

## بررسی نقش نظارتی ساختار مالکیت و خط مشی بدهی بر کنترل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر حسین فخاری\*      دکتر محمد کاشانی پور\*\*      محمدعلی رجب بیکی\*\*\*  
دانشگاه مازندران      دانشگاه تهران- واحد قم      دانشگاه مازندران

### چکیده

علاقه‌مندی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در تصمیم‌گیری مربوط به سرمایه‌گذاری و اعتباردهی در شرکت‌هایی با جریان نقدی آزاد بالا بیانگر اهمیت جریان نقدی آزاد به عنوان یکی از معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها است. جریان نقدی آزاد بیانگر وجه نقدی است که مدیران پس از صرف مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها در اختیار دارند، از سوی دیگر انتظار می‌رود افزایش جریان نقدی آزاد عامل مشوقی در بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران و افزایش مشکلات نمایندگی باشد. در این تحقیق کارآیی ساختار مالکیت و خط‌مشی بدهی به عنوان مکانیزم‌هایی برای کاهش مشکلات نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد مورد بررسی قرار می‌گیرد. بر این اساس، در این تحقیق ارتباط متقابل بین جریان نقدی آزاد، خط مشی بدهی و ساختار مالکیت در ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ به روش حداقل مربعات سه مرحله‌ای (3SLS) مورد تحلیل قرار گرفته است. یافته‌های ما نشان می‌دهد که سطح جریان نقدی آزاد با خط مشی بدهی و تمرکز مالکیت رابطه‌ی منفی و معناداری داشته اما بر خلاف پیش‌بینی‌ها مالکیت نهادی و مالکیت مدیران با سطح جریان نقدی آزاد رابطه‌ی مثبت و معناداری دارد. این یافته‌ها می‌تواند برای استانداردگذاران حسابداری از جهت ارائه‌ی اطلاعات داوطلبانه و همچنین برای سیاست‌گذاران بورس در جهت الزام شرکت‌ها به افشاء جریان‌های نقدی آزاد مفید باشد.

**واژه‌های کلیدی:** جریان نقدی آزاد، خط مشی بدهی، ساختار مالکیت، تئوری نمایندگی، معادلات هم‌زمان.

\* استادیار دانشکده علوم اقتصادی و اداری گروه حسابداری (نویسنده مسئول، h.fakhari@umz.ac.ir)

\*\* دانشیار دانشکده علوم اقتصادی و اداری گروه حسابداری      \*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۱۰/۲۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱۲/۲۰

## ۱. مقدمه

براساس تئوری نمایندگی جنسن و مک‌لینگ<sup>۱</sup> (۱۹۷۶) به دلیل جدایی مالکیت از مدیریت، تضاد منافع<sup>۲</sup> بین مدیر و مالک اجتناب‌ناپذیر است زیرا هر کدام در پی به حداکثر رساندن منافع خود هستند. به دلیل وجود چنین تضاد منافی مالکان باید مخارجی را متحمل گردند تا بتوانند منافع نماینده را با خود همسو کنند (زهیرول<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰). طبق نظر جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) در صورت وجود تضاد منافع، مدیران به دلیل دسترسی به منابع و سهامداران به دلیل دور بودن از کنترل، نیازمند مکانیزم‌هایی برای کنترل و کاهش هزینه‌ها هستند. از سوی دیگر، هم‌سویی منافع ناشی از ساختار مالکیت<sup>۴</sup> مناسب و ساختار مطلوب بدهی می‌تواند مشکلات نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد<sup>۵</sup> را کاهش دهد (فاتما و چیچتی<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱).

جریان نقدی آزاد، وجه نقدی مازادی است که مدیران پس از صرف مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه‌ی دارایی‌ها، در اختیار دارند. انتظار می‌رود با افزایش منابع در اختیار مدیریت، تعداد افراد ذی‌نفع نیز افزایش یابد که پیامد چنین شرایطی بروز تضاد منافع بین گروه‌های ذی‌نفع است (رجبی و همکاران، ۱۳۸۷). هنگامی که شرکت با میزان زیادی جریان نقدی آزاد روبه‌رو است احتمال رفتارهای فرصت طلبانه مدیران نیز افزایش می‌یابد. منظور از رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، تصمیمات سرمایه‌گذاری است که مدیران در موقعیت‌های نامطمئن و پرخطر می‌گیرند و معمولاً بازده متفاوتی از جریان عادی عملیات شرکت دارد (هاشمی و همکاران، ۱۳۸۹).

یک راه حل کارآ در چنین مواقعی استفاده از بدهی‌هاست (جنسن، ۱۹۸۶). در مورد اثر بدهی بر مشکلات ناشی از تضاد منافع دو قضیه مهم مطرح است: اول افزایش اهرم مالی به دلیل فشار ناشی از قراردادهای بدهی، تضاد منافع ناشی از رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را که منجر به بیش سرمایه‌گذاری<sup>۷</sup> می‌شود، کاهش می‌دهد به این معنی که هزینه‌های نمایندگی<sup>۸</sup> کاهش می‌یابد (لاروکا و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۰۴ و جنسن، ۱۹۸۶ و پیندادو و دی لاتوره<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۹). دوم به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۱۱</sup> بدهی، تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان را که منجر به ایجاد مسأله جابه‌جایی دارایی<sup>۱۲</sup>، انتخاب نادرست<sup>۱۳</sup>، خطر اخلاقی<sup>۱۴</sup> و در نهایت کم سرمایه‌گذاری<sup>۱۵</sup> می‌شود، افزایش می‌دهد. (لاروکا و همکاران، ۲۰۰۴ و پیندادو و دی لاتوره، ۲۰۰۹) در واقع شرکت‌هایی که تعهدات بدهی بیش‌تری دارند، بدون

توجه به ماهیت فرصت‌های رشد خود، سرمایه‌گذاری کم‌تری انجام می‌دهند. (میرز<sup>۱۶</sup>، ۱۹۷۷)

راه حل دیگر برای کاهش هزینه‌های نمایندگی استفاده از ساختار مالکیت مطلوب است. ساختار مالکیت مناسب به عنوان یکی از مکانیزم‌های مؤثر حاکمیت شرکتی برای به حداقل رساندن هزینه‌های مرتبط با تفکیک مدیریت و مالکیت مطرح است. شواهد نشان می‌دهد که هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های دارای سهام مالکیت مدیریتی بالا به خاطر هم‌سویی اهداف مدیر و سهامدار؛ در شرکت‌هایی با مالکیت سهام‌داران نهادی به دلیل در اختیار داشتن منابع، دانش و توانایی در جهت کنترل مدیریت و در شرکت‌های دارای سهام‌داران بلوکی بزرگ که قادر به نظارت بر فعالیت‌های مدیریتی هستند، کاهش می‌یابد. (فرانکفورت<sup>۱۷</sup> و همکاران<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۲ و جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶ و فضل زاده و همکاران، ۱۳۸۸)

درباره ارتباط بین جریان نقدی آزاد با خط مشی بدهی<sup>۱۸</sup> نتایج تحقیقات انجام شده (فاتما و چیچتی، ۲۰۱۱ و آگوستینو و پرودینسیو<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۰) نشان می‌دهد که با افزایش اهرم مالی<sup>۲۰</sup> به تدریج میزان جریان نقدی آزاد کاهش می‌یابد؛ اما درباره ویژگی‌های ساختار مالکیت یافته‌های متفاوتی به دست آمده است. در مورد تمرکز مالکیت<sup>۲۱</sup> در فیلید و همکاران<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۷) بیان می‌کند که تمرکز مالکیت هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد، اما نتایج تحقیق فاتما و چیچتی (۲۰۱۱) بیان می‌کند که حضور سهام‌داران عمده ریسک جریان نقدی آزاد را افزایش می‌دهد. هم‌چنین فلمینگ و همکاران<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۵)، مک نایت و ویر<sup>۲۴</sup> (۲۰۰۹) و فاتما و چیچتی (۲۰۱۱) اعتقاد دارند افزایش مالکیت مدیران<sup>۲۵</sup> منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود و دارن<sup>۲۶</sup> (۲۰۱۰) بیان می‌کند که مالکیت نهادی<sup>۲۷</sup> اثر منفی بر هزینه‌های نمایندگی دارد.

با توجه به اهمیت مشکلات نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین مالکان و مدیران در استفاده بهینه از جریان‌های نقدی آزاد در فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری و هم‌چنین تأثیر خط مشی بدهی و ساختار مالکیت شرکت‌ها به عنوان مکانیزم‌های کاهش هزینه‌های نمایندگی، این تحقیق درصدد است تا به کارآیی تأثیر خط مشی بدهی و ساختار مالکیت به عنوان مکانیزم‌های حل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان‌های نقدی آزاد در شرکت‌های ایرانی بپردازد. بر این اساس در ادامه مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش مطرح شده و پس از طرح فرضیه و متغیرهای تحقیق به تجزیه و تحلیل یافته‌ها پرداخته می‌شود.

## ۲. مبانی نظری پژوهش

با درک اثر بالقوه جریان‌های نقدی آزاد در بروز هزینه‌های نمایندگی و نقش بدهی و ساختار مالکیت در کاهش هزینه‌های نمایندگی در ادامه به بررسی مبانی نظری متغیرهای به کار گرفته شده در این تحقیق می‌پردازیم:

**جریان نقدی آزاد:** مفهوم جریان نقدی آزاد اولین بار توسط جنسن (۱۹۸۶) مطرح شد. او جریان‌های نقدی آزاد را به عنوان وجه نقد مازاد پس از سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت تعریف کرد. جنسن (۱۹۸۶) معتقد است وجود جریان نقدی آزاد می‌تواند بر میزان رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران تأثیر زیادی داشته باشد زیرا در صورت وجود جریان نقدی آزاد بالا در شرکت، مدیر می‌تواند وجوه مازاد را در فرصت‌های مختلفی سرمایه‌گذاری کند. با توجه به محدود بودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطمئن و پربازده و مسأله تضاد نمایندگی، مدیران سرمایه‌گذاری‌هایی انجام خواهند داد که بازده کم‌تری از هزینه سرمایه شرکت دارد. به هزینه‌هایی که در این وضعیت به سهام‌داران تحمیل می‌شود در اصطلاح هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد اطلاق می‌گردد. پائول و همکاران<sup>۲۸</sup> (۲۰۰۹) معتقدند طبق تئوری نمایندگی، وجود جریان‌های نقدی آزاد ممکن است سبب شود برخی مدیران جریان‌های نقدی آزاد را در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری کنند تا در کوتاه مدت برخی منافع شخصی خود را تأمین کنند، آنچه که در ادبیات مالی به بیش سرمایه‌گذاری شهرت دارد. از سوی دیگر به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی این احتمال وجود دارد که وجود جریان‌های نقدی آزاد سبب شود تا مدیران منابع داخلی را نسبت به منابع خارجی ترجیح دهند که در این صورت سهام‌داران با مشکل کم سرمایه‌گذاری روبه‌رو می‌شوند. در هر حال به نظر می‌آید جریان‌های نقدی آزاد به سبب تئوری نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی هزینه‌های زیادی را بر سهام‌داران تحمیل کنند (میگوئل و همکاران<sup>۲۹</sup>، ۲۰۰۴).

بر اساس تئوری‌های فوق در این تحقیق ریسک جریان نقدی آزاد و برخی مکانیزم‌های کاهش آن مورد بررسی قرار می‌گیرد. جریان‌های نقدی آزاد از رابطه‌ی سود عملیاتی به‌علاوه استهلاک منهای مالیات، سرمایه‌گذاری خالص و تغییر در سرمایه‌ی در گردش تقسیم بر جمع دارایی‌ها محاسبه شده و سپس با تقسیم بر کیو توبین دوره قبل ( $t-1$ ) ریسک جریان نقدی آزاد به دست می‌آید، زیرا سرمایه‌گذاری‌هایی که در سال جاری ( $t$ ) انجام می‌شود به فرصت‌های

رشد در سال قبل (t-1) بستگی دارد (فاتما و چیچتی، ۲۰۱۱).

**خط مشی بدهی:** براساس ادبیات تئوری نمایندگی<sup>۳۰</sup>، استفاده‌ی بیش‌تر از بدهی‌ها در ساختار سرمایه‌ی شرکت، به عنوان مکانیزم کاهش هزینه‌های نمایندگی تلقی می‌شود، زیرا استفاده بیش‌تر از بدهی‌ها در ساختار سرمایه‌ی شرکت، از طریق کاهش نیاز به تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام، باعث کاهش تعارضات و تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). دو نظریه‌ی مهم در ادبیات مالی در مورد نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها نظریه‌ی سلسله مراتبی و توازن پایدار است. براساس تئوری سلسله مراتبی شرکت‌ها در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود، سلسله مراتب معینی را طی می‌کنند. طبق این تئوری، در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران، تأمین مالی از محل منابع داخل شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می‌دهند، اما تئوری توازن پایدار بیان می‌کند که مزیت مالیاتی بدهی، ارزش شرکت با بدهی بیش‌تر را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر، هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از عدم ایفای به موقع تعهدات بدهی، ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. بنابراین ساختار سرمایه‌ی شرکت را می‌توان به منزله‌ی توازن بین مزیت‌های مالیاتی بدهی و هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از بدهی تلقی کرد (باقرزاده، ۱۳۸۲، کیمیاگری و همکاران، ۱۳۸۷).

**ساختار مالکیت:** ساختار مالکیت شرکت نیز به عنوان یکی از مکانیزم‌های اصلی حاکمیت شرکتی برای کنترل مدیران و کاهش تضاد نمایندگی می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیر گذارد. منظور از ساختار مالکیت، ترکیب سهام‌داران شرکت است. هر یک از انواع مالکیت می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها تأثیرگذار باشد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۸)، زیرا متفاوت بودن نوع مالکیت می‌تواند در نظارت و کنترل مدیریت و کاهش هزینه‌های نمایندگی نقش مهمی ایفا کند بنابراین باید در تصمیمات سرمایه‌گذاری و مالی توسط سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر تصمیم‌گیرندگان مورد توجه قرار گیرد (محمدی و همکاران، ۱۳۸۸). تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریت و مالکیت نهادی سه ویژگی هستند که ساختار مالکیت یک شرکت را در این تحقیق مشخص می‌کنند.

**تمرکز مالکیت:** تمرکز مالکیت اشاره به سهام‌دارانی دارد که حداقل ۵٪ سهام یک شرکت را در تملک داشته باشند. بنا به عقیده شیفر و ویشنی<sup>۳۱</sup> (۱۹۸۶) نظارت کارآمد سهام‌داران

عمده موجب افزایش ارزش سهام شرکت هم‌سو با ارزش سهام متعلق به سهام‌داران عمده می‌شود. اعمال کنترل توسط سهام‌داران عمده ریسک را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر تمرکز مالکیت نقدینگی بازار سهام را کاهش می‌دهد و در شرکت‌هایی با اهرم بالا، عملکرد ضعیف و هزینه ورشکستگی بالا، سهام‌داران عمده مدیریت را به پذیرش ریسک اضافی مجبور می‌کنند که منجر به از دست رفتن ثروت بستانکاران می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶)، بنابراین ارزش شرکت با تمرکز مالکیت در سطوح پایین، افزایش (اثر نظارت کارآمد) و با سطوح بالای تمرکز مالکیت، کاهش می‌یابد (اثر سلب مالکیت از سهام‌داران اقلیت) (میگوئل و همکاران، ۲۰۰۴).

**مالکیت مدیران:** مالکیت مدیران به عنوان درصدی از سهام که توسط هیأت مدیره نگهداری می‌شود، تعریف شده است. براساس نظر جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) مدیران تمایل دارند که منابع شرکت را در جهت به حداکثر رساندن منافع خودشان حتی در تضاد با منافع سهام‌داران به مصرف برسانند. با افزایش درصد مالکیت مدیران منافع آن‌ها با سهام‌داران هم‌سو شده، تضاد به حداقل رسیده و مدیران مبادرت به پذیرش پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت در جهت حداکثر ساختن ارزش شرکت دارند (فرضیه همگرایی منافع). اما زمانی که مدیریت مالک درصد قابل توجهی از سهام شرکت باشد، به دلیل اثرگذاری کافی و اطمینان از حفظ موقعیت شغلی، به استفاده از جریان نقدی آزاد شرکت در جهت منافع خویش با به دست گرفتن پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص منفی گرایش می‌یابد (فرضیه فرصت‌گرایی مدیران) (میگوئل و همکاران، ۲۰۰۴).

**مالکیت نهادی:** مالکیت نهادی، درصد سهام نگهداری شده توسط سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری است (بوشی<sup>۳۲</sup>، ۱۹۹۸). امروزه نقش سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان واسطه انتقال وجوه و پس‌اندازها به بازار سرمایه و مدیریت منابع در بازارهای مالی روز به روز اهمیت بیش‌تری می‌یابد (فخاری و طاهری، ۱۳۸۹). الگازار<sup>۳۳</sup> (۱۹۹۸) بیان می‌کند که سهام‌داران نهادی که ثروت و منابع مالی زیادی در اختیار دارند، گرایش بیش‌تری در به دست آوردن و استفاده از اطلاعات گران‌تر و با ارزش‌تر برای پیش‌بینی قدرت سودآوری آتی شرکت‌ها، نسبت به دیگر سرمایه‌گذاران دارند. سهام‌داران نهادی با توجه به نوع فعالیت‌های نظارتی که انجام می‌دهند می‌توانند موجب تغییر رفتار شرکت‌ها شوند (بوشی، ۱۹۹۸)، زیرا سهام‌داران نهادی انگیزه‌های یکسانی برای نظارت بر مدیریت ندارند. بر

این اساس سرمایه گذاران نهادی را می توان به دو دسته منفعل (موقت) و فعال تقسیم کرد. سرمایه گذاران نهادی منفعل دیدگاه کوتاه مدت و گذرا دارند و برای آن ها قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده و عملکرد جاری را به عملکرد بلند مدت شرکت ترجیح می دهند. در مقابل، سرمایه گذاران نهادی فعال دیدگاه بلند مدت داشته و عملکرد بلندمدت شرکت را مد نظر دارند. بنابراین انگیزه های زیادی برای داشتن نماینده در هیأت مدیره شرکت های سرمایه پذیر، برای نظارت فعالانه بر تصمیمات مدیریت دارند. (ابراهیمی کردلر و همکاران، ۱۳۸۹)

**اندازه شرکت:** از لحاظ تئوری، اثر اندازه شرکت بر اهرم مالی مبهم است. از یک طرف، برخی از پژوهشگران معتقدند که شرکت های بزرگتر بسیار متنوعتر از شرکت های کوچکتر هستند و به همین دلیل پراکندگی سود کمتری دارند که آن ها را قادر به پذیرش نسبت بدهی بالاتری می سازد، اما برخی دیگر از پژوهشگران معتقدند با توجه به عدم تقارن اطلاعات، هنگامی که تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام انجام می شود این احتمال وجود دارد که شرکت های کوچک نسبت به شرکت های بزرگ توسط سرمایه گذاران کم تر از واقع قیمت گذاری شوند (هالو و هیدر<sup>۳۴</sup>، ۲۰۰۵). در حالی که شرکت های کوچک می توانند با استفاده از بدهی با نرخ بهره ثابت، هزینه کمتری نسبت به قیمت گذاری نادرست تحمل کنند. بنابراین شرکت های کوچک باید به استفاده از بدهی های بیش تر در مقایسه با شرکت های بزرگ تمایل داشته باشند (فاتما و چیچتی، ۲۰۱۱).

**دارایی مشهود:** افزایش دارایی های مشهود شرکت، موجب افزایش توانایی برای تأمین مالی از طریق بدهی می شود، زیرا دارایی های مشهود را می توان به عنوان وثیقه استفاده کرد. سطح دارایی های ثابت مشهود ممکن است به شرکت برای کسب بدهی های بیش تر در دراز مدت کمک کند (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰)، اما ممکن است همزمان هزینه های نمایندگی با دارایی های ثابت مشهود افزایش یابد، چراکه اطلاعات نشان می دهد که سودهای آتی در این شرکت ها کم تر می شود. بنابراین در شرکت هایی که دارایی مشهود بیش تری دارند، انتظار می رود رابطه ای منفی بین دارایی های ثابت مشهود و نسبت بدهی وجود داشته باشد (بوز و همکاران<sup>۳۵</sup>، ۲۰۰۱).

**مالیات:** با توجه به تئوری توازن پایدار، شرکت ها با نرخ مالیات بالاتر باید از بدهی بیش تری استفاده کنند تا بتوانند از صرفه جویی مالیاتی ناشی از بدهی استفاده بهتری ببرند

(فاتما و چیچتی، ۲۰۱۱).

**فرصت‌های رشد:** جنسن (۱۹۸۶) بیان می‌کند که فرصت‌های رشد کم جریان نقدی آزاد را افزایش می‌دهد، بنابراین احتمال بیش سرمایه‌گذاری توسط مدیران افزایش می‌یابد. با افزایش تأمین مالی از طریق بدهی می‌توان رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را که منجر به بیش سرمایه‌گذاری می‌شود کاهش داد. از سوی دیگر میرز (۱۹۷۷) اظهار می‌دارد که اهرم مالی بالا انگیزه‌های مدیران و سهام‌داران را برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور کاهش می‌دهد، زیرا مزایای حاصل از آن به جای سهام‌داران به بستانکاران منتقل می‌شود.

**سودآوری:** در مورد آثار سودآوری بر اهرم مالی نظرات متفاوتی وجود دارد. با توجه به تئوری توازن پایدار، شرکت‌های با سود بیش‌تر باید اهرم مالی بالاتری داشته باشند زیرا آن‌ها مالیات بیش‌تری پرداخت می‌کنند. هم‌چنین، بر اساس تئوری جریان نقدی آزاد شرکت‌ها با سود بیش‌تر باید از بدهی‌های بیش‌تری برای کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران استفاده کنند، اما از نقطه نظر تئوری سلسله مراتبی، شرکت‌ها با سود بیش‌تر نیاز کم‌تری به تأمین مالی خارجی دارند و در نتیجه باید اهرم مالی پایین‌تری داشته باشند (فاتما و چیچتی، ۲۰۱۱).

**ریسک شرکت:** بر اساس تئوری توازن پایدار، تئوری سلسله مراتبی و تئوری نمایندگی پیش‌بینی می‌شود که ریسک شرکت به عنوان معیاری برای سنجش احتمال ورشکستگی شرکت، با اهرم مالی رابطه‌ای مثبت داشته باشد، اما از نظر تجربی نتایج متفاوتی به دست آمده است. برخی از پژوهش‌گران در تحقیقات خود به رابطه‌ی مثبت دست یافتند، اما برخی دیگر از پژوهش‌گران به رابطه‌ی منفی اشاره کردند (فاتما و چیچتی، ۲۰۱۱).

### ۳. پیشینه‌ی پژوهش

#### ۳-۱. پژوهش‌های خارجی

جنسن (۱۹۸۶) برای اولین بار جریان وجوه نقدی آزاد را در شرکت‌های نفت و گاز مورد بررسی قرار داد و بیان کرد که شرکت‌هایی که جریان وجوه نقدی آزاد بالاتری دارند، با تضاد منافع بیش‌تری روبه‌رو هستند. او نشان داد که بدهی نقش مهمی در جلوگیری از سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقدی آزاد در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی توسط مدیران،



ایفا می‌کند.

وو<sup>۳۶</sup> (۲۰۰۴)، نقش ساختار مالکیت در خط مشی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ژاپن را بررسی کرد. نتایج وی نشان داد که اهرم مالی بر جریان نقدی آزاد در شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد پایین اثر مثبت بیش‌تری نسبت به شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالا دارد.

پیندادو و دی لاتوره (۲۰۰۵) تأثیر ساختار مالکیت بر خط مشی بدهی را بررسی کردند. نتایج حاکی از آن است که با جریان نقدی آزاد، تمرکز مالکیت، تأمین مالی از طریق انتشار اوراق قرضه را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت رابطه بین مالکیت مدیریت و بدهی‌ها را تغییر نمی‌دهد زیرا هنگامی که مدیران در کنترل هستند، نقش نظارت سهام‌داران بیرونی غیر مؤثر می‌شود بنابراین رابطه‌ی بین تمرکز مالکیت و بدهی توسط مالکیت مدیریت تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

چانگ و همکاران<sup>۳۷</sup> (۲۰۰۵) در تحقیقی با عنوان مدیریت سود، جریان نقدی آزاد و نظارت برون سازمانی به بررسی مجدد مشکل نمایندگی ناشی از جریان وجوه نقدی آزاد مطرح شده توسط جنسن پرداختند. آن‌ها دریافتند زمانی که شرکت‌ها دارای جریان وجوه نقد آزاد بالا و فرصت‌های رشد پایین باشند، بین مالکان و مدیران در مورد چگونگی مصرف جریان وجوه نقدی آزاد تضاد وجود دارد، در نتیجه این گونه شرکت‌ها درگیر مشکلات نمایندگی ناشی از جریان وجوه نقدی آزاد هستند.

فلمینگ و همکاران (۲۰۰۵) بررسی کردند که چگونه هزینه‌های نمایندگی زمانی که مالکیت و کنترل از هم جدا هستند، تغییر می‌یابد. یافته‌های آن‌ها نشان داد که هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌هایی که توسط سهام‌داران مدیریت می‌شوند کاهش می‌یابد، برطبق این امر آن‌ها استدلال کردند که کاهش جدایی مالکیت و کنترل، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد.

دی جونگ و ون دیک<sup>۳۸</sup> (۲۰۰۷) روابط بین اهرم مالی و چهار مسأله نمایندگی یعنی انتقال مستقیم ثروت، جایگزینی دارایی، کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نتایج ناشی از تجزیه و تحلیل آماری نشان داد که ویژگی‌های جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی به عنوان عوامل تعیین کننده بیش سرمایه‌گذاری، هستند.

دریفیلد و همکاران (۲۰۰۷) آثار ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه و ارزش شرکت را با استفاده از مدل حداقل مربعات سه مرحله‌ای بررسی کردند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت آثار مثبت قابل توجهی بر اهرم مالی و ارزش شرکت دارد. علاوه بر این، تمرکز مالکیت موجب به حداقل رساندن هزینه‌های نمایندگی می‌شود.

مک نایت و ویر (۲۰۰۹) تأثیر ساختار مالکیت بر سه معیار هزینه‌های نمایندگی شامل نسبت فروش به کل دارایی‌ها، تعامل جریان‌های نقدی آزاد و پیش‌بینی رشد و تعدادی از هزینه‌های نمایندگی مالکیت را در شرکت‌های بزرگ بریتانیایی پذیرفته شده در بورس بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که تغییر در ساختار هیأت مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تأثیر نمی‌گذارد. هم‌چنین داشتن یک کمیته تعیین، هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد و افزایش مالکیت هیأت مدیره نیز به کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند. در نهایت بدهی هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد.

دارن (۲۰۱۰) به مطالعه در مورد مکانیزم‌های مؤثر بر کاهش هزینه‌های نمایندگی پرداخت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که مالکیت نهادی اثر منفی بر هزینه‌های نمایندگی دارد و روابط غیرخطی بین مالکیت مدیران و مالکیت خارجی و سطح هزینه‌های نمایندگی ایجاد شده توسط شرکت وجود دارد. اگرچه، نتایج شواهد محدودی، در مورد تأثیر ساختار سرمایه بر هزینه‌های نمایندگی ارائه می‌دهد.

آگوستینو و پرودنسیو (۲۰۱۰) توانایی ساختار سرمایه، خط مشی تقسیم سود، ساختار هیأت مدیره و ساختار مالکیت را در محدود کردن ریسک جریان نقدی آزاد تحلیل کردند. آن‌ها نتیجه گرفتند که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی استبداد مدیریت را محدود می‌کند. هم‌چنین یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که اهرم مالی نقش مهمی در کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد ایفا می‌کند.

فاتما و چیچتی (۲۰۱۱) به بررسی نقش ساختار مالکیت و خط‌مشی بدهی برای کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد در بورس تونس پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که شرکت‌ها با مشکل بیش سرمایه‌گذاری، اهرم مالی بیش‌تری دارند و مطابق با فرضیه جریان نقدی آزاد تأثیر اهرم مالی بر جریان نقدی آزاد به طور قابل توجهی منفی است. علاوه بر این، مالکیت مدیران و مالکیت دولت بر سطح جریان نقدی آزاد اثر منفی دارد با این

حال، تمرکز مالکیت ریسک جریان نقدی آزاد را افزایش می‌دهد. اگرچه، مالکیت نهادی بر جریان نقدی آزاد تأثیری معنادار ندارد.

یوتامی و اینانگا<sup>۳۹</sup> (۲۰۱۱)، ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی جریان نقدی آزاد، خط مشی تقسیم سود و اهرم مالی را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اندونزی بررسی کردند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که جریان نقدی آزاد بر خط مشی تقسیم سود تأثیر منفی دارد، اما تأثیر مثبتی بر اهرم مالی دارد.

### ۲-۳. پژوهش‌های داخلی

اگرچه در ادبیات تحقیقات مالی و حسابداری ایران تاکنون تحقیقی که موضوع ریسک جریان نقدی آزاد را به صورت هم‌زمان و با استفاده از روش حداقل مربعات سه مرحله‌ای که روشی جدید برای برآورد ارتباط متقابل بین متغیرها است، انجام نشده ولی در ادامه، تحقیقاتی که به بخشی‌هایی از موضوع تحقیق مربوط می‌شود، ارائه می‌گردد.

رضوانی راز و حقیقت (۱۳۸۴) در تحقیقی به بررسی رابطه‌ی بین جریان‌های نقدی آزاد و میزان بدهی با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه‌ی شرکت پرداختند. یافته‌های این تحقیق نشان داد که در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین و در شرکت‌های بزرگ، بین جریان‌های نقدی آزاد و میزان بدهی رابطه‌ی مثبت معنی‌داری وجود دارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان، در تصمیمات خود برای سرمایه‌گذاری و اعتباردهی، منبع تأمین مالی داخلی و معیار ارزیابی توان بازپرداخت بدهی، یعنی جریان نقدی آزاد را مورد توجه قرار می‌دهند.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) در مطالعه‌ای به تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که رابطه‌ی معنادار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه‌ی معنادار و مثبت بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت معنادار و منفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد و در مورد مالکیت خارجی اطلاعاتی که بیانگر مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی در شرکت‌های نمونه‌ی آماری باشد، مشاهده نشد. در مورد مالکیت خصوصی نیز بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه‌گذاران شرکتی باشد.

هاشمی و کمالی (۱۳۸۹)، تأثیر افزایش تدریجی اهرم مالی، میزان جریان نقدی آزاد و رشد شرکت بر مدیریت سود را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که میزان مدیریت سود در شرکت‌هایی که همواره درجه اهرم مالی زیادی دارند با شرکت‌هایی که به تدریج درگیر افزایش اهرم مالی می‌شوند تفاوت معناداری ندارد. سایر نتایج پژوهش نشان می‌دهد جریان نقدی آزاد و رشد شرکت عواملی تأثیرگذار در بروز رفتارهای فرصت طلبانه مدیران هستند که بر میزان مدیریت سود تأثیرگذار بوده است.

اسدی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی رابطه‌ی بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت پرداخته‌اند. نتایج نشان داد که رابطه‌ای معکوس بین اهرم مالی و ساختار مالکیت شرکت‌های وجود دارد، هم‌چنین با توجه به این که سرمایه‌گذاران نهادی نقش قابل ملاحظه‌ای در انتقال اطلاعات دارند و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند، وجود رابطه‌ای معنی‌دار بین ساختار مالکیت و ساختار سرمایه موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. هم‌چنین یافته‌های آن‌ها نشان داد شرکت‌هایی که مالکیت آن‌ها در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی است به استفاده از اهرم مالی کم‌تری تمایل دارند.

نمازی و شکرالهی (۱۳۹۲) تعامل بین جریان نقدی آزاد، سیاست بدهی و ساختار مالکیت را مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های این تحقیق نشان داد که استفاده از بدهی به دلیل اثر متقابل آن بر ریسک جریان نقدی آزاد، راه حل مناسبی برای کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد نیست و باعث افزایش آن نیز می‌شود. هم‌چنین متغیرهای تمرکز مالکیت نهادی و مالکیت دولتی دارای اثر منفی با اهمیت و متغیر سطح مالکیت نهادی دارای اثر مثبت با اهمیت بر ریسک جریان نقدی آزاد است.

#### ۴. فرضیات پژوهش

با مروری بر ادبیات تحقیق و تحقیقات انجام شده در مورد موضوع تحقیق ملاحظه می‌شود که تاکنون در ایران تحقیقی که به طور همزمان اثر خط مشی بدهی و ساختار مالکیت را بر هزینه‌ی نمایندگی ناشی از جریان وجوه نقدی آزاد بررسی کند، وجود ندارد. بر این اساس این تحقیق درصدد است تا با استفاده از طرح تحقیق به کار گرفته شده توسط فاتما و چیچتی در سال ۲۰۱۱ به باز آزمون این مدل در بازار سرمایه ایران بپردازد. بنابراین فرضیات تحقیق

به صورت زیر مطرح می‌شود:

۱. بین سطح جریان نقدی آزاد و خط مشی بدهی، رابطه‌ی متقابل و معناداری وجود دارد.
۲. تمرکز مالکیت بر رابطه‌ی متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و خط مشی بدهی اثر دارد.
۳. مالکیت مدیران بر رابطه‌ی متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و خط مشی بدهی اثر دارد.
۴. مالکیت نهادی بر رابطه‌ی متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و خط مشی بدهی اثر دارد.

### ۵. روش پژوهش

برای انجام پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌ی زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۵ به عنوان جامعه‌ی آماری در نظر گرفته شدند و نمونه‌ی آماری از میان این شرکت‌ها استخراج شده است. شرایط انتخاب شرکت‌ها به عنوان نمونه، به شرح زیر است:

۱. پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند ماه باشد.
۲. جزء شرکت‌های مالی (مثل بانک‌ها، مؤسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.
۳. قبل از سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند.
۴. در طی مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.
۵. اطلاعات مالی آن‌ها قابل دسترسی باشند.
۶. حسابرسی شده و غیر تلفیقی باشند.

پس از اعمال محدودیت‌های فوق، در نهایت ۱۰۳ شرکت برای بررسی و آزمون فرضیات تحقیق، انتخاب شدند. سپس اطلاعاتی که مربوط به مباحث تئوریک پژوهش بودند از منابع مختلف مانند کتب، نشریات و مقالات داخلی و خارجی که از پایگاه‌های اینترنتی یا کتابخانه‌های معتبر جمع‌آوری شده است. اطلاعات و داده‌های خام مورد نیاز شرکت‌ها برای بررسی فرضیات پژوهش از طریق نرم افزارهای ره آورد نوین، تدبیرپرداز و در مواقع لزوم از طریق مراجعه مستقیم به صورت‌های مالی شرکت‌ها در لوح‌های فشرده (DVD) منتشر شده

توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و وب سایت [www.codal.ir](http://www.codal.ir) جمع آوری شده است. هم‌چنین برای برآورد آمارهای توصیفی و آماری و پارامترهای مدل‌های موجود در تحقیق و تجزیه و تحلیل و استنباط آماری، از نرم افزار Eviews استفاده شده است.

برای آزمون فرضیات از مدل معادلات هم‌زمان استفاده شده است. در این مدل یکی از فرضیات اصلی مدل‌های سنتی که به تصادفی یا برون‌زا بودن متغیر توضیحی مربوط می‌شود، حذف شد. در واقع یک متغیر درون‌زا تابعی از متغیر درون‌زای دیگر می‌شود که خود نیز به معرفی معادله‌ی دیگری نیاز دارد. به این ترتیب به جای یک معادله با چند معادله (سیستم معادلات) مواجه‌ایم که این وضعیت، موجب نقض فروض روش حداقل مربعات معمولی (OLS) می‌شود. سیستم معادلات هم‌زمان وقتی مورد استفاده قرار می‌گیرد که چند متغیر وابسته داریم که بین آن‌ها وابستگی متقابل وجود دارد. بنابراین بایستی چند معادله یا یک سیستم معادلات برای آن‌ها تعریف کنیم، به عنوان مثال فرض کنید که رابطه  $Y_1$  و  $Y_2$  به صورت زیر باشد:

$$\begin{aligned} Y_{1t} &= \alpha_1 + \beta_1 X_t + \gamma_1 Y_{2t} + u_{1t} \\ Y_{2t} &= \alpha_2 + \beta_2 X_t + \gamma_2 Y_{1t} + u_{2t} \end{aligned}$$

در اینجا، دو معادله همراه با دو متغیر وابسته ( $Y_1$  و  $Y_2$ ) و یک متغیر توضیحی ( $X$ ) داریم، رابطه  $Y_1$  و  $Y_2$  دو طرفه است. ویژگی مهم سیستم معادلات فوق آن است که  $Y_1$  و  $Y_2$  علاوه بر این که متغیر وابسته هستند به عنوان متغیر توضیحی نیز ظاهر شده‌اند. این به آن معناست که  $Y_1$  و  $Y_2$  که به ترتیب تابعی از  $u_1$  و  $u_2$  هستند، متغیرهای تصادفی بوده که در نقش متغیر توضیحی ظاهر شده‌اند. از طرف دیگر، در معادله اول  $Y_2$  تابعی از  $u_1$  است که به معنای نقض فروض کلاسیک است، زیرا طبق معادله دوم،  $Y_2$  تابعی از  $Y_1$  است که  $Y_1$  نیز به نوبه خود طبق معادله‌ی اول، تابعی از  $u_1$  است. بنابراین اگر  $u_1$  تغییر کند، از طریق  $Y_1$  موجب تغییر  $Y_2$  خواهد شد. به این ترتیب تخمین زنده‌های OLS بدون تورش نخواهد بود.

متغیری که برای تعیین آن، یک معادله تعریف می‌شود و مقدار آن از حل هم‌زمان سیستم معادلات، به دست می‌آید متغیر درون‌زا است که در معادله‌ی فوق ( $Y_1$  و  $Y_2$ ) متغیرهای برون‌زا هستند. متغیرهایی که مقدار آن‌ها خارج از سیستم معادلات تعیین می‌شود و برای تعیین مقدار آن‌ها هیچ معادله‌ای تعریف نمی‌شود، مانند ( $X$ ) در معادله‌ی بالا، متغیرهای

برونزا هستند.

در کاربرد سیستم معادلات هم‌زمان، وجود دو شرط قابلیت تشخیص یعنی شرط درجه‌ای و رتبه‌ای ضروری است. قابلیت تشخیص یک معادله به آن معناست که آیا امکان محاسبه ضرایب فرم ساختاری با استفاده از ضرایب فرم خلاصه شده، وجود دارد یا نه؟ در صورت وجود این امکان گفته می‌شود که یک معادله در یک سیستم معادلات هم‌زمان مشخص است، در غیر این صورت معادله فوق غیر مشخص یا کم‌تر از حد مشخص خواهد بود. اگر معادله کم‌تر از حد مشخص باشد، امکان برآورد ضرایب ساختاری وجود ندارد. یک معادله‌ی مشخص نیز به‌طور دقیق یا بیش از حد مشخص خواهد بود. اگر معادله به‌طور دقیق مشخص باشد، در این صورت امکان برآورد ضرایب ساختاری وجود دارد و جواب منحصر به فردی برای آن‌ها وجود خواهد داشت، اما اگر معادله بیش از حد مشخص باشد، امکان برآورد ضرایب ساختاری وجود دارد ولی بیش از یک جواب برای آن‌ها به دست می‌آید. به عبارت دیگر:

۱. اگر  $K - k < m - 1$  باشد، معادله کم‌تر از حد مشخص خواهد بود.

۲. اگر  $K - k = m - 1$  باشد، معادله به‌طور دقیق مشخص خواهد بود.

۳. اگر  $K - k > m - 1$  باشد، معادله بیش از حد مشخص خواهد بود.

که:

$K$ : تعداد کل متغیرهای برونزا مدل؛

$m$ : تعداد متغیرهای درونزا معرفی شده در معادله؛

$k$ : تعداد متغیرهای برونزا معرفی شده در هر معادله؛ (سوری، ۱۳۹۱)

نگاره‌ی زیر نشان می‌دهد که معادله‌ی هم‌زمان تحقیق حاضر از نوع بیش از حد مشخص است.

نگاره ۱: بررسی شرایط تشخیص

معادله	K	m	k	K-k	m-1	تشخیص
معادله ۱	۱۰	۲	۵	۵	۱	$K - k > m - 1$ است بنابراین، معادله بیش از حد مشخص خواهد بود
معادله ۲	۱۰	۲	۶	۴	۱	$K - k > m - 1$ است، بنابراین معادله بیش از حد مشخص خواهد بود.

در این تحقیق برای تعیین متغیرهای درون‌زا و برون‌زا از ادبیات تحقیق استفاده شده است. بنابراین روش حداقل مربعات سه مرحله‌ای به طور همزمان<sup>۴</sup> (3SLS) برای سنجش روابط متقابل بین متغیرها استفاده می‌شود که برگرفته از مطالعه فاتما و چیچتی (۲۰۱۱) است. در این مدل جریان نقدی آزاد و اهرم مالی به عنوان متغیرهای درون‌زا انتخاب شده و اثر ثابت متغیرهای تعدیل کننده ساختار مالکیت بر این روابط سنجیده شده است. این مطالعه بر مبنای روش تحلیل داده‌های ترکیبی انجام شده است. معادلات هم‌زمان تحقیق حاضر به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$FCF_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Leverage}_{i,t} + \alpha_2 \text{Conc}_{i,t} + \alpha_3 \text{Man}_{i,t} + \alpha_4 \text{Inst}_{i,t} + \alpha_5 \text{State}_{i,t} + \alpha_6 \text{Size}_{i,t} + \varepsilon_{1i,t} \quad (1)$$

$$\text{Leverage}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{FCF}_{i,t} + \beta_2 \text{Tang}_{i,t} + \beta_3 \text{Tax}_{i,t} + \beta_4 \text{Growth}_{i,t} + \beta_5 \text{Size}_{i,t} + \beta_6 \text{Profit}_{i,t} + \beta_7 \text{Risk}_{i,t} + \varepsilon_{2i,t} \quad (2)$$

که در آن:

FCF: جریان نقدی آزاد تقسیم بر کیو توبین t-1

Lev: نسبت ارزش دفتری بدهی بلند مدت به ارزش دفتری جمع دارایی‌ها

Conc: درصد سهام در تملک ۵ سهامدار عمده در یک شرکت.

Man: درصد سهام متعلق به مدیر عامل و اعضای هیأت مدیره.

Inst: درصد سهامی که به مؤسسات سرمایه‌گذاری تعلق دارد.

Tang: جمع دارایی‌های مشهود تقسیم بر جمع دارایی‌ها.

Tax: هزینه مالیات تقسیم بر سود قبل از بهره و مالیات.

Growth: جمع دارایی‌های سال t منهای جمع دارایی‌های سال t-1 تقسیم بر جمع

دارایی‌های سال t-1

Profit: سود قبل از مالیات و بهره‌ی تقسیم بر جمع دارایی‌ها.

Risk: تغییر در سود عملیاتی منهای مالیات تقسیم بر جمع دارایی‌های ثابت و سرمایه در گردش.

Size: لگاریتم جمع دارایی‌ها.

State: درصد سهامی که به طور مستقیم یا غیر مستقیم به دولت تعلق دارد.



## ۶. یافته‌های پژوهش

## ۶-۱. آمار توصیفی

برای بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه‌ی داده‌ها، آماره‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه محاسبه و در نگاره‌ی شماره‌ی ۲ ارائه شده است.

## نگاره ۲: آمار توصیفی متغیرها

مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	ماکزیمم	مینیمم
ریسک جریان نقدی آزاد	۰,۱۸۱۹۱۴	۰,۱۰۷۲۰۷	۰,۱۹۸۴۳۳	۰,۹۵۵۳	۰,۰۰۰۰۵۶۴
اهرم مالی	۰,۰۹۶۲۰۱	۰,۰۱۷۰۱۴	۰,۱۷۹۵۶۶	۰,۸۳۳۲۳۲	۰,۰۰۰۰۴۷۳
اندازه شرکت	۵,۷۸۴۵۷۳	۵,۷۱۸۹۱۶	۰,۵۹۳۶۶	۷,۶۵۹۰۲۹	۴,۲۶۵۴۰۷
دارایی مشهود	۰,۲۴۷۷۵۷	۰,۲۰۶۳۶۷	۰,۱۸۴۸۶	۰,۸۸۸۸۴۶	۰,۰۱۸۶۳۹
سودآوری	۰,۱۵۸۹۶۶	۰,۱۳۷۵۳	۰,۱۱۳۰۸۷	۰,۵۷۷۹۲۵	-۰,۱۳۰۷۲
مالیات	۰,۰۹۵۹۵۷	۰,۰۹۰۳۷	۰,۰۸۰۰۲۴	۰,۳۵۲۴۰۳	۰
ریسک شرکت	۰,۱۵۶۱۳۴	۰,۰۹۹۵۰۴	۰,۱۶۸۱۹۵	۰,۹۹۱۹۵۸	۰,۰۰۰۰۱۲
فرصت‌های رشد	۰,۱۷۱۱۹۸	۰,۱۲۸۲۶۲	۰,۲۳۵۳۷۵	۰,۹۹۵۱۷۲	-۰,۳۲۱۹۸
مالکیت مدیریت	۰,۵۳۵۱۳۵۸	۰,۵۹۴۵	۰,۲۶۴۳۴۵	۰,۹۹۵۱	۰
تمرکز مالکیت	۰,۴۴۴۲۹۶۴	۰,۳۱۹۲	۰,۲۷۵۲۰۷	۰,۹۹۵۱	۰
مالکیت نهادی	۰,۳۶۳۶۳۴۲	۰,۲۲۶۵	۰,۳۲۸۸۱۲۳۹	۰,۹۹۰۸	۰
مالکیت دولت	۰,۵۲۰۷۵۱۱	۰,۶۴۱۸	۰,۳۴۴۹۸۳۹	۰,۹۹۵۱	۰

همان‌گونه که از نگاره‌ی شماره‌ی ۲ پیداست، نتایج نشان می‌دهد که در بین متغیرهای پژوهش، متغیر اندازه‌ی شرکت بیش‌ترین پراکندگی با توجه به مقدار انحراف معیار را دارد که این امر بیانگر تفاوت در نمونه‌های انتخابی است. از طرف دیگر، متغیر مالیات و سودآوری کم‌ترین انحراف معیار را دارد بنابراین با کم‌ترین میزان پراکندگی همسویی نتیجه عملکرد و

مالیات را نشان می‌دهد. هم‌چنین میانگین متغیرهای مالکیت نشان دهنده‌ی درصد بالای مالکیت دولت و مدیریت در شرکت‌های ایرانی است و این بیانگر عدم تنوع زیاد در ساختار مالکیت شرکت‌ها است.

هم‌چنین برای آزمون عدم خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش، همبستگی بین متغیرها در نگاره‌ی ۳ ارائه شده است. ضریب همبستگی کم‌تر از ۰٫۷ (ضریب پیرسون) بین متغیرها نشان دهنده‌ی عدم خود همبستگی بین متغیرها و صحت مدل‌های تصریح شده‌ی نهایی است که با توجه به نگاره‌ی ۳ تعداد زیاد داده‌ها وجود هم خطی ناقص اشکالی را در برآورد نهایی ایجاد نمی‌کند. (بیدرام، ۱۳۸۱)

### نگاره ۳: نگاره‌ی همبستگی برای تست هم خطی متغیرها

مالکیت دولت	مالکیت نهادی	تمرکز مالکیت	مالکیت مدیریت	فرصت‌های رشد	ریسک شرکت	مالیات	سودآوری	دارایی مشهود	اندازه شرکت	اهرم مالی	جریان نقدی آزاد	
											۱	جریان نقدی آزاد
										۱	-۰٫۲۶۸	اهرم مالی
									۱	۰٫۱۰۲	-۰٫۲۰۷	اندازه شرکت
								۱	-۰٫۰۲۷	۰٫۳۷۴	-۰٫۱۹۲	دارایی مشهود
							۱	-۰٫۰۸۹	۰٫۱۲۳	-۰٫۱۸۳	۰٫۱۴۹	سودآوری
						۱	۰٫۳۱۲	۰٫۱۵۲	۰٫۰۸۰	۰٫۳۶۲	-۰٫۱۵۸	مالیات
					۱	-۰٫۲۲۷	-۰٫۱۶۱	-۰٫۱۷۵	۰٫۰۸۸	-۰٫۱۰۵	۰٫۱۳۰	ریسک شرکت
				۱	-۰٫۱۰۴	۰٫۳۲۱	۰٫۱۴۰	۰٫۲۰۷	۰٫۱۱۴	۰٫۴۶۲	-۰٫۲۷۴	فرصت‌های رشد
			۱	۰٫۱۳۹	-۰٫۱۰۵	۰٫۲۹۶	۰٫۱۰۹	۰٫۰۷۱	۰٫۲۵۹	۰٫۲۳۳	-۰٫۲۸۱	مالکیت مدیریت
		۱	۰٫۵۳۲	۰٫۲۴۷	-۰٫۱۰۵	۰٫۲۷۷	-۰٫۰۴۰	۰٫۲۱۹	۰٫۲۶۹	۰٫۵۶۳	-۰٫۲۵۳	تمرکز مالکیت
	۱	۰٫۳۹۶	۰٫۴۰۳	۰٫۱۲۵	-۰٫۱۰۶	۰٫۲۱۹	۰٫۲۵۴	۰٫۱۰۵	۰٫۲۳۳	۰٫۳۸۶	-۰٫۲۳۸	مالکیت نهادی
۱	۰٫۵۳۰	۰٫۳۰۸	۰٫۴۰۹	۰٫۰۷۵	-۰٫۰۷۱	۰٫۱۴۶	۰٫۲۱۸	۰٫۰۷۴	۰٫۳۷۵	۰٫۱۲۰	-۰٫۱۳۶	مالکیت دولت

## ۲-۶. آمار استنباطی

برای آزمون فرضیات تحقیق از معادلات همزمان استفاده شده است، یعنی رابطه‌ی بین جریان نقدی آزاد و اهرم مالی به صورت متقابل مورد تحلیل قرار گرفته است. در یک معادله‌ی جریان نقدی آزاد تابعی از اهرم مالی، ویژگی‌های ساختار مالکیت و اندازه‌ی شرکت بوده و در معادله‌ی دیگر اهرم مالی تابعی از جریان نقدی آزاد، دارایی مشهود، مالیات، فرصت‌های رشد، اندازه، سودآوری و ریسک است. نتایج به دست آمده از حل معادلات همزمان در نگاره‌ی ۴ و ۵ ارائه شده است.

همان‌طور که در نگاره‌ی ۴ و ۵ مشاهده می‌شود سطح جریان نقدی آزاد با خط مشی بدهی رابطه‌ی منفی و معناداری در سطح ۹۹٪ دارد، این نتایج مؤید فرضیه‌ی جنسن (۱۹۸۶) «افزایش جریان نقدی آزاد موجب انجام رفتارهای فرصت طلبانه مدیران می‌شود و می‌توان با افزایش اهرم مالی به دلیل فشار ناشی از قراردادهای بدهی، باعث کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران شد». است بنابراین می‌توان انتظار داشت با افزایش اهرم مالی به تدریج میزان جریان نقدی آزاد و اختیارات مدیران در چگونگی مصرف این وجوه در شرکت کاهش یابد، در نتیجه هزینه‌ی نمایندگی ناشی از وجوه نقد آزاد کاهش می‌یابد.

با توجه به نگاره‌ی ۴ مشاهده می‌شود که تمرکز مالکیت با سطح جریان نقدی آزاد رابطه‌ی منفی و معناداری در سطح ۹۹٪ دارد، بنابراین تمرکز مالکیت رابطه‌ی متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و خط مشی بدهی را تعدیل می‌کند. در واقع هنگامی که تمرکز مالکیت وجود دارد سهام‌داران عمده می‌توانند نقش مهمی در نظارت بر مدیریت ایفا کنند و به موازات افزایش سهام آن‌ها در شرکت، انگیزه‌های آن‌ها برای بهبود عملیات شرکت و کنترل مدیریت افزایش می‌یابد. در نتیجه ضریب منفی تمرکز مالکیت نشان می‌دهد که یک واحد افزایش در تمرکز مالکیت به عنوان یکی از ساز و کارهای مهم حاکمیت شرکتی می‌تواند موجب کاهش مشکلات نمایندگی ناشی از وجوه نقدی آزاد به میزان ۰,۰۳۴۳ شود. هم‌چنین مالکیت مدیران با سطح جریان نقدی آزاد رابطه‌ی مثبت و معناداری در سطح ۹۹٪ دارد، بنابراین تمرکز مالکیت رابطه‌ی متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و خط مشی بدهی را تعدیل می‌کند. ضریب مثبت مالکیت مدیران نشان می‌دهد که برخلاف پیش بینی‌ها مالکیت مدیران مشکلات نمایندگی و تضاد منافع ناشی از جریان نقدی آزاد را افزایش می‌دهد. در این

صورت، فرضیه همگرایی منافع جنسن و مک‌لینگ « مالکیت مدیران موجب هم‌سویی منافع مدیران و سهام‌داران خارج از شرکت می‌شود» در شرکت‌های ایرانی مورد مطالعه، صدق نمی‌کند. بنابراین یافته‌های ما فرضیه فرصت‌گرایی مدیریت را تأیید می‌کند که نشان می‌دهد هنگامی که مالکیت مدیران افزایش می‌یابد، به دلیل اثرگذاری کافی و اطمینان از حفظ موقعیت شغلی، به استفاده از جریان نقدی آزاد شرکت در جهت منافع خویش گرایش می‌یابند و ریسک اتلاف جریان نقدی آزاد افزایش می‌یابد. مالکیت نهادی نیز با سطح جریان نقدی آزاد رابطه‌ی مثبت و معناداری در سطح ۹۰٪ دارد، بنابراین مالکیت نهادی رابطه‌ی متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و خط مشی بدهی را تعدیل می‌کند، اما برخلاف پیش‌بینی‌ها مالکیت نهادی دارای ضریب مثبت ۰,۰۰۰۹۱۲ بوده که نشان می‌دهد مشکلات نمایندگی و تضاد منافع ناشی از جریان نقدی آزاد با افزایش مالکیت نهادی افزایش می‌یابد. در نتیجه این ضریب مثبت نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای مالی ایران دیدگاه کوتاه مدت دارند.

ضریب تعیین تعدیل شده‌ی معادله‌ی اول و معادله دوم نشان می‌دهد که به ترتیب حدود ۸۵٪ و ۸۲٪ از تغییرات توسط متغیرهای برون‌زای ذکر شده در مدل توضیح داده می‌شود. هم‌چنین، آماره دوربین واتسن معادله‌ی اول و دوم بین ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد که نشان دهنده‌ی عدم وجود مشکل خود همبستگی بوده و قابل قبول هستند.

نگاره ۴: ضرایب برآورد شده برای اهرم مالی و جریان نقدی آزاد با استفاده از روش حداقل

#### مربعات سه مرحله‌ای (3SLS) معادله اول

متغیر وابسته: جریان نقدی آزاد						
متغیرها	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	Prob	رابطه	سطح معناداری
ضریب ثابت	C	۱,۰۲۴۴۳۷	۴,۲۸۲۷۰۳	۰,۰۰۰	مثبت	٪۹۹
اهرم مالی	Lev	-۰,۷۱۵۸۴۶	-۱۲,۰۵۷۳۶	۰,۰۰۰۰	منفی	٪۹۹
تمرکز مالکیت	Conc	-۰,۰۰۳۴۳۰	-۴,۹۸۵۷۳۷	۰,۰۰۰۰	منفی	٪۹۹
مالکیت مدیریت	Man	۰,۰۰۱۷۸۲	۳,۸۲۴۴۱۷	۰,۰۰۰۱	مثبت	٪۹۹
مالکیت نهادی	Inst	۰,۰۰۰۹۱۲	۱,۹۳۷۶۲۳	۰,۰۵۳۰	مثبت	٪۹۰

متغیر وابسته: جریان نقدی آزاد						
متغیرها	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	Prob	رابطه	سطح معناداری
مالکیت دولت	State	-۰,۰۰۰۷۶۴	-۱,۷۰۲۷۸۱	۰,۰۸۹۰	منفی	%۹۰
اندازه شرکت	Size	-۰,۰۷۴۸۰۴	-۱,۹۲۲۴۰۹	۰,۰۵۴۹	منفی	%۹۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۸۵۰۲۳۹	آماره دوربین واتسن			۱,۶۴۴۷۵۰

نگاره ۵: ضرایب برآورد شده برای اهرم مالی و جریان نقدی آزاد با استفاده از روش حداقل مربعات سه مرحله‌ای (3SLS) معادله دوم

متغیر وابسته: اهرم مالی						
متغیرها	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	Prob	رابطه	سطح معناداری
ضریب ثابت	C	۰,۴۴۸۷۴۶	۲,۸۶۴۷۳۴	۰,۰۰۴۳	مثبت	%۹۹
جریان نقدی آزاد	FCF	-۰,۳۹۱۰۷۸	-۱۴,۹۱۹۳۵	۰,۰۰۰۰	منفی	%۹۹
دارایی مشهود	Tang	۰,۱۰۱۷۲۱	۲,۲۸۱۲۰۹	۰,۰۲۲۸	مثبت	%۹۵
مالیات	Tax	۰,۲۱۲۱۳۶	۳,۳۳۰۱۶۰	۰,۰۰۰۹	مثبت	%۹۹
فرصت‌های رشد	Growth	۰,۰۶۰۷۵۴	۳,۸۶۶۸۲۱	۰,۰۰۰۱	مثبت	%۹۹
اندازه شرکت	Size	-۰,۰۳۸۹۷۵	-۱,۵۰۳۸۴۹	۰,۰۹۳۳	منفی	%۹۰
سودآوری	Profit	-۰,۱۰۷۹۶۹	-۲,۲۵۳۰۸۳	۰,۰۲۴۵	منفی	%۹۵
ریسک عملیاتی	Risk	-۰,۰۴۹۴۸۴	-۲,۵۳۳۴۵۵	۰,۰۱۱۵	منفی	%۹۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۸۲۴۹۲۲	آماره دوربین واتسن			۲,۲۷۵۴۵۴

## ۷. نتیجه گیری

در این تحقیق، ارتباط متقابل بین جریان نقدی آزاد، خط مشی بدهی و ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران در دوره ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار گرفت.

ابتدا ارتباط بین جریان نقدی آزاد و خط مشی بدهی مورد بررسی قرار گرفت که یافته‌ها نشان داد سطح جریان نقدی آزاد با خط مشی بدهی رابطه‌ی منفی و معناداری دارد، بنابراین با افزایش اهرم مالی به تدریج میزان جریان نقدی آزاد و اختیارات مدیران در چگونگی مصرف این وجوه در شرکت کاهش می‌یابد. در نتیجه هزینه‌ی نمایندگی ناشی از وجوه نقدی آزاد کاهش می‌یابد. یافته‌های ما نتایج تحقیقات انجام شده توسط فاتما و چیچتی (۲۰۱۱)، آگوستینو و پرودینسیو (۲۰۱۰) و هاشمی و کمالی (۱۳۸۹) را تأیید، اما نتایج پژوهش رضوانی راز و حقیقت (۱۳۸۴) و نمازی و شکرالهی (۱۳۹۲) را رد می‌کند. دلیل رد یافته‌های پژوهش نمازی و شکرالهی (۱۳۹۲) به احتمال زیاد به این دلیل است که در این تحقیق برای نمایش بهتر ارتباط اهرم مالی و جریان‌های نقدی آزاد، شرکت‌ها با جریان‌های نقدی آزاد منفی حذف شده‌اند. حذف این شرکت‌ها بر اساس این نظر بود که به سبب داشتن جریان‌های نقدی آزاد منفی، این شرکت‌ها مشکلات نمایندگی کم‌تری را به دنبال خواهند داشت.

سپس نشان داده شد که تمرکز مالکیت با سطح جریان نقدی آزاد رابطه‌ی منفی و معناداری دارد، بنابراین تمرکز مالکیت به عنوان یکی از ساز و کارهای مهم حاکمیت شرکتی موجب کاهش مشکلات نمایندگی ناشی از وجوه نقدی آزاد شرکت می‌شود. در نتیجه، یافته‌های ما نتایج تحقیق لی و کوی (۲۰۰۳) و دریفیلد و همکاران (۲۰۰۷) که بیان می‌کنند تمرکز مالکیت هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد، تأیید می‌کند؛ اما نتایج تحقیق فاتما و چیچتی (۲۰۱۱) که بیان می‌کنند حضور سهام‌داران عمده ریسک جریان نقدی آزاد را افزایش می‌دهد، رد می‌کند. هم‌چنین مالکیت مدیران و مالکیت نهادی با سطح جریان نقدی آزاد رابطه‌ی مثبت معناداری دارد، در نتیجه موجب افزایش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد می‌شوند. در نتیجه، یافته‌های ما نتایج فلمینگ و همکاران (۲۰۰۵)، مک نایت و ویر (۲۰۰۹) و فاتما و چیچتی (۲۰۱۱) که نشان می‌دهد افزایش مالکیت مدیران به کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند و نتایج دارن را (۲۰۱۰) که بیان می‌کند مالکیت نهادی اثر منفی بر هزینه‌های نمایندگی دارد، رد می‌کند.

هم‌چنین سایر یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که ارتباط منفی بین سطح جریان نقدی آزاد و مالکیت دولتی در سطح ۹۰٪ وجود دارد؛ یعنی اگر مالکیت دولتی افزایش یابد، فشار بیش‌تری بر مدیریت برای محدود کردن ائتلاف جریان نقدی آزاد وجود دارد. سطح جریان

نقدی آزاد و اهرم مالی با اندازه‌ی شرکت رابطه‌ی منفی و معناداری دارد که بیانگر این امر است که شرکت‌های بزرگ‌تر، اهرم مالی کم‌تری دارند و از جریان نقدی آزاد در اختیارشان استفاده بهتری می‌کنند بنابراین با این ایده که شرکت‌های بزرگ‌تر هزینه‌های نمایندگی بیش‌تری ایجاد می‌کنند، ناسازگار است. هم‌چنین متغیر دارایی مشهود رابطه‌ی مثبت و معناداری با اهرم مالی در سطح ۹۵٪ دارد، این ضریب مثبت حاکی از آن است که شرکت‌ها با دارایی‌های مشهود بیش‌تر، از بدهی که ابزار تأمین مالی خارجی است، بیش‌تر استفاده می‌کنند. علاوه بر این، سودآوری ارتباط منفی با اهرم مالی دارد، بنابراین شرکت‌ها با سودآوری بیش‌تر به منابع مالی خارجی کم‌تری نیاز دارند.

#### ۸. محدودیت‌های تحقیق

۱. یافته‌های این پژوهش با توجه به دسترسی داده‌ها و شرایط نمونه‌گیری ذکر شده در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است، بنابراین در مورد تعمیم نتایج به سایر شرکت‌های بورسی و غیر بورسی باید جانب احتیاط را رعایت کرد.
۲. هم‌چنین در این تحقیق برای نمایش بهتر اثر اهرم مالی و ساختار مالکیت بر جریان‌های نقدی آزاد، شرکت‌ها با جریان‌های نقدی آزاد منفی حذف شده‌اند. حذف این شرکت‌ها بر اساس این نظر بود که مشکلات نمایندگی کم‌تری به دنبال دارند بنابراین این یافته‌ها در مورد شرکت‌ها با جریان نقدی آزاد مثبت صادق است.

#### ۹. پیشنهادها

##### ۹-۱. پیشنهادهای مبتنی بر نتایج تحقیق

۱. نتایج این تحقیق می‌تواند توسط سیاست‌گذاران بورس در جهت الزام شرکت‌ها به افشای جریان‌های نقدی آزاد برای کاهش مشکل نمایندگی مورد استفاده قرار گیرد.
۲. این یافته‌ها می‌تواند برای استاندارداردگذاران حسابداری برای ارائه اطلاعات داوطلبانه‌ی جریان‌های نقدی آزاد مفید باشد.
۳. پیشنهاد می‌شود که با گسترش مطالعات و ادبیات نظری جریان نقدی آزاد شرکت‌ها، فعالان بازار بورس، اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها، سهام‌داران، اعتباردهندگان و ... با مباحث

جریان وجوه نقدی آزاد بیش‌تر آشنا شده تا بتوانند به صورت بهینه آن را مدیریت کنند.

## ۹-۲. پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

۱. رابطه‌ی سایر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با جریان وجوه نقدی آزاد مورد مطالعه قرار گیرد.
۲. برای متجانس بودن نمونه‌ها در این تحقیق تنها از شرکت‌های تولیدی استفاده شده است بنابراین پیشنهاد می‌شود این تحقیق در شرکت‌ها و مؤسسات سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و بیمه‌ها انجام پذیرد.
۳. انجام بررسی‌های مشابه در طول یک دوره زمانی طولانی‌تر و با نمونه‌های بیش‌تر.
۴. مطالعه‌ی مشابه در شرکت‌های با جریان‌های نقدی آزاد منفی.

## یادداشت‌ها

- |                             |  |
|-----------------------------|--|
| 1. Jensen & Meckling        | 2. Conflict Of Interest                      |
| 3. Zahirul                  | 4. Ownership Structure                       |
| 5. Free Cash Flow           | 6. Fatma & Chichti                           |
| 7. Overinvestment           | 8. Agency Cost                               |
| 9. La Rocca et al.          | 10. Pindado & De la torre                    |
| 11. Information Asymmetry   | 12. Asset Substitution                       |
| 13. Adverse Selection       | 14. Moral Hazard                             |
| 15. Underinvestment         | 16. Myers                                    |
| 17. Frankfurter et al.      | 18. Debt Policy                              |
| 19. Agostinho & Prudencio   | 20. Leverage                                 |
| 21. Ownership Concentrate   | 22. Driffield et al.                         |
| 23. Fleming et al.          | 24. Mcknight & Weir                          |
| 25. Management Ownership    | 26. Darren                                   |
| 27. Institutional Ownership | 28. Paul et al.                              |
| 29. Miguel et al.           | 30. Agency Theory                            |
| 31. Shleifer & Vishny       | 32. Bushee                                   |
| 33. El-Gazzar               | 34. Halov & Heider                           |
| 35. Booth et al.            | 36. Wu                                       |
| 37. Chung et al.            | 38. De Jong & Van Dijk                       |
| 39. Utami & Inanga          | 40. Three Stage Least Square<br>Simultaneous |



## منابع

## الف. فارسی

- ابراهیمی کردلر، علی و مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). تاثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۲ (۸): ۱۰۴-۱۱۹.
- اسدی، غلامحسین؛ محمدی، شاپور و خرم، اسماعیل. (۱۳۹۰). رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت. *فصلنامه دانش حسابداری*، ۲ (۴): ۲۹-۴۸.
- اعتمادی، حسین؛ باباجانی، جعفر؛ آذر، عادل و دیانتی دیلمی، زهرا. (۱۳۸۸). تاثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علوم مدیریت ایران*، ۴ (۱۵): ۵۹-۸۵.
- باقرزاده، سعید. (۱۳۸۲). تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۵ (۱۶): ۲۳-۴۷.
- بیدرام، رسول. (۱۳۸۱). *همگام با اقتصادسنجی Eviews*، انتشارات منشور بهره‌وری. ۱۰۶-۸۵.
- رجبی، روح‌الله و محمدی خوشویی، حمزه. (۱۳۸۷). هزینه نمایندگی و قیمت‌گذاری خدمات حسابرسی مستقل. *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵ (۵۳): ۳۵-۵۲.
- رضوانی راز، کریم و حقیقت، حمید. (۱۳۸۴). بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و میزان بدهی با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی تخصصی مدیریت*، ۲ (۵): ۵۰-۵۷.
- ستایش، محمدحسین؛ منفرد مهارلوئی، محمد و ابراهیمی، فهیمه. (۱۳۹۰). بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه نمایندگی. *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ۳ (۱)، پیاپی ۶۰/۳: ۵۵-۸۹.
- سوری، علی. (۱۳۹۱). *اقتصادسنجی*. چاپ سوم، انتشارات فرهنگ شناسی، ۳۲۴-۳۲۱.
- فخاری، حسین و طاهری، عصمت‌السادات. (۱۳۸۹). بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری*، ۲ (۴)، پیاپی ۶، ۱۵۹-۱۷۲.
- فضل زاده، علیرضا؛ محمدزاده، پرویز و طهباز هندی، علی. (۱۳۸۸). بررسی تاثیر ساختار

- مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک صنعت. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۲ (۷): ۳۳-۵.
- کیمیگری، علی محمد و عینعلی، سودابه. (۱۳۸۷). ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه. فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۰ (۲۵): ۹۱-۱۰۸.
- محمدی، شاپور؛ قالیباف اصل، حسن و مشکلی، مهدی. (۱۳۸۸). بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۱ (۲۸): ۶۹-۸۸.
- نمازی، محمد و شکرالهی، احمد (۱۳۹۲). بررسی تعامل بین جریان نقدی آزاد، سیاست بدهی و ساختار مالکیت با استفاده از سیستم معادلات همزمان: مطالعه موردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، ۵ (۱).
- نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۵۳: ۸۳-۱۰۰.
- هاشمی، سید عباس و کمالی، احسان. (۱۳۸۹). تأثیر افزایش تدریجی اهرم مالی، میزان جریان نقدی آزاد و رشد شرکت بر مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش حسابداری، ۱ (۲): ۹۵-۱۱۵.

### ب. انگلیسی

- Agostinho, C. M. & Prudencio, N. M. (2010). The free cash flow, corporate governance and corporate social responsibility: An analysis for Euronext firms. *Working paper*.
- Ben Moussa, F and Chichti, J. (2011). Interactions between free cash flow, debt policy and structure of governance: Three stage least square simultaneous model approach. *Journal of Management Research*, 3 (2), 1-26.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structure in developing countries. *Journal of Finance*, 56, 87-130.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, 3, 305-333.

- Chung, R., Firth, M., & Kim, J. (2005). Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research*, 58, 766-776.
- Darren, H. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(1), 24-46.
- De Jong, A. & Dijk, R. V. (2007). Determinants of leverage and agency problems: A regression approach with survey data. *European Journal of Finance*, 13(6), 565-593.
- Driffield, N. L. & Pal, S. (2007). How does ownership structure affect capital structure and firm performance? Recent evidence from East Asia. *Economics of Transition*, 15 (3), 535-573.
- El-Gazzar, S. M. (1998). Predisclosure information and institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. *The Accounting Review*, 73, 119-129.
- Fleming, G., Heaney, R. & McCosker, R. (2005). Agency costs and ownership structure in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 29-52.
- Frankfurter, G., Wood, B. & Wansley, J. (2003). Dividend Policy & Heory and Practice. San Diego, CA: Academic Press.
- Griffin, P. A., Lont, D. H. & Sun, Y. (2009). Agency problems and audit fees: Further tests of free cash flow hypothesis. SSRN working paper.
- Halov, N. & Heider, F. (2005). Capital structure, asymmetric information and risk. *EFA 2004 Maastricht*, 1-56.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, Michael C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- La Rocca, M., Cariola, A. & La Rocca, E.T. (2004). Overinvestment and underinvestment problems: Determining factors, consequences and solutions. SSRN working paper.
- Mcknight, P. J. & Weir, C. (2009). Agency cost, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 139-158.

- Miguel, A., Pindado, J., & de la Torre, C. (2004). Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25, 1199-1207.
- Myres, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Finance and Economic*, 5(2), 147-175.
- Pindado, J. and de la Torre C. (2005). A complementary approach to the financial and strategy views of capital structure: Theory and evidence from the ownership structure. SSRN working paper.
- Pindado J. & de la Torre, C. (2009). Effect of ownership structure on underinvestment and overinvestment: Empirical evidence from Spain. *Accounting and Finance*, 49, 363-383.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Utami, Siti Rahmi & Inanga, Eno L. (2011). Agency cost of free cash flow, dividend policy and leverage of firms in Indonesia. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 33, 7-24.
- Wu, L. (2004). The impact of ownership structure on debt financing of Japanese firms with the agency cost of free cash flow. EFMA Meetings Paper.
- Zahirul Islam, M. (2010). Agency problem and the role of audit committee: Implications for corporate sector in Bangladesh. *Journal of Economics and Finance*, 2 (3), 177-188.