

## بررسی روابط تعاملی بین ریسک جریان‌های نقدی آزاد، ساختار حاکمیت شرکتی و سیاست بدهی شرکت‌ها\*

فرزین رضایی

هیئت علمی دانشکده‌ی مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین

محمد تیموری

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین

### چکیده

یکی از مشکلات نمایندگی، سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی آزاد در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی است که منتهی به زیان برای سرمایه‌گذاران می‌شود. اعتباردهندگان نیز از جهت تأمین اعتبار آن پروژه‌ها، به دلیل وجود نبود تقارن اطلاعاتی و سوء استفاده احتمالی مدیران از آن اطلاعات محرمانه، از سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی آزاد در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی نگرانی دارند. حال آنکه جریان‌های نقدی آزاد می‌تواند به عنوان معیاری برای ارزیابی توان بازپرداخت بدهی‌ها باشد. هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه بین ریسک جریان‌های نقدی آزاد با متغیرهای حاکمیت شرکتی و میزان بدهی است. لذا نمونه‌ای متشکل از ۱۲۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۱ لغایت ۱۳۸۹ با استفاده از روش غربالگری، انتخاب و برای آزمون فرضیات و تحلیل نتایج از روش حداقل مربعات سه مرحله‌ای استفاده شد. نتایج حاکی است که بین متغیرهای حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی) با ریسک جریان نقدی آزاد رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین بین اهرم مالی با دارایی‌های ثابت مشهود، اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، رابطه مثبت و معنادار و بین اهرم و مالیات بر درآمد رابطه منفی و معناداری و بین استقلال اعضای هیئت‌مدیره و بدهی با ریسک جریان نقدی آزاد رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

### واژگان کلیدی

ریسک جریان نقدی آزاد، سیاست بدهی، حاکمیت شرکتی، مسئله نمایندگی

\* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۷/۱۰ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۱/۰۹/۱۵

نشانی پست الکترونیکی نویسنده مسئول (فرزین رضایی): farzin.rezaei@qiau.ac.ir

## ۱- مقدمه

پژوهش‌های مرتبط با رفتار ساختارهای مالکیت، محدود می‌باشد. از نقطه نظر شرکت، سودآوری که توسط مدیران کسب شده، تحت تأثیر ساختار مالکیت شرکت قرار دارد. به ویژه ساختار مالکیت، وسیله انگیزشی برای کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌باشد که با تفکیک مالکیت و مدیریت ایجاد شده است (باربوسا<sup>۱</sup> و لوری<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲: ۴۹۷). اگر قراردادها به صورت کامل نوشته و اجرا شوند، ساختار مالکیت نمی‌بایست موضوع مهمی به نظر برسد (کوآسه<sup>۳</sup>، ۱۹۶۰: ۲۰ و هارت<sup>۴</sup>، ۱۹۸۳: ۳۷۰). در حالی که شرکت‌های دولتی، به دلیل انگیزه‌های مدیریتی ضعیف و هم‌سویی علایق، نسبت به شرکت‌های خصوصی از کارایی کمتری برخوردار هستند. دلایل سیاسی نیز می‌توانند مؤثر باشند، چرا که دولت‌ها اهداف متعددی را اتخاذ می‌کنند که برخی از آنها برخلاف حداکثرسازی سود هستند. الگوی سرمایه‌گذاری در چنین مواردی می‌تواند در عملکرد شرکت تفاوت ایجاد کند (کومار<sup>۵</sup>، ۲۰۰۴: ۵).

اساسی‌ترین رکن بحث ساختار حاکمیت شرکتی اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت است. با وجود این، وجود حالاتی خاص سبب می‌گردد که اعمال این حاکمیت مخصوصاً برای سهامداران خرد با موانعی روبرو شود. از این رو یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت و درجه‌بندی آن در مقیاس‌های استاندارد می‌باشد تا با استفاده از آن بتوان استراتژی‌های لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود (استامی<sup>۶</sup>، ۲۰۰۶، سغیر<sup>۷</sup>، ۱۹۹۳: ۱۲).

سرمایه‌گذاران نهادی بازیگران اصلی در بازارهای مالی هستند و تأثیر آنها در ساختار حاکمیت شرکتی در نتیجه سیاست خصوصی سازی در کشور ما در حال افزایش است. سرمایه‌گذاران نهادی در کنترل شرکت‌های سهامی نقش کلیدی ایفا می‌کنند. با توجه به اهمیت ساز و کارهای حاکمیت شرکتی در هم راستا سازی تصمیمات مدیران با منافع سهامداران و نیز تأثیر این ساز و کارها بر استفاده از جریان نقدی آزاد توسط مدیران در جهت منافع سهامداران و عدم سرمایه‌گذاری آن در طرح‌های با خالص ارزش فعلی منفی و نحوه تأمین مالی شرکت که در قالب سیاست بدهی مدنظر قرار می‌گیرد در این تحقیق رابطه تعاملی این سه موضوع در ایران مورد بررسی قرار گرفته است. در این تحقیق به بررسی تعاملی بین جریان‌های نقدی آزاد، سیاست بدهی و ساختار حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

فرصت‌های سرمایه‌گذاری بخش مهمی از ارزش شرکت را شکل می‌دهند (میلر و مودیلیانی، ۱۹۶۱؛ دیکسیت و پیندایک، ۱۹۹۴). وقتی سرمایه‌گذاران ارزش شرکت را بر مبنای داده‌های گزارش شده حسابداری تعیین می‌کنند، ضروری است این موضوع را مدنظر قرار دهند که چقدر انتظار می‌رود شرکت رشد داشته باشد. بر مبنای مبانی نظری مالی، ارزش تعادلی یک شرکت و تخصیص منابع بازار سرمایه به اطلاعات موجود درباره تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری شرکت بستگی دارد. بازار فرصت‌های سرمایه‌گذاری را به معنای داشتن فرصت‌های مطلوب پیش‌روی شرکت دانسته و تا حدودی آن را در ارزشیابی‌های خود انعکاس می‌دهند. اما همانگونه که هولنازن و واتس (۲۰۰۱) مشاهده کردند، تحقیقات تجربی مبتنی بر ارزشیابی ارقام حسابداری تا اندازه زیادی نقش عامل رشد را فراموش کرده‌است.

تحقیقات قبلی، نظارت و ایجاد انگیزه را به عنوان مهمترین کنترل‌های حاکمیتی سهامداران قلمداد کردند (بریکلی<sup>۷</sup> و دیگران، ۱۹۹۷؛ کونیون و پک<sup>۸</sup>، ۱۹۹۸؛ جنسن و مک‌کلینگ<sup>۹</sup>، ۱۹۷۶ و سینگ و هاریانتو<sup>۱۰</sup>، ۱۹۸۹). در تحقیقات قبلی رابطه بین کنترل‌های حاکمیتی و عملکرد شرکت را بررسی و به رابطه توأم و اغلب ضعیف بین آنها دست یافتند (اگروال و کنوبر<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۶؛ بالیجا<sup>۱۲</sup> و دیگران، ۱۹۹۶؛ بلوم و میلکوویچ<sup>۱۳</sup>، ۱۹۹۸؛ کور<sup>۱۴</sup> و دیگران، ۱۹۹۹؛ دالتون<sup>۱۵</sup> و دیگران، ۱۹۹۸؛ بیل، ۲۰۰۹؛ ایوانز و ویر<sup>۱۶</sup>، ۱۹۹۵؛ هرمالین و وسباچ<sup>۱۷</sup>، ۱۹۹۱؛ جنسن و مورفی<sup>۱۸</sup>، ۱۹۹۰؛ کرن و کر<sup>۱۹</sup>، ۱۹۹۷ و کوسنیک و بتنهاسن<sup>۲۰</sup>، ۱۹۹۲، کومار<sup>۲۱</sup>، ۲۰۰۸). یک توضیح برای این تضاد و یا نتایج ضعیف می‌تواند این باشد که رابطه بین کنترل‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ممکن است به محیط سازمانی شرکت وابسته باشد. این بدین معنی است که کنترل‌های حاکمیتی ممکن است برای همه شرکتها اثربخش نباشد و محیطی که شرکت در آن فعالیت می‌کند به اثربخشی کنترل‌های حاکمیتی وابسته است. در این تحقیق بر فرصت‌های رشد به عنوان یک عامل محیط سازمانی تمرکز شده و تاثیر متغیرهای حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت و درصد سهامداران نهادی) بر رابطه قابل پیش‌بینی بین فرصت‌های رشد و عملکرد شرکت مورد بررسی قرار گرفت.

تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی سه مکانیزم اصلی حاکمیت شرکتی بیرونی را تشکیل می‌دهند. با توجه به اینکه سازمانها به منظور کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت بر تفکیک مالکیت از مدیریت تاکید می‌ورزند، لذا با افزایش تعداد سهامداران بالاخص سهامداران عمده، تضاد منافع در بین سهامداران و مدیران و نیز میان

سهامداران افزایش می‌یابد تا جایی که ممکن است بر امر نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت خدشه وارد کند. در ترکیب مالکیت اغلب شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سهامداران عمده‌ای وجود دارند که از نظر تئوری حاکمیت شرکتی دارای توانایی اعمال نظارت بیشتری در مقایسه با سهامداران جزء هستند.

غالباً تأمین مالی از طریق بدهی به دلیل صرفه‌جویی مالیاتی و نرخ پایین‌تر آن در مقایسه با نرخ بازده مورد انتظار سهامداران، برای مدیران از ارجحیت خاصی برخوردار است. تأمین مالی مدیران از دو جهت بر مساله نمایندگی تأثیر می‌گذارد. اول آنکه بدهی ممکن است مشکلات نمایندگی ناشی از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را کاهش دهد. بدین صورت که در صورت ایجاد بدهی، مدیر موظف است حواله پرداخت اقساط را تقبل کند، که در نهایت موجب محدود شدن رفتار مدیر روی جریان نقدی آزاد می‌شود. دوم آنکه بدهی‌ها به خاطر مخاطره شرکت در ناتوانی پرداخت اقساط، مشکلات نمایندگی سهامداران را تشدید می‌کند. مدیران ممکن است وجوه ناشی از جریان‌های نقدی آزاد را در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که بازده آنها کمتر از هزینه سرمایه است، که این خود در نهایت منجر به هدر رفتن وجوه نقد شرکت منجر می‌شود. (فاتما<sup>۲۲</sup> و همکاران ۲۰۱۱)

## ۲-۱- پیشینه تحقیق

هاتچینسون و گیول<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۴) و بیل (۲۰۰۷) به یک رابطه منفی بین رشد و عملکرد شرکت دست یافتند و نتیجه‌گیری کردند که نقش متغیرهای حاکمیت شرکتی در عملکرد شرکت باید با توجه به محیط بیرونی شرکت (فرصتهای رشد) مورد ارزیابی قرار گیرد. فاتما و همکاران (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیدند که بر اساس تئوری جریان نقدی آزاد جنسن (۱۹۸۶)، سیاست بدهی به عنوان مکانیزم حاکمیتی اصلی می‌تواند خطر جریان نقدی را محدود می‌کند. همچنین نتایج نشان داد که مالکیت مدیریتی، سطح هزینه‌های نمایندگی جریان نقدی آزاد را کاهش می‌دهد. همچنین تمرکز مالکیت، خطر جریان نقدی آزاد را افزایش می‌دهد. هاتچینسون و گیول (۲۰۰۴) به یک رابطه منفی بین رشد و عملکرد شرکت دست یافتند و نتیجه‌گیری کردند که نقش متغیرهای حاکمیت شرکتی در عملکرد شرکت باید با توجه به محیط بیرونی شرکت (فرصتهای رشد) مورد ارزیابی قرار گیرد.

دارن<sup>۲۴</sup> (۲۰۱۰) نشان داد که مالکیت نهادی اثر منفی بر روی هزینه‌های نمایندگی دارد و نیز رابطه غیرخطی بین مالکیت مدیریتی و مالکیت خارجی و میزان هزینه‌های نمایندگی شرکت وجود دارد. وی به این نتیجه رسید که مدارک کمی مبنی بر اثر ساختار سرمایه بر روی هزینه‌های نمایندگی وجود دارد. نهایتاً نتایج وی نشان داد که حاکمیت داخلی و سهامداران خارجی، مکانیزم جایگزین در کاهش هزینه‌های نمایندگی هستند.

نخیلی و چپی<sup>۲۵</sup> (۲۰۰۹) نشان داد که توزیع سود سهام به جای میزان بدهی، منجر به کاهش مخاطره (ریسک) جریان نقدی آزاد می‌شود. آگوستینلو و پرودنسیو<sup>۲۶</sup> (۲۰۱۰) نشان داد که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، رفتار خودسرانه مدیریت را محدود می‌کند. همچنین، نتایج به نقش اهرم در کاهش هزینه نمایندگی جریان نقدی آزاد تأکید داشت.

کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۹) نشان دادند که شرکت‌هایی با ساختار هیئت‌مدیره مستقل‌تر و رویکرد هیئت‌مدیره اثربخش‌تر دارای نقدشوندگی بازار بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها هستند. در واقع، شرکت‌هایی که امتیاز بیشتری از لحاظ کیفیت راهبری شرکتی داشته‌اند، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر و اختلاف سهام مورد عرضه و تقاضای بیشتری را دارا بوده‌اند.

ستایش و ابراهیمی (۱۳۹۱) تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر محتوای اطلاعاتی سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. آنها تأثیر متغیرهای تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، ترکیب هیئت‌مدیره و اندازه هیئت‌مدیره بر ضریب واکنش سود را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان داد که محتوای اطلاعاتی سود با تمرکز مالکیت نهادی رابطه مثبت و معنادار دارد. آنها شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین متغیرهای مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، ترکیب هیئت‌مدیره و اندازه هیئت‌مدیره با محتوای اطلاعاتی سود پیدا نکردند.

حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۸۸) رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان داد که هیچگونه رابطه معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد.

تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) به بررسی برخی از جنبه‌های فرضیه بیش و کم سرمایه‌گذاری پرداختند. بر اساس فرضیه بیش و کم سرمایه‌گذاری، وجود جریان‌های نقدی آزاد به سبب نبود تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، منجر به بیش سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین بر مبنای این فرضیه، وجود محدودیت در تأمین مالی، منتهی به کم سرمایه‌گذاری می‌گردد. آنها با استفاده از اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵، نتایج آنها نشان داد که رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و بیش سرمایه‌گذاری مثبت و به لحاظ آماری معنادار می‌باشد.

به دلیل مشکلات نمایندگی ممکن است مدیران شرکتها از منابع شرکت در جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند و در راستای پیشبرد اهداف و منافع شخصی خود این

منابع را به کار گیرند. برای این منظور ابزارها و سازوکارهای مختلفی مورد توجه قرار گرفته است که هیچ کدام به صورت عامل بازدارنده‌ی این مشکل نبوده است. یکی از راه‌حل‌های رفع این مشکل، حاکمیت شرکتی است که می‌تواند از سوءاستفاده مدیران در جهت منافع شخصی خود جلوگیری کرده و موجب بهبود عملکرد شرکتها شود. حاکمیت شرکتی چارچوبی را برای هدایت مؤثر و کارآمد بنگاه‌های اقتصادی در جهت حداکثرسازی ثروت سهامداران ایجاد می‌کند.

جریان‌های نقدی آزاد، جریان نقدی مازاد وجوه مورد نیاز برای پروژه‌هایی که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، می‌باشد. مدیران، جریان نقدی آزاد را به جای بازگشت این وجوه به سهامداران (به عنوان مثال سود سهام) ممکن است آنها را در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کنند. این مشکل، مخصوصاً برای شرکت‌های تازه تأسیس و با فرصت رشد پایین، مانند شرکت‌هایی که دارای سرمایه‌گذاری‌های زیان‌آور هستند، بسیار نگران‌کننده است.

در یک بازار کارا، میزان و نوع استقراض از اعتباردهندگان واحدهای تجاری، مستقل از ساختار مالی و میزان نقدینگی آنها است. بازار کارا با تأمین مالی به‌موقع و کافی پروژه‌های دارای چشم‌انداز مثبت باعث می‌شود که مدیران شرکت‌ها تا هنگامی که نرخ بازده نهایی سرمایه‌گذاری صفر شود، به انجام سرمایه‌گذاری مبادرت ورزند. در اینجا این مسئله بوجود می‌آید که اگر مدیران بتوانند از اطلاعات محرمانه سوءاستفاده نمایند، اعتباردهندگان از اعطای اعتبار خودداری می‌کنند که این امر بخاطر حساسیت آنها نسبت به جریان‌های نقدی آزاد می‌باشد و در نهایت تأمین مالی را برای پروژه‌های دارای چشم‌انداز روشن با مشکل مواجه می‌کند. بنابراین رابطه‌ی منفی بین ریسک جریان‌های نقد آزاد و بدهی وجود دارد بدین صورت که هر چه خطر مربوط به جریان‌های نقد آزاد بیشتر باشند اعتباردهندگان نسبت به اعطای اعتبار به شرکت مبادرت نمی‌ورزند. از سوی دیگر اعتباردهندگان به منظور اعطای اعتبار با قراردادن محدودیتهایی در قرارداد بدهی از رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت جلوگیری می‌کنند مثل محدودیت در توزیع سود سهام و وثیقه‌گذاری در قبال اعطای اعتبار. بنابراین هر چقدر میزان بدهی‌ها افزایش یابد به احتمال زیاد اعتباردهندگان با اعمال محدودیت‌هایی مانعی را در برابر سوءاستفاده مدیران از جریان‌های نقد آزاد ایجاد می‌کنند، در نتیجه یک رابطه‌ی تعاملی بین میزان بدهی‌ها و ریسک جریان‌های نقد آزاد وجود دارد.

یکی از موضوعات مهم و اساسی، تأثیر اهرم مالی بر سیاست سرمایه‌گذاری می‌باشد. هرچه بدهی بیشتر شود، انگیزه‌های مدیر در کنترل جریان‌های نقدی آزاد، برای

سرمایه‌گذاری در فرصت‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت، کاهش می‌یابد، زیرا که مزایای چنین سرمایه‌گذاری‌هایی (حداقل تا حدی) به جای سهامداران به اعتباردهندگان منتقل می‌شود. در نتیجه، شرکت‌هایی که اهرم بالایی دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که اهرم پایین‌تری دارند، فرصت‌های رشد کمتری خواهند داشت.

مدیران تمایل دارند اندازه شرکت را بزرگ جلوه دهند اگرچه مجبور باشند پروژه‌های ضعیف را پذیرفته و ثروت سهامداران را کاهش دهند. اگر جریان‌های نقدی آزاد در دست نباشد، توانایی مدیران در رسیدن به این هدف محدود شده، ولی این محدودیت می‌تواند با تأمین مالی از طریق بدهی برطرف شود. متعاقب آن، مدیر باید اصل و بهره این بدهی‌ها را با وجه نقدی پرداخت کند که قرار بود در پروژه‌های ضعیف به کار گرفته شوند. از این رو، اهرم مکانیزمی برای غلبه بر مسأله سرمایه‌گذاری بیش از اندازه به شمار می‌رود. مدیران شرکت‌های با فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری زیاد نباید سیاست استقراض زیاد را انتخاب کنند، چون بدهی‌ها، توانایی شرکت در مشارکت طرح‌های سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد، در حالیکه این قضیه برای شرکت‌های با فرصت رشد پایین، عکس می‌باشد.

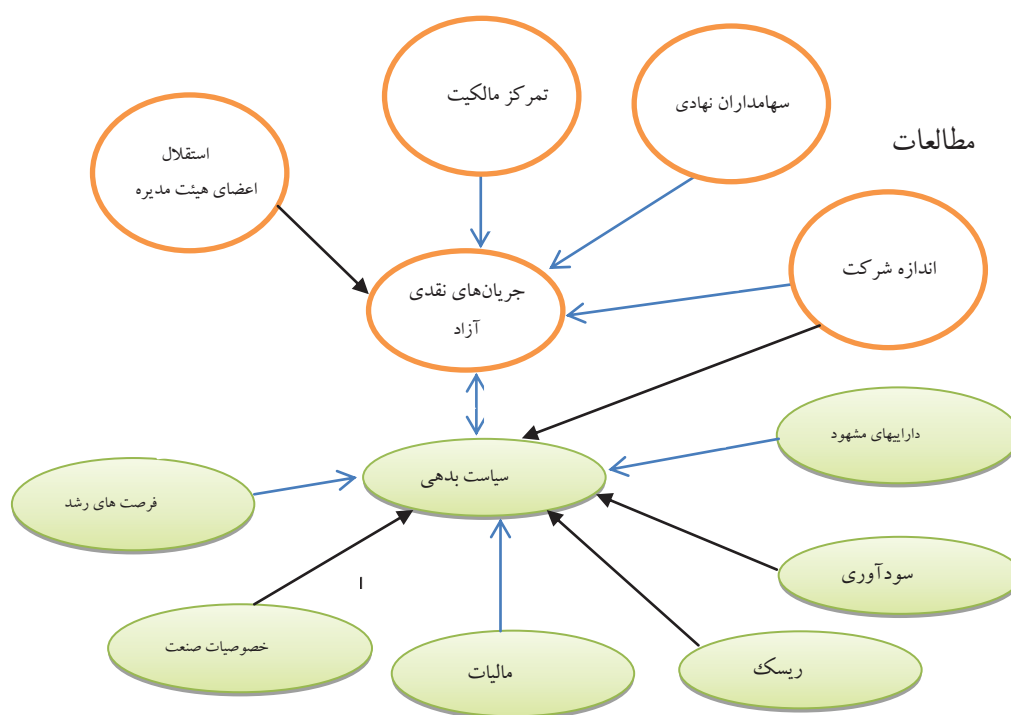
در اکثر مواقع بهره‌ای که شرکت‌ها بابت استفاده از سرمایه‌ی وام‌دهندگان می‌پردازند هزینه قابل قبول مالیاتی تلقی می‌شود ولی سودی که شرکت‌ها بابت استفاده از سرمایه به سهامداران می‌پردازند هزینه‌ی قابل قبول مالیاتی به شمار نمی‌آید. لذا می‌توان با گزینشی معقول از انواع خاصی از اوراق بهادار، هزینه‌ی تأمین مالی پس از کسر مالیات را کاهش داد. انتشار گسترده اوراق قرضه یا استفاده‌ی بیش از حد شرکت‌ها از وام سبب می‌شود نرخ بهره آنها در بازار افزایش یابد تا سرمایه‌گذارانی که در طبقه مالیاتی بالاتری هستند جذب شوند. در نتیجه رابطه منفی بین بدهی‌ها و مالیات پرداختی وجود دارد بدین صورت که شرکت‌ها بوسیله سیاست‌های استقراض که افزایش هزینه بهره را در پی دارد در جهت کاهش مالیات پرداختی حرکت می‌کنند.

هرچه دارایی مشهود شرکت بیشتر باشد توانایی شرکت در انتشار بدهی تضمین شده، افزایش می‌یابد. در نتیجه یک رابطه مثبت بین دارایی‌های مشهود و استقراض وجود دارد، چرا که دارایی‌های مشهود می‌توانند به عنوان وثیقه‌ی تأمین مالی از طریق بدهی مورد استفاده قرار گیرند.

تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی سه مکانیزم اصلی حاکمیت شرکتی را تشکیل می‌دهند. در شرکتی که بخشی از مالکیت شرکت در اختیار سهامداران جز است، سهامداران اقلیت، بودجه لازم را برای اعمال کنترل بر روی مدیران ندارند، در حالی که مالکان نهادی که بخش اعظم سرمایه شرکت را در اختیار دارند، علاقه بیشتری به اعمال

کنترل بر عملکرد مدیریت دارند، که این امر می‌تواند از طریق حق رأی سهامدار اکثریت و منابعی که او می‌تواند برای این منظور بکار گیرد محقق می‌گردد تا بر عملکرد مدیریت نظارت کند. بنابراین رابطه‌ی معکوس بین ریسک جریان‌های نقدی آزاد و مالکیت نهادی وجود دارد.

در هیئت‌مدیره‌هایی که نسبت قابل ملاحظه‌ای از آنها را اعضای غیرموظف تشکیل می‌دهند، نظارت مؤثرتری بر مدیریت شرکت اعمال نموده و بنابراین، می‌توانند اختیارات مدیریت را محدود نمایند. زمانی که کنترل کمتری از بیرون (از جمله بازارهای مالی) بر شرکت اعمال می‌شود در این صورت کنترل‌های داخلی به شکل وجود اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره می‌تواند یک مکانیسم نظارتی اثربخش باشد. بنابراین رابطه منفی بین استقلال اعضای هیئت‌مدیره و ریسک جریان‌های نقدی آزاد وجود دارد. با توجه به مطالب ذکر شده مدل مفهومی مطابق شکل ۱ برای این تحقیق طراحی شد.



شکل ۱، مدل مفهومی تحقیق با توجه به مبانی نظری ذکر شده و انجام شده، برای پاسخ به سؤال‌های ارائه شده فرضیه‌های زیر مطرح شده است:  
فرضیه ۱) بین ریسک جریان نقدی آزاد و میزان بدهی رابطه منفی و معنادار وجود دارد.



- فرضیه ۲) بین ریسک جریان نقدی آزاد و سطح تمرکز مالکیت رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد.
- فرضیه ۳) بین ریسک جریان نقدی آزاد و استقلال اعضای هیئت‌مدیره رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد.
- فرضیه ۴) بین ریسک جریان نقدی آزاد و مالکیت نهادی رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد.
- فرضیه ۵) بین اهرم و اندازه شرکت رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد.
- فرضیه ۶) بین اهرم و دارایی‌های ثابت مشهود رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد.
- فرضیه ۷) بین اهرم و مالیات بر درآمد رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد.
- فرضیه ۸) بین اهرم و فرصت رشد رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد.
- فرضیه ۹) بین اهرم و سودآوری رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد.
- فرضیه ۱۰) بین اهرم و ریسک شرکت رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد.
- فرضیه ۱۱) بین اندازه شرکت و ریسک جریان‌های نقدی آزاد رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد.
- فرضیه ۱۲) بین اهرم و خصوصیات صنعت رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد.

### ۳- روش‌شناسی تحقیق

داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های نمونه با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام شد سپس تجزیه تحلیل نهایی با استفاده از مدل رگرسیون حداقل مربعات سه مرحله‌ای (3SLS) و با استفاده از نرم افزار آماری Eviews انجام شد. جامعه آماری این پژوهش از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۹ (دوره ۹ ساله) تشکیل می‌شود.

در این پژوهش روش نمونه‌گیری غربالگری استفاده شده است. در این طرح نمونه‌گیری، اعضای از جامعه آماری انتخاب می‌شوند که با معیار یا معیارهای خاصی که پژوهشگر در نظر دارد وفق داشته باشد. در این تحقیق، نمونه با کل جامعه آماری شروع و پس از در نظر گرفتن شرایط زیر نمونه انتخاب شد:

- ۱) شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ۲) سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و در طی دوره‌ی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

۳) شرکت‌هایی که جزء موسسات مالی، سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بیمه و بانک‌ها نباشند.

۴) تا پایان دوره پژوهش از تابلوهای بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشند.

۵) اطلاعات مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی پژوهش به طور کامل ارائه کرده باشند.

در نهایت پس از رعایت شروط فوق و اعمال نمونه‌گیری از حدود ۴۰۰ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار تا پایان سال ۱۳۸۹ تعداد ۱۲۰ شرکت انتخاب گردید. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از دو مدل زیر استفاده شده است.

مدل (۱)

$$FCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 conc_{i,t} + \beta_3 DEPENDING_{i,t} + \beta_4 INIST_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$LEV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FCF_{i,t} + \alpha_2 TANGI_{i,t} + \alpha_3 TAX_{i,t} + \alpha_4 GROWTH_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 PROFIT_{i,t} + \alpha_7 RISK_{i,t} + \alpha_8 Indi_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲)

متغیرهای تحقیق و شیوه محاسبه آنها به شرح زیر است.

جدول ۱: متغیرهای تحقیق

LEV	بدهی	ارزش دفتری بدهی بلند مدت ÷ ارزش دفتری جمع دارایی‌ها
Q-tobins	توبین Q	ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام ÷ ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
CFO	جریان های نقد آزاد	( سود عملیاتی - مالیات + هزینه استهلاک - خالص سرمایه گذاری - تغییرات در سرمایه در گردش) / جمع داراییها
FCF	جریان‌های نقدی آزاد	جریانهای نقدی آزاد / Tobinsq
SIZE	اندازه	لگاریتم (مجموع دارایی‌ها)
TANG	دارایی‌های ثابت مشهود	(مجموع دارایی‌های ثابت) / مجموع دارایی‌ها
PROFIT	سودآوری	سود قبل از بهره و مالیات / مجموع دارایی‌ها
TAX	مالیات	مالیات بر درآمد / سود قبل از بهره و مالیات
RISK	ریسک	(سود عملیاتی - مالیات بر درآمد) / (دارایی‌های ثابت + سرمایه در گردش)
GROWTH	فرصت‌های رشد	(مجموع دارایی‌های سال جاری - مجموع دارایی‌های سال قبل) / مجموع دارایی‌های سال قبل
INIST	سهامداران نهادی	درصد مالکیت سهامداران حقوقی + حقیقی بیشتر از ۵ درصد
DEPENDING	استقلال اعضای هیئت‌مدیره	تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره / تعداد کل اعضای هیئت مدیره
CONC	تمرکز مالکیت	سهامداران نهادی به توان ۲

#### ۴- یافته‌ها

#### ۴-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲: آمار توصیفی

متغیر	نماد	کمترین	بیشترین	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ریسک جریان نقدی آزاد	FCFR	-۵/۳۱	۲۷۶/۲۲	۰/۷۹۰۷	۹/۲۸۵۵۲	۲۶/۵۰۹	۷۶۵/۵۸۹
سیاست بدهی	LEV	۰/۰۰	۰/۶۱	۰/۰۹۴۰	۰/۰۹۱۷۸	۲/۱۶۷	۵/۹۶۷
تمرکز مالکیت نهادی	CONC	-۰/۱۲	۰/۹۰	-۰/۴۳۵۳	-۰/۲۱۹۵۷	-۰/۶۶۱	-۰/۶۳۵
استقلال اعضای هیئت مدیره	INDEP	۰/۳۰	۰/۸۰	۰/۴۵۹۳	-۰/۱۳۳۰۴	۰/۳۴۴	-۰/۸۷۳
سهامداران نهادی	INIST	۰/۳۵	۰/۹۵	۰/۶۳۹۰	۰/۱۶۴۱۲	۰/۳۰۳	-۰/۹۲۱
اندازه	Size	۲۱/۵۷	۳۳/۴۲	۲۶/۶۰۹۸	۱/۵۶۵۸۱	۰/۱۴۴	۱/۶۱۰
دارایی‌های ثابت مشهود	TANGI	-۰/۰۴	۰/۸۷	۰/۲۹۷۲	-۰/۱۵۸۴۴	۰/۸۷۶	۰/۴۲۲
مالیات	Tax	-۷/۹۴	۹/۸۵	۰/۲۴۷۵	-۰/۹۲۴۸۴	۱/۰۳۷	۳۵/۵۹۸
فرصتهای رشد	GROWTH	-۱/۰۰	۵/۵۶	۰/۲۱۱۴	-۰/۶۴۹۰۵	۲/۶۴۴	۱۵/۳۱۹
سودآوری	PR	-۱/۰۶	۱/۵۶	۰/۱۸۳۳	-۰/۲۰۴۷۴	۰/۹۰۴	۸/۳۶۵
ریسک عملیاتی	RISK	-۷/۷۱	۷/۶۹	۰/۳۶۱۴	۱/۱۹۵۵۷	۰/۳۵۷	۱۱/۹۱۲

همانطور که در جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود، میانگین و انحراف معیار ریسک جریان نقدی آزاد به ترتیب برابر ۰/۷۹ و ۹/۲۸ است. میانگین و انحراف معیار بدهی به ترتیب برابر ۰/۰۹۴ و ۰/۰۹۲ است. در بین متغیرهای مورد بررسی، ریسک جریان نقد آزاد دارای بیشترین انحراف معیار (۹/۲۸) و بدهی دارای کمترین انحراف معیار (۰/۰۹) است.

#### ۴-۲ نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج حاصل از برآورد حداقل مربعات سه مرحله‌ای (3SLS) همزمان برای مدل‌های اول و دوم در جدول شماره ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳. نتایج برآورد حداقل مربعات سه مرحله‌ای همزمان برای مدل‌های اول و دوم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری
$\beta_0$	-۶۲۶/۶	۱۰۵۵/۹۴	-۰/۵۹	۰/۵۵۳۰
$\beta_1$	-۱۱۹/۷۵	۲۳۲/۸۳	-۰/۵۱	۰/۴۴۷۱
$\beta_2$	-۲۱۰۲/۲۲۹	۲۳۵۷/۲۰۳	-۰/۸۹۱	۰/۳۷۲۶
$\beta_3$	-۵۸۸/۵	۳۰۸/۴۴	-۱/۹۰	۰/۰۴۶۶
$\beta_4$	۲۶۱۰/۹۶۵	۳۳۷۰/۲۲۰	۰/۷۷۴	۰/۴۳۸۶
$\beta_5$	۵/۶۱	۴/۶۵	۱/۲۰۶	۰/۲۲۷۷
$\alpha_0$	-۰/۰۹۵	۰/۰۵۶	-۱/۶۸	۰/۰۹۳۰
$\alpha_1$	۰/۰۰۰۲۲۷	-۰/۰۰۰۳	-۰/۷۲	-۰/۰۴۶۹
$\alpha_2$	۰/۲۲	۰/۰۲۱	۱۰/۳۵	۰/۰۰۰۰
$\alpha_3$	-۰/۰۰۶۲۹۳	-۰/۰۰۳۳۰۹	-۱/۹۰۱	۰/۰۴۷۴
$\alpha_4$	۰/۰۱۳۷	-۰/۰۰۵۱	۲/۶۵۱	۰/۰۰۸۱
$\alpha_5$	-۰/۰۰۵۰۶۶	-۰/۰۰۲۱۱۲	۲/۳۹۷	۰/۰۱۶۶
$\alpha_6$	-۰/۰۰۲۶۶	-۰/۰۱۷۳	-۱/۵۳۵	۰/۱۲۴۸
$\alpha_7$	-۰/۰۰۱۶۴۸	-۰/۰۰۲۷۶۱	-۰/۵۹۶	۰/۵۵۰۶
$\alpha_8$	-۶۲۶/۶	۱۰۵۵/۹۴۱	-۰/۵۹۳	۰/۵۵۳۰

Equation:  $FCFR=C(1)+C(2)*LEV+C(3)*HIH+C(4)*DEPENDING+C(5)$  مدل (۱)  
 $*INIST+C(6)*SIZE$

ضریب تعیین ( $R^2$ ) ۰/۲۸۵۴۰  
 ضریب تعیین ( $R^2$ ) تعدیل شده ۰/۲۶۴۳۲  
 آماره دوربین واتسون ۰/۹۴۵۱۵

Equation:  $LEV=C(7)+C(8)*FCFR+C(9)*TANGI+C(10)*TAX+C(11)(۲)$  مدل  
 $*GROWTH+C(12)*SIZE+C(13)*PROFIT+ C(14)*RISK$

ضریب تعیین ( $R^2$ ) ۰/۲۷۳۲۱  
 ضریب تعیین ( $R^2$ ) تعدیل شده ۰/۲۱۴۲۳  
 آماره دوربین واتسون ۱/۱۲۴۱۳

طبق جدول شماره ۳ از آنجایی که مقدار دوربین واتسون مدل اول ۰/۹۴ و مدل دوم ۱/۱۲ است. این میزان، عدم وابستگی بین اجزای اخلاقی مدل را بیان می‌کند و نبود مشکل همبستگی پیاپی را رد می‌کند. ولی با توجه به روش مورد استفاده در این تحقیق مقدار دوربین واتسون و همبستگی اجزای اخلاقی مهم نیست و می‌تواند این فرض کلاسیک رگرسیونی نقض شود (گجراتی ۱۳۸۵).

طبق جدول شماره ۳ با توجه به ضرایب رگرسیونی بین میزان بدهی با دارایی‌های ثابت مشهود، اندازه شرکت و فرصت‌های رشد رابطه مثبت و معنی‌دار و بین اهرم و مالیات بر درآمد رابطه منفی و معناداری و بین استقلال اعضای هیئت مدیره و بدهی با ریسک جریان نقدی آزاد رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. وسایر متغیرها رابطه معنی‌داری با متغیر وابسته ندارند.

### ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتایج تحقیق نشان داد که بین میزان اهرم مالی و اندازه شرکت رابطه مثبت و معنادار وجود دارد که نشان‌دهنده این است که در شرکت‌هایی با اندازه بزرگتر، میزان بدهی بیشتر است. مدیران تمایل دارند اندازه شرکت را بزرگ جلوه دهند اگرچه مجبور باشند پروژه‌های ضعیف را پذیرفته و ثروت سهامداران را کاهش دهند. اگر جریان‌های نقدی آزاد در دست نباشد، توانایی مدیران در رسیدن به این هدف محدود شده، ولی این محدودیت می‌تواند با تأمین مالی از طریق بدهی برطرف شود. متعاقب آن، مدیر باید اصل و بهره این بدهی‌ها را با وجه نقدی پرداخت کند که قرار بود در پروژه‌های ضعیف به کار گرفته شوند. از این رو، اهرم مکانیزمی برای غلبه بر مسأله سرمایه‌گذاری بیش از اندازه به شمار می‌رود. شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک از شهرت و اعتبار بالاتری برخوردارند و انتظار می‌رود که مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاران به اعطای اعتبار و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک رغبت بیشتری نشان دهند. شرکت‌های بزرگتر از لحاظ منابع مالی متنوع‌ترند و در نتیجه از ریسک کمتری برخوردار بوده و برای انتشار اوراق بهادار جدید، جذب سرمایه‌های مردمی و قرض گرفتن وجوه مورد نیاز از بانک‌ها، با مشکلات کمتری مواجه هستند. بنابراین هرچه اندازه شرکت بزرگتر باشد احتمالاً تأمین مالی از طریق استقراض نیز بیشتر خواهد بود.

نتایج نشان داد که بین اهرم و دارایی‌های ثابت مشهود رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. هرچه دارایی مشهود شرکت بیشتر باشد توانایی شرکت در انتشار بدهی تضمین شده، افزایش می‌یابد. در نتیجه یک رابطه مثبت بین دارایی‌های مشهود و استقراض وجود دارد، چرا که دارایی‌های مشهود می‌توانند به عنوان وثیقه تأمین مالی از طریق بدهی مورد استفاده قرار گیرند. وجود دارایی‌های ثابت، شرکت را در استقراض بلندمدت یاری می‌دهد، اما ممکن است با وجود دارایی‌های ثابت مشکلات نمایندگی تشدید گردد؛ زیرا با انجام استقراض جدید و افزایش سطح بدهی‌های واحد تجاری، اعتباردهندگان با احتمال بیشتری در وصول مطالبات خود با مشکل مواجه خواهند شد.

نتایج نشان داد که بین فرصتهای رشد و اهرم مالی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. یکی از موضوعات مهم و اساسی، تاثیر اهرم مالی بر سیاست سرمایه‌گذاری می‌باشد. نحوه تأمین مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری را با توجه به هزینه‌های انتقال و بازارهای نامتقارن، تحت تأثیر قرار می‌دهد. در چنین بازارهایی، مشکلات نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی میان سهامداران، اعتباردهندگان و مدیران به وجود می‌آید و متعاقب آن، انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بیشتر یا کمتر از اندازه ایجاد می‌شود. این مشکلات نمایندگی ممکن است دامنه‌ای از سرمایه‌گذاری‌هایی را ایجاد کند که در جهت تأمین منافع سهامداران نباشد. هرچه بدهی بیشتر شود، انگیزه‌های مدیر در کنترل جریان‌های نقدی آزاد، برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت، کاهش می‌یابد، زیرا که مزایای چنین سرمایه‌گذاری‌هایی (حداقل تا حدی) به جای سهامداران به اعتباردهندگان منتقل می‌شود. در نتیجه، شرکت‌هایی که اهرم بالایی دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که اهرم پایین‌تری دارند، فرصت‌های رشد کمتری خواهند داشت.

نتایج تحقیق نشان داد که بین ریسک جریان نقد آزاد و بدهی رابطه منفی و معناداری وجود دارد بدین صورت که هر چه خطر مربوط به جریان‌های نقد آزاد بیشتر باشد اعتباردهندگان نسبت به اعطای اعتبار به شرکت مبادرت نمی‌ورزند.

نتایج تحقیق نشان داد که بین ریسک جریان‌های نقد آزاد و استقلال اعضای هیئت مدیره رابطه منفی و معناداری وجود دارد بدین صورت که در هیئت‌مدیره‌هایی که نسبت قابل ملاحظه‌ای از آنها را اعضای غیرموظف تشکیل می‌دهند، نظارت مؤثرتری بر مدیریت شرکت اعمال نموده و بنابراین، می‌توانند اختیارات مدیریت را محدود نمایند.

نتایج نشان داد که بین میزان بدهی و مالیات بر درآمد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در اکثر مواقع بهره‌ای که شرکت‌ها بابت استفاده از سرمایه‌ی وام‌دهندگان می‌پردازند هزینه قابل قبول مالیاتی تلقی می‌شود لذا می‌توان با گزینشی معقول از انواع خاصی از اوراق بهادار، هزینه‌ی تأمین مالی پس از کسر مالیات را کاهش داد. بنابراین شرکتها تا آنجا به انتشار اوراق قرضه و استفاده از وام ادامه می‌دهند که نرخ نهایی مالیات سرمایه‌گذار با نرخ نهایی مالیات شرکت برابر شود. در نتیجه شرکتها بوسیله سیاست‌های استقراض که افزایش هزینه بهره را در پی دارد در جهت کاهش مالیات پرداختی حرکت می‌کنند.

## یادداشت‌ها

- |            |                   |
|------------|-------------------|
| 1- Barbosa | 14-core           |
| 2-Louri    | 15-dalton         |
| 3-coase    | 16-evans and weir |

4-hart	17-hermalin and weisbach
5-kumar	18-jensen and murphy
6-saghir	19-kren and kerr
7-brickley	20-kosnik and bettenhausen
8-conyon and peck	21-kumar
9-jensen and meckling	22-fatma
10-singh and hariato	23-hutchinson and gul
11-agrawal and knooper	24-darren
12-baliga	25-nekhili and chebbi
13-bloom and milkovich	26-agostinho and prudencio

### کتابنامه

#### الف) فارسی

- ۱- کاشانی‌پور، محمد، مهرانی، ساسان و یوسف پاشانژاد (۱۳۸۹). (بررسی ارتباط برخی از مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی با نقدشوندگی بازار)، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، شماره پیاپی ۴، صص. ۶۱-۷۶.
- ۲- ابراهیمی کردلر، علی و محمدجواد اعرابی (۱۳۸۹). (تمرکز مالکیت و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، شماره پیاپی ۴، صص. ۹۵-۱۱۰.
- ۳- بنی‌مهد، بهمن و ته‌مین باغبانی (۱۳۸۸). (اثر محافظه‌کاری حسابداری، مالکیت دولتی، اندازه شرکت و نسبت اهرمی بر زیان‌دهی شرکت‌ها)، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۸، صص. ۵۳-۷۰.
- ۴- تهرانی، رضا و رضا حصارزاده (۱۳۸۸). (تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری)، تحقیقات حسابداری.
- ۵- دامور و گجراتی (۱۳۸۵)، مبانی اقتصاد سنجی، ترجمه دکتر حمید ابریشمی، چاپ سوم، انتشارات دانشگاه تهران، صص ۴۰-۵۰.

#### ب) انگلیسی

- 6- Ahmed, A. S., and Duellman, S. (2007). "Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 43, pp. 411-437.
- 7- Al-Deehani. T.M and Al-Saad.K.M. (2007). Ownership Structure and Its Relationship with Capital Structure: An Empirical Study on the Companies Listed in the Kuwait Stock Exchange. *Arab Journal of Administrative Sciences* 14 (2).

- 8- Astami. Emita, and Tower. Greg, (2006). "Accounting Policy Choice and Firm Characteristics in the Asia Pacific Region: An International Empirical Test of Costly Contracting Theory", *International Journal of Accounting*, 41, pp. 1-21.
- 9- Baliga, B.R., Moyer, R.C., Rao, R.S., 1996. CEO duality and firm performance: what's the fuss? *Strategic Management Journal* 17 (1), 41–53.
- 10- Barbosa, N. & Louri, H. (2002). "On The Determinants of Multinationals' Ownership Preferences: Evidence from Greece and Portugal", *International Journal of Industrial Economics*, Vol. 20, 493-515.
- 11- Beasley, M.S., (1996). "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud". *The Accounting Review*, 71, 443-465.
- 12- Bill Francis, Iftexhar Hasan, Jong Chool Park , Qiang Wu, (2009). "Gender differences in Financial Reporting Decision-Making: Evidence from Accounting Conservatism", Lally School of Management and Technology, Rensselaer Polytechnic Institute, Troy, NY 12180, USA
- 13- Billett.M.T.et al.(2007).Growth Opportunities and the Choice of Leverage,debt maturity, and Convenants.*The Journal of Finance LXII(2)* ,697-730.
- 14- Bohn, Henning, 2007. "Are stationarity and cointegration restrictions really necessary for the intertemporal budget constraint? ," *Journal of Monetary Economics, Elsevier*, vol. 54(7), pages 1837-1847, October.
- 15- Brickley, J.A., Smith Jr., C.W., Zimmerman, J.L., 1997. *Managerial Economics and Organizational Architecture*.Irwin, Chicago.
- 16- Coase, R. H. (1960). "The Problem of Social cost", *Journal of Law and Economics*, Vol. 3, 1-44.
- 17- Conyon, M.J., Peck, S.I., 1998. Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal* 41 (2), 146–157.
- 18- Core, J.E., Holthausen, R.W., Larker, D.F., 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371–406.
- 19- Darren, Henry. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. *Pacific-Basin Finance Journal* 181, 24-46.
- 20- De Jong A. and Dijk R.V. (2007). Determinants of Leverage and Agency Problems: A Regression Approach with Survey Data. *European Journal of Finance* 13(6), 565-593.



- 21- Dechow, P. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 3-42.
- 22- Drobetz W and Fix R.(2005).What are the determinants of the capital structure?Some evidence for Switzerland.Revue Suisse d'Economie et de statistique 1(mars) ,71-114.
- 23- Fama, E., Jensen, M., 1983. Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics* 26 (2), 327–349.
- 24- Farber, David B.(2005) ,"Restoring trust after fraud:Does Corporate Governance matter? ,"*The Accounting Review*,80(2) ,539-61.
- 25- Fatma, BEN MOUSSA and Jameleddine Chichti (2011). "Interactions between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach", *Journal of Management Research*, Vol. 3, No. 2: E9, pp. 1-35.
- 26- Gentry, J. Whitford, D., Sougiannis, T., and Aoki S., (2001). "Do Accounting Earnings or Free Cash Flows Provide a Better Estimate of Capital Gain Rates of Return on Stocks?", *Security Analysts Journal*, 39(5):66-78.
- 27- Ghosh. S. (2007). Leverage, managerial monitoring and firm valuation: A simultaneous equation approach. *Research in Business* 61, 84-98.
- 28- Han, S. (2006). "Ownership Structure and Characteristic of Earnings", Doctoral Dissertation, University of Illinois.Hermalin, B.E.,
- 29- Weisbach, M.S., 1991. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management* 20 (4), 101– 112.
- 30- Hutchinson, Marion and Ferdinand A. Gul (2004). "Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance", *Journal of Corporate Finance*, 10, pp. 595– 614.
- 31- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305– 360.
- 32- Jensen. M.. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329
- 33- Li,H.and L.Cui,2003,"Empirical study of capital structure and agency costs in Chinese listed firms,"*Nature and science*,1,12-20.
- 34- Kren, L., Kerr, J.K., 1997. The effect of outside directors and board shareholdings on the relation between chief executive compensation and firm performance. *Accounting and Business Research* 27 (4), 297– 309.
- 35- Kumar, J. (2004). "Agency Theory and Firm Value in India", Available in [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=501802](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=501802) [Online] [4 February 2010].

- 36- Kumar, K. R., G. V. Krishnan. 2008. The value-relevance of cash flows and accruals: The role of investment opportunities. *The Accounting Review* Volume 83, Issue 4: 997-1040.
- 37- Lang L.H.P., Ofek O. and Stulz R.M. (1996). Leverage, Investment. and Firm Growth . *Journal of Financial Economics* 40, 3-29.
- 38- Lee, Cheng.Few, (2009). Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 12, No. 3, pp. 475-508.
- 39- McKnight and Weir .(2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies : A panel data analysis. *The Quarterly Review Of Economics and Finance* 49, 139-158.
- 40- Modigliani F. and M. Miller. (1963). Corporate Income Taxes and the cost of capital. *American Economic Review*, 433-443.
- 41- Nekhili M., Wali A. and Chebbi D. (2009). Free cash flow, gouvernance et politique financière des entreprises françaises. *Finance Contrôle Stratégie* 12 (1), 5-31.
- 42- Officer, M.S, (2011). Overinvestment, corporate governance and dividend initiations". *Journal of Corporate Finance*, No 17
- 43- Saghir, J. (1993). *Privatization in Tunisia*. CFS Discussion Paper Series, Washington: World Bank Group.
- 44- Singh, H., Harianto, F., 1989. Management– board relationships, takeover risk and adoption of golden parachutes. *Academy of Management Journal* 32, 7– 24.
- 45- Stulz. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics* 26, 3-27