



# مدیریت سود

## جریان وجوه نقد آزاد

محراب رئیسیان



۱۳۹۴

سرشناسه	: رئیسین، محراب، ۱۳۷۰ -
عنوان و نام پدیدآور	: مدیریت سود: جریان وجوه نقد آزاد/ محراب رئیسین.
مشخصات نشر	: تهران: سخنوران، ۱۳۹۴.
مشخصات ظاهری	: ح، ۷۵ص.
شابک	: ۹۷۸-۶۰۰-۳۸۳-۴۷۳-۶:ریال ۱۲۰۰۰
وضعیت فهرست نویسی	: فیپا
یادداشت	: واژه‌نامه.
یادداشت	: کتابنامه: ص. ۶۷ - ۷۵
موضوع	: سود
موضوع	: مدیریت مالی
موضوع	: حسابداری
رده بندی کنگره	: HB ۵۳۹/۴۵/۹م۴ ۱۳۹۴
رده بندی دیویی	: ۳۳۲/۸
شماره کتابشناسی ملی	: ۴۰۴۲۸۵۳



کارگر شمالی، بعد از ادوارد براون، شماره ۱۴۰۷، طبقه اول

تلفن: ۰۹۱۹۳۶۱۶۶۱۳ - ۶۶۴۷۶۳۰۶

www.chapketab.ir - ۰۹۱۸۳۷۷۵۲۳۴

که عنوان کتاب..... مدیریت سود: جریان وجوه نقد آزاد

که مولف..... محراب رئیسین

که طراح جلد .....وحید رحیم بخش

که ناشر..... سخنوران

که شمارگان ..... ۱۰۰۰ نسخه

که نوبت چاپ ..... ۱۳۹۴

که قیمت ..... ۱۲۰۰۰ تومان

ISBN:۹۷۸-۶۰۰-۳۸۳-۴۷۳-۶

## فهرست مطالب

پیشگفتار	۵
فصل ۱	۷
کلیات	۷
مقدمه	۷
فصل ۲	۱۷
جریان وجوه نقد آزاد	۱۷
مقدمه	۱۷
جریان وجوه نقد آزاد	۱۸
تعریف و محاسبه جریان های نقد آزاد	۱۸
ماهیت و مفهوم جریان نقد آزاد	۲۱
اهمیت جریان های نقد آزاد	۲۲
کاربرد جریان های نقد آزاد	۲۴
فصل ۳	۲۷
مدیریت سود	۲۷
مفهوم مدیریت سود	۲۷
انگیزه های مدیریت سود	۲۹
طبقه بندی مدیریت سود	۳۲
انواع روشهای مدیریت سود	۳۲
انواع مدیریت سود	۳۳

۳۹	فصل ۴
۳۹	مفاهیم و تعاریف مختلف حاکمیت شرکتی
۴۱	سیستم های حاکمیت شرکتی
۴۲	سیستم های حاکمیت شرکتی درون سازمانی
۴۴	سیستم های حاکمیت شرکتی برون سازمانی
۴۶	نقش هیات مدیره در حاکمیت شرکتی
۴۸	اندازه هیات مدیره (تعداد اعضای هیات مدیره)
۴۹	دوگانگی مسئولیت مدیر عامل (ریاست هیات مدیره و مدیر عامل)
۵۰	استقلال هیات مدیره (نسبت مدیران غیر موظف)
۵۳	فصل ۵
۵۳	ساختار مالکیت
۵۵	مالکیت (سرمایه گذاران) نهادی
۵۹	فرضیه های مربوط سهامداران نهادی
۶۰	مالکیت (سرمایه گذاران) مدیریتی
۶۵	فصل ۶
۶۵	سخن پایانی
۶۷	منابع و مآخذ

## پیشگفتار

اکثر سازمانها طی سالهای اخیر تغییرات اساسی کرده اند، نه تنها سازمانهای تجاری بلکه سازمانهای منفرد مرتباً روش کاری خود را تغییر می دهند. آنچه مسلم است در فرایند جهانی شدن و همگرایی تکنولوژی اطلاع رسانی بهره برداری موثر از آنچه که در عمل با آن مواجه هستیم و نه فقط آنچه که در اختیار داریم به یک نیاز و ضرورت شغلی تبدیل شده است.

انجام این مهم بدون بهره برداری از اطلاعات مالی متکی بر به کارگیری مفاهیم و تکنیکهای نوین حسابداری و مدیریت امکان پذیر نیست. همچنین تغییرات شگرف در بازارهای جهانی در دو دهه ی گذشته و رقابت روز افزون در این بازارها موجب شده که بخش اطلاعات مالی در ابعاد راهبردی و عملیاتی اهمیت روز افزون پیدا کند. لذا مدیران واحدهای اقتصادی برای مواجه با رقابت سنگین ناگزیرند کوشش های خاصی را به منظور حصول اطمینان از موفقیت و بقا واحدهای تحت مدیریت خویش به عمل آورند و چنانچه ماندگاری در بازارهای رقابت مورد توجه باشد لازم است مدیران در دیدگاههای خود نسبت به اطلاعات حسابداری و سیستم هایی که وظیفه ی تولید این اطلاعات را به عهده دارند تجدید نظر کلی به عمل بیاورند و نقش موثرتری را برای اشخاص و واحدهای درون سازمانی که مسئولیت گردآوری پردازش تولى و انتقال اطلاعات حسابداری و به کارگیری مبانی و روشهای تولید این اطلاعات رابه عهده دارند در نظر بگیرند.

بدین علت موضوع بررسی ارتباط بین جریان نقد آزاد و مدیریت سود و نقش تعدیل کنندگی حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردید تا از طریق بررسی تجربی آزمونهای علمی بر روی اطلاعات وقوع یافته طی سالهای متمادی در بورس اوراق بهادار تهران راهکارهای مفیدی با ارائه ی پیشنهادهای مطلوب به سرمایه گذاران جهت کسب بیشترین بازدهی در دوره ی مشابه فراهم گردد.

محراب رئیسیان



## فصل ۱

---

### کلیات

#### مقدمه

باید توجه داشت که همه افراد به طور طبیعی به دنبال افزایش منافع شخصی خود هستند. از این رو مدیران نیز ممکن است بنا به دلایلی نظیر ابقا در شرکت، دریافت پاداش و سایر عوامل، خواسته یا ناخواسته وضعیت شرکت را مطلوب جلوه دهند. تضاد منافع بین مدیران و مالکان (سهامداران)، احتمال خطر ارائه اطلاعات غیر قابل اتکا را افزایش می دهد (شیخ و همکاران، ۱۳۹۱).

یکی از عواملی که نقش مهمی در ایجاد تضاد بین سهامداران و مالکان دارد پرداخت وجه نقد به سهامداران تحت عنوان سود سهام است. پرداخت سود سهام به طور نقد که کمتر مورد توجه قرار گرفته است باعث کاهش منابع تحت کنترل مدیران می شود و به این ترتیب مدیران کنترل خود را بر بازارهای سرمایه از دست داده و در مواقع لازم نمی توانند سرمایه‌های جدیدی برای شرکت جذب کنند (جنسن<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶).

---

1. Jensen

## ۸ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

مدیران شرکتهای غالباً بدون در نظر گرفتن اندازه مطلوب شرکت تحت مدیریت خود، به دنبال رشد آن هستند. زیرا رشد شرکت دو مزیت عمده برای مدیران می تواند به همراه داشته باشد. از این لحاظ که هم می تواند منابع تحت کنترل مدیران را افزایش داده و قدرت آن ها را در شرکت و در بازارهای سرمایه افزایش دهد و هم توام با پاداش برای مدیران باشد. به این دلیل که غالباً بین پاداش مدیران و رشد فروش شرکت رابطه‌ی مستقیمی وجود دارد. تمایل شرکتهای در دادن پاداش به مدیران سطح میانی بر اساس ایجاد رشد در شرکت در مقابل اعطای پاداش به صورت سالیانه باعث بوجود آمدن انحرافات مهم در خصوص نحوه‌ی ترفیع آن ها در شرکت می شود به این خاطر که مدیران علاقه مندند با نشان دادن رشد بخش های تحت مسئولیت خود به هر نحو ممکن، موقعیت جدیدی برای خود به وجود آورند (همان منبع).

طبق نظر جنسن اگر مدیران شرکت ها که به هر طریق ممکن به دنبال رشد شرکت خویش هستند، به جای سرمایه‌گذاری جریان های نقد آزاد در طرح های با ارزش فعلی خالص منفی و به دنبال آن مدیریت سود برای از بین بردن زیان های ناشی از سرمایه‌گذاری در چنین سرح هایی، وجوه مذکور را بین سهامداران توزیع کنند، به نفع سهامداران بوده و همچنین وضعیت شرکت نیز بهبود می یابد (همان منبع).

جریانهای نقدی بسیاری از تصمیمات مالی ومدلهای ارزش گذاری اوراق بهادار و غیره نقش محوری دارند. اطلاعات مربوط به جریانهای نقدی همچنین از لحاظ درون سازمانی نیز اداره امور را در کاراترین شکل خود امکان پذیر می سازد و منجر به اتخاذ تصمیمات بهینه در زمینه های عملیاتی وسرمایه‌گذاری و تامین مالی می‌شود.

درچارچوب نظری حسابداری مالی که تامین کننده ی هدفهای گزارشگری مالی است توجه خاصی به جریانهای نقدی و امکان پیش بینی آن مبذول شده است. شرکت باید بتواند وجوه نقد کافی برای ایفای تعهداتش به هنگام سررسید و سایر عملیات نقدی و از جمله سود نقدی سهام ایجاد نماید (شیخ وهمکاران، ۱۳۹۱).

از دیدگاه اقتصادی با فرض منطقی بودن رفتار افراد، فرض بر این است که همه در وهله اول به دنبال حداکثر کردن منافع خویش هستند، مدیران نیز از این قاعده مستثنی نمی باشند.



## کلیات ▼ ۹

مدیران علاقه مندند در راستای حداکثر کردن منافع شخصی، رفاه اجتماعی و تثبیت موقعیت شغلی خود تصویر مطلوبی از وضعیت مالی واحد تجاری به سهامداران و سایر افراد ذینفع ارائه نمایند.

جنسن اولین فردی بود که مشکل مذکور را در قالب نظریه ی معروف خود تحلیل نمود. او هزینه های ناشی از جریان نقد آزاد را هزینه هایی دانست که در پروژه‌هایی با ارزش فعلی منفی سرمایه گذاری شده اند. از نظر جنسن مدیران واحدهای تجاری با جریان های نقد آزاد زیاد و رشد کم، سود را مدیریت می نمایند تا سودهای کم و با زیان های ناشی از سرمایه‌گذاری در چنین پروژه هایی را از بین برده و در کوتاه مدت منافع شخصی خود را تامین نمایند (مهرانی و باقری، ۱۳۸۸).

در واقع، شرکت هایی که دارای خطر افزایش سرمایه هستند از دست دادن شان را در پروژه های غیر سود آور پایان می بخشند (ریچاردسون<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). پس از آن وجود سطح ثابتی از جریان نقدی آزاد ممکن است مدیران را به انتخاب برای سیاست های سرمایه گذاری کمتر از حد مطلوب هدایت کند. برای پنهان کردن عملکرد معکوس پروژه‌های شان، مدیران ممکن است درگیر شیوه مدیریت سود تهاجمی (جسورانه) شوند (راسمین و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴).

### مطالعات انجام شده در زمینه مدیریت سود

**فخاری و همکاران (۱۳۹۳)؛** در تحقیقی به بررسی نقش نظارتی ساختار مالکیت و خط مشی بدهی بر کنترل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان های نقدی آزاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بر این اساس، در این تحقیق ارتباط متقابل بین جریان های نقدی آزاد، خط مشی بدهی و ساختار مالکیت در ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ به روش حداقل مربعات سه مرحله ای (3SLS) مورد تحلیل قرار گرفته است. یافته های ما نشان می دهد

- 
1. Richardson
  2. Rusmin et al.

## ۱۰ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

که سطح جریان نقد آزاد با خط مشی بدهی و تمرکز مالکیت رابطه منفی و معناداری داشته اما بر خلاف پیش بینی ها مالکیت نهادی و مالکیت مدیران با سطح جریان نقد آزاد رابطه مثبت و معناداری دارد. این یافته ها می تواند برای استاندارد گذاران حسابداری از جهت ارائه‌ی اطلاعات داوطلبانه و همچنین برای سیاست گذاران بورس در جهت الزام شرکت ها به افشاء جریان های نقدی آزاد مفید باشد.

**نمازی و شکرالهی (۱۳۹۳):** تحقیقی تحت عنوان "آزمون نظریه جریان نقد آزاد و نظارت بستانکاران با استفاده از سیستم معادلات همزمان حداقل مربعات سه مرحله ای (3SLS): مطالعه موردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام دادند. در این راستا، از روش نیمه تجربی در بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ برای ۱۳۴ شرکت بورس اوراق بهادار تهران، استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش بر خلاف نظریه جریان نقد آزاد جنسن، حاکی از مثبت و معناداری بودن اثر متغیر اهرم مالی بر متغیر ریسک جریان نقدی آزاد و متقابلاً مثبت و معنادار بودن اثر متغیر ریسک جریان نقد آزاد بر متغیر اهرم مالی است؛ بدان معنا که پژوهش حاضر نشان می دهد، وقتی شرکت در وضعیت افزایش ریسک جریان نقدی آزاد قرار می گیرد، استفاده از بدهی برای کاهش هزینه های نمایندگی حاصل از جریان نقدی آزاد، به دلیل اثر متقابل آن بر ریسک جریان نقدی آزاد؛ افزون بر این که راه حل مناسبی نیست، باعث تشدید آن نیز می شود. همچنین، با استناد به نتایج آزمون های آماری، متغیر های تمرکز مالکیت نهادی و مالکیت دولتی دارای اثر منفی با اهمیت، و متغیر مالکیت نهادی دارای اثر مثبت با اهمیت بر ریسک جریان نقدی آزاد است.

**نمازی و شکرالهی (۱۳۹۲):** تحقیقی تحت عنوان "بررسی تعامل بین جریان نقدی آزاد، سیاست بدهی و ساختار مالکیت با استفاده از سیستم معادلات هم زمان؛ مطالعه موردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام دادند. آن ها در تحقیق خود ۱۳۴ شرکت بورسی را در طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش حاکی از عدم تایید نظریه‌ی جریان نقدی آزاد جنسن است؛ و

## کلیات ▼ ۱۱

نشان می دهد استفاده از بدهی برای کاهش هزینه های نمایندگی حاصل از جریان نقدی آزاد به دلیل اثر متقابل آن بر ریسک جریان نقدی آزاد راه حل مناسبی نیست. همچنین با استناد به نتایج آزمون های آماری، متغیر تمرکز مالکیت نهادی و مالکیت دولتی با اثر منفی مهم و متغیر سطح مالکیت نهادی با اثر مثبت مهم بر ریسک جریان نقدی آزاد است.

**رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲):** در تحقیقی به تاثیر مدیریت سود بر رابطه جریانهای نقدی آزاد و ارزش سهامداران در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۸۲ تا ۸۷، به بکارگیری روش رگرسیون خطی چندمتغیره مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل نشان می دهد میان جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین نتایج تحقیق حاکی از آن است که مدیران این شرکت ها تمایل دارند با استفاده از ابزار مدیریت سود، جریان های نقدی آزاد و در نهایت ارزش و ثروت سهامداران را افزایش دهند.

**مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۹۱):** تحقیقی با هدف بررسی رابطه بین پاداش هیات مدیره و مالکیت نهادی با مدیریت سود، که از طریق اقلام تعهدی اختیاری سنجیده می شود، در سطح شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ انجام دادند. نتایج تحقیق با بکارگیری آزمون داده های ترکیبی اثرات تصادفی بیانگر آن است که بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود رابطه منفی وجود دارد به عبارت دیگر، با افزایش درصد مالکیت نهادی سهام، انعطاف پذیری شرکت برای مدیریت اقلام تعهدی کاهش می یابد. علاوه بر این نتایج حاکی از آن است که بین میزان پاداش هیات مدیره و مدیریت سود رابطه مستقیم وجود دارد.

**احمد پور و منتظری (۱۳۹۰):** تحقیقی با عنوان "نوع مدیریت سود و تاثیر اندازهی شرکت، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی" انجام دادند. نمونه تحقیق شامل، ۱۱۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ را در بر میگیرد. فرضیات با استفاده از دو رگرسیون و روش آماری داده های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفته اند. نتایج بدست آمده حکایت از به کارگیری مدیریت سود کارا دارد. اندازهی شرکت و مالکان

## ۱۲ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

خانوادگی دو عاملی هستند که بر گرایش مدیران در انتخاب نوع مدیریت سود، تاثیر گذارند. در مقابل بین مدیران غیر موظف، سهامداران نهادی و کیفیت حسابرسی مستقل با گرایش مدیران در انتخاب نوع مدیریت سود رابطه‌ی معناداری مشاهده نگردید. همچنین بررسی‌ها نشان می‌دهد که وجه نقد عملیاتی آتی، کارا تر از تغییرات در سود خالص، برای ارائه‌ی تصویری از قدرت سودآوری آتی است.

**اعتمادی و شفاخیبری (۱۳۹۰)؛** در تحقیق خود، تاثیر جریان های نقد آزاد بر مدیریت سود و نقش کمیته حسابرسی در آن را بررسی نمودند که با استفاده از داده های ۸۷ شرکت نمونه‌ی پژوهش، از طریق آزمون پیرسن، تی استیودنت و رگرسیون چندگانه طی سالهای ۸۲ تا ۸۸ مورد مطالعه قرار گرفته است. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که رابطه‌ی معنادار مستقیمی بین مدیریت سود و جریان های نقد آزاد وجود دارد. به عبارتی جریان های نقد آزاد شرکت ها می تواند محرکی برای مدیریت سود تلقی شود همچنین یافت شد که شرکت هایی که دارای کمیته‌ی حسابرسی هستند مدیریت سود بهتری نسبت به سایر شرکت ها دارا می باشند و همچنین به بررسی رابطه‌ی کمیته‌ی حسابرسی و جریان های نقد آزاد و متغیرهای کنترلی پرداخت گردید که رابطه‌ی بین کمیته حسابرسی و جریان های نقد آزاد با مدیریت سود یافت نشد اما جریان های نقد آزاد، اندازه‌ی شرکت و کل ارقام تعهدی رابطه‌ی معنادار مستقیمی وجود دارد.

**استا (۱۳۹۰)؛** تحقیقی با هدف بررسی ساختار مالکیت بر شیوه مدیریت سود انجام داد. جامعه آماری تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۳-۱۳۸۷ است. نمونه آماری پژوهش شامل ۹۵ شرکت است. آزمون همبستگی و آزمون رگرسیون مقطعی چندگانه برای بررسی فرضیات استفاده شده است. نتایج تحقیق بیانگر این است که رابطه منفی و معناداری بین مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی با مدیریت سود وجود دارد، اما بین مالکیت شرکتی و مدیریت سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

**هاشمی و کمالی (۱۳۸۹)؛** تاثیر افزایش تدریجی اهرم مالی، میزان جریان نقدی آزاد و رشد شرکت بر مدیریت سود را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که میزان

### کلیات ▼ ۱۳

مدیریت سود در شرکت هایی که همواره درجه اهرم مالی زیادی دارند با شرکت هایی که به تدریج در گیر افزایش اهرم مالی می شوند تفاوت معناداری ندارد. سایر نتایج نشان می دهد جریان نقدی آزاد و رشد شکت عواملی تاثیر گذار در بروز رفتارهای فرصت طلبانه مدیران هستند که بر میزان مدیریت سود تاثیر گذار بوده است.

**مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۸۸)؛** در تحقیقی رابطه بین مدیریت سود و مالکیت نهادی را بر روی ۶۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ بررسی کردند و نشان دادند که رابطه بین مدیریت سود و مالکیت نهادی منفی است. **مهرانی و باقری (۱۳۸۸)؛** با استفاده از ۹۰ شرکت نمونه طی سالهای ۷۸-۸۴ به بررسی اثر جریان های نقدی آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت سود پرداختند نتایج تحقیق نشان می دهد که بین مدیریت سود و جریانهای نقد آزاد زیاد 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 و رشد کم پیدا نشد.

**نخیلی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۵)؛** تحقیقی تحت عنوان "جریان وجوه نقد آزاد و مدیریت سود: نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت" در کشور فرانسه بین سال های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۰ انجام دادند. هدف تحقیق آن ها تجزیه و تحلیل تاثیر حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت آینده بر مدیریت سود در سطح جریان وجوه نقد آزاد می باشد. آنها برای تجزیه و تحلیل آماری از روش حداقل مربعات سه مرحله ای (3SLS) استفاده نمودند. نتایج تحقیق آنها نشان می دهد که به رفتار فرصت طلبانه در مدیران در سطح جریان وجوه نقد آزاد وجود دارد. به خصوص در شیوه هایی از مدیریت سود که درآمد یا سود را زیاد گزارش نمودند. همچنین نتایج تحقیق نشان می دهد که مکانیسم های حاکمیت شرکتی مانند استقلال کمیته حسابرسی و کیفیت حسابرسی خارجی و همچنین سرمایه گذاران نهادی و مالکیت مدیریتی باعث کاهش میزان مدیریت سود می شوند.

---

1. Nekhili et al.

#### ۱۴ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

**راسمین و همکاران در سال (۲۰۱۴)؛** استدلال می کنند که رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و انتخاب روش های افزایش دهنده درآمد، سیستماتیک نبوده و بر ویژگی های خاص از محیط سازمانی بستگی دارد و به یک رابطه مثبت بین جریان وجوه نقد آزاد و روش های حسابداری که باعث افزایش درآمد می شدند دست یافتند.

**بوباگر و همکاران<sup>۱</sup> در سال (۲۰۱۳)؛** با استفاده از یک نمونه از ۵۹۷ شرکت موجود در فرانسه در طی سال های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۷ به این نتیجه دست یافتند که شرکت هایی که دارای استقلال هیات مدیره هستند به نسبت شرکت هایی که استقلال کمتری دارند زیان انباشته بیشتری را منعکس می کنند.

**باندیها<sup>۲</sup> (۲۰۱۲)؛** در تحقیق خود در هندوستان به این نتیجه رسید که یک رابطه مثبت و چشمگیری بین مدیریت سود و جریان وجوه نقد آزاد وجود دارد و تایید کردند که جریان نقد آزاد شرکت ها مدیریت سود را بر می انگیزاند.

**رینا و تاکیا<sup>۳</sup> (۲۰۰۹)؛** در پژوهشی با عنوان " جریان های 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 شرکت هایی که از جریان های نقدی آزاد بالایی برخوردارند شدت عمل خوبی در اداره مدیریت سود دارند. نتایج پژوهش نشان می دهد که کمیته حسابرسی مستقل به شرکت های دارای جریان نقد آزاد، کمک می کند تا بر رویه های مدیریت سود نظارت داشته باشد.

**زوری و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۹)؛** در تحقیقی به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود بر روی شرکت های آمریکایی پرداختند. نتایج تحقیق آنان با استفاده از آزمون شبکه عصبی نشان داد که وجود مالکان نهادی در ساختار سرمایه باعث کاهش میزان مدیریت سود می شود.

- 
1. Boubaker et al.
  2. Bhundia
  3. Rina and Takiah
  4. Zouari, et al

## کلیات ▼ ۱۵

**یانگ و همکاران**<sup>۱</sup> (۲۰۰۹)؛ به بررسی تاثیر ساختار هیات مدیره و مالکیت نهادی بر روی مدیریت سود پرداختند. نتایج تحقیق با استفاده از مدل تعدیل شده جونز نشان داد که شرکت ها مدیریت سود رو به بالا انجام داده اند و رابطه معنی داری بین مدیریت سود با هیات مدیره بیرونی و مالکیت نهادی ندارد.

**یودیانتی**<sup>۲</sup> (۲۰۰۸)؛ در تحقیقی با استفاده از ۱۵۰ شرکت نمونه به بررسی تاثیر مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران پرداخت. نتایج تحقیق نشان می دهد که با ۹۵٪ اطمینان، تغییرات جریان های نقدی آزاد با تغییرات ثروت سهامداران ارتباط معناداری دارد. همچنین و در این تحقیق نشان داد که بین جریان های نقدی آزاد مثبت و ارزش سهامداران رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد ولی بین جریان های نقدی منفی و ارزش سهامداران رابطه معناداری مستقیمی وجود ندارد. وی در آزمون فرضیه دوم به این نتیجه رسید که با ۹۹٪ اطمینان، مدیریت سود در سطح کل نمونه و در سطح جریان های نقدی مثبت باعث تضعیف رابطه جریان های نقدی با ثروت ایجاد شده برای سهامداران می شود.

**ونگ**<sup>۳</sup> (۲۰۰۶)؛ در تحقیقی به بررسی نقش هیات مدیره بیرونی و مالکیت نهادی در محدود کردن مدیریت سود بر روی نمونه ای متشکل از ۶۱۳ شرکت های مالزی طی دوره زمانی ۲۰۰۱-۲۰۰۳ پرداخت. نتایج تحقیق وی حاکی از این بود که بین مالکیت نهادی و مدیریت سود رابطه ای وجود ندارد.

**چانگ و همکاران**<sup>۴</sup> (۲۰۰۵)؛ در تحقیقی با عنوان مدیریت سود، جریان نقدی آزاد و نظارت برون سازمانی به بررسی مجدد مشکل نمایندگی ناشی از جریان وجوه نقدی آزاد مطرح شده توسط جنسن پرداختند. آنها دریافتند زمانی که شرکت ها دارای جریان وجوه نقد آزاد بالا و فرصت های رشد پایین باشند، بین مالکان و مدیران در مورد چگونگی مصرف جریان وجوه

- 
1. Yang, et al
  2. Yudianti
  3. Wong
  4. Chung et al.

## ۱۶ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

نقدی آزاد تضاد وجود دارد، در نتیجه این گونه شرکت ها درگیر مشکلات نمایندگی ناشی از جریان وجوه نقدی آزاد هستند.

### تعاریف و مفاهیم

**جریان نقدی:** عبارت است از افزایش یا کاهش در مبلغ وجه نقد ناشی از معاملات با اشخاص حقیقی یا حقوقی یا ناشی از سایر رویدادها (رضایی و عیسی زاده، ۱۳۸۹).

**جریان نقد آزاد:** بیانگر وجه نقدی است که مدیران پس از صرف مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی ها در اختیار دارند (فخاری و همکاران، ۱۳۹۳).

**مدیریت سود:** دی جورج<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) مدیریت سود را نوعی دستکاری مصنوعی سود توسط مدیریت، جهت حصول به سطح مورد انتظار سود برای بعضی از تصمیم های خاص، مثل پیش بینی تحلیل گران و یا برآورد روند سودهای قبلی برای پیش بینی سودهای آتی تعریف کرده است.

**ساختار مالکیت:** منظور از ساختار مالکیت، مشخص کردن بافت و ترکیب سهامداران یک شرکت و بعضاً مالک عمده نهایی سهام آن شرکت است. بسیاری از نظریه پردازان اقتصادی عقیده دارند که هر یک از انواع مالکیت نیز می تواند بر عملکرد شرکتها تاثیرگذار باشد. لذا، روشهای کنترل عملکرد مدیران و عوامل مؤثر بر عملکرد آنها و همچنین شیوه اندازه گیری تاثیر هر یک از انواع مالکیت بر عملکرد شرکتها، از جمله مسائلی است که طرف توجه و علاقه سهامداران، مدیران و محققان بسیار است (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۸).

---

1. Degeorge



## فصل ۲

---

### جریان وجوه نقد آزاد

#### مقدمه

در سامانه اقتصادی امروز دنیا، انتقال و گزارش اطلاعات صحیح مالی به مراکز تصمیم‌گیری، اهمیت بسیار زیادی دارد. در ارزیابی عملکرد و توان سودآوری یک شرکت، علاوه بر اینکه رقم سود گزارش شده برای سرمایه‌گذاری مهم است و بر تصمیم‌های آنها تأثیر دارد، ارتباط سود با سایر اجزای صورت‌های مالی نیز، مورد توجه خاص سرمایه‌گذاران است. بنابراین پژوهش‌هایی که در مورد سود انجام می‌گیرد، دارای اهمیت زیادی است. امروزه مدیریت سود یکی از موضوعات بحث‌انگیز و جذاب در پژوهش‌های حسابداری به شمار می‌رود.

## جریان وجوه نقد آزاد

جریان وجوه نقد آزاد<sup>۱</sup> (FCF) وجوهی است که بعد از تعدیلاتی بر روی جریان نقد عملیاتی به دست می آید. نظریه‌ی جریان های نقد آزاد که در سال ۱۹۸۶ برای اولین بار توسط جنسن<sup>۲</sup> مطرح شد و به تدریج توسعه یافت یکی از مباحث جدید در ادبیات مالی است که رفتار شرکت هایی را توصیف می کند که با نظریه های قبلی اقتصادی قابل توجیه نبود (شیخ و همکاران، ۱۳۹۱).

جریان های نقد آزاد یکی از معیارهای اندازه گیری عملکرد واحد تجاری است و وجه نقدی را نشان می دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها در اختیار دارد. جریان های نقد آزاد می تواند کاربردهای مهمی برای سهامداران در ارزیابی سلامت مالی واحد تجاری داشته باشد. همچنین مدیران نیز می توانند با استفاده کارآمد از منابع تحت مالکیت خود جریان های نقد آزاد را در طرح هایی با ارزش فعلی خالص<sup>۳</sup> (NPV) مثبت سرمایه‌گذاری کرده و باعث افزایش ارزش شرکت گردند (همان منبع).

## تعریف و محاسبه جریان های نقد آزاد

جریان نقد آزاد برای شرکت معیاری است که سودآوری شرکت را پس از همه‌ی هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها اندازه‌گیری می‌کند. معیار مزبور یکی از معیارهای متعددی است که برای مقایسه و تجزیه و تحلیل سلامتی مالی شرکت‌ها استفاده می‌شود (همان منبع). تا کنون تعریف واحدی از جریان های نقد آزاد ارائه نشده است. اما تعاریف متعددی توسط افراد مختلفی به منظور محاسبه‌ی جریان های نقد آزاد ارائه شده است که در اینجا به چند مورد اشاره می‌شود.

- 
1. Free Cash Flows
  2. Jensen
  3. Net Present Value

## جریان وجوه نقد آزاد ▼ ۱۹

### ۱- جنسن<sup>۱</sup> ۱۹۸۶

تئوری جریان های نقد آزاد برای اولین بار توسط جنسن توسعه یافت. افزون بر این، تحلیل نظری هزینه های نمایندگی<sup>۲</sup> نیز به وسیله‌ی او در خصوص جریان نقد آزاد انجام گرفت. در این نظریه، جریان های نقد آزاد عبارت است از باقیمانده جریان های نقدی پس از کسر وجوه نقد لازم برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که خالص ارزش فعلی آن‌ها مثبت ارزیابی می‌شود. این پروژه‌ها، طرح‌های سرمایه‌گذاری بلندمدتی هستند که ارزش فعلی جریان‌های نقدی ورودی مورد انتظار از آنها بیش از ارزش فعلی جریان های نقدی خروجی مورد انتظار از آن‌هاست. بدیهی است در محاسبه ارزش فعلی از نرخ هزینه‌ی سرمایه جهت تنزیل استفاده می‌شود (مهام و همکاران، ۱۳۸۴).

طبق تعریف جنسن جریان های نقد آزاد از طریق فرمول زیر تعیین می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶):

$$FCF_t = CFO_t - investment_t^+$$

که در آن:

$FCF_t$ : جریان های نقد آزاد واحد تجاری در دوره t

$CFO_t$ : وجه نقد حاصل از عملیات واحد تجاری در دوره t

$investment_t^+$ : جریان نقد آزاد مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با NPV مثبت مورد انتظار واحد در دوره t.

### ۲- لن و پلسن<sup>۳</sup> ۱۹۸۹

بعد از جنسن نیز تحقیقات مختلفی انجام شد و تعاریف متعددی از جریان های نقد آزاد ارائه گردید. طبق تعریف لن و پلسن از جریان های نقد آزاد، وجوه مذکور عبارت است از سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک و پس از کسر مالیات پرداختنی، بهره، سود سهام

- 
1. Jensen
  2. Agency Cost
  3. Lehn and Poulsen

### ۲۰ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

ممتاز و عادی. طبق تعریف لن و پلسن جریان های نقد آزاد به صورت زیر تعیین می شود (لن و پلسن (۱۹۸۹):

$$FCF_{it} = (INC_{it} - TAX_{it} - INTEP_{it} - PSDIV_{i,t} - CSDIV_{it}) / A_{it-1}$$

$FCF_{it}$ : جریان نقد آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$

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

$TAX_{it}$ : کل مالیات پرداختنی شرکت  $i$  در سال  $t$

$INTEP_{it}$ : هزینه بهره پرداختنی شرکت  $i$  در سال  $t$

$PSDIV_{i,t}$ : سود سهامداران ممتاز پرداختنی شرکت  $i$  در سال  $t$

$CSDIV_{it}$ : سود سهامداران عادی پرداختنی شرکت  $i$  در سال  $t$

$A_{it-1}$ : کل ارزش دفتری دارایی های شرکت در سال  $t-1$

### ۳- کاپلند<sup>۱</sup> ۱۹۸۹

کاپلند نیز تعریف زیر را از جریان های نقد آزاد ارائه کرده است (کاپلان، ۱۹۸۹):  
جریان های نقد آزاد واحد تجاری عبارت است از سود عملیاتی پس از کسر مالیات به اضافه هزینه های غیر نقدی پس از کسر سرمایه گذاری، اموال، ماشین آلات، تجهیزات و سایر داراییها.

$$FCF_t = E_t + NCC_t - \Delta WC_t - \Delta FA_t$$

که در آن:

$E_t$ : سود عملیاتی پس از کسر مالیات واحد تجاری در دوره  $t$

$NCC_t$ : هزینه های غیر نقدی از قبیل هزینه استهلاک، هزینه مطالبات مشکوک الوصول....

واحد تجاری در دوره  $t$

$\Delta WC_t$ : افزایش در سرمایه در گردش واحد تجاری در دوره  $t$

$\Delta FA_t$ : افزایش در ناخالص ارزش دفتری مجموع دارایی های ثابت واحد تجاری در دوره  $t$

---

1. Copland

## جریان وجوه نقد آزاد ▼ ۲۱

### ۴- پائول و همکاران<sup>۱</sup> ۲۰۰۹

پائول و همکاران (۲۰۰۹) تعریف زیر را برای جریان های نقد آزاد ارائه نمودند:

وجوه مازاد بر نیاز برای سرمایه‌گذاری در پروژه هایی با ارزش فعلی خالص مثبت که به سهامداران پرداخت نشده است.

در روش دیگر، جریان نقد آزاد از طریق کسر کردن مخارج سرمایه ای از جریان نقد عملیاتی محاسبه می شود. گفتنی است، بورس اوراق بهادار تهران به منظور قابلیت مقایسه شرکت هایی که سهام آن ها در بورس پذیرفته می شود، برای محاسبه جریان نقد آزاد و افشای آن در امیدنامه پذیرش و درج شرکت ها، از این روش محاسباتی استفاده می کند. جریان نقد عملیاتی در صدور صورت جریان وجوه نقد می آید و خالص مخارج سرمایه ای انجام شده هم از بخش فعالیت های سرمایه‌گذاری صورت مذکور اخذ و از تفاضل آن ها جریان نقد آزاد برای ۳ سال گذشته (و ۳ سال آینده در صورت وجود اطلاعات) محاسبه می شود (شیخ و همکاران، ۱۳۹۱).

### ماهیت و مفهوم جریان نقد آزاد

جریان نقد آزاد نشان دهنده‌ی پول نقدی است که مدیران بوسیله‌ی تقویت آن می توانند بر ارزش شرکت خود بیافزایند. برای ارزیابی عملکرد شرکت از طریق معیار جریان نقد آزاد ابتدا بایستی عوامل موثر بر این معیار مثل سود خالص، هزینه‌ی استهلاک داراییهای مشهود و نامشهود، مخارج سرمایه ای، سود تقسیمی، هزینه‌ی تامین مالی، مالیات بر درآمد و سایر موارد مشابه دیگر را شناسایی و مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. شرکتی که دارای جریان های نقد آزاد بالایی باشد از مطلوبیت و محبوبیت بیشتری نزد سرمایه گذاران و بستانکاران برخوردار است. این مطلوبیت زمانی قابل قبول است که شرکت مرحله رشد را گذرانده و دیگر فرصت های سرمایه‌گذاری سودآور بالایی نداشته باشد. در مقابل برخی از شرکت ها ممکن است که با جریان های نقد آزاد منفی مواجه شوند. جریان نقد آزاد منفی همیشه بد و

---

1. Paul et al.

## ۲۲ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

نامطلوب نیست. بلکه علل منفی شدن آن مهم بوده و بایستی مورد تجربه و تحلیل قرار گیرد. اگر بدان سبب منفی شده که سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات منفی باشد، بی شک این نوع منفی شدن پیام بدی را مخابره می کند، زیرا که شرکت احتمالاً با مسائل و مشکلات عملیاتی روبرو شده است. اما چنانچه منفی شدن جریان وجوه نقد آزاد ناشی از سرمایه‌گذاری وجوه در فرصت‌های سودآور موجود و بکارگیری منابع زیاد در اقسام سرمایه‌گذاری برای ادامه و تحقق رشد باشد، این نوع منفی شدن هیچ عیبی ندارد، مقطعی است و به دوره‌های کوتاه مدت زمان سرمایه‌گذاری مربوط می شود. مطلوبیت و سودآوری سرمایه‌گذاری در چنین فرصت‌هایی در بلندمدت ظاهر می شود و درازمدت به مثبت شدن جریان‌های وجوه نقد آزاد منجر می گردد (رضوان راز و همکاران، ۱۳۸۸).

### اهمیت جریان‌های نقد آزاد

یکی از گزارش‌های مالی که در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می گیرد، صورت جریان نقدی است. صورت جریان نقدی ابزار انتقال اطلاعات برای ارزیابی توان بازپرداخت بدهی، نقدینگی و انعطاف‌پذیری مالی است (رضوانی راز و حقیقت، ۱۳۸۴). وجه نقد از منابع مهم و حیاتی در هر واحد سودآوری است و ایجاد توازن وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی، مهم‌ترین عامل سلامت اقتصادی هر واحد سودآور است. وجه نقد از طریق عملیات عادی و سایر منابع تامین مالی، به واحد سودآوری وارد می شود و برای اجرای عملیات، پرداخت سود، بازپرداخت بدهی‌ها، و گسترش واحد سودآوری به مصرف می رسد. روند ورود و خروج وجه نقد، در هر واحد سودآور بازتاب تصمیم‌گیریهای مدیریت در مورد برنامه‌های کوتاه و بلندمدت عملیاتی و طرح‌های سرمایه‌گذاری و تامین مالی است (دستگیر و خدابنده، ۱۳۸۲).

در صورت جریان وجوه نقد معمولاً وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی بیانگر توانایی شرکت برای ایجاد جریان‌های نقدی است. با وجود این بسیاری از تحلیل‌گران مالی معتقدند وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی وجوهی است که نه تنها باید در دارایی‌های ثابت جدیدی سرمایه‌گذاری شده تا شرکت بتواند سطح جاری فعالیت‌های خود

### جریان وجوه نقد آزاد ▼ ۲۳

را حفظ نماید بلکه بخشی از این وجوه نیز باید به منظور رضایت سهامداران تحت عنوان سود سهام و یا بازخرید آن بین آنها توزیع شود. لذا وجوه نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی به تنهایی نمی تواند به عنوان توانایی واحد تجاری برای ایجاد جریان های نقدی تلقی گردد. جریان نقد عملیاتی، وجه نقد ایجاد شده در نتیجه عملیات شرکت است که معمولاً با کسر شدن همه هزینه های عملیاتی از درآمدها به دست می آید. از این رو لازم است به منظور ارزیابی توانایی واحد تجاری در کنار وجوه نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی جریان های نقد آزاد آن نیز محاسبه و مورد ارزیابی قرار گیرد (کیمیل و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴). مفهوم مهمی که در صورت جریان وجوه نقد وجود دارد، جریان نقد آزاد است که معیاری برای اندازه گیری عملکرد شرکت ها می باشد که بر روی قیمت بازار سهام شرکت نیز می تواند اثر داشته باشد (مرادزاده فرد و همکاران، ۱۳۸۹). همچنین باید توجه داشت که معیارها حسابداری قدیمی از قبیل سود هر سهم و بازده دارایی ها به تنهایی نمی توانند بیانگر عملکرد واحد تجاری باشند بلکه این معیارها باید در کنار معیارهایی از قبیل جریان های نقد آزاد واحد تجاری به کار برده شوند. چرا که کتمان و دستکاری FCF بسیار دشوار بوده در حالی که سود مکرراً توسط مدیران واحدهای تجاری دستکاری می گردد (مهرانی و باقری، ۱۳۸۸).

از جمله مهم ترین مواردی که بر سیاست های تامین مالی تاثیر دارد، می توان به جریان نقد آزاد اشاره کرد. زیرا، جریان های ورود و خروج وجه نقد یک واحد تجاری جزء اساسی ترین رویدادهایی است که شالوده ی بسیاری از تصمیم گیری ها و قضاوت های سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان درباره ی آن واحد می باشد. در تئوری جریان نقد آزاد از وجوه مازاد به عنوان معیار ارزیابی قدرت باز پرداخت بدهی یاد شده است. زیرا پرداخت بدهی در سررسید به وجوهی بستگی دارد که به صورت مازاد نگهداری می شوند. از آنجا که بستانکاران و اعتبار دهندگان هر شرکتی انتظار دارند که مطالباتشان در سررسید تعیین شده بازپرداخت شوند، لذا جهت سرمایه گذاری و اعتباردهی به شرکت هایی که جریان نقد آزاد بالایی دارند علاقه و تمایل بیشتری از خود نشان می دهند. جریان نقد آزاد، مبلغ نقد

---

1. Kimmel et al.

## ۲۴ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

در اختیار شرکت است که می تواند برای انجام سرمایه‌گذاری های مورد نظر، پرداخت سود سهام، بازپرداخت بدهی یا برای افزایش نقدینگی مورد استفاده قرار می گیرد (رضوانی راز و حقیقت، ۱۳۸۴).

جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می دهد تا فرصت‌هایی را جست و جو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی ها امکان پذیر نیست. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه‌ی نگهداری وجه نقد و هزینه‌ی وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود. مقدار مثبت جریان نقد آزاد برای شرکت نشان می دهد که شرکت پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری ها دارای وجوه نقد مازاد است. از طرف دیگر، مقدار منفی نشان می دهد که شرکت درآمد کافی به منظور پوشش هزینه‌ها و فعالیت های سرمایه‌گذاری اش ایجاد نکرده است. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران باید در ارزیابی دلایل این رویداد کاوشهای عمیق تری به عمل آورند. این امر می تواند علامتی از مشکلات حاد شرکت مورد رسیدگی باشد (شیخ و همکاران، ۱۳۹۱).

## کاربرد جریان های نقد آزاد

جریان نقدی آزاد می تواند در ارزیابی سلامت مالی یک شرکت مفید باشد، چرا که تمام مفروضات حسابداری موجود در ساختار سود را کنار می گذارد. از نظر سهامداران واحد تجاری جریان های نقد آزاد می تواند به عنوان معیاری به منظور ایجاد ارزش برای آنان تلقی شود. زیرا واحدهای تجاری که جریان های نقد آزاد مثبت بالایی داشته باشند، انتظار می رود که با سرمایه‌گذاری وجوه مذکور در طرح های سرمایه‌گذاری جدید بتوانند برای سهامداران خود ایجاد ارزش نماید (مهام و همکاران، ۱۳۸۴).

همچنین جریان های نقد آزاد می تواند به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد مدیران باشد. با توجه به اینکه سود خالص توسط مدیران واحد تجاری عموماً مدیریت می شود، نمیتواند



### جریان وجوه نقد آزاد ▼ ۲۵

معیار مناسبی برای ارزیابی واحد تجاری قلمداد شود. اما با توجه به اینکه دستکاری جریان‌های نقد آزاد امری دشوار است می‌تواند معیار مناسبی برای ارزیابی عملکرد باشد. البته باید توجه داشت که جریان‌های نقد آزاد کم یا منفی لزوماً نشانگر عملکرد ضعیف واحد تجاری نمی‌باشد. زیرا واحدهای تجاری در حال رشد به دلیل سرمایه‌گذاری زیاد معمولاً از وجه نقد آزاد منفی یا پایینی برخوردار هستند که این امر در شرکت‌های پویا امری طبیعی است و به تنهایی نمی‌تواند نشانگر وضعیت نامطلوب واحد تجاری باشد. در صورتی که این سرمایه‌گذاری‌ها بازده بالایی داشته باشد می‌تواند در بلندمدت نتایج مطلوبی همراه داشته باشد. در حالی که شرکت‌هایی که از نظر رشد در حال نزول می‌باشد ممکن است به دلیل عدم سرمایه‌گذاری دارای وجه نقد آزاد بالایی باشند (شیخ و همکاران، ۱۳۹۱).

جریان‌های نقد آزاد از دیدگاه مدیران واحد تجاری می‌توانند کاربردهای مهمی در تقسیمات نقدی سود، بازخرید سهام، بازپرداخت بدهی‌ها و تادیه تعهدات واحد تجاری، تحصیل شرکت‌های دیگر توسط واحد تجاری داشته باشد. اگر جریان‌های نقد آزاد برای تحصیل شرکت‌های دیگر با سرمایه‌گذاری مجدد در پروژه‌های سرمایه‌ای به طور موثری سرمایه‌گذاری گردد می‌تواند جریان‌های نقدی مازادی برای واحد تجاری ایجاد نماید (همان منبع).



## فصل ۳

---

### مدیریت سود

#### مفهوم مدیریت سود

فلسفه مدیریت سود، بهره‌گیری از انعطاف روش استاندارد و اصول پذیرفته شده حسابداری می‌باشد. البته تفسیرهای گوناگونی که می‌توان از روشهای اجرایی یک استاندارد حسابداری برداشت کرد، از دیگر دلایل وجود مدیریت سود می‌باشد. این انعطاف پذیری دلیل اصلی تنوع موجود در روشهای حسابداری است. در زمانی که تفسیر یک استاندارد بسیار انعطاف پذیر است، یکپارچگی داده‌های ارائه شده در صورت‌های مالی کمتر می‌شود. اصول تطابق و محافظه کاری نیز می‌تواند باعث مدیریت سود شود. بنابراین گفته گتشو<sup>۱</sup> (۱۹۸۶)، شرکت کارباید<sup>۲</sup>، سود سه ماهه نخست سال مالی خود را بدون اضافه نمودن به موجودی نقد و تنها با استفاده از روش تعهدی حسابداری استهلاک، معافیت‌های مالیاتی سرمایه‌گذاری‌ها و به

- 
1. Getschow
  2. Carbide

## ۲۸ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

حساب دارایی بودن بهره، افزایش داد. مدیران شرکت تأکید کرده‌اند که این کار برای ارائه‌ی صورت‌های مالی واقعی‌تر و قابل مقایسه کردن صورت‌های مالی شرکت، با سایر شرکت‌های در صنعت مشابه، صورت گرفته است. تحلیل گران مالی و حساب‌رسان از این پدیده به عنوان «ترفند حسابداری» نام می‌برند. این در حالی است که تمامی این اقدامات در چارچوب اصول پذیرفته شده حسابداری صورت گرفته است (نوروش و دیگران، ۱۳۸۴).

مفهوم مدیریت سود از زوایای مختلفی مورد بررسی و پژوهش قرار گرفته است و تعاریف مختلفی از آن ارائه شده است. برای نمونه از نظر گاردون و همکارانش، اگر زمانی مدیران روش خاصی از روشهای حسابداری را برگزینند و نوسانات سودهای گزارش شده کاهش یابد، نتیجه مدیریت سود است. آنها همچنین متذکر می‌شوند که مدیران در حدود قدرتشان که ناشی از آزادی عمل در چارچوب اصول و روش‌های پذیرفته شده حسابداری است می‌توانند روی سود گزارش شده اثر بگذارند. به عقیده هیلی و والن<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) مدیریت سود هنگامی رخ می‌دهد که مدیران از قضاوت‌های شخصی خود در گزارشگری مالی استفاده کنند و ساختار معاملات را جهت تغییر گزارشگری مالی دست کاری می‌نمایند. این هدف به قصد گمراه نمودن برخی از صاحبان سود در خصوص عملکرد اقتصادی شرکت با تأثیر بر نتایج قراردادهایی است که انعقاد آنها منوط به دستیابی به سود شخصی می‌باشد، صورت می‌گیرد (پری تود و دیگران، ۲۰۰۹ به نقل از نامدار، ۱۳۸۹)<sup>۲</sup>.

شیپر<sup>۴</sup> (۱۹۹۳) مدیریت سود را دخالت عمدی در فرآیند گزارشگری مالی خارجی با قصد به دست آوردن سود، تعریف می‌کند.

به طور کلی می‌توان گفت که مدیریت سود یعنی اقدامات آگاهانه بعمل آمده توسط مدیریت در خصوص چگونگی گزارش سود جهت رسیدن به اهداف خاص به گونه‌ای که منطبق با اصول و رویه‌های حسابداری می‌باشد. هرچند که این تعریف‌ها در سطح وسیع مورد پذیرش است، اما کاربرد عملیاتی این تعریف‌ها، کمی دشوار است، زیرا قصد و نیت مدیریت، شواهد عینی در اختیار نمی‌گذارد. در ادبیات حسابداری ارائه‌ی تعریف روشن از

1. Healy & Wahlen

2. Pery tood et al

## مدیریت سود ▼ ۲۹

مدیریت سود مشکل است، زیرا مرز میان مدیریت سود و تقلب‌های مالی مشخص نمی‌باشد. تقلب مالی، حذف یا دستکاری عمدی واقعیات اصلی یا داده‌های حسابداری است که در کنار سایر داده‌های موجود، باعث تغییر قضاوت و یا تصمیم‌گیری استفاده‌کننده از داده‌ها خواهد شد. جهت تعیین خط مشی کمیسیون بورس اوراق بهادار در خصوص مدیریت سود، نظرهای اخیر کمیسیون بورس اوراق بهادار مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. در حالی که بیشتر این منابع به واژه مدیریت سود اشاره داشتند، ولی هیچ کدام از این منابع تعریف روشنی از مدیریت سود ارائه نداده‌اند. هرچند که لویت<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) خاطرنشان می‌سازد که انعطاف‌پذیری در حسابداری به این حرفه اجازه می‌دهد که نوآوری‌هایی داشته باشد. انحرافات چون مدیریت سود، هنگامی رخ می‌دهد که افراد از این انعطاف‌پذیری سوء استفاده می‌نمایند و از این انحرافات جهت پوشش نوسان‌های مالی واقعی استفاده می‌شود. این مهم باعث می‌شود نتایج واقعی عملکرد مدیریت آشکار نشود (نوروش و دیگران، ۱۳۸۴). بطور وضوح، مطالعات تئوری نمایندگی بارها تحت طبقه‌بندی مدیریت سود قرار گرفته از این رو، مدیریت شرکت تلاش دارد تا سود را تحت تأثیر قرار دهد برای:

- ۱- ماکزیمم نمودن پاداش‌ها.
- ۲- اجتناب از نقص شروط بدهی‌های اوراق قرضه که از پرداخت سود سهام جلوگیری می‌کند.
- ۳- حداقل نمودن گزارش درآمد برای به حداقل رساندن دخالت دولت اگر مؤسسه قابلیت سیاسی بالایی داشته باشد.

### انگیزه‌های مدیریت سود

پژوهش‌های انجام شده، مدارک مناسبی در مدیریت (دستکاری) سود در شرایط مختلف را نشان می‌دهد. مدیران شرکتها تلاش می‌کنند از طریق مدیریت سود، رشد سودآوری شرکت را به گونه‌ای نشان دهند که باعث افزایش سطح بازده مورد انتظارشان شود.

---

<sup>1</sup> Levitt

### ۳۰ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

از آنجایی که محیط اقتصادی (حسابداری)، اجتماعی و فرهنگی ایران متفاوت از کشورهای غرب می‌باشد ممکن است انگیزه‌های مدیریت سود نیز در ایران متفاوت از کشورهای غربی باشد. در چند مطالعه انجام گرفته طرح‌های پاداش را یکی از انگیزه‌های مدیریت سود در نظر گرفته اند. به منظور جبران خلاقیت و ابتکارات مدیریت در یافتن و بکارگیری رویه‌ها و روش‌های کاری جدتر و بهتر، غالباً سازمان به مدیریت پاداش می‌دهد. پاداش غالباً به خاطر انجام وظایف در سطحی بالاتر از استانداردهای عادی کاری صورت می‌گیرد. طرح‌های پاداش مبتنی بر ارقام سود حسابداری در کنار عوامل دیگری چون امنیت شغلی، سطح شغلی و اندازه شرکت که رابطه مستقیم با رفاه مدیریت دارد، به طور مستقیم یا غیرمستقیم با سودآوری بالای شرکت در ارتباط است. فرض بر این است که مدیران به دنبال افزایش رفاه از طریق افزایش سودآوری شرکت می‌باشند.

هلی<sup>۱</sup> (۱۹۸۵) در یک پژوهش تجربی به این نتیجه رسید که اگر پاداش مدیریت از سطح موردنظر کمتر باشد، مدیریت بخشی از سود سال‌های آتی را به دوره جاری منتقل می‌نماید، او پیش‌بینی کرد که مدیران به صورت فرصت طلبانه به نحوی بر سود خالص مدیریت می‌کنند تا پاداش خود را حداکثر سازند. نتایج حاصله نشان داد که اگر سود خالص کمتر از میزانی باشد که به مدیر پاداش تعلق گیرد، این انگیزه بوجود می‌آید که مدیریت حتی سود را باز هم پایین‌تر گزارش کند، تا احتمال دریافت پاداش سال بعد افزایش یابد. یافته‌های او با این فرضیه که مدیران هنگامی که پاداش قابل پرداخت به آنها حداکثر باشد کمتر به مدیریت (دستکاری) سود سوق پیدا می‌کنند، سازگار بود. اسلون<sup>۲</sup> (۱۹۹۵) و لارکر و هالتازن<sup>۳</sup> (۱۹۹۵) در پژوهشهایی که در این موضوع انجام دادند به یافته‌های هلی رسیدند. در چندین مطالعه دیگر، امنیت شغلی و سطح شغلی از انگیزه‌های مدیریت سود قلمداد شده است به این صورت که اگر مدیران این احتمال را بدهند، که با گزارش سود واقعی، امنیت شغلی یا سطح شغلی آنها به خطر می‌افتد، برای رفع احتمال این خطر، به ناچار سود

<sup>1</sup> Healy

<sup>2</sup> Sloan

<sup>3</sup> Larker & Halthausen

### مدیریت سود ▼ ۳۱

را دستکاری می‌کنند. دی انجلو<sup>۱</sup> (۱۹۸۸) در گزارش بیان کرد که در صورت رقابتی بودن انتخاب مدیران به عنوان نماینده سهامداران، مدیران ممکن است برای غلبه بر رقیبان در این رقابت و ابقاء شدن در سمت فعلی (نماینده سهامداران) به دستکاری سود دست می‌زنند؛ تا یک تصویر مطلوب از عملکردشان را برای جلب اعتماد سهامداران ارائه نمایند (جیریورن و دیگران، ۲۰۰۸، ص ۶۲۴)<sup>۲</sup>.

اخیراً بارگیل و بی بچوک<sup>۳</sup> (۲۰۰۳)، با ارائه مدلی استدلال کردند، مدیرانی که صاحب مقدار زیادی سهام در شرکت تحت مدیریت شان هستند و نیز قصد دارند در کوتاه مدت، تعدادی از این سهام را بفروشند، آنها این انگیزه را خواهند داشت تا با مدیریت (دستکاری) سود، قیمت سهام را در بازار فروش بالا برده و از ارزش سهامشان سود زیادی بدست می‌آورند (تیوپارک و ذبک پارک، ۲۰۰۴، ص ۳۸۲)<sup>۴</sup>.

یکی دیگر از انگیزه‌های مدیریت سود، هزینه‌های سیاسی می‌باشد، که یکی از شاخص‌های حساسیت سیاسی اندازه شرکت است. موزز<sup>۵</sup> معتقد است که هر چه اندازه شرکت بزرگتر باشد، مدیران شرکت انگیزه و تمایل بیشتری در مدیریت سود خواهند داشت. به عقیده او با بزرگتر شدن شرکت‌ها، مسئولیت پاسخگویی آنها نیز بیشتر می‌شود و با این شرایط مدیران شرکت‌ها در معرض پاسخ گویی به طیف وسیعی از مدعیان قرار می‌گیرند. عده‌ای نیز معتقدند که هر چه اندازه شرکت بزرگتر باشد در معرض رسیدگی‌های دقیق تر قرار می‌گیرند، لذا شرکت‌های بزرگتر تمایل کمتری به دستکاری سود دارند. یکی دیگر از شاخص‌های حساسیت سیاسی، تعداد کارکنان شرکت است، زیرا کارکنان شرکت یکی گروه‌های سیاسی برای شرکت‌ها می‌باشند. هرچه تعداد کارکنان بیشتر باشد، فشار وارده به شرکت جهت دستیابی به اهداف گروه بیشتر خواهد بود. در نتیجه مدیریت ممکن است

- 
1. Deangelo
  2. Jiraporn et al.
  3. Bar Gill & Bebchak
  4. Taewoopark & Myuny Seok Park
  5. Moses

### ۳۲ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

جهت کاهش فشار وارده اقدام به اتخاذ تدابیری جهت کاهش سود نمایند (پورحیدی و همتی، ۱۳۸۳).

غالباً تأمین مالی از طریق بدهی به دلیل صرفه جویی مالیاتی و نرخ پایین تر آن در مقایسه با بازده مورد انتظار سهامداران برای مدیران شرکت ها از ارجحیت برخوردار است. اما برای اعتبار دهندگان موضوع مهم در خصوص اعطای وام و اعتبار توان پرداخت اصل و بهره وام و اعتبارات پرداختی می باشد. در کشورهای غربی نظیر امریکا، اعتبار دهندگان جهت ارزیابی توان پرداخت اصل و بهره وام به صورت های مالی شرکت ها اتکا می کنند که در این میان صورت سود و زیان (خصوصاً سود قبل از بهره) از اهمیت خاصی برخوردار می باشد. با توجه به اهمیت صورت های مالی خصوصاً صورت سود و زیان در تصمیم گیری جهت اعطای وام و اعتبار ممکن است مدیران شرکت ها برای جلب نظر مساعد اعتبار دهندگان وضعیت مطلوبی از سودآوری شرکتها را به نمایش بگذارند تا ضمن جذب سرمایه لازم بتوانند هزینه بدهی را کاهش دهند.

از سوی دیگر، افزایش احتمال عدم رعایت تعهدات در یک قرارداد استقراض، سبب افزایش نرخ تأمین مالی از طریق بدهی خواهد گردید. لذا یکی دیگر از انگیزه های دستکاری سود کاهش احتمال عدم رعایت تعهدات موضوع قرارداد خواهد بود.

### طبقه بندی مدیریت سود

#### انواع روشهای مدیریت سود

رونن و سادن مدیریت سود را به ۳ روش کلی ممکن دانسته اند (حسنی، ۱۳۹۱):

\* مدیریت از طریق وقوع یا تشخیص رویدادها<sup>۱</sup>: مدیران می توانند زمان وقوع رویدادهای مالی را به گونه ای برگزینند که تاثیر آن کاهش نوسانهای دوره ای سودهای گزارش شده باشد. این امکان از آن جهت میسر میشود که وقوع برخی رویدادهای مالی تابعی از قواعد حسابداری حاکم بر شناخت آن است.

---

1. Events Accurance and / or Recognition



### مدیریت سود ▼ ۳۳

\* مدیریت از طریق تخصیص در طول زمان<sup>۱</sup>: مدیر می تواند با استفاده از اختیارات کنترلی به تخصیص اثرات ریالی برخی رویدادهای مالی در طول زمان (دوره های مالی مختلف) اعمال نظر کند به گونه ای که نتایج آن روند همواری از سود های گزارش شده باشد (به عنوان مثال انتخاب روش مستقیم یا نزولی در محاسبه استهلاک).

\* مدیریت از طریق طبقه بندی<sup>۲</sup>: در این روش مدیران با انتخاب اقلام میانی صورت حساب سود و زیان ترتیب مکانی قرار گرفتن آن ها را تحت کنترل قرار می دهند که نتیجه آن تاثیر بر میزان سود گزارش شده در مراحل مختلف است (به عنوان مثال عادی یا غیرعادی تلقی کردن برخی اقلام سود و زیان).

### انواع مدیریت سود

رسوایی اخیر در انرون و ورلدکام<sup>۳</sup> و شرکتهای دیگر این احساس عمومی را در جامعه ایجاد کرد که مدیریت سود اعمال شده توسط مدیران شرکتها در اکثر مواقع به صورت فرصت طلبانه است، تا بتوانند از این نوع مدیریت سود حداکثر منفعت شخصی را ببرند و کمتر به منافع سهامداران توجه دارند. با قوت گرفتن این ذهنیت در جامعه که در اکثر مواقع مدیریت سود منفی صورت می گیرد، اخیراً قانون گذاران در تعدادی از قوانین مدیریتی برای مقابله با مدیریت سود فرصت طلبانه تجدیدنظر کرده اند و مثلاً قانونی وضع کرده اند که اعضای مشخص هیات مدیره شرکتها، بایستی مهارت مالی داشته باشند. در عین حال، تعدادی از محققان با مطالعات علمی که انجام داده اند، ادعا دارند که مدیریت سود ممکن بصورت کارآمد (سودمندانه) باشد. زیرا آنها بطور بالقوه اطلاعات سودمند راجع به سود را افزایش می دهند (جیرپورن و دیگران، ۲۰۰۸، ص ۶۲۳-۶۲۲).<sup>۴</sup>

- 
1. Allocation over Time
  2. Classification
  3. Enron & Worldcom
  4. Iiraporn et al.

### ۳۴ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

اسکات<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) مدیریت سود را به دو نوع بیان کرد:

۱- مدیریت سود فرصت طلبانه<sup>۲</sup>: یعنی مدیریت، سود را به صورتی دستکاری و گزارش می کند تا حداکثر منافع را برای خودش کسب کند.

۲- مدیریت سود کارآ (سودمند)<sup>۳</sup>: یعنی مدیریت، سود را با اطلاعات محرمانه و خصوصی که دارد اصلاح و بهبود و گزارش می کند تا حداکثر منافع را برای سهامداران داشته باشد. برگز تیلر و دی چو<sup>۴</sup> (۱۹۹۷) و بالزیم و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۲) در پژوهش هایی جداگانه به شواهدی دست یافتند که با دید فرصت طلبانه سازگار است. از طرف دیگر سبرمنی ام<sup>۶</sup> (۱۹۹۶)، گال، لانک و اسیرینی دی<sup>۷</sup> (۲۰۰۰) و کریشن<sup>۸</sup> (۲۰۰۳) در پژوهش هایی به این نتیجه رسیدند که رفتار اقلام تعهدی اختیاری (نماینده ای از مدیریت سود) با چشم انداز کارآ (سودمند) سازگار می باشد، زیرا اقلام تعهدی اختیاری ارتباط مثبت معنی داری با سودآوری آتی دارد.

پژوهش های وسیعی در مدیریت سود انجام شده، اما پژوهش در خصوصی عوامل تأثیر گذار در انتخاب نوع خاصی از مدیریت سود کاملاً کم است. کریشن<sup>۹</sup> (۲۰۰۳) در پژوهشی کشف کرد که حسابرس مستقل اغلب به عنوان نماینده ای از شیوه های حاکمیت شرکتی بکار رفته و نقش مهمی را در ترغیب مدیران به سمت مدیریت سود فرصت طلبانه بازی می کنند. نماینده های دیگر حاکمیت شرکتی عبارتند از: نسبت هیات مدیره مستقل و وجود کمیته حسابرسی (ورونیکا، سیدهارتایودم، ۲۰۰۸، ص ۲)<sup>۱۰</sup>.

- 
1. Scott
  2. opportunistic earnings management
  3. efficient (beneficial) earnings management
  4. Tiller & di chio
  5. Balzem et al
  6. seremeni
  7. Lang & eserni
  8. Krishen
  9. Krishnan
  10. Veronica & Sidharta utama

### مدیریت سود ▼ ۳۵

هلی و پالپو<sup>۱</sup> (۱۹۹۳) در جهت طرفداری از مدیریت سود فرصت طلبانه استدلالی دارند. برای مثال غیرهم محور بودن مدیران و سهامداران را محرکی می دانند که مدیران از انعطاف‌های فراهم شده توسط اصول پذیرفته شده حسابداری<sup>۲</sup> به صورت فرصت طلبانه استفاده می کنند. در نتیجه یک وضع غیرعادی در گزارش سود ایجاد می کند. بنابراین به طور کلی شواهد موجود در پژوهشها که نوع مدیریت سود فرصت طلبانه است یا کارآ تا حدودی مبهم می باشد.

پورنزد جیرپورن و دیگران<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) برای تشخیص نوع مدیریت سود از تئوری نمایندگی بهره برده‌اند و بیان می کنند که یک ارتباط معکوس بین هزینه نمایندگی و مدیریت سود وجود دارد و مدیران در شرکت‌هایی که هزینه نمایندگی کمتر می باشد، مدیریت سود بیشتری را انجام می دهند و در شرکت‌هایی که هزینه نمایندگی بیشتر است، مدیریت سود با درجه خیلی پایین انجام می گیرد.

مدیریت سود خوب در برابر مدیریت سود بد: در مدیریت سود «بد» که در اصل، همان مدیریت سود نامناسب است، تلاش می شود عملکرد عملیاتی واقعی شرکت با استفاده از ایجاد ثبت های حسابداری مصنوعی یا تغییر برآوردها، از میزان معقول، مخفی بماند. برای مثال، هیأت اجرائیه ی یک شرکت ممکن است تأثیرات یک حاشیه سود کم را با ثبت درآمدهای دوره بعد در این دوره یا کاهش هزینه های مطالبات سوخت شده، افزایش دهند. پنهان کردن روند عملیات واقعی با استفاده از تهاثرهای حسابداری مصنوعی و افشاء نشده از مصادیق مدیریت سود بد می باشد. که اغلب نیز امری غیرقانونی می باشد. به این دلیل وجود ذخایر مخفی، شناخت نادرست درآمد، قضاوت های محافظه کارانه، بیش از حد یا کمتر از حد می با شد. در بدترین حالت، اینها به تقلب منجر می شود.

در مقابل، مدیریت سود «خوب» نیز وجود دارد. یک فعالیت عاقلانه و مناسب که بخشی از فرآیند مدیریت عالی و اعاده ارزش سهامداران می باشد، از موارد مدیریت خوب سود به

- 
1. Healy & palepu
  2. GAPP
  3. Jiraporn et all

### ۳۶ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

شمار می رود. مدیریت سود خوب از فرآیند روزمره اداره یک شرکت با مدیریت عالی، محسوب می شود، که در طی آن مدیریت، بودجه معقول تعیین می نماید، نتیجه ها و شرایط بازار را بررسی می کند، در برابر تمامی تهدیدات و فرصت های غیرمنتظره واکنش مثبت نشان می دهد و تعهدات را در بیشتری یا تمامی موارد به انجام می رساند. یک شرکت نیاز به بودجه ریزی، داشتن هدف، سازماندهی عملیات داخلی و ایجاد انگیزه در کارکنانش در کنار ایجاد یک سیستم بازخورد، جهت آگاهی سرمایه گذارانش دارد. رسیدن به نتیجه های با ثبات و قابل پیش بینی و رسیدن به روند مثبت سود با استفاده از محرک های طرح ریزی و عملیاتی خوب، نه غیرقانونی است و نه غیر اخلاقی. نشانه ای از مهارت ها و پیشرفت است که بازار در پی آنست و به آن پاداش می دهد. گاهی اوقات به این مدیریت سود «خوب» مدیریت سود «عملیاتی» گفته می شود (دیجورج، ۱۹۹۹)<sup>۱</sup> که در آن مدیریت اقداماتی را در جهت تلاش برای ایجاد عملکرد مالی با ثبات (با استفاده از تصمیمات قابل قبول و داوطلبانه) انجام می دهد. برای مثال، مدیریت ممکن است فعالیت روزانه کارخانه را تا چند ساعت زودتر تعطیل کند و به کارگران بعد از ظهر مرخصی دهد. این تصمیم به خاطر آنست که آنان به اهداف تولید به خوبی برسند یا به خاطر آن است که سطح موجودی تولید شده به اندازه کافی بالا می باشد و نیازی به موجودی بیشتر نیست. یا این که به عکس کارگران را به دلیل نرسیدن به اهداف تولید، تنبیه می نماید. تمامی این موارد اتفاق می افتد، تجارب چیزی جز تلاش در رسیدن به اهداف و رسیدن به رشد با ثبات و قابل اتکا، در کنار عکس العمل در مقابل رقبا و توسعه بازار نیست. یک مدیریت سود خوب، ممکن است تصمیم گیری کند که به اختیار در دوره ای که درآمد عملیاتی پایین است، تعدادی از دارایی ها به فروش رود شاید شرکت در حال بستن یک قرارداد خوب باشد که در دوره بعد درآمد زایی دارد و نشان دادن این سود در جهت لطمه وارد نکردن به اعتبار شرکت، مورد نیاز باشد- در صورت بیان مناسب، روند ایجاد شده، گمراه کننده نخواهد بود. برخی افراد باور دارند که چنین عملی، تصمیم گیری را خدشه دار می نماید و کیفیت سود را کاهش می دهد ولی تصمیم گیری بر

---

1. Dijorje

### مدیریت سود ▼ ۳۷

این پایه استوار است که آیا نتیجه های به دست آمده قابل اتکاء است و آیا مبادله ها به گونه ای مناسب بیان شده است یا خیر. از این رو می توان نتیجه گرفت که مدیریت سود، بد نیست. در حقیقت مقوله ای مورد پذیرش و مورد نیاز در درون و برون شرکت توسط تمامی صاحبان سود بازار سرمایه می باشد (نوروش و دیگران، ۱۳۸۴، ص ۱۷۰).<sup>۲</sup>



## فصل ۴

### مفاهیم و تعاریف مختلف حاکمیت شرکتی

اولین مفهوم عبارت حاکمیت شرکتی، از واژه لاتین Gvbernare به معنای هدایت کردن گرفته شده که معمولاً برای هدایت یک کشتی به کار می رود و دلالت بر این دارد که حاکمیت شرکتی مستلزم هدایت است تا کنترل. روش های متعددی برای تعریف حاکمیت شرکتی وجود دارد که از تعاریف محدود و متمرکز بر شرکت ها و سهامداران آن ها تا تعاریف جامع و در برگیرنده پاسخ گویی شرکت ها در قبال گروه کثیری از سهامداران، افراد یا ذینفعان هستند (حساس یگانه، ۱۳۹۱).

تعاریف موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع شامل دیدگاه های محدود در یک سود و دیدگاه های گسترده در سوی دیگر قرار دارند. در دیدگاه محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می شود. این یک الگوی قدیمی است که در قالب تئوری نمایندگی بیان می شود. در آن سوی طیف حاکمیت شرکتی را می توان به صورت یک شبکه از روابط دید که نه تنها بین شرکت و مالکان آن ها بلکه بین شرکت و

#### ۴۰ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

عده زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و ... وجود دارند چنین دیدگاهی در قالب تئوری ذینفعان دیده می شود در ادامه چند تعریف از حاکمیت شرکتی ارائه می شود (همان):

۱- فدراسیون بین المللی و حسابداران<sup>۱</sup> در سال ۲۰۰۴

حاکمیت شرکتی تعدادی مسئولیت ها و شیوه های اعمال شده توسط هیات مدیره و مدیران موظف با هدف مشخص کردن مسیر راهبردی است که تضمین کننده دستیابی به اهداف، کنترل ریسک ها به طور مناسب و مصرف منابع به طور مؤثرانه، می باشد.

۲- کادبری<sup>۲</sup> (۱۹۹۲)

سیستمی که شرکت ها با آن، هدایت و کنترل می شوند.

۳- پارکینسون<sup>۳</sup> (۱۹۹۴)

حاکمیت شرکتی عبارت است از فرآیند نظارت و کنترل برای تضمین اینکه مدیریت شرکت مطابق با منافع سهامداران عمل می کند.

۴- تری گر<sup>۴</sup> (۱۹۸۴)

حاکمیت شرکتی تنها مربوط به اداره عملیات شرکت نیست بلکه به هدایت، نظارت و کنترل اعمال مدیران اجرایی و پاسخ گویی آنها به تمام ذینفعان شرکت می باشد.

۵- کتابچه حاکمیت شرکتی بریتانیا (۱۹۹۶)

حاکمیت شرکتی عبارت است از رابطه بین سهامداران و شرکت ها آنان و روشی که سهامداران به کمک آن مدیران را به بهترین عملکرد تشویق می کنند (مثلاً با رای گیری در مجامع عمومی و جلسات منظم با مدیر ارشد شرکت ها)

۶- رابرت مانکز و نل مینو (۱۹۹۵)

ابزاری که هر اجتماع به وسیله آن جهت حرکت شرکت را تعیین می کند و یا، حاکمیت شرکتی عبارت است از روابط میان گروه های مختلف در تعیین جهت گیری و عملکرد

- 
1. Internaional Ferderation of Accountantes (IFAC)
  2. Cadbury
  3. Parkinson
  4. Tricker



## ۴۱ ▼ مفاهیم و تعاریف مختلف حاکمیت شرکتی

شرکت. گروه‌های اصلی عبارت‌اند از: سهامداران، مدیر عامل و هیات مدیره، سایر گروه‌ها، شامل کارکنان، مشتریان، فروشندگان، اعتبار دهندگان و اجتماع. به طور کلی تعاریف حاکمیت شرکتی در متون علمی دارای ویژگی‌های مشترک و معینی هستند که یکی از آن‌ها "پاسخ‌گویی"<sup>۱</sup> است. تعاریف محدود حاکمیت شرکتی متمرکز بر قابلیت‌های سیستم قانونی یک کشور برای حفظ حقوق سهامداران اقلیت می‌باشند. این تعاریف اساساً برای مقایسه بین کشوری مناسب هستند و قوانین هر کشور نقش تعیین‌کننده‌ای در سیستم حاکمیت شرکتی دارد. تعریف پارکینسون در سال ۱۹۹۴ در این زمره قرار می‌گیرد.

تعاریف گسترده‌تر حاکمیت شرکتی بر سطح پاسخ‌گویی وسیع‌تری نسبت به سهامداران و دیگر ذینفعان تاکید دارند. این تعارف مقبولیت بیشتری نزد صاحب‌نظران برخوردار هستند. تعارف گسترده‌تر نشان می‌دهند که شرکت‌ها در برابر کل جامعه؛ نسل‌های آینده و منابع طبیعی (محیط زیست) مسئولیت دارند. تعریف ارائه شده توسط تری گر در سال ۱۹۸۴ در این زمره قرار می‌گیرد. همچنین استدلال منطقی در این دیدگاه آن است که منافع سهامداران را فقط می‌توان با در نظر گرفتن منافع ذینفعان برآورده کرد، چو شرکت‌هایی که در برابر تمام ذینفعان مسئول می‌باشند، در درازمدت موفق‌تر و با رونق‌تر هستند. شرکت‌ها می‌توانند ارزش آفرینی خود را در درازمدت افزایش دهند و این کار را با انجام مسئولیت خود در برابر تمام ذینفعان و با بهینه‌سازی سیستم حاکمیت خود می‌کنند.

## سیستم‌های حاکمیت شرکتی

با بررسی کشور‌های مختلف در مورد سیستم‌های حاکمیت شرکتی متوجه می‌شویم که هیچ سیستم حاکمیت شرکتی کاملی وجود ندارد. که دلیل آن به عنوان تاثیرگذار بر حاکمیت شرکتی در کشور‌های مختلف بر می‌گردد (IOD, ۲۰۰۹؛ به نقل از سلیمی، ۱۳۸۹). عوامل تاثیرگذار داخلی کشور بر سیستم حاکمیت شرکتی شامل ساختار مالکیت

### 1. Accountability

## ۴۲ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

شرکتی، وضعیت اقتصادی، سیستم قانونی، سیاست های دولتی و فرهنگی است و همچنین عوامل بیرونی را جریان سرمایه از خارج به داخل، وضعیت اقتصاد جهانی، عرضه سهام در بازار سایر کشور ها و سرمایه‌گذاری نهادی فرامرزی تشکیل می دهد (گیلانم<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶).

تلاش های بسیاری برای طبقه بندی سیستم های حاکمیت شرکتی مختلف صورت گرفته است که از این میان طبقه بندی این سیستم ها به مدل درون سازمانی و برون سازمانی از محبوبیت بسیاری برخوردار است. که عبارت است از:

۱- مدل درون سازمانی<sup>۲</sup>: در این مدل تعداد کمی از سهامداران نهادی کنترل و مدیریت شرکت را در دست دارند. و تفکیک مدیریت و سهامداران دشوار است و به دلیل کنترل بیشتر سهامداران مشکلات نمایندگی کمتری وجود دارد. این مدل بیشتر در کشور های اروپای شرقی و آسیا رایج است.

۲- مدل برون سازمانی<sup>۳</sup>: در این مدل اقتصاد کشور به صورت بازار محور بوده و از تعداد بیشماری از سهامداران جزئی تشکیل شده است، و همچنین مالکیت و مدیریت از هم جدا هستند. و در کشور های ایالات متحده و انگلستان رایج است.

عبارت درون سازمانی و برون سازمانی تلاش هایی را برای توصیف سیستم های حاکمیت شرکتی مختلف نشان می دهند. در واقع بیشتر سیستم های حاکمیت شرکتی در این دو طبقه مطرح شده قرار دارند. و در بعضی ویژگی ها اشتراک دارند. این دوگانگی حاکمیت شرکتی، ناشی از تفاوت هایی است که بین عوامل تاثیر گذار کشور های مختلف بر سیستم های حاکمیت شرکتی وجود دارد. برای روشن شدن بحث به دوطبقه اشاره شده و به طور تشریحی می پردازیم.

## سیستم های حاکمیت شرکتی درون سازمانی

- 
1. Gillanm
  2. Internal Model
  3. Xternal Model

### ۴۳ ▼ مفاهیم و تعاریف مختلف حاکمیت شرکتی

سیستم های حاکمیت شرکتی که در آن تعداد کمی از سهامداران نهادی، مالکیت و کنترل شرکت را در دست دارند. که این سهامداران اصلی ممکن است موسسین یا گروه های کوچکی از سهامداران نهادی مانند بانکها، شرکت های دیگر و یا دولت باشند. به اینگونه سیستم های حاکمیت شرکتی به دلیل روابط نزدیکی که بین شرکت و سهامداران عمده است سیستم های رابطه ای نیز گفته می شود (سلیمی، ۱۳۸۹).

در اینگونه سیستم ها اگر چه مشکلات کمی در رابطه با هزینه نمایندگی بین مالکان و مدیران وجود دارد. ولی به دلیل سطح تفکیک ناچیز مالکیت و کنترل، ممکن است مالکان از قدرت خود سوء استفاده نمایند. در این حالت سهامداران اقلیت نمی توانند از عملیات شرکت آگاه شوند. معمولاً شفافیت کمی وجود دارد و سوء استفاده محتمل از منابع مالی، نمونه هایی از سوء جریان ها در اسن سیستم هستند (حساس یگانه، ۱۳۸۴). از آنجا که ثروت شخصی مدیر عامل به طور فزاینده ای به ارزش شرکت وابسته است درگیر شدن مدیر عامل در فعالیت هایی که برای سهامداران ارزش آفرینی نمی کند برای مدیر عامل هزینه زیادی در بر خواهد داشت و این گونه مدیران تنها در صورتی حاضرند این گونه هزینه های زیاد را بپذیرند که منافع شخصی چشم گیری برای آن ها داشته باشد. محققان زیادی از جمله باگات و بولتون<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) معتقدند واگذاری بخشی از مالکیت به مدیران می تواند اهرمی باشد که مدیران را ترغیب کند تا در جهت منافع سهامداران عمل کنند. برخی از مکانیزم های حاکمیت شرکتی درون سازمانی که توسط بانکز<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) مطرح شده است عبارت اند از:

- ۱- هیات مدیره: انتخاب و استقرار هیات مدیره قوی و بی طرف
- ۲- مدیریت اجرایی: تقسیم مسئولیت ها بین مدیران اجرایی
- ۳- مدیریت غیر اجرایی: ایجاد کمیته های هیات مدیره از مدیران مستقل و غیر اجرایی
- ۴- کنترل های داخلی: طراحی، تدوین، و استقرار سیستم های کنترلی داخلی مناسب
- ۵- اخلاق سازمانی: تدوین و گسترش آیین رفتار حرفه ای و اخلاق سازمانی

1. Bhagat & Bolton

2. Banks

#### ۴۴ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

هر یک از مکانیزم‌ها، بر فرآیندها و فعالیت‌های شرکت‌ها نظارت دارند و موجب ارتقای پاسخگویی و دستیابی به سایر اهداف حاکمیت شرکتی می‌شوند.

### سیستم‌های حاکمیت شرکتی برون سازمانی

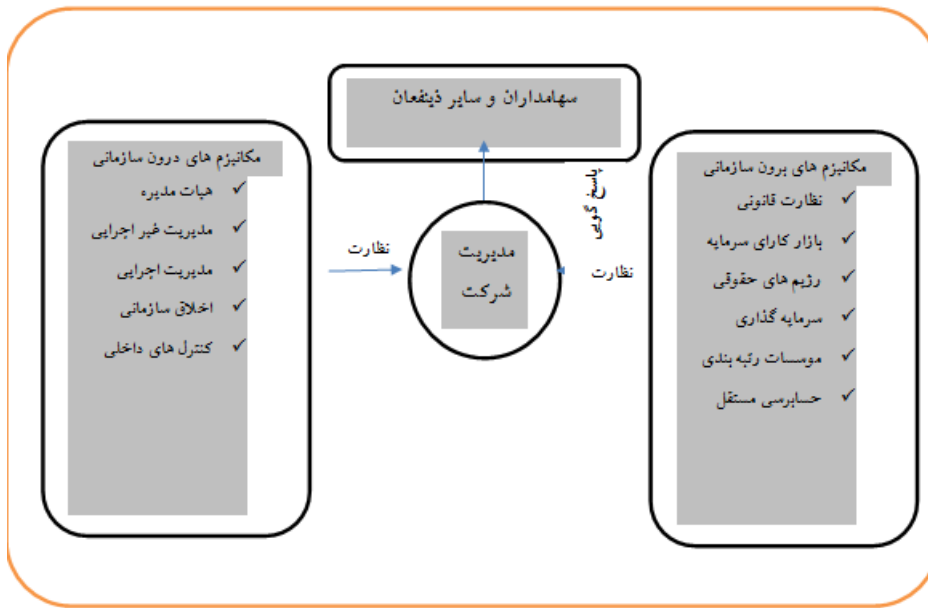
ویژگی اساسی این گونه سیستم‌ها جدایی مالکیت از مدیریت شرکت است. در اینگونه سیستم‌ها شرکت‌ها توسط مدیران کنترل می‌شوند در حالی که مالکیت شرکت متعلق به سهامداران بیرونی است. و این شرکت‌ها سهامداران جزء زیادی دارند که علاقه به کنترل و مدیریت شرکت ندارند. و دلیل اصلی این امر هزینه زیاد نظارت و کنترل بر شرکت است. در این صورت است که نظریه نمایندگی و مشکلات مربوطه به آن ظاهر می‌شود (سلیمی، ۱۳۸۹).

برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی برون سازمانی که توسط بانکز (۲۰۰۴) مطرح شده است عبارت‌اند از:

- ۱- نظارت قانونی: تدوین، تصویب و استقرار قوانین نظارتی مناسب
  - ۲- نظام حقوقی: برقراری نظام حقوقی مناسب
  - ۳- کارایی بازار سرمایه: گسترش بازار سرمایه و تقویت کارایی آن
  - ۴- نظارت سهامداران عمده: ایجاد انگیزه در سهامداران به فعالیت‌های از قبیل خرید سهام کنترلی
  - ۵- نظارت سهامداران خرده: احترام به حقوق سهامداران اقلیت و مجاز بودن آن‌ها بر فعالیت شرکت
  - ۶- نقش سرمایه‌گذاران نهادی: تشویق و گسترش سرمایه‌گذاری نهادی
  - ۷- فعالیت موسسات رتبه‌بندیک ایجاد تسهیلات برای فعالیت موسسات رتبه‌بندی (حساس یگانه و باغومیان، ۱۳۸۵).
- همانطور که در قسمت پایانی تعریف حاکمیت شرکتی اشاره کردیم، یکی از اهداف مهم و اساسی حاکمیت شرکتی پاسخ‌گویی مدیریت شرکت به سهامداران یا مالکیت شرکت است.

#### ۴۵ ▼ مفاهیم و تعاریف مختلف حاکمیت شرکتی

در راستای، تحقق این هدف مهم مکانیزم های حاکمیت شرکتی درون سازمانی و برون سازمانی برای نظارت بر مدیریت شرکت مطرح شده است. که در شکل (۴-۱) به رابطه نظارت و پاسخ گویی برقرار شده به وسیله مکانیزم های حاکمیت شرکتی درون سازمانی و برون سازمانی در مدل بانکز اشاره می کنیم.



شکل (۴-۱) روابط برقرار شده از طریق مکانیزم های داخلی و خارجی (بانکز، ۲۰۰۴)

#### ۴۶ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

و در نهایت به مشخصات سیستم های حاکمیت شرکتی درون سازمانی و برون سازمانی ارائه شده توسط حساس یگانه (۱۳۸۴) در جدول (۴-۱) نگاهی می افکنیم.

سیستم های حاکمیت شرکتی درون سازمانی	سیستم های حاکمیت شرکتی برون سازمانی
شرکت ها تحت مالکیت سهامداران، درون سازمانی است که بر مدیریت شرکت نیز کنترل دارد.	شرکت های بزرگی که تحت مالکیت سهامداران برون سازمانی است ولی بر مدیریت شرکت کنترل ندارند.
جدایی مالکیت از مدیریت صورت نگرفته است. اثر نتیجه مشکلات نمایندگی نیز وجود ندارد.	جدایی مالکیت و مدیریت باعث مشکلات نمایندگی شده است.
تصاحب خصمانه به ندرت دیده می شود.	تصاحب خصمانه به عنوان یک سازوکار انطباقی برای مدیریت شرکت مطرح است.
مالکیت شرکت در دست گروه کوچکی از سهامداران است.	مالکیت شرکت در دست تعداد زیادی از سهامداران است.
حاکمیت یا کنترل شرکت در دست یک گروه از سهامداران عمده درون سازمانی است.	حاکمیت یا کنترل در دست نماینده، تعداد زیادی از سهامداران است.
انتقال ثروت از سهامداران جزء به سهامداران عمده.	عدم انتقال ثروت از سهامداران جزء به سهامداران عمده.
حمایت قانونی ضعیف از سرمایه گذاران.	حمایت قانونی قوی از سرمایه گذاران.
امکان سوء استفاده از قدرت توسط سهامداران عمده.	امکان دموکراسی بین سهامداران.
تمایل سهامداران به اظهار نظر در شرکت.	عدم تمایل به اظهار نظر و در صورت عدم رضایت فروش سهام

جدول (۴-۱) مشخصات سیستم های حاکمیت شرکتی درون سازمانی و برون سازمانی

### نقش هیات مدیره در حاکمیت شرکتی

بر اساس تعاریف ارائه شده از حاکمیت شرکتی و مکانیزم های درون سازمانی حاکمیت شرکتی می توان به جایگاه مهم و حیاتی هیات مدیره در حاکمیت شرکتی اشاره کرد. در واقع هیات مدیره ارتباط دهنده مالکیت و مدیریت شرکت است و مسئولیت اصلی هیات مدیره، ایجاد حاکمیت کارآمد بر امور شرکت، در راستای منافع سهامداران و تعادل در منافع ذینفعان مختلف آن از جمله مشتریان، کارکنان، سرمایه گذاران و جوامع محلس می باشد (گیلانم<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). در کلیه اقداماتی که هیات مدیره به عمل می آورد، از مدیران انتظار می رود تصمیم های تجاری خود را به گونه ای اتخاذ کنند که منطقاً معتقدند بهترین منافع شرکت در آن است. در ایفای این تعهد، مدیران می توانند به صداقت و درستکاری عوامل ارشد، اجرایی تکیه کنند.

1. Gillanm

#### ۴۷ ▼ مفاهیم و تعاریف مختلف حاکمیت شرکتی

هیات مدیره شرکت به عنوان نهاد هدایت کننده ای که نقش مراقبت و نظارت بر کار مدیران اجرایی را به منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران بر عهده دارد، اهمیت زیادی دارد. به نظر می رسد که رمز موفقیت شرکت، در گروهی هدایت مطلوب آن است. با استفاده از متون علمی و حرفه ای موجود در زمینه هیات مدیره و توصیه های انجام شده در آیین نامه های حرفه ای گوناگون، می توان این شرایط را برای یک «هیات مدیره مطلوب» ارائه کرد (حساس یگانه و باغومیان، ۱۳۸۵):

- ✓ جلسه هیات مدیره باید به صورت منظم برگزار شود؛
- ✓ در هیات مدیره، باید توازن قرائی مطلوبی برقرار باشد؛
- ✓ نباید اجازه داده شود که یک شخص خاص، بر جلسه هیات مدیره و فرآیند تصمیم گیری در آن مسلط شود؛
- ✓ اعضای هیات مدیره باید با بلند نظری، به پیشنهادات اعضای دیگر توجه کنند؛
- ✓ اطمینان متقابل در بین اعضای هیات مدیره، باید در سطح بالایی قرار داشته باشد؛
- ✓ اعضای هیات مدیره باید دارای صفات اخلاقی و در حد والایی از درستکاری، راستی و امانتداری باشند؛
- ✓ بین اعضای هیات مدیره، باید روابط قوی و ارتباط های موثری وجود داشته باشد؛
- ✓ هیات مدیره باید مسئولیت صورت های مالی را به عهده گیرد؛
- ✓ اعضای غیر موظف (غیر اجرایی) هیات مدیره، باید (معمولاً) دارای دیدگاه مستقلی باشند؛
- ✓ هیات مدیره باید آمادگی پذیرش افکار و راهبردهای جدید را داشته باشد؛
- ✓ هیات مدیره باید دارای درک عمیقی از کسب و کار شرکت باشد؛
- ✓ هیات مدیره باید از ماهیت پویایی برخوردار باشد؛
- ✓ هیات مدیره باید ریسک های ذاتی مربوط به فعالیت های تجاری شرکت را بشناسد؛
- ✓ هیات مدیره باید آمادگی ریسک های حساب شده را داشته باشد: نپذیرفتن ریسک، یعنی محروم شدن از بازده؛

#### ۴۸ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

✓ هیات مدیره 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 روز افزون موضوع آموزش، اعضای هیات مدیره باید در دوره‌های آموزشی لازم شرکت کنند.

در زیر به بررسی برخی از ویژگی‌های هیات مدیره از قبیل اندازه هیات مدیره، دوگانگی مسئولیت مدیر عامل (ریاست هیات مدیره و مدیر عامل)، استقلال هیات مدیره (نسبت مدیران غیر موظف)، تعداد جلسات هیات مدیره می‌پردازیم:

#### اندازه هیات مدیره (تعداد اعضای هیات مدیره)

اندازه هیات مدیره به عنوان عنصری با اهمیت در ویژگی‌های هیات مدیره مطرح است. تعداد بهینه اعضای هیات مدیره باید به گونه‌ای تعیین شود که نسبت به این موضوع که اعضای کافی برای پاسخ‌گویی به وظایف هیات مدیره و انجام وظایف مختلف هیات مدیره وجود دارد، اطمینان خاطر حاصل شود (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷).

شواهد تجربی حاکی از آن است که هیچ‌گونه اتفاق نظری در خصوص اندازه بهینه هیات مدیره وجود ندارد. گرین<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) معتقد است که تعداد اعضای هیات مدیره باید محدود باشد تا امکان بحث و تبادل نظر در خصوص مسائل و مشکلات شرکت مهیا گردد. هیات مدیره‌های بزرگتر، از قدرت کمتری برخوردارند. در این‌گونه هیات مدیره‌ها، توافق و اجماع در خصوص یک موضوع خاص بسیار دشوار است. همچنین گودستین و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۹۴)، دریافته‌اند که هیات مدیره‌های بزرگ تر - بین ۴ الی ۶ عضو - می‌توانند موثرتر باشند؛ زیرا به واسطه کوچک بودن، قاردند تصمیمات راهبردی به مقع تری اتخاذ نمایند. از سوی دیگر، عده‌ای دیگر همچون لیمن و لیمن<sup>۳</sup> (۲۰۰۶)، معتقدند که اندازه هیات مدیره باید به میزان کافی بزرگ باشد تا دربردارنده طیفی از مهارت‌ها و تجارب افراد گوناگون باشد،

- 
1. Green
  2. Goodstein et al
  3. Limpan & Limpan



### مفاهیم و تعاریف مختلف حاکمیت شرکتی ▼ ۴۹

همچنین پژوهش زهرا و پیرس<sup>۱</sup> (۱۹۸۹)، نیز حاکی از آن است که تعداد بیشتر اعضای هیات مدیره - هیات مدیره بزرگ تر - موجب افزایش قابلیت نظارت بر فعالیت های مدیران ارشد می شود (همان). اما آنچه که مشخص است این است که هیات مدیره باید اندازه ای معقول داشته باشد.

### دوگانگی مسئولیت مدیر عامل (ریاست هیات مدیره و مدیر عامل)

طرفداران تئوری نمایندگی ضمن تاکید بر تفکیک وظایف هیات مدیره از مدیر عامل اظهار می کنند که رئیس هیات مدیره می بایست در عین عضویت در هیات مدیره از امور جاری شرکت مستقل باشد و بدین ترتیب کنترل بهتری بر برنامه های پرخطر مدیر عامل باشد (سلیمی، ۱۳۸۹).

وظیفه برگزاری و هدایت جلسات هیات مدیره برعهده رئیس هیات مدیره است. در بسیاری از کشور ها، مدیر عامل همزمان در نقش رئیس هیات مدیره قرار دارد. به عنوان مثال، در ۷۰ تا ۸۰ درصد از شرکت های آمریکایی، مدیر عامل و رئیس هیات مدیره شخص واحدی هستند (رادرس و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱). اما رویه های حاکمیت شرکتی رایج در اروپا، این دو نقش را تفکیک کرده اند و تنها در ۱۰ درصد از شرکت های انگلیسی، مدیر عامل همزمان رئیس هیات مدیره است (کلس و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱). در آسیا وضعیت مابین آمریکا و اروپا است (نیک بخت و همکاران، ۱۳۸۹).

در بسیاری از قوانین حاکمیت شرکتی توصیه شده است که بین اعضای هیات مدیره باید توازن وجود داشته باشد تا هیچ کس قادر به کنترل بی قید و شرط فرآیند تصمیم گیری در شرکت نباشد. علاوه بر این، تقسیم مسئولیت ها در سطح عالی در شرکت، باید به روشنی مشخص باشد تا از توازن قوا و حدود اختیارات هیات مدیره، اطمینان کافی حاصل شود (حساس یگانه و باغومیان، ۱۳۸۵). عدم تفکیک نقش رئیس هیات مدیره از مدیر عامل باعث

- 
1. Zahra & Pearce
  2. Rhoders et al
  3. Coles et al

## ۵۰ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

می شود که یک شخص واحد، عهده دار وظایف اجرایی و نظارتی گردد. در چنین مواردی، رئیس هیات مدیره (که مدیر عامل شرکت نیز می باشد) از قدرت زیادی برخوردار بوده و این موضوع می تواند به تضییع حقوق سهامداران منجر شود (ثقفی و صفرزاده، ۱۳۹۰).

### استقلال هیات مدیره (نسبت مدیران غیر موظف)

یکی از مهمترین مسائلی که در آیین نامه حاکمیت شرکتی وجود دارد مربوط به نحوه ساماندهی هیات مدیره است به طوری که استقلال هیات مدیره تامین شود (ون ایس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). در حقیقت استقلال هیات مدیره در اکثر آیین نامه های اروپایی از بالاترین درجه اهمیت برخوردار است (زاتونی و کومو<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷).

یکی از مهم ترین و اصلی ترین عوامل نظام حاکمیت شرکتی، استقلال هیات مدیره است. مسئولیت هیات مدیره، نظارت مستقل بر عملکرد مدیران اجرایی و الزام مدیران به پاسخ گویی در قبال سهامداران و ذی نفعان است. باور عمومی این است که هیات مدیره زمانی که از استقلال بیشتری برخوردار است، نشارت موثرتری بر مدیران اجرایی اعمال می کند. مدیران درون سازمانی و آن هایی که به لحاظ مالی با شرکت ارتباط دارند، ممکن است به اندازه کافی مستقل نباشند. این مدیران تمایل کمتری به نقد مدیریت اجرایی و پاسخ گویی از آنان دارند و به دلیل روابطی که با مدیران اجرایی دارند، وظیفه اصلی خود را همانا نظارت بر کار آنان است فراموش می کنند (سولومون<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷).

وسعت استقلال اعضای هیات مدیره موظف و غیر موظف به عوامل کسب و کار یا انجمن های شخصی با مدیران ارشد بستگی دارد (پادون و باکر<sup>۴</sup>، ۱۹۸۷). به عنوان نتیجه، هیچ تعریف عمومی، مورد توافق همگانی درباره استقلال وجود ندارد. هر چند تعریف استقلال به نظر شخصی بستگی دارد. چیزی را که یک شخص به عنوان استقلال مورد توجه قرار می دهد ممکن است به نظر شخص دیگر صحیح نباشد (سلیمی، ۱۳۸۹).

- 
1. Vam Ees et al
  2. Zattoni & Cuomo
  3. Solomon
  4. Patton & Baker

مفاهیم و تعاریف مختلف حاکمیت شرکتی ▼ ۵۱

نتایج تحقیق پیمایشی (KPMG، ۲۰۰۲) در رابطه با استقلال هیات مدیره حاکی از این است که هیات مدیره نباید:

- الف) نظر یک گروه خاص از سهامداران با یک گروه انفرادی مورد علاقه را انجام دهد.
- ب) مدیریت نادرست داشته باشد.
- ج) وابستگی مالی به شرکت داشته باشد.
- د) اختیار در خرید و فروش سهام شرکت داشته باشد.



## فصل ۵

---

### ساختار مالکیت

واژه مالکیت در فرهنگ معین (۱۳۸۴) به معنی "حقی است که انسان نسبت به شئی دارد و می تواند هرگونه تصرفی در آن بنماید بجز آنچه که مورد استثنای قانون است". منظور از ساختار مالکیت، مشخص کردن بافت و ترکیب سهامداران یک شرکت و بعضاً مالک عمده نهایی سهام آن شرکت است.

شرکت‌های سهامی که در عرصه اقتصاد کشورها به کسب و کار می‌پردازند زائیده فرایند تکامل مالکیت شخصی هستند. فرایندی که در طی آن گونه‌های متفاوتی از الگوهای فعالیت اقتصادی جمعی به بوته آزمایش گذاشته شده و در نهایت الگوی شرکت سهامی (عام) که یک قالب حقوقی است به عنوان گونه برتر ظهور کرده است. امروزه این شرکت‌ها با جذب منابع بسیار و تبدیل آنها به کالاها و خدمات مورد نیاز جامعه نقش مهمی را در اقتصاد بازی می‌کنند.

در این شرکت‌ها دو نکته توجه را به خود جلب می‌کند. نخست آنکه در این الگوها مسئولیت مالکین محدود است و لیکن ریسک پذیرفته شده توسط خریداران سهام که مالک شناخته می‌شوند محدود نیست. نکته دیگر آن است که دارنده سهم در این شرکت‌ها از حقوق عرفی و سنتی مترتب بر مالکیت دارایی‌ها برخوردار نیست. آنچه که وی مالک آن است یک سهم یا گواهی نامه است که نمود بیرونی سهم نسبی او از کل شرکت است. بنابراین، وی از حقی که یک مالک برای کنترل دارایی‌اش دارد و در این مورد دارایی‌های شرکت است، برخوردار نیست.

در شرکت‌های سهامی عام حقوق شناخته شده مالکین برای کنترل و بهره‌مندی اقتصادی در یک قالب قرار نمی‌گیرند. به عبارت دیگر به درجات مختلف شاهد جدا شدن مالکیت از کنترل در این سازمان‌ها هستیم. به تدریج با کم رنگ شدن اختیارات اعمال حاکمیت مستقیم مالکین بر شرکت، کنترل به گروه‌های دیگری که هیأت مدیره‌ها و مدیران را تشکیل می‌دهند سپرده می‌شود. به علت ارتباط درونی و سلسله مراتبی بین این سه گروه تعاملی مابین ایشان شکل می‌گیرد که از دو وجه برخوردار است. نخست تعامل و تعادل قدرت مابین ایشان و شیوه ارتباط اجزاء تشکیل دهنده این مجموعه حاکم که در متون مدیریت حاکمیت شرکتی<sup>۱</sup> خوانده می‌شود دارای آثاری است که در سمت و سوی حرکت و عملکرد این شرکت‌ها می‌تواند مؤثر واقع شود. دوم آنکه تعامل مورد اشاره در قالب یک ساخت حقوقی به نام شرکت سهامی صورت می‌پذیرد که استفاده از آن حسب متون سازمانی و مالی موجود با هزینه‌هایی همراه است که هزینه‌های نمایندگی<sup>۲</sup> خوانده می‌شوند. با توجه به نکات فوق، می‌توان انتظار داشت که هر گونه تغییری در اجزاء ساختار حاکمیت شرکت‌ها به تغییر مسیر حرکت راهبردی و عملکرد آنها و نیز افزایش یا کاهش این هزینه‌های نمایندگی بیانجامد. در سال‌های اخیر حضور سرمایه‌گذاران مختلف در جمع سهامداران شرکت‌های سهامی عام از رشد چشم‌گیری برخوردار بوده است. کمیت و کیفیت حضور این سرمایه‌گذاران در جمع مالکین شرکت‌های صنعتی به لحاظ تأثیری که بر ساختار

---

1. Corporate Governance

2. Agency Cost

## ساختار مالکیت ▼ ۵۵

مالکیت و نیز نحوه حاکمیت بر سازمان بر جای می‌گذارد درخور توجه است. زیرا حاکمیت ضعیف در شرکت‌ها نه تنها باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی نمی‌شود بلکه با افزایش هزینه جذب سرمایه قدرت رقابت شرکت‌ها را نیز کاهش می‌دهد. بدین سبب این اثر سهم مالکانه این سرمایه‌گذاران در شرکت‌های صنعتی نکته‌ای درخور دقت است (فتیحی، ۱۳۹۱). در این تحقیق ساختار مالکیت به دو دسته زیر تقسیم می‌شود:

### مالکیت (سرمایه‌گذاران) نهادی

بوشی<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی را به صورت سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نهادها و موسسه‌هایی از این قبیل تعریف می‌کند. در کشورهای توسعه یافته مانند آمریکا و انگلیس، چهار نوع اصلی از سهامداران نهادی وجود دارد.

۱- صندوق‌های بازنشستگی

۲- شرکت‌های بیمه

۳- شرکت‌های سرمایه‌گذاری

۴- بانک‌ها

در دهه‌های اخیر سرمایه‌گذاران نهادی بزرگترین مالکان شرکت‌ها محسوب می‌شود و کنترل درصد زیادی از سهام بازار و شرکتها را در دست دارند.

هایاشی<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) بیان می‌کند که سهامداران نهادی در سال ۲۰۰۳ حدود شصت درصد از سهام موجود در بازار ایالات متحده آمریکا را تحت کنترل داشتند. این در حالی است که تیلور<sup>۳</sup> (۱۹۹۰) بیان می‌کند، این میزان در سالهای ۱۹۸۰، ۱۹۵۰ و ۱۹۹۰ به ترتیب برابر با ۳۳/۸ و ۴۵ درصد بوده است با افزایش درصد مالکیت سهامداران نهادی نقش آنها نیز به

1. Bushee

2. Hayashi

3. Taylor

تدریج رو به تغییر و تحول نهاد و آنها از سهامداران ساده به سهامداران با قدرت نظارت بر عملکرد مدیران تبدیل شدند.

تا قبل از آن، سهامداران نهادی به درستی در امور و فرایندهای تصمیم‌گیری دخالت داده نمی‌شدند و به راحتی تحت فرمان مدیران قرار داشتند. سهامداران نهادی در گذشته به محض نارضایتی از عملکرد مدیران شرکت یا عملکرد سهام اقدام به فروش سهام در دست خود می‌کردند (باتالا، مون و راو<sup>۱</sup>، ۱۹۹۴) به تدریج با در دست گرفتن اداره سهام افراد توسط سهامداران نهادی توزیع مالکیت در شرکت‌ها رو به تحول نهاد سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکتهای سرمایه‌پذیر برخوردار شدند (چن و همکاران، ۲۰۰۷)<sup>۲</sup>.

در ایران نیز برخی از موسسه‌ها و سازمان‌ها بعنوان سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت برخی از شرکت‌ها دیده می‌شوند. از این قبیل سازمان و موسسه‌ها می‌توان به موسسه‌های بیمه اعم از شرکت‌های بیمه بازرگانی سازمان‌های تامین اجتماعی و صندوق‌های بازنشستگی، بنیاد شهید و امور ایثارگران، بنیاد پانزده خرداد، سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران و هلال احمر اشاره کرد. بدین ترتیب ملاحظه می‌شود که شرکت‌ها با تغییراتی در بافت و ترکیب سهامداران و به عبارتی در ساختار مالکیت خود مواجه هستند و چنین فرض می‌شود که این سهامداران از توانایی لازم جهت تأثیرگذاری بر تصمیم‌ها و سیاستهای شرکت سرمایه‌پذیر برخوردار هستند (رحمان سرشت و مظلومی، ۱۳۸۴).

با استناد به بیانیه مطرح شده و نیز با توجه به تقسیم‌بندی سهامداران براساس درصد مالکیت (سهامداران جزئی، اثر گذار و کنترل کننده) این امکان وجود دارد که سهامداران نهادی با درصد مالکیت کمتر از ۲۰٪ در برخی از شرکت‌ها تأثیر و نفوذ قابل ملاحظه‌ای بر تصمیمات و سیاستهای مالی شرکت داشته باشند ولی در برخی دیگر از شرکت‌ها فاقد چنین تأثیرگذاری باشند به طوری که همانگونه که بیان شد سرمایه‌گذاران نهادی از لحاظ اندازه سهام، تخصص در جمع‌آوری اطلاعات و نظارت بر مدیران تفاوت‌های زیادی با

1. Bathala, Moon & Rao

2. Chen, Harford & Li



## ساختار مالکیت ▼ ۵۷

سهامداران جزء دارند آنها منابعی برای نفوذ و نظارت بر مدیران دارند اما اینکه آیا واقعاً از قدرت و منابع خود برای نظارت استفاده می کنند و بر مدیران فشار می آورند سوالی است که در بسیاری از ذهن ها به وجود می آید (فتحی، ۱۳۹۱).

ساختار مدیریت کشور لزوماً به سیاست های کلان دولت مربوط می شود و به این جهت ساختار مدیریت در برش تاریخی کاملاً از نظام سیاسی کشور تبعیت می کند و در پرتو همین نظام قابل بررسی است. قانون اساسی سه نوع مالکیت را که مشتمل بر بخش دولتی، تعاونی و خصوصی است مشخص کرده است، حال آنکه سازمان اداری دولت و مؤسسه های تحت نظارت دولت از الگوی تشکیلاتی نظام سابق تبعیت می کنند و تداخل نامتجانسی بین وظایف دولت، مالکیت دولتی و مدیریت دولتی و خصوصی که بعضاً باعث لوث مسئولیت ها می شود به وجود آمده است (همان منبع).

این شکل سازمانی و اداری دولت عمدتاً با توجه به اصطلاحاتی که در قانون محاسبات عمومی به کار برده شده ترسیم گردیده است. با وجودی که در اصطلاح مؤسسه های عمومی غیردولتی واژه «غیردولتی» به صورت مسامحه در تعبیر به کار برده شده است، و از آنجا که به موجب ماده ۱۲ قانون محاسبات عمومی این قبیل مؤسسه ها نیز مشمول مقررات قانونی ناظر به اموال عمومی شده اند، می توان استنباط کرد که منظور از اصطلاح مؤسسه های عمومی غیردولتی مؤسسه هایی است که صرفاً حساب های آنها در خزانه متمرکز نیست و بر اساس مقررات و قوانین خاص به نحو مستقل از قوه مجریه اداره می شوند، ولی استقلال آنان از قوه مجریه به معنای رفع مسئولیت های امانی ناظر بر مدیریت مؤسسه های عمومی نیست و به تعبیر دقیق تر جزء سازمان های دولتی در مفهوم اعم تلقی می شوند (همان منبع).

در تقسیم بندی فوق به عامل کنترل دولت و اداره غیرمستقیم مؤسسه های خصوصی توسط دولت نیز توجه شده و به نظر می رسد که دولت می تواند و باید سیاست های اقتصادی و رفاهی خود را از طریق این شرکت ها که بدانها عنوان شرکت های عامل دولت داده شده است اعمال کند. البته اصطلاح شرکت های عامل دولت در قانون محاسبات عمومی تعریف نشده است ولی هرگاه شرکتی با رعایت قانون تجارت تأسیس شود و سرمایه گذاری مستقیم دولت در چنین شرکتی از ۵۱ درصد کمتر باشد، اما با استفاده از امکانات مالی دولت از قبیل

## ۵۸ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

تحصیل اعتبارات از بانک‌های دولتی یا انعقاد پیمان‌ها و خدمات دولتی فعالیت کند، چنین مؤسسه‌ای عامل دولت تلقی می‌شود. نظریه تفکیک مدیریت از مالکیت اموال عمومی در قانون محاسبات نیز پذیرفته شده است. در واقع در شرکت‌های بازرگانی نیز که سهام دولت و مؤسسه‌های عمومی در اقلیت است و به نحو تجاری اداره می‌شود، مالکیت اقلیت سهام همچنان عمومی و دولتی است. لیکن در مواردی که یک شرکت سهامی خصوصی نیز، با توضیحاتی که داده شد به عنوان عامل دولت فعالیت کند، مدیران آن مشمول مسئولیت‌های امانی ناظر به اداره اموال عمومی هستند (همان منبع).

در دهه ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ به ویژه در کشورهای جهان سوم، اقتصاد دولتی بر اقتصاد غیر دولتی ترجیح داده می‌شد و این امر ناشی از این باور بود که در صورت دخالت هر چه بیشتر دولت، امکان تولید و توزیع کالاها و خدمات به صورت انبوه و با قیمت‌های پایین‌تر و اشتغال در سطح بالاتر فراهم می‌شود و بی‌عدالتی که به صورت نابرابری درآمد و ثروت متجلی شده بود، کم‌تر می‌شود. به تدریج با گسترش دامنه فعالیت‌ها، مشکلاتی نظیر بوروکراسی شدید، ضعف سیستم مدیریتی، فقدان سیستم مناسب ارزیابی و حسابرسی، فقدان انگیزه کاری، تعدد در اهداف، استفاده نامطلوب از انحصارات و حمایت‌های غیرکارا باعث شد که طی دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ عدم کارایی بر فعالیت‌های اقتصادی دولت حاکم شود و موجب عدم موفقیت دولت در تحقق اهداف شود. این مشکلات باعث شد که گرایش به سوی ساز و کار خودسامان بخش بازار و انجام سیاست‌های آزادسازی، مقررات‌زدایی و خصوصی سازی همراه با واگذاری مالکیت و مدیریت به عنوان راهبردهای عقلایی در جهت مقابله با مسایل و مشکلات اقتصادی و افزایش کارایی به طور وسیعی مورد حمایت دولت‌ها قرار گیرد (همان منبع).

از دیدگاه نظری و در نوشته‌های اقتصادی، محدود کردن حوزه عمل دخالت دولت در اقتصاد، سابقه‌ای دیرینه دارد. اقتصاددانان کلاسیک، از قبیل آدام اسمیت و دیوید ریکاردو، برای دولت سه وظیفه مشخص به صورت حمایت جامعه در برابر تجاوز خارجی، برقراری نظم و امنیت در جامعه و ارائه خدمات عمومی و تسهیلات زیربنایی، قائل بوده‌اند. بدین ترتیب، ماهیت وجودی دولت در جامعه باید به گونه‌ای باشد که از انجام فعالیت‌های متداول اقتصادی

## ساختار مالکیت ▼ ۵۹

پرهیز نماید، تا بدین وسیله وضعیت «بهینه پارتو» ایجاد شود. کشورهای نظیر برزیل، شیلی و مکزیک در آمریکای لاتین، ترکیه، پاکستان، هندوستان، سریلانکا، تایلند و سنگاپور در آسیا، تانزانیا، مصر، الجزایر، غنا، مراکش و ساحل عاج در آفریقا، از جمله کشورهای پیشگام در اجرای سیاست خصوصی سازی بوده‌اند. به طور کلی، امروزه دیگر نمی‌توان جامعه‌ای را یافت که در آن اقدام به خصوصی سازی برخی از شرکت‌های دولتی صورت نگرفته باشد، یا دست کم، اجرای آن در دستور کار دولت‌های ذی‌ربط قرار داده نشده باشد (همان منبع).

### فرضیه های مربوط سهامداران نهادی

الف) فرضیه نظارت کارآ: طبق این فرضیه، سرمایه گذاران نهادی از تخصص بیشتری برخوردارند و در مقایسه با سهامداران اقلیت می‌توانند مدیریت را با هزینه‌ی کمتری نظارت نمایند. بنابراین، هرچقدر سهام تحت تملک سهامداران نهادی بیشتر باشد، نظارت اعمال شده از جانب آن‌ها کارآتر خواهد بود (جیانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹).

ب) فرضیه تضاد منافع: بیانگر این است که سرمایه گذاران نهادی به علت سایر روابط تجاری سودآور با شرکت، در واقع ناگزیر به رای‌دهی به مدیریت هستند. زمانی که سهامداران نهادی عمده، دارای روابط تجاری کنونی و بالقوه بیشتری با شرکت‌ها هستند، تضاد منافع بالقوه با تعهدات امانی برای این دسته از سرمایه گذاران رایج‌تر خواهد بود. از این رو، سرمایه گذاران نهادی یا از مدیریت حمایت می‌کنند، یا در صورت بروز اختلاف، سهام خود را می‌فروشند (همان منبع).

ج) فرضیه‌ی همسویی استراتژیک: این فرضیه نیز بیانگر این است که کارکردن با هم، برای سرمایه گذاران نهادی و مدیریت سودمند است. این همکاری به نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی بر مدیریت صدمه می‌زند. افراد درون سازمانی همسو می‌توانند ثروت شرکت را از طریق تعیین شرایط نامناسب برای فروش کالاها و خدمات درون‌گروهی و انتقال دارایی‌ها مورد سوء استفاده قرار دهند (همان منبع).

---

1. Jiang et al.

### مالکیت (سرمایه گذاران) مدیریتی

کریزنر<sup>۱</sup> (۱۹۷۳ و ۱۹۸۰) توجه تمامی افراد بشر را به چیزی معطوف می‌داند که برای آنها منافع دارد. وی کارآفرین<sup>۲</sup> را به معنای واقعی کلمه، فردی می‌شناسد که نقش او برخاسته از آگاهی به فرصتهایی است که به آنها قبلاً توجه نمی‌شده است. سلدن<sup>۳</sup> (۱۹۸۰) نقطه‌نظرهای کریزنر را تحت عنوان نظریه کارآفرینی<sup>۴</sup> مطرح می‌کند که محور اصلی آن، مدیر مالک یا کارآفرین در نظریه‌های کلاسیک مدیریت (مبتنی بر نظریه انسان اقتصادی) است. طبق این نظریه، کارآفرین کسی است که به فرصت‌ها آگاهی پیدا می‌کند و بصیرت کشف و سرمایه‌گذاری روی آنها را دارد. اما، نقش کارآفرین بیشتر در سازمان‌های دارای وحدت مالکیت و مدیریت متجلی می‌شود و به تدریج که مدیریت در پی نیاز به افزایش سرمایه از مالکیت شرکت‌ها جدا می‌شود، این نقش بسیار کم‌رنگ می‌شود. چنین وضعی به ویژه پس از جنگ جهانی دوم شتاب بیشتری می‌یابد. در پی جدایی مالکیت از مدیریت، نظریه‌های رفتاری مدیریت با رد مدل کلاسیک کارآفرین یا مدیر مالک، بر انگیزه‌های مدیر تکیه کرد. این نظریه پیش‌بینی کرد که می‌توان با استفاده از ساز و کارهایی، منافع مدیران و صاحبان سرمایه را در یک راستا قرار داد. آدام اسمیت<sup>۵</sup> اولین کسی بود که نتایج زیانبار این جدایی را مطرح کرد. به گفته او، «از مدیران سرمایه دیگران نمی‌توان انتظار داشت که به اندازه شرکای شرکت خصوصی در حفظ و حراست از سرمایه خود، مدام هوشیار و نگران باشند. بنابراین، غفلت و اسراف در مدیریت چنین شرکت‌هایی همواره رواج دارد» (فتحی، ۱۳۹۱).

برل<sup>۶</sup> و مینز<sup>۷</sup> (۱۹۳۲) پس از آدام اسمیت، ادعا کردند که در شرکت‌های سهامی عام، با تکیه بر منافع شخصی مدیران، نمی‌توان انگیزه مؤثری برای استفاده کارآمد از دارایی‌های مؤسسه

- 
1. Kirzner
  2. Entrepreneur
  3. Seldon
  4. Entrepreneurship Theory
  5. A. Smith
  6. Berle
  7. Means

## ساختار مالکیت ▼ ۶۱

پدیده آورد چرا که بدون مشارکت در مالکیت، مدیران در منافع ناشی از افزایش کارآیی سهام نیستند. آنان اولین کسانی بودند که عنوان کردند تفکیک مالکیت و کنترل، دست مدیران را در راستای دستیابی به اهداف مغایر با حداکثر کردن ثروت صاحبان سرمایه، باز می‌گذارد.

طبق نظریه نمایندگی که اکنون مبحث عمده و مهمی در ادبیات اقتصادی و مالی است، مدیران، موقعیت، شهرت و اعتبار، آسایش، احترام و ... خود را به هزینه شرکت بالا می‌برند. این نظریه که تعارض بین مدیران و سهامداران را تحلیل می‌کند، به همان نتایج نظریه کارآفرینی، البته از دیدگاهی متفاوت می‌انجامد: نظریه کارآفرینی از محاسن مالکیت سخن می‌گوید، در حالی که نظریه نمایندگی، کاهش هزینه‌های نمایندگی را در صورت مالک شدن مدیران پیش‌بینی می‌کند. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶)، هزینه نمایندگی را هزینه استفاده بیش از حد مدیریت از مزایای آن را فراغت از زیر کار طفره رفتن و استفاده از امکانات شغلی مدیران تعریف می‌کنند.

نظریه جریان نقدی<sup>۱</sup> آزاد، دلیل اصلی تعارض منافع مدیران و سهامداران را وجود جریان نقدی آزاد در شرکت‌ها می‌داند. طبق تعریف جنسن، ۱۹۸۶، جریان نقدی آزاد عبارت است از جریان نقدی مازاد بر نیاز واقعی سرمایه‌گذاری روی تمامی طرح‌هایی که در صورت تنزیل به نرخ هزینه سرمایه مربوط، دارای ارزش فعلی خالص مثبت‌اند. به نظر جنسن، مدیران به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران، به دنبال کسب قدرت و اعمال کنترل بیشتر بر شرکت‌اند.

نظریه بنگاه اقتصادی<sup>۲</sup>، از دیدگاهی متفاوت با نظریه نمایندگی، مدل کلاسیک کارآفرین (مدیر مالک) را رد می‌کند، اما رفتار اقتصادی مدیران را به‌عنوان نماینده صاحبان سرمایه قبول دارد. در این نظریه، بنگاه اقتصادی به مثابه «مجموعه قراردادها<sup>۳</sup>» تلقی می‌شود که طرف‌های اصلی این قراردادها «تقبل‌کنندگان خطر<sup>۴</sup>» و «مدیران» اند. در این دیدگاه که

- 
1. Free Cash Flow
  2. Firm Theory
  3. Set of Contracts or Nexus of Contracts
  4. Risk Bearers

## ۶۲ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

اول بار توسط کوآسه، ۱۹۳۷، مطرح شد، مدیریت به عنوان یکی از طرف‌های قرارداد، نوعی کار است که در بازار کار و بازار سرمایه جهت و نظم می‌گیرد: اگر مدیر در جهت منافع سهامداران کار نکند، ارزش شرکت در بازار سرمایه و ارزش مدیر در بازار کار مدیران کاهش می‌یابد. از این رو به گمان این نظریه‌پردازان، ساز و کارهای بازار و ساز و کارهای قرارداد، عامل کاهش زیان ناشی از تعارض منافع مدیریت و سهامداران است. لذا، تفکیک مدیریت و مالکیت نه تنها مضر نیست، بلکه با انتقال مالکیت از سرمایه داران به مدیران و متخصصان، کارایی به وجود می‌آید (همان منبع).

اکنون که به نظریه‌های وحدت و تفکیک مدیریت و مالکیت به اختصار اشاره شد، مناسب است به ارزیابی تأثیر مالکیت بر مدیریت در عمل بپردازیم. مصداق بارز تفکیک مالکیت و مدیریت، شرکت سهامی عام است. این نوع شرکت که در طول یک قرن، موتور محرک اقتصاد امریکا بوده، رو به زوال گذاشته است. روند خصوصی سازی چنان سریع است که اگر ادامه پیدا کند، آخرین سهم عادی در سال ۲۰۰۳ فروخته خواهد شد! از سال ۱۹۸۳ به بعد، در اقتصاد امریکا هر سال از طریق خصوصی سازی، حداقل ۵٪ از ارزش سهام شرکت‌های سهامی عام کاسته شده و مردم به سرعت از سهام و سهامداری دوری می‌جویند (جنسن<sup>۱</sup>، ۱۹۸۹).

در فرایند خصوصی سازی، تملک‌های اهرمی<sup>۲</sup> (LBO's) بسیار متداول است. تملک اهرمی عبارت است از «خرید سهام یا دارایی‌های یک شرکت توسط گروه کوچکی سرمایه‌گذار با تأمین مالی گسترده از طریق استقراض». در تملک اهرمی، چنانچه مدیران وقت جزء سرمایه‌گذاران باشند، معامله اصطلاحاً «تملک مدیریت<sup>۳</sup>» (MBO) نامیده می‌شود. در تملک مدیریت معمولاً سه طرف وجود دارد:

۱. مؤسسه‌ای که تملک را توجیه اقتصادی و تضمین می‌کند.

۲. مدیران.

1. Jensen

2. Leveraged Buyouts

3. Management Buyout

### ساختار مالکیت ▼ ۶۳

۳. مؤسسات سرمایه‌گذار همچون شرکت‌های بیمه یا صندوق‌های بازنشستگی. مدیران معمولاً برای تأمین مالی، قرارداد حداقل سه ساله با بانک منعقد می‌کنند. سال ۱۹۸۴ سرآغاز شکوفایی تملک‌های مدیریت در کشورهای صنعتی پیشرفته بود. از آن سال تا سال ۱۹۸۸، ۴۰۰ تملک مدیریت به مبلغ ۱۸۲ میلیارد دلار در آمریکا رخ داد؛ این مبلغ در همین دوره در انگلستان ۲/۱ میلیارد پوند معادل ۳/۶ میلیارد دلار بود. طبق محاسبات کپلن<sup>۱</sup> (۱۹۸۹) که رساله دکترای خود را در دانشگاه هاروارد پیرامون تملک مدیریت به رشته تحریر درآورده است، سرمایه‌گذاران (شامل مدیران)، سهام سهامداران عام را به طور متوسط ۴۰٪ بیش از ارزش بازار آن سهام خریداری کرده‌اند. البته، علت افزایش شدید بهای سهام این شرکت‌ها، اعلام تملک بوده است. دی‌انجلو<sup>۲</sup> و رایس<sup>۳</sup> (۱۹۸۴) نیز در تحقیق روی نمونه‌ای شامل ۷۲ تملک در فاصله سال‌های ۱۹۷۳ تا ۱۹۸۰ (که هنوز تملک مدیریت وسعت سال‌های ۱۹۸۴ به بعد را پیدا نکرده بود)، متوسط افزایش ثروت سهامداران در پی اعلام تملک را ۲۲٪ محاسبه کرده‌اند. در این ۷۲ تملک، میانگین و میانه سهم مالکیت مدیران به ترتیب ۴۵٪ و ۵۱٪ بوده است. لن<sup>۴</sup> و پاولسن<sup>۵</sup> (۱۹۸۸) و لوئن‌اشتاین<sup>۶</sup> (۱۹۸۵) نیز افزایش ارزش بین ۲۰٪ تا ۵۶٪ را در حدفواصل زمانی قبل و پس از اعلام عمومی تملک گزارش کردند (همان منبع).

نکته بسیار قابل توجه آن‌که این تملک‌ها به رغم خرید سهام به قیمتی به مراتب بیش از ارزش روز (ارزش بازار قبل از اعلام تملک) و به رغم خطر مالی بسیار بالا، نه تنها با شکست مواجه نشده، بلکه در اکثر موارد بسیار موفق بوده‌اند. به‌عنوان نمونه، شرکت آر. سی. آ. شرکت گیبسون گریتینگ کاردز<sup>۷</sup> را به یک گروه سرمایه‌گذار شامل مدیران آن شرکت به مبلغ ۸۱ میلیون دلار فروخت. خریداران یک میلیون دلار نقداً پرداختند و ۸۰ میلیون دلار از بانک

- 
1. Kaplan
  2. DeAngelo
  3. Rice
  4. Lehn
  5. Poulsen
  6. Lowenstein
  7. R.C.A & Gibson Greeting Cards

#### ۶۴ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

وام گرفتند. فقط یک سال بعد، شرکت مجدداً به سهامی عام تبدیل و وارد بورس شد و سرمایه‌گذاری اولیه ۱ میلیون دلاری، بیش از ۱۰۰ میلیون دلار معامله شد!

معمولاً در معاملات، یک طرف برنده و یک طرف دیگر بازنده است، اما ظاهراً در تملک مدیریت، هر دو گروه خریدار و فروشنده برنده هستند. عامه سهامداران، سهام خود را به مراتب بالاتر از ارزش جاری می‌فروشند و سرمایه‌گذاران (شامل مدیران) نیز سود سرشاری کسب می‌کنند. علت چیست؟ چطور ممکن است مدیران شرکتی (به تنهایی یا با مشارکت گروهی سرمایه‌گذار)، سهام آن را با استفاده از اهرم بسیار بالا، به قیمتی به مراتب بالاتر از ارزش بازار، خریداری کنند و در مدتی کوتاه، نه تنها بدهی‌های شرکت را بپردازند، بلکه ارزش شرکت را نسبت به گذشته به مراتب افزایش دهند؟

آیا مدیران از اطلاعات داخلی خود در خرید استفاده می‌کنند؟ آیا بعد از تملک، انگیزه‌ها و نوع اداره سازمان شکل تازه‌ای می‌یابد؟ آیا تملک مدیریت ساختار سازمانی کاراتری به وجود می‌آورد؟ آیا در پی انتقال مالکیت به مدیران، درآمد به وجود می‌آید؟ آیا تملک مدیریت خلق ارزش می‌کند و یا ارزش را از دارندگان اوراق قرضه و سهامداران سابق، دولت و یا کارکنان، به سرمایه‌گذاران جدید انتقال می‌دهد؟ بعد از تملک آیا، از منابع استفاده مطلوب‌تری می‌شود؟ ... از دهه ۱۹۸۰ به بعد، به‌ویژه در آمریکا و انگلستان، پایان‌نامه‌های دکتر، کارشناسی ارشد و مطالعات مستقل بسیاری، یافتن پاسخ سؤال‌های یادشده را دستمایه کار خود قرار دادند (همان منبع).



## فصل ۶

---

### سخن پایانی

رئیس‌بان در مطالعات خود با عنوان بررسی وجوه نقد آزاد به نتایج زیر دست یافت که به طور خلاصه به آن اشاره می‌کنیم

- اندازه هیات مدیره بر رابطه متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و مدیریت سود تاثیر معناداری ندارد.
- استقلال هیات مدیره بر رابطه متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و مدیریت سود تاثیر معناداری ندارد.
- دوگانگی مسئولیت مدیرعامل بر رابطه متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و مدیریت سود تاثیر معناداری ندارد.
- کیفیت حسابرسی بر رابطه متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و مدیریت سود تاثیر معناداری ندارد.
- مالکیت نهادی بر رابطه متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و مدیریت سود تاثیر معناداری ندارد.

## ۶۶ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

- مالکیت مدیریتی بر رابطه متقابل بین سطح جریان نقدی آزاد و مدیریت سود تاثیر معناداری ندارد.

با توجه به اینکه موضوع مدیریت سود می‌تواند در بورس ایران مطرح باشد، به استفاده-کنندگان اطلاعات حسابداری توصیه می‌شود که به مقوله مقدار وجوه نقد آزاد، و یا برخی معیارهای ساختار مالکیت (دوگانگی هیئت مدیره)، کیفیت حسابرس (اندازه حسابرس) دقت نمایند. به این دلیل که در صورتی که مدیریت سود موجود، مصداق مدیریت سود خوب بوده و همراه با کیفیت بالای حسابرسی باشد، مقوله‌ای مورد پذیرش و مورد نیاز در درون و برون شرکت می‌باشد، زیرا رسیدن به نتیجه‌های با ثبات و قابل پیش‌بینی و رسیدن به روند مثبت سود با استفاده از محرک‌های طرح‌ریزی و عملیاتی خوب، نه غیرقانونی است و نه غیراخلاقی. بلکه نشانه‌ای از مهارتها و پیشرفت است که بازار در پی آن است و به آن پاداش می‌دهد و در صورت بیان مناسب، روند ایجاد شده گمراه‌کننده نخواهد بود.

با توجه به ارتباط بین جریان وجوه نقد آزاد و مدیریت سود به سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان توصیه می‌شود در هنگام تصمیم‌گیری به عوامل متأثر در میزان وجوه نقد آزاد و تغییر در ارقام تعهدی دقت نمایند و به این نکته توجه داشته باشند که به منظور ارزیابی توانایی واحد تجاری در کنار وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، جریانهای نقد آزاد نیز محاسبه و مورد ارزیابی قرار گیرد.

سهامداران مدیریتی از جمله سهامداران استراتژیک می‌باشند. سهامداران استراتژیک سهامدارانی هستند که معمولاً با اهداف مدیریتی و بلندمدت در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کرده‌اند و سهام متعلق به آنها جزء سهام شناور آزاد محاسبه نمی‌شود. بنابراین چنین استدلال می‌شود که مزایای مالکیت بالاتر در شرکت‌هایی بیشتر است که سودخالصی که از منبع حقوق صاحبان سهام شرکت بدست می‌آید بیشتر قابل مشاهده باشد و در واقع شرکت‌هایی که با سود خالص بیشتری مواجه هستند از مالکیت سهامداران داخلی بالاتری برخوردارند. از این رو به مدیران پیشنهاد می‌شود که برای بدست آوردن سود بالاتر از سهامداران داخلی بیشتری نیازی است—تفاده نمایند.

## منابع و مآخذ

### منابع داخلی

۱. آذر، عادل؛ مومنی، منصور. (۱۳۸۳). **آمار و کاربرد آن در مدیریت**، جلد اول، چاپ دهم، انتشارات سمت.
۲. احمدپور، احمد و منتظری، هادی. (۱۳۹۰). "نوع مدیریت سود و تاثیر اندازه‌ی شرکت، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی"، **مجله‌ی پیشرفت های حسابداری**، دوره سوم، شماره دوم، صص ۱-۳۵.
۳. استا، سهراب. (۱۳۹۰). "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و مدیریت سود"، **مجله پژوهش های حسابداری مالی**، سال سوم، شماره دوم، صص ۹۳-۱۰۶.
۴. اعتمادی، حسین و شفاخیبری، نصیبه. (۱۳۹۰). "تاثیر جریان های نقدی آزاد بر مدیریت سود و نقش کمیته‌ی حسابرسی در آن"، **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی**، سال سوم، شماره ۱۰، صص ۱۸-۴۲.
۵. اعتمادی، حسین؛ باباجانی، جعفر؛ آذر، آدل و دیان‌تی دیلمی، زهرا. (۱۳۸۸). "تاثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه علوم مدیریت ایران**، سال چهارم، شماره ۱۵، صص ۵۹-۸۵.
۶. بالوئی، عزت الله. (۱۳۸۸). **مقدمه ای بر آمار و احتمال (با تجدید نظر و اضافات)**، چاپ ششم، بابل، انتشارات مبعث.

## ۶۸ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

۷. بدری، احمد و عبدالباقی، عبدالمجید. (۱۳۸۹). **اقتصاد سنجی مالی**، انتشارات نصر، تهران، ایران.
۸. پور حیدری، الف و داود همتی. (۱۳۸۳). "بررسی اثر قراردادهای بدهی، هزینه های سیاسی، طرح های پاداش، و مالکیت بر مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **بررسیهای حسابداری و حسابرسی**، سال یازدهم، شماره ۳۶.
۹. ثقفی، علی؛ صفرزاده، محمد حسین. (۱۳۹۰). "کیفیت سود و ویژگی های هیات مدیره: تحلیل تجربی"، **دانش حسابرسی**، سال ۱۱، شماره ۴۴، صص ۷۳-۹۴.
۱۰. حساس یگانه، یحیی. (۱۳۹۱). **فلسفه حسابرسی**، چاپ ششم، شرکت انتشارات علمی و فرهنگی.
۱۱. حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۴). "مفاهیم حاکمیت شرکتی"، **ماهنامه حسابداری**، شماره ۱۶۷، دی ماه.
۱۲. حساس یگانه، یحیی؛ باغومیان، رافیک. (۱۳۸۵). "نقش هیات مدیره در حاکمیت شرکتی"، **ماهنامه حسابداری**، شماره ۱۷۳.
۱۳. حساس یگانه، یحیی؛ شعری، صابر؛ خسرو نژاد، سید حسین. (۱۳۸۷). "رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی و اندازه شرکت با مدیریت سود"، **مطالعه حسابداری**، شماره ۲۴، صص ۷۹-۱۱۵.
۱۴. حضوری، محبوبه. (۱۳۹۲). "رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و معیارهای حسابداری و اقتصادی"، **پایان نامه کارشناسی ارشد**، موسسه آموزش عالی روزبهان.
۱۵. حسنی، سعید، (۱۳۹۱). "بررسی رابطه بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی با مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پایان نامه کارشناسی ارشد**، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج.
۱۶. دستگیر، محسن؛ خداینده، رامین. (۱۳۸۲). "بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت گردش وجه نقد با بازده سهام"، **مجله علوم اجتماعی و انسانی (ویژه نامه حسابداری) دانشگاه شیراز**، دوره نوزدهم، شماره ۲.

### منابع و مآخذ ▼ ۶۹

۱۷. رحمان سرشت، ح. و نادر مظلومی. (۱۳۸۴). "بررسی رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهاد ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مطالعات مدیریت**، شماره ۴۷، صفحه ۸۶ تا ۱۱۰.
۱۸. رحیمیان، نظام الدین؛ آخوندزاده، میثم و حبشی، علی. (۱۳۹۲). "بررسی تاثیر مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه دانش حسابرسی**، سال سیزدهم، شماره ۵۲، صص ۱-۲۱.
۱۹. رضائی، فرزین و عیسی زاده، خدیجه، (۱۳۸۹)، "نقش سرمایه فکری بر انعطاف پذیری و عملکرد مالی شرکت ها با در نظر گرفتن متغیر تاخیر زمانی"، **پژوهش نامه اقتصاد و کسب و کار**، دوره اول، شماره ۲، صص ۱۵-۲۶.
۲۰. رضوان راز، کریم؛ رکابدار، قاسم؛ احمدی، محمدرمضان. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین جریان های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه حسابداری مالی**، سال اول، شماره ۴، صص ۹۲-۱۰۷.
۲۱. رضوان راز، کریم؛ حقیقت، حمید. (۱۳۸۴). "بررسی رابطه بین جریان های نقد آزاد و میزان بدهی با در نظر گرفتن فرصت های سرمایه گذاری و اندازه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله پژوهشگر**، شماره ۵، صص ۵۷-۵۰.
۲۲. زکی زاده، بابک. (۱۳۹۱). "بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پایان نامه کارشناسی ارشد**، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج.
۲۳. سلیمی، علیرضا، (۱۳۸۹). "رابطه بین نقش هیات مدیره در طراحی مدیریت راهبردی و عملکرد مالی شرکت"، **پایان نامه کارشناسی ارشد**، دانشگاه علامه طباطبایی تهران.
۲۴. سوری، علی. (۱۳۹۱). **اقتصاد سنجی**، چاپ سوم، انتشارات فرهنگ شناسی.

## ۷۰ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

۲۵. شیخ، محمد جواد؛ لازمی چلک، سعید؛ محمدنژاد، سعید. (۱۳۹۱). "جریان های نقد آزاد: اهمیت، کاربرد و نقش آن در مدیریت سود". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، سال اول، شماره دوم.
۲۶. طیبی، جمال الدین؛ ملکی، محمدرضا؛ دلگشایی، بهرام. (۱۳۹۰). **تدوین پایان نامه، رساله، طرح پژوهشی و مقاله علمی**، چاپ دوم، تهران، انتشارات فردوس.
۲۷. علیزاده سیدآبادی، مبین. (۱۳۹۳). "رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش با معیارهای بازار و ارزش افزوده بازار"، **پایان نامه کارشناسی ارشد**، موسسه آموزش عالی روزبهان.
۲۸. فخاری، حسین؛ کاشانی پور، محمد و رجب بیگی، محمد علی. (۱۳۹۳). "بررسی نقش نظارتی ساختار مالکیت و خط مشی بدهی بر کنترل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان های نقدی آزاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز**، دوره ششم، شماره اول، صص ۶۳-۹۰.
۲۹. فتحی، روح الله، (۱۳۹۱). "تبیین رابطه بین ساختار مالکیت و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت دولتی**، دانشگاه آزاد واحد علوم تحقیقات اراک.
۳۰. مرادزاده فرد، مهدی؛ فیطاسی، روح الله، مسجد موسوی، سجاد. (۱۳۸۹). "بررسی میزان ارتباط جریان نقد آزاد شرکت و جریان نقد آزاد سهامدار با ارزش سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه مطالعات مالی**، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران.
۳۱. مرادزاده فرد، مهدی؛ زارع زاده مهرریزی، محمد صادق و تاکر، رضا، (۱۳۹۱). "تاثیر پاداش هیات مدیره و مالکیت نهادی بر مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، سال پنجم، صص ۱۳۷-۱۵۲.

### منابع و مآخذ ▼ ۷۱

۳۲. مرادزاده فرد، مهدی؛ ناظمی، مهدی؛ غلامی، رضا و فرزانی، حجت، (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران"، **فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵۵، صص ۸۵-۹۸.
۳۳. معین، محمد. (۱۳۸۴). **فرهنگ دو جلدی معین**، انتشارات آدنا، چاپ سوم، جلد دوم، ص ۱۵۷۸.
۳۴. مهام، کیهان؛ حسینی، جواد؛ فرج زاده، علی اصغر. (۱۳۸۴). "جریان های نقد آزاد"، **فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۲.
۳۵. مهرانی، ساسان؛ باقری، بهروز. (۱۳۸۸). "بررسی اثر جریان های نقد آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت و در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، سال اول، شماره ۲، صص ۵۸-۵۲.
۳۶. نامدار، سمیه. (۱۳۹۰). " بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و تمرکز مالکیت با مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پایان نامه کارشناسی ارشد**، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.
۳۷. نوروش، ا. و علی ابراهیمی کردلر. (۱۳۸۴). "بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد"، **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۴۲.
۳۸. نمازی، محمد و شکرالهی، احمد. (۱۳۹۳). "آزمون نظریه جریان نقد آزاد و نظارت بستانکاران با استفاده از سیستم معادلات همزمان حداقل مربعات سه مرحله ای (3SLS): مطالعه موردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پژوهش های حسابداری مالی**، سال ششم، شماره دوم، صص ۱۷-۴۴.
۳۹. نمازی، محمد و شکرالهی، احمد، (۱۳۹۲). " بررسی تعامل بین جریان نقدی آزاد، سیاست بدهی و ساختار مالکیت با استفاده از سیستم معادلات هم زمان؛ مطالعه موردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" **مجله ی پیشرفت های حسابداری**، دوره پنجم، شماره دوم، صص ۱۶۹-۲۱۰.

## ۷۲ ▼ مدیریت سود جریان وجوه نقد آزاد

۴۰. نیک بخت، محمدرضا؛ سیدی، سید عزیز؛ هاشم الحسینی، روزبه، (۱۳۸۹). "بررسی تاثیر ویژگی های هیات مدیره بر عملکرد شرکت"، *مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز*، دوره دوم، شماره اول، صص ۲۷۰-۲۵۱.

۴۱. هاشمی، سیدعباس و کمالی، احسان، (۱۳۸۹). "تاثیر افزایش تدریجی اهرم مالی، میزان جریان نقدی آزاد و رشد شرکت بر مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه دانش حسابداری*، دوره اول، شماره دوم، صص ۹۵-۱۱۵.

## منابع خارجی

1. Banks, Erik. (2004). "Corporate governance, Financial Responsibility, Contrils and Ethics", *Palgrave Macmillan*.
2. Berle, A., Means, G.C., (1932), "The Modern Corporation and Private Property", *the Macmillan Company*, New York.
3. Bushee, B. J, (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior ", *Accounting Review*, 73(July): 305-334.
4. Bhagat, S. Bolton, B. (2008). "Corporate governance indices and firm' market values: Time servies evidence from Ruusia", *Emerging Market Review*, 7, 361-379.
5. Boubaker, S., Derouiche, I. and Nguyen, D.K. (2013), "Does the board of directors affect cash holdings? A study of French listed firms", *Journal of Management & Governance*, published online, DOI 10.1007/s10997-013-9261-x.
6. Bhundia, A. (2012), "A comparative study between free cash flows and earnings management". *Business Intelligence Journal*, Vol. 5 No. 1, pp. 123-129.
7. Chen, X, Harford, J., Li, K., (2007), "Monitoring which institutions matter?" *Journal of Financial Economics*, 86: 279-305.
8. Copland R., (1989), "Income Smoothing", *Journal of Accounting Research*, pp 101-116.
9. Coles, J.W., McWilliams, V.B., and Sen, N. (2001). "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance". *Journal of Management*, 27: 23-50.



## منابع و مأخذ ▼ ۷۳

10. Chung, R., Firth, M., & Kim, J. (2005). "Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring". *Journal of Business Research*, 58, 766-776.
11. Gillan S. L. (2006). "Recent Development in corporate governance: An overview", *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.
12. Green, S. (2005). "Sarbanes Oxley and the Board of Directors." *John Wiley & Sons*, Inc, Hoboken, New Jersey.
13. Goodstein, J., Gautam, K. and Boeker, W. (1994). "The effect of board size and diversity on strategic change". *Strategic Management Journal*, Vol. 15, 241-50.
14. Hayashi, A. M. (2003), "Effects of institutional ownership ", *MIT Sloan Management Review*, (fall), 6-7.
15. Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
16. Jensen, M.C., (1989), "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, pp. 2-61.
17. Jiang, H., Habib, A., and Smallman, c. (2009). "The effect of ownership concentration on CEO compensation-firm performance relationship in New Zealand". *Pacific Accounting Review*, VOL. 21, NO. 2, pp 104-131.
18. Jensen, M. C., (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *the Accounting Review*, Volume 76, Issue2, pp: 323-329.
19. Kimmel, P. D., Weygand, J. J. and Kieso D. E., (2004), "Financial Accounting: Tools for Business Decision making", Third Edition, *John Wiley and Sons Inc.*
20. Kirzner, I.M., (1973), "Competition and Entrepreneurship", *Chicago: University of Chicago Press.*
21. Kirzner, I.M., (1980), "The Primary of Entrepreneurial Discovery", *the Prime Mover of Progress, London: The Institute of Economic Affairs.*
22. KPMG. (2002). "Corporate Governance in Europe KPMG Survey 2001/02. KPMG.
23. Lehn, K. and A. Poulsen, (1989), "Free cash flow and stockholder Gains in going Private Transactions", *Journal of Finance*, PP. 771-787.

24. Limpan, F. and Lipman, L. (2006). "Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private and Not-for-Profit Organizations." *John Wiley & Sons, Inc*, Hoboken, New Jersey.
25. Negheili, M. Ben Amer, I. F. Chtioui, T. Laghal, F. (2015). "Free cash flow and earnings management: The moderating role of governance and ownership", Available for:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2546877](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2546877).
26. Paul, A. G. David, H. L. and Yuan, S., (2009), "Agency Problems and Audit Fees: Further Test of the Free Cash Flow Hypothesis", *Journal of Accounting and finance*, volume 50, Issue2, PP. 321-350.
27. Patton, A. Baker, J. (1987). "Why won't directors Rock the Boat", *Harvard Business Review*, 65.
28. Pornsit jiraporn .G. A. Miller .soon suk yoon.young s. k. ,(2008) "is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective " *International Review of financial Analysis* 17.622- 634.
29. Richardson, S. (2006), "Over-investment of free cash flow and corporate governance", *Review of Accounting Studies*, Vol. 11, pp. 159–189.
30. Rusmin, R., Astami, E.W. and Hartadi, B. (2014), "The impact of surplus free cash flow and audit quality on earnings management: The case of growth triangle countries", *Asian Review of Accounting*, Vol. 22 No. 3, pp. 217–232.
31. Rhodersm D. L. Rechner, P. L. and sundaramurthy, C. (2001). "A metaanalysis leadership structure and financial performance: are two heads better than one?" *Corporate Governance an International Review*. 9: 311-319.
32. Rusmin, R., Astami, E.W. and Hartadi, B. (2014), "The impact of surplus free cash flow and audit quality on earnings management: The case of growth triangle countries", *Asian Review of Accounting*, Vol. 22 No. 3, pp. 217–232.
33. Rina, b., Takiah, m, (2009), "Surplus Free Cash Flow, Earning Management and Audit Committee", *Journal of Economics and Management* 3(1): 204-223.
34. Solomon, J. (2007). "Corporate Governance and Accountability". Second Edition, *John Wiley & Sons, Ltd, England*
35. Taewoo park .myung seok park ,(2004) ,"Insider sales and earnings management " *Journal of Accounting and public policy*.23 .381-411.

## منابع و مأخذ ▼ ۷۵

36. Van Ees, H. Van Der Lean, G. Postma, T. J. B. M. (2008). "Effective board behavior in the Netherlands", *European Management Journal*, 26, pp 84-93.
37. Wong, S. Y. (2006). "The Effect of Board Structure and Institutional Ownership on Earnings Management", *Master's Thesis, University Putra Malaysia*.
38. Yang, W. S., Chun, L. S. And Ramadili, S. M. (2009). "The Effect of Board Structure and Institutional Ownership Structure on Earnings Management", *Journal of Economics and Management*, Vol. 3, No. 2, pp 332-353.
39. Yudianti, Ninik, (2008), "The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free Cash Flow and Shareholder Value", *Journal of Business Research*, 193-228.
40. Zahra, Shaker A. and Pearce, John A. (1989). "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model." *Journal of Management*, Vol. 2, 291- 334.
41. Zattoni, A. Cuomo, F. (2007). "How independent, are boards and independent Directors? An empirical analysis of the content of good governance codes", *Paper presented at the European Academy of management Conference at the HEC Paris, France*.
42. Zouari, A. And Rebai, I. (2009). "Institutional Ownership Differences and Earnings Management: A Neural Networks Approach", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 34, pp. 42-55.