مقدمه............................................................................................................................12

2-2- حاکمیت (راهبری) شرکتی...................................................................................12

2-2-1- پایگاه نظری حاکمیت شرکتی.............................................................12

2-2-1-1- نظریه نمایندگی...........................................................13

2-2-1-2- نظریه گروه­های ذینفع.......................................................16

2-2-1-3- نظریه هزینه معاملات.............................................................18

2-2-2- سازوکارهای حاکمیت شرکتی.....................................................................19

2-3- جریانات نقدی و حساسیت آن بر سرمایه گذاری.....................................................31

2-3-1-تعریف جریان های نقدی...................................................................... 32

2-3-2-اهمیت وجه نقد در تصمیم گیری استفاده کنندگان صورتهای مالی.............................33

2-3-3-مفهوم نگهداری وجوه نقد مورد انتظار(مطلوب)........................34

2-3-4- نوسان پذیری جریان وجه نقد....................................36

2-4-مسائل نمایندگی......................................................................................................37

2-4-1- هزینه نمایندگی...................................................................................37

2-4-2- تئوری زیربنایی نمایندگی.....................................................................41

2-4-3- انواع قراردادها و نظريه نمايندگي....................................45

2-4-3-1- قرارداد برمبناي رفتار يا زمان..........................................................................................................46

2-4-3-2- قرارداد برمبناي نتيجه يا محرك......................................................................................................47

2-5- پیشینه تحقیق.............................................................................................................................................................48

2-5-1- پیشینه خارجی تحقیق......................................................................................................................................48

2-5-2- پیشینه داخلی تحقیق........................................................................................................................................52

2-6- خلاصه

**بخش اول: حاكميت شركتي و سرمايه گذاران نهادي**

**2-2- حاکمیت (راهبری) شرکتی**

در برگيرنده مجموعه روابط بين سهامداران، مديران، حسابرسان و ساير افراد ذينفع است كه متضمن برقراري نظام كنترلي به منظور رعايت حقوق سهامداران جزء و اجراي صحيح مصوبات مجمع و جلوگيري از سوء استفاده­هاي احتمالي مي­باشد.

**2-2-1- پایگاه نظری حاکمیت شرکتی**

چند چارچوب نظری متفاوت برای توضیح و تحلیل حاکمیت شرکتی در دنیا مطرح است. هر کدام از آن­ها با استفاده از کلمات مختلف و به صورتی متفاوت به بحث در مورد حاکمیت شرکتی پرداخته­اند که ناشی از زمینه علمی خاصی است که به موضوع حاکمیت شرکتی می­نگرند. مثلاً نظریه نمایندگی از دیدگاه مالی و اقتصادی پرداخته است. نظریه هزینه معاملات از دیدگاه سازمانی مسئله را مورد بررسی قرارداده است.

نظریه گروه­های ذینفع از دیدگاه اجتماعی به حاکمیت شرکتی نگریسته است. هر چند تفاوت­های چشمگیری بین چارچوب­های نظری مختلف وجود دارد (زیرا هر کدام دیدگاه متفاوتی را در نظر گرفته­اند)، ولی وجوه مشترک مشخصی نیز دارند. در مورد هر یک از دیدگاه­ها و تفاوت­های آن­ها بحث بعمل خواهد آمد.

در سال های اخیر حاکمیت شرکتی توجه زیادی را به خود جلب کرده است و پیشرفت­هایی در اعمال حاکمیت شرکتی درسطح جهانی صورت می­گیرد. سازمان­های بین­المللی مانند سازمان همکاری­های اقتصادی و توسعه ،استانداردهای قابل قبول بین­المللی دراین­باره فراهم کرده­اند. در آمریکا و انگلستان و دیگر کشورها همچنان سیستم­های حاکمیت شرکتی در حال تقویت شدن هستند و به سهامداران و روابط آن­ها، پاسخگویی، بهبود عملکرد هیئت مدیره، حسابرسان، سیستم­های حسابداری و کنترل داخلی توجه ویژه می­کنند و به روش­هایی توجه دارند که شرکت­ها با این روش­ها اداره و کنترل می­شوند. علاوه براین سهامداران اقلیت، سرمایه­گذاران نهادی، حسابداران و حسابرسان و سایر بازیگران صحنه بازار پول و سرمایه از فلسفه وجودی و ضرورت اصلاح و بهبود دائمی حاکمیت شرکتی آگاهی دارند. در اثر توجه روزافزون به مسائل حاکمیت شرکتی در جامعه متخصصان تحقیقات دانشگاهی در این زمینه رونق گرفته و معیارهای نوین در این­باره پدید آمده و در حال پدید آمدن است. این موضوع از سال 2004 در مقاطع تحصیلات تکمیلی (کارشناسی ارشد و دکتری) در دانشگاه­های کشورهای توسعه یافته به عنوا ن سرفصل درسی مستقل تدریس می­شود.

در اهمیت حاکمیت شرکتی برای موفقیت شرکت­ها و رفاه اجتماعی شکی نیست. این موضوع با توجه به رخدادهای اخیر اهمیت بیشتری یافته است. فروپاشی شرکت­های بزرگ از قبیل انرون، ورلدکام، ادنی، سیکو، لیوسنت، گلوبال کروسینگ، سان بیم­تیکو، اکس­وکس و... که موجب زیان بسیاری از سرمایه­گذاران شد و ناشی از ضعف سیستم حاکمیت شرکتی بود ، موجب تأکید بیش از پیش بر ضرورت ارتفا و اصلاح حاکمیت شرکتی در سطح بین­المللی شده است(فرانک2003). به دنبال فروپاشی انرون و موارد مشابه ، دیگر کشورهای سراسر دنیا سریعاً واکنش بازدارنده نشان دادند. در ایالات متحده به عنوان واکنش سریع به این فروپاشی­ها قانون ساربنیزآکسلی در جولای 2002 تصویب شده و در ژانویه 2003 گزارش­های هیکس و اسمیت و سال1992 گزارش کدبری در انگلستان در پاسخ به شکست­های حاکمیت شرکتی انتشار یافتند. اصول نظام راهبری شرکت­ها نیز در سال 1999 توسط سازمان همکاری­های اقتصادی و توسعه به تصویب رسید.

**2-2-1-1- نظریه نمایندگی[[1]](#footnote-1)**

با بزرگترشدن شرکت­ها، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند. نظریه نمایندگی به مشکلاتی اشاره دارد که در زمان چشم پوشی کارگماران (مالکان) از کنترل شرکت به وسیله مدیرانی (کارگزارانی) به وجود می­آیند که برای اداره شرکت منسوب شده­اند (جنسن و مکلینگ، 1976 و فاما،1980). این تجزیه مالکیت از کنترل به طور بالقوه مسئله­ای گیج کننده است، به این صورت که شاید مالکان و نمایندگان ، اهداف و منافع متفاوتی داشته باشند. به طور نمونه نمایندگان (مدیران) نسبت به مالکان دارای اطلاعات بیشتری درباره شرکت و فعالیت مدیریت باشند. این عدم تعادل در توزیع اطلاعات میان مالکان و نمایندگان ، عدم­تقارن اطلاعاتیست که مفهومی عمده و حیاتی در منطق نظریه نمایندگی است. در این صورت بعید است مشکلات نمایندگی، زمانی اتفاق بیفتد که اطلاعات به طور مساوی (میان مالکان و نمایندگان) توزیع می­شوند، زیرا مالکان قادر به نظارت مستقیم بررفتار نمایندگان می­شوند و در نتیجه از رفتار فرصت­طلبانه نمایندگان جلوگیری می­کنند

( لویتهال،1988). مالکان ممکن است به منظورجلوگیری از مشکلات نمایندگی و هم­ راستاکردن منافع مدیران

و مالکان ، از ابزار قراردادهای مدیریت (صریح یا ضمنی) استفاده کنند یا شاید اقداماتی را برای کاهش عدم­تقارن اطلاعاتی به وسیله افزایش اطلاعات در دسترس خود ، انجام دهند (رادرفورد و باچولتز[[2]](#footnote-2)،2007).

از طرفی، نظریه نمایندگی چارچوبی نظری است که در ادبیات حاکمیت شرکتی، بیشترین استفاده را دارد (جنسن و همکاران،1996). زمانی که هیئت مدیره[[3]](#footnote-3) به عنوان مالکان و مدیران ارشد اجرایی[[4]](#footnote-4) به عنوان نمایندگان درنظر گرفته شده­اند، از چشم­انداز حاکمیت، ارتباط میان هیئت مدیره و مدیریت ارشد اجرایی می­تواند به عنوان رابطه نمایندگی درنظر گرفته شود. بنابراین، اولین زمینه مورد علاقه پژوهشگران حاکمیت شرکتی بررسی آن است که آیا هیئت مدیره در نظارت و کنترل مدیریت ارشد اجرایی هوشیار[[5]](#footnote-5)هستند (رادرفورد و باچولتز ،2007). برای تعیین هوشیاری هیئت مدیره، خصوصیات هیئت مدیره (ازجمله ترکیب هیئت مدیره وحق تصدی[[6]](#footnote-6)هیئت مدیره) به طور نمونه به کاربرده می­شوند، زیرا اشاره به میزان استقلال هیئت مدیره از مدیریت ارشد اجرایی دارند (فینکلستین و همبریک،1996).

مطالعات بی­شماری نشان داده­اند که ارتباطی میان خصوصیات جمعیتی[[7]](#footnote-7) هیئت مدیره و مشکلات حاکمیت مهم مانند پرداخت به مدیریت ارشد اجرایی (فینکلستین وهمبریک،1998) وجانشین مدیریت ارشد اجرایی (اوکاسیو،1999) وجود دارد.

در نظریه­های مالی، فرض اصلی و اساسی این است که هدف اولیه شرکت­ها، افزایش ثروت سهامداران است، لیکن در عمل همواره اینگونه نیست. احتمالاً به افزایش منفعت شخصی خود تمایل دارند. این امر منجر به تمرکز و سرمایه­گذاری آن­ها بر طرح­هایی می­شود که منابع کوتاه­مدت دارند و توجهی به منافع بلند­مدت سهامداران ندارند. در این شرایط مدیران برای دستیابی به عایدی­های متفرقه تحریک می­شوند که باز هم منجر به کاهش ارزش منافع و رفاه سهامداران می­شود. به کاهش رفاه سهامداران، زیان باقی­مانده گفته می­شود. این مشکل نمایندگی، ضرورت کنترل مدیریت شرکت­ها توسط سهامداران را نشان می­دهد. فرض اساسی و مهم دیگر نظریه نمایندگی این است که تأیید کارهای کارگزاران برای کارگمار بسیارمشکل و پرهزینه است. با روش­های مختلفی می­توان منافع سهامداران و مدیران را همسو نمود. هزینه­های نمایندگی ، ناشی از تلاش­های سهامداران برای کنترل مدیران است. افزون بر سهامداران، مدیران مایلند ثابت کنند که آن­ها نیز نسبت به سهامداران مسئول بوده و به دنبال افزایش ثروت سهامداران هستند.بنابراین انگیزه­هایی برای شفافیت مالی، گزارش ریسک شرکت و... خواهند داشت که هزینه­های مربوط ، بخشی از هزینه­های نمایندگی است (حساس یگانه،1384).

به طور مختصر، برخی روش­های مستقیم که از طریق آن­ها سهامداران می­توانند مدیران را کنترل و به حل و فصل تضادها کمک کنند به شرح ذیل است:

* حق رأی سهامداران در مجامع عمومی بر نحوه اداره شرکت تأثیر می­گذارد. حق رأی مذکور بخش با اهمیتی از دارایی مالی سهامدار است و یکی از موارد استفاده از حق رأی به تغییر مدیران است.
* قراردادهای فی­مابین سهامداران و مدیران نیز یکی از راه­کارهاست، گرچه با اصلاح و بهبود حاکمیت شرکتی، مناسبت خود را از دست می­دهد.
* یک راه­کار نهایی، راه­ حل خروج است. واضح است خروج سهامدار اصلی موجب نگرانی بازیگران بازار سرمایه می­شود و در پی آن سهامداران بیشتری نگران افت شدید قیمت شده و با فروش سهام خود کاهش شدید قیمت سهام را موجب خواهند شد، در نتیجه منافع مدیران را متأثر خواهند نمود.

بنابراین اگر سازوکار بازار و توانایی سهامداران برای کنترل و مراقبت از مدیران (هوشیار بودن) کافی نباشد، نیاز به نوعی نظارت یا راهنمایی رسمی خواهد بود. در واقع اگر بازار کارا باشد و شرکت­ها بتوانند در این نوع بازار به تأمین مالی اقدام کنند، اقدامات سطحی با هدف اصلاح حاکمیت شرکتی، اقدام زائدی است. لیکن شواهد موجود نشان می­دهد که بازارهای سرمایه کاملاً کارا نیستند، بنابراین به منظور ارتقای حاکمیت شرکتی و افزایش پاسخگویی مدیران نسبت به سهامداران و سایر ذینفعان، دخالت لازم است. مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران در سراسر جهان وجود دارد و دولت­ها با تصویب قوانین حاکمیت شرکتی برای بهترین عملکرد با سرعت شگفت آوری در این کار دخالت می­کنند. اگرچه رعایت قوانین رفتاری و توصیه­های موجود در اسناد مربوطه، عمدتاً اختیاری هستند، لیکن شرکت­هایی که سهام آن­ها در بازار بورس اوراق بهادار معامله می­شود.، باید طبق قوانین، وضعیت حاکمیت شرکتی را افشا کنند (حساس یگانه،1384).

باتوجه به مطالب پیش­گفته، یکی از جنبه­های ارتباطی نظریه عدم­تقارن اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی، نظریه نمایندگی است که اشاره به مزیت اطلاعاتی مدیران (نمایندگان) نسبت به مالکان دارد.

**2-2-1-2- نظریه گروه­های ذینفع[[8]](#footnote-8)**

نظریه گروه­های ذینفع در طی دهه هفتاد مطرح گردیده و نخستین بار این نظریه توسط بوسیه فریمن درسال 1984 وارد مباحث مدیریتی گردید. وی نظریه عمومی شرکت­ها را پیشنهاد داد که شامل مسئولیت­پذیری شرکتی برای دامنه وسیعی از گروه­های ذینفع بود. بعد از آن مطلبی راجع به نظریه گروه­های ذینفع نوشته نشد. نقش شرکت­ها در جامعه در طی زمان ، بسیار مورد توجه بوده است. این نقش شامل اثر شرکت­ها بر کارکنان و محیط و جوامع محلی نیز می­باشد. همچنین سهامداران شرکت­ها به عنوان بخشی از گروه­های ذینفع نیز مورد توجه بوده اند. گروه­های اجتماعی و طرفداران محیط زیست اطلاعاتی راجع به فعالیت­ها وکسب و کارهایی جمع­آوری می­کردند که این کسب و کارها با گروه­های ذینفع به شیوه غیر اخلاقی رفتار می­کنند.

نظریه گروه­های ذینفع را می­توان به عنوان ترکیبی از رشته­های متنوع درنظر گرفت که هدف آن رسیدن به مجموعه­ای از خواسته­های اجتماعی و سازمانی است. درحقیقت نظریه گروه­های ذینفع را نمی­توان نظریه منسجم و رسمی درنظر گرفت ولی این نظریه چیزی بیشتر ازتحقیق گسترده به شیوه سنتی است که شامل فلسفه، اخلاق، سیاست، اقتصاد، حقوق و علوم سازمانی می­شود.

نظریه گروه­های ذینفع بر این مبنا، پایه­ریزی شده است که شرکت­ها بسیار گسترده شده­اند و تأثیر آن برجامعه رو به افزایش می­باشد بطوری که آن­ها باید در برابر بخش­های زیادی از جامعه مسئولیت پذیر باشند، بجای این که تنها در برابر سهامداران مسئول باشند. روش­های مختلفی برای تعریف گروه­های ذینفع وجود دارد و این تعاریف متکی بر نگرش استفاده­کنندگان از آن می­باشد. مشخصه مشترک بین تمام تعریف­ها، تأکید منفی آن­ها بر رابطه مبادله می باشد. نه فقط گروه­های ذینفع تحت تأثیر سازمان­ها هستند بلکه به نوبه خود سازمان­ها را نیز از راه­های مختلف تحت تأثیر قرار می­دهند. آن­ها قسمتی از سازمان را در اختیار دارند بجای اینکه تنها سهمی از سازمان راداشته باشند. گروه­های ذینفع شامل سهامداران و کارکنان و عرضه­کنندگان و مشتریان واعتبار­دهندگان و کلیه گروه­های در ارتباط با فعالیت شرکت­ها و همچنین عموم مردم جامعه می­باشند. مدافعان افراطی نظریه گروه­های ذینفع مدعی هستند، محیط و انواع موجودات زنده و نسل­های آینده را نیز باید به عنوان گروه­های ذینفع درنظر گرفت. رابطه گروه­های ذینفع در مقابل عرصه سهم و یاری خویش به آن­ها انتظار دارند رضایت خود را از طریق پاداش­هایی تعیین گردد(سولومون، 2005). با استفاده از چنین چارچوب تحلیلی می­توان به عموم مردم جامعه به عنوان گروه­های ذینفع نگاه کرد زیرا آنان مالیات می­پردازند و بدان وسیله برای شرکت­ها زیربنای ملی فراهم می­کنند و شرکت­ها در آن شرایط به فعالیت خود ادامه می­دهند. در مقابل مردم جامعه انتظار دارند شرکت­ها به عنوان شهروند شرکتی باعث افزایش کیفیت زندگی و سطح رفاه شوند نه اینکه باعث کاهش کیفیت زندگی آنان گردد(هیل و جونز، 1992). در حقیقت هر یک از گروه­های ذینفع، بخشی از سلسه قراردادهای آشکار و یا منفی را از خود به نمایش می­گذارد و در اثر همین قراردادها شرکت بوجود می­آید.

با وجود این برخی ازنویسندگان به گروه­های ذینفع فقط به عنوان گروه­هایی می­نگرند که از نظر قانونی، نقشی در شرکت برعهده دارند(فارا و هینگن، 1998). شرکت­ها در شرایط اجتماعی و سیاسی فعلی، تشویق می­شوند تا مسئولیت اجتماعی خود را در برابر گروه­های ذینفع به انجام برسانند. توجه هرچه بیشتر به مسئولیت­های اجتماعی ناشی از این عقیده و باور می­باشد که شرکت­ها صرفاً از نظر اخلاقی مسئول هستند و باید به مسئولیت­های اجتماعی خویش توجه کنند و منافع همه گروه­های ذینفع را باید تامین کنند و منفعت عامه در همین می­باشد. کوئن و جونز (1995). این رویکرد را اخلاق غیرابزاری نامیده­اند. آنان اظهار می­دارند تعهدات اخلاقی خویش را به فراموشی بسپارند. خواه اینکه چنین رفتار اخلاقی سودآور باشد یا نباشد یا باید حتماً به دنبال تعهدات اخلاقی بود. آنان بر طبق استدلالات تحلیلی قوی معتقدند نظریه نمایندگی را با توجه به چهار اصل اخلاقی زیر می­توان به طور مؤثر بکارگرفت.

1. اجتناب از آسیب رساندن به دیگران
2. احترام به آزادی و استقلال سایرین
3. دوری جستن از دروغگویی
4. احترام گذاشتن به قراردادها

درحقیقت آنان معتقدند مدل مالک–نماینده تنها زمانی می­تواند مورد قبول واقع شود که درمحدوده چهار اصول اخلاقی پیشگفته قرارگیرد. چنین بحث­هایی پایه و اساس لازم برای پیدایش نمایندگی اخلاقی را فراهم ساخت. برطبق چنین نظریه­ای ، نماینده نخست باید به عنوان موجود بشری به وظایف اخلاقی خود عمل کند و هیچگاه از تعهدات اخلاقی خود نباید دست بردارد و بعد از برآورد تعهدات اخلاقی می تواند به وظیفه خویش درحداکثر­سازی ثروت سهامداران عمل نماید. شرکت­ها بخاطر اینکه از نظر قانونی متعهد هستند تا ثروت سهامداران را حداکثر سازند ، بنابراین پیروی از رویکرد صرفاً اخلاقی در وحله اول ، کاری غیرعملی به نظر می­رسد. همچنین بسیاری از سرمایه­گذاران از قبیل صندوق­های بازنشستگی از نظر قانونی متعهد هستند تا عایدات حاصل از سرمایه­گذاری­های خویش را حداکثر سازند و چنین الزامات قانونی بنظر می­رسد در برابر مسئولیت اجتماعی شرکت­ها قرار گیرد. در ایالات­متحده،سیستمی به شکل قانونی دیده شده است که محدودیت بسیار مهم برای اخلاق غیرابزاری می­باشد (سولومون، 2005).

بنابراین بین مسئولیت اجتماعی و حداکثرسازی ثروت سهامداران، نوعی ناسازگاری دیده می­شود و اجباراً مسئولیت اجتماعی شرکت­ها در برابر الزامات قانونی آن­ها به منظور حداکثر­سازی ثروت سهامداران اهمیت خود را از دست می­دهد. بنابراین درعمل امکان انجام فعالیت­های غیرسودآور ولی سازگار با مسئولیت­های اجتماعی ازبین می­رود.

**2-2-1-3- نظریه هزینه معاملات[[9]](#footnote-9)**

نظریه هزینه معاملات ، ترکیبی میان رشته­ای بین اقتصاد حقوق و سازمان می­باشد (ویلیامسون[[10]](#footnote-10)،1996). در این نظریه ، شرکت نه تنها به عنوان یک واحد اقتصادی عمومی ( سهامی عام) بلکه به عنوان سازمان متشکل از افراد با دیدگاه­ها و اهداف مختلف است. نظریه هزینه معاملات براساس این واقعیت است که شرکت­ها آنقدر بزرگ و پیچیده­اند که با توجه به نوسان قیمت در بازار، تولید را هدایت کرده و بازار معاملات را متعادل

می­کنند. در درون شرکت­ها برخی از معاملات حذف می­شوند و مدیران شرکت، تولید را هماهنگ می­کنند (کواس،1937). به نظر می­رسد سازماندهی شرکت (مثلاً میزان ادغام عمودی) محدوده­هایی را تعیین می­کند که فراسوی آن­ها ،شرکت می­تواند قیمت و تولید را برای معاملات داخلی معین کند. واضح است داخلی­کردن معاملات به نفع مدیریت شرکت­ها می­باشد. دلیل این امر این است که داخلی کردن معاملات، ریسک و عدم­ اطمینان ما را در مورد قیمت و کیفیت آینده محصول حذف می­کند. این کار به شرکت اجازه می­دهد ریسک­های معامله با عرضه کنندگان را تا حدودی از بین ­ببرند. روش به­کار­رفته ، برای حذف این عدم­ تقارن­های اطلاعاتی برای مدیریت شرکت سودمند است و منجر به کاهش ریسک تجاری شرکت می­شود. در انجام معاملات در بازار؛ هزینه­های غیرجزئی و بازدارنده­ای وجود دارد. بنابراین برای شرکت­ها مقرون به صرفه­تر است که از طریق ادغام عمودی ،آنرا برای خودشان انجام دهند. نظریه اقتصاددانان ، منطق محدود را به کار می­برند. سیمون (1957) منطق محدود را به صورت رفتاری تعریف می­کند که منطقی است اما مدیران به طور محدود این رفتار را انجام می­دهند.

اقتصاد هزینه معاملات همچنین فرض اساسی فرصت­طلبی را می­سازد. این نظریه فرض می­کند که کارگزاران در بکارگیری تمام روش­های موجود برای افزایش منفعت شخصی تعریف شده است. با فرض مشکلات منطقی محدود و فرصت­طلبی، مدیران معاملات را برای حداکثر کردن منفعت شخصی خود ساماندهی می­کنند. چنین رفتار فرصت طلبانه­ای می تواند نتایج نامطلوبی برای شرکت و سهامداران به بارآورد ، در نتیجه این عملکرد نیاز به کنترل دارد.

**2-2-2- سازوکارهای حاکمیت شرکتی[[11]](#footnote-11)**

بررسی­ها نشان می­دهند که هر کشور سیستم حاکمیت شرکتی منحصربه­فرد خود را دارد. به اندازه کشورهای دنیا، سیستم حاکمیت شرکتی وجود دارد. تلاش­های انجام شده برای طبقه­بندی سیستم­های حاکمیت شرکتی، با مشکلاتی همراه بوده است. با این حال، یکی از بهترین تلاش­ها طبقه­بندی معروف به سیستم­های درون سازمانی و برون سازمانی است که از پذیرش بیشتری نزد صاحب­نظران برخوردار می­باشد. در واقع، بیشتر سیستم­های حاکمیت شرکتی، بین این دو طبقه قرار می­گیرند و در بعضی از ویژگی­های آن­ها مشترکند. این دو­گانگی حاکمیت شرکتی، ناشی از تفاوت­هایی است که بین فرهنگ­ها و سیستم­های قانونی وجود دارند. با این همه، کشورها تلاش دارند تا این تفاوت­ها را کاهش دهند و امکان دارد که سیستم­های حاکمیت شرکتی در سطح جهانی به هم نزدیک شوند (حساس یگانه، 1385).

سیستم حاکمیت شرکتی موجود در کشورها با تعدادی عوامل داخلی (درون سازمانی) از جمله ساختار مالکیت شرکت­ها[[12]](#footnote-12)، وضعیت اقتصادی، سیستم قانونی[[13]](#footnote-13)، سیاست­های دولتی و فرهنگی معین می­شود. ساختار مالکیت و چارچوب­های قانونی از اصلی­ترین و تعیین­کننده­ترین عوامل سیستم حاکمیت شرکتی هستند که مورد توجه بسیاری از محققان قراردارند. حاکمیت شرکتی درون سازمانی، سیستمی است که در آن شرکت­های بورسی یک کشور، تحت مالکیت و کنترل تعداد کمی ازسهامداران اصلی هستند. این سهامداران ممکن است اعضای خانواده مؤسس یا گروه کوچکی از سهامداران مانند بانک­های اعتباردهنده، شرکت­های دیگر یا دولت باشند.

به سیستم­های درون سازمانی به دلیل روابط نزدیک رایج میان شرکت­ها و سهامداران عمده آن­ها، سیستم­های رابطه­ای نیز گفته می­شود. هر چند در این مدل مشکل نمایندگی کمتری به واسطه سطح تفکیک ناچیز مالکیت و کنترل مدیریت وجود دارد. در بسیاری از کشورها، از قدرت سوء­استفاده می­شود. سهامداران اقلیت نمی­توانند از عملیات شرکت آگاه شوند. شفافیت کمی وجود دارد، وقوع سوءاستفاده محتمل به نظر می­رسد و معاملات مالی مبهم و غیرشفاف است.

همچنین عوامل برون­سازمانی ازقبیل میزان جریان سرمایه ازخارج به داخل، وضعیت اقتصاد جهانی، عرضه سهام در بازار سایر کشورها و سرمایه­گذاران نهادی[[14]](#footnote-14) فرامرزی بر سیستم حاکمیت شرکتی موجود در کشور تأثیر دارند. عبارت برون­سازمانی به سیستم­های تأمین­مالی و حاکمیت شرکتی اشاره دارد. دراین سیستم­ها، شرکت­های بزرگ توسط مدیران کنترل می­شوند و تحت مالکیت سهامداران برون­سازمانی یا سهامداران خصوصی قراردارند. این وضعیت منجر به جدایی مالکیت از کنترل (مدیریت) می­شود. که توسط برل و مینز (1932) مطرح شد. همان طور که بعدها جنسن و مکلینگ (1976) در نظریه نمایندگی مطرح کردند مشکل نمایندگی مرتبط با هزینه­های سنگینی است که به سهامداران و مدیر تحمیل می­شود. اگرچه در سیستم­های برون سازمانی، شرکت­ها مستقیماً توسط مدیران کنترل می­شوند، اما به طور غیرمستقیم تحت کنترل اعضای برون­سازمانی قرار دارند. اعضای مذکور، نهادهای مالی و همچنین سهامداران خصوصی هستند (حساس یگانه،1385).

سنجش کیفیت سیستم­های حاکمیت شرکتی از طریق آزمون اثرات احتمالی سازوکارهای حاکمیتی مختلف بر شاخص­های مالی و حسابداری صورت می­پذیرد. با توجه به مطالعات پیرامون حاکمیت شرکتی بین­المللی، محققان سازوکارهای مختلفی را در بررسی کیفیت حاکمیت شرکتی در کشورهای مختلف مورد آزمون قرارداده­اند، که اهم این سازوکارها به شرح جدول زیر می­باشد:

خصوصیات ترکیب هیئت مدیره شامل اندازه و ساختار هیئت مدیره است: تعداد مدیران حاضر درهیئت مدیره، بخشی از مدیران که خارجی (خارج از شرکت) هستند، آیا مدیر ارشد اجرایی و رییس هیئت مدیره یک شخصی هستند.

مطالعه پاداش هیئت مدیره اساساً با درجه پاداشی که به مدیران پرداخت می­شود (به منظور همسویی منافع آن­ها با منافع سهامداران) مرتبط است. با استفاده از متون علمی و حرفه ای موجود در زمینه هیئت مدیره و توصیه­های انجام شده در آیین­های حرفه­ای گوناگون، می­توان این شرایط را برای «هیئت مدیره مطلوب» ارائه کرد:

* جلسات هیئت­ مدیره باید به صورت منظم برگزارشود؛
* در هیئت مدیره، باید توازن قوای مطلوبی برقرار باشد؛
* نباید اجازه داده ­شود که شخص خاص، بر جلسات هیئت مدیره و فرآیند تصمیم­گیری در آن مسلط شود؛
* اعضای هیئت مدیره باید با بلند نظری، به پیشنهادهای اعضای دیگر توجه کنند؛
* اعضای هیئت مدیره باید دارای صفات عالی اخلاقی و درجه والایی از درستکاری؛ راستی و امانتداری باشند؛
* بین اعضای هیئت مدیره، باید روابط قوی و ارتباط­های مؤثری وجود داشته باشد؛
* هیئت مدیره باید مسئولیت صورت­های مالی را برعهده گیرد؛
* اعضای غیرموظف (غیراجرایی) هیئت مدیره، باید (معمولاً) دارای دیدگاه مستقلی باشند؛
* هیئت مدیره باید آمادگی پذیرش افکار و راهبردهای جدید را داشته باشد (گرت[[15]](#footnote-15)،1996) ؛
* هیئت مدیره باید دارای درک عمیقی از کسب­وکار شرکت باشد؛
* هیئت مدیره باید از ماهیت پویایی برخوردار باشد؛
* هیئت مدیره باید خطرهای ذاتی مربوط به فعالیت­های تجاری شرکت را بشناسد؛
* هیئت مدیره باید آمادگی خطرهای حساب شده را داشته باشد: نپذیرفتن خطر، یعنی محروم شده از بازده؛
* هیئت­مدیره باید مراقب مسائل مطرح شده از سوی ذینفعان شرکت باشد و برای برخورد فعال با آن­ها، آمادگی لازم را کسب کند؛
* با توجه به اهمیت روزافزون موضوع آموزش، اعضای هیئت مدیره باید در دوره­های آموزشی لازم شرکت کنند.

در گزارش کدبری توصیه شده که باید بین اعضای هیئت مدیره، توازن قوا وجود داشته باشد تا هیچ کس قادر به کنترل « بی­قید و شرط» فرآیند تصمیم­گیری در شرکت نباشد. در شرکت­های دارای سازوکارهای «مطلوب» حاکمیت شرکتی از قبیل تفکیک وظایف یا ترکیب بهینه­ای از مدیران موظف و غیرموظف (غیراجرایی)، به احتمال زیاد نظارت مؤثرتری برمدیرت صورت می­گیرد ( حساس یگانه و باغومیان،1385).

* 1. **کمیته­های هیئت مدیره**

هیئت مدیره در راستای انجام وظایف خود می­بایست کمیته­هایی تخصصی ایجاد کند که ازجمله آن­ها می­توان به سه کمیته تخصصی کمیته حسابرسی، کمیته پاداش و کمیته مدیریت ریسک اشاره نمود.

1. **کمیته حسابرسی**

قابلیت اعتماد فرآیند گزارش­گری مالی مستلزم سلامت فرآیند حسابرسی است. کمیته­های حسابرسی مسئول پیشنهاد انتخاب حسابرسی مستقل به هیئت مدیره، اطمینان بخشی در خصوص سلامت و کیفیت رویه­های حسابداری و کنترل داخلی و نظارت بر استقلال حسابرسان مستقل هستند. شواهد تجربی عموماً از تأثیر کمیته حسابرسی مستقل برکیفیت گزارشگری مالی و کیفیت سود پشتیبانی می­کند، به عنوان نمونه کارسل ودینل (2001) رابطه مستقیم میان کمیته حسابرسی مستقل و کیفیت گزارشگری مالی را مستند کرده­اند. همچنین زی و همکاران (2003) رابطه معکوس میان مدیریت سود و استقلال کمیته حسابرسی گزارش کرده­اند؛ بعلاوه وجود کمیته انتصابات مستقل نیز بر اثربخشی هیئت مدیره و توانایی نظارت بر مدیران اجرایی تأثیر بسزایی دارد؛ زیرا نفوذ مدیریت برای انتصاب اعضای جدید ، هیئت مدیره را محدود می­کند. در مواردی که کمیته حسابرسی و هیئت­مدیره مستقل بر عملکرد مدیران اجرایی نظارت دارند، اختیارات مدیران اجرایی در زمینه مدیریت سود محدود می­شود و انگیزه­های مدیران را برای اعمال راهبردهای مدیریت سود متهورانه در فرآیند گزارشگری مالی کاهش می­دهد. بنابراین انتظار می­رود که مدیریت سود کمتر اتفاق افتد و انعکاس اثر سود حسابداری در قیمت سهام ،متناسب با استقلال هیئت مدیره و کمیته حسابرسی افزایش یابد.

1. **کمیته پاداش**

این کمیته وظیفه دارد تا دستمزدها و پاداش­های اعضای هیئت مدیره و مدیریت­ارشد را با توجه به منافع سهامداران تعیین نماید. زمانی که سیستم آنگلوساکسون آمریکا بیان داشت که باید برای همسویی منافع مدیران و مالکان پاداش­هایی برای آن­ها درنظر گرفته شود، ابتدا پاداش­ها براساس عملکرد (سود) شرکت درنظر گرفته شد. این موضوع حتی اگر باعث دستکاری سود توسط مدیریت نشود ،باعث دید کوتاه­مدت مدیران می­شود و در بلند­مدت سهامداران متضرر خواهند شد. پس از آنکه برنامه­ریزی بلند­مدت پاداش مطرح گردید،

این برنامه ها اگرچه باعث دید بلند­مدت مدیران می­شود ولی پیچیدگی آن باعث می­شود تا روابط بین این­گونه پاداش­ها و عملکرد مدیران نامشخص بماند. کما اینکه در بسیاری از شرکت­هایی که دچار بحران شدند مدیران از اختیار خرید سهام[[16]](#footnote-16) زیادی برخوردار بودند و زمانی­که از شرکت خارج می­شدند پاداش­های زیادی را به خود اختصاص می­دادند که به "خداحافظی طلایی" معروف شده بود. در زمان سقوط انرون میزان اختیار خریدهای مدیران در حدود 96 میلیون سهم (13% سهام عادی) بود. دو نکته مهم قابل اشاره است: اولا، اختیار خریدها اکثراً به ضرر شرکت نیست و کم هزینه­ترین راه پاداش مدیران است تا اینکه کاهنده حقوق صاحبان سهام باشد. دوما، در قضیه انرون مشخص شد که زیاد­بودن تعداد اختیار خرید­ها باعث افزایش انگیزه در دستکاری سود شده بود. مشخص شده است که مدیران ارشد انگیزه زیادی در بالا­بردن قیمت سهام برای استفاده از اختیار خریدها دارند (کارسل و دانیل،2001).

در مرحله بعد با بهبود حاکمیت شرکت­ها کمیته­ای ایجاد گردید که مهمترین وظیفه آن تعیین سیاست­ها

و روش­های پاداش مدیران و درنهایت تعیین میزان پاداش مدیران براساس عملکرد آن­ها می­باشد. مسئله مهم زیاد­بودن پاداش مدیران نمی­باشد بلکه پیداکردن رابطه بین عملکرد مدیران و میزان پاداش می­باشد.

1. **کمیته مدیریت ریسک**

کمیته مدیریت ریسک مسئول نظارت بر اقدامات مدیریت در زمینه مدیریت ریسک بازار، نقدینگی، عملیاتی، رعایت، حسن شهرت و سایر ریسک­های شرکت است. این کمیته بخش مهمی از چارچوب ریسک و راهبری شرکتی را تشکیل می­دهد. هدف کمیته کمک همه جانبه به مدیریت برای دستیابی به اهداف هماهنگ با برنامه راهبردی شرکت است. این کمیته مناسب­بودن چارچوب مدیریت ریسک گروه را ارزیابی نموده و نتایج را به هیئت مدیره گزارش می­کند.

کمیته مدیریت ریسک وظایف زیر را برعهده دارد:

1. بر اثربخشی فرآیِند کسب اطمینان از رعایت قوانین و مقررات مربوطه نظارت می­کند.
2. رویه­ها و خط­مشی­های مدیریت ریسک را مورد بررسی قرار می­دهد.
3. مناسب­بودن چارچوب مدیریت ریسک را بررسی می­کند.
4. موارد مواجهه با ریسک­های با اهمیت و موارد جدی عدم رعایت را به مدیریت گزارش می­کند.
5. بر هدایت منابع مناسب در جهت زمینه­های پرریسک نظارت می­کند.
6. میزان رعایت سایر خط­مشی­ها، رهنمودها و رویه­های مربوطه را ارزیابی می­کند.
7. وضعیت اقتصادی، کفایت و اثربخشی بکارگیری منابع را ارزیابی می­نماید.
8. فرآیند مدیریتی شناسایی ریسک­های با اهمیت و موارد خطر را بررسی می­کند.
9. کفایت اطلاعات مدیریتی و ساختارهای کنترل داخلی را مورد بررسی و ارزیابی قرار می­دهد.
10. بر کفایت مدیریت ریسک مرتبط با راهبری شرکتی نظارت می­کند.
11. بر حفظ کنترل­های مناسب در مقابل تضاد منافع و تقلب­ها نظارت می­کند.
12. تغییرات چارچوب مدیریت ریسک را که بیان کننده انتظارات و مسئولیت­های داخلی در مورد مدیریت ریسک است مورد بررسی قرار می­دهد.
13. بر کفایت تمهیدات مناسب نظارت می­کند تا اطمینان یابد که ریسک­ها بطور مؤثر مدیریت می­شوند و مدیریت ریسک در برنامه­ریزی و فرآیند بودجه­ای مناسب درنظرگرفته شده است.
14. مناسب بودن اطلاعات و سیستم­های کنترل داخلی که موارد ریسک و استراتژی­های مدیریت ریسک را گزارش می­دهد مورد بررسی و ارزیابی قرار می­دهد.
15. **مدیران غیرموظف (غیراجرایی)**

فروپاشی انرون در سال 2001، نظرها را به سوی اثربخشی عملکرد مدیران غیرموظف (غیراجرایی) هیئت مدیره، جلب کرد. از سوی دیگر، گزارش هیگز (2003) در انگلستان نیز پاسخ دندان­شکنی به نفوذ قابل ملاحظه مدیران غیرموظف ( غیراجرایی) ناکارا، در شرکت­های هم­ردیف انرون محسوب می­شد. از دیدگاه نظریه نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف (غیراجرایی) مستقل در هیئت مدیره شرکت­ها و عملکرد نظارتی آنان به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت کمک شایانی می­کند. البته باید توجه داشت که مدیران اجرایی شرکت، نقش مهمی را در ایجاد ترکیب مناسبی از مدیران موظف و غیرموظف (غیراجرایی)، در میان اعضای هیئت مدیره، ایفا می­کنند. وجود چنین ترکیبی، از عناصر اصلی هیئت مدیره کارا و مؤثر محسوب می­شود، زیرا درحالی­که مدیران موظف، اطلاعات ارزشمندی درباره فعالیت­های شرکت ارائه می­کنند، مدیران غیرموظف ( غیراجرایی) با دیدگاهی غیرحرفه­ای، در مورد تصمیم­گیری­های مدیران مذکور به قضاوت می­نشینند. بدین ترتیب، هیئت مدیره شرکت با دارا­بودن تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم، سازوکار بالقوه توانمند حاکمیت شرکتی به حساب می­آید (گزارش هیگز،2003).

گزارش کدبری توصیه کرده است که هیئت مدیره، باید حداقل دارای سه عضو غیرموظف یا غیراجرایی باشد تا اعضای مزبور، توان تأثیرگذاری بر تصمیم­های هیئت مدیره را داشته باشند. همچنین، در گزارش مذکور بیان شده است که مدیران غیرموظف (غیراجرایی)، باید دارای دیدگاه­های مستقلی در زمینه راهبرد، عملکرد، منابع، انتخابات و استانداردهای اجرای عملیات شرکت باشند. علاوه براین، قید شده است که اکثریت مدیران غیرموظف ( غیراجرایی)، باید مستقل از مدیریت شرکت باشند و نباید هیچ­گونه رابطه­ای (به غیر از دریافت حقوق و مزایا و حق سهامدار بودن) داشته باشند که استقلال آنان را با مخاطره روبرو سازد. از سوی دیگر، روش­های متعددی برای حصول اطمینان از استقلال مدیران غیرموظف ( غیراجرایی)، پیشنهاد شده است. برای نمونه، در گزارش کدبری ضمن بحث درباره حقوق و مزایای پرداختی به مدیران غیرموظف ( غیراجرایی) بیان شده است که باید میان ارزش­آفرینی این مدیران و مورد مصالحه قرارنگرفتن استقلال آنان، تعادلی وجود داشته باشد. علاوه­براین، روش پیشنهادی دیگر آن بوده که مدیران غیرموظف (غیراجرایی) تشویق شوند تا در طرحهای اختیار خرید سهام مشارکت نکنند، زیرا این کار نیز ممکن است استقلال آنان را با مخاطره روبرو سازد. در گزارش کدبری همچنین تأکید شده است که انتخاب مدیران غیرموظف (غیراجرایی)، تصمیم­گیری مهمی به شمار می­آید و باید ازطریق فرآیند رسمی گزینش (با استفاده از کمیته­ای برای انتخاب نامزدها) صورت پذیرد تا بیش از پیش موجب تقویت استقلال آنان گردد. در گزارش مذکور،علاوه بر استقلال، نگرانی­هایی نیز در زمینه انتخاب مدیران غیرموظف (غیراجرایی) لایق و شایسته مطرح شده است.

در گزارش همپل (1998) وظیفه و نقش مدیران غیرموظف ( غیراجرایی) مورد بازنگری قرارگرفته، ولی پیشنهادی در مورد افزایش تعداد مطلوب آنان در هیئت مدیره، ارائه نشده است. از سوی دیگر، ترکیب مطلوب پیشنهادی اعضای موظف و غیرموظف (غیراجرایی) هیئت مدیره در قانون جامع (1998) نسبت به تعداد توصیه شده در قانون کدبری تغییر نداشته است.

در آوریل 2002 به هیگز مأموریت داده شد تا پس از انجام بررسی­های لازم، گزارشی را در مورد نقش و وظایف مدیران مستقل، تهیه کند. گزارش مذکور در واقع معادل انگلیسی قانون ساربنیز ­آکسلی (2002) به­شمار می­آمد که در ایالات متحده و در واکنش به مسائل و مشکلات پیش­آمده در رابطه با ماجرای فروپاشی انرون، به تصویب رسیده بود. اولین و مهم­ترین توصیه مطرح شده در گزارش هیگز، این بود که باید نیمی از اعضای هیئت مدیره شرکت، متشکل از مدیران مستقل غیرموظف (غیراجرایی) باشند. او اعتقاد داشت که برای کسب اطمینان از کارایی عملکرد مدیران غیرموظف (غیراجرایی) در اجرای نقشی که برعهده دارند، باید پشتیبانی کاملی از آنان به عمل آید و دوره­های آموزشی بیشتری برای آن­ها ترتیب داده شود. بخش دیگری از گزارش هیگز، به بررسی روابط میان سهامداران اختصاص یافته و شامل توصیه­هایی جامع و گسترده (بحث برانگیز)، با تأکید بر این مضمون است که، برقراری ارتباط مهم، ارزشمند و اجتناب­ناپذیر با سهامداران، از وظایف مدیران غیرموظف (غیراجرایی) به­شمار می­آِید (گزارش هیگز، 2003).

گزارش هیگز پیشنهاد می­کند که مدیران غیرموظف باید مسئولیت مستقیم مسائل مربوط به سهامداران را برعهده گیرند وبه شکلی مؤثر، از حقوق آن­ها در سطح هیئت مدیره دفاع کنند. توصیه دیگر گزارش هیگز برای مدیران ارشد غیرموظف آن است که این مدیران، باید جلسات منظمی را با سهامداران شرکت داشته باشند و از نزدیک، بامسائل و مشکلاتی آشنا شوند که همواره میان شرکت و سهامداران نهادی بزرگ آن وجود دارد. توصیه دیگر گزارش هیگز، این بود که افزایش حقوق و مزایای مدیران غیرموظف (غیراجرایی)، باید متعادل بوده و متناسب با گسترش دامنه مسئولیت­های آنان صورت پذیرد. موضوع استقلال اکثریت مدیران غیرموظف (غیراجرایی) عضو هیئت مدیره که توسط گزارش کدبری مطرح شده بود، در گزارش هیگز دوباره مورد تأکید قرارگرفته است( حساس­یگانه و باغومیان،1385).

1. **کیفیت افشای اطلاعات و خصوصیات هیئت مدیره**

فورکر (1992) بیان می­کند مدیریت، منافع بالقوۀ ناشی از افشای کمتر را در مقابل هزینه­های قیمت پایین سهم ،افزایش تهدید اعمال کنترل و انتخاب کیفیت افشا که باعث حداقل­ شدن مخارج ناشی از هزینه­های فوق

می­شود، موازنه می­کند. بنابراین پذیرش ابزار کنترل داخلی مانند مدیران خارجی به اندازۀ کوچکتر هیئت مدیره و تفکیک نقش رئیس هیئت مدیره و مدیریت ارشد اجرایی می­تواند کیفیت نظارت را بالابرده، منافع حاصل از اطلاعات محرمانه[[17]](#footnote-17) را کاهش داده و در نتیجه کیفیت افشا را بهبود بخشد. در این بخش به شرح اثر برخی خصوصیات هیئت مدیره که می­توانند برای بهبود شفافیت و عمل در مسیر انتظارات سهامداران، مدیران را مجبور به افشای کامل کنند، می­پردازیم.

مطالعات قبلی ، سه خصوصیت اصلی هیئت مدیره (یعنی مدیران مستقل، اندازۀ هیئت مدیره و ساختار رهبری هیئت مدیره) که بر اثربخشی نظارت اثرگذارند را مدنظر قرارداده­اند (جنسن و همکاران، 1976؛ فورکر، 1992؛ چن و همکاران،2000؛ هو و همکاران،2001؛ بن­امارو­آندره،2006؛ کلمال،2006).

مدیران مستقل از یک­طرف زمینۀ مشاوره را برای هیئت مدیره درخصوص تصمیمات راهبردی فراهم می­کند که می­تواند عملکرد مالی و اقتصادی شرکت را بهبود بخشد و از طرف دیگر آن­ها انگیزه­های زیادی برای نظارت برفعالیت­ها و تصمیمات مدیریت دارند(چن وجاگی،2000).

مدیران خارجی، ناظران داخلی نهایی تصمیم­گیری­های مدیریت هستند و هیئت مدیره­ای که از نسبت مدیران مستقل (خارجی) بیشتری برخوردار است، کنترل و نظارت بیشتری بر تصمیمات مدیریت دارد (فاما، 1080،فاماو جنسن،1983). تحقیقات قبلی ارتباط مثبتی میان نسبت مدیران خارجی در هیئت مدیره و ریسک تقلب صورت­های مالی یافتند (بیسلی،1996؛دیچو،سولن وسوئینی،1996).

حضور مدیران خارجی اطمینان می­دهد نظارت هیئت مدیره مؤثر است. در حقیقت زمانی که هیئت مدیره از مدیران غیرمستقل انتخاب شوند، احتمال تبانی مدیران و اعضای هیئت مدیره، مطرح می­شود. این موضوع میتواند به منافع سهامداران و شفافیت شرکت آسیب برساند. هو و ونگ (2001) ارتباطی میان نسبت مدیران مستقل و میزان افشای اختیاری برای شرکت­ها در بورس هنگ­کنگ گزارش نکردند.انگ و مک (2003) ارتباطی منفی میان استقلال هیئت مدیره و سطح افشای اختیاری یافتند. این نتایج بیانگر آن است که استقلال هیئت مدیره به­عنوان مکملی برای افشای حسابداری عمل می­کند. نتیجتاً، وجود مدیران مستقل در هیئت مدیره تعهد شرکت به الزامات افشا را بهبود می­بخشد و در این راستا جامعیت و کیفیت افشای اطلاعات افزایش خواهد یافت (بن­علی، 2009).

در خصوص اندازۀ هیئت مدیره، ظرفیت­های نظارتی هیئت مدیره با افزایش تعداد اعضای هیئت مدیره، افزایش می­یابد، این مزیت ممکن است از طریق توسعۀ ارتباطات و تصمیمات شایسته با گروه بزرگ، حاصل شود (جان و سنبت،1998). اکثر مطالعات قبلی که براساس اصول همبستگی گروه­ها مدل­سازی شده­اند مزایای هیئت­مدیرۀ کوچک را پیشنهاد کردند (بنتل و جکسون،1989؛ براون و ماهوتی،1992). درحقیقت با نظریات پراکنده و عدم پیوستگی نقطه نظرات، هیئت مدیرۀ بسیار بزرگ ممکن است به­طور واقعی دارای ظرفیت­های نظارتی تقلیل یافته باشد (لیپتون و لورسچ، 1992؛ جنسن، 1993). یرمک (1996) به طور تجربی دریافت که ارزش شرکت دارای ارتباط منفی با اندازه هیئت مدیره است. بنابراین تئوری تجربی برتری برای پیشنهاد رابطۀ میان اندازۀ هیئت مدیره و کیفیت افشای اختیاری وجود ندارد.

زمانی که رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل یک نفر باشند (ساختار رهبری یگانه)، نفوذ مدیریتی به دلیل هماهنگی بیشتر مدیریت با مدیریت ارشد اجرایی نسبت به سهامداران افزایش می­یابد (مک ولی، 2001). شرکت­های دارای چنین حالتی بیشتر تحت تسلط مدیریت به نظر می­رسند، در نتیجه شخصی که هر دو نقش را برعهده دارد به خودداری از افشای اطلاعات مساعد گرایش دارد (هو و همکاران،2001). براساس قوانین فرانسه توصیه شده است ارتباطی میان مدیر ارشد اجرایی و موقعیت رئیس هیئت مدیره، به دلیل تعامل قدرت هیئت مدیره که مدیر را کنترل می­کند و مدیر ارشد اجرایی، وجود نداشته باشد. زمانی که مدیر ارشد اجرایی و رئیس هیئت مدیره یکی هستند، هیئت مدیره نمی­تواند ابزار مؤثری برای کنترل تصمیم مدیریت باشد، زیرا محدود­کردن مدیریت سطح بالای شرکت به اخذ تصمیمات به صلاح شرکت، دشوار خواهد بود (بنعلی،2009). تحقیقات پیشین حسابداری در بررسی ارتباط میان ساختار رهبری یگانه و سطح افشا شواهد مختلفی به دست آورده­اند. گل­و­لونگ (2004) پیشنهاد کردند شرکت­های دارای دوگانگی مدیریت (یکسان بودن مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره)، زمانی که هیئت مدیره تأثیر کمی در نظارت بر مدیریت و سطح شفافیت دارد، به احتمال بیشتر از سطح کمتری از افشای اختیاری برخوردار هستند. آن­ها دریافتند دوگانگی مدیریت ارشد اجرایی با سطح کمتر افشای اختیاری دربورس هنگ کنگ درارتباط است. درحالی که چنگ و کورتنی (2006) هیچ ارتباط مؤثری میان دوگانگی مدیریت ارشد اجرایی و میزان افشای اختیاری دربورس سنگاپور گزارش نکردند.

1. **ساختار مالکیت**

در هر شرکتی به­ندرت مالکیت و کنترل به طور کامل تفکیک شده است. اکثر اوقات مدیران درصدی از سرمایه شرکت را دارا هستند، درحالی­که برخی مالکان، با توجه به میزان سرمایه خود به طور مؤثر قسمتی از کنترل شرکت را در اختیار دارند. بنابراین ساختار مالکیت (یعنی هویت دارندگان سهام شرکت و میزان آن) به طور بالقوه عنصر مهمی از حاکمیت شرکتی است.

تصور اینکه اشتراک بیشتر میان مالکیت و کنترل می­تواند باعث کاهش تضاد منافع و به دنبال آن افزایش ارزش شرکت شود ، معقول است. اگرچه روابط میان مالکیت، کنترل و ارزش شرکت پیچیده است. برای مثال، مالکیت مدیریت شرکت می­تواند در جهت همسو­سازی بهتر منافع مدیران با سهامداران شرکت عمل کند. اگر چه میزان منافع مدیران و سهامداران به طور کامل همسو نمی­شوند، مالکیت سرمایه بالاتر می­تواند محافظ مدیران باشد. بنابراین اثر نهایی مالکیت مدیریتی بر ارزش شرکت ، به رابطه جایگزینی اثرات همسویی و تقویتی[[18]](#footnote-18) بستگی دارد.

سهامداران به­طور بالقوه می­توانند بر اعمال مدیریت اثرگذار باشند. با گسترش مالکیت سهام در شرکت­های ایالات متحده ، مشکل آن است که سهامداران جزء، مالک بخش بسیار کمی از سهام شرکت هستند. بنابراین انگیزه کم یا هیچ انگیزه­ای برای صرف منابع اصلی برای نظارت بر مدیران یا تصمیم مؤثر بر شرکت ندارند. علاوه­براین ، مشکل آزادی عمل مدیریت[[19]](#footnote-19) انگیزه­های این سهامداران برای هماهنگ­سازی فعالیت­شان را کاهش می­دهد. اگرچه سهامدارانی که دارای موقعیت­های مالکیت مؤثرتری هستند، انگیزه­های بیشتری برای صرف منابع جهت نظارت و تأثیر بر مدیریت دارند.

در کنار مالکیت مدیریت بدون ابهام مالکیت سهامداران عمده خارجی نیروی مثبتی از چشم­انداز سایر سهامداران نیست. سهامداران عمده می­توانند از نفوذ خود چنان استفاده کنند که به احتمال زیاد مدیریت در جهت افزایش ارزش تمامی سهامداران تصمیم­گیری کند. منافع مشترکی از کنترل وجود دارد، یعنی سهامداران عمده به آن عمل می­کنند ولی تمام سهامداران از آن منتفع می­شوند. اگر چه علاوه­ بر منابع کسب شده توسط سهامداران عمده، منافع اختصاصی کنترل نیز وجود دارد. این منافع اختصاصی می­توانند از دید دیگر سهامداران بی­ضرر باشند. برای مثال سهامدار عمده می­تواند به­سادگی با استفاده از سهامدار اصلی بودن از دستیابی به افراد قدرتمند برخوردار شود. اگر سهامداران عمده کنترل خود را در جهت استخراج منابع شرکت استفاده کنند، منافع اختصاصی کنترل در جهت تقلیل ارزش شرکت برای دیگر سهامداران خواهد بود. بنابراین اثر نهایی مالکیت سهامداران عمده بر اندازه­گیری ارزش شرکت به اثر جایگزینی میان منافع مشترک کنترل سهامدار عمده و هر استفاده شخصی از ارزش شرکت توسط سهامدار عمده بستگی دارد.

در اکثر کشورهای جهان، دولت از مالکان مؤثر شرکت­هاست. مالکیت دولتی پیوند قابل توجه گسترش­یافته

و متمرکز شده مالکیت را ارائه می­دهد. اگر دولت را به عنوان یک شرکت واحد در نظر بگیریم، شرکت­های دولتی متمرکز مالکیت بسیار زیادی دارند. اگرچه برخلاف سهامداران عمده خصوصی، مالکیت دولتی با پولی سرمایه­گذاری شده است که نهایتاً به طورکلی متعلق به دولت است، نه افراد درون دولت که در فعالیت شرکت نفوذ دارند. تبدیل مالکیت دولتی به مالکیت خصوصی، که خصوصی­سازی[[20]](#footnote-20) نامیده می­شود، محیط مطلوبی برای آزمون اثرات مالکیت بر عملکرد شرکت­ها فراهم می­کند.

1. **سرمایه­گذاران نهادی**

گروه­های پرشماری در حاکمیت شرکتی نفوذ دارند. در این میان، سهامداران، به­ویژه سرمایه­گذاران نهادی نقش مهمی ایفا می­کنند. در انگلستان، چهار نوع اصلی از سرمایه­گذاران نهادی عبارت از صندوق­های بازنشستگی، شرکت­های بیمه عمر ، صندوق­های سرمایه­گذاری مشترک[[21]](#footnote-21) واحدهای اوراق بهادار و صندوق­های سرمایه گذاری مشترک سرمایه­گذاری[[22]](#footnote-22)می باشند . از دیدگاه سرمایه­گذاران نهادی، یکی دیگر از سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازنمایی می­کنند که می­توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند و هم می­توانند منافع گروه سهامداران را همسو کنند. راه­هایی که بدان­وسیله سهامداران می­توانند بر مدیریت نظارت کنند عموماً در چارچوب نظریه نمایندگی معرفی می­شود. هر روز بر اهمیت نقش نظارتی سرمایه­گذاران نهادی افزوده می­شود. زیرا آنان بسیار بزرگ و با نفوذ شده­اند و درعین­حال تمرکز مالکیت قابل ملاحظه­ای رابه­دست آورده­اند. البته، در نوشته­های حاکمیت شرکتی از تمرکز مالکیت به­عنوان سازوکاری مهم یاد می­شود. که مشکلات نمایندگی را کنترل و حمایت از منافع سرمایه­گذران را بهبود می­بخشد. (شلیفر[[23]](#footnote-23) و ویشنی[[24]](#footnote-24)، 1997).

باوجود این، چنین تمرکزی می­تواند اثرات منفی هم داشته باشد، مانند دسترسی به اطلاعات محرمانه که عدم تقارن اطلاعاتی را از بین آنان و سهامداران کوچکتر ایجاد می­کند. سرمایه­گذاران نهادی همچنین می­توانند تضادهای نمایندگی را به واسطه وجودشان در مقام کارگمار (یا مالک) عمده، که مشکلات برخاسته از جدایی مالکیت و کنترل را کاهش می­دهد، وخیم­تر کنند. اگرچه با رشد تمرکز مالکیت این مشکل هم برطرف می­شود. سرمایه­گذاران نهادی، می­توانند مشکلات کارگزاری را به دلیل توانایی برخورداری از مزیت صرفه اقتصادی مقیاس و تنوع­ بخشی حل ­و­ فصل نمایند. لذا به نظر می­رسد سرمایه­گذاران نهادی، در مقام سهامداران شرکت­ها، هم علت و هم چاره یا راه­حل مشکل نمایندگی را بازنمایی می­کنند و وجود آن­ها در مقام سهامدار باعث جدایی مالکیت و کنترل می­شود، درحالی­که درگیری فزاینده آن­ها در شرکت­ها و متمرکز­کردن مالکیت، راهی برای نظارت بر مدیریت شرکت به­دست می­دهد (حساس یگانه و باغومیان، 1385).

در صورتی­که سرمایه­گذاران نهادی مالک درصد عمده­ای از سهام شرکت باشند، فروش سهام و خروج از شرکت مشکل­تر می­شود. و نظارت آن­ها در شرکت مزبور افزایش می­یابد. سرمایه­گذاران نهادی به دنبال ارتباط با مدیران ارشد شرکت­های موجود در پرتفوی خود هستند و در فعالیت­های نظارتی «پشت درهای بسته» شرکت می­کنند (رامسی و دیگران،2000 و استاپلدان،1996). این سرمایه­گذاران از طریق فعالیت­های نظارتی خود درک بهتری از شرایطی دارند که عملکرد شرکت­ها را تحت تأثیر قرار می­دهد و احتمال کمی دارد مدیران شرکت­های موجود در پرتفوی خود را، به دلیل سود پایین که به دلیل مدیریت ضعیف آنان نیست، جریمه کنند.

با توجه به موارد پیش­گفته، سازوکارهای حاکمیتی خاص مانند اعضای غیرموظف هیئت مدیره با مالکیت سرمایه­گذاران نهادی با نظارت بر کیفیت اطلاعات افشا­شده توسط مدیران، باعث انگیزه­بخشیدن به مدیریت شرکت می­شوند. به­نظرمی­رسد سرمایه­گذاران و مدیران غیرموظف بر بهبود پیش­بینی سود و دقت و به­موقع بودن آن اثر داشته باشند چون دامنه وسیعی از ساختار و اثربخشی هیئت مدیره و مالکیت در شرکت­های سهامی عام وجود دارد.

1. **کیفیت افشای اطلاعات و سرمایه­گذاران نهادی**

سرمایه­گذاران نهادی نقش عمده­ای در بازارهای مالی بازی می­کنند. مباحث اخیر منتشر شده در مطبوعات مالی با بیان این موضوع ، مدیران را به محترم شمردن فعالیت­های حاکمیت شرکتی و بهبود شفافیت فرا می­خوانند. سرمایه­گذاران نهادی فراهم کنندگان بزرگ وجه نقد در بازار مالی هستند و اغلب به عنوان عامل عمده و اصلی حاکمیت شرکتی، مجموعۀ بزرگی از سهام شرکت­های بزرگ را در اختیار دارند (شلیفر و ویشنی،1997).

سرمایه­گذاران نهادی نسبت به فعالیت­های مربوط به افشای شرکت حساس هستند. زیرا اولاً، آن­ها به­دلیل اثر افشای بهتر اطلاعات بر کاهش اثر قیمت معاملات، بیشتر جذب شرکت­های دارای کیفیت افشای خوب می­شوند. ثانیاً، افشای خوب می­تواند به­طور بالقوه بر فرصت­های معاملات سودآوری اثرگذار باشد که منافع آن­ها را افزایش می­دهد. از طرف دیگر اگر سرمایه­گذاران نهادی بر اطلاعات عمومی بازار متکی باشند یا منابع کافی برای به کارگیری اطلاعات محرمانه نداشته باشند، سهام شرکت­های دارای افشای مفید را ترجیح می­دهند. از آنجایی که افشا، یکی از سازوکارهای کاهش هزینۀ نظارت بر عملکرد شرکت است، سرمایه­گذاران نهادی انگیزه­هایی برای اجبار مدیران به افشای اطلاعات مربوط[[25]](#footnote-25) خواهند داشت (بوشنی و نو،2000). در تأیید این موضوع ال­گازار (1998) بیان کرد مالکیت نهادی ممکن است موجب افشای داوطلبانۀ بیشتر شود. وجود سرمایه­گذاران خارجی بزرگ اثر مفیدی بر راهبرد افشا دارد. بن­علی (2009) بیان می­کند مداخلۀ سرمایه­گذاران نهادی خارجی برای بالابردن استانداردهای حاکمیت شرکتی بین­المللی استفاده می­شوند. نظارت فعال از طریق بلوک­های سرمایه­گذاری بزرگ، هزینه­های نمایندگی (جدایی مالکیت از مدیریت) و تقاضای افشای بیشتر و مفید را کاهش می­دهد. تحقیقات پیشین نتایج گوناگونی در بررسی ارتباط مالکیت بلوک­های سرمایه­گذاری خارجی و سطح افشا ارائه کرده­اند. برای مثال، شادوتیز و بلونیز (1998) ارتباطی منفی میان مالکیت نهادی و افشای اطلاعات برای نمونه­ای از شرکت­های بورس فنلاند یافتند درحالی­که انگ و مک (2003) ارتباط مثبتی میان مالکیت دولتی بزرگ و میزان افشای اختیاری در بورس سنگاپور یافتند.

**بخش دوم:** **حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری**

2-3- **جریانات نقدی و حساسیت آن بر سرمایه گذاری**

**2-3-1-تعریف جریان های نقدی**

درک جریان های نقدی برای یک شرکت جهت تصمیم­گیری­های سرمایه گذاران، مدیران و سایر اشخاص ذینفع مهم است. هر شرکتی برای تداوم حیات خود و باز پرداخت اصل بدهی­ها و بهره باید به نقدینگی کافی دسترسی داشته باشد. در بلند مدت جریان وجوه نقد ناشی از عملیات باید برای پوشش نیازهای نقدی کفایت داشته باشد. اگر خالص جریان وجوه نقد ناشی از عملیات یک شرکت منفی باشد ،معمولا این شرکت با مشکلات مالی متعددی روبرو می شود(عربصالحی و اشرفی، 1390).

در کوتاه مدت نیز شاید شرکت قادر به کسب نقدینگی مورد نیاز از طریق استقراض یا فروش دارائی ها باشد، اما در بلند مدت با بکارگیری این روش ها قادر نخواهد بود در عرصه رقابت موفقیت لازم را کسب نموده ودر صحنه باقی بماند. بستانکاران و اعتباردهندگان از استقراض به شرکتی که نمی تواند خالص جریان وجوه نقد ناشی از عملیات را مثبت کند، امتناع می­ورزند. بر همین اساس ، خالص جریان وجوه نقد ناشی از عملیات منفی، همراه با خالص جریان وجوه نقد ناشی از فعالیت های سرمایه گذاری مثبت(از طریق فروش دارایی­ها) و خالص جریان وجوه نقد ناشی از فعالیت های تامین مالی مثبت (از طریق استقراض) نشانه های منفی محسوب می شوند. به عبارتی شرکتی که بطور موفق عمل می کند ، خالص جریان وجوه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی آن مثبت خواهد بود.این وجوه نقد مازاد می تواند برای اهداف مربوط به توسعه­ شرکت و یا اهداف تامین مالی استفاده شود.

ارزش یک شرکت در حال رشد معمولا در حال ازدیاد است. در مواردی که شرکت از راه تحصیل دارایی­های جدید توسعه می­یابد قادر به تولید و فروش محصولات بیشتری خواهد بود که در نتیجه آن به سود­آوری اضافه دست خواهد یافت و جریان وجوه ناشی از عملیات آن نیز بیشترخواهد شد. از سویی اگر خالص جریان وجوه نقد ناشی از عملیات شرکت به آن میزان مثبت باشد که پس از رفع نقدینگی مورد نیاز فعالیت های سرمایه­گذاری، باز هم نقدینگی مازاد باقی بماند، معمولا از این وجوه جهت بازپرداخت بدهی ها با پرداخت به سهامداران استفاده خواهد شد(کاشانی پور و تقی نژاد،1388)

**2-3-2-اهمیت وجه نقد در تصمیم گیری استفاده کنندگان صورتهای مالی**

از آنجا که هدف های حسابداری و گزارش های مالی از نیازها و خواسته های اطلاعاتی استفاده کنندگان بیرون سازمانی سرچشمه می گیرد و هدف اصلی گزارشگری مالی خارجی , بیان اثرات اقتصادی رویدادها و عملیات مالی موثر بر وضعیت و عملکرد واحد تجاری برای اشخاص خارج از واحد تجاری جهت کمک به آنان در اتخاذ تصمیمات مالی در ارتباط با واحد تجاری است (نقی نژاد،1389).

وجوه نقد و جریان وجه نقد یک واحد انتفاعی، جزء اساسی­ترین رویدادهایی است که شالوده بسیاری از تصمیم گیری ها و قضاوت های استفاده کنندگان از اطلاعات مالی را درباره آن واحد انتفاعی ، ممکن می سازد (همان ماخذ).

لذا با نگرش به اینکه وجه نقد که از یک طرف به عنوان سیال ترین دارائی و از طرف دیگر به عنوان کوچکترین دارایی مولدی که شرکت ها نگهداری می کنند و همچنین وجوه نقد اصلی­ترین عنصر از گروه دارایی­های جاری و مهم­ترین مولفه سرمایه در گردش واحدهای انتفاعی است . به نحوی که تداوم فعالیت و تحقق اهداف واحدها را تسهیل می نماید، بسیار با اهمیت می باشد(کاشانی پور و تقی نژاد،1388).

بنابراین وجود مقدار زیادی دارائی جاری مخصوصآ وجه نقد به شرکت قوت می بخشد و ریسک فقدان نقدینگی را کاهش می دهد ، لذا اتخاذ تصمیمات اقتصادی توسط استفاده کنندگان صورت های مالی مستلزم ارزیابی توان واحد تجاری جهت ایجاد وجه نقد و زمان قطعیت آن می­باشد. این توان در نهایت تعیین کننده ظرفیت واحد تجاری جهت انجام پرداخت هایی از قبیل پرداخت به تامین کنندگان، پرداخت مخارج مالی, انجام سرمایه گذاری است(کمیته تدوین استانداردهای حسابداری،1390).

**2-3-3-مفهوم نگهداری وجوه نقد مورد انتظار(مطلوب)**

نگهداری وجه نقد برای شرکت ها جهت فراهم آوردن نقدینگی است ، چرا که وجود آن در جهت پژوهش عملیات واحدهای تجاری حیاتی است. دراین خصوص کینز (1936) سه­انگیزه نیاز به انجام معاملات، انجام اقدامات احتیاطی و مقابله با شرایط دارای ریسک را سبب نگهداری وجه نقد دانست وهرکدام را این گونه بیان کرد که:

1-انگیزه معاملاتی: هدف از نگهداری وجوه نقد در این حالت ، پوشش نیازهای نقدی معاملات جاری شخصی و مبادلات تجاری شرکت ها و پرداخت تعهدات جاری آنهاست.

2-انگیزه احتیاطی یا جبرانی: هدف از نگهداری وجوه نقد در این حالت ، پوشش ریسک ناشی از کسب وجوه نقد و معادل آن ها جهت تامین منابع اهداف مشخص بطور مناسب می باشد .

3- انگیره سفته بازی: هدف از نگهداری وجوه نقد طبق این دیدگاه ، کسب سود ناشی از نوسانات قیمت بازار در آینده که خلق ارزش می کنند ، می باشد.

پژوهش های انجام شده در زمینه نگهداری وجه نقد توسط شرکت ها ، انگیزه انجام معاملات(وجود هزینه معاملاتی) و انگیزه احتیاطی را بیشتر مورد تاکید قرار داده اند.انگیزه انجام معاملات بیشتر به دلیل هزینه بر بودن استفاده از سایر دارایی ها(بجز وجه نقد) در انجام معاملات تجاری است. بر این­اساس می توان گفت شرکت هایی که با کمبود منابع داخلی روبرو هستند، می توانند با فروش دارایی ها، ایجاد بدهی های جدید و یا با عدم پرداخت سود سهام نقدی ، منابع خود را افزایش دهند(عنایتی،1388).

بنابراین، انتظار می رود شرکت هایی که با هزینه معاملات بیشتری روبرو هستند ، مبالغ بیشتری از دارایی های نقدی را نگهداری کنند.از طرف دیگر، انگیزه احتیاطی بیشتر مورد مقابله با ریسک کمبود نقدینگی، استفاده از فرصت های تجاری و اجتناب از ورشکستگی است. بنابراین شرکت ها موجودی نقد را برای مواجهه با وقایع پیش بینی نشده نگهداری می­نمایند و در صورتیکه هزینه سایر موارد تامین مالی بسیار زیاد باشد، برای تامین مالی سرمایه­گذاری های خود از موجودی های نقدی نگهداری شده استفاده می شود (همان ماخذ).

نگهداری وجوه نقد در شرکت ها ، علاوه بر مزایا ، مخاطرات یا هزینه هایی نیز بهمراه دارد. از آنجایی که نگهداری وجوه نقد بیش از اندازه با اتلاف و راکد ماندن آن همراه بوده و بازده آتی را کاهش می دهد و همچنین عدم نگهداری وجوه نقد کافی ، افزایش هزینه­های تامین­مالی خارجی و خطر ورشکستگی را به همراه دارد ، در نتیجه تعیین سطح مطلوب وجوه نقد با توجه به سایر شرایط و توجه و دستیابی به این سطح نگهداری اهمیت فوق­العاده­ای دارد. نگهداری وجه نقد مستلزم افزایش هزینه­های گوناگون است که تحت تاثیر سطوح خالص سرمایه در گردش قرار دارد.هم افزایش و هم کاهش خالص سرمایه در گردش ، مستلزم توازن جریان­های وجه نقد آزاد در آینده است که این امر به نوبه خود منجر به تغییرات در ارزش شرکت می شود (آلیانیس و موزومدار،2010).

بطور کلی وجه نقد به عنوان منبع، دارای ارزش و هزینه است و بعنوان هزینه تامین مالی در خور اندازه گیری است. چنانچه وجوه نقد استقراض شود، هزینه تامین مالی ایجاد می­شود و از سویی، از موجودی مازاد در حساب های سپرده ،درآمد بدست می آید، از این رو شناخت وجه نقد به عنوان منبع با ارزش و ضروریت عملیاتی برای انجام کسب و کار،اساس مدیریت وجه نقد است. بنابراین از آنجا که موجودی نقد یکی از منابع اصلی واحد تجاری است و این امر ایجاب می کند که شرکت ها هدف های موجودی نقد را برای هریک از فعالیت های کسب و کار و همچنین برای کل فعالیت های کسب و کار تعریف کنند، پس کنترل هزینه و سطوح نگهداری وجوه نقد اهمیت دارد(عنایتی،1388).

عنایتی(1388)در پژوهش خود در مورد عوامل موثر بر نگهداری موجودی های نقدی به این نتیجه رسیدند که حساب های دریافتی، خالص سرمایه در گردش ، موجودی های کالا و بدهی ها کوتاه مدت، به ترتیب از مهمترین عوامل هستند که تاثیر منفی بر نگهداری موجودی های نقد می گذارند و همچنین فرصت های رشد شرکت ، سود تقسیمی، نوسان جریان های نقدی و سود خالص ، نیز عوامل مهمی هستند که تاثیر مثبت بر نگهداشت موجودی های نقد می گذارند.

**2-3-4- نوسان پذیری جریان وجه نقد**

ازآنجایی که جریان­های نقد عملیاتی به علت دارا بودن محتوای اطلاعاتی، همواره یکی از مهمترین اقلام صورت های مالی بوده است، پس توانایی اثرگذاری بر تصمیمات سرمایه­گذاران را دارد، که در این صورت نوسانات کوتاه مدت و بلند مدت جریان های نقدی می تواند اطلاعات مهم و مربوطی را برای سرمایه گذاران به همراه داشته باشد(تقی نژاد، 1389).

هرچه جریان وجوه نقد شرکت از نوسان بیشتری برخوردار باشد، برنامه­ریزی و تصمیم­گیری­های مرتبط با آن مشکل­تر و ریسک آن نیز بیشتر خواهد بود. در اینگونه موارد، شرکت ها موجودی­های نقدی بیشتری را نگهداری می نمایند تا ریسک مواجه با کمبود نقدینگی را کاهش دهند و با اطمینان بیشتری بتوانند برنامه های خود را دنبال نمایند. در واقع نوسانات جریان وجوه نقد باعث می شود که توانایی شرکت در استفاده از فرصت­های سرمایه­گذاری سود آور کاهش یابد(ارسلان و همکاران،2010). بدین­گونه افزایش ریسک، کمبود نقدینگی و کاهش فرصت های سرمایه­گذاری می تواند منجر به کاهش جریان های نقدی و افزایش حساسیت جریان وجه نقد گردد .بنابراین این طور نتیجه­گیری می­شود که این نوسانات جریان وجوه نقد بر حساسیت جریان وجه نقد تاثیرگذار است و می تواند منجر به تغییرات آن گردد. افزایش در میزان نوسانات جریان­های نقدی، می تواند ابهام در مورد جریان­های نقدی آتی را افزایش داده و ریسک سرمایه­گذاری را افزایش دهد، بنابراین انتظار میرود تاثیری منفی بر ارزیابی­های سرمایه­گذاری داشته باشد. از این رو می توان گفت، وجود یک رابطه منفی بین نوسانات جریان نقدی در کوتاه مدت و بلند مدت و بازده سهام، منطقی بنظر برسد(همان ماخذ).

کینز(1936) نشان داد که چگونه میزان بهینه نگهداری موجودی ­های نقدی توسط شرکت­ها درحضور نوسانات جریان وجوه نقد تغییر می کند. زمانیکه نوسانات افزایش یابد و منجر به کاهش جریانات نقدی در شرکت شود، تغییر در میزان وجه نقد نگهداری شده مثبت می گردد که همان مثبت شدن سطح انباشت وجه نقد می باشد

و برعکس هنگام مواجه شدن شرکت با جریانات نقدی مثبت و کاهش ریسک و نوسانات منجر به منفی شدن موجودی نقدی نگهداری شده در شرکت میباشد(همان ماخذ).

المیدا و همکاران (2009) نیز نتیجه گرفت که نگهداری موجودی­های نقدی توسط شرکت ها، رابطه­ای مثبت با نوسانات جریان وجوه نقد شرکت ها دارد. همچنین انتظار می­رود شرکت هایی که دارای نوسانات بیشتر جریان وجوه نقد می­باشند ، جهت کاهش هزینه­های ناشی از محدودیت­های نقدینگی، موجودی­های نقدی بیشتری را نگه دارند. باید توجه داشت این مورد در نتیجه رجحان شرکت در مورد تامین مالی داخلی نسبت به تامین مالی خارجی می باشد.

همین طور اپلر و همکاران(1999) دریافتند که، شرکت های دارای ریسک بیشتر جریان وجوه نقد، به دنبال نسبت نقدینگی بالاتری می باشند. عدم قطعیت باعث می شود شرکت در زمان هایی بیشتر از آنچه که پیش بینی کرده است وجوه پرداختی داشته باشد، بنابراین می توان انتظار داشت شرکت هایی که نوسان جریان وجوه نقد بیشتری دارند ، موجودی های نقدی بیشتری را نیز نگهداری می کنند(عنایتی،1388).از سویی نگهداری موجودی های نقدی می تواند بعنوان وسیله­ای حفاظتی در برابر نوسانات جریان وجه نقد (که باعث تنزل شرکت در استفاده از فرصت های سرمایه گذاری سودآور)شود(ارسلان و همکاران،2010).

**2-4- بخش سوم: مسائل نمايندگي**

**2-4-1- هزینه نمایندگی[[26]](#footnote-26)**

در پژوهش های حسابداری، تئوری نمایندگی که آن را «تئوری قراردادی» هم می­نامند اهمیت بسیار زیادی پیدا کرده است. در حقیقت تفکیک منافع مدیریت و مالکیت (که در خارج از شرکت قرار داشته و درگیر تصمیمات مدیریت نمی­باشد) منشأ پیدایش این تئوری گردید. پژوهش واتز و زیمرمن نخستین تئوری نمایندگی بود که در حسابداری انجام شد. بطور معمول پژوهش ها در زمینه تئوری نمایندگی، استنتاجی یا استقرایی می­باشد

و نمونه خاصی از آنها، رفتاری است. اگر چه تئوری نمایندگی ریشه در علوم مالی و اقتصادی (و نه در روانشناسی و جامعه­شناسی) دارد، مفروضات آن بر این پایه قرار دارد که افراد همواره می­کوشند بهترین منافع خود را تأمین نمایند. و همین امر باعث می­شود که گاهی این منافع با بهترین منافع شرکت در تضاد باشد. فرض مهم دیگری که تئوری نمایندگی بر پایه آن قرار دارد این است که شرکت کانون یا محل تلاقی روابط قراردادهایی است که بین مدیریت، مالکان، بستانکاران و دولت وجود دارد. در نتیجه، در تئوری نمایندگی انواع هزینه­های مختلف مربوط به نظارت و تقویت روابط بین این گروه­های مختلف مطرح است. برای مثال، می­توان حسابرسی را به صورت ابزاری دانست که اطمینان می­دهد که صورت­های مالی به وسیله نیروهای خارج از شرکت مورد بررسی دقیق قرار گرفته است. گذشته از این، اگر فرض کنیم در مورد صورت­های مالی اظهارنظر مقبول ارائه شده است، تصور بر این خواهد بود که صورت­های­مالی طبق شاخصی به نام اصول پذیرفته شده حسابداری[[27]](#footnote-27) تهیه شده­اند، از این رو، در حسابرسی سعی می­شود به نیروهای خارج از شرکت مانند مالکان و بستانکاران اطمینان داده شود که مدیریت بر شرکت کنترل لازم اعمال نموده است. بدیهی است که رویدادهای جدید در دنیای شرکت­ها موجب تزلزل اعتماد مردم به این نوع حسابرسی­ها شده­اند و بسیاری از روابط نمایندگی بین گروه­ها براساس اعداد حسابداری تعریف می­شوند(کبیرزاده،1389).

یک فرضیه اثبات نشده تئوری نمایندگی این است که مدیریت می­کوشد با کاهش دادن هزینه­های مختلف نمایندگی ناشی از نظارت یا مبتنی بر قرارداد، میزان رفاه خود را به حداکثر برساند. توجه کنید که چنین دیدگاهی درست همانند این نیست که بگوییم مدیریت می­کوشد که ارزش شرکت را به حداکثر برساند. در حالی که مدیریت می­کوشد حقوق و پاداش خود را به حداکثر برساند، حال باید چنین کاری را در چارچوب افزایش سود خالص، بازده سرمایه یا سایر شاخص­های مشابه حسابداری انجام دهد و این در حالی است که همزمان می­کوشد قیمت سهام شرکت در مسیر مثبت تغییر کند. از این رو، مقصود از کاهش دادن هزینه نمایندگی این است که بدون اینکه بر رابطه ظریف بین شاخص­ها یا معیار سنجش عملکرد خدشه منفی وارد آید به گونه­ای عمل شود که حسابرس اظهارنظر مشروط ننماید. و این در حالی است که تلاش اصلی مدیریت در راستای بهبود عملکرد خواهد بود. همچنین امکان دارد مدیریت مقرراتی از حسابداری را به اجرا در آورد که موجب به حداکثر رسیدن سود آنی (و نه سود بلندمدت) بشود، مانند بهره­مند شدن از معافیت مالیاتی ناشی از سرمایه­گذاری تا بدین وسیله حقوق و پاداش خود را به حداکثر برساند. برگ اختیار خرید سهام می­تواند نمونه بسیار مهمی از منافع مدیریت ارائه نماید که با منافع سهامداران در تضاد است. گاهی این پدیده را «رفتار فرصت­طلبانه» یا «خطر اخلاقی» می­نامند.

حسابرسی به عنوان نمونه­ای از آنچه باعث می­شود هزینه­های نمایندگی به حداقل برسد می­تواند نمونه­ای از «قرارداد کارا» باشد. در مورد همبستگی بین روش منتخب حسابداری با نمونه­هایی از آن روبرومي­شویم و اغلب این نمونه­ها می­توانند گمراه­کننده باشند(همان ماخذ).

سایر مفروضات مربوط به ماهیت شرکت به گونه­ای هستند که با فرض تئوری نمایندگی (مبنی بر اینکه شرکت در کانون انواع مختلف روابط قراردادی قرار دارد) در رقابت هستند. برای مثال، چامبرز[[28]](#footnote-28)(1990) شرکت را به این گونه توصیف کرده است «یک ائتلاف موقت از نیروهای فعال در یک تعادل ناپایدار». از دیدگاه ائتلاف (متعلق به چامبرز) شرکت بدین گونه مشاهده می­شود: اگرچه یک واحد سازمانی مصنوعی است، ولی با توجه به مشارکت­کنندگان مختلف می­تواند نقشی قوی­تر ایفا نماید (در مقایسه با زمانی که از دیدگاه تئوری نمایندگی مورد توجه قرار گیرد، زیرا در چنان حالتی شرکت به خودی خود، نمی­تواند هیچ نقشی داشته باشد(همان ماخذ).

از دیدگاه ائتلاف، سود به عنوان یک معیار سنجش عملکرد اقتصادی شرکت (و از دیدگاه اقتصادی یک معیار ارزنده دارایی­ها و بدهی­ها) می­تواند در حسابداری نقش­های مهمی ایفا کند و باید بیش از بقیه مورد توجه سازمان­های تدوین­کننده استانداردها قرار گیرد. در تئوری نمایندگی چنین دیدگاهی وجود دارد(همان ماخذ).

در اینجا نکته اصلی این است که تئوری نمایندگی «درست» یا «نادرست» است. تئوری­هایی مانند «تئوری نمایندگی» و «دیدگاه ائتلاف» هر دو می­توانند کارکرد و روابط متقابل یا درون شرکت و نیروهای فعال و ذینفع را به صورت ناقص توصیف نمایند. سایر تئوری­های مخالف (رقابتی) و دیدگاه­ها می­توانند نگرشی مهم­تر به حسابداران، حسابرسان، استفاده­کنندگان (از صورت­های مالی) و تدوین­کنندگان استانداردها بدهند. نباید هیچ روش منحصر به فردی را نسبت به بقیه برتر دانست، زیرا امکان دارد نقش­های مهم­تر ناشی از یک، چند یا همۀ عوامل باشد. گذشته از این، اگرچه طرفداران سرسخت تئوری نمایندگی در پژوهش های خود اصرار دارند که نتیجه­ها مثبت و توصیفی هستند و نباید برای سیاستگذاری­ها از آنها استفاده کرد (بدون تردید دارای ارزش قضاوتی هستند) ولی هیچ دلیلی وجود ندارد که تدوین­کنندگان استانداردها از نتیجه­های حاصل از پژوهش ها در زمینه تئوری نمایندگی استفاده نکنند (البته اگر تصور بر این باشد که نتیجه پژوهشات معتبر و سودمند می­باشند). با استفاده از تئوری نمایندگی می­توان رفتار گروه­های مشغول یا درگیر در شرکت را پیش­بینی کرد و آنها را توضیح داد (توجیه کرد).طبق قانون، نماینده شخصی است که استخدام می­شود (طبق قرارداد) تا به عنوان نماینده منافع موکل خود را تأمین نماید . در دیدگاه اقتصادی ، تئوری نمایندگی بر پایه جنبه­های قانونی این نمایندگی قرار دارد و از دیدگاه تئوری نمایندگی شرکت به عنوان محل، برخورد (یا تلاقی) روابط نمایندگی عمل می­نماید و با استفاده از این تئوری می­توان رفتارهای سازمانی را از مجرای بررسی شیوه­ای که طرف­های قرارداد(در روابط نمایندگی) در درون شرکت می­کوشند منافع خود را به حداکثر برسانند درک کرد (گرمرودی،1389)

یکی از روابط اصلی نمایندگی بین گروه مدیریت و مالکان شرکت برقرار می­شود، مالکان شرکت مدیران را (طبق قرارداد) استخدام می­کنند تا فعالیت های شرکت را اداره نمایند و بدین­گونه یک رابطه نمایندگی به وجود می­آید. امکان دارد هدف مدیران و مالکان، به طور کامل، هماهنگ نباشد. می­توان به راحتی مشاهده کرد که رفتار مدیر برای به حداکثر رساندن منافع خود می­تواند با منافع مالکان در تضاد باشد .(همان ماخذ).

مالکان خواستار این هستند که بازده سرمایه و قیمت سهام به حداکثر برسد، در حالی که مدیران دامنه گسترده­تری از نیازهای اقتصادی و روانی دارند که از آن جمله می­توان به حداکثر رساندن کل حقوق و پاداش خود که از طریق گنجاندن بندهای خاصی در قرارداد استخدام در صدد تأمین چنین هدف­هایی بر می­آیند را بیان نمود(همان ماخذ).

با توجه به این تعارض یا تضاد بالقوه، مالکان شرکت دارای انگیزه هستند تا با مدیران به شیوه­ای قرارداد ببندند که تضاد بین اهداف دو گروه به حداقل ممکن برسد. در نظارت بر قراردادهای نمایندگی (که با مدیریت بسته می­شوند) هزینه­هایی بر شرکت تحمیل می­شود و بدان گونه که صاحب نظران استدلال می­کنند، این هزینه­ها باعث می­شوند که حقوق و پاداش مدیریت کاهش یابد. از این رو، مدیران دارای انگیزه­هایی هستند که از طریق دوری جستن از تضاد و تعارض با مالکان این هزینه­ها را کاهش دهند(جانی و همکاران،2011).

تئوری نمایندگی بین مالکان و مدیران نوعی تعارض و تضاد به وجود می­آورد که با گزارشگری مالی تا حدی، این تعارض یا تضادها کاهش می­یابد. گزارش های پیاپی یا مستمر مالی یکی از راه­هایی است که مالکان می­توانند بدان وسیله بر مفاد قراردادهایی که با مدیران بسته­اند نظارت نمایند. حسابداران این نوع گزارشگری سنتی را نوعی «تصدی­گری» یا «حسابدهی» در برابر مالکان شرکت می­دانند(همان ماخذ).

نظریه­پردازان تئوری نمایندگی همچنین برای توجیه تقاضا برای حسابرسی، از تئوری نمایندگی استفاده کرده­اند. حسابرس به عنوان عامل مستقلی عمل می­کند که گزارشات مالی را که مدیران به مالکان شرکت می­دهند مورد بازبینی (و اثبات) قرار می­دهد. سیر تکاملی تاریخی گزارشگری مالی و حسابرسی هر دو، بحث تئوری نمایندگی را تأئید می­کنند. به حداقل رساندن هزینه نظارت بر نمایندگی به صورت یک عامل ایجادکننده انگیزه (از نظر اقتصادی) برای مدیران در آمده است تا نتیجه­های حسابداری را به شیوه­ای برای مالکان گزارش کنند که قابل اعتماد باشد. انگیزه مزبور از این واقعیت سرچشمه می­گیرد که، دست کم، تا حدی مدیران بر مبنای شیوه­ای که گزارش می­نمایند مورد قضاوت قرار می­گیرند و به آنان پاداش داده می­شود. ارائه گزارش خوب موجب افزایش شهرت یک مدیر می­شود و حسن شهرت منجر به حقوق و پاداش بالاتر خواهد شد، زیرا اگر مالکان چنین بپندارند که گزارشات حسابرسی قابل اعتماد هستند ، هزینه­های نظارت بر نمایندگی به حداقل خواهد رسید(همان ماخذ).

**2-4-2- تئوری زیربنایی نمایندگی[[29]](#footnote-29)**

تئوری زیربنایی مربوط به این پژوهش، تئوری نمایندگی می باشد که توسط جنسن و مکلینگ[[30]](#footnote-30) (1976) ارائه شده است. بر اساس این تئوری مدیران، نمایندگان سهامداران شرکت بوده و بایستی در جهت منافع آنها عمل نمایند.اما گاهی اوقات مدیران در وضعیت هایی قرار می گیرند که تصمیم هایشان به نفع سهامداران شرکت نبوده و باعث مخدوش شدن گزارش های مالی می شوند، که این مسئله به مشکلات نمایندگی معروف است(مهرانی و باقری،1388).

يكي از راه هايي كه مي توان موضوع اقتصاد اطلاعات را بهتر درك كرد اين است كه الگو را گسترش داد و به جاي يك نفر ، دو نفر در آن گنجانيد. يكي از اين افراد «نماينده» ديگري است كه او را«موكل»[[31]](#footnote-31)­مي­نامند.

(از همين ديدگاه تئوري نمايندگي مطرح مي شود، زيرا مسئله وكيل و موكل مطرح است). نماينده طبق قرارداد وظيفه هايي بر عهده مي­گيرد كه به جاي موكل خود انجام دهد و موكل طبق قرارداد به وكيل يا نماينده خود پولي پرداخت مي كند. براي مقايسه مي توان به مالك واحد تجاري و مدير آن واحد اشاره كرد. از اين ديدگاه، مالك را«برآورد كننده اطلاعات» و نماينده وي را«تصميم گيرنده»مي نامند. فرض براين است كه «برآوردكنندگان اطلاعات» مسئوليت انتخاب سيستم اطلاعات را برعهده دارند. انتخاب يا گزينش آنها بايد به شيوه­اي انجام شود كه نماينده بتواند براي تأمين منافع آنان (براساس اطلاعاتي كه در دسترس وي قرار مي گيرد) بهترين تصميم ها را اتخاذ نمايد. به عبارت ديگر، كارها برعهده نماينده است در حالي كه تابع مطلوبيت در رابطه با خواست هاي مالك واحد تجاري مورد توجه قرار مي گيرد(همان ماخذ).

با توجه به اينكه مالكان شركت يا كساني كه نماينده اي را تعيين مي كنند، همواره خواستار نتيجه حاصل از فعاليت نماينده خود مي باشند، در تئوري نمايندگي به نقش حسابداري(در ارائه اطلاعات پس از يك رويداد)توجه خاص مي شود و اين نقش حسابداري را به اصطلاح «نقش پس از تصميم» مي نامند. اغلب اين نقش مرتبط با نقش«تصدي­گري» حسابداري مي شود كه در اجراي آن نماينده گزارش مربوط به رويدادهاي گذشته را به يك «موكل» (مالك شركت) مي دهد. اين وضع باعث مي شود كه حسابداري علاوه بر«توان پيش بيني» داراي توان مربوط به بازخورد اطلاعات هم بشود. با توجه به اين الگو و بسط يا گسترش آن مي توان به نكات مهمي پي برد(شهبندیان،1388).

بسط يا گسترش الگو در رابطه با شيوه اي كه اين دو طرف در اطلاعات و ريسك سهيم مي شوند، مطرح مي گردد. براي مثال، در يك داستان استاندارد اقتصادي، اساس فرض براين گذاشته مي شود كه مالكان ريسك گريز، ريسك مربوط به شركت را مي پذيرند، در حالي كه مديران به عنوان نمايندگاني عمل مي كنند كه از نظر ريسك خنثي مي باشند. معماي حاصل از داستان مزبور اين است كه با استفاده از«تئوري نمايندگي»مي توان ثابت كرد كه اگر مديريت در برابر ريسك بي تفاوت باشد ولي مديران ريسك گريز باشند در آن صورت مديريت (و نه مالكان) در ازاي يك حق الزحمه، ريسك را مي پذيرند و باز اينكه ديدگاه مزبور باعث مخدوش شدن اين داستان مي شود كه طرفداران سيستم سرمايه داري از اين بابت به پاداش هايي دست مي يابند كه متحمل همه ريسك ها مي شوند!

واكنش اقتصاددانان بدين گونه است كه اساس فرض خود را براين مي گذارند كه مديران هم ريسك گريز مي باشند. تأثير متقابل ريسك گريزي نسبي بين مديران و مالكان باعث مي شود كه تئوري نمايندگي براي حسابداران جذاب ترين مسئله را بوجود آورد. اطلاعات يكي از ابزارها يا روش هايي است كه مي توان پديده عدم اطمينان را كاهش داد و حسابداران مي توانند بدين وسيله در تسهيم ريسك بين مديران و مالكان نقش مهمي ايفا كنند (همان ماخذ).

زماني كه دو طرف از همه حالت هاي ممكن بي اطلاع هستند، و در نتيجه آنها نمي توانند همه نتيجه هاي قطعي ومطمئن را مورد توجه قرار دهند ، يك چنين حالتي را «نامتقارن بودن اطلاعات» مي نامند. براي مثال، امكان دارد مالكان شركت از اولويت ها يا سليقه هاي مديران ناآگاه باشند و بنابراين نتوانند محاسبه های ارائه شده در بالا را انجام دهند (ناظمی اردکانی، 1389).

نمونه اي خاص از اطلاعات ناقص در«تئوري نمايندگي» زماني وجود خواهد داشت كه مالك نتواند همه اقدامات مدير را مورد مشاهده قرار دهد. امكان دارد اين اقدام ها يا عمليات از آنچه مالك انجام مي داد، متفاوت باشد، زيرا مدير داراي سليقه ها يا الويت هاي متفاوتي است. اين وضع باعث مي شود مسئله اي به نام«خطر اخلاقي[[32]](#footnote-32)» به وجود آيد. يك راه حل اين است كه مالكان با يك مؤسسه حسابرسي قرار داد ببندند تا هر آنچه به وسيله مديريت انجام مي شود ، كنترل گردد. راه ديگر اين است كه براي مديريت انگيزه هايي ايجاد شود، مانند دادن سهام شركت به مديران، تا اولويت هاي آنان با اولويت هاي مديران در يك مسير قرار گيرند

( همان ماخذ).

در این مطالعه رفتار مدیریت سود، تحت عنوان رفتارهایی شناخته شده است که در آن رفتارها، منافع مدیران و سهامداران با هم در تضاد هستند. پژوهش های انجام شده در اين زمينه نشان مي دهند كه مديران از طريق انتخاب سياست هاي خاص حسابداري، تغيير در برآوردهاي حسابداري و مديريت اقلام تعهدي، سودهاي گزارشي را تعديل مي كنند. يكي از اهداف اساسي وضع استانداردهاي حسابداري اين است كه استفاده كنندگان بتوانند با اتكاء بر صورت هاي مالي تصميم های نسبتاً مربوط و صحيحي اتخاذ كنند، پس نياز حرفه حسابداري به آن شيوه از گزارش گري مي باشد كه منافع تمام استفاده كنندگان بصورت مطلوب رعايت شود. از سوي ديگر، همان طور كه از تعريف مديريت سود برمي آيد، مديران براي رسيدن به اهداف خاصي كه منطقاً منافع عده اي خاص را تأمين مي كند، سود را طوري گزارش مي كنند كه اين با هدف تأمين منافع عمومي استفاده كنندگان مغايرت دارد(حقیقت و قربانی،1389).

حسابرسان وظيفه دارند كه بر مطلوبيت صورت هاي مالي در چارچوب استانداردهاي حسابداري صحه بگذارند، درحاليكه استانداردهاي حسابداري نيز در بعضي از موارد دست مديران را براي انتخاب روش حسابداري باز مي گذارد. در واقع مشكل از آنجايي ناشی مي شود كه رفتار مديريت سود در بعضي مواقع باعث گمراه كننده شدن صورت هاي مالي از نظر قرار گرفتن در چارچوب استانداردهاي حسابداري مشكلي نداشته و حسابرسان از اين نظر نمي توانند بر صورت هاي مالي اشكال بگيرند. پس با توجه به اين موضوع كه سود يكي از مهمترين عوامل در تصميم گيري هاست، آگاهي استفاده كنندگان از قابل اتكاء بودن سود مي تواند آنها را در اتخاذ تصميم های بهتر ياري دهد. در اين پژوهش سعي شده است كه به استفاده كنندگان از صورت هاي مالي اين آگاهي داده شود كه گاهي اوقات سود، مديريت مي شود و از اين رو سود گزارش شده از سود واقعي متفاوت خواهد بود. در اين صورت استفاده کنندگان بايد در تصميم گيري هاي خود دقت بيشتري به عمل آورده و علاوه بر كميت سود اين شركت ها به عامل مهم «رفتار مديريت سود» نيز توجه نمايد

(همان ماخذ).

هيلي[[33]](#footnote-33) و والن[[34]](#footnote-34) تعريف زير را از مديريت سود ارايه داده اند: «مديريت سود زماني رخ مي دهد كه مدير براي گزارش گري مالي از قضاوت شخصي خود استفاده مي­كند، و اين كار با هدف گمراه كردن برخي از سهامداران درباره عملكرد واقعي و يا براي تأثير در نتايج قراردادهايي كه به ارقام حسابداري گزارش شده بستگي دارند، انجام مي دهد.» اسكات[[35]](#footnote-35) به مديريت سود به عنوان اختيار شركت در انتخاب سياست هاي حسابداري براي دستيابي به برخي اهداف خاص مدير، اشاره مي كند. فرن[[36]](#footnote-36) و همكاران دستكاري سود توسط مديريت به منظور دستيابي به قسمتي از پيش داوري مربوط به " سود مورد انتظار" را به عنوان مديريت سود، تعريف مي كند. كلاگ[[37]](#footnote-37) دو انگيزه اصلي براي مديريت سود تعريف مي كند: تشويق سرمايه گذاران براي خريد سهام شركت و افزايش ارزش بازار شركت. دي[[38]](#footnote-38) در يك مقاله كاملاً نظري، مباحث مربوط به منافع را عنوان كرده است. به نظر مي رسد كه مديريت سود معمولاً از استفاده مديران از مزاياي عدم تقارن اطلاعاتي سهامداران ناشي مي شود. اين مسئله، كانون تعريف ارايه شده توسط اسكات است. دي، در مباحث مذكور، حداقل دو مسئله مهم را مطرح نموده است. اولاً، براي افزايش پاداش مديران كه توسط سرمايه گذاران تأمين مي شود، سود دستكاري می شود. ثانياً، سرمايه گذاران بالفعل تمايل دارند كه بازار برداشت بهتري از ارزش شركت داشته باشد. بنابراين، انتقال ثروت بالقوه از سرمايه گذاران جديد به سرمايه گذاران قديمي، كه ايجاد كننده يك تقاضاي داخلي براي مديريت سود هستند، بوجود مي آيد.

**2-4-3- انواع قراردادها و نظريه نمايندگي**

نظريه نمايندگي فرض مي كند كه كارفرما و عامل داراي اهداف متفاوتي از يكديگر هستند، هر دو ريسك گريز و داراي درجه ريسك­گريزي متفاوتي مي باشند. عامل در صورت يافتن فرصت سعي مي كند كه كارگريز باشد و در نهايت عامل وكارفرما هريك به دنبال حداكثر كردن منافع شخصي خويشند. با توجه به اين، دو مشكل اساسي يا «خطر اخلاقي» بوجود می آید كه بايد مورد توجه قرار گيرد:

1)عدم تقارن اطلاعات: اين مشكل در حالتي اتفاق مي افتد كه يكي از طرفين قرارداد(كارفرما يا عامل) داراي اطلاعاتي مي باشد كه طرف مقابل در جريان آن اطلاعات قرار ندارد. بنابراين دارنده اطلاعات مي تواند قرارداد را بگونه اي منعقد كند كه منافع خود را افزايش دهد و طرف مقابل متضرر شود.

2)كارگريزي: يا شانه خالي كردن از زير كار به اين معني است كه عامل در صورت يافتن فرصت، سعي مي كند از انجام كار به نحو مطلوب خودداري وكار محول شده به وي را به نحو شايسته اي به انجام نرساند، يا اينكه آن كار را در زمان طولاني تر از زمان مشخص شده در متن قرارداد به اتمام برساند. در نتيجه، كارفرما بايد نظارت و كنترل كاملي بر كاركرد عامل داشته باشد.

با توجه به ويژگي هایی که در بالا اشاره شد، كارفرما بايد هنگام انعقاد قرارداد، به ويژگي هاي اخلاقي و فرهنگي عامل توجه ويژه اي داشته باشد.

در فرهنگ هايي كه خيانت و فريبكاري مورد پذيرش افراد نمي باشد، معمولاً افراد سعي مي كنند كه اطلاعات واقعي خود را به صورت كامل در اختيار يكديگر گذاشته و پس از قبول كار و انعقاد قرارداد، تلاش مي كنند كه كار قبول شده را به نحو مطلوبي انجام دهند. به عبارت ديگر، در چنين فرهنگ هايي مشكلات خطر اخلاقي، عدم تقارن اطلاعات و كارگريزي افراد كمتر به چشم مي خورد. اما هنگامي كه خطر اخلاقي وجود دارد، براي هماهنگي بين اهداف كارفرما و عامل، دو نوع قرارداد را مي توان به كار گرفت (کانر،1998)[[39]](#footnote-39). که در ادامه مورد بحث قرار می گیرند(چانگ و همکاران ،2009).

**2-4-3-1- قرارداد برمبناي رفتار يا زمان[[40]](#footnote-40)**

اين نوع قراردادها معمولاً مقطوع بوده و مبلغ قرارداد، همراه با وظايف هر يك از طرفين ، در ابتداي امضاء آن مشخص است. به عنوان نمونه در كشور ما، قرارداد بين دولت وكارمندان دولت يك نوع قرارداد بر مبناي رفتار مي باشد كه درآن، دولت به عنوان كارفرما وكارمندان دولت به عنوان عامل يا عاملان شناخته مي شوند. یوهن و ويتز[[41]](#footnote-41) اين نوع قراردادها را مورد انتقاد قرارداده وگفته اند كه در اين نوع قراردادها، كارگري كه عملكرد و كارايي بهتري را از خود نشان مي دهد ، در مقايسه با كارگري كه كارايي چنداني را از خود نشان نمي دهد يكسان فرض مي شود. به عبارت ديگر، در اين نوع قراردادها به كارايي و سطح خدمات ارائه شده توسط كارگران(عاملان) توجه نمي شود. در اين نوع قراردادها به همه افراد با يك چشم نگاه مي شود و مسلماً اين امر باعث خواهد شد احتمالاً كارگراني كه كارگريز نمي باشند، رفته رفته و به مرور زمان به پيروي از ساير كارگران كارگريز شوند. گرهارت و راينس[[42]](#footnote-42) نيز اعتقاد دارند كه در قرارداد برمبناي رفتار، كارگر در صورت يافتن فرصت سعي مي كند از انجام كار شانه خالي كند. در نتيجه طبق گفته فاما[[43]](#footnote-43) و جنسون[[44]](#footnote-44) كارفرما لازم است كه عمل عامل را تحت كنترل خود درآورده تا مطمئن شود كه عامل كار را در زمان مقرر و به نحو صحیح انجام مي دهد (حساس یگانه، 1388).

**2-4-3-2- قرارداد برمبناي نتيجه يا محرك[[45]](#footnote-45)**

در اين نوع قرارداد سعي مي شود كه عملكرد وكارايي افراد مورد توجه قرار گيرد و عاملاني پاداش وكارمزد بيشتري دريافت كنند كه عملكرد بهتري از خود نشان مي دهند. در واقع اين قرارداد، نوعي قرارداد برمبناي خروجي بوده و قرارداد از نوع«محرك»نيز شناخته شده است. علت نام گذاري اين قرارداد به اين نام اين است كه با انعقاد آن، عامل احساس مي كند براساس نتيجه كار خود پاداش يا كارمزد خواهد گرفت. در نتيجه، تلاش خواهد كرد كارايي بهتري را از خود نشان دهد. از آنجایی كه در اين نوع قرارداد، عامل احساس مي كند براساس كاركرد مزد خواهد گرفت، در نتيجه سعي مي كند كمتر كارگريز باشد. يعني مصداق «مزد آن گرفت جان برادر كه كار كرد»، حاصل مي شود.

از آنجا كه اين قراردادها باعث ايجاد انگيزه و تحرك در عامل مي شود به اين نام نيز شناخته شده است. مهم ترين مزيت قرارداد بر مبناي نتيجه ، رفع مشكل كارگريزي است. به گونه كلي عاملاني كه اعتقاد بالايي به دريافت مزد براساس نتيجه عمل دارند معمولاً اين نوع قرارداد را بر نوع ديگر ترجيح مي دهند(جری و همکاران،2011).

جری و همکاران(2011)اعتقاد دارد كه قرارداد بر مبناي نتيجه به سبب داشتن ویژگی هایی همچون عدم كارگريزي عامل، از قرارداد بر مبناي رفتار بهتر مي باشد. اما مشكل اصلي در قرارداد بر مبناي رفتار، در واقع همان مشكل خطر اخلاقي است. زماني كه عامل احساس كند مبلغ مشخصي را در آينده دريافت خواهد كرد احتمالاً سعي مي كند تا حد امكان، در صورت يافتن فرصت، از انجام كار شانه خالي كند. به عبارت ديگر، مشكل كارگريزي در اين نوع قرارداد در مقايسه با قرارداد از نوع نتيجه یا محرک بيشتر مي باشد(همان ماخذ)

بطور کلی با نگاه به مطالب مربوط به نمایندگی می توان به این نکته پی برد که برای مثال، بیزلی(1996) در پژوهش تجربی دریافت که حضور اعضای مستقل و غیر موظف مدیریت که در عین حال از خوش­بینی و اعتماد بنفس بالایی برخوردارند، احتمال تقلب در ارائه صورت­های مالی و همچنین مشکلات نمایندگی را کاهش داده است(همان ماخذ).

**2-5- پیشینه تحقیق**

**2-5-1- پیشینه خارجی تحقیق**

**آلایانیس و موزامدار[[46]](#footnote-46)(2004)** در پژوهش خود، اقدام به بررسی همزمان حساسیت جریانات نقدی وجه نقد و حساسیت جریان نقدی- سرمایه گذاری بر محدودیت مالی کردند. آنها نشان دادند که شرکت های با محدودیت مالی نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی ، از حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری بیشتری برخوردار هستند. اما حساسیت جریانات نقدی وجه نقد در شرکت های با محدودیت مالی و در شرکت های بدون محدودیت مالی معنادار نمی باشد.

**ژیانگ[[47]](#footnote-47)(2005)** شواهدی را در خصوص شرکت‌های که به مدیریت جریان نقدی جهت دست یابی به جریان‌های نقدی مثبت، تحقق پیش‌بینی‌ها و رسیدن به سود سهم و اهداف نقدی اقدام می کنند، ارائه نموده است. در خصوص جریان‌های نقدی عملیاتی وی دریافت که اجزای غیرعادی جریان‌های نقدی، پایداری کمتری دارند. این امر با این موضوع، که مدیریت جریان‌های نقدی عملیاتی اطلاعات مالی ناپایدارتر و با کیفیت پایین‌تر ایجاد می‌نمایند، مطابقت دارد. او شواهدی را ارئه نموده است که شرکت‌هایی که حداقل‌های درآمدی را محقق می سازند، هزینه بدهی پایین‌تری دارند. ضمناً با استناد به این که سود بر اساس هزینه بدهی ارزش گذاری می شود، نشان داد سود گزارش شده در شرکت‌هایی که ریسک عدم بازپرداخت بالایی دارند، بیشترین تاثیر بر هزینه بدهی دارد.

**مایکل و ست فالن[[48]](#footnote-48) (2005)،** در تحقیق خود تحت عنوان بررسی رابطه بین ساختار بهینه سرمایه و هزینه­های نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد» به این نتیجه رسیده است که بدهی، و تعهدات برای هزینه­های نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد ، به منزله پوشش و محافظی می­باشند مشابه با اثر سپر مالیاتی خود.

**-جی کوب[[49]](#footnote-49) (2005)،** تحقیقی در خصوص سیاست پرداخت سود سهام، انعطاف­پذیری مالی و هزینه­های نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد انجام داده است. وی در این تحقیق سیاست پرداخت سود سهام را تحت عنوان یک مکانیزم حاکمیت شرکتی در نظر گرفته است و به این نتیجه رسیده است که سود سهام، هزینه­های نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد را به وسیله توزیع وجوه نقد در دسترس محدود می­سازد.

**چانگ و همکاران (2005)،** آنها اطلاعات 22576 شرکت آمریکایی در طی سالهای 1984 الی1996 جهت بررسی رابطه بین مدیریت سود و جریان نقد آزاد در شرکت های با رشد کم را مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که مدیران با جریان نقد آزاد زیاد و رشد کم، از اقلام تعهدی اختیاری افزایش دهنده سود استفاده می کنند تا سودهای کم و زیان حاصل از سرمایه گذاری در پروژه های با ارزش فعلی خالص منفی را از بین ببرند.

**کاناگارتنام و همکاران(2007)،** به بررسی حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی پرداخت .وی به این نتیجه رسید که اختلاف قیمت پیشنهادی با استقلال هیئت مدیره، فعالیت هیئت مدیره و درصد سهام وثیقه مدیران ارتباط منفی داشته و عمق بازار با ساختار هیأت مدیره، فعالیت هیئت مدیره و درصد سهام وثیقه نزد مدیران دارای ارتباط مثبت با اهمیت است.

**گیلی(2007)** به بررسی وضعیت جریان نقدی مدیریت شده، در شرایط مختلف عملکردی پرداخت. مشخص شد در مواردی که شرکت از نظر مالی در پرداخت بدهی های خود ناتوان است و هزینه‌های مالی بالاتری دارد، مدیریت جریان‌های نقدی نیز در آن شرکت، بیشتر مشاهده می‌شود.

**چیدامبران و همکاران(2008)،** به آزمون ارتباط میان تغییرات حاکمیت و خصوصیات شرکت­ها و اثر تغییرات حاکمیت بر عملکرد آینده شرکت پرداختند. آن­ها دریافتند تغییرات حاکمیت به سمت سطوح میانگین حاکمیت صنعت رانده می­شود و به تغییرات در خصوصیات قابل مشاهده شرکت مربوط می­شوند. همچنین آن­ها نتیجه گرفتند تغییرات مثبت و منفی حاکمیت از لحاظ آماری باعث تغییرات موثری در عملکرد می­شود، به علاوه تغییرات مشاهده شده در حاکمیت با این نظریه سازگار است که شرکت­ها در تعامل با رعایت ساختارهای حاکمیت خود هستند.

**لی­زیا اوجیون[[50]](#footnote-50) (2008 )،** در تحقیق خود در خصوص عکس­العمل بازار درباره ارائه اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام گفته اند با تمرکز بر هزینه­های نمایندگی جریان وجوه آزاد در کشور چین به ارزیابی و بررسی اثرات پذیره­نویسی 48 اوراق قرضۀ تبدیل و 439 پذیره نویسی سهام در شرکت­های بورسی چین پرداخته است. وی در این تحقیق مشاهده کرده است ، شرکت­هایی که از وجوه نقد توزیع شده کمتر و فرصت­های رشد بیشتری برخوردارند، نسبت به شرکت­هایی که از وجوه نقد توزیع نشده بیشتر و فرصت­های رشد کمتری برخوردارند، قیمت سهام آنها بیشتر است.

**انوار ابومصلح**[[51]](#footnote-51) **(2009)** در کنفرانس بین­المللی آکادمی­های متحد**،** موضوع هزینه­ نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد و حق اختیار خرید سهام مدیر را بررسی و مطرح کرده است. وی در این تحقیق نقش حق اختیار خرید سهام مدیر را در کاهش مشکلات نمایندگی­ جریان وجوه نقد آزاد مورد بررسی قرار داده است و مشاهده نموده است که پاداش به صورت اختیار خرید سهام با انباشتگی وجوه نقد آزاد مازاد در ارتباط می­باشد و حق اختیارهای خرید سهام منافع مدیران و سهامداران را همسو می­سازد که این خود بیانگر نظارت بهتر بر مدیریت می­باشد.

**لی­ژانگ[[52]](#footnote-52) (2009)،** در تحقیقی که با عنوان، نقش تبادلی دیون و پاداش­های انگیزشی در کنترل مشکلات نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد انجام داده است، به ارزیابی نقش حاکمیت شرکتی ساختار سرمایه و پاداش­های انگیزشی مدیرانه در کنترل مشکلات نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد می­پردازد. وی به این نتیجه رسیده است که دیون و حق اختیار سهام هیأت مدیره نقش مؤثری در کاهش مشکلات نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد دارند.

**ری دیک و ویتد(2009)،** به بررسی رابطه بین حساسیت جریان وجه نقد و وجوه نقد آزاد شرکت پرداخته­اند. آن ها دریافتند که شرکت های دارای جریانات نقدی منفی، نسبت به شرکت های دارای جریان وجه نقد مثبت، حساسیت جریانات نقدی متفاوتی دارند. که این تفاوت همان حساسیت جریانات نقدی نامتقارن است. همچنین آن ها به این نتیجه رسیدند که شرکت های دارای محدودیت مالی، حساسیت جریانات نقدی نامتقارن بیشتری، نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی دارند.

**امان و همکاران(2010)،** به "بررسی حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت " پرداختند . در این مقاله آن­ها به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، سطوح شرکت و ارزش شرکت براساس داده­هایی 6636 شرکت در 22 کشور توسعه یافته در دوره زمانی 2007 - 2003 پرداختند. نتایج نشان می­دهد که یک ارتباط مثبت معناداری بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت­ها وجود دارد.

**مرهادی[[53]](#footnote-53) (2010)** وی به بررسی تئوری علامت دهی در سیاست تقسیم سود، تاثیر جریان های وجه نقد آزاد بر قیمت سهام، تاثیر ساختار مالکیت به قیمت سهام، و تاثیر مالکیت به سیاست تقسیم سود و بررسی تاثیر عمر شرکت بر سیاست های تقسیم سود پرداخت. نمونه نهایی شامل 10 سال مشاهده، متشکل از شرکت های تخصیص دهنده سود و عضو بورس اوراق بهادار جاکارتا طی سالهای 1995 الی 2005 است. نتایج بیانگر تاثیرگذاری نظریه علامت دهی در نوسان قیمت سهام است. به علاوه از تئوری نمایندگی، مبنی بر تاثیرگذاری جریان های وجه نقد آزاد بر قیمت سهام، حمایت شد. نتایج بیانگر وجود تاثیر مراحل چرخه عمر شرکت بر سیاست های تقسیم سود است.

**گیرود و مولر[[54]](#footnote-54)(2011)** در تحقیقی به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و رقابت در بازار محصول بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند. نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی ضعیف در صنایع غیررقابتی، منجر به بازده سرمایه کمتر، بهره وری کمتر و ارزش بازار پایین تر می‌شود. همچنین نتایج حاکی از این است که حاکمیت شرکتی ضعیف، بطور بالقوه باعث کاهش بازدهی نیروی کار و افزایش هزینه‌های محصول می‌شود. اما این تاثیر در صنایع رقابتی و در شرکت‌هایی که توانایی رقابت در بازار محصول را دارند؛ کمتر است.

**یوتامی و ایناگا (2011)** آن ها با نمونه گیری از شرکت های اندونزی، طی دوره 1994 تا 2007 به بررسی موارد زیر پرداختند:

**1**- چگونه شرکت های با جریان نقد آزاد بالا، هزینه نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد را کنترل می کنند. 2- بررسی تاثیر هزینه نمایندگی بر سود سهام و اهرم شرکت. 3- بررسی تفاوت هزینه نمایندگی بین شرکت هایی که به سهامدارانشان سود سهام پرداخت می کنند و شرکت هایی که به طور منظم سود سهام پرداخت نمی کنند.

نتایج تحقیق عبارتند از: 1- تاثیر منفی ناچیز جریان وجوه نقد آزاد بر سود تقسیمی. 2- تاثیر مثبت و معنی دار جریان وجوه نقد آزاد بر اهرم. 3- اثر منفی معنی دار وجوه نقد آزاد بر سود تقسیمی. 4- اثر منفی بی معنی(کم اهمیت) رشد بر روی سود تقسیمی. 5- اثر مثبت اهرم بر سود تقسیمی.6- اثر مثبت اما بی معنی )از لحاظ آماری) اندازه شرکت و ریسک بر سود تقسیمی. 7- وجود رابطه مثبت معنادار جریان وجه نقد آزاد بر روی سود تقسیمی در شرکتهای دارای دوره پرداخت سود سهام 5 ساله و وجود اثر منفی معنادار شرکت های دارای دوره پرداخت سود سهام کمتر از 5 سال. در هر دو گروه اثر هزینه نمایندگی جریان نقد آزاد بر اهرم مثبت ، اما کم اهمیت است.

**نجاح و همکاران (2012)** در تحقيقي با توجه به فرضیات اصلی تئوری نمایندگی به بررسی تاثير سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری با تاکید بر هزینه نمایندگی است. یافته های آزمون پژ‍وهشگر آنست که سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری تاثیر مثبت و معنادار و سرمایه گذاران نهادی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری در شركت هاي داراي و فاقد هزینه نمایندگی تاثیر مثبت و معنادار دارد.

**2-5-2- پیشینه داخلی تحقیق**

**کردتبار(1386)،** به بررسی تأثیر مدیران غیرموظف و سرمایه گذاران نهادی در رفتار سود (مدیریت سود مبتنی بر آستانه) پرداخته است. در این خصوص از مدیران غیرموظف به عنوان ابزار نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی و سرمایه گذاران نهادی عمده به عنوان ابزار نظارتی برون سازمانی حاکمیت شرکتی استفاده شده است. نحوه رفتار مدیریت سود که در این تحقیق بر اساس مدل آستانه و از طریق رساندن سود گزارش شده به آستانه­های مطلوب سودآوری[[55]](#footnote-55) تعیین می­شود، عبارت است از مدیریت سود افزایشی و مدیریت سود کاهشی و نمایندۀ مدیریت سود، اقلام تعهدی غیرعادی نمی­توانند تغییرات سود آوری آتی را توجیه نمایند و نمی­توانند به عنوان علامتی برای سودآوری در سال­های آتی باشند. همچنین نقش ابزارهای نظارتی حاکمیت شرکتی در رفتار مدیریت سود بیانگر این موضوع است که وقتی انگیزه برای دستکاری سود بالاست، مدیران غیرموظف و سرمایه گذاران نهادی عمده، نقش ضعیفی در کاهش ناهنجاری اقلام تعهدی غیرعادی دارند.

**اسماعیلی(1385)**، به بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی ازجنبه های اصول راهبری در شرکت­های پذیرفته شده در بورس تهران می­پردازد. کیفیت سود در این تحقیق، میزان تداوم سود شرکت یعنی توانایی سودهای جاری برای پیش بینی عایدات آتی تعریف شده و تداوم سود نیز تابعی از تعهدات در نظر گرفته شده است. تعهدات را می­توان تغییر در دارایی های غیرنقدی پس از کسر بدهی­ها تعریف کرد (ریچاردسون (2004). تعهدات با استفاده از روش ترازنامه­ای و از طریق مجموع خالص سرمایه در گردش و خالص دارایی­های عملیاتی غیرجاری و خالص دارایی­های مالی محاسبه شده است. فرضیه­ها بر مبنای رابطه بین کیفیت سود و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و تعداد مدیران غیرموظف طراحی شده است. در این پژوهش، جامعه آماری متشکل از شرکت­های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در دوره زمانی 1383-1381 می­باشد و از تجزیه و تحلیل رگرسیون حداقل مربعات ادغام شده برای آزمون فرضیات تحقیق استفاده گردید. نتایج بیانگر آن بودند که تعداد مدیران غیرموظف و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره که از سازوکارهای اصول راهبری شرکت محسوب می­شوند، در ارتقای کیفیت سود شرکت­های پذیرفته شده در بورس نقش با اهمیتی ندارند.

تأثیر سازو کارهای حاکمیت شرکتی از قبیل مالکیت سرمایه گذاران نهادی، وجود مدیران غیرموظف، عدم وجود مدیرعامل شرکت به عنوان رئیس یا نائب رئیس هیئت مدیره و وجود حسابرسان داخلی، را بر مدیریت سود مورد بررسی قرارداد. نتایج حاصل نشان می­دهد زمانی که درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی در شرکت های بیش از 45 درصد باشد، مدیریت سود کاهش می­یابد. همچنین بین وجود مدیران غیرموظف در هیئت مدیره ، جدایی مدیرعامل از ریاست یا نائب رئیس هیئت مدیره و وجود حسابرسان داخلی در شرکت­ها در ایران و مدیریت سود رابطه معناداری وجود ندارد.

**کاشانی پور و نقی نژاد (1388)،**  به بررسی اثر محدودیت های مالی بر تغییرات سطوح نگهداری وجه نقد در برابر تغییرات در جریان های نقدی پرداختند و با استفاده از معیارهای متعدد(اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری) به عنوان نماینده ای از وجود محدودیت های مالی، نشان دادند که جریانات نقدی تاثیر معناداری بر سطوح نگهداری وجه نقد ندارد. همچنین تفاوت معناداری بین حساسیت جریانات نقدی وجه نقد شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی وجود ندارد.

**رضوانی و همکاران (1388)** آن ها نقش وجوه نقد آزاد را به عنوان منبع تامین مالی در تصمیمات مدیریتی و همچنین ارتباط این وجوه را با تغییرات سود (با در نظر گرفتن دو متغیر فرصتهای سرمایه گذاری و اندازه شرکتها) را در نمونه آماری شامل 125 شرکت پذیرفته شده در بورس تهران طی سالهای 1383 تا 1386 مورد مطالعه قرار دادند. نتایج بیانگر آن است که در شرکت های بزرگ و در شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری پایین، بین وجوه نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود رابطه مثبت معنی داری وجود دارد. همچنین مدیران شرکت های مذکور در تصمیم گیری های سیاست های تقسیم سود ، سه عامل مهم وجوه نقد آزاد، فرصت های سرمایه گذاری و اندازه توجه می کنند. یافته های آنان موید تئوری جریان نقد آزاد و بیانگر مصداق داشتن نظریه جنسن در بورس اوراق بهادار تهران است.

**مهرانی و باقری (1388)** پژوهش آنها با بررسی اطلاعات 90 شرکت به عنوان نمونه، طی سال های 1378 تا 1384 و با به کارگیری روش رگرسیون خطی چند متغیره صورت گرفت. آنها با بررسی فرایض تحقیق دریافتند که بین مدیریت سود و جریان وجه نقد آزاد زیاد در شرکت های با رشد کم، رابطه معنادار مستقیمی وجود دارد.

فرایض مورد پژوهش عبارتند از: 1- بین اقلام تعهدی اختیاری و جریان های نقد آزاد رابطه معناداری وجود دارد. 2- بین اقلام تعهدی اختیاری و سهامداران نهادی رابطه معناداری وجود دارد. 3- بین اقلام تعهدی اختیاری و جریان های نقد آزاد زیاد در شرکت های با رشد کم رابطه معناداری وجود دارد. 4- بین اقلام تعهدی اختیاری و سهامداران نهادی در شرکت های جریان های نقد آزاد زیاد و رشد کم رابطه معناداری وجود دارد.

**تهرانی و حصارزاده (1388)** جهت بررسی رابطه بین جریان های نقد آزاد و بیش سرمایه گذاری و همچنین رابطه بین محدودیت در تامین مالی و کم سرمایه گذاری، 120 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال های 1379 الی 1385 مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاکی از آن است که رابطه بین جریان های نقد آزاد و بیش سرمایه گذاری مستقیم و به لحاظ آماری معنی دار می باشد. اما رابطه بین محدودیت در تامین مالی و کم سرمایه گذاری در این شرکت ها، از لحاظ آماری بی معنا است.

**کاشانی پور و همکاران(1389)،** آنها به بررسی رابطه بین محدودیت مالی و حساسیت سرمایه گذاری به جریانات نقدی پرداختند آنها در طی دوره زمانی 1381 تا 1387 اطلاعات مالی 96 شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آن ها به این نتیجه رسیدند که شرکت های با محدودیت مالی نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی از حساسیت جریانات نقدی سرمایه گذاری بالاتری برخوردار هستند.

**طالب بیدختی و ایرانی(1389)** به بررسی رابطه میان مدیریت جریان‌های نقدی و هزینه‌های بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. آنها طی یک دوره زمانی 1378- 1386 موضوع را مورد بررسی قراد دادند. نتایج به دست آمده، بیانگر آن است که متغیرهای اهرم مالی، اندازه شرکت و جریان‌های نقدی غیرمنتظره با هزینه‌های بدهی، دارای رابطه معناداری می باشند و متغیرهای رشد فروش و درصد مالکیت دولت نیز هیچگونه رابطه معناداری با هزینه‌های بدهی ندارند. در این تحقیق، جریان های نقدی غیرمنتظره به عنوان شاخص مدیریت جریان‌های نقدی است، که با هزینه‌های بدهی شرکت رابطه مستقیم دارد.

**2-6- خلاصه فصل**

در انجام هر پژوهشی یکی از مهمترین بخش­ها، ارائه ادبیات تحقیق مناسب می­باشد. در این فصل سعی شده تا با بیان قسمت های مختلف مطالعه انجام شده، طرحی از آن ارائه گردد. بدین منظور، در این فصل با بیان مقدمه­ای از کلیات ادبیات تحقیق، حاکمیت شرکتی ، جریانات نقدی و حساسیت آن بر سرمایه گذاری ، مسائل نمایندگی که متغیرهای تحقیق می باشند و در ادامه چارچوب نظری و پیشینه تحقیقات خارجی و داخلی ارائه گردیده است.

**جدول2-1- خلاصه پیشینه تحقيق**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| ردیف | نام پژوهشگر | سال | عنوان | شرح |
| 1 | کاناگارتنام | 2007 | بررسی حاکمیت شرکای و عدم تقارن اطلاعاتی | اختلاف قیمت پیش بینی شده با استقلال هیئت مدیره و درصد سهام وثیقه مدیران ارتباط منفی دارد |
| 2 | ری دیک و ویتد | 2009 | بررسی رابطه بین حساسیت جریان و جه نقد و وجوه نقد آزاد | شرکت های دارای جریانات نقدی منفی نسبت به شرکت های دارای جریان نقدی مثبت حساسیت جریانات نقدی متفاوتی دارند |
| 3 | گیرود و مولر | 2011 | بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و رقابت در بازار محصول بر عملکرد شرکت ها | حاکمیت شرکتی ضعیف در صنایع غیر رقابتی منجر به بازده سرمایه کمتر و ارزش بازار پایین تر می شود |
| 4 | اسماعیلی | 1385 | بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه هاب اصول راهبردی شرکت های پدیرفته شده در بورس تهران | تعداد مدیران غیر موظف و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره که از سازوکارهای اصول راهبری شرکت محسوب می شوند در ارتقای کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس نقش با هامیتی ندارند |
| 5 | کاشانی پور و نقی نژاد | 1388 | بررسی اثر محدودیت های مالی بر تغییرات سطوح نگهداری وجه نقد در برابر تغییرات در جریانات نقدی | جریانات نقدی تاثیر معناداری بر سطوح نگهداری وجه نقد ندارد و تفاوت معناداری بین حساسیت جریانات نقدی وجه نقد شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی و جود ندارد |
| 6 | تهرانی و حصارزاده | 1388 | بررسی رابطه بین جریانات نقد آزاد و بیش سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران | رابطه بین جریانات نقدآزاد و بیش سرمایه گذاری مستقیم است |

1. حساس یگانه. ی، 1384، سیستم های حاکمیت شرکتی، مجله حسابدار، شماره 169
2. دلاور. ع.، 1384، روش تحقيق در روان­شناسي و علوم تربيتي، تهران، دانشگاه پيام نور.ص 220
3. حساس یگانه . ی ، . 1384، فلسفه حسابرسی. ، تهران : انتشارات علمی و فرهنگی ، چاپ اول
4. سازمان بورس اوراق بهادار تهران، 1386 ، متن کامل آیین نامه اصول راهبری شرکت، مجله بورس شماره 52.
5. نمازی. م ، حشمتی. م.1386،بررسی تأثیر سازه ها و متغیرهای تأخیری بر ساختار سرمایه ی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، 49: 139-160.
6. کردستانی. غ. و نجفی عمران. م.، 1387، بررسی عوامل تعیین­کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی، تحقیقات مالی، دوره 10، شماره25، صفحه 90-73.
7. حساس یگانه . ی ، مرادی . م ، اسکندر . ه. 1387 ، بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت ، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی ، دوره 15، شماره 52 ،ص122-107.
8. خاكي.غ 1387. روش تحقيق با رويكردي به پايانامه نويسي، انتشارات بازتاب، چاپ چهارم،تهران،ص 305-303.
9. فخاري. ح ، تقوی. ر. 1388. "كيفيت اقلام تعهدي و مانده وجه نقد". بررسي هاي حسابداري و حسابرسي، دوره 16، ش55، صص84-69.
10. كاشاني پور. م ، نقي نژاد.ب1388 . بررسي اثر محدوديت هاي مالي بر حساسيت جريان نقدي وجه نقد تحقيقات حسابداري، شماره دوم
11. کاشانی پور.ا ،نقی نژاد. ب. 1388. «بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریانات نقدی وجه نقد».تحقیقات حسابداری شماره دوم.صص93-72.
12. کاشانی پور.م ، نقی نژاد.ب.1388 بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، تحقیقات حسابداری، شماره دوم.
13. کاشانی پور.م، نقی نژاد.ب 1388. بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، تحقیقات حسابداری، شماره دوم.
14. کاشانی پور.م،راسخی.س،نقی نژاد.ب ،رسائیان. ا. 1388.«بررسی رابطه بین محدودیت های مالی با حساسیت جریانات نقدی وجه نقد».مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز.دوره دوم.شماره دوم.صص74-
15. آقايي. م؛ نظافت. ا؛ ناظمي اردكاني. م ، علي اكبر جوان.1388. بررسي عوامل مؤثر بر نگهداري موجودي هاي نقدي در شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پژوهشهاي حسابداري مالي ، سال اول، شماره اول و دوم
16. حصار زاده. 1388." تاثیر جريان هاي نقدي آزاد و محدوديت در تأمين مالي بر بيش سرمايه گذاري و كم سرمايه گذاري". تحقيقات حسابداري ، ش3. ص3
17. تهرانی. ر ، حصار زاده .ر، 1388،"تاثیر جریانهای نقدی آزاد در تامین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری"، تحقیقات حسابداری، ، دوره اول، شماره 3 ص 66-50.
18. تهراني.ر ، حصار زاده.ر .1388. تأ ثيرجريانهاي نقدي آزاد و محدوديت در تأمين مالي بر بيش سرمايه گذاري و كم سرمايه گذاري.تحقيقات حسابداري ، شماره 3،
19. تهراني.ر ، حصار زاده. ر 1388. تأ ثيرجريانهاي نقدي آزاد و محدوديت در تأمين مالي بر بيش سرمايه گذاري و كم سرمايه گذاري.تحقيقات حسابداري ، شماره 3، ص 3.
20. نوروش.ا ،کرمی. غ، وافی ثانی.ج،1388، بررسی ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه نمایندگی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره اول، بهار 1388.
21. آذر. ع، مومني.م 1389. «آمار و كاربرد آن در مديريت»، جلد اول، چاپ چهاردهم، انتشارات سمت، تهران.
22. ايزدي نيا.ن ، رسائيان.ا. 1389. "برخي از ابزارهاي نظارتي راهبري شركت و معيارهاي اقتصادي و مالي ارزيابي عملكرد". دانش حسابداری. شماره اول، صص72-55.
23. اسدی.ا 1390، تأثیر بیش سرمایه گذاری بر واکنش سرمایه گذاران نسبت به وجه نقد نگهداری شده،پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.
24. رضایی.ف ، موسویان .خ.1390. بررسی رابطه بین اقلام تعهدی غیرعادی و تمرکز مالکیت به عنوان سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ویژگیهای شرکت. فصلنامه علمی پزوهشی حسابداری مالی، شماره 9:ص 114-136.
25. سرمد. ز، بازرگان، ع، حجازي،ا 1390. «روش هاي تحقيق در علوم رفتاري»، چاپ بیست و یکم، انتشارات آگه، تهران.
26. Jensen، M.C.، Meckling، W.H.، 1976.Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics، October، V. 3، No. 4، pp. 305-360.
27. Stiglitz, J. 1985, ‘‘Credit markets and the control of capital’’, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 7, pp. 133-52.
28. Baltagi, B. H. 1995. Econometric Analysis of Panel Data, John Wiley and Sons, New York.
29. Fazzari, S. and B. Petersen 1998. “Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints.” The RAND Journal of Economics, 24, 328-42.
30. Opler Tim, Pinkowitz Lee, Stulz ReneH, Williamson Rohan, 1999. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, Journal of Financial Economics 52, 3-46
31. Cadbury, A., 2002, Corporate Governance and Chairmanship: A personal View Oxford University Press, Oxford.
32. Dittmar, A., Marth-Smith, J. and H. Servaes, 2003, International corporate governance and corporate cash holdings, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38, 111-133
33. Frank, M.Z & V . K, Goyal 2003.Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure .Journal of Financial Economics, 67(2),pp:217-248
34. Guney Yilmaz، Ozkan Aydin، Ozkan Neslihan. 2003. Additional International Evidence on Corporate Cash Holdings, available at www.ssrn.com, id=406721.
35. Suto, M. 2003, "Capital Structure and Investment Behaviour of Malaysian firms in the 1990s: A Study of Corporate Governance before.
36. Frank, M.Z & V . K, Goyal (2003).Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure
37. Financial Management 15(1) , 47–65.
38. Jani، E.، Hoesli، M.، Bender، A.، w.d.، 2004. Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts, available at [www.ssrn.com,id=563863](http://www.ssrn.com,id=563863).
39. Ozkan, A. and Ozkan, N. 2004. Corporate Cash Holding: An Empirical Investigation of UK Companies. Journal of Banking & Finance. 28: 2103-2134.
40. Chen, J 2004.Determinants of Capital Structure of Chinese Listed Companies. Journal of Business Research , 57,PP: 1341-1351
41. Almeida, H., Campello, M. and Weisbach, M. S. 2004. The Cash Flow Sensitivity of Cash. Accepted Paper Series in AFA 2004 San Diego Meetings
42. Allayannis, G. and Mozumdar, A. 2004. The Impact of Negative CashFlow and Influential Observations on Investment – Cash Flow Sensitivity Estimates. Journal of Banking & Finance. 28: 901-930.
43. Ball, R., and L. Shivakumar, 2005. The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition, Journal of Accounting Research 44, 207–242.
44. Chen , J & Roger , S 2005 . The Determinants of Capital Structure : Evidence from Chinese Listed Companies. Economic Change and Restructurehng , pp: 11-35.
45. Myers، S.C.، Majluf، N.S.، 2005. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have، Journal of Financial Economics 13، 187-221.
46. Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S., 2004. The cash flow sensitivity of cash. J. Finance 59, 1777–1804.
47. Jiraporn, Pornsit; Kim, Jang-Chul; Kim, Young Sang; Kitsabunnarat, Pattanaporn. 2005. Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). International Review of Economics & Finance;Apr2005, Vol. 22 Issue 1, p208
48. Lin, Y., Hu, S. Chen, M. (2005. Managerial optimism and corporate investment: some empirical evidence from Taiwan, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, pp.523-546
49. Pawlina, G., Renneboog, L., 2005. is investment-cash flow sensitivity caused by the agency costs or asymmcric information? Evidence the UK. Tilburg University. Discussion paper. 2005-23
50. decision of firms, management Decision, Vol.48. No2,pp314-339.
51. Wang, F. 2005. Corporate liguidity and equity retunes. working paper
52. Arslan, O., Florackis, C., Ozkan, A., 2006. The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from a Financial Crisis Period in an Emerging Market. Emerging Markets Review. 7, 320-338.
53. Arslan, O., Florackis, C., Ozkan, A., 2006. The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from a Financial Crisis Period in an Emerging Market. Emerging Markets Review. 7, 320-338.
54. Cleary, S. & Michael, R., 2006,“The U-shaped Investment Curve: Theory and Evidence”,Journal of Financial and Quantitative Analysis, Forth Coming
55. Aydin and Neslihan.، 2006. Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts, available at [www.ssrn.com,id=563863](http://www.ssrn.com,id=563863).
56. Hong , Z & Z . X,Jason2006.The Financing Behavior of Listed Chinese Firm .The British Accounting Review , 17, pp:14-36
57. Marchica. M. T., Mura, R. 2007. Cash Holding Policy and Ability to Invest: How do Firms Determine their Capital Expenditures? Working paper.
58. Gopalan, R., Nanda, V., Seru,A.,2007. Affiliated firms and financial support: Evidence frum indian business groups. journal of financial economics , 86. 759-795.
59. Ezzedine,A., Salma, B., 2007. Investment-cash flow sensitivity versus cash-cash What really matters for Tunisian firms. working paper
60. Almeida, H., Campello, M., Weisbach,M.S., 2007. The cash flow sensitivity of cash, Journal of Finance 59(4), 1777–1804.
61. Rezaee, Z. 2008. “Corporate Governance and Ethics”, John Wiley & Sons, US of America.
62. Almida,H., Compello,M.,2007. Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment, published by oxford university press on behalf of the society for financial studies
63. George, Rejie, Kabir, Rezaul, and Jing Qian. 2008, Investment – Cash Flow Sensitivity and Financing Constraints: An Analysis of Indian Business Group Firms, available at ssrn.com, id=683725.
64. Najjar, B. and Taylor P. 2008, “The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure”, Managerial Finance, Vol. 12, pp. 919-933.
65. Harford, Jarrad; Mansi, Sattar A., and William F. Maxwell, 2008. Corporate Governance and Firm Cash Holdings, Journal of Financial Economics, Vol 87, pp.535-555.
66. Hovakimian, A., & Hovakimian, G. 2009. Cash Flow Sensitivity of Investment. European
67. Albertson, J. 2010, "Size, Composition and Function of Corporate Boards of Directors: the Organisation-Environment Linkage", Administrative Science Quarterly, Vol. 18, PP.
68. Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M., 2009. Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? J. Finance 64, 1985–2021
69. Hasan A. S. and Butt, A. 2009, “Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies”.International Journal of Business and Management, Vol. 4, pp. 50-57.
70. . Drobetz, W, M.Gruninger and S.Hirschvogl, 2010, Information Asymmetry and the Value of Cash, Journal of Banking & Finance, Vol 34, pp.2168-2184.
71. Lary D. Su 2010, ownership structure, corporate diversification and capital structure
72. Campello M., J. Graham and C. Harvey, 2010, The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis, Jounal of Financial Economics, 97, 470-487.
73. Dichu Bao. Kam C, Chan .Weining Zhang. 2012.“Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings”. Journal of Corporate Finance 18 , 690–700.
74. .Journal of Financial Economics, 67(2),pp:217-248
75. Ginglinger, E. Saddour-Dridi, Kh. 2012. Cash holdings, corporate governance and financial constraints. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2154575>
76. Ginglinger, E. Saddour-Dridi, Kh. 2012. Cash holdings, corporate governance and financial constraints. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2154575>

1. - Agency Theory [↑](#footnote-ref-1)
2. - Rutherford & Buchholtz [↑](#footnote-ref-2)
3. - Director Boards [↑](#footnote-ref-3)
4. - Chief Executives OFFICER (CEO) [↑](#footnote-ref-4)
5. - Vigilance [↑](#footnote-ref-5)
6. - Tenure [↑](#footnote-ref-6)
7. - Demographic [↑](#footnote-ref-7)
8. -Stakeholder Theory [↑](#footnote-ref-8)
9. -Transaction Cost Theory [↑](#footnote-ref-9)
10. - Williamson [↑](#footnote-ref-10)
11. - Corporate Governance Mechanisms [↑](#footnote-ref-11)
12. - Ownership Structure [↑](#footnote-ref-12)
13. - Legal System [↑](#footnote-ref-13)
14. - Institutional Investors [↑](#footnote-ref-14)
15. - Garret [↑](#footnote-ref-15)
16. - Bid Price (BP) [↑](#footnote-ref-16)
17. - Confidential Information [↑](#footnote-ref-17)
18. - Enterechment effects [↑](#footnote-ref-18)
19. - Free - rider [↑](#footnote-ref-19)
20. - Privatization [↑](#footnote-ref-20)
21. - Unit Trusts [↑](#footnote-ref-21)
22. - Investment Trusts [↑](#footnote-ref-22)
23. - Shleifer [↑](#footnote-ref-23)
24. - Vishny [↑](#footnote-ref-24)
25. - Relevant Data [↑](#footnote-ref-25)
26. -Agency cost [↑](#footnote-ref-26)
27. - Generally Accepted Accounting Principles [↑](#footnote-ref-27)
28. - Chambers. [↑](#footnote-ref-28)
29. - Agency Theory [↑](#footnote-ref-29)
30. - Jensen & Meckling,1976 [↑](#footnote-ref-30)
31. 3- Agent [↑](#footnote-ref-31)
32. - Moral Hazard [↑](#footnote-ref-32)
33. - Healy [↑](#footnote-ref-33)
34. 2- Wahlen [↑](#footnote-ref-34)
35. 3- Scott [↑](#footnote-ref-35)
36. 4- Fern [↑](#footnote-ref-36)
37. 5- Kellog [↑](#footnote-ref-37)
38. 6- Dye [↑](#footnote-ref-38)
39. -Ekaner [↑](#footnote-ref-39)
40. -Bahavior-based(time)contract [↑](#footnote-ref-40)
41. -yohn & vitz [↑](#footnote-ref-41)
42. -Gerhart & raiyns [↑](#footnote-ref-42)
43. -Fama [↑](#footnote-ref-43)
44. -Jenson [↑](#footnote-ref-44)
45. -Jonson &drak [↑](#footnote-ref-45)
46. - Allayannis and mozumdar [↑](#footnote-ref-46)
47. -Zhiang [↑](#footnote-ref-47)
48. - Westphalen. [↑](#footnote-ref-48)
49. - Jacol Oded [↑](#footnote-ref-49)
50. - Lixiao – Hun [↑](#footnote-ref-50)
51. - Boumosleh,. [↑](#footnote-ref-51)
52. -Yilei Zhang [↑](#footnote-ref-52)
53. - Murhadi [↑](#footnote-ref-53)
54. Giroud.X and Mueller.H [↑](#footnote-ref-54)
55. - سطح سود صفر و سود گزارش شده سال قبل. [↑](#footnote-ref-55)