

## بررسی تاثیر تضاد نمایندگی بر عدم تقارن اطلاعاتی

دکتر عسگر پاک مرام

دانشیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران

pakmaram@gmail.com

رسول یاسمن مایان

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران (نویسنده مسئول)

ryasaman@gmail.com

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تاثیر تضاد نمایندگی مبتنی بر شاخص های مالکیت و مالی بر عدم تقارن اطلاعاتی است. جامعه آماری تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که بر اساس شرایط در نظر گرفته شده برای انتخاب نمونه، ۱۱۰ شرکت طی دوره ۶ ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ انتخاب گردید. پژوهش حاضر از نوع پژوهش های کاربردی است. جهت آزمون فرضیه های پژوهش از الگوی داده های ترکیبی استفاده شده است. برای اندازه گیری شاخص های مالکیت از متغیر مالکیت مدیریتی و مالکیت سهامداران نهادی و برای اندازه گیری شاخص های مالی از جریان های نقد آزاد و اهرم مالی استفاده شد. نتایج نشان داد که تضادهای نمایندگی ناشی از مالکیت مدیریتی و مالکیت سهامداران نهادی بر عدم تقارن اطلاعاتی سود تاثیر منفی داد. بدین معنا که افزایش مالکیت اعضای هیات مدیره و وجود مالکان نهادی موجب کاهش تضاد منافع می شود. همچنین، نتایج نشان داد که اهرم مالی و جریان های نقد آزاد بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر مثبت دارد. بدین معنا در شرکت هایی که اهرم مالی و جریان های نقد آزاد زیاد است، تضاد منافع موجب ایجاد عدم تقارن بین مدیران و سهامداران می گردد.

**واژگان کلیدی:** تئوری نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، شاخص های مالکیت، شاخص های مالی.

### مقدمه

ادبیات پیشین نشان می دهد که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران بطور قابل ملاحظه ای تصمیمات سرمایه گذاری شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد و منجر به تشدید مشکلات نمایندگی می شود (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۰). تئوری نمایندگی (کارگزاری) مربوط به موردی است که یک نفر مسؤولیت تصمیم گیری در خصوص توزیع منابع مالی و اقتصادی و یا انجام خدمتی را طی قرارداد مشخصی به شخص دیگری واگذار می نماید. شخص اول را در اصطلاح، صاحبکار (مالک) و شخص دوم را اصطلاحاً نماینده (کارگزار) می نامند (نمازی، ۱۳۸۴). تئوری نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیریت و مالکیت اشاره دارد. با بزرگتر شدن شرکتها، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کرده اند. جدایی مالکیت از مدیریت، منجر به مشکلات نمایندگی می شود. طبق تئوری نمایندگی، اولین مشکل مربوط به نمایندگی وجود تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است. یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه گذاری است و مدیر نیز در وهله اول به دنبال افزایش ثروت خود می باشد؛ بنابراین، این احتمال وجود دارد که مدیر،

در راستای منافع سهامدار عمل ننماید. اختلاس و فساد مالی مدیر و خارج ساختن منافع سهامدار از شرکت، نمونه‌هایی افراطی از این تضاد منافع می‌باشند. بنابراین می‌توان یکی از مهمترین دلایل تقاضا برای حسابرسی سالانه را افزایش تضاد نمایندگی و همچنین بالا رفتن هزینه‌های نمایندگی دانست. لذا می‌توان انتظار داشت که با افزایش مشکلات نمایندگی و به طبع آن هزینه‌های نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی نیز افزایش یابد.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یکی از عوامل موثر در تصمیم‌گیری، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است. در صورتی که اطلاعات مورد نیاز به صورتی نامتقارن بین افراد توزیع شود، می‌تواند منجر به نتایج متفاوت نسبت به موضوعی واحد شود. بر اساس بحث کارایی بازار، تمام اطلاعات موجود در بازار، اثر خود را بر روی قیمت سهام منعکس می‌کنند. شاید بتوان از دیدگاه فرضیه بازار کارا، دلیل وجود حسابداری را عدم تقارن اطلاعاتی بیان کرد که در آن یکی از طرفین مبادله، اطلاعات بیشتری را نسبت به طرف مقابل در اختیار دارد. این امر به علت معاملات و اطلاعات درون گروهی به جود می‌آید (احمدپور کاسگری و عجم، ۱۳۸۹) و بازده مورد انتظار سهامداران را تحت تاثیر قرار می‌دهد. به این صورت که هر چه عدم تقارن اطلاعاتی در یک شرکت بالا باشد، سرمایه گذاران ریسک اطلاعاتی بالایی را برآورد می‌کنند و با افزایش صرف ریسک ناشی از شرایط ابهام، بازده مورد انتظار آنها نیز بالاتر می‌رود (هی، لییون و لیونگ، ۲۰۱۳).

رابطه نمایندگی دربرگیرنده قراردادی است که بر طبق آن یک یا چند نفر مالک، شخص دیگری را به عنوان نماینده یا عامل از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به وی توفیق می‌کنند. شکل‌گیری رابطه نمایندگی، همراه با منافع متضادی است که در نتیجه جدایی مالکیت از مدیریت، هدف‌های متفاوت و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران رخ می‌دهد (مهدوی و منفرد مهارلوئی، ۱۳۹۰). بنابراین سهامداران باید مخارجی را متحمل گردند تا بتوانند منافع مدیران را با خود همسو نمایند یا حداقل از اقدامات وی در جهت منافع خودش کسب اطمینان نمایند. از آنجا که چنین مخارجی به واسطه انعقاد قرارداد میان مدیران و سهامداران و شکل‌گیری رابطه نمایندگی پدید می‌آید، هزینه‌های نمایندگی نامیده می‌شود. هزینه‌های نمایندگی را می‌توان به سه گروه عمده طبقه‌بندی کرد. گروه اول، مخارج مربوط به نظارت بر عملکرد و تلاش‌های مدیر، مانند هزینه سازوکارهای کنترلی و نظارتی، است. گروه دوم، هزینه‌های مربوط به ساختار سازمانی هستند به گونه‌ای که بتوان رفتار نامطلوب مدیر را محدود کرد. گروه سوم از هزینه‌های نمایندگی، شامل هزینه‌های فرصت از دست رفته ناشی از اعمال محدودیت بر مدیر است.

بر اساس مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران درخصوص جریان‌های نقدی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و به‌طور کلی چشم‌انداز آتی و ارزش واقعی شرکت، اطلاعاتی بیش از سرمایه‌گذاران برون-سازمانی در اختیار دارند. به‌طور کلی، عدم تقارن اطلاعاتی به شکاف‌های اطلاعاتی، کیفیت، گزارشگری، قابل فهم بودن، ادراکی و ارزش تقسیم می‌شود. هر چه دامنه مطرح‌شده بیشتر باشد، سطح شکاف ارزش و به دنبال آن فاصله بین قیمت مبادلاتی اوراق بهادار شرکت‌ها از ارزش ذاتی آنها بیشتر خواهد بود که این امر، به تصمیم‌گیری‌های نامناسب اقتصادی و مالی توسط سرمایه‌گذاران منجر خواهد شد (خانی و قجاوند، ۱۳۹۱). از آن جایی که سرمایه‌گذاران به‌عنوان اصلی‌ترین تأمین کنندگان منابع شرکت‌ها متقاضی

اطلاعات کامل و درست شرکت‌ها هستند، عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، مسئله انتخاب نادرست را در تعیین قیمت‌های پیشنهادی مناسب به وجود می‌آورد.

لامبرت، لیوز و ورچیا (۲۰۰۸)، رابطه تفاوت اطلاعات در سرمایه‌گذاران و هزینه سرمایه را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت را کاهش می‌دهد و ایجاد تغییر در ساختار اطلاعات، میانگین دقت اطلاعات را افزایش می‌دهد. عدم تقارن اطلاعات به خودی خود بر هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت اثر ندارد بلکه تفاوت اطلاعات میان سرمایه‌گذاران به واسطه‌ی میانگین دقت اطلاعات سرمایه‌گذاران بر هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت اثر می‌گذارد.

مکنایت و ویر (۲۰۰۹) به بررسی تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و ساختار مالکیت بر هزینه‌های نمایندگی پرداختند. نمونه مورد بررسی آن‌ها شامل ۵۳۴ مشاهده از ۱۲۸ شرکت بزرگ انگلیسی طی سال‌های ۱۹۹۶ الی ۲۰۰۰ بود. در تحقیق آن‌ها از مدل رگرسیون و رویکرد داده‌های پانلی استفاده شد. همچنین، نسبت گردش دارایی‌ها، تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان‌های نقدی آزاد، و تعداد شرکت‌های تحصیل شده توسط شرکت، به عنوان معیارهایی از هزینه‌های نمایندگی در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق آن‌ها بیانگر این بود که افزایش در مالکیت مدیران باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. در صورت استفاده از تعامل فرصت‌های رشد و جریان‌های نقدی آزاد به عنوان معیار هزینه‌های نمایندگی نیز، مالکیت نهادی باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. همچنین، با اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی به صورت نسبت گردش دارایی‌ها، بین نسبت بدهی و هزینه‌های نمایندگی ارتباط معنادار و منفی وجود دارد. راتاویتی و همکاران (۲۰۱۶) در تحقیق به بررسی تأثیر تضاد نمایندگی نوع اول و نوع دوم بر مدیریت سود پرداختند. ایشان در تحقیق خود جهت اندازه‌گیری مدیریت سود از مدل تعدیل شده جونز (۲۰۰۲) استفاده کردند. و تضاد نمایندگی را ناشی از مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی مورد بحث قرار دادند. و نوع دوم تضاد نمایندگی را حاصل از حقوق کنترلی و حقوق هرمی مورد بحث قرار دادند. نتایج حاصل از تحقیق ایشان نشان داد که بین هر دو گروه نوع اول و دوم و مدیریت سود رابطه معنی داری وجود دارد.

عربصالحی و کاظمی نوری (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساست سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها تعداد ۱۰۳ شرکت را با استفاده از رگرسیون لجستیک براس دوره زمانی ۱۳۸۵ - ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که هزینه‌های نمایندگی، به تنهایی موجب ایجاد سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد نمی‌شوند، اما باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی می‌شوند.

نیکوکار و همکاران (۱۳۹۳) رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی با هزینه‌های نمایندگی متشکل از شرکت‌های ایرانی را مورد بررسی قرار دادند. از بین سازوکارهای کنترل هزینه‌های نمایندگی درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی، به عنوان متغیر مستقل، بررسی شده‌اند. تحلیل و بررسی همبستگی با استفاده از رگرسیون مقطعی صورت گرفته است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد، در صورت استفاده از نسبت گردش دارایی به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی، بین درصد اعضای غیرموظف و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد، اما این رابطه برای سرمایه‌گذاران نهادی معنادار نیست.

موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۴) اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش‌ارزشیابی سهام را مورد بررسی قرار دادند. برای آزمون فرضیه پژوهش، از داده‌های تاریخی مربوط به ۶۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و از تحلیل رگرسیون، استفاده گردیده است. نتایج پژوهش، نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری با بیش‌ارزشیابی سهام دارد. در واقع، مدیریت شرکت‌ها، هنگامی که دارای مزیت و برتری اطلاعاتی بوده و سودها را دستکاری می‌کنند، موجب می‌شوند بر شدت بیش‌ارزشیابی سهام افزوده شده و ثروت بلندمدت صاحبان سهام را نابود کنند.

### فرضیه های پژوهش

- فرضیه اصلی اول: تضاد نمایندگی مبتنی بر شاخصهای مالکیت بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر دارد.
- فرضیه فرعی ۱: تضاد نمایندگی حاصل از مالکیت مدیریتی بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر دارد.
- فرضیه فرعی ۲: تضاد نمایندگی حاصل از مالکیت سهامداران نهادی بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر دارد.
- فرضیه اصلی دوم: تضاد نمایندگی مبتنی بر شاخصهای مالی بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر دارد.
- فرضیه فرعی ۳: تضاد نمایندگی مبتنی بر (اهرم مالی) بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر دارد.
- فرضیه فرعی ۴: تضاد نمایندگی مبتنی بر (جریان وجه نقد آزاد) بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر دارد.

### روش پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون خطی چند متغیره و برای تجزیه و تحلیل نهایی به منظور واکاوی داده‌ها از نرم‌افزار Eviews 7 استفاده شده است. جامعه آماری این تحقیق، کلیه شرکت‌هایی هستند که حداقل از ابتدای سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده، تا پایان سال ۱۳۹۵ حضور داشته و از چهار ویژگی زیر، به طور همزمان برخوردار باشند:

الف) به دلیل ماهیت و طبقه بندی متفاوت اقلام صورت‌های مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی در مقایسه با شرکت‌های تولیدی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و موسسات تامین مالی در این پژوهش مورد بررسی قرار نمی‌گیرند.

ب) به دلیل لزوم محاسبه متغیرهای تحقیق و انجام آزمون فرضیات در مورد هر شرکت، اطلاعات مورد نیاز در ارتباط با شرکت‌ها، در دسترس باشد.

ج) برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

د) در طول هر یک از سال‌های دوره تحقیق، وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشند

با توجه به اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد شرکت‌های باقی مانده به ۱۱۰ شرکت یا به عبارتی ۶۶۰ شرکت - سال رسید. از این رو جهت آزمون فرضیه‌ها، تمام شرکت‌های باقی مانده به عنوان جامعه مورد مطالعه (جامعه در دسترس) انتخاب گردید.

**متغیرهای پژوهش****متغیرهای وابسته: عدم تقارن اطلاعاتی**

**عدم تقارن اطلاعاتی (IS):** برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران از مدل چیانگ و وینکاتش (۱۹۸۶) برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار گرفت.

$$\text{Spread}_{i,t} = \frac{AP - BP}{\frac{AP+BP}{2}}$$

AP: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t

BP: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t.

بزرگی معیار Spread جهت تفکیک سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه به کار می‌رود و هر چه عدد محاسبه شده بزرگ‌تر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه بیشتر است.

**متغیر مستقل (تضاد نمایندگی مبتنی بر شاخص های مالکیت و مالی)****مالکیت سهامداران نهادی (INSOWN)**

سهامداران نهادی بخاطر توانایی‌های فنی و مالی، منابع قابل ملاحظه‌ای را برای کنترل شرکت تخصیص می‌دهند و از نظرات کارشناسان خبره مالی برای اداره شرکت استفاده می‌کنند. بوش<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) نشان می‌دهد که مالکیت نهادی یکی از سازوکارهای کنترل بیرونی موثر بر حاکمیت شرکتی است. سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... هستند که از طریق جمع‌آوری اطلاعات و ارزیابی تصمیمات مدیریت بطور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح، بر شرکت نظارت می‌کنند. مگ<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) نشان داد که نظارت بر شرکت توسط سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند مدیران را وادار به تاکید بیشتر بر عملکرد شرکت و کاهش رفتار فرصت طلبانه یا خویشتن طلبانه کند.

طبق بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار ایران سرمایه‌گذاران نهادی عبارتند از: بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تامین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار. نحوه محاسبه آن، درصد سهام نگهداری شده بوسیله سهامداران نهادی می‌باشد. مالکیت نهادی یک متغیر دو وجهی است. شرکت‌هایی که درصد سهام نگهداری شده بوسیله سهامداران نهادی بیشتر از میانه جامعه آماری است عدد یک در غیراینصورت صفر اختصاص می‌یابد.

**مالکیت مدیریتی**

این متغیر به صورت مجموع درصد سهام هر یک از اعضای هیات مدیره در شرکت محاسبه می‌شود. نحوه تعیین مالکیت مدیریتی برای یک شرکت خاص به صورت رابطه زیر است:

<sup>۱</sup>. Bush

<sup>۲</sup>. Mag

$$MO = \frac{\text{تعداد سهام در اختیار هیات مدیره}}{\text{تعداد کل سهام منتشره شرکت}}$$

در این تحقیق از دو معیار اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد به عنوان شاخص‌های مالی استفاده می‌شود که به صورت زیر می‌باشد:

### اهرم مالی (LEV)

مدیران شرکتها به دلیل مزایای تامین مالی از طریق بدهی، تمایل دارند از این طریق نیازهای مالی شرکت را تامین کنند، اما تامین مالی از طریق بدهی، هزینه بهره را در پی دارد و این موضوع باعث خواهد شد که شرکتها بخشی از درآمدهای خود را در سالهای آینده صرف پرداخت هزینه‌های تامین مالی کنند. در نتیجه، رشد آینده آنها کاهش خواهد یافت. اهرم مالی در این پژوهش از طریق رابطه زیر بدست می‌آید:

$$LEV = \frac{\text{کل بدهیها}}{\text{کل داراییها}}$$

### جریان وجه نقد آزاد (FCF)

با توجه به تحقیقات گذشته مبنی بر اینکه مدیران واحدهای اقتصادی دارای جریان وجه نقد آزاد بالا و فرصت رشد کم، با احتمال بیشتری، وجه نقد مزاد را در پروژه‌های اضافی (نهایی) و یا حتی پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری می‌کنند، لذا این چنین فرض می‌شود که در واحدهای اقتصادی دارای جریان وجه نقد آزاد بالا و فرصت رشد کم تضاد منافع بین مدیریت و سهامداران، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان بیشتر است (جنسن، ۱۹۸۶). برای محاسبه جریان وجه نقد آزاد (FCF) از الگوی اندازه‌گیری لهن و پولسن که توسط گیول و تسو نیز به کار رفته، استفاده می‌شود. این مدل به شرح زیر است:

$$FCF = (INC_{it} - TAX_{it} - INTEXP_{it} - PSDIV_{it} - CSDIV_{it} / Ta_{i,t-1})$$

که در این مدل داریم:

FCF: جریان وجه نقد آزاد؛ INC: سود عملیاتی قبل از هزینه استهلاک؛ TAX: مالیات بر درآمد کل پرداختی؛ INTEXP: هزینه‌های مالی (بهره) پرداختی؛ PSDIV: سود سهام ممتاز پرداختی؛ CSDIV: سود سهام عادی پرداختی.

### متغیرهای کنترلی

جهت کاهش سایر عوامل بر متغیر وابسته از متغیرهای کنترلی به شرح زیر استفاده می‌شود

**اندازه شرکت (SIZE):** اندازه شرکت میزان بزرگی و کوچکی شرکت را بیان می‌کند که از جمع دارایی‌های شرکت قابل محاسبه می‌باشد. مطابق تحقیقات جانسون و همکاران (۲۰۰۰)، آروسا و همکاران (۲۰۱۰)، لین و همکاران (۲۰۱۴)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) و نمازی و همکاران (۱۳۸۷) از لگاریتم دارایی‌ها استفاده می‌شود. آنگ و همکاران (۲۰۰۰) بیان می‌کنند که شرکت‌های بزرگ به دلیل افزایش هزینه‌های نمایندگی، با سطح مازاد وجه نقد روبه‌رو هستند. در حالی که شرکت‌های کوچک به دلیل حجم تولید و فروش پایین با مازاد وجه نقد پایینی مواجه هستند.

**فرصت‌های رشد (MBV):** فرصت‌های رشد شرکت مجموعه گزینه‌هایی هستند که شرکت تصمیم به انتخاب آنها می‌گیرد. در شرکت‌هایی که ارزش بازار سهام بالا است فرصت‌های رشد نیز به دلیل رونق سهام آن شرکت، بالا می‌باشد. در این از فرمول زیر برای محاسبه فرصت‌های رشد استفاده می‌شود:

نسبت ارزش بازار کل حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن.

مطابق اظهارات جنسن (۱۹۸۶) با افزایش مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری، احتمال نگهداشت وجه نقد بیشتر خواهد بود. به این دلیل که انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری به تمایل مدیران بستگی دارند و ممکن است این وجوه را به جای سرمایه‌گذاری در شرکت نگهداری کنند، نگهداری مازاد وجه نقد ممکن است موجب کاهش ارزش شرکت شود.

**بازده دارایی‌ها (ROA):** بازده دارایی نشان دهنده این حقیقت است که از جمع دارایی‌های شرکت چقدر می‌توان در سال جاری سود برد. در واقع آن شاخص میزان سودآوری شرکت را نشان می‌دهد در این پژوهش مطابق پژوهش‌های لی (۲۰۰۸)، نمازی و همکاران (۱۳۸۷) از فرمول زیر برای محاسبه بازده دارایی‌های استفاده می‌شود:

سود قبل از مالیات تقسیم بر جمع کل دارایی‌های شرکت.

لی (۲۰۰۸) نشان می‌دهد که در شرکت‌های سودآور احتمال نگهداری وجه نقد کاهش می‌یابد زیرا در این شرکت‌ها گزینه‌های سودآور انتخاب و سرمایه‌گذاری می‌شود و احتمال اقدامات فرصت طلبانه کاهش می‌یابد.

## یافته‌های پژوهش

## یافته‌های توصیفی

در جدول ۱ اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال میانگین عدم تقارن اطلاعاتی، سهامداران نهادی و مالکیت مدیریتی به ترتیب برابر ۰/۳۱۹، ۰/۳۸۶ و ۰/۷۱۰ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح کل شرکتها

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۳۱۹	۰/۲۱۴	۰/۰۸۸	۰/۰۰۲	۰/۷۱۰
مالکیت مدیریتی	۰/۳۸۶	۰/۴۲۰	۰/۲۶۳	۰/۰۷۸	۰/۶۶۴
مالکیت سهامداران نهادی	۰/۷۱۰	۰/۵۷۰	۰/۲۷۵	۰/۰۶۵	۰/۸۵۴
اهرم مالی	۰/۶۶۵	۰/۶۰۱	۰/۱۸۹	۰/۰۶۹	۰/۸۷۴
جریان های نقد آزاد	۰/۱۶۲	۰/۱۵۱	۰/۱۷۸	-۰/۳۲۰	۰/۹۵۲
اندازه شرکت	۱۲/۳۶	۱۱/۹۰	۱/۶۶۴	۱۰/۲۲	۱۵/۸۰۳
فرصت های رشد	۱/۸۷۰	۱/۴۵۱	۱/۷۰۲	۰/۱۰۸	۸/۰۱۷
بازده دارایی	۰/۱۸۳	۰/۱۶۶	۰/۰۸۹	-۰/۱۰۷	۰/۷۷۷

میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی می باشد که وضعیت جامعه را نشان می دهد. میانه عدم تقارن اطلاعاتی، سهامداران نهادی و مالکیت مدیریتی به ترتیب برابر ۰/۲۱۴، ۰/۴۲۰ و ۰/۵۷۰ است نشان می دهد نیمی از داده ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. مینیمم و ماکزیمم، به ترتیب کمترین و بیشترین عدد متغیر در جامعه آماری را نشان می دهد. برای مثال کمترین مقدار برابر -۰/۳۲۰ برای متغیر جریان های نقد آزاد و بیشترین مقدار برای اندازه شرکت با مقدار ۱۵/۸۰۳ می باشد. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر فرصت های رشد برابر با (۱/۷۰۲) و برای متغیر عدم تقارن اطلاعاتی برابر با (۰/۰۸۸) می باشد که نشان می دهد در بین متغیرهای پژوهش، فرصت های رشد و عدم تقارن اطلاعاتی به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی می باشند.

### یافته های استنباطی

نتایج آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن برای فرضیه های پژوهش در جدول ۲ ارائه شده است:

**گام اول:** تشخیص همگن یا ناهمگن بودن داده ها با استفاده از آزمون لیمر (چاو)

جدول (۲): نتایج آزمون F لیمر (همسانی عرض از مبدأ مقاطع)

نتیجه آزمون	P-Value	Statistic	مدل آزمون	فرضیه صفر ( $H_0$ )
فرض $H_0$ رد می شود	۰/۰۰۰	۴/۷۳۶	فرضیه فرعی اول	عرض از مبدأ تمامی مقاطع با هم یکسان است
فرض $H_0$ رد می شود	۰/۰۰۰	۴/۰۹۲	فرضیه فرعی دوم	
فرض $H_0$ رد می شود	۰/۰۰۰	۴/۶۱۸	فرضیه فرعی سوم	
فرض $H_0$ رد می شود	۰/۰۰۰	۳/۵۷۰	فرضیه فرعی چهارم	

در آزمون F لیمر، فرضیه  $H_0$  استفاده از روش داده های تلفیقی را در مقابل فرضیه  $H_1$  یعنی استفاده از روش داده های تابلویی نشان می دهد. با توجه به سطح معناداری به دست آمده از جدول ۲، نتیجه این آزمون بیانگر این مطلب است که



مقاطع مورد بررسی ناهمگن و دارای تفاوت های فردی بوده، بنابراین استفاده از روش های داده های تابلویی برای هر ۴ مدل مناسب تر است. بعد از انتخاب روش داده های تابلویی توسط آزمون لیمر، آزمون هاسمن انجام گرفت. در این آزمون در صورت پذیرفته شدن  $H_0$  از مدل اثرات تصادفی و در صورت پذیرفته شدن  $H_1$  از مدل اثرات ثابت استفاده می گردد. خلاصه نتایج آزمون هاسمن به شرح جدول ۳ ارائه شده است:

جدول (۳): نتایج آزمون هاسمن (انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی)

نتیجه آزمون	P-Value	آماره کای دو	مدل آزمون	فرضیه صفر ( $H_0$ )
فرض $H_0$ پذیرفته می شود	۰/۰۰۰	۳۲/۰۹۴	فرضیه فرعی اول	تفاوت در ضرایب
فرض $H_0$ پذیرفته می شود	۰/۰۰۰	۳۴/۷۳۹	فرضیه فرعی دوم	سیستماتیک نیست.
فرض $H_0$ پذیرفته می شود	۰/۰۰۰	۳۸/۰۷۵	فرضیه فرعی سوم	(مدل اثرات تصادفی
فرض $H_0$ پذیرفته می شود	۰/۰۰۰	۲۶/۷۵۲	فرضیه فرعی چهارم	است)

همانطور که نتایج جدول ۳ نشان می دهد، مقدار این آماره برای تمام مدل ها معنی دار است و سطح معنی داری گزارش شده در جدول ۳ برای ۴ مدل کمتر از ۰/۰۵ است و بیانگر پذیرش فرضیه  $H_0$  و رد فرضیه  $H_1$  در سطح اطمینان ۹۵ درصد بوده و بر استفاده از روش اثرات ثابت دلالت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول در جدول ۴ نشان می دهد که تضاد نمایندگی حاصل از مالکیت مدیریتی بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر منفی (۰/۰۷۹-) و معنی داری (۰/۰۰۰) در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح معنی داری ۹۵ درصد پذیرش می شود. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که حدود ۲۲/۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته عدم تقارن اطلاعاتی توسط متغیر مستقل مالکیت مدیریتی و سایر متغیرها قابل تبیین است.

جدول (۴): یافته های حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول

$IS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MANOWN_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 MBV_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + e_{it}$					
متغیر وابسته: عدم تقارن اطلاعاتی					
VIF	سطح معنی داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	۰/۰۰۰	-۶/۷۱۱	۰/۰۲۸	-۰/۱۹۰	ضریب ثابت
۱/۷۳۹	۰/۰۰۰	-۳/۹۶۳	۰/۰۲۰	-۰/۰۷۹	MANOWN
۱/۷۹۱	۰/۰۴۱	-۲/۰۵۲	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۲	SIZE
۱/۰۸۳	۰/۴۴۶	-۰/۷۶۳	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۳	MBV
۱/۸۱۲	۰/۰۲۳	۲/۲۸۵	۰/۰۳۶	۰/۰۸۳	ROA
۰/۲۲۲					$R^2$ تعدیل شده
۱/۸۹۱					دوربین واتسون
۷/۱۶۹					آماره F
۰/۰۰۰					احتمال آماره F

آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگرمستقل هستند. مقدار سطح معنی داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد که حاکی از معنی داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه اول مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در جدول ۴ نشان داد که تضاد نمایندگی حاصل از مالکیت سهامداران نهادی بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر منفی (۰/۲۱۲-) و معنی داری (۰/۰۱۳) در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. بنابراین فرضیه دوم در سطح معنی داری ۹۵ درصد پذیرش می شود. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که حدود ۱۶/۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته عدم تقارن اطلاعاتی توسط متغیر مستقل مالکیت سهامداران نهادی و سایر متغیرها قابل تبیین است.

جدول (۵): یافته های حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش

$IA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INSO_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 MBV_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + e_{it}$					
متغیر وابسته: عدم تقارن اطلاعاتی					
VIF	سطح معنی داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	۰/۰۰۰	-۵/۳۴۳	۰/۰۲۶	-۰/۱۳۹	ضریب ثابت
۱/۶۴۸	۰/۰۱۳	-۲/۴۰۹	۰/۰۸۸	-۰/۲۱۲	INSOWN
۱/۸۱۰	۰/۰۲۱	-۲/۳۲۲	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۲	SIZE
۱/۳۱۱	۰/۶۵۸	-۰/۴۴۳	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۲	MBV
۱/۰۷۳	۰/۰۱۲	۲/۵۲۷	۰/۰۳۷	۰/۰۹۳	ROA
۰/۱۶۶					R <sup>2</sup> تعدیل شده
۱/۸۷۶					دوربین واتسون
۳/۹۴۱					آماره F
۰/۰۰۲					احتمال آماره F

آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگرمستقل هستند. مقدار سطح معنی داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد که حاکی از معنی داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه دوم مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم در جدول ۶ نشان می دهد که تضاد نمایندگی مبتنی بر (اهرم مالی) بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر مثبت (۰/۰۶۹) و معنی داری (۰/۰۰۰) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بنابراین فرضیه فرعی سوم پژوهش در سطح معنی داری ۹۵ درصد پذیرش می شود. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که حدود ۲۱/۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته مدیریت واقعی سود توسط متغیر مستقل اهرم مالی و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگرمستقل هستند. مقدار سطح معنی داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد که

حاکمی از معنی داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه سوم مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

جدول (۶): یافته های حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش

$IS_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + e_{it}$					
متغیر وابسته: عدم تقارن اطلاعاتی					
VIF	سطح معنی داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	۰/۰۰۰	-۶/۵۰۶	۰/۰۲۷	-۰/۱۷۸	ضریب ثابت
۱/۶۷۳	۰/۰۰۰	۳/۶۹۳	۰/۰۱۹	۰/۰۶۹	LEV
۱/۶۸۹	۰/۰۳۶	-۲/۱۰۶	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۲	SIZE
۱/۱۱۳	۰/۴۱۲	-۰/۸۲۱	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۳	MBV
۱/۶۶۴	۰/۰۲۵	۲/۲۵۱	۰/۰۳۶	۰/۰۸۲	ROA
۰/۲۱۵					R <sup>2</sup> تعدیل شده
۱/۸۸۰					دوربین واتسون
۶/۷۴۳					آماره F
۰/۰۰۰					احتمال آماره F

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم در جدول ۷ نشان می دهد که تضاد نمایندگی مبتنی بر (جریان های نقد آزاد) بر مدیریت سود واقعی تاثیر مثبت (۰/۰۴۷) و معنی داری (۰/۰۰۰) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بنابراین فرضیه فرعی چهارم پژوهش در سطح معنی داری ۹۵ درصد پذیرش می شود.

جدول (۷): یافته های حاصل از آزمون فرضیه فرعی چهارم پژوهش

$IS_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + e_{it}$					
متغیر وابسته: عدم تقارن اطلاعاتی					
VIF	سطح معنی داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	۰/۰۰۰	-۵/۷۱۴	۰/۰۲۶	-۰/۱۴۷	ضریب ثابت
۱/۶۴۶	۰/۰۰۰	۳/۱۳۳	۰/۰۱۵	۰/۰۴۷	FCF
۱/۷۴۲	۰/۰۰۰	۳/۹۵۲	۰/۰۲۱	۰/۰۸۳	SIZE
۱/۳۶۴	۰/۰۰۹	-۲/۲۶۴	۰/۰۳۴	-۰/۰۷۷	MBV
۱/۰۹۴	۰/۰۲۴	-۲/۲۵۶	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۲	ROA
۰/۱۸۳					R <sup>2</sup> تعدیل شده
۱/۸۷۰					دوربین واتسون
۴/۸۳۲					آماره F
۰/۰۰۰					احتمال آماره F

ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۱۸/۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته عدم تقارن اطلاعاتی توسط متغیرهای مستقل و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه چهارم مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

### نتیجه گیری و پیشنهادهای پژوهش

با جدایی مالکیت از مدیریت، قدرت شرکتهای سهامی بزرگ به مدیران واگذار شده است (میتزبرگ، ۱۹۸۴). بسیاری از مدیران هیچ نوع منافع مالکیتی در شرکت ندارند به این خاطر که آنها سرمایه انسانی (استعدادهای مدیریتی) خود را در شرکت خاصی متمرکز نمی‌کنند. بنابراین، آنها ممکن است سعی نمایند با تنوع بخشیدن مالکیت میزان ریسک خود را کاهش دهند (گادفری و همکاران، ۲۰۰۶). نظریه پردازان تئوری نمایندگی پیشنهاد می‌کنند که این مدیران ممکن است برای منافع شخصی خود تلاش نمایند و احتمالاً فعالیت‌هایی را انجام دهند که در جهت منافع سهامداران نباشد. انجام چنین اقداماتی موجب شکل گرفتن مشکلات نمایندگی می‌شود (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶). هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر تضاد نمایندگی مبتنی بر شاخص های مالکیت و مالی بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج نشان داد که تضادهای نمایندگی ناشی از مالکیت مدیریتی و مالکیت سهامداران نهادی بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر منفی داد. بدین معنا که افزایش مالکیت اعضای هیات مدیره موجب کاهش تضاد منافع می‌شود و فرصت های مدیریت سود را از مدیران شرکت سلب می‌کند. مالکیت مدیریتی به کاهش انگیزه مدیران به منظور افزایش منافع شخصی از طریق نادیده گرفتن منافع سهامداران کمک می‌کند. مدیرانی که مالکان شرکت هستند انگیزه دارند تا با کارایی بیشتری کار کنند که این امر به نوبه خود منجر به بهره‌برداری سودآور از دارایی‌ها می‌شود. نتایج نشان داد که اهرم مالی و جریان‌های نقد آزاد بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر مثبت دارد. بدین معنا در شرکت‌هایی که اهرم مالی و جریان‌های نقد آزاد زیاد است، تضاد منافع افزایش می‌یابد. شرکت‌هایی که اهرم مالی بالایی دارند، اگر قادر به پرداخت تعهدهای ناشی از تأمین مالی برون سازمانی نباشند، هم در معرض ریسک ورشکستگی قرار خواهند گرفت و هم قادر به پیدا کردن اعتباردهندگان جدید در آینده نخواهند بود. همچنین میزان جریان‌های نقد آزاد در دسترس می‌تواند مدیران را ترغیب نماید تا اقدام به مدیریت سود کنند.

مطابق با نتایج بدست آمده پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

۱. به سرمایه گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام ارزیابی سهام شرکت‌ها، به دقت صورت‌های مالی آن‌ها را بررسی کرده و تمامی جوانب شرکت‌ها را همچون عدم تقارن اطلاعاتی و پدیده تضادهای نمایندگی را مدنظر قرار دهند و از انجام معاملات ذهنی بر پایه عقاید دیگر سرمایه‌گذاران، خودداری نمایند.

۲. چنانچه در این تحقیق مشخص شد، شرکت‌ها بر اساس ویژگی‌های درونی خود، از جمله عدم تقارن اطلاعات، نوع ساز و کار حاکمیت شرکتی خود را مشخص می‌کنند. بنابراین، باید به این نکته توجه شود که نمی‌توان الزامات حاکمیت شرکتی همسانی را به همه شرکت‌ها تحمیل کرد.

## منابع

- ✓ احمدپور کاسگری، احمد، عجم، مریم، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار، شماره ۱۱، صص ۱۰۷-۱۲۴.
- ✓ خانی، عبدالله، قجاوند، زیبا، (۱۳۹۱)، تأثیر طیف رقابتی بازار بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال چهارم، شماره چهارم، صص ۶۷-۸۸.
- ✓ عربصالحی، مهدی، کاظمی نوری، سپیده، (۱۳۹۳)، تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساست سرمایه‌گذاری- جریان‌های نقدی، دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۹۷-۱۱۸.
- ✓ موسوی شیرینی، سید محمود، خلعت بری، حسن. فیروز بخت، مینا، (۱۳۹۵)، اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش‌ارزشیابی سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۷، صص ۷۳-۹۲.
- ✓ مهدوی، غلامحسین، منفرد مهارلوئی، محمد، (۱۳۹۰)، ترکیب هیات مدیره و هزینه‌های نمایندگی، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۳، شماره ۱۰، صص ۱۹-۱.
- ✓ نمازی، محمد، (۱۳۸۴)، بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت، علوم اجتماعی و انسانی شیراز، شماره ۲، صص ۱۶۴-۱۴۷.
- ✓ نیکوکار، غلامحسین، جهان بیک لویی، علی، فرهادی، علی، علیدادی، یاسر، (۱۳۹۳)، رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی با هزینه‌های نمایندگی متشکل از شرکت‌های ایرانی، فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت بازرگانی، دوره ۶، شماره ۲، صص ۴۰۱-۴۱۶.
- ✓ Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency cost and ownership structures. *The Journal of Finance*, 55(1), 81° 106.
- ✓ Baker T, Collins D, Reitenga A (2003) Stock option compensation and earnings management incentives. *J Account Audit Financ* 18(4):557° 582.
- ✓ Chen, X., Sun, Y., and Xu, X. (2015). Free cash flow, over-investment and corporate governance in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, In Press, doi:10.1016/j.pacfin.2015.06.003.
- ✓ Cheng, M., Dhaliwal, D., and Zhang, Y. (2013). Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting?, *Journal of Accounting and Economics*. 56(1): 1-18.
- ✓ Doukas, J. A. McKnight, P.J. and Pantzalis, C., (2005). Security Analysis, Agency Costs and UK Firm Characteristics . *International Review of Financial Analysis*, 14, pp. 493-507.
- ✓ Habib, H. (2011). Growth opportunities, earnings permanence and the valuation of free cash flow. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*. 5(4): 101-122.
- ✓ Healy, P. M., Wahlen, J. M., 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Account. Horiz.* 13, 365° 384.

- ✓ Iskandar, T. M., Bukit, R., and Sanusi, Z. M. (2012). The moderating effect of ownership structure on the relationship between free cash flow and asset utilization. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. 8(1): 69-89.
- ✓ Jensen, M. C., and Meckling W.H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure , *Journal of Financial Economics*, 3.
- ✓ Lehn, K., and Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *Journal of Finance*. 44(3): 771-787.
- ✓ McKnight, P. J., & Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 139° 158.
- ✓ Mintzberg, H. (1984). Who should control the corporation? *California Management Review*, 27(1), 90° 116.

