

بررسی تاثیر مشکلات ناشی از هزینه‌های نمایندگی جریان نقدی آزاد بر محتوای اطلاعاتی سود و ارزش دفتری هر سهم

پرویز پیری*

استادیار گروه حسابداری دانشگاه ارومیه

شهر روز توبره ریزی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه ارومیه

چکیده

تئوری نمایندگی بیانگر آن است که غالباً بین مدیران و سهامداران تضاد منافع وجود دارد و معمولاً این تضاد تحت عنوان مشکلات نمایندگی مطرح می‌شود. هدف اصلی مقاله حاضر، بررسی رابطه بین مسائل ناشی از نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد با محتوای اطلاعاتی سود و ارزش دفتری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران با بهره‌گیری از الگوی داده‌های ترکیبی می‌باشد. دوره زمانی مورد بررسی نیز از سال ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۹ بوده و نمونه آماری، شامل ۱۰۷ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

نتایج تحقیق نشان داد که محتوای اطلاعاتی سود هر سهم در شرکت‌های که با مساله هزینه‌های نمایندگی روبه‌رو هستند، کمتر از سایر شرکت‌هاست، لیکن در مورد محتوای اطلاعاتی ارزش دفتری هر سهم، نتایج معناداری حاصل نشد.

واژگان کلیدی: جریان نقدی آزاد، محتوای اطلاعاتی سود، محتوای اطلاعاتی ارزش دفتری

* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۳/۰۱/۲۸ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۳/۰۷/۱۱

✉ آدرس نویسنده مسئول مکاتبات: p.piri@urmia.ac.ir

۱- مقدمه

آغاز قبضه مالکیت^۱ از طریق خرید عمده سهام، تاثیر چشمگیری بر روش کنترل شرکتها داشت. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به یک مشکل سازمانی مشهور، به نام مشکل نمایندگی^۲ شد. جنسن و مک لینگ^۳ (۱۹۷۶) مبانی تئوری نمایندگی را مطرح و مدیران شرکتها را به عنوان کارگزاران و سهامدار را بعنوان کارگمار تعریف کردند. در تحلیل آنها، سهامدار درمقابل مدیران قرار دارد. یکی از فرضیات اصلی تئوری نمایندگی این است که بین کارگمار و کارگزاران تضاد منافع وجود دارد. در این شرایط، مدیران برای دستیابی به عایدی کوتاه مدت و متفرقه تحریک می شوند که منجر به کاهش ارزش منافع و رفاه سهامداران می شود. در تئوری نمایندگی، کاهش رفاه سهامدار زیان باقیمانده نامیده می شود. این مشکل نمایندگی، ضرورت کنترل مدیریت شرکتها توسط سهامداران را نشان می دهد (فاما^۴، ۱۹۷۰).

اگر مکانیزم بازار و توانایی سهامداران برای کنترل و مراقبت از رفتار مدیران، کافی نباشد، به نوعی نظارت با راهنمایی رسمی نیاز خواهد بود. مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران در سراسر جهان وجود دارد و قوانین حاکمیت شرکتی^۵، با سرعتی شگفت آور در این کار دخالت می کنند (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶). محتوی اطلاعاتی سود مورد گزارش توسط مدیران با جریان های نقدی آزاد^۶ و سود باقیمانده در ارتباط می باشد و سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل در تصمیمات خود به آنها توجه می نمایند. با این بیان درمقاله حاضر، اثر مسئله نمایندگی جریان نقدی آزاد بر محتوی اطلاعاتی سود و ارزش دفتری هر سهم بررسی می شود.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

جنسن (۱۹۸۶)، در تئوری جریان های نقد آزاد بیان می نماید که مدیران به جای توزیع جریان های نقد آزاد بین مالکان، تمایل به سرمایه گذاری مجدد آن در شرکت دارند؛ زیرا که پرداخت وجه به سهامداران موجب کاهش منابع تحت کنترل مدیران و در نتیجه کاهش قدرت آن ها می گردد. از طرفی این امر احتمالاً به دلیل نیاز به جذب سرمایه جدید توسط شرکت موجب افزایش نظارت بازار سرمایه خواهد شد، به عبارت دیگر انباشت جریان های نقد آزاد باعث کاهش توان نظارت بازار بر تصمیمات مدیریت می شود. مدیران تمایل به رشد شرکت بیش از اندازه بهینه آن دارند؛ زیرا رشد شرکت با افزایش منابع تحت کنترل مدیران، افزایش قدرت و همچنین افزایش پاداش ایشان را در پی خواهد داشت. با توجه به متفاوت بودن اهداف مدیران از اهداف مالکان، وجود جریان های نقد ایجاد شده در داخل شرکت مازاد بر نقد لازم جهت تامین مالی پروژه های جدید با خالص ارزش فعلی مثبت، منجر به سرمایه

گذاری این مبالغ در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی گردیده و در نتیجه موجب ایجاد پتانسیل بالقوه اتلاف این منابع خواهد شد (جنسن، ۱۹۹۸).

درواقع مدیران شرکت های دارای جریان نقد آزاد بالا و فرصت های رشد^۷ پایین، احتمال بیشتری دارد که وجوه نقد آزاد را در پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه گذاری کنند. در ادبیات مالی این رفتار مدیران بعنوان سرمایه گذاری های ناکارا^۸ شناخته شده است که ناشی از مدیریت ناکارآمد وجه نقد آزاد است (وو^۹، ۲۰۰۴). این امر باعث کاهش بازدهی سرمایه شرکت شده و معیارهای عملکرد را پایین می آورد. از طرفی، به علت انعطاف پذیری ذاتی که در برخی از استانداردهای حسابداری وجود دارد تفسیر و بکارگیری این رویه ها، در بسیاری از موارد تابع قضاوت و اعمال نظر مدیران است. این فرصت برای آن ها فراهم شده تا با استفاده از تکنیک های متنوع از جمله ارقام تعهدی حسابداری و مدیریت سود^{۱۰}، سود گزارش شده را دستکاری نمایند.

مدیران برای جبران اثرات منفی سرمایه گذاری های ناکارآ (بیش و کم سرمایه گذاری) دست به مدیریت سود می زنند (چان، فیرث، کیم^{۱۱}، ۲۰۰۵). از آن جایی که این رفتار مداخله گرایانه (مدیریت سود) ممکن است بر کیفیت اطلاعات افشاء شده و مفید بودن آن ها برای تصمیمات سرمایه گذاری اثر داشته باشد، احتمال دارد اعتماد سرمایه گذاران به فرآیند گزارشگری مالی و محتوای اطلاعاتی^{۱۲} ارقام حسابداری را تقلیل دهد. به این ترتیب در این مقاله، تاثیر مسائل ناشی از نمایندگی جریان وجه نقد آزاد با محتوای اطلاعاتی سود حسابداری و ارزش دفتری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده و به دنبال پاسخ به جواب سوال زیر خواهیم بود:

آیا محتوای اطلاعاتی سود حسابداری و ارزش دفتری در شرکت های دارای مسائل نمایندگی جریان وجه نقد نسبت به سایر شرکت ها کمتر است؟

با توجه به آنچه که ارائه گردید میتوان گفت به موجب تئوری نمایندگی، مالکان مدیران را به عنوان نماینده خود انتخاب می کنند و او را در جایگاه مسئول و مأمور ارائه خدمات مشخص در واحد تجاری قرار می دهند. هدف هر دو گروه به حداکثر رساندن منافع خودشان است و این امر منجر به ایجاد تضاد منافع بین این دو گروه گشته که به آن اصطلاحاً مشکل یا مسئله نمایندگی گفته می شود (نمازی، ۱۳۸۲). مشکلات مذکور را می توان به ۴ گروه، وجود تضاد منافع بین سهامدار و مدیر، اثر انتخاب نامطلوب، خطر اخلاقی و انعقاد قرارداد بین مدیر و سهامدار در شرایط عدم اطمینان نسبت به آینده طبقه بندی کرد.

با این مقدمه در ادامه نقش ارقام تعهدی و جریان نقدی آزاد و هزینه نمایندگی طرح شده و سپس پیشینه بیان می شود.

۲-۱- ارقام تعهدی در گزارشگری مالی

ارقام تعهدی بیانگر تفاوت بین سود حسابداری و وجوه نقد مربوط به آن است. تعبیر عمومی از ارقام تعهدی این است که ارقام تعهدی زایده اعمال نظر مدیریت در ثبت و شناسایی رویدادهای مالی است. اصول پذیرفته شده حسابداری در مورد زمان شناسایی و مبلغ درآمدها و هزینه ها به مدیران شرکت ها آزادی عمل نسبی داده است. وقتی که مدیران سود حسابداری را به مبلغی بیش از وجوه نقد حاصل شناسایی می کنند، ارقام تعهدی ایجاد می شوند (اشراقی، ۱۳۸۴). توجه به کیفیت ارقام تعهدی به عنوان یکی از ویژگی های کیفی سود در این است که اجزای تشکیل دهنده ارقام تعهدی دارای بار اطلاعاتی بوده و حتی در شناسایی دستکاری سود توسط مدیریت نیز سودمند خواهد بود. افزایش سود که همراه با ارقام تعهدی باشد، بیانگر کیفیت پایین سود است و منجر به بازده آتی پایین خواهد شد. بنابراین کیفیت ارقام تعهدی سود بر بازده سهام شرکت ها تاثیر دارد (توچکی، ۱۳۸۱).

۲-۲- جریان نقدی آزاد و هزینه نمایندگی

جنسن در سال ۱۹۸۶ بیان کرد اگر شرکت دارای جریان نقدی آزاد باشد، بهتر است که آن را بین سهامداران تقسیم کند یا بدهی های شرکت را بازپرداخت کند، زیرا امکان اینکه این وجوه در پروژه هایی غیر سودده سرمایه گذاری گردد، کاهش می یابد.

فرضیه جریان نقدی آزاد جنسن، نشان داد زمانی که یک شرکت علاوه بر وجه مورد نیاز برای سرمایه گذاری در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی (NPV) مثبت، دارای وجه نقد اضافی می باشد (برای اینکه ثروت سهامداران حداکثر شود). برای مدیران بهتر است که وجه نقد اضافی را بین سهامداران به عنوان سود تقسیمی پرداخت کنند. به عبارت دیگر جریان های نقدی آزاد ممکن است مدیریت را به تقبل پروژه های سرمایه گذاری غیربهبهینه سوق دهد (گرمودی، ۱۳۸۴).

بنابراین میتوان گفت مدیران کارآمد و لایق در تلاش هستند که در تمام فرصت های سرمایه گذاری سودآور، سرمایه گذاری کنند. با وجود این جدایی سهامداران و مدیریت، مدیران شرکت را ترغیب می نماید تا سرمایه اضافی را هزینه نموده یا به هدر دهند. استفاده ناکارا از سرمایه فراتر از فرصت های سرمایه گذاری سودآور توسط مدیران اولین بار به وسیله مینز^۳ مشخص شد. فرضیه جریان نقدی آزاد که توسط جنسن (۱۹۸۶) ارائه شد، این مورد را به وضوح نشان داد. سرمایه ای که بعد از سرمایه گذاری روی پروژه هایی با NPV مثبت باقی می ماند، موجب ایجاد تضاد هایی بین منافع سهامداران و مدیران می شود. پرداخت بهره بدهی و تقسیم سود، جریان نقدی آزاد را که مدیران روی پروژه هایی با NPV مثبت و مصارف متفرقه هزینه می کنند، کاهش می دهد. در ادامه به نتایج برخی تحقیقات مرتبط اشاره می شود.

- جنسن (۱۹۸۶) در مقاله خود تحت عنوان هزینه‌های نمایندگی جریان های نقدی آزاد، سیاست تأمین مالی شرکت و تحصیل اکثریت سهام شرکت، نشان داد که در شرکت‌های بزرگ‌تر، مسئله جریان‌های نقدی آزاد سختی‌ها و مشکلات بیشتری را ایجاد می‌کند و جایی که مدیران چنین وجوهی را بدون هیچ نیاز شدید برای سرمایه‌گذاری در اختیار داشته باشند میزان مصرف شخصی افزایش می‌یابد.
- وو (۲۰۰۴) با بررسی نقش تعیین کننده ساختار مالکیت در سیاست های تامین مالی از محل بدهی، در نمونه ای شامل ۸۳۳ سال شرکت ژاپنی طی سال های ۱۹۹۲-۲۰۰۰ به نتایج ذیل دست یافت: الف) بین بدهی و جریان نقد آزاد رابطه معنا دار و مثبتی برقرار است، که این رابطه در شرکت های با فرصت رشد پایین، بیشتر از شرکت های با رشد بالاست. ب) در شرکت های با فرصت رشد پایین، سرمایه گذاران نهادی مدیران را از سرمایه گذاری بیشتر از حد باز می دارند. ج) در شرکت های با فرصت رشد بالا سرمایه گذاران نهادی از استقراض بیشتر حمایت می نمایند.
- چانگ، فیرث و کیم (۲۰۰۵) در تحقیقی با هدف بررسی ارتباط جریان های نقد آزاد و مدیریت سود در شرکت ها دریافته‌اند که شرکت های دارای رشد کم و جریان های نقد آزاد بالا، به منظور تقلیل اثر منفی سرمایه گذاری جریان های نقد آزاد در پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی، مبادرت به استفاده از اقلام تعهدی اختیاری در جهت افزایش سود شرکت می نمایند.
- ریچاردسون^{۱۴} (۲۰۰۶) در تحقیقی دریافت که سرمایه گذاری به میزانی بیش از حد بهینه، در شرکت های دارای سطوح بالای جریان های نقد آزاد بیشتر است، در میان نمونه مورد بررسی ایشان، شرکت های غیر مالی از جریان های نقد آزادشان را بیش از حد بهینه سرمایه گذاری می نمودند. همچنین وی طی بررسی رابطه ساختار نظام راهبری شرکت و سرمایه گذاری بیش از حد بهینه جریان های نقد آزاد، دریافت که برخی از سازوکارهای نظام راهبردی شرکت باعث کاهش سرمایه گذاری بیش از حد بهینه می گردد.
- مک نایت و ویر^{۱۵} (۲۰۰۸) در تحقیقی تاثیر متغیرهای نظام راهبری شرکت را بر هزینه‌های نمایندگی آزمون کردند. در این تحقیق هزینه‌های نمایندگی به سه صورت اندازه‌گیری شدند: نسبت فروش به داراییها، رابطه جریانهای نقد آزاد و فرصتهای رشد، و تعداد شرکتهای تحصیل شده توسط شرکت. متغیرهای مستقل نیز نسبت مدیران غیر موظف، نسبت مالکیت مدیران، نسبت مالکیت نهادی، نسبت بدهی بوده است. آنها در این تحقیق به نتایج زیر دست یافتند:
 ۱. افزایش در مالکیت مدیران به کاهش هزینه های نمایندگی کمک می‌کند.
 ۲. افزایش درصد اعضاء غیرموظف به کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند.

- فواد رحمان و محد صالح ۱۶ (۲۰۱۰)، به بررسی تاثیر مسئله نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد بر محتوای اطلاعاتی اطلاعاتی سود و ارزش دفتری هر سهم برای ۷۳۰ شرکت در بازه زمانی ۲۰۰۲-۲۰۰۴ پرداختند. آنها به آزمون این مهم پرداختند که آیا محتوای اطلاعاتی سود حسابداری و ارزش دفتری هر سهم در شرکت های دارای مسائل نمایندگی جریان وجوه نقد نسبت به سایر شرکت ها کمتر است؟ نتایج نشان می دهد که محتوای اطلاعاتی سود و ارزش دفتری هر سهم در شرکت های دارای مشکلات نمایندگی گردش وجوه نقد آزاد کمتر است.
- اوتامی و اینانگا^{۱۷} (۲۰۱۱)، به بررسی این موضوع پرداختند که آیا هزینه نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد بر سیاستهای تقسیم سود و اهرم مالی شرکتهاى اندونزیایی تاثیر گذار هست. بدین منظور اقدام به طبقه بندی شرکتها در دو گروه نمودند که یک گروه در برگیرنده شرکتهاى است که بطور منظم و دوره ای اقدام به تقسیم سود بین سهامداران می کنند و گروه دوم سود را بصورت دوره ای و منظم تقسیم نمی کنند. تحلیل رگرسیونی آنها نشان می دهد که جریانهای نقدی آزاد بر سیاست تقسیم سود شرکتهاى که ۵ دوره سود پرداخت کرده اند، تاثیر مثبت و معنادار و بر شرکتهاى که کمتر از ۵ دوره پرداخت داشته اند تاثیر منفی و معناداری داشته است. هم چنین آنان دریافتند که جریان های نقدی آزاد بر اهرم مالی هر دو گروه شرکتها تاثیر مثبت اما غیر قابل ملاحظه (نامعنادار) داشته است.
- بابک گرمودی (۱۳۸۴) در تحقیقی تحت عنوان تأثیر هزینه نمایندگی بر سیاست سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی تاثیر جریان‌های نقدی آزاد، تعداد سهامداران و دارایی‌های وثیقه‌ای به عنوان عامل هزینه نمایندگی با سیاست سود تقسیمی شرکت‌ها پرداخت. نتیجه تحقیق بدین صورت بود که بین عوامل هزینه نمایندگی و سیاست سود تقسیمی ارتباط مثبت و مستقیم وجود دارد.
- جلال وافى ثانی (۱۳۸۸) در تحقیقی تحت عنوان رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه نمایندگی، به بررسی تاثیر برخی از شاخصهای نظام راهبری شرکت بر هزینه‌های نمایندگی پرداخت. نتایج به دست آمده از این تحقیق حاکی از موثر بودن افزایش سازوکارهای نظام راهبری شرکت بر کاهش هزینه های نمایندگی و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می باشد.
- رضوانی و همکاران (۱۳۸۸)، به بررسی رابطه ی بین جریان های نقدی آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکتهاى پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. و دریافتند که هم شرکتهاى بزرگ و هم در شرکتهاى دارای فرصتهاى سرمایه گذاری پایین بین جریان های نقدی آزاد و تغییرات تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این

نتیجه حاکی از توجه مدیران این شرکتها به سه عامل جریان نقد آزاد، فرصتهای سرمایه گذاری و اندازه در تصمیمات مربوط به سیاستهای تقسیم سود است.

- خدادای و حاجی زاده (۱۳۹۰)، به بررسی تاثیر مسئله نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد بر حق الزحمه حسابرس مستقل پرداختند. در این تحقیق از متغیرهای سطح بدهی شرکت، نسبت فرصتهای رشد و میزان سود نقدی پرداختی به عنوان متغیرهای موثر بر هزینه های نمایندگی استفاده شده است. نتایج آنها نشان داد که در شرکتهای که جریان های نقدی آزاد زیادی دارند، بین سطح بدهی و حق الزحمه ی حسابرسی ارتباط مثبت و معنادار و بین فرصتهای رشد آتی و حق الزحمه ی حسابرسی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه ها

با توجه به آنچه که در بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش ارائه شد انتظار می رود که محتوای اطلاعاتی سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم در شرکت های دارای مسائل نمایندگی گردش وجوه نقد آزاد، از سایر شرکتها کمتر باشد. براین اساس به دو فرضیه تدوین شد که در هر دو فرضیه یک متغیر مجازی جهت کنترل تاثیر ناشی از مسائل نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد و تفکیک شرکت های دارای این مسائل از سایر شرکت ها اضافه شد. فرضیه اول: در شرکت های با مشکلات ناشی از نمایندگی جریان نقد آزاد، ارتباط بین قیمت هر سهم و سود خالص هر سهم کمتر است. فرضیه دوم: در شرکت های با مشکلات ناشی از نمایندگی جریان نقد آزاد، ارتباط بین قیمت هر سهم و ارزش دفتری هر سهم کمتر است.

۳- روش شناسی تحقیق

۳-۱ روش گردآوری داده ها

کلیدی اطلاعات مورد نیاز جهت انجام این تحقیق از بانک های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار ره آورد نوین و سایت شرکت بورس اوراق بهادار، جمع آوری شده است. فرایند انجام آزمونهای آماری نیز به به شرح زیر قابل ارائه است:

- ۱- ارائه آمار توصیفی مرتبط با متغیرهای تحقیق
- ۲- انجام آزمون پایایی متغیرها با استفاده از روش لیون ، لین و چوی و ایم و پسران
- ۳- انجام آزمون هم انباشتگی کائو برای بررسی مانایی بلند مدت متغیرهای نامانا
- ۴- انجام آزمون ناهمسانی واریانس ها به منظور گزینش روش ^{۱۸} OLS یا ^{۱۹} EGLS
- ۵- انجام آزمون خود همبستگی به منظور بررسی خود همبستگی مدل های تحقیق
- ۶- انجام آزمون F لیمر برای بررسی تلفیقی ^{۲۰} یا تابلویی ^{۲۱} بودن داده ها
- ۷- انجام آزمون هاسمن برای بررسی ^{۲۲} FIX یا ^{۲۳} RAN بودن فرضیه ها

۸- انجام آزمون OLS یا EGLS برای آزمون نهایی فرضیه‌ها
جامعه آماری تحقیق حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۱۳۸۳-۱۳۸۹ می باشد و نمونه آماری نیز به ۱۰۷ شرکت محدود شده که به روش حذفی و بر اساس معیارهای زیر تعیین شده است:

- به منظور قابلیت مقایسه اطلاعات مالی، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
- اطلاعات مالی شرکت‌ها در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.
- معاملات سهام شرکت‌ها به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد.
- از ابتدای سال ۱۳۸۳ در بورس پذیرفته شده باشد و تا پایان سال ۱۳۸۹ از بورس خارج نشده باشد.
- واحد تجاری جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی، بانک و لیزینگ نباشد.

۲-۳ متغیرهای تحقیق

متغیرهای وابسته تحقیق، محتوای اطلاعاتی سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم است. در این مقاله، از ارزش دفتری هر سهم و سود خالص هر سهم به عنوان نماینده ارقام حسابداری استفاده شده و جهت سنجش محتوای اطلاعاتی این ارقام نیز از مدل اولسون^{۲۴} (۱۹۹۵) بهره‌گیری شده است. این مدل یک معادله رگرسیونی است که در آن قیمت هر سهم با استفاده از ارزش دفتری و سود خالص هر سهم محاسبه می‌گردد. مدل مذکور بصورت ذیل می باشد.

رابطه ۱

$$P_{it} = b_0 + b_1 EARN_{it-1} + b_2 BV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

P_{it} : میانگین ارزش بازار هر سهم شرکت در یکماهه پس از تاریخ مجمع عمومی در دوره
 $EARN_{it}$: سود هر سهم شرکت در دوره $t-1$ ^{۲۵} (سود خالص شرکت تقسیم بر سهام منتشره شرکت در دوره $t-1$)

BV_{it} : ارزش دفتری هر سهم شرکت در دوره $t-1$ (ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت تقسیم بر سهام منتشره شرکت در دوره $t-1$)

متغیرهای مستقل این تحقیق، وجود یا عدم وجود مسائل نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد در شرکت‌های نمونه آماری است. وجود جریان وجوه نقد آزاد بالا و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (متغیر فرصتهای رشد) پایین بطور همزمان در واحدهای اقتصادی بعنوان مسائل نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد تلقی می‌شود. براین اساس چنانچه یک واحد اقتصادی، وجوه نقد آزاد در اختیار داشته باشد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری آن پایین باشد؛ حاکی از مدیریت ناکارآمد وجوه نقد آزاد است. بنابراین برای برآورد متغیرهای مستقل تحقیق، لازم

است دو متغیر جریان نقد آزاد و فرصتهای رشد محاسبه شوند. در ادامه شیوه محاسبه این متغیرها ارائه گردیده است.

برای اندازه گیری جریان های نقد آزاد واحد تجاری از مدل لن و پولسن^{۲۶} (۱۹۸۹) استفاده شده است؛ براساس این مدل، جریان های نقد آزاد از سود عملیاتی قبل از استهلاک و به کسر مجموع مالیات ها، به اضافه هزینه بهره و سود تقسیمی پرداختی به دست می آید و با تقسیم بر مجموع دارایی ها استاندارد می گردد، رابطه ۲ شیوه اندازه گیری جریان نقد آزاد را نشان می دهد:

رابطه ۲

$$FCF_{it} = \frac{INC_{it} - TAX_{it} - INTEXP_{it} - CSDIV_{it}}{TA_{it-1}}$$

که در آن:

FCF: جریان های نقد آزاد ، INC: سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک

TAX: مالیات بر درآمد ، INTEXP: هزینه ی بهره

CSDIV: سود پرداختی به سهامداران عادی

TA_{it-1}: جمع ارزش دفتری دارایی ها در ابتدای سال مالی

به منظور اندازه گیری فرصتهای رشد نیز از نسبت ارزش بازار هر سهم به ارزش دفتری آن استفاده شده است. بالا بودن این نسبت نشان می دهد که شرکت فرصت های رشد بیشتری را در آینده در اختیار خواهد داشت (رحمان، صالح، ۲۰۱۰).

رابطه ۳

$$PBR_{it} = PRICE_{it} / BV_{it}$$

که در آن:

PBR_{it}: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

PRICE_{it}: قیمت بازار هر سهم شرکت آ در پایان دوره t

BV_{it}: ارزش دفتری هر سهم شرکت آ در پایان دوره t

پس از انجام محاسبات فوق، میانه هر یک از متغیرها محاسبه شده و چنانچه مقدار بدست آمده برای فرصتهای رشد و وجوه نقد آزاد برای شرکتی بیش از میانه محاسبه شده برای هر یک از این متغیرها باشد، آن شرکت دارای مسائل نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد می باشد و در الگوی آزمون فرضیه ها به آن عدد یک اختصاص داده می شود:

برای آزمون فرضیه های تحقیق از مدل اولسون (۱۹۹۷) که به آن یک متغیر مجازی جهت کنترل تاثیر ناشی از مسائل نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد و تفکیک شرکت های دارای این مسائل از سایر شرکتها، اضافه شده؛ استفاده می شود. برای آزمون فرضیه های تحقیق مدل های ۴ و ۵ برآورد گردید.

مدل ۴

$$P_{it} = b_0 + b_1 EARN_{it-1} + b_2 FCFAP_{it} + b_3 (EARN_{it-1} * FCFAP_{it}) + \varepsilon_{it}$$

مدل ۵

$$P_{it} = b_0 + b_1 BV_{it-1} + b_2 FCFAP_{it} + b_3 (BV_{it-1} * FCFAP_{it}) + \varepsilon_{it}$$

در روابط فوق متغیر FCFAP جهت تبیین اثرات ناشی از مسئله نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد به مدل اولسون اضافه شده است. FCFAP یک متغیر مجازی است که چنانچه جریان نقد آزاد شرکت مورد نظر بیشتر از میانه جریان نقد آزاد تمام شرکتهای نمونه آماری در دوره مربوطه باشد و همچنین فرصتهای رشد آن کمتر از میانه فرصتهای رشد تمام شرکتهای نمونه آماری در دوره مربوطه باشد؛ برابر با یک و در غیر اینصورت صفر خواهد بود.

۴- یافته های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی

جدول ۱ نشان دهنده آمار توصیفی متغیرهای تحقیق می باشد که به تفکیک در سه پنل طبقه بندی شده اند. پنل A نشاندهنده آمارتوصیفی کل نمونه (شامل ۱۰۷ شرکت) و پنل B نشاندهنده آمار توصیفی شرکتهای دارای مشکل نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد (شامل ۸۷ شرکت) و پنل C آمار توصیفی شرکتهای که فاقد چنین مشکلی هستند (شامل ۲۰ شرکت) را نشان می دهد.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

تابلو A: نمونه کامل شامل ۱۰۷ شرکت					
	P	EARN	BV	PBR	FCF
میانگین	۱۰۲۵۲	۴۱۳۳	۳۷۴۰	۳٫۴۲	-۰٫۰۰۳
میانه	۳۴۷۱	۵۶۱	۱۸۱۸	۱٫۸۵	۰٫۰۸
ماکزیمم	۶۰۸۴۱۶	۲۵۶۵۲۶	۲۸۰۲۰۷	۸۷	۶٫۸۳
مینیمم	۰٫۰۰۰	-۳۲۲۷	-۲۰۴۰	-۴٫۷۷	-۱۸٫۳۳
انحراف معیار	۴۱۱۰۶	۲۱۴۰۸	۱۵۳۰۱	۶٫۴۱	۱٫۲۶
تابلو B: ۸۷ شرکت دارای مشکل نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد					
	P	EARN	BV	PBR	FCF
میانگین	۹۷۱۶	۶۶۶۴	۴۸۶۰	۱٫۶۳	۰٫۲۱
میانه	۳۰۳۷	۸۱۳	۱۹۷۴	۱٫۵۲	۰٫۱۵
ماکزیمم	۶۰۸۴۱۶	۲۵۶۵۲۶	۲۸۰۲۰۷	۳٫۳۷	۶٫۸۳
مینیمم	۰٫۰۰۰	-۱۰۴	-۲۰۴۰	-۴٫۷۷	۰٫۰۸
انحراف معیار	۵۴۴۳۸	۳۰۳۷۴	۲۲۰۱۷	۰٫۹۱	۰٫۴۳
تابلو C: ۲۰ شرکت فاقد مشکل نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد					
	P	EARN	BV	PBR	FCF
میانگین	۱۰۵۱۲	۲۹۰۷	۳۱۹۷	۴٫۲۸	-۰٫۱۰
میانه	۳۸۶۱	۳۶۴	۱۷۲۹	۲٫۲۷	۰٫۰۴

ماکزیمم	۵۸۷۰۹۳	۲۱۲۲۴۹	۱۶۰۷۲۷	۸۸	۳،۱۵
مینیمم	۰،۰۰۰	-۳۲۲۷	-۶۴۷	-۳،۵۹	۱۸،۳۳-
انحراف معیار	۳۲۸۲۵	۱۵۱۷۶	۱۰۶۱۱	۷،۶۴	۱،۵

همانگونه که مشاهده می گردد، میانگین ارزش بازار هر سهم در شرکتهای دارای مشکل نمایندگی وجه نقد آزاد (۹۷۱۶) کمتر از میانگین ارزش بازار هر سهم برای سایر شرکتهای (۱۰۵۱۲) بوده است. ولی میانگین سود و ارزش دفتری هر سهم در شرکتهای دارای مشکل نمایندگی وجه نقد آزاد (۶۶۶۴ و ۴۸۶۰) بیشتر از میانگین سود و ارزش دفتری هر سهم برای سایر شرکتهای (۲۹۰۷ و ۳۱۹۷) بوده است. اما نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری هر سهم که مبین نرخ فرصتهای رشد آتی شرکتهای است در شرکتهای دارای مشکل نمایندگی وجه نقد آزاد (۱،۶۳) کمتر از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری هر سهم برای سایر شرکتهای (۴،۲۸) است. و میانگین جریان وجه نقد آزاد در شرکتهای دارای مشکل نمایندگی وجه نقد آزاد (۲۱٪) بیشتر از میانگین جریان وجه نقد آزاد در سایر شرکتهای (۱۰٪-) است.

۲-۴- آزمون پایایی متغیرهای تحقیق

به منظور بررسی پایایی (مانایی) متغیرهای تحقیق از دو روش لیون و چوی و ایم و پسران استفاده نمودیم که نتایج حاصله در جدول ۲ قابل مشاهده است.

جدول ۲: آزمون مانایی متغیرهای تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪

متغیرها	لیون و چوی		ایم و پسران	
	F	P(VALUE)	F	P(VALUE)
P	-۵۹۱،۹۹	۰،۰۰۰	-۱۳۴،۶۷۰	۰،۰۰۰
EARN	۲۶،۰۷۳	۱	-۰،۷۰۲۶	۰،۲۴۱۱
BV	-۱۷۱۷،۵۳	۰،۰۰۰	-۳۴۱،۶۱۴	۰،۰۰۰
FCFAP	-۱،۲۴	۰،۱۰۵۸	-۱،۲ E+۱۵	۰،۰۰۰
EARN*FCFAP	-۲۶،۶۹	۰،۰۰۰	-۷،۵۰ E+۱۴	۰،۰۰۰
BV*FCFAP	-۸۳،۶۷	۰،۰۰۰	-۱،۲۰ E+۱۶	۰،۰۰۰

همانطور که جدول ۲ نشان می دهد متغیرهای EARN و FCFAP در سطح اطمینان ۹۵ درصد نامانا هستند. لذا به منظور بررسی مانایی بلندمدت این متغیرها، باید مدل های را که متغیرهای نامانا در آن استفاده گردیده است، آزمون گردند بدین منظور در ادامه آزمون هم انباشتگی کائو در جدول ۳ ارائه گردیده است. نتایج جدول ۳ مانایی بلندمدت متغیرهای تحقیق را توجیه می کند.

جدول ۳: نتایج آزمون هم انباشتگی تابلویی با استفاده از آزمون کائو

متغیر وابسته	مدل ها	نتایج آزمون کائو	
		F	P(VALUE)
P	رابطه ۴	-۴,۵۰۲	۰,۰۰۰
P	رابطه ۵	-۱۴,۴۵	۰,۰۰۰

۳-۴- آزمون ناهمسانی و خود همبستگی فرضیات تحقیق
به منظور بررسی ناهمسانی و خود همبستگی فرضیات تحقیق از نرم افزار STATA استفاده کرده ایم که نتایج حاصله در جدول ۴ قابل مشاهده است.

جدول ۴: نتایج آزمون ناهمسانی واریانس ها و خود همبستگی فرضیه های تحقیق

فرضیه ها	آزمون ناهمسانی واریانس ها		آزمون خود همبستگی	
	F	P(VALUE)	F	P(VALUE)
فرضیه اول	۳۱۷۵,۹۵	۰,۰۰۰	۱,۸۰۹	۰,۱۸۱۶
فرضیه دوم	۲۲۲۷,۹۰	۰,۰۰۰	۶,۰۲۱	۰,۱۵۸

جدول ۴، نشان می دهد که فرضیات اول و دوم دارای مشکل ناهمسانی واریانس است. عبارتی باید در آزمون نهایی فرضیه های اول و دوم از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS) استفاده نماییم. همچنین آزمون خود همبستگی فرضیه ها نشان می دهد که تمامی فرضیات تحقیق فاقد مشکل خود همبستگی است.

۴-۴- آزمون فرضیه های تحقیق در حالت تابلویی

در این بخش به آزمون فرضیه ها در قالب مدل رگرسیونی پرداخته شده است. همچنین برای تشخیص انتخاب بین POOLED یا PANEL بودن فرضیه های تحقیق از آزمون F لیمر استفاده کرده ایم، سپس برای تعیین و انتخاب یکی از دو الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است (جدول ۵).

جدول ۵: نتایج آزمون f لیمر و هاسمن

فرضیات	F لیمر		هاسمن		Cross section
	F	P	Chi - square	P	
فرضیه اول	۰,۷۰۹	۰,۹۸	-	-	-
فرضیه دوم	۲,۵۹	۰,۰۰۰	۵,۱۸	۰,۱۵	RAN

همانطور که جدول ۵ نشان می دهد، برای آزمون فرضیه اول باید از روش حداقل مربعات معمولی تجمیع شده و برای آزمون فرضیه دوم از الگوی پانل با بکارگیری الگوی اثرات تصادفی استفاده کرد.

با توجه به نتایج جداول ۴ و ۵، مدل مرتبط با فرضیه اول تحقیق دارای مشکل ناهمسانی ولی فاقد مشکل خود همبستگی است. بنابراین باید از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی و روش حداقل مربعات معمولی تجمیع شده جهت آزمون فرضیه اول استفاده کرد. نتایج حاصل از آزمون مدل مربوطه در جدول ۶ ارائه شده است.

نتایج نشان می دهد که سودخالص هر سهم تاثیر مثبت و معناداری بر قیمت هر سهم داشته است. که رابطه مذکور براساس ضریب رگرسیونی ۲,۰۷ قوی و معنادار بوده است. هم چنین ضریب بدست آمده از آزمون رگرسیون برای متغیر $EARN*FCFAP$ که محتوای اطلاعاتی سود خالص هر سهم را در شرکت های دارای مسائل نمایندگی نشان می دهد، ۱,۲۷- است. که مبین تاثیر منفی و معنادار مسئله نمایندگی گردش وجوه نقد آزاد بر ارتباط بین قیمت هر سهم و سود خالص هر سهم است.

نتایج مربوط به آماره $F(۰,۰۰۰)$ نیز نشان می دهد که مدل در حالت کلی معنادار بوده و با توجه به آماره دوربین واتسون (۱,۵۵) فاقد مشکل خود همبستگی است. علاوه بر آن نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که در دوره پژوهش ۰,۲۳ از تغییرات قیمت هر سهم تحت تاثیر متغیرهای مستقل بوده است.

لذا با توجه به معنادار بودن اثر مسئله نمایندگی گردش وجوه نقد آزاد بر ارتباط بین قیمت هر سهم و سود خالص هر سهم، فرضیه اول این پژوهش مورد تایید واقع می گردد.

جدول ۶: نتایج آزمون فرضیه اول

متغیرها	EGLS	ضرایب	احتمال t
EARN	۲,۸۱	۲,۰۷	۰,۰۰۵۱
FCFAP	۷,۹۳-	۱۸۴۰-	۰,۰۰۰
FCFAP*EARN	۲,۲۲-	۱,۲۷-	۰,۰۰۲
C	۱۱,۱۱	۴۷۶۰	۰,۰۰۰
ضریب تعیین	۰,۲۳۶۱		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۲۳۲۹		
دوربین- واتسون	۱,۵۵		
آماره F	۷۴,۴۸		
احتمال آماره F	۰,۰۰۰		

با توجه به نتایج جداول ۴ و ۵، مدل مرتبط با فرضیه دوم تحقیق دارای مشکل ناهمسانی ولی فاقد مشکل خود همبستگی است عبارتی باید از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی و الگوی اثرات تصادفی جهت آزمون فرضیه دوم استفاده کرد. که نتایج حاصل از آزمون مدل مربوطه در جدول ۷ قابل مشاهده است.

نتایج نشان می دهد که ارزش دفتری هر سهم تاثیر مثبت و معناداری بر قیمت هر سهم داشته است. که رابطه مذکور براساس ضریب رگرسیونی ۲,۳۷ قوی و معنادار بوده است. هم چنین ضریب بدست آمده از آزمون رگرسیون برای متغیر $BV*FCFAP$ که محتوای اطلاعاتی ارزش دفتری هر سهم را در شرکتهای دارای مسائل نمایندگی نشان می دهد، ۰,۰۶ بوده که با توجه به احتمال ۰,۹۳ معنادار نیست.

نتایج مربوط به آماره $F(۰,۰۰۰)$ نیز نشان می دهد که مدل در حالت کلی معنادار بوده و با توجه به آماره دوربین واتسون (۱,۸۶) فاقد مشکل خود همبستگی است. علاوه بر آن نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که در دوره پژوهش ۰,۸۱ از تغییرات قیمت هر سهم تحت تاثیر متغیرهای مستقل بوده است.

لذا با توجه به عدم معناداری اثر مسئله نمایندگی گردش وجوه نقد آزاد بر ارتباط بین قیمت هر سهم و ارزش دفتری هر سهم، فرضیه دوم این پژوهش مورد تایید واقع نمی گردد.

جدول ۷: نتایج آزمون فرضیه دوم

EGLS		متغیرها	
احتمال t	آماره t	ضرایب	
۰,۰۰۴۴	۲,۸۵	۲,۳۷	BV
۰,۰۰۳۲	۲,۹۵-	۵۷۴۰-	FCFAP
۰,۹۳	۰,۰۸۰	۰,۰۶۶	FCFAP*BV
۰,۱۹	۱,۲۹	۳۲۴۵	C
	۰,۸۱۳۵		ضریب تعیین
	۰,۸۱۲۷		ضریب تعیین تعدیل شده
	۱,۸۶		دوربین- واتسون
	۱۰۵۱		آماره F
	۰,۰۰۰		احتمال آماره F

۵- نتیجه گیری و پیشنهادها

طبق نتایج، محتوای اطلاعاتی سود هر سهم در شرکت های دارای مسایل جریان نقد آزاد کمتر از سایر شرکت هاست. اما در مورد محتوی اطلاعاتی ارزش دفتری هر سهم در شرکت های دارای مسایل جریان نقد آزاد نتایج معناداری حاصل نگردید. در واقع ضریب متغیرهای ارقام حسابداری (سود هر سهم) در شرکت های دارای مسایل جریان نقد آزاد منفی و معنادار است. در خصوص نتایج بدست آمده از آزمون های آماری تحقیق حاضر استدلال های ذیل ارائه می شود.

اعمال نظرهای مدیران شرکتهای با جریان های نقد آزاد بالا در گزارشگری مالی، در ارقام تعهدی تبلور می یابد. ارقام تعهدی تفاوت بین سود با جریان های نقدی است و میزان سودخالص و بتبع آن ارزش دارایی های شرکت را بگونه ای غیر واقعی افزایش می دهد. هرچه این ارقام بالاتر باشند، سود گزارش شده بی کیفیت تر و غیرواقعی تر است. شواهد زیادی در خصوص تاثیر ارقام تعهدی و کیفیت پایین سودهای گزارش شده بر نگرش استفاده کنندگان از صورتهای مالی در دست است. (برای مثال تتو و سایرین^{۲۷} (۱۹۹۸)؛ کالینز و هریبار^{۲۸} (۲۰۰۰)؛ برادشاو و سایرین^{۲۹} (۲۰۰۱)؛ شی^{۳۰} (۲۰۰۱)). نتایج این تحقیقات حاکی از واکنش منفی سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان صورتهای مالی به ارقام تعهدی می باشد. در حوزه کاربردی پیشنهاد می شود که سرمایه گذاران در ارزیابی شرکت های پذیرفته شده در بورس علاوه بر بررسی وضعیت سوددهی و بازده حاصل از سهام شرکت، به شاخصهای مرتبط با مسائل نمایندگی نیز توجه داشته باشند. در این تحقیق جهت تشخیص این مسائل در شرکت ها از جریان نقد آزاد استفاده شد و ثابت شد که در شرکت هایی که جریان نقد آزاد بالایی داشته محتوای اطلاعاتی ارقام گزارش شده (سود خالص هر سهم) کمتر بوده است. بنابراین بکارگیری نتایج این تحقیق در حوزه تصمیم گیری های سرمایه گذاری مطلوب بنظر می رسد. همچنین به مالکان و سهامداران شرکت های سهامی توصیه می شود که تدابیری برای همسوسازی منافع مالکان با مدیران و کاهش مسائل و مشکلات نمایندگی اتخاذ نمایند. از جمله این اقدامات اعطای اختیار خرید سهام می باشد که باعث می شود مدیران شرکتهای سهامی در جهت ارزش آفرینی برای شرکت تلاش نمایند. در پایان با عنایت به مطالب ارائه شده، انجام تحقیقاتی در زمینه تخفیف (کاهش) مشکلات نمایندگی و یا افزایش محتوای اطلاعات حسابداری به صورت زیر مطلوب بنظر می رسد:

۱- بررسی تاثیرات سازوکارهای حاکمیت شرکتی (سازوکارهای داخلی و خارجی حاکمیت شرکتی) در کاهش مشکلات نمایندگی ناشی از جریان وجوه نقد آزاد و افزایش محتوای اطلاعات حسابداری

۲- بررسی تاثیر ارقام تعهدی (ارقام تعهدی مدیریت شده) بر محتوی اطلاعاتی سود و ارزش دفتری هر سهم در شرکتهای که با مسئله نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد مواجه اند.

یادداشت‌ها

- 1- Corporate ownership
- 2- Agency Problem
- 3- Jensen, M; Meckling, W
- 4- Fama
- 5- Corporate Governance
- 6- Free Cash Flow (FC)
- 7- Growth Opportunities
- 8- Over investment
- 9- Wu, L
- 10- Earnings Management
- 11- Chung R, Firth M, Kim J-B
- 12- Information Content
- 13- Means
- 14- Richardson, S
- 15- Mc nait & Wayer
- 16- Rahman F, A & Norman M, S
- 17- Utami & Inanga

۱۸- حداقل مربعات معمولی

۱۹- حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی

۲۰- روش حداقل مربعات معمولی تجمیع شده

۲۱- سری زمانی (روش بانل)

۲۲- الگوی اثرات ثابت

۲۳- الگوی اثرات تصادفی

24- Ohlson J.A

۲۵- باتوجه به این که هدف مدل اولسون سنجش محتوای اطلاعاتی ارقام منتشرشده حسابداری میباشد لذا سهامدار باید این ارقام را در یافت نموده و با استفاده از آنها درخصوص سهام مورد نظر تصمیم گیری نماید. از آنجایی که صورتهای مالی در ایران بعد از مجمع منتشر میشود لذا سهامداران تنها پس از برگزاری مجمع امکان دسترسی به ارقام سود و ارزش دفتری را دارند.

26- Lehn, K and Poulsen, A

27- Teoh, S. H., Welch, I., Wong, T.J

28- Collins, D., Hribar, P

29- Bradshaw, M., Richardson, S., Sloan, R

30- Shi, M

کتابنامه

- ۱- اسکات، ویلیام. (۲۰۰۳). پارساییان، علی. (۱۳۸۸). تئوری حسابداری مالی (جلد دوم). انتشارات ترمه.
- ۲- اشراقی، فریدون. (۱۳۸۴)، بررسی عوامل موثر بر هموارسازی سود در میان شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه عالی بانکداری ایران.
- ۳- آذر، عادل؛ مؤمنی. منصور: (۱۳۸۴). آمار و کاربرد آن در مدیریت، جلد دوم، چاپ هشتم، انتشارات سمت، تهران.
- ۴- توچکی، محمود. (۱۳۸۱)، تاثیر هموارسازی سود بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد مشهد.
- ۵- خدادای و حاجی زاده. (۱۳۹۰)، تئوری نمایندگی و حق الزحمه حسابرسی مستقل، پژوهش های حسابداری مالی، صفحات ۷۶-۹۲.
- ۶- دلاور، علی. (۱۳۸۳)، مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی، چاپ سوم، تهران، انتشارات رشد، ۳۵-۶۶.
- ۷- خدمتی، همپا. (۱۳۸۸)، تاثیر حاکمیت شرکتی بر هموارسازی سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد تبریز.
- ۸- رضوانی و احمدی. (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین جریانهای نقدی آزاد و سیاست تقسیم سود، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، صفحات ۹۲-۱۰۷.
- ۹- گرمودی، بابک. (۱۳۸۴)، بررسی تاثیر هزینه نمایندگی بر سیاست تقسیمی سود شرکت ها، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.
- ۱۰- نمازی، محمد و سیرانی، محمد. (۱۳۸۳)، بررسی تجربی سازه های مهم در تعیین قراردادها، شاخصها و پارامترهای پاداش مدیران عامل شرکتهای در ایران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، تابستان، ۱۶۷.

11- Barth, M.E. (1991), Relative measurement errors among alternative pension asset and liability measures. *The Accounting Review*, 66, 433-463.

12- Barth M. E., Beaver, W. H. and Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77-104

13- Chung R; Firth M; Kim J-B. (2005), Institutional monitoring and opportunistic earnings management, *Journal of Corporate Finance*; 8: 29-48.

14- Crutchley.C.E; Jensen.M.R; Jahera.J.S; Raymond.J.E, (1999), Agency problems and the simultaneity of financial decision making: the role of institutional ownership, *International Review of Financial Analysis*, 8:65-87

15- Fama, E. (1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*: 88, 288-307

16- Jensen, M; Mackling, W, (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*: V.3, No. 4 305-360.

- 17- Jensen, M.C, (1998), Self-Interest, Altruism, Incentives of Agency Theory. Foundation of Organizational Strategy, Harvard University Press.
- 18- Lehn .K; Paulsen .A, (1989), Free Cash flow and stock holder gains in going private transactions, journal of finance: 44:774789.
- 19- Ohlson J.A, (1995), Earning, Book Value, and Dividends in Equity Valuation, Contemporary Accounting Research: Vol. 11, No.2: pp. 661-787
- 20- Richardson, S.A; R.G. Sloan; M.T. Soliman; I. Tuna, (2006), The Implications of Accounting Distortions and Growth for Accruals and Profitability.