

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



## معاونت پژوهش و فن آوری

به نام خدا

## مژده اخلاق پژوهش

ر به طیلان بی‌انتهای این که عام محض خداست و هر واژه ناظر بر اعمال انسان و به مرتبه و پاس داشت مقام بلند پژوهشی و نظریه پردازانه است جایگاه دانشگاه در اعتلای فرهنگ و  
نخبه‌پروری و اصلاح و هدایت علمی و اخلاقی دانشگاه آزاد اسلامی متعهد می‌گردد اصول زیر را در انجام فعالیت‌های پژوهشی خود در نظر گرفته و از آن تعهد می‌کند:

۱ اصل- تحقیق جوین: تلاش در ارتقای علمی و تحقیق و وفاداری به آن و دوری از حرکت‌ها پنهان سازی تحقیق.

۱ اصل رعایت حقوق: ۱- التزام به رعایت کامل حقوق پژوهشگران و پژوهشگران (انسان، حیوان و نبات) و سایر صاحبان حق.

۱ اصل مالکیت مادی و معنوی: توهم به رعایت کامل حقوق مادی و معنوی دانشگاه و کلیه همکاران پژوهش.

۱ اصل منافع ملی: توهم به رعایت مصالح ملی و در نظر داشتن پیشبرد و توسعه کشور در کلیه مراحل پژوهش.

۱ اصل نفع‌ناخواهی: توهم به اجتناب از حرکت‌ها جانب‌داری غیر علمی و حفاظت از اموال، تجهیزات و منابع در اختیار.

۱ اصل رازداری: توهم به عدم افشای اطلاعات محرمانه افراد، سازمان‌ها و کشور و کلیه افراد و نهادها مرتبط با تحقیق.

۱ اصل احترام به حقوق: هر یک از همکاران و پژوهشگران و رعایت جانب‌داری و خودداری از حرکت‌ها بی‌حرمت‌کننده.

۱ اصل ترویج: توهم به رواج دانش و استفاده‌ناستقلال از نتایج و اکتفا به واکار علمی و داندیش و بیان به غیر از مواردی که منع قانونی دارد.

۱ اصل بی‌طرفی: بی‌طرفی از حرکت‌ها و رفتار غیر حرفه‌ای و اعلام موضوع نسبت به کسانی که حوزه علم و پژوهش را به‌شأن‌های غیر علمی می‌آیند.



## معاونت پژوهش و فن آوری

به نام خدا

### تعهد اصالت رساله یا پایان نامه تحصیلی

اینجانب عبدالعزیز عبدالمهدی دانش آموخته مقطع کارشناسی ارشد در رشته حسابداری که در تاریخ ۱۳۹۰/۰۶/۱۵ از پایان نامه خود تحت عنوان " تاثیر جریان های نقدی آزاد و هزینه های نمایندگی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " با کسب نمره ۱۸ دفاع نموده ام بدینوسیله متعهد می شوم:

(۱) این پایان نامه حاصل تحقیق و پژوهش انجام شده توسط اینجانب بوده و در مواردی که از دستاوردهای علمی و پژوهشی دیگران (اعم از پایان نامه، کتاب، مقاله و ...) استفاده نموده ام، مطابق ضوابط و رویه موجود، نام منبع مورد استفاده و سایر مشخصات آنرا در فهرست مربوطه ذکر و درج کرده ام.

(۲) این پایان نامه قبلاً برای هیچ مدرک تحصیلی (هم سطح، پایین تر یا بالاتر) در سایر دانشگاه ها و موسسات آموزش عالی ارائه نشده است.

(۳) چنانچه بعد از فراغت از تحصیل، قصد استفاده و هرگونه بهره برداری اعم از چاپ کتاب، ثبت اختراع و ... از پایان نامه داشته باشم، از حوزه معاونت پژوهشی واحد مجوزهای مربوطه را اخذ نمایم.

(۴) چنانچه در هر مقطع زمانی خلاف موارد فوق ثابت شود، عواقب ناشی از آن را می پذیرم و دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت مجاز است با اینجانب مطابق ضوابط و مقررات رفتار نموده و در صورت ابطال مدرک تحصیلی ام هیچگونه ادعایی نخواهم داشت.

تاریخ و امضا

نام و نام خانوادگی: عبدالعزیز عبدالمهدی



دانشگاه آزاد اسلامی

واحد مرودشت

دانشکده علوم انسانی - گروه حسابداری

پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد «M.A»

عنوان

تاثیر جریان های نقدی آزاد و هزینه های نمایندگی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

دکتر امیرحسین جمالی

استاد مشاور:

دکتر احمدرضا زهدی

نگارش:

عبدالعزیز عبدالمهی

زمستان سال ۱۳۹۲



## صورتجلسه دفاع از پایان نامه کارشناسی ارشد (M.A)

نام و نام خانوادگی دانشجو : عبدالعزیز عبدالمهی در تاریخ ۱۳۹۰/۶/۱۵ رشته : حسابداری  
از پایان نامه خود با عنوان : " تاثیر جریان های نقدی آزاد و هزینه های نمایندگی بر عملکرد  
شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " با درجه عالی ونمره ۱۸ دفاع  
نموده است.

نام و نام خانوادگی اعضاء هیات داوری	سمت	امضاء اعضاء هیات داوری
۱ -	استاد راهنما	
۲ -	استاد مشاور	
۳ -	استاد داور	
۴ -	استاد داور	

مراتب فوق مورد تایید است .

مدیر/معاونت پژوهشی

مهر و امضاء

## سپاسگزاری

شکر خدایی را که آفرید...

پس از پیمودن مسیر دشواری که با راهنمایی‌های اساتید بزرگوایم هموار شد؛ دکتر امیرحسین جمالی و دکتر احمدرضا زهدی، راهنما و راه‌گشایانم در اتمام این پایان‌نامه، بر خود فرض می‌دانم که از ایشان و زیبایی حضور دوستانم، که خستگی‌های این راه را به امید و روشنی تبدیل کردند، نهایت تقدیر و تشکر را داشته باشم.

امیدوارم تدوین پایان‌نامه حاضر پاسخ‌گوی بخشی از محبت‌های آن‌ها باشد...

تقدیم به:

مادر عزیزم

مهربان فرشته‌ی زمینی که حضور گرم و پربرکت آن همواره گرمی بخش قلب من و مایه‌ی افتخار و سرور و سربلندی و نیز مایه‌ی تلاش بیشتر و رسیدن به تمامی موفقیت‌هایم در زندگی و تحصیل است.

به پاس تمامی تلاش‌ها، فداکاری‌ها و زحماتی که برای پروردن من به جان خریدند؛ با بوسه بر دست‌های مهربانشان.

و به خانواده نازنینم

که همیشه مدیون محبت‌ها، از خود گذشتگی‌ها و حمایت‌های بی‌دریغشان هستم.

## فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۱	چکیده

### فصل اول : کلیات طرح

۳	۱-۱ : مقدمه
۵	۲-۱ : بیان مسأله تحقیق
۷	۳-۱ : اهمیت موضوع تحقیق و انگیزش انتخاب آن
۸	۴-۱ : اهداف تحقیق
۹	۵-۱ : فرضیه های تحقیق
۹	۶-۱ : استفاده کنندگان از نتایج تحقیق
۱۰	۷-۱ : تعاریف واژه های کلیدی
۱۱	۸-۱ : چهارچوب فصول آتی

### فصل دوم : مطالعات نظری

۱۳	۱-۲ : مقدمه
۱۴	۲-۲ : مبانی نظری تحقیق
۱۴	۱-۲-۲ : تئوری نمایندگی
۱۵	۱-۲-۲-۱ : الگوی اساسی نمایندگی
۱۶	۲-۲-۱-۲ : مشکلات نمایندگی
۱۸	۲-۲-۱-۳ : راه کارهای مختلف کنترل رفتار نماینده (مدیر)
۱۹	۲-۲-۲ : جریان های نقدی آزاد
۱۹	۱-۲-۲-۲ : ماهیت و مفهوم جریان نقد آزاد



۲۰-۲-۲-۲	تعریف و محاسبه جریان‌های نقدی آزاد	۲۰
۲۲-۲-۲-۲	اهمیت جریان‌های نقدی آزاد	۲۲
۲۳-۲-۲-۲	فرضیه جریان‌های نقد آزاد	۲۳
۲۴-۲-۲-۲	تحلیل جریان‌های نقدی آزاد با استفاده از نظریه جنسن	۲۴
۲۵-۲-۲-۲	رشد جریان‌های نقدی آزاد و قیمت سهام	۲۵
۲۵-۲-۲-۲	هزینه‌های نمایندگی	۲۵
۲۵-۳-۲-۲	مفهوم و تعریف هزینه‌های نمایندگی	۲۵
۲۷-۲-۳-۲	معیارهای متداول هزینه‌های نمایندگی	۲۷
۲۷-۱-۲-۳-۲-۲	نسبت‌های کارایی	۲۷
۲۸-۲-۲-۳-۲-۲	تعداد شرکت‌های تحصیل شده	۲۸
۲۸-۳-۲-۳-۲-۲	تعامل بین فرصت‌های رشد شرکت و جریان‌های نقدی آزاد	۲۸
۲۹-۳-۳-۲-۲	راه کارهای کاهش هزینه‌های نمایندگی مرتبط با جریان‌های نقدی آزاد	۲۹
۳۱-۴-۲-۲	ارزیابی عملکرد مالی	۳۱
۳۳-۱-۴-۲-۲	دیدگاه‌های سنتی و نوین در ارزیابی عملکرد	۳۳
۳۴-۲-۴-۲-۲	معیارهای اندازه‌گیری عملکرد	۳۴
۳۴-۱-۲-۴-۲-۲	معیارهای اندازه‌گیری عملکرد با توجه به نوع اطلاعات	۳۴
۳۵-۲-۲-۴-۲-۲	معیارهای اندازه‌گیری عملکرد از دیدگاه استفاده‌کنندگان	۳۵
۳۶-۳-۲	پیشینه تحقیق	۳۶
۳۶-۱-۳-۲	تحقیق‌های داخلی	۳۶
۳۹-۲-۳-۲	تحقیق‌های خارجی	۳۹
۴۶-۴-۲	نقد تحقیق‌های پیشین	۴۶
۵۱-۵-۲	خلاصه فصل	۵۱

### فصل سوم : روش تحقیق

۵۴-۱-۳	مقدمه	۵۴
۵۵-۲-۳	طرح مسأله تحقیق	۵۵
۵۵-۳-۳	فرضیه‌های تحقیق	۵۵

۴-۳ : متغیرهای تحقیق .....	۵۶
۱-۴-۳ : متغیرهای مستقل .....	۵۶
۱-۴-۳ : جریان‌های نقدی آزاد .....	۵۷
۲-۱-۴-۳ : هزینه‌های نمایندگی .....	۵۷
۱-۲-۱-۴-۳ : نسبت گردش دارایی ها .....	۵۷
۲-۲-۱-۴-۳ : نسبت هزینه های عملیاتی به فروش .....	۵۸
۳-۲-۱-۴-۳ : نسبت هزینه های عمومی و اداری به فروش .....	۵۸
۴-۲-۱-۴-۳ : نسبت هزینه های تبلیغات و تحقیق و توسعه به فروش .....	۵۸
۵-۲-۱-۴-۳ : نوسانات سود عملیاتی .....	۵۹
۶-۲-۱-۴-۳ : نوسانات سود خالص .....	۵۹
۲-۴-۳ : متغیرهای وابسته .....	۵۹
۱-۲-۴-۳ : هزینه‌های نمایندگی .....	۵۹
۲-۲-۴-۳ : عملکرد عملیاتی .....	۵۹
۱-۲-۲-۴-۳ : نسبت بازده دارایی ها .....	۶۰
۲-۲-۲-۴-۳ : نسبت بازده حقوق صاحبان سهام .....	۶۰
۳-۲-۴-۳ : ارزش شرکت .....	۶۰
۴-۲-۴-۳ : بازده سهام .....	۶۱
۳-۴-۳ : متغیرهای کنترلی .....	۶۱
۱-۳-۴-۳ : اندازه شرکت .....	۶۲
۲-۳-۴-۳ : اهرم مالی .....	۶۲
۳-۳-۴-۳ : بازده بازار .....	۶۲
۵-۳ : مدل های تحقیق .....	۶۳
۱-۵-۳ : رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی .....	۶۳
۲-۵-۳ : تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد عملیاتی .....	۶۳
۳-۵-۳ : تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر ارزش شرکت .....	۶۴
۴-۵-۳ : تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر بازده سهام .....	۶۴
۶-۳ : قلمرو تحقیق .....	۶۵

۶۵	۱-۶-۳ : قلمرو مکانی
۶۵	۲-۶-۳ : قلمرو زمانی
۶۵	۳-۶-۳ : قلمرو موضوعی
۶۵	۷-۳ : جامعه آماری
۶۶	۸-۳ : نمونه آماری
۶۷	۹-۳ : روش شناسی تحقیق و گردآوری داده ها
۶۸	۱۰-۳ : روش تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها
۶۸	۱-۱۰-۳ : آمار توصیفی
۶۹	۲-۱۰-۳ : رگرسیون چند متغیره
۶۹	۳-۱۰-۳ : تکنیک تخمین سیستم معادلات
۷۰	۴-۱۰-۳ : نبود خود همبستگی
۷۱	۵-۱۰-۳ : هم خطی و اصلاح آن
۷۱	۶-۱۰-۳ : ضریب تعیین و ضریب تعیین تصحیح شده
۷۱	۷-۱۰-۳ : آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون
۷۱	۸-۱۰-۳ : آزمون معنادار بودن ضرایب
۷۲	۹-۱۰-۳ : روش استفاده از داده ها
۷۳	۱۰-۱۰-۳ : نحوه انتخاب روش تخمین مدل رگرسیون
۷۴	۱۱-۱۰-۳ : آزمون ریشه واحد در داده های ترکیبی
۷۵	۱۱-۳ : خلاصه فصل

### فصل چهارم : تجزیه و تحلیل یافته‌های تحقیق

۷۷	۱-۴ : مقدمه
۷۷	۲-۴ : آمار توصیفی
۷۹	۳-۴ : بررسی روایی و مانایی (ایستایی) متغیرها
۸۰	۴-۴ : نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق
۸۰	۱-۴-۴ : آزمون فرضیه‌ی اول
۸۰	۱-۴-۴ : آزمون رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و نسبت گردش دارایی ها

۲-۱-۴-۴ : آزمون رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و نسبت هزینه های	
عملیاتی به فروش .....	۸۱
۳-۱-۴-۴ : آزمون رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و نسبت هزینه‌های	
عمومی و اداری به فروش .....	۸۳
۴-۱-۴-۴ : آزمون رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و نسبت هزینه های	
تبلیغات و تحقیق و توسعه به فروش .....	۸۴
۵-۱-۴-۴ : آزمون رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و نوسانات سود عملیاتی .....	۸۵
۶-۱-۴-۴ : آزمون رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و نوسانات سود خالص .....	۸۷
۲-۴-۴ : آزمون فرضیه‌ی دوم .....	۸۸
۱-۲-۴-۴ : آزمون تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و هزینه نمایندگی بر بازده دارایی ها .....	۸۸
۲-۲-۴-۴ : آزمون تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و هزینه نمایندگی	
بر بازده حقوق صاحبان سهام .....	۹۱
۳-۴-۴ : آزمون فرضیه‌ی سوم .....	۹۴
۴-۴-۴ : آزمون فرضیه‌ی چهارم .....	۹۷
۵-۴ : خلاصه نتایج آزمون فرضیه ها .....	۱۰۰
۶-۴ : خلاصه فصل .....	۱۰۲

### فصل پنجم : نتیجه‌گیری و پیشنهادها

۱-۵ : مقدمه .....	۱۰۴
۲-۵ : خلاصه تحقیق .....	۱۰۴
۳-۵ : تحلیل فرضیه های تحقیق .....	۱۰۵
۱-۳-۵ : تحلیل فرضیه اول .....	۱۰۵
۲-۳-۵ : تحلیل فرضیه دوم .....	۱۰۶
۳-۳-۵ : تحلیل فرضیه سوم .....	۱۰۷
۴-۳-۵ : تحلیل فرضیه چهارم .....	۱۰۷
۴-۵ : پیشنهادهای تحقیق .....	۱۰۸
۱-۴-۵ : پیشنهادهای حاصل از یافته های تحقیق .....	۱۰۸

- ۲-۴-۵ : پیشنهادهایی برای تحقیق های آتی ..... ۱۰۹
- ۵-۵ : محدودیت های تحقیق ..... ۱۰۹
- ۶-۵ : خلاصه فصل ..... ۱۰۹

### منابع و مآخذ

- الف : منابع فارسی ..... ۱۱۰
- ب : منابع خارجی ..... ۱۱۵

### پیوست

الف : اسامی شرکتها، نماد، تاریخ ورود و صنعت مربوطه

چکیده انگلیسی

## فهرست جدول ها

صفحه	عنوان
۲۴.....	جدول ۱-۲ : تحلیل جریان‌های نقدی آزاد با استفاده از نظریه جنسن .....
۳۳.....	جدول ۲-۲ : ارزیابی دستگاه ها و کارکنان بر اساس نگرش نوین در مقایسه با نگرش سنتی .....
۴۷.....	جدول ۳-۲ : خلاصه تحقیق های داخلی .....
۴۸.....	جدول ۴-۲ : خلاصه تحقیق های خارجی .....
۶۶.....	جدول ۱-۳ : تعداد شرکت‌های حاضر در تحقیق .....
۷۸.....	جدول ۱-۴ : آمارهای توصیفی متغیرهای تحقیق .....
۷۹.....	جدول ۲-۴ : خلاصه نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد متغیرهای تحقیق .....
۸۰.....	جدول ۳-۴ : نتایج آزمون چاو برای فرضیه اول - مدل ۱ .....
۸۱.....	جدول ۴-۴ : نتایج برآورد مدل فرضیه اول - مدل ۱ با الگوی ترکیبی .....
۸۱.....	جدول ۵-۴ : نتایج آزمون چاو برای فرضیه اول - مدل ۲ .....
۸۲.....	جدول ۶-۴ : نتایج برآورد مدل فرضیه اول - مدل ۲ با الگوی ترکیبی .....
۸۳.....	جدول ۷-۴ : نتایج آزمون چاو برای فرضیه اول - مدل ۳ .....
۸۳.....	جدول ۸-۴ : نتایج برآورد مدل فرضیه اول - مدل ۳ با الگوی ترکیبی .....
۸۴.....	جدول ۹-۴ : نتایج آزمون چاو برای فرضیه اول - مدل ۴ .....
۸۴.....	جدول ۱۰-۴ : نتایج برآورد مدل فرضیه اول - مدل ۴ با الگوی ترکیبی .....
۸۵.....	جدول ۱۱-۴ : نتایج آزمون چاو برای فرضیه اول - مدل ۵ .....
۸۶.....	جدول ۱۲-۴ : نتایج برآورد مدل فرضیه اول - مدل ۵ با الگوی ترکیبی .....
۸۷.....	جدول ۱۳-۴ : نتایج آزمون چاو برای فرضیه اول - مدل ۶ .....
۸۷.....	جدول ۱۴-۴ : نتایج برآورد مدل فرضیه اول - مدل ۶ با الگوی ترکیبی .....
۸۸.....	جدول ۱۵-۴ : نتایج آزمون چاو برای فرضیه دوم - مدل ۷ .....

جدول ۴-۱۶ : نتایج آزمون هاسمن برای فرضیه دوم - مدل ۷	۸۸
جدول ۴-۱۷ : نتایج برآورد مدل فرضیه دوم - مدل ۷ با الگوی اثرات تصادفی	۸۹
جدول ۴-۱۸ : نتایج آزمون چاو برای فرضیه دوم - مدل ۸	۹۱
جدول ۴-۱۹ : نتایج آزمون هاسمن برای فرضیه دوم - مدل ۸	۹۱
جدول ۴-۲۰ : نتایج برآورد مدل فرضیه دوم - مدل ۸ با الگوی اثرات تصادفی	۹۲
جدول ۴-۲۱ : نتایج آزمون چاو برای فرضیه سوم - مدل ۹	۹۴
جدول ۴-۲۲ : نتایج آزمون هاسمن برای فرضیه سوم - مدل ۹	۹۴
جدول ۴-۲۳ : نتایج برآورد مدل فرضیه سوم - مدل ۹ با الگوی اثرات تصادفی	۹۵
جدول ۴-۲۴ : نتایج آزمون چاو برای فرضیه چهارم - مدل ۱۰	۹۷
جدول ۴-۲۵ : نتایج آزمون هاسمن برای فرضیه چهارم - مدل ۱۰	۹۷
جدول ۴-۲۶ : نتایج برآورد مدل فرضیه چهارم - مدل ۱۰ با الگوی اثرات تصادفی	۹۸
جدول ۴-۲۷ : خلاصه آزمون فرضیه اول	۱۰۰
جدول ۴-۲۸ : خلاصه آزمون فرضیه دوم - بازده دارایی ها	۱۰۰
جدول ۴-۲۹ : خلاصه آزمون فرضیه دوم - بازده حقوق صاحبان سهام	۱۰۱
جدول ۴-۳۰ : خلاصه آزمون فرضیه سوم	۱۰۱
جدول ۴-۳۱ : خلاصه آزمون فرضیه چهارم	۱۰۱

## فهرست شکل‌ها

صفحه	عنوان
۱۵.....	شکل ۱-۲ : رابطه بین نماینده (مدیر) و مالک (سهامدار) در چارچوب تئوری نمایندگی
۵۶.....	شکل ۱-۳ : طرح کلی تحقیق



## چکیده

هدف از انجام این تحقیق، بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی و تاثیر آن‌ها بر عملکرد عملیاتی، ارزش شرکت و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به طور خاص، هدف تحقیق حاضر بررسی فرضیه جریان‌های نقدی آزاد و آزمون تئوری نمایندگی است. در راستای پاسخ به سوال‌های تحقیق، ۴ فرضیه اصلی تدوین و با انتخاب ۶۳ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۶ ساله، ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱، آزمون شده است. روش تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از نوع توصیفی - همبستگی است و برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون ترکیبی و داده‌های پانل استفاده شده است. نتایج این تحقیق بیانگر افزایش تضاد منافع بین مدیران و مالکان بر اثر جریان‌های نقدی آزاد می‌باشد. از طرفی با توجه به یافته‌های تحقیق حاضر می‌توان ادعا کرد که افزایش جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی باعث کاهش عملکرد عملیاتی، ارزش شرکت و بازده سهام می‌شود. بنابراین، تحقیق حاضر به شواهدی در زمینه تایید فرضیه جریان‌های نقدی آزاد و تئوری نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران دست یافت.

**کلید واژه:** تئوری نمایندگی، جریان‌های نقدی آزاد، فرضیه جریان‌های نقدی آزاد، هزینه‌های نمایندگی، عملکرد شرکت.

# فصل اول

## کلیات طرح

## ۱-۱: مقدمه

پس از آغاز انقلاب صنعتی در قرن نوزدهم و با توسعه شرکت‌های سهامی، مالکیت از مدیریت در شرکت‌ها از هم جدا شدند. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به پیدایش تئوری نمایندگی<sup>۱</sup> شد. طبق تعریف جنسن<sup>۲</sup> و مک‌لینگ<sup>۳</sup> (۱۹۷۶)، رابطه نمایندگی عبارت است از نوعی قرار داد که طبق آن یک یا چند نفر (مالک یا مالکین) شخص دیگری (نماینده یا مدیر) را مامور به اجرای عملیاتی می‌کنند و در این راستا اختیار اتخاذ برخی تصمیمات را نیز به وی تفویض می‌نماید (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶: ۳۰۹). با برقراری رابطه نمایندگی هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خویش می‌باشند. از آنجا که تابع مطلوبیت مدیران با مالکان یکسان نیست، بین آنها تضاد منافع وجود دارد. به دلیل وجود تضاد منافع، مدیران لزوماً در پی کسب حداکثر منافع برای مالک (مالکان) نخواهند بود (ابور<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸: ۱۸۳). در این صورت، سهامداران باید مخرجی را متحمل شوند تا بتوانند منافع مدیران را با خود همسو کنند، یا حداقل از اقدام‌های آن‌ها در جهت منافع خودشان اطمینان کسب کنند. از آنجا که چنین مخرجی به واسطه شکل‌گیری رابطه نمایندگی پدید می‌آید، هزینه‌های نمایندگی<sup>۵</sup> نامیده می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶: ۳۱۱).

جنسن (۱۹۸۶)، نظریه نابرابری اطلاعات و نمایندگی را با هم ترکیب کرده و فرضیه جریان‌های نقدی آزاد را مطرح کرد. وی، جریان‌های نقدی آزاد<sup>۶</sup> را به عنوان باقیمانده جریان‌های نقدی پس از تأمین مالی تمام پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص<sup>۷</sup> مثبت، تعریف کرد (جنسن، ۱۹۸۶: ۳۲۴). جریان‌های نقدی آزاد معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها، در اختیار دارد. جریان‌های نقدی آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را پیگیری کند که ثروت سهامدار را افزایش می‌دهد. بدون وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی

---

1. Agency Theory

2. Jensen

3. Meckling

4. Abor

5. Agency Costs

6. Free Cash Flow (FCF)

7. Net Present Value (NPV)

به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نیست (غلام‌زاده لداری، ۱۳۸۸: ۱۰). لیکن، در روابط بین مدیران و سهامداران شرکت، از آن‌جا که هر دو طرف به دنبال حداکثر سازی منافع خود هستند، در رابطه با انتخاب بهترین استراتژی شرکت، اختلاف عقیده وجود دارد. تضاد منافع بین مدیران و سهامداران بر سر سیاست‌های پرداخت، خصوصاً زمانی قابل توجه است که شرکت، جریان‌های نقدی آزاد زیادی را ایجاد می‌کند. مدیریت تنها زمانی که جریان‌های نقدی آزاد مثبت است، توان بالقوه برای هدر دادن وجوه مزبور را داراست. مشکل این است که چگونه می‌توان در مدیران این انگیزه را ایجاد کرد که به جای اتلاف وجوه نقدی مازاد از طریق سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه یا از طریق ناکارآمدی‌های سازمانی، آن‌ها را بین سهامداران توزیع کرد (ریچاردسون<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶: ۱۶۰). به عبارت دیگر، مشکل نمایندگی عبارت است از ترغیب نماینده به اتخاذ تصمیماتی که موجب حداکثر شدن رفاه مالکان شود (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸: ۵).

از نظر جنسن (۱۹۸۶)، پرداخت‌های نقدی به سهامداران، تضادهای اصلی را ایجاد می‌کند؛ زیرا پرداخت به سهامداران، منابع تحت کنترل مدیران را کاهش داده و بنابراین، موجب کاهش قدرت مدیران می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶: ۳۲۳). مدیران می‌توانند به جای این که مازاد وجوه نقد ایجاد شده در شرکت را به نفع سهامداران به کار گیرند، از آن‌ها در جهت منافع شخصی خود استفاده کنند (یوتامی<sup>۲</sup> و اینانجا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱: ۷). طبق فرضیه جریان‌های نقدی آزاد، هنگامی که یک شرکت جریان‌های نقدی آزاد بیش از حدی را ایجاد می‌کند و فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور در دسترس، وجود نداشته باشد، مدیر تمایل به سوء استفاده از جریان‌های نقدی آزاد دارد؛ بنابراین، تخصیص ناکارآمد منابع و سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه، از نتایج افزایش هزینه‌های نمایندگی است (براش و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۰: ۴۵۷). به عبارت دیگر، هنگامی که جریان‌های نقدی آزاد بیش‌تر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور است، تضاد منافع بالاتر خواهد رفت؛ زیرا، مدیران تنها به دنبال تأمین منافع کوتاه مدت خود هستند (طالب‌نیا و همکاران، ۲۰۱۲: ۱۱۹). بنابراین، هنگامی که مدیران واحد تجاری با جریان‌های نقدی آزاد مواجه می‌شوند، در وهله اول، مهم این است که آن‌ها بتوانند وجوه مذکور را در پروژه‌های مناسب و پربازده سرمایه‌گذاری کرده تا از این طریق برای مالکان خود ایجاد ارزش کنند. این امر زمانی اتفاق می‌افتد که در واحد‌های تجاری، فرصت‌های رشد مناسبی وجود داشته باشد و مدیران با شناسایی آن‌ها، جریان‌های نقدی آزاد را به طور موثری سرمایه‌گذاری کرده و بدین ترتیب سبب افزایش رشد واحد تجاری گردند (گول و تی‌سوی، ۱۹۹۸: ۲۲۱).

---

<sup>1</sup>. Richardson

<sup>2</sup>. Utami

<sup>3</sup>. Inanga

<sup>4</sup>. Brush et al.