



## تأثیر جریان‌های نقدی آزاد مازاد، نظام راهبری شرکتی و اندازه شرکت بر پیش‌بینی پذیری سود

ناصر ایزدی نیا<sup>۱</sup>  
وحید روح الهی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۷/۱۹ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۹/۲۲

### چکیده

مطالعات موجود درباره نظام راهبری شرکتی، به طور عمده تمرکز بر این دارد که سیستم نظام راهبری قوی، ارزشگذاری شرکت‌های با جریان‌های نقدی آزاد مازاد یا مشکل جریان‌های نقدی آزاد را افزایش می‌دهد. هدف این مطالعه، بررسی اثر جریان‌های نقدی آزاد مازاد، نظام راهبری شرکتی و اندازه شرکت بر پیش‌بینی پذیری سود است. ابتدا اثر جریان‌های نقدی آزاد مازاد بر پیش‌بینی پذیری سود بررسی می‌شود. سپس به بررسی اثر تعدیل‌کننده متغیرهای نظام راهبری شرکتی بر رابطه اثر جریان‌های نقدی آزاد مازاد و پیش‌بینی پذیری سود پرداخته می‌شود. در نهایت، توانایی نظام راهبری شرکتی در کاهش اثر جریان‌های نقدی آزاد مازاد و بهبود پیش‌بینی پذیری سود در بین شرکت‌های کوچک و بزرگ مورد آزمون قرار می‌گیرد. برای محاسبه اثر جریان‌های نقدی آزاد مازاد از معیار باکیت و اسکندر (۲۰۰۹) و برای نظام راهبری شرکتی از استقلال هیات مدیره، هیات مدیره کوچک، استقلال رییس هیات مدیره، مالکیت نهادی بالا و مالکیت مدیریت بالا استفاده شده است. نتایج بررسی ۸۰ شرکت نشان می‌دهد که شرکت‌های با اثر جریان‌های نقدی آزاد مازاد بالا دارای پیش‌بینی پذیری سود کمتری هستند. همچنین مکانیسم‌های نظام راهبری شرکتی (از جمله مستقل بودن رییس هیات مدیره و مالکیت نهادی) اثر مثبتی در کاهش اثر جریان‌های نقدی آزاد مازاد و بهبود پیش‌بینی پذیری سود دارند که این اثر در شرکت‌های بزرگ بیشتر است.

**واژه‌های کلیدی:** نظام راهبری شرکتی، اندازه شرکت، پیش‌بینی‌پذیری سود، جریان‌های نقدی آزاد.

۱- دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. (نویسنده اصلی) Naser.izadnia@gmail.com

۲- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. (مسئول مکاتبات) Vahid\_Rohollahi@yahoo.com

## ۱- مقدمه

به دنبال رسوایی‌های گزارشگری مالی شرکت‌های مختلف در سرتاسر جهان و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به درستی ارقام حسابداری، توجه به کیفیت سود در میان پژوهشگران افزایش یافته است. پیش‌بینی پذیری سود، یعنی اندازه‌ای که سرمایه‌گذاران بتوانند سود آتی و یا جریان‌های نقدی آتی شرکت را بر اساس اطلاعات سود جاری که یکی از نماینده‌های کیفیت سود است، پیش‌بینی کنند. اگر اطلاعات سود، سرمایه‌گذاران را در تجزیه و تحلیل عملکرد جاری شرکت خاص یاری سازد و بتوانند چشم‌انداز آتی آن را بهتر برآورد کنند، اطلاعات سود از کیفیت بالا برخوردار می‌باشد (حسینی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹). تنها زمانی کیفیت ارقام سود بالاست که بازار سهام در هنگام ارزیابی یک شرکت، بر اطلاعات جریان‌های نقدی اعتماد بیشتری داشته باشد (چنگ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳). یکی از تئوری‌هایی که در تبیین ویژگی‌های شرکتی و عوامل مؤثر بر مانده وجه نقد مورد استفاده قرار گرفته است، تئوری جریان نقد آزاد است. جریان نقد آزاد، جریان نقدی است که مازاد بر آنچه برای تأمین مالی تمامی پروژه‌های سرمایه‌گذاری حاوی خالص ارزش فعلی مثبت مورد نیاز است، باقی می‌ماند. نتایج مطالعات اخیر نشان می‌دهد که یک ریال اضافی در نگهداشت وجه نقد، دارای بازدهی کمتر از یک ریال می‌باشد. این نتایج مطابق با فرضیه جریان وجه نقد آزاد جنسن<sup>۳</sup> (۱۹۸۶) می‌باشد. جنسن در این فرضیه نشان می‌دهد که به طور متوسط، جریان وجه نقد آزاد بر اثربخشی تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر منفی می‌گذارد. مطابق با تئوری جریان نقد آزاد، تضاد منافع موجود بین مدیران و سهامداران موجب می‌گردد که مدیران به منظور دنبال نمودن پروژه‌ها و اهداف خودشان تمایل بالایی برای انباشت وجوه نقدی داشته باشند. این تضاد منافع بین مدیران و سهامداران مخصوصاً زمانی که شرکت‌ها جریان‌های نقدی آزاد قابل توجهی دارند بیشتر است (فریرا و ویللا<sup>۴</sup>، ۲۰۰۴).

در تئوری نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد، به احتمال زیاد "شرکت‌های با جریان‌های نقدی آزاد بالا اما فرصت‌های رشد پایین" (مشکل نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد یا جریان‌های نقدی آزاد مازاد (SFCF)) کاهش در ارزششان ایجاد می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶). مروری بر ادبیات موجود نشان می‌دهد که سود شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد بالا، دارای کیفیت پایین است (باکیت و اسکندر<sup>۵</sup>، ۲۰۰۹؛ چونگ و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۵؛ رحمان و مهد-صالح<sup>۷</sup>، ۲۰۰۸). در این خصوص، جنسن (۱۹۸۶) بیان داشت که استفاده از ابزارهای راهبری شرکتی، تضاد در ارتباط با منابع تحت کنترل مدیران شرکت را کاهش و بنابراین ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. پس از جنسن پژوهشگران مختلفی از جمله ریچاردسون<sup>۸</sup> (۲۰۰۶)، وو<sup>۹</sup> (۲۰۰۴)، چن و چوانگ<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۹)؛ آفیسر<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۱) به بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر مشکل نمایندگی جریان نقدی

پرداختند. زماری و اسماعیل<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۴) نشان دادند که استفاده از ابزارهای نظام راهبری همزمان با برطرف کردن مشکل تضاد نمایندگی جریان نقد آزاد، پیش بینی پذیری سود شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. وی همچنین نشان داد که نقش ابزارهای نظام راهبری در کاهش تضاد نمایندگی جریان نقدی آزاد و بهبود پیش بینی پذیری سود در شرکت‌های بزرگ بهتر از شرکت‌های کوچک است. این مطالعه مطابق با پژوهش زماری و اسماعیل (۲۰۱۴)، اثر جریان‌های نقدی آزاد مازاد (SFCF)<sup>۱۳</sup> بر پیش بینی پذیری سود و همچنین اثر تعدیلی نظام راهبری شرکتی (ساختارهای مدیریت و مالکیت) بر این رابطه را در میان شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌نماید. افزون بر این، این مطالعه بررسی می‌کند که آیا توانایی ابزارهای نظارتی نظام راهبری شرکتی در کاهش SFCF و بهبود ارزش پیش بینی سود، در شرکت‌های بزرگ بیشتر است یا شرکت‌های کوچک. پیش بینی می‌شود که از میان شرکت‌های با SFCF بالا، آن شرکت‌هایی که دارای هیات مدیره مستقل، هیات مدیره کوچک، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریت (مالکیت هیات مدیره) بیشتر است، به احتمال زیاد سود قابل اعتمادتری گزارش می‌کنند.

## ۲- مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش

در این بخش ابتدا تأثیر جریان‌های نقدی آزاد مازاد بر پیش بینی پذیری سود ارائه می‌شود. سپس تأثیر نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد مازاد و پیش بینی پذیری سود بررسی و در آخر به توانایی نظام راهبری شرکتی در میان شرکت‌های کوچک و بزرگ پرداخته می‌شود.

### ۲-۱- جریان‌های نقدی آزاد مازاد و پیش بینی پذیری سود

بر اساس تئوری نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد، هنگامی که جریان‌های نقدی آزاد افزایش می‌یابد، مدیران انگیزه‌هایی برای انجام پروژه‌هایی دارند که دارای بازده منفی می‌باشد (جنسن، ۱۹۸۶). چونگ و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که این پروژه‌ها می‌تواند حامی منافع شخصی مدیران باشد و آن‌ها را بر سطح وسیع‌تری از کنترل بر منابع شرکت عرضه می‌دارد. بنابراین مدیران دست به فعالیت‌های غیر بهینه مانند انجام سرمایه‌گذاری‌های مخرب ارزش<sup>۱۳</sup> می‌زنند که منجر به افزایش هزینه‌های نمایندگی و کاهش ارزش شرکت می‌شود و هیات رئیسه را در یک وضعیت در معرض آسیب، تحت فشار قرار می‌دهد. بدترین حالت داستان این است که مدیران می‌توانند به قصد مخفی کردن اثر مخرب چنین سرمایه‌گذاری‌هایی که ارزش شرکت را خراب می‌کند، از

ابزارهای مدیریت سود فرصت طلبانه برای زیاد نشان دادن سود گزارش شده استفاده کنند (باکیت و اسکندر، ۲۰۰۹؛ چونگ و همکاران، ۲۰۰۵؛ رحمان و مود-صالح، ۲۰۰۸). در حقیقت، این نوع از گزارش سود غیرواقعی (متورم شده) که توسط مدیران فراهم می‌شود، توانایی پیش بینی بالقوه جریان‌های نقدی بر اساس سود را تحت تأثیر قرار می‌دهد زیرا برداشت (احساس) مثبت نادرست<sup>۱۴</sup> ایجاد می‌نماید. رحمان و مود-صالح (۲۰۰۸) دریافتند که در نتیجه صورت‌های مالی همراه کننده، بازار سهام اعتماد کمتری به سود شرکت‌هایی می‌کند که مشکلات نمایندگی جریان‌های نقدی دارند زیرا شرکت‌های با تضاد نمایندگی بالای جریان‌های نقدی آزاد، تمایل به دستکاری و گزارش نادرست اطلاعات سودشان دارند و سرمایه گذاران نیز اتکای کمتری بر این اطلاعات برای ارزشگذاری شرکت‌ها می‌کنند. بدین ترتیب، ارزش پیش بینی سود برای شرکت‌های با مشکل نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد بالا، خراب می‌شود. در نتیجه، فرضیه اول به شرح زیر است:

**فرضیه اول:** جریان‌های نقدی آزاد مزاد (SFCE) بر پیش بینی پذیری سود تأثیر منفی و معنی دار دارد.

## ۲-۲- نظام راهبری شرکتی، SFCE و پیش بینی پذیری سود

مطالعات متعددی وجود دارد که تأثیر نقش مکانیسم‌های نظام راهبری در تعیین مشکلات جریان‌های نقدی آزاد را بررسی می‌نماید (براج و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۰؛ باکیت و اسکندر، ۲۰۰۹؛ چونگ و همکاران، ۲۰۰۵، گول و تسوی<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۱؛ ریچاردسون، ۲۰۰۶؛ وو، ۲۰۰۴). لی و لی<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۹) نشان دادند که در بازارهای در حال توسعه (نوظهور)، اثرات منفی وجه نقد اضافی و مدیران تثبیت شده<sup>۱۸</sup> (مدیرانی که با قدرت زیاد در شرکت، در جهت پیشبرد منافع شخصی خود اقدام می‌نمایند و نه در جهت منافع سهامداران) بر ارزش شرکت، توسط ساختار هیات مدیره قوی کاهش داده می‌شود. دیتمار و مارت-اسمیت<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۷) اثبات کردند که مالکیت سهام بالا توسط صندوق‌های بازنشستگی عمومی<sup>۲۰</sup>، استفاده غیربهبینه از وجه نقد اضافی توسط مدیران را کاهش و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. در موردی مشابه، مطالعه برآش و همکاران (۲۰۰۰) بیان می‌کند که سهامداری بالا توسط شرکت‌های خرید و فروش سهام، مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد تا جریان‌های نقدی را میان سهامداران به عنوان سود سهام خرج نمایند و آن‌ها را از سرمایه گذاری در سرمایه گذاری‌های غیربهبینه که منجر به بازده‌های پایین می‌شود دلسرد نماید. بعلاوه، در شرکت‌هایی که دارای سرمایه گذاران نهادی فعال می‌باشد مدیران کمتر به سرمایه گذاری جریان‌های نقدی شرکتشان می‌پردازند (ریچاردسون، ۲۰۰۶).

وو (۲۰۰۴) خاطر نشان کرد که شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد بالا، تضاد منافع بیشتری بین مالکان و مدیران راجع به وجه نقد اضافی دارند و برای شرکت‌ها حائز اهمیت است که چنین هزینه‌هایی را به واسطهٔ نقش مالکیت مدیریت، کاهش دهند. بنابراین انتظار می‌رود که مکانیسم (ابزار) های نظام راهبری، اثر منفی SFCF بر پیش بینی پذیری سود را تحت تأثیر قرار دهد زیرا مشکل نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد توسط سیستمی بی عیب از نظام راهبری شرکتی کاهش داده می‌شود. در نتیجه فرضیه دوم به قرار زیر است:

**فرضیه دوم:** ابزارهای نظام راهبری شرکتی بر رابطهٔ منفی بین SFCF و پیش بینی پذیری سود تأثیر می‌گذارد.

### ۲-۳- اثر اندازه شرکت بر رابطه میان نظام راهبری شرکتی، SFCF، و پیش‌بینی‌پذیری

#### سود

شرکت‌های بزرگ تمایل به پراکندگی بیشتر مالکیت سهامداران داشته که این مسأله موجب بالارفتن اختیارات مدیران می‌شود. همچنین، مدیران تمایل به رشد شرکت بیش از اندازهٔ بهینه آن دارند؛ چرا که رشد، قدرت مدیریت را به واسطه افزایش منابع تحت کنترل آن افزایش می‌دهد. بنابراین انتظار می‌رود که مدیران شرکت‌های بزرگ اقدام به نگهداری وجه نقد بیشتر نمایند (نقی نژاد، ۱۳۸۷). در شرکت‌های بزرگ، هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد شدید است و بنابراین، مجوزی برای استفاده مکانیسم‌های نظام راهبری است که مدیران را از اسراف منابع شرکت بصورت نامعقول باز دارد و در عین حال توانایی پیش بینی سود را افزایش دهد که این در اصل بازتاب مطالعه هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) و زماری و اسماعیل (۲۰۱۴) است که دریافتند مکانیسم‌های نظام راهبری شرکتی مناسب در شرکت‌های بزرگ رایج است. بنابراین، انتظار می‌رود که اثربخشی مکانیسم‌های نظام راهبری در کاهش مشکل نمایندگی SFCF و بهبود پیش بینی پذیری سود در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بالاتر باشد. بدین ترتیب فرضیه سوم به شرح زیر است:

**فرضیه سوم:** اثر مثبت ابزارهای نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین SFCF و پیش بینی پذیری سود، در شرکت‌های بزرگ بیشتر از شرکت‌های کوچک است.

### ۳- پیشینه پژوهش

زماری و اسماعیل (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی اثر جریان‌های نقدی آزاد بر پیش بینی پذیری سود و نقش تعدیل کننده نظام راهبری شرکتی بر این رابطه پرداختند. آن‌ها همچنین

توانایی نظام راهبری شرکتی در کاهش مشکل جریان‌های نقدی آزاد و بهبود ارزش پیش بینی پذیری سود در بین شرکت‌های کوچک و بزرگ را بررسی نمودند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های با مشکل جریان‌های نقدی آزاد (SFCF) دارای پیش بینی پذیری سود کمتری هستند. هنگامی که شرکت دارای سهامداران نهادی بیشتر و رئیس هیات مدیره مستقل است، سود شرکت‌های با SFCF بالا قابلیت پیش بینی بیشتری دارد. در آخر نتایج پژوهش نشان می‌دهد که نقش مالکیت نهادی و مدیریت در کاهش تضاد نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد و بهبود ارزش پیش بینی پذیری سود در شرکت‌های بزرگ برجسته تر است.

دیتمار و دوچین<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۳) با انجام پژوهشی تحت عنوان تأثیر تجربه حرفه ای مدیر بر سطح نگاهداشت وجه نقد شرکت‌ها به بررسی رابطه تجربیات کاری مدیران و نحوه رویارویی آن‌ها با مشکلات مالی تاثیرگذار بر تصمیمات مربوط به ذخیره سازی وجه نقد شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد شرکت‌هایی که سطح رئیس هیات مدیره آن‌ها تجربه مشکلات مالی را در گذشته داشته است، نسبت به دیگر شرکت‌ها سطح بیشتری از وجه نقد نگهداری می‌کنند. همچنین با استفاده از مدل استاندارد وجه نقد نشان دادند که ارزش نگاهداشت وجه نقد در این شرکت‌ها نسبت به دیگران پایین بوده که حاکی از تمایل مدیران به نگهداری وجه نقد بیش از نیازشان است.

باو و همکاران<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان حساسیت نگهداری وجه نقد نسبت به جریان‌های نقدی رابطه بین اثر جریان‌های نقدی مثبت و منفی بر سطح نگهداری وجه نقد شرکت‌ها را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد در وضعیتی که واحد تجاری جریان‌های نقدی مثبت دارد، تمایل کمتری به نگهداری وجه نقد خواهد داشت و در وضعیتی که جریان‌های نقدی منفی دارند تمایل بیشتری به نگهداری وجه نقد نشان می‌دهد.

تاناتاوی<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۱) به بررسی نظریه چرخه عمر و فرضیه جریان‌های نقدی آزاد پرداخت. یافته‌های وی نشان می‌دهد که شرکت‌های سودآورتر و بزرگ‌تر که دارای جریان‌های نقدی آزاد و سود انباشته بیشتری هستند، تمایل به پرداخت سود سهام بالاتری دارند.

رینا و تاکیا<sup>۲۴</sup> (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان "جریان‌های نقد آزاد مازاد، مدیریت سود و کمیته حسابرسی" به این پرداختند که چه قدر جریان نقد آزاد مازاد به مدیریت سود مربوط است. در این مطالعه فرض بر این است که مدیران شرکت‌هایی که از جریان‌های نقدی آزاد بالایی برخوردارند شدت عمل خوبی در اداره مدیریت سود دارند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که کمیته حسابرسی مستقل به شرکت‌های دارای جریان نقدی آزاد، کمک می‌کند تا بر رویه‌های مدیریت سود نظارت داشته باشد.

قربانی و عدیلی (۱۳۹۱)، به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در وضعیت عدم تقارن اطلاعات پرداختند. بررسی آن‌ها حاکی از رابطه معکوس و معنادار در وضعیت عدم تقارن اطلاعات بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت است و نظریه جریان نقدی آزاد را تأیید می‌کند.

ایزدی نیا و رساییان (۱۳۸۹) با بررسی رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و ابزارهای نظارتی راهبری شرکتی شامل درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و اعضای غیرموظف هیات مدیره با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

مهرانی و باقری (۱۳۸۸) به بررسی اثر جریان‌های نقدی آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت سود پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین مدیریت سود و جریان‌های نقد آزاد بالا در شرکت‌های با رشد کم، رابطه معنادار مستقیمی وجود دارد، اما رابطه معناداری بین مدیریت سود و سهامداران نهادی در شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد زیاد و رشد کم پیدا نشد.

#### ۴- روش شناسی پژوهش

این پژوهش یک پژوهش توصیفی از نوع پژوهش‌های پس رویدادی و در حوزه تحقیقات علی است. همچنین به دلیل اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. گردآوری اطلاعات در بخش ادبیات نظری و پیشینه پژوهش مبتنی بر روش کتابخانه‌ای و گردآوری داده‌های پژوهش به روش اسنادکاوی انجام گرفته است. همچنین برای طبقه‌بندی و مرتب کردن داده‌ها، تجزیه و تحلیل و استخراج نتایج پژوهش از نرم افزارهای Excel و Evies8 استفاده شده است.

دوره زمانی این پژوهش بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و انتخاب نمونه از این جامعه با در نظر گرفتن معیارهای زیر انجام شده است:

- (۱) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
  - (۲) طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشد.
  - (۳) کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود و در دسترس باشد.
  - (۴) جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری و لیزینگ) نباشند.
- با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع ۸۰ شرکت انتخاب شدند.

در این پژوهش بر اساس پژوهش زماری و اسماعیل (۲۰۱۴) از الگو رگرسیونی چند متغیره و با استفاده از داده‌های ترکیبی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شده است. برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی از آزمون F لیمر و هاسمن و همچنین برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون t و آزمون F استفاده شده است.

#### ۴-۱- الگوهای پژوهش، متغیرها و نحوه اندازه گیری آن‌ها

برای آزمون فرضیه اول پژوهش، مطابق پژوهش زماری و اسماعیل (۲۰۱۴) با افزایش SFCF به رابطه جریان‌های نقدی عملیاتی آتی و سود جاری ولاری و جنکسینس<sup>۲۵</sup> (۲۰۰۶)، اتوود و همکاران<sup>۲۶</sup> (۲۰۱۰) و یه و همکاران<sup>۲۷</sup> (۲۰۱۰)، این رابطه بسط داده می‌شود. الگو ۱ برای آزمون فرضیه اول به شرح ۱ است:

$$CFO_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 EARN + \beta_2 EARN * SFCF + \beta_{3-7} EARN * CG + \beta_8 EARN * SIZE + \beta_9 EARN * DEBT + \beta_{10} EARN * LOSS + \beta_{11} YR + \varepsilon \quad (1)$$

$CFO_{t+1}$ : جریان‌های نقدی عملیاتی برای شرکت i در سال t+1 تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای دوره که به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته می‌شود.

EARN: سود خالص برای شرکت i در سال t تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای دوره

SFCF: متغیر مجازی با ارزش ۱ اگر جریان‌های نقدی آزاد بالاتر از میانه نمونه (رابطه ۱) و نرخ رشد (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام، MBR) پایین تر از میانه نمونه برای هر سال باشد و در غیر اینصورت عدد صفر.

CG: متغیر نظام راهبری شرکتی که معرف متغیرهای  $BDIND$ ،  $BDSIZE$ ،  $CHIND$ ،  $IOWN$  و  $MOWN$  می‌باشد.

$BDIND$ : نسبت اعضای مستقل هیات مدیره به کل نفرات اعضای هیات مدیره

$BDSIZE$ : تعداد کل اعضای هیات مدیره

$CHIND$ : متغیر مجازی با ارزش ۱ اگر رئیس هیات مدیره، عضو مستقل باشد و در غیر اینصورت عدد صفر.

$IOWN$ : نسبت سهام نگهداری شده توسط پنج سرمایه گذار نهادی اصلی

$MOWN$ : نسبت مالکیت مستقیم سهام هیئت مدیره به تعداد کل سهام منتشر شده

$SIZE$ : لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

$DEBT$ : نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها



LOSS: متغیر مجازی با ارزش ۱ برای شرکت‌های زیان ده و ۰ برای سایر شرکت‌ها  
 YR: متغیر سال که برای کنترل نوسان‌های مالی به الگو اضافه شده است.  
 انتظار می‌رود که ضریب متغیر EARN\*SFCE در این الگو منفی و معنی دار باشد.  
 برای آزمون فرضیه دوم که به بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر رابطه منفی بین SFCE و  
 پیش بینی پذیری سود می‌پردازد، بر اساس پژوهش زماری و اسماعیل (۲۰۱۴) از الگو ۲ استفاده  
 شده است:

$$CFO_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 EARN + \beta_2 EARN * SFCE + \beta_{3-7} EARN * CG + \beta_{8-12} EARN * CG * SFCE + \beta_{14} EARN * SIZE + \beta_{14} EARN * DEBT + \beta_{15} EARN * LOSS + \beta_{16} YR + \varepsilon \quad (2)$$

انتظار می‌رود که ضریب متغیر EARN\*SFCE\*CG در الگو ۲ مثبت و معنی دار باشد.  
 مشکل نمایندگی SFCE با استفاده از تعاریف عملیاتی FCF و انتظار رشد (MBR) یک شرکت  
 اندازه گیری می‌شود. شرکت‌های با FCF بالا اما فرصت‌های رشد پایین بعنوان شرکت‌های با مشکل  
 نمایندگی SFCE معرفی می‌شوند (باکیت و اسکندر، ۲۰۰۹). طبق ادبیات موضوع، FCF برای هر  
 شرکت بصورت رابطه ۳ محاسبه می‌شود:

$$FCF_{it} = \frac{INC_{it} - TAX_{it} - INTEXP_{it} - OSDIV_{it}}{TA_{it-1}} \quad (3)$$

$FCF_{i,t}$ : جریان‌های نقدی آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$

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

$TAX_{i,t}$ : مالیات بر درآمد شرکت  $i$  در سال  $t$

$INTEXP_{i,t}$ : هزینه بهره ناخالص بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت شرکت  $i$  در سال  $t$

$OSDIV_{i,t}$ : کل مبلغ سود سهام عادی شرکت  $i$  در سال  $t$

$TA_{i,t}$ : ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$

انتظارات رشد بصورت MBR نشان داده می‌شود. این نسبت بیانگر تفاوت‌های بین ارزش بازار  
 سهام و ارزش دفتری سهام شرکت است؛ بالاترین اختلاف به منزله بالاترین فرصت‌های رشد برای  
 شرکت می‌باشد (جاگی و گول<sup>۲۸</sup>، ۱۹۹۹). شرکت‌هایی که در پایین میانه SFCE نمونه و بالای  
 میانه MBR نمونه باشد، بیانگر آن شرکت‌هایی است که دارای مشکل نمایندگی SFCE بالقوه  
 هستند.

برای آزمون فرضیه سوم، نمونه آماری به دو دسته مساوی بر اساس اندازه شرکت تقسیم  
 می‌شود، الگو ۲ بر اساس دو گروه اندازه (شرکت‌های بزرگ و کوچک) برآورد می‌شود و بررسی

می‌شود که آیا توانایی نظام راهبری شرکتی در کاهش اثر منفی SFCF بر پیش بینی پذیری سود با اندازه شرکت تغییر می‌کند.

## ۵- یافته‌های پژوهش

### ۵-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شرکت‌های کوچک			شرکت‌های بزرگ			نام متغیر
میانگین	حداقل	حداکثر	میانگین	حداقل	حداکثر	
۰/۰۷	-۰/۳۵	۰/۴۶	۰/۰۶۸	-۰/۴۵	۰/۵۱	CFO <sub>i,t+1</sub>
۰/۰۲۱	-۰/۴۵	۰/۳۶	۰/۰۵۱	-۰/۲۸	۰/۳۳	EARN
۰/۴۵	-۰/۱۵	۰/۷۱	۰/۴۵	-۰/۲۱	۰/۸۱۲	BDIND
۵/۶۵	۵	۷	۶/۲۱	۵	۷	BDSIZE
۰/۳۰	-	-	۰/۳۲	-	-	CHIND
۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۲۸	۰/۰۷	۰/۰۰۰	۰/۶۸	IOWN
۰/۱۴	۰/۰۰۰	۰/۶۹	۰/۰۵	۰/۰۰۰	۰/۷۵	MOWN
۰/۲۲	-	-	۰/۲۴	-	-	SFCF
۰/۱۰	۰/۰۰۰	۰/۵۴	۰/۱۱	۰/۰۰۰	۰/۶۵	DEBT
۰/۳۵	-	-	۰/۱۷	-	-	LOSS

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۵-۲- تعیین نوع داده‌های ترکیبی و بررسی مفروضات رگرسیون خطی

در این پژوهش از داده‌های ترکیبی برای برآورد الگوهای پژوهش استفاده شده است، برای تشخیص بین داده‌های تلفیقی و پانل (اثرات ثابت) از آزمون F لیمر و کای اسکوئر ( $\chi^2$ ) استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد که برای برآورد الگوی ۱ و الگوی ۲ باید از شیوه داده‌های تلفیقی استفاده شود (نتایج جدول ۲).

جدول ۲- نتایج حاصل از تشخیص نوع داده‌های ترکیبی

الگو	تعیین تلفیقی یا پانل (اثرات ثابت) بودن داده‌ها	
	آماره	P-Value
اول	F لیمر	۰/۹۸۵۳
	( $\chi^2$ )	۰/۹۱۹۹
دوم	F لیمر	۰/۹۹۹۸
	( $\chi^2$ )	۰/۹۹۷۶

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتیجه حاصل از بررسی مفروضات رگرسیون خطی کلاسیک (نرمال بودن باقیمانده‌ها با استفاده از آماره جارکبر، عدم وجود همخطی با استفاده از ماتریس همبستگی انفرادی بین متغیرها، عدم خودهمبستگی مرتبه اول با استفاده از آماره دوربین واتسن و همسانی واریانس با استفاده از آماره نسبت راستنمایی (LR)) نیز نشان داد که از میان مفروضات رگرسیون خطی کلاسیک، فرض همسانی واریانس برقرار نبوده و برای رفع این مشکل برای برآورد الگوی ۱ و ۲ (آزمون فرضیه‌های اول تا سوم) از شیوه رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شد. نتایج آزمون‌ها به علت حجم زیاد ارائه نشده است.

### ۵-۳- نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول در جدول ۳ ارائه شده است.

نتایج حاصل از جدول ۳ نشان می‌دهد که ضریب متغیر EARN مثبت و معنی دار می‌باشد که دلالت بر این دارد که سرمایه گذاران و سهامداران از سود جاری برای پیش بینی جریان‌های نقدی آتی استفاده می‌کنند. مطابق انتظار، SFCF بطور منفی و معنی دار با پیش بینی پذیری سود رابطه دارد. همان طور که مشاهده می‌شود ضریب متغیر EARN\*SFCF (-۰/۲۴۵) و ارزش احتمال آن (۰/۰۲) است. این بدین معنی است که برای هر واحد افزایش در SFCF، ارزش پیش بینی سود در حدود ۰/۲۴۵ کاهش می‌یابد. بنابراین، جریان‌های نقدی آزاد مازاد بر پیش بینی پذیری سود تأثیر منفی و معنی دار دارد و فرضیه اول تأیید می‌شود. این نتیجه مطابق با پژوهش‌های باکیت و اسکندر (۲۰۰۹)؛ چونگ و همکاران (۲۰۰۵)؛ رحمان و مود- صالح (۲۰۰۸)؛ زماری و اسماعیل (۲۰۱۴) می‌باشد. از میان متغیرهای نظام راهبری، تنها استقلال رییس هیات مدیره دارای اثر بر

پیش بینی پذیری سود است که بیانگر آن است که شرکت‌های با رییس هیات مدیره مستقل، دارای پیش بینی پذیری سود بیشتری هستند.

همچنین یافته‌ها نشان می‌دهد که سود شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های زیان ده دارای قابلیت پیش بینی پذیری پایین هستند زیرا مدیران این شرکت‌ها تا حدود زیادی برای اجتناب از ابزارهای نظارتی و گزارش سود منفی، سود را دستکاری می‌کنند (واتر و زیمرمن<sup>۲۹</sup>، ۱۹۷۸). نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نیز در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

$CFO_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 EARN + \beta_2 EARN * SFCF + \beta_3 EARN * CG + \beta_4 EARN * SIZE + \beta_5 EARN * DEBT + \beta_6 EARN * LOSS + \beta_7 YR + \varepsilon$			
متغیر	ضریب برآوردی	آماره t	p-value
B <sub>0</sub>	-۰/۱۹۳	-۴/۹۷۳	۰/۰۰۰
EARN	۰/۵۴۸	۸/۴۳۵	۰/۰۰۰
EARN*SFCF	-۰/۲۴۵	-۲/۰۲۴	۰/۰۲
EARN*BDIND	-۰/۰۳۴	-۱/۲۲	۰/۲۵
EARN*BDSIZE	-۰/۰۳۶	-۰/۵۱	۰/۶۱
EARN*CHIND	۰/۱۳۱	۱/۷۳	۰/۰۸۴
EARN*IOWN	۰/۰۵۰	۱/۴۳	۰/۱۵
EARN*MOWN	-۰/۰۰۰۷	-۰/۱۵	۰/۸۸
EARN*SIZE	-۰/۰۷۷	-۱/۷۶۱	۰/۰۸۷
EARN*DEBT	-۰/۰۳۸	-۱/۲۶	۰/۲۰۴
EARN*LOSS	-۰/۲۲۷	-۲/۷۱	۰/۰۰۶۸
YR	۰/۳۰۶	۴/۹۰	۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسن (D-W)		۲/۱۲	
ضریب تعیین (adj R <sup>2</sup> )		(۰/۳۲)۰/۳۳	
آماره F (ارزش احتمال) ۱۸/۸۵ (۰/۰۰۰۰۰)			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان طور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود ضریب متغیر EARN\*SFCF\*CHIND و EARN\*SFCF\*IOWN مثبت و معنی‌دار می‌باشد. این بدین معنا است که EARN\*SFCF\*CHIND و EARN\*SFCF\*IOWN بصورت مثبت و معنی دار با پیش بینی پذیری سود رابطه دارد.

جدول ۴- نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

$CFO_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 EARN + \beta_2 EARN * SFCF + \beta_{3-7} EARN * CG + \beta_{8-12} EARN * CG * SFCF + \beta_{13} EARN * SIZE + \beta_{14} EARN * DEBT + \beta_{15} EARN * LOSS + \beta_{11} YR + \varepsilon$			
متغیر	ضریب برآوردی	آماره t	p-value
B <sub>0</sub>	-۰/۱۹۰	-۳/۷۶۳	۰/۰۰۰
EARN	۰/۵۷۵	۸/۳۸۷	۰/۰۰۰
EARN*SFCF	-۰/۲۳۰	-۱/۹۹۶	۰/۰۲
EARN*SFCF*BDIND	-۰/۰۱۵	-۰/۲۲	۰/۸۲
EARN*SFCF*BDSIZE	۰/۱۷۹	۶/۷۳۲	۰/۰۰۰
EARN*SFCF*CHIND	۰/۴۰۸	۵/۷۵۹	۰/۰۰۰
EARN*SFCF*IOWN	۰/۳۹۲	۲/۴۸	۰/۰۳۱
EARN*SFCF*MOWN	۰/۰۹۹	۱/۴۳	۰/۱۰
EARN*BDIND	-۰/۰۵۵	-۱/۶۴	۰/۰۸۹
EARN*BDSIZE	-۰/۰۴۲	-۱/۲۸	۰/۲۰
EARN*CHIND	۰/۰۸۸	۱/۴۶	۰/۱۴
EARN*IOWN	۰/۰۲۳	۰/۰۶۳	۰/۹۵
EARN*MOWN	-۰/۰۲۹	-۰/۵۴	۰/۵۹
EARN*SIZE	-۰/۰۷۸	-۱/۷۷	۰/۰۷۶
EARN*DEBT	-۰/۰۴۸	-۱/۵۷	۰/۱۲
EARN*LOSS	-۰/۲۱۴	۲/۲۶	۰/۰۲۳۹
YR	۰/۳۰۶	۴/۹۵۲	۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسن (D-W)		۲/۱۴	ضریب تعیین (adj R <sup>2</sup> )
آماره F (ارزش احتمال)		۱۸/۴۶۲	(۰/۰۰۰۰۰)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

این یافته‌ها نشان می‌دهد که اگر رئیس هیات مدیره مستقل و مالکیت نهادی بالا باشد، شرکت‌های با SFCF بالا تا حدود زیادی سود قابل پیش بینی دارند. این نتایج، یافته‌های قبلی را حمایت می‌کند که نشان دادند نقش نظارتی رییس هیات مدیره و سرمایه گذاران نهادی در کاهش هزینه نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد اثربخش است (براش و همکاران، ۲۰۰۰؛ چن و چوانگ، ۲۰۰۹؛ چی و لی، ۲۰۱۰؛ دیتمار و مارت-اسمیت، ۲۰۰۷؛ ریچاردسون، ۲۰۰۶). همچنین همان طور که در الگو مشاهده می‌شود، EARN\*SFCF\*BDSIZE بصورت مثبت و معنادار با پیش بینی پذیری سود ارتباط دارد و رابطه در راستای عکس قضیه می‌باشد. این نتیجه

نشان می‌دهد که شرکت‌های با هیات مدیره کوچک تا حدود کمتری تضاد نمایندگی در خصوص SFCF را کاهش و پیش بینی پذیری سود را افزایش می‌دهند. ضریب EARN\*SF\*BDIND و EARN\*SF\*MO\*WON نیز معنی دار نیست.

با توجه به نتایج فوق می‌توان به طور کلی نتیجه گرفت که مکانیسم‌های نظام راهبری شرکتی مناسب بر رابطه منفی بین SFCF و پیش بینی پذیری سود تأثیر می‌گذارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می‌شود.

جدول ۵- نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

CFO <sub>t+1</sub> = β <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> EARN + β <sub>2</sub> EARN*SF*CF + β <sub>3-7</sub> EARN*CG + β <sub>8</sub> EARN*SIZE + β <sub>9</sub> EARN*DEBT + β <sub>10</sub> EARN*LOSS + β <sub>11</sub> YR + ε						
شرکت‌های کوچک			شرکت‌های بزرگ			متغیر
p-value	آماره t	ضریب برآوردی	p-value	آماره t	ضریب برآوردی	
۰/۰۰۰	-۴/۹۱۲	-۰/۲۸۱	۰/۰۰۰	-۴/۴۸۶	-۰/۱۸۲	B <sub>0</sub>
۰/۰۰۰	۵/۵۶۳	۰/۶۰	۰/۰۰۰	۶/۳۲۳	۰/۶۸۷	EARN
۰/۰۰۰	-۳/۸۸۳	-۰/۴۶۸	۰/۳۱	-۰/۹۸۸	-۰/۱۷۳	EARN*SF*CF
۰/۰۰۰	-۳/۸۱۱	-۰/۲۰	۰/۱۴	۱/۴۶	۰/۳۰۴	EARN*SF*CF*BDIND
۰/۷۷	-۰/۲۹	-۰/۰۳۸	۰/۳۰	۰/۹۸	۰/۱۲۴	EARN*SF*CF*BDSIZE
۰/۵۹	۰/۵۳	۰/۱۵۰	۰/۰۰۰	۳/۲۱۲	۰/۴۵۹	EARN*SF*CF*CHIND
۰/۷۳	-۰/۳۴	-۰/۰۵۶	۰/۰۰۰	۳/۹۴۸	۰/۷۰۷	EARN*SF*CF*IOWN
۰/۳۲	۰/۹۹	۰/۰۸۷	۰/۰۰۰	۳/۰۵۷	۰/۳۳۱	EARN*SF*CF*MO*WON
۰/۶۶	-۰/۴۴	-۰/۰۱۰	۰/۲۱	-۱/۲۶۷	-۰/۰۸۵	EARN*BDIND
۰/۱۹	-۱/۳۰	-۰/۰۵۸	۰/۹۲	۰/۱۰۸	۰/۰۰۲	EARN*BDSIZE
۰/۹۷	۰/۰۳۷	۰/۰۰۴	۰/۴۹	۰/۶۶۱	۰/۰۸۷	EARN*CHIND
۰/۰۳۵	۲/۱	۰/۱۲۵	۰/۰۰۰	-۴/۰۹۶	-۰/۲۱۰	EARN*IOWN
۰/۸۰	-۰/۲۶	-۰/۰۱۷	۰/۱۲	-۱/۵۰۷	-۰/۱۱۷	EARN*MO*WON
۰/۰۲۴	-۲/۲۶	-۰/۰۹۹	۰/۴۲	-۰/۷۲۶	-۰/۰۴۱	EARN*DEBT
۰/۱۲	-۱/۵۷	-۰/۱۵۵	۰/۰۰۰	-۲/۸۸۶	-۰/۴۲۵	EARN*LOSS
۰/۰۰۰	۵/۷۴۹	۰/۴۷۹	۰/۰۰۰	۴/۵۶۲	۰/۲۱۶	YR
۲/۰۸			۲/۱۰			آماره دوربین واتسن (D-W)
(۰/۳۸) ۰/۳۹			(۰/۲۷) ۰/۲۸			ضریب تعیین (adj R <sup>2</sup> )
(۰/۰۰۰) ۱۵/۱۴۲			(۰/۰۰۰) ۹/۲۳۲			آماره F (ارزش احتمال)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان طور که در جدول ۵ مشاهده می‌شود ضریب  $EARN^*SFCF^*BDIND$  در شرکت‌های کوچک منفی و معنادار است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که مدیران مستقل، کمتر مایل به جلوگیری مدیران از اسراف منابع شرکت در سرمایه‌گذاری‌هایی با بازده منفی هستند. اگر چنین حالتی وجود داشته باشد، منجر به کاهش در ارزشگذاری شرکت و سرانجام کیفیت سود می‌شود. این یافته‌ها متناقض با پژوهش‌های قبلی است که یافتند ساختار هیات مدیره نقش اثربخشی در کاهش مشکل نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد و افزایش ارزش شرکت بازی می‌کنند (لاسفر<sup>۳۱</sup>، ۲۰۰۲؛ لی و لی، ۲۰۰۹).

همچنین،  $EARN^*SFCF^*IOWN$  و  $EARN^*SFCF^*MOWN$  و  $EARN^*SFCF^*CHIND$  دارای اثر معنی دار بر پیش بینی سود در شرکت‌های بزرگ هستند. این یافته‌ها نشان می‌دهد که در شرکت‌های بزرگ‌تر، هنگامی که سهامداری نهادی و سهامداری مدیران اجرایی بالاست و رییس هیات مدیره مستقل است، سود برای شرکت‌هایی با  $SFCF$  بالا، قابل پیش بینی تر است. بطور کلی مطابق این نتایج می‌توان نتیجه‌گیری کرد که اثر مثبت مکانیسم‌های نظام راهبری بر رابطه بین  $SFCF$  و پیش بینی پذیری سود در شرکت‌های بزرگ بیشتر است. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود.

#### ۶- بحث و نتیجه‌گیری

در تئوری نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد، به احتمال زیاد "شرکت‌های با جریان‌های نقدی آزاد بالا اما فرصت‌های رشد پایین" کاهشی در ارزششان ایجاد می‌شود همچنین سود شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد بالا، دارای کیفیت پایین است. استفاده از ابزارهای نظام راهبری، تضاد در ارتباط با منابع تحت کنترل مدیران شرکت را کاهش می‌دهد و همزمان با برطرف کردن مشکل تضاد نمایندگی جریان نقد آزاد، پیش بینی پذیری سود شرکت‌های با مشکل نمایندگی جریان نقد را افزایش می‌دهد. در این پژوهش به بررسی اثر نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد مازاد و پیش بینی پذیری سود در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. نتایج حاصل از فرضیه اول نشان داد که جریان‌های نقدی آزاد مازاد بر پیش بینی پذیری سود تأثیر منفی و معنی دار دارد. نتایج بررسی فرضیه دوم و سوم پژوهش بیان می‌دارد که استفاده از ابزارهای نظام راهبری (به خصوص نقش نظارتی رییس هیات مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی)، در کاهش هزینه نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد اثربخش است. در نتیجه شرکت‌های با  $SFCF$  بالا تا حدود زیادی سود قابل پیش بینی دارند. استفاده از ابزارهای نظام راهبری در کاهش مشکلات نمایندگی و بهبود قابلیت پیش بینی سود در شرکت‌های بزرگ

نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است. به طور کلی نتایج پژوهش تا اندازه ای از نظریه نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد حمایت می‌کند که بیان می‌دارد زمانی که وجه نقد در دسترس توسط مدیران کنترل می‌شود، رویه‌های نظام راهبری، نقش حیاتی در کاهش تضاد بین سهامداران و مدیران در خصوص این وجوه بازی می‌کند. این نتایج نیز با یافته‌های زماری و اسماعیل (۲۰۱۴) مطابقت دارد.



## فهرست منابع

- ۱) ایزدی نیا، ناصر و امیر رسائیان، (۱۳۸۹)، "ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی، سطح وجه نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۵۵، صص ۱۴۱-۱۵۴.
- ۲) تقوی، سید روح الله، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و مانده وجه نقد"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.
- ۳) قربانی، سعید و مجتبی عدیلی، (۱۳۹۱)، "نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی"، دانش حسابداری، شماره ۳، صص ۱۳۱-۱۴۹.
- ۴) مهرانی، ساسان و بهروز باقری، (۱۳۸۸)، "بررسی اثر جریان‌های نقدی آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، شماره ۲، صص ۵۱-۶۴.
- ۵) نقی نژاد، بیژن، (۱۳۸۷)، "بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.
- 6) Atwood, T., Drake, M.S. and Myers, L.A, (2010), "Book-Tax Conformity, Earnings Persistence and the Association between Earnings and Future Cash Flows", Journal of Accounting and Economics, Vol. 50, No. 1, PP. 111-125
- 7) Bao, D., Chan, K., Zhang, W, (2012), "Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings", Journal of Corporate Finance, Vol. 18, PP. 690-700.
- 8) Bruch, T.H., Bromiley, P. and Hendrickx, M, (2000), "The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance", Strategic Management Journal, Vol. 21, No. 4, PP. 455-472.
- 9) Bukit, R.B. and Iskandar, T.M, (2009), "Surplus Free Cash Flow, Earnings Management and Audit Committee", International Journal of Economics and Management, Vol. 3, No. 1, PP. 204-223.
- 10) Chen, Y.R. and Chuang, W.T, (2009), "Alignment or Entrenchment? Corporate Governance and Cash Holdings in Growing Firms", Journal of Business Research, Vol. 62, No. 11, PP. 1200-1206.
- 11) Cheng, C.S.A., Johnston, J. and Liu, C.Z, (2013), "The Supplemental Role of Operating Cash Flows in Explaining Share Returns", International Journal of Accounting and Information Management, Vol. 21, No. 1, PP. 53-71.
- 12) Chi, J.D. and Lee, S.D, (2010), "The Conditional Nature of the Value of Corporate Governance", Journal of Banking & Finance, Vol. 34, No. 2, PP. 350-361.
- 13) Chung, R., Firth, M. and Kim, J.B, (2005), "Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring", Journal of Business Research, Vol. 58, No. 6, PP. 766-776.

- 14) Dechow, P., Ge, W. and Schrand, C, (2010), "Understanding Earnings Quality: a Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, No. 2, PP. 344-401.
- 15) Dittmar, A and Duchin, R, (2013), "Looking in the Rear Mirror: The Effect of Managers Professional Experience on Corporate Cash Holding", *Journal of Finance*.
- 16) Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J, (2007), "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, No. 3, PP. 599-634.
- 17) Dhemari, R, A, and Ismail, K, I, K, (2014), "An Investigation into the Effect of Surplus Free Cash Flow, Corporate Governance and Firm Size on Earnings Predictability", *International Journal of Accounting and Information Management*, Vol. 22, No. 2, PP. 118-133
- 18) Engle, E, (2005), "Discussion of Does the Market Value Financial Expertise on Audit Committees of Boards of Directors?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 43, No. 2, PP. 195-204.
- 19) Ferreira, M, A., and A. Vilela, (2004), "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, PP. 295-319.
- 20) Gul, F.A. and Tsui, J.S.L, (2001), "Free Cash Flow, Debt Monitoring, and Audit Pricing: Further Evidence on the Role of Director Equity Ownership", *Auditing*, Vol. 20, No. 2, PP. 71-84.
- 21) Harford, J., Mansi, S.A. and Maxwell, W.F, (2008), "Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US", *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 3, PP. 535-555.
- 22) Hussainey, K, (2009), "The Impact of Audit Quality on Earnings Predictability", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24, No. 4, PP. 340-351.
- 23) Jaggi, B. and Gul, F.A, (1999), "An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free Cash Flows and Size on Corporate Debt Policy", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 12, No. 4, PP. 371-381.
- 24) Jensen, M.C, (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, PP. 323-329.
- 25) Lasfer, M.A, (2002), "Board Structure and Agency Costs", Working Paper No. 30/2002, available at: <http://ssrn.com/abstract/4314619> (accessed February 10, 2013).
- 26) Lee, K.W. and Lee, C.F, (2009), "Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 12, No. 3, PP. 475-508.
- 27) Officer, M.S, (2011), "Overinvestment, Corporate Governance, and Dividend Initiations", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, No. 3, PP. 710-724.
- 28) Rahman, A.F. and Mohd-Saleh, N, (2008), "The Effect of Free Cash Flow Agency Problem on the Value Relevance of Earnings and Book Value", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. 6, No. 1, PP. 75-90.
- 29) Richardson, S, (2006), "Over-investment of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies*, Vol. 11, No. 2, PP. 159-189.
- 30) Rina, b., Takhiah, m, (2009), "Surplus Free Cash Flow, Earning Management and Audit Committee", *Journal of Economics and Management* 3(1), PP. 204-223.

- 31) Thanatawee, Y, (2011), "Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand", International Journal of Financial Research.2(2). [www.sciedu.ca/ijfr](http://www.sciedu.ca/ijfr)
- 32) Velury, U. and Jenkins, D.S, (2006), "Institutional Ownership and the Quality of Earnings", Journal of Business Research, Vol. 59, No. 9, PP. 1043-1051.
- 33) Watts, R.L. and Zimmerman, J.L, (1978), "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards", Accounting Review, Vol. 53, No. 1, PP. 112-134.
- 34) Wu, L, (2004), "The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms with the Agency Cost of Free Cash Flow", EFAMA 2004 Basel Meetings Paper, available at: <http://ssrn.com/abstract/4488042> (accessed March 3, 2013).
- 35) Ye, K., Zhang, R. and Rezaee, Z, (2010), "Does Top Executive Gender Diversity Affect Earnings Quality? A Large Sample Analysis of Chinese Listed Firms", Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting, Vol. 26, No. 1, PP. 47-54.

#### یادداشت‌ها

1. Hussainey
2. Cheng and et al
3. Jensen
4. Ferreira and Vilela
5. Bukit and Iskandar
6. Chung and et al
7. Rahman and Mohd-Saleh
8. Richardson
9. Wu
10. Chen and Chuang
11. Officer
12. Surplus Free Cash Flow
13. Value-destroying investments
14. Fake positive perceptions
15. Bruch et al
16. Gul and Tsui
17. Lee and Lee
18. Entrenched Managers
19. Dittmar and Mahrt-Smith
20. Public Pension Funds
21. Dittmar and Duchin
22. Bao and et al
23. Thanatawee
24. Rina and Takiah
25. Velury and Jenksins
26. Atwood and et al
27. Ye and et al
28. Jaggi and Gul
29. Watts and Zimmerman
30. Chi and Lee
31. Lasfer