



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال پنجم / شماره بیستم / زمستان ۱۳۹۵

## بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود\*

ابراهیم عباسی

دانشیار و عضو هیات علمی دانشگاه الزهرا (س)

تاریخ دریافت: ۹۵/۴/۹ تاریخ پذیرش: ۹۵/۵/۱۲

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود می‌باشد. پیش‌بینی سود با استفاده از رابطه رگرسیونی بین جریان نقد عملیاتی سال بعد و سود فعلی بدست می‌آید. جریان نقد آزاد و سازوکارهای حاکمیت شرکتی (نسبت مدیران مستقل، تعداد اعضای هیات مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، درصد سهام تحت تملک سهامدار نهادی و مالکیت سهام مدیران) به عنوان متغیرهای مستقل می‌باشند. با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ پژوهش انجام می‌شود. برای تخمین مدل، از رگرسیون خطی چند گانه در سطح داده‌های تجمعی استفاده شده است. نتیجه نهایی حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر این است که بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد و همچنین سازوکارهای حاکمیت شرکتی (نسبت مدیران مستقل، تعداد اعضای هیات مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، درصد سهام تحت تملک سهامدار نهادی و مالکیت سهام مدیران) بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیری ندارند.

**واژه‌های کلیدی:** پیش‌بینی سود، جریان نقد آزاد، حاکمیت شرکتی.

\* این مقاله مستخرج از طرح تحقیقاتی مصوب معاونت پژوهشی دانشگاه الزهرا می‌باشد

## ۱- مقدمه

یکی از اهداف مهم گزارشگری مالی، ارائه اطلاعات مفید برای تصمیم‌گیری است. استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری بر اساس اطلاعات گزارش شده در صورت‌های مالی به ارزیابی سودآوری و پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی شرکت پرداخته و سپس با برقرار کردن ارتباط منطقی بین سودآوری و جریان‌های نقدی آتی، ارزش شرکت را ارزیابی و بر اساس این پیش‌بینی‌ها تصمیم می‌گیرند (رحیمیان و همکار، ۱۳۹۲). از دست رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران در یکپارچگی و درستی ارقام حسابداری در پی رسوایی‌های گزارش‌های مالی شرکت‌های مختلف در سراسر جهان، منجر به علاقه رو به رشد، به کیفیت سود در میان پژوهشگران شده است. قابلیت پیش‌بینی سود، به این معنی است که تا چه حد، سرمایه‌گذاران می‌توانند سودهای آینده و یا جریان‌های نقدی آینده شرکت را بر اساس اطلاعات فعلی سود، پیش‌بینی کنند. اطلاعات سود، دارای کیفیت بالاست، اگر سرمایه‌گذاران را برای تجزیه و تحلیل عملکرد فعلی شرکت‌ها و برآورد بهتر چشم‌اندازهای آینده قادر سازد (حسینی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹). تنها زمانی کیفیت سود بالاست که بازار سهام در زمان ارزشگذاری یک شرکت، تکیه بیشتری بر اطلاعات جریان نقد می‌کند (چنگ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳). در تئوری نمایندگی جریان نقد آزاد، شرکت‌های با جریان نقد آزاد بالا، اما با فرصت‌های رشد پایین، به احتمال بیشتری، کاهش در ارزش شرکت را تجربه می‌کنند (جنسن<sup>۳</sup>، ۱۹۸۶). هدف این پژوهش دو بعدی است: اول بررسی تاثیر جریان نقد آزاد بر پیش‌بینی سود و دوم بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و پیش‌بینی سود می‌باشد. این پژوهش به دلیل بررسی جریان نقد آزاد می‌تواند به دانش‌افزایی در مورد این متغیر بیفزاید.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

وجه نقد یکی از حیاتی‌ترین منابع در هر واحد تجاری است و ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی، مهم‌ترین عامل سلامت اقتصادی هر واحد به شمار می‌رود. وجه نقد از عملیات عادی و سایر منابع تأمین مالی به واحد تجاری وارد می‌شود و برای اجرای عملیات، پرداخت سود، بازپرداخت بدهی‌ها و گسترش آن واحد به مصرف می‌رسد. روند ورود و خروج وجه نقد در هر واحد سودآور، بازتاب تصمیم‌گیری‌های مدیریت در مورد برنامه‌های کوتاه و بلندمدت عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی است. اطلاعات مربوط به وجوه نقد مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و گروه‌های استفاده‌کننده از اطلاعات مالی را تشکیل می‌دهد (دستگیر و خدابنده، ۱۳۸۲).

اطلاعات مربوط به جریان وجوه نقد بیانگر چگونگی ارتباط بین سودآوری واحد تجاری و توان آن جهت ایجاد وجه نقد و در نتیجه کیفیت سود تحصیل شده توسط واحد تجاری است. علاوه بر این، ارزیابی فرصت‌ها و مخاطرات فعالیت تجاری و وظیفه مباشرت مدیریت مستلزم درک ماهیت فعالیت تجاری از جمله نحوه ایجاد و مصرف وجه نقد توسط واحد تجاری است. از آن‌جا که صورت‌های جریان وجوه نقد تحت تأثیر برخوردهای متفاوت حسابداری در خصوص معاملات و رویدادهای یکسان در سطح واحدهای تجاری مختلف نیست، ارائه آن قابلیت مقایسه جنبه عملیاتی عملکرد مالی واحدهای تجاری مختلف را افزایش می‌دهد (کمیته تدوین استانداردهای

حسابداری، ۱۳۸۸). اطلاعات مربوط به جریان وجوه نقد همراه با اطلاعاتی که حسابداری تعهدی فراهم می‌کند می‌تواند در قضاوت و تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان، مفید واقع شود (ملایی، ۱۳۸۶).

مقدار مثبت جریان های نقد آزاد، نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها دارای وجوه نقد مازاد است. شرکتی که دارای جریان نقد آزاد بالایی باشد از مطلوبیت و محبوبیت بیشتری نزد سهامداران و بستانکاران برخوردار است. این مطلوبیت زمانی قابل قبول است که شرکت مرحله رشد را پشت سر گذاشته و دیگر فرصت سرمایه‌گذاری بالایی نداشته باشد. از طرف دیگر مقدار منفی آن بیانگر این است که شرکت توانایی پوشش هزینه‌ها و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خود را ندارد (کریمی، ۱۳۸۹).

بسیاری از سرمایه‌گذاران، پیش‌بینی سود آتی را بعنوان عامل تعیین‌کننده در پیش‌بینی توزیع سود سهام آینده بکار می‌برند و بدیهی است که سود سهام مورد انتظار به نوبه خود نقش تعیین‌کننده‌ای در قیمت‌گذاری ارزش جاری سهام یا کل واحد تجاری دارد، از آنجا که پیش‌بینی سود برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران از اهمیت والایی برخوردار است، هیات تدوین استانداردهای حسابداری در بیانیه شماره یک خود چنین آمده است: سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به ارزیابی دورنمای جریان نقدی خالص واحد تجاری علاقه‌مندند و عمدتاً سود بدست آمده را جهت پیش‌بینی سودهای آتی و همچنین بررسی سودآوری مورد استفاده می‌دهند (مدرس و همکاران، ۱۳۷۸).

براساس تئوری نمایندگی جریان نقد آزاد، زمانی که جریان های نقد آزاد افزایش می‌یابد، مدیران برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با بازدهی منفی تشویق می‌شوند (جنسن، ۱۹۸۶). در این رابطه چانگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۵) استدلال می‌کنند که این پروژه‌ها منافع مدیران را حمایت می‌کنند. اقدامات مدیران مانند سرمایه‌گذاری با ارزش مخرب می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را افزایش داده و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد و مدیران ارشد را تا یک وضعیت آسیب‌پذیر تحت فشار قرار می‌دهد. بدترین حالت سناریو این است که مدیران فرصت طلب با استفاده از ابزار مدیریت سود، اثرات مخرب این سرمایه‌گذاری را پنهان نمایند. (بوکیت و ایسکاندر<sup>۵</sup>، ۲۰۰۹). در حقیقت انتشار گزارشهای درآمد متورم توسط مدیران ممکن است بر قابلیت پیش‌بینی جریان های نقدی بالقوه بر مبنای درآمد تأثیر بگذارد، زیرا این درآمد براساس تلفیق‌های جعلی ایجاد شده است. رحمان و مود صالح<sup>۶</sup> (۲۰۰۸) دریافتند که بازار سهام به درآمد شرکت‌هایی که دارای مشکلات نمایندگی جریان نقد آزاد هستند اعتبار کمتری می‌دهند. از آنجایی که شرکت‌هایی با مشکلات نمایندگی جریان نقد آزاد تمایل به دستکاری و گزارش غلط درآمد دارند، در نتیجه سرمایه‌گذاران کمتر به اطلاعات این شرکت‌ها برای ارزیابی اتکا می‌کنند.

مروری بر منابع و متون نشان می‌دهد که کیفیت پایین سود شرکت‌ها با هزینه‌های نمایندگی بالا از جریان نقد آزاد، ارتباط دارد (بوکیت و ایسکاندر، ۲۰۰۹، چانگ و همکاران، ۲۰۰۵ و رحمان و مود صالح، ۲۰۰۸). در این خصوص جنسن (۱۹۸۶) استفاده از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی جهت کاهش تعارض در ارتباط با منابع تحت کنترل مدیران و در نتیجه افزایش ارزش شرکت را پیشنهاد می‌کند. ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر اطلاعات افشا شده توسط شرکت برای سهامداران آن اثر می‌گذارد و احتمال عدم افشای

کامل و مطلوب اطلاعات و افشای اطلاعات کم اعتبار را کاهش می دهند (کاناگارتنام و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۷). پژوهش‌ها نشان می دهد در صورت وجود نظارت موثرتر هیئت مدیره بر مدیریت، کیفیت و کفایت اطلاعات منتشر شده توسط مدیریت افزایش می یابد (کارامانو<sup>۸</sup>، ۲۰۰۵). محققان دانشگاهی، تأثیر حاکمیت شرکتی بر مشکل نمایندگی جریان نقد آزاد را بررسی کرده اند (ریچاردسون<sup>۹</sup>، ۲۰۰۶ و وو<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۴) و نشان داده اند که چطور مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر استفاده مدیریت از وجه نقد در دسترس، نظارت و بهبود ارزش شرکت حاصل می شود (چن و چانگ<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۹، چی و لی<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۰).

الدماری و همکار<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۳)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت و قابلیت پیش بینی سود می پردازد. یافته‌ها نشان می دهد وقتی که شرکت‌ها دارای هیأت مدیره کوچک، رئیس هیئت مدیره مستقل و سهام بالایی تحت تملک نهادها هستند توانایی پیش بینی سود بالا می باشد. با این حال در تضاد با انتظارات، اثر منفی قابل ملاحظه استقلال هیأت مدیره بر پیش بینی سود مشاهده شد.

دیتمار<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۷) تأثیر حاکمیت شرکتی بر وجوه نقد نگهداری شده شرکت را بررسی کرد. یافته‌ها نشان دهنده تأثیر قابل ملاحظه حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت از طریق سیاست‌های نقدی می باشد.

چانگ (۲۰۰۵)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین مدیریت سود، جریان نقد آزاد و نظارت خارجی پرداخت. نتایج نشان می دهد که حسابرسان و همچنین سهامداران عادی به عنوان عوامل نظارت خارجی در پیشگیری از فرصت طلبی مدیران موثر می باشند.

وو (۲۰۰۴) در پژوهشی تأثیر ساختار مالکیت بر تأمین مالی شرکت‌های ژاپنی را با در نظر گرفتن هزینه‌های نمایندگی جریان نقد آزاد بررسی می کند. نتایج نشان دهنده، تضاد منافع بین سهامداران و مدیران، در شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد و جریان نقد آزاد مختلف، متفاوت است و نقش انضباطی ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه وجود دارد.

بروش<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۰)، در پژوهشی به بررسی فرضیه جریان نقد آزاد برای رشد فروش و عملکرد شرکت می پردازد. نتایج نشان می دهد که رشد فروش در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد (بدون حاکمیت شرکتی قوی) از شرکت‌های بدون جریان نقد آزاد کمتر سود آورتر است. نتایج نشان داد مالکیت سهام مدیریت تأثیر جریان‌های نقد آزاد عملکرد را کاهش می دهد. در مقابل بلوک سهامدار بیرونی با در نظر گرفتن جریان‌های نقد آزاد، رشد فروش را کاهش می دهد.

رحیمیان و همکار (۱۳۹۲) در پژوهشی تأثیر مدیریت سود بر رابطه جریان‌های نقدی آزاد و ارزش سهامداران می پردازند. نتایج حاصل نشان می دهد میان جریان‌های نقدی آزاد و ارزش سهامداران، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین نتایج تحقیق حاکی از آن است که مدیران این شرکت‌ها تمایل دارند با استفاده از ابزار مدیریت سود، جریان‌های نقدی آزاد و در نهایت ارزش و ثروت سهامداران را افزایش دهند.

اعتمادی و همکار (۱۳۹۰)، در پژوهشی، تأثیر جریان‌های نقد آزاد بر مدیریت سود و نقش کمیته‌ی حسابرسان در آن را بررسی می نماید. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که رابطه‌ی معنادار مستقیمی بین مدیریت سود و جریان‌های نقد آزاد شرکت‌ها می تواند محرکی برای مدیریت سود تلقی شود، همچنین شرکت

هایی که دارای کمیته‌ی حسابرسی هستند مدیریت سود بهتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند و همچنین پژوهش به بررسی رابطه‌ی کمیته‌ی حسابرسی و جریان‌های نقد آزاد و متغیرهای کنترلی می‌پردازد که رابطه‌ی معناداری بین کمیته‌ی حسابرسی و جریان‌های نقد آزاد با مدیریت سود یافته‌اند.

نیکومرام و همکار (۱۳۸۹)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین شاخصهای کیفیت سود (کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود و توان پیش‌بینی سود) و ابعاد حاکمیت شرکتی (توانایی و کفایت) می‌پردازند. در این پژوهش از نرخ بازده حقوق صاحبان سهام بعنوان معیار اندازه‌گیری کفایت حاکمیت شرکتی استفاده شده است. برای اندازه‌گیری توانایی حاکمیت شرکتی نیز، از یک شاخص ترکیبی استفاده شده که متشکل از شش عامل می‌باشد. در بررسی ارتباط تک به تک هر یک از عوامل ششگانه حاکمیت شرکتی (درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره، درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، نوع حسابرسان، نوع مالکیت شرکت، اصلی بودن شرکت و درصد سهام شناور آزاد) و شاخصهای کیفیت سود وجود ندارد. از طرفی نتایج تحقیق بیانگر این است که شرکت‌های با حاکمیت شرکتی کافی در مقایسه با شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ناکافی، علیرغم در نظر گرفتن یا بدون در نظر گرفتن توانایی حاکمیت شرکتی، دارای کیفیت سود بیشتری هستند. علاوه بر این، شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف نسبت به شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی، لزوماً کیفیت سود کمتری ندارند، نتایج بیانگر این مطلب است که کفایت حاکمیت شرکتی نسبت به توانایی حاکمیت شرکتی، رابطه معناداری با کیفیت سود دارد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردند:

**فرضیه ۱:** بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود رابطه وجود دارد.

**فرضیه ۲:** نسبت مدیران مستقل بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیر دارد.

**فرضیه ۳:** تعداد اعضای هیات مدیره بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیر دارد.

**فرضیه ۴:** دوگانگی نقش مدیرعامل بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیر دارد.

**فرضیه ۵:** مالکیت نهادی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیر دارد.

**فرضیه ۶:** مالکیت مدیران بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیر دارد.

### ۴- روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری تحقیق، همه شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دوره تحقیق سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ می‌باشد، تعداد نمونه مورد مطالعه ۱۰۲ شرکت می‌باشد که با توجه به معیارهای زیر انتخاب شده‌اند:

(۱) داده‌های موردنظر هر یک از شرکت‌ها مورد مطالعه موجود باشد.

(۲) پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه ۲۹ اسفند ماه باشد.

(۳) جزء شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری نباشند.

داده های مربوط به متغیر وابسته ، داده های متغیر های مستقل و داده ای مربوط به متغیرهای کنترل، با استفاده از صورت‌های مالی حسابرسی شده، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، گزارش‌های هیئت مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام و سایر گزارش‌های موجود در بانک‌های اطلاعاتی نرم افزار ره‌آورد نوین ۳ استخراج شده است.

## ۵- تصریح مدل

در رابطه ۱ مدل فرضیه ها ارائه شده است:

$$\begin{aligned} CFO_{i,t+1} = & b_0 + b_1 EARN_{i,t} + b_2 EARN_{i,t} * SFCF_{i,t} + b_3 EARN_{i,t} * BDIND_{i,t} * SFCF_{i,t} + b_4 EARN_{i,t} * \\ & BDSIZE_{i,t} * SFCF_{i,t} + b_5 EARN_{i,t} * CHIND_{i,t} * SFCF_{i,t} + b_6 EARN_{i,t} * \\ & IOWN_{i,t} * SFCF_{i,t} + b_7 EARN_{i,t} * MOWN_{i,t} * SFCF_{i,t} + \\ & b_8 EARN_{i,t} * SIZE_{i,t} + b_9 EARN_{i,t} * DEBT_{i,t} + b_{10} EARN_{i,t} * LOSS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

که در این رابطه، EARN سود خالص قبل از اقلام غیرمترقبه، SFCF جریان نقد آزاد، BDIND نسبت مدیران مستقل، BDSIZE تعداد اعضای هیات مدیره، CHIND دوگانگی نقش مدیرعامل، IOWN نسبت سهام تحت مالکیت سهامدار نهادی، MOWN نسبت مالکیت مدیران، SIZE: اندازه شرکت، DEBT نسبت بدهی و LOSS زیان ده بودن شرکت است.

### روش محاسبه متغیرها به شرح زیر است:

#### - متغیر وابسته

برای اندازه گیری پیش بینی سود با استفاده از مدل بکار گرفته شده توسط ولوری و چنکیز<sup>۶</sup> (۲۰۰۶) و آتوود و همکاران (۲۰۱۰) توسط ضریب رابطه رگرسیونی بین جریان نقد عملیاتی یک سال بعد (CFO<sub>i,t+1</sub>) و سود فعلی بدست می آید. ضریب سود فعلی نشان دهنده قابلیت پیش بینی سود می باشد. CFO<sub>i,t+1</sub> جریان نقد ناشی از عملیات برای شرکت i در سال t+1 ، که با استفاده از جمع دارایی های اول دوره همگن شده است.

#### - متغیرهای مستقل

EARN<sub>i,t</sub>: سود خالص قبل از اقلام غیرمترقبه برای شرکت i در سال t، که با استفاده از جمع دارایی های اول دوره همگن شده است.

SFCF<sub>i,t</sub>: جریان نقد آزاد، متغیر مجازی است که اگر شرکت هایی جریان نقد آزاد بالاتر از میانگین و فرصت های رشد پایین تر از میانگین باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت ۰ می گیرد. جریان های نقد آزاد و فرصت های رشد از طریق فرمول های زیر محاسبه می شوند:

$FCF_{i,t}$ : جریان نقد آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$  که از طریق رابطه ۲ محاسبه می‌شود:

$$FCF_{i,t} = \frac{INC_{i,t} - TAX_{i,t} - INTEXP_{i,t} - OSDIV_{i,t} - PSDIV_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \quad (2)$$

که در این رابطه:

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

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

$INTEXP_{i,t}$ : هزینه بهره پرداختنی

$OSDIV_{i,t}$ : سود سهامداران عادی پرداختنی شرکت  $i$  در سال  $t$

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

$TA_{i,t-1}$ : کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$MBR_{i,t}$ : فرصت‌های رشد: از نسبت ارزش بازار سهام به اضافه ارزش دفتری بدهی‌ها در پایان سال بر ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان سال بدست می‌آید.

سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل:

$BDIND_{i,t}$ : نسبت مدیران مستقل به کل تعداد اعضای هیات مدیره

$BDSIZE_{i,t}$ : تعداد اعضای هیات مدیره

$CHIND_{i,t}$ : دوگانگی نقش مدیرعامل: اگر مدیرعامل رئیس هیئت مدیره یا نایب رئیس هیئت مدیره باشد ۱ و در غیر اینصورت ۰.

$IOWN_{i,t}$ : نسبت سهام تحت مالکیت ۵ سهامدار نهادی

$MOWN_{i,t}$ : نسبت مالکیت مدیران اجرایی

#### - متغیرهای کنترل

$SIZE_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها می‌باشد.

$DEBT_{i,t}$ : بدهی‌های بلندمدت به کل بدهی‌ها می‌باشد.

$LOSS_{i,t}$ : متغیر مجازی در صورت زیان شرکت ۱ و در غیر اینصورت صفر می‌گیرد.

مفروضات زیربنایی مدل که عبارتند از بررسی نرمالیتی از آزمون کولموگروف اسمیرنوف، بررسی عدم وجود خود همبستگی در باقیمانده‌ها از آماره دوربین-واتسن، برای تعیین همسانی واریانس‌های (پراکنش همگن) خطاها از نمودار پراکنش و برای بررسی عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل از آماره VIF استفاده شده است

## ۶- نتایج آزمون فرضیه‌ها

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی در جدول ۱ آمده است. با توجه به جدول ۱ کمترین مقدار جریان نقد ناشی از عملیات 0.07 و بیشترین مقدار ۱.۳۵ می‌باشد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

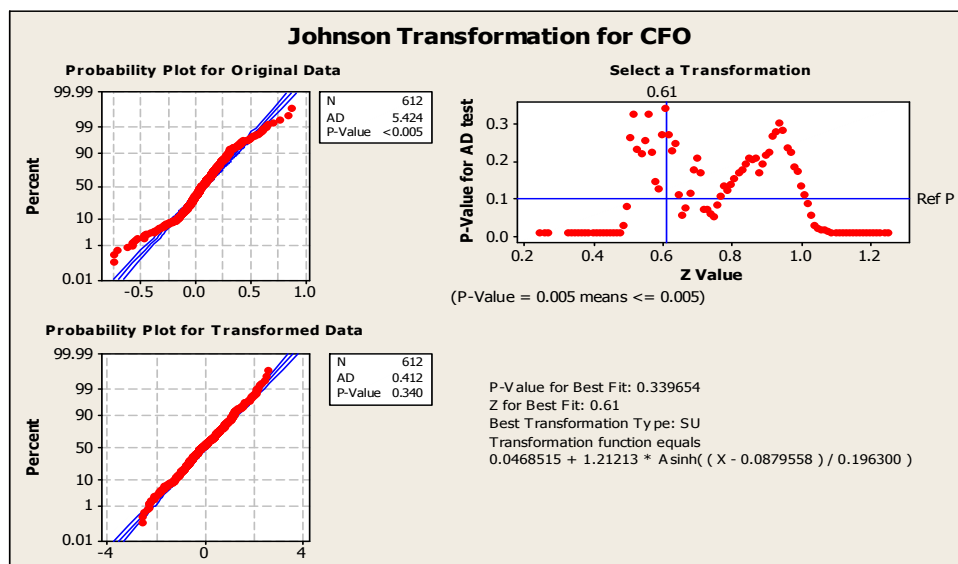
متغیر	نماد	میانگین	مینیمم	ماکزیمم	انحراف معیار
جریان نقد ناشی از عملیات	CFO <sub>i,t+1</sub>	0.208	0.07	1.35	0.19
سود خالص قبل از اقلام غیر مترقبه	EARN <sub>i,t</sub>	0.175	-0.25	1.21	0.17
جریان نقد آزاد مازاد	SFCF <sub>i,t</sub>	0.19	0	1	0.395
نسبت مدیران مستقل	BDIND <sub>i,t</sub>	3.32	0	5	1.01
تعداد اعضای هیات مدیره	BDSIZE <sub>i,t</sub>	5.06	4	7	0.265
دوگانگی نقش مدیرعامل	CHIND <sub>i,t</sub>	0.19	0	1	0.396
نسبت سهام تحت مالکیت ۵ سهامدار نهادی	IOWN <sub>i,t</sub>	0.74	0.00	0.99	0.18
نسبت مالکیت مدیران اجرایی	MOWN <sub>i,t</sub>	0.66	0.00	1	0.25
اندازه شرکت	SIZE <sub>i,t</sub>	6.03	4.56	8.17	0.63
اهرم مالی	DEBT <sub>i,t</sub>	0.15	0	0.77	0.15
زیان ده بودن شرکت	LOSS <sub>i,t</sub>	0.08	0	1	0.27

همانطور که در شکل ۱ مشاهده می‌شود احتمال آماره داده‌های اولیه کمتر از ۰.۰۵ است که حاکی از نرمال نبودن متغیر وابسته است. برای نرمال سازی متغیر وابسته از تبدیل جانسون (Johnson) در نرم افزار minitab استفاده شده است که تابع تبدیل نیز در شکل ۱ آمده است. با نرمال سازی توسط نرم افزار minitab و تبدیل مذکور احتمال به ۰.۶۱ افزایش یافت. در نتیجه فرضیه H<sub>0</sub> مبنی بر نرمال بودن متغیر وابسته پذیرفته می‌شود.

به دلیل وجود هم خطی شدید بین متغیرها، از روش گام به گام<sup>۱۷</sup> استفاده شده است. در این روش متغیرهای مستقل تک به تک به معادله رگرسیون اضافه می‌شوند و اگر نقش معنی داری در رگرسیون نداشته باشند از آن حذف می‌شوند.

در جدول ۲، خروجی نهایی حاصل از روش گام به گام ارائه شده است:





شکل ۱. بررسی نرمال بودن متغیر وابسته

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## جدول ۲- نتایج تجزیه و تحلیل آماری مدل

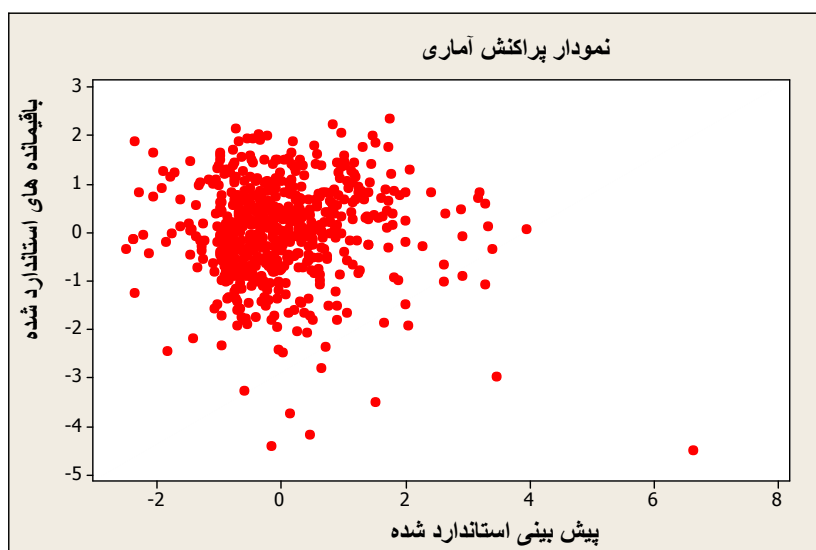
متغیر	ضریب	آماره t	سطح احتمال	آماره VIF
عرض از مبدا	-.512	-10.359	0.000	
سود خالص	2.260	8.796	0.000	1.669
سود خالص * نسبت بدهی	4.541	3.563	0.000	1.669
ضریب تعیین ( $R^2$ )	۰/۲۶۲	ضریب تعیین تعدیل شده ( $adj R^2$ )	0/26	
آماره (احتمال) F	۱۰۸/۲۴۶ (۰/۰۰)	کولموگروف اسمیرنوف (K-S)		۰/۲۳۸
آماره دوربین واتسن	۱/۵۸۸			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

براساس نتایج بدست آمده در جدول ۲، هیچ یک از متغیرهای مستقل به دلیل معنادار نبودن در مدل باقی نمانده و این مطلب نشان‌دهنده آن است که همه فرضیه‌ها رد شده‌اند.

ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۲۶ می‌باشد و بدین معنی است که حدود ۲۶٪ از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل قابل توصیف است. مقدار احتمال آماره F کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد، بنابراین فرض صفر مبنی بر عدم کفایت مدل، با اطمینان ۹۵٪ مورد تایید است، در نتیجه کفایت مدل جهت آزمون

فرضیه تایید می‌شود. با توجه به جدول مقدار احتمال مربوط به آزمون کولموگروف اسمیرنف برابر  $0/238$  می‌باشد که از  $0/05$  بزرگتر است بنابراین با اطمینان  $95\%$  نرمال بودن باقیمانده‌ها مورد تایید قرار می‌گیرد. مقدار آماره دوربین-واتسون برابر  $1/558$  و بین  $1/5$  تا  $2/5$  می‌باشد، لذا می‌توانیم استقلال باقیمانده‌ها در مدل برازش شده را بپذیریم.



شکل ۲: نمودار پراکنش آماری باقیمانده‌های استاندارد شده در مقابل پیش‌بینی استاندارد شده

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که در شکل ۲ مشاهده می‌شود، در نمودار پراکنش آماری باقیمانده‌های استاندارد شده در مقابل پیش‌بینی استاندارد شده روندی مشاهده نشده و تقارن مشاهدات حول خط صفر می‌باشد. بنابراین همسانی واریانس‌های باقیمانده‌ها را می‌توانیم مورد تایید قرار دهیم. با توجه به آماره  $VIF$  برای متغیرهای مستقل، مقدار آن به ترتیب کمتر از  $10$  بوده، در نتیجه در مدل مشکل هم خطی بین متغیرهای مستقل مشاهده نمی‌شود.

## ۷- نتیجه‌گیری و بحث

هدف این پژوهش بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود می‌باشد. قلمرو مکانی پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی تحقیق سال‌های  $1387$  تا  $1392$  است. در این پژوهش نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود رابطه وجود ندارد. نسبت مدیران مستقل بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیر

ندارد. تعداد اعضای هیات مدیره بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیر ندارد. دوگانگی نقش مدیرعامل بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیر ندارد. مالکیت نهادی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیر ندارد. مالکیت مدیران بر رابطه بین جریان نقد آزاد و پیش‌بینی سود تاثیر ندارد. این نتایج، با پژوهش‌های چانگ و همکاران، (۲۰۰۵)، رحمان و مود صالح، (۲۰۰۸)، بوکیت و ایسکاندر، (۲۰۰۹)، چن و چانگ، (۲۰۰۹)، چی و لی، (۲۰۱۰) و الدماری و همکار، (۲۰۱۳) ناسازگار است. دلیل این نتایج می‌تواند این باشد که جریان های نقد آزاد شرکت‌ها مورد توجه شرکت‌ها نبوده و سازوکارهای حاکمیت شرکتی در ایران به خوبی وظایف خود را ایفا نمی‌کنند. با تحلیل نتایج پژوهش می‌توان پیشنهادهای زیر را ارائه کرد:

- ۱) به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که به جریان های نقد آزاد شرکت توجه داشته و آن را در مدل تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند.
- ۲) لزوم توجه سهامداران یک شرکت به نحوه استفاده مدیران از جریان نقد آزاد شرکت و تدوین مقرراتی برای نظارت بیشتر بر مدیران برای سرمایه‌گذاری و استفاده بهینه از وجوه نقد مازاد شرکت و همچنین حسابرسی عملیاتی به عنوان یک مکانیزم کنترلی نیز می‌تواند استفاده کارا و اثربخش مدیریت از وجوه نقد مازاد را مورد کنترل قرار دهد.
- ۳) با توجه به اهمیت جریان نقد آزاد به مسئولین تدوین استاندارد توصیه می‌شود به لحاظ اهمیت جریان نقد آزاد در شرکت‌ها، الزاماتی برای گزارشگری و افشاء جریان نقد آزاد شرکت در یادداشت‌های همراه صورتهای مالی وضع نمایند.
- ۴) به شرکت‌های دارای جریان نقد آزاد پیشنهاد می‌شود که وجوه نقد آزاد خود را در پروژه‌هایی با ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کنند تا بتوانند دیدگاه سرمایه‌گذاران و سهامداران را به خود جلب نمایند.
- ۵) برای حصول اطمینان از مسئولیت پاسخگویی شرکت‌ها در مقابل عموم و افراد ذینفع مستلزم وجود سازوکارهای مناسبی است. از جمله سازوکارهای مهم، طراحی و اجرای حاکمیت شرکتی مناسب است. لذا به مقامات قانون‌گذار در تدوین مقررات و آیین‌نامه‌های مربوطه توصیه می‌شود که این امر را مدنظر قرار دهند.

#### فهرست منابع

- \* اعتمادی، حسین و شفاخیبری، نصیبه، (۱۳۹۰) تأثیر جریان های نقد آزاد بر مدیریت سود و نقش کمیته‌ی حسابرسی در آن، فصلنامه حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۱۰، صفحات ۴۲-۱۸.
- \* دستگیر، محسن و رامین خداینده (۱۳۸۲). بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت‌گردش وجه نقد با بازده سهم، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره نوزدهم، ش ۲، ص ۱۱۲-۱۰۰.

- \* رحیمیان، نظام الدین، آخوندزاده، میثم، حبشی، علی، (۱۳۹۲) بررسی تأثیر 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، از صفحات ۲۱-۱.
- \* کریمی، سجاد (۱۳۸۹) تأثیر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
- \* کمیته تدوین استانداردهای حسابداری (۱۳۸۸)، استانداردهای حسابداری، انتشارات سازمان حسابرسی، ش ۱۶۰.
- \* مدرس، احمد، گلدسته، اکبر، جنت رستمی، محمدتقی (۱۳۷۸)، بررسی نقش و قابلیت سود در پیش بینی سود و جریان های نقدی آتی سرمایه گذاری در سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.
- \* ملایی، مهنام (۱۳۸۶)، رابطه سود حسابداری و جریان وجوه نقد عملیاتی با ریسک سیستماتیک در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان.
- \* نیکومرام، هاشم، محمدزاده سالطه، حیدر (۱۳۸۹)، ارائه الگویی برای تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود، مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره چهارم، صفحات ۸۰-۵۹.
- \* al-Dhamari ,R and Ku Nor Izah Ku Ismail (2013), governance structure, ownership structure and earnings predictability: malaysian evidence , asian academy of management journal of accounting and finance, Vol. 9, No. 1, 1–23
- \* Atwood, T., Drake, M.S. and Myers, L.A. (2010), “Book-tax conformity, earnings persistence and the association between earnings and future cash flows”, Journal of Accounting and Economics, Vol. 50 No. 1, pp. 111-125.
- \* Bruch, T.H., Bromiley, P. and Hendrickx, M. (2000), “The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance”, Strategic Management Journal, Vol. 21 No. 4, pp. 455-472.
- \* Bukit, R.B. and Iskandar, T.M. (2009), “Surplus free cash flow, earnings management and audit committee”, International Journal of Economics and Management, Vol. 3 No. 1, pp. 204-223.
- \* Cheng, C.S.A., Johnston, J. and Liu, C.Z. (2013), “The supplemental role of operating cash flow in explaining share returns”, International Journal of Accounting and Information Management, Vol. 21 No. 1, pp. 53-71.
- \* Chen, Y.R. and Chuang, W.T. (2009), “Alignment or entrenchment? Corporate governance and cash holdings in growing firms”, Journal of Business Research, Vol. 62 No. 11, pp. 1200-1206.
- \* Chi, J.D. and Lee, S.D. (2010), “The conditional nature of the value of corporate governance”, Journal of Banking & Finance, Vol. 34 No. 2, pp. 350-361.
- \* Chung, R., Firth, M. and Kim, J.B. (2005), “Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring”, Journal of Business Research, Vol. 58 No. 6, pp. 766-776.
- \* Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J. (2007), “Corporate governance and the value of cash holdings”, Journal of Financial Economics, Vol. 83 No. 3, pp. 599-634.
- \* Hussainey, K. (2009), “The impact of audit quality on earnings predictability”, Managerial Auditing Journal, Vol. 24 No. 4, pp. 340-351.
- \* Jensen, M.C. (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, The American Economic Review, Vol. 76 No. 2, pp. 323-329.

- \* KanagaretnamKiridaran, Lobo Gerald J., Whalen Dennis J. (2007), Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4): 497-522.
- \* Karamanou Irene, Vafeas Nikos.(2005). The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research*, 43: 453-486.
- \* Rahman, A.F. and Mohd-Saleh, N. (2008), "The effect of free cash flow agency problem on the value relevance of earnings and book value", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. 6 No. 1, pp. 75-90.
- \* Richardson, S. (2006), "Over-investment of free cash flow", *Review of Accounting Studies*, Vol. 11 No. 2, pp. 159-189.
- \* Velury, U. and Jenkins, D.S. (2006), "Institutional ownership and the quality of earnings", *Journal of Business Research*, Vol. 59 No. 9, pp. 1043-1051.
- \* Wu, L. (2004), "The impact of ownership structure on debt financing of Japanese firms with the agency cost of free cash flow", EFAMA 2004 Basel Meetings Paper, available at: <http://ssrn.com/abstract/4488042> (accessed March 3, 2013).

#### یادداشت‌ها

---

- <sup>1</sup>. Hussainey
- <sup>2</sup>. Cheng et al
- <sup>3</sup>. Jensen
- <sup>4</sup>. Chung et al
- <sup>5</sup>. Bukit and Iskandar
- <sup>6</sup>. Rahman and Mohd-Saleh
- <sup>7</sup>. Kanagaretnam et al
- <sup>8</sup>. Karamanou
- <sup>9</sup>. Richardson
- <sup>10</sup>. Wu
- <sup>11</sup>. Chen and Chuang
- <sup>12</sup>. Chiand Lee
- <sup>13</sup>. Al-Dhamari et al
- <sup>14</sup>. Dittmar
- <sup>15</sup>. Bruch
- <sup>16</sup>. Velury and Jenkins
- <sup>17</sup>. stepwise