(5), 963-982.
23. Billl ,, G,, Hilrr,, G,, & Vrrdi, R. .. (00)) . HHww ssss finccial roortigg aalility relate to insss tmntt fffiii ccy”” **Journal of Accounting and Economics**, 48(4), 112-131.

24. Clljj, K., ttllirr, & aaaaaa D. . . ())))) AA ttt e nn sst tttiii sss :: oome itt eraatiolll oomaarissss.. **Management Accounting Research**, 17(2), 127–140.
25. C,,,, , . X., , H., & Siiii nnii , . . (2222). hhhe eeecy rrlll mm corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, ddd mmmimistra.iee sstt". **Contemporary Accounting Research**, 29(1), 252–282.
26. Chen, C. X., Gores, T., & Nasev, .. (3333). MMeeerill eeeroofficce ddd sst tttikieess.. **SSRN Electronic Journal**. Retrieved from <http://papers.ssrn.com>
27. C,, .. K., Kim, .. , Gnn, K. , & ee,,, , . . . ())))) eeee effett of iiiii t uull ity nn tee ssymmetric cttt hhhiii or.. **Business Education & Research**, 28(3), 361–378.
28. Ciftii, , & aalam, .. . (111). SStiiii nsss in sss ts ddd oolntrry ii cclssrr e:: vvinnnee from maaaeemnt aarii sss fr eaatt". **Journal of Management Accounting Research**, 30(3), 211–234.
29. C,,,, , , D,,, A., & sss , .. ())))) RRaal add cccrlll -based earnings management in the pre- and post-Sarbanes–Oll ey rrr iss .. **The Accounting Review**, 83, 757–787.
30. C,,,, , , & Zrrwi, P. (0000). ccc rraal-based and real earnings maaaeemnt cctiii ties aroddd eeaeeee uuuity ffrir". **Journal of Accounting and Economics**, 50, 2–19.
31. Costa, M. D. (2020). Determinants and consequence of cost stickiness (Doctoral thesis). Massey University, Auckland, New Zealand. Retrieved from <http://hdl.handle.net/10179/16342>
32. Daryaei, A. A., Fattahi, Y., Sadeqi, H., & Hasani, R. (2021). MMneeemnt aarccterrittiss ddd oott sticii nsss: An aaamiaatinn sss dd nn eeeyy toor... **Environmental Energy and Economic Research**, 5(1), 1–15. <https://doi.org/10.22097/eeer.2020.230712.1156>
33. Diiii n,,, V((1111)a aaaf flwwaatrrna as p pryyy fir firm life yyll e.. **The Accounting Review**, 86(6), 1969–1994.
34. Dirrn,,, B., ddddmm, .. R., & Rdddr, A. (111). ooo maaagrrial incentives drive cost behavior? Evidence about the role of the zero aarniss bccchmark for lbrr sst t hhhiii or in privtt e Bll ginn firms.. **The Accounting Review**, 87(4), 1219–1246.
35. llll eeecer, , & aa , R. (6666). ppppppate fiaaiii al pll iyy ddd the ll ee ff aahh. **The Journal of Finance**, 61(4), 1957–1990.
36. Hrrtlie, , , , & Eirr, B. (222). eeee s oommiii ty cccill aapital fffct ammmetric oott hhhaii rr". **Management Accounting Research**, 46, 1–15.

37. Hill, N., & Vile, N. (2000). The effects for managers to behave opportunistically because they are apostates to their interests. *Journal of Business Ethics*, 19(1), 1-15.
38. Ezzamel, C. (1998). The effects of free cash flow on corporate performance. *American Economic Review*, 76(3), 323-329.
39. Kimm, I., & Ezzamel, D. (2011). The effects of free cash flow on corporate performance. *Journal of Accounting Research*. Forthcoming. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2148888>
40. Kimm, I., & Ezzamel, D. (2011). The effects of free cash flow on corporate performance. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 201-224. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00471.x>
41. Kimm, I., & Ezzamel, D. (1999). The effects of free cash flow on corporate performance. *Review of Financial Studies*, 22(6), 2169-2199.
42. Kimm, I. (2000). The effects of free cash flow on corporate performance. *Journal of Business Ethics*, 19(1), 1-15.
43. Lopatta, K., Kaspereit, T., & Gastone, L. (2000). The effects of free cash flow on corporate performance. *Management Decision Economic*, 41, 800-826.
44. Maher, M. W., Stickney, C. P., & Weil, R. L. (2008). *Managerial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods and Uses* (10th ed.). Mason, OH: Thomson Higher Education.
45. Coughlan, J., & Schmidt, D. (1985). The effects of free cash flow on corporate performance. *The Accounting Review*, 83, 1571-1603.
46. Oh, H. (2002). The effects of free cash flow on corporate performance. *Journal of Industrial Distribution & Business*, 13(1), 11-21.
47. O, H., & Bee, H. (2000). The effects of free cash flow on corporate performance. *Korean International Accounting Review*, 97, 55-80.
48. O, H., & Bee, H. (2000). The effects of free cash flow on corporate performance. *Journal of Business Ethics*, 19(1), 1-15.
49. Rii mrr, K. (1999). The effects of free cash flow on corporate performance. In *Asymmetric Cost Behavior: Quantitative Controlling* (pp. -). Wiesbaden: Springer Gabler. https://doi.org/10.1007/978-3-658-22822-4_4
50. Ezzamel, C. (1998). The effects of free cash flow on corporate performance. In G. M. Constantinides, M. H. Harris & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 111-165). Amsterdam: Elsevier.
51. Ezzamel, C., Haa, Y., Li, X., & W, X. (2002). The effects of free cash flow on corporate performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(2), 544-569.
52. Verrill, R. (1998). The effects of free cash flow on corporate performance. M.I.T. Working Paper.

53. X,,, & H,,, . (6666). aarii nss maaagmmnt, ooroort e rrrr rccce ddd pppssse tiiii sss". **China Journal of Accounting Research**, 9(1), 41–58.
54. X,, C. (1111). RRsserrhh on finccigg ssss trii nts ddd sss t ttikkieess in high capacity industries — mmmmpiricll tssts ff tteel iuuutr... **Advances in Economics, Business and Management Research**, 165. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.210210.040>
55. ,,,, . (1111). ooott tiiii sss,, ooroortte rikk ddd maaagmmnt aaarlill ii gg.. **E3S Web of Conferences**, 253. EDP Sciences.





The Effect of Managers' Personal Motives on Investment Inefficiency: The Mediating Role of Cost Stickiness

Mahdi Saghafi¹©

Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Iran

Abdolkarim Moghaddam

Associate professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Iran

Fateme Ramezani

MSc. in Accounting, Payame Noor University, Iran

(Received: April 10, 2023; Accepted: August 07, 2023)

Investment inefficiency is caused by information asymmetry and agency theory. Managers' opportunistic motives lead to information asymmetry and deviation of the company from optimal investments. In other words, managers may seek to maximize their personal benefits through cost management. This behavior of managers will lead to asymmetric and ineffective investment. The present research was conducted with the aim of investigating the mediating role of cost stickiness in the relationship between management's personal motivations and investment inefficiency. In this research, the data of 1024 company-years from companies admitted to the Iran Stock Exchange during the period of 2014 to 2021 have been analyzed using linear regression models and the Sobel test. The results of the multiple regression test, taking into account the fixed effects of year and industry, showed that Personal motivations and cost stickiness affect investment inefficiency, and cost stickiness can be the result of managers' opportunistic decisions and cause investment inefficiency.

Keywords: Investment Inefficiency, Cost Stickiness, Management's Personal Motivations.

¹ saghafi.mahdi@pnu.ac.ir © (Corresponding Author)