

پوشی در مالکیت مدیریت

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۸/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۳۰

کد مقاله: ۷۰۵۴۹

جواد سالاری اسکری*^۱، محمدرضا خضری پور^۲

چکیده

ساختار مالکیت به چهار طبقه مالکیت نهادی، شرکتی، مدیریتی و خارجی طبقه‌بندی شده است. در این پوشی به بررسی مبانی، فرضیه‌ها و روابط مرتبط در زمینه مالکیت مدیریت است. مالکیت مدیریتی همانند یک سازوکار حاکمیت شرکتی یک نقش نظارتی بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران ایفا می‌کند. مدیرانی که مالکیت مؤثری در شرکت دارند، با خطر بالایی نسبت به سرمایه‌گذاران مواجه هستند. یکی از علل بروز چنین خطری افزایش بدهی‌های شرکت است. بنابراین، مدیران تمایل دارند که میزان مالکیت خود را برای کنترل سیاست‌های مالی مؤثر برای شرکت افزایش دهند. به‌طور خاص، مدیران تعداد قابل‌ملاحظه‌ای از سهام شرکت را برای اجتناب از استفاده بیشتر از بدهی‌ها و پرداخت سود سهام بالا برای جبران خطر مالی خود نگهداری می‌کنند.

واژگان کلیدی: مالکیت مدیریتی، نظریه نمایندگی

۱- دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد سیرجان، دانشگاه آزاد اسلامی، سیرجان، ایران. (نویسنده مسئول)
Javadsalari65@yahoo.com

۲- استادیار گروه حسابداری، واحد سیرجان، دانشگاه آزاد اسلامی، سیرجان، ایران.

۱- مقدمه

مالکیت مدیریتی به‌عنوان درصد سهام متعلق به مدیران شرکت تعریف می‌شود. سطوح مالکیت مدیریتی متفاوت است. این سطوح می‌تواند به‌عنوان معیاری برای اندازه‌گیری تضاد منافع بین مدیران و مالکان مورد استفاده قرار گیرد (جنسن و همکاران^۱، ۱۹۷۶). در پی جدایی مالکیت از مدیریت، نظریه‌های رفتاری مدیریت بر انگیزه‌های مدیر تکیه کرد. این نظریه‌های پیش‌بینی می‌کنند که می‌توان با استفاده از ساز و کارهایی، منافع مدیران و صاحبان سرمایه را در یک راستا قرار داد (بامول^۲، ۱۹۵۹؛ سایمون^۳، ۱۹۵۹؛ سیرت و مارچ^۴، ۱۹۶۳؛ و ویلیامسون^۵، ۱۹۶۴). آدام اسمیت^۶ (۱۹۳۷) نیز نتایج زیان بار این جدایی مدیریت از مالکیت را این گونه مطرح می‌کند. «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». جنسن و مک‌لینگ^۷ (۱۹۷۶)، از اولین پژوهشگرانی بودند که با تاکید بر جدایی مالکیت از کنترل رابطه نمایندگی را تئوریزه کرده و بر این مبنا نتیجه گرفتند که تمایل مدیران به پیشینه سازی ثروت سهامداران وابسته با میزان مالکیت خود ایشان در شرکت مربوط است. آن‌ها همچنین، استدلال کردند که افزایش درصد مالکیت مدیریتی ارزش شرکت را از طریق کاهش هزینه نمایندگی، افزایش می‌دهد. افزون بر این، از نظر جنسن (۱۹۸۹) این امکان وجود دارد که مدیران به رشد فروش و توسعه سازمان که به افزایش قدرت شخصی آن‌ها منجر می‌شود علاقه بیشتری از خود نشان دهند. هرچند از نظر وی کارایی بازارهای سرمایه حیطة فعالیت مدیران را محدود می‌سازد (خواجوی و شکرالهی، ۱۳۹۶).

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در میان سهامداران درونی آن چه مورد عنایت کارشناسان و از نکات موضوع برانگیز در مبحث مالکیت است، عمدتاً سهم مدیران از مالکیت شرکت است. زیرا این گروه، از یک سو به اطلاعات درونی و اخبار مخفیانه شرکت دسترسی دارند و از سوی دیگر از قدرت تصمیم‌گیری برخوردارند. به همین دلیل حساسیت اصلی در رابطه با مالکیت افراد داخل سازمان، اغلب بیش از سایر کارکنان، معطوف مدیران رده‌های مختلف می‌باشد؛ اگرچه لاقط بخشی از کارکنان هر شرکت در زمره دارندگان اطلاعات پنهانی قرار دارند و رفتارهای معاملاتی آن‌ها نیز باید به دقت مورد توجه دست‌فعالان و اندرکاران بازار قرار گیرد. در این رابطه مطالعه‌ای که در کشور ژاپن صورت گرفته، بیان‌گر این نتیجه بوده است که در کل، افزایش مالکیت سهامداران داخلی، موجب کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌شود و مالکیت اعضای هیات مدیره بر عملکرد شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد. به عبارت دیگر، بر عکس ایالات متحده آمریکا، عملکرد شرکت‌های ژاپنی به موازات افزایش مالکیت مدیران افزایش یافته است (پوشنر^۸، ۱۹۹۳). در این خصوص تاکنون تحقیقات نسبتاً گسترده‌ای در کشورهای مختلف انجام شده است و در مجموع پژوهش‌گران به نتایج مختلف و بعضاً متضاد رسیده‌اند. از میان تئوری‌هایی که براساس یافته‌های پژوهشی ازسوی صاحب نظران ارائه شده است، فرضیه‌های همگرایی منافع و تثبیت جایگاه مدیران از برجستگی و اهمیت بیش‌تری برخوردارند که نکات اصلی و قابل توجه این دو فرضیه به شرح زیر مورد توجه قرار می‌گیرد.

۳- فرضیه همگرایی منافع

مالکیت مدیران و ساختار سرمایه از عوامل بااهمیتی هستند که در حاشیه عواملی مانند اندازه شرکت و هزینه‌های تحقیق و توسعه، بر ارزش شرکت‌ها تاثیر مستقیم دارند. براساس فرضیه همگرایی منافع، با گسترده‌تر شدن اندازه شرکت، به‌طور معمول مالکیت سهام شرکت، بزرگ‌تر و پراکندگی آن بیش‌تر می‌شود و در نتیجه سهم مدیران از مالکیت شرکت کاهش می‌یابد. به‌این‌ترتیب منافع مدیران با خواسته‌های سهامداران انطباق کامل نخواهد داشت و در پیامد ممکن است تصمیم‌گیری مدیران در سویی باشد که به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران و تأمین خواسته‌های آنان، بیش‌تر در مدار تأمین منافع و رفاه مدیران قرار گیرد. با توجه به این فرض، افزایش مالکیت درونی و بالا رفتن درصد مالکیت سهام توسط مدیران و کارکنان شرکت، انتظار می‌رود که تضاد منافع کاهش و بازده و ارزش شرکت افزایش یابد و در رفتار بین منافع مدیران و سهامداران همگرایی پایدار تری به وجود آید (نا^۹، ۲۰۰۲).

1 Jensen & Meckling

2 Baumol

3 Simon

4 Cyert & March

5 Williamson

6 Smith

7 Jensen & Meckling,

8 Pushner

9 Na

۴- فرضیه تثبیت جایگاه مدیران

این فرضیه در روبرو فرضیه همگرایی منافع قرار دارد. به این ترتیب که معتقد است، پراکندگی و عدم تمرکز مالکیت سهام شرکت و کاهش سهم مدیران از مالکیت نمی‌تواند دلیل پایداری برای بی‌انگیزگی مدیران در بیشینه کردن ارزش شرکت و عملکرد ضعیف آنان باشد. این فرضیه که از سوی دمستز در سال ۱۹۸۳ مطرح و توسط محققان دیگر پی‌گیری و بررسی بیش‌تری گردید، با طرح موضوع تنظیم بازار و بازار کار مدیران، منتقد است وجود رقابت در بازار کار مدیران، آنان را الزام می‌سازد به‌رغم مالکیت درصد اندکی از شرکت و عدم انطباق کامل منافع مدیر و سهام‌داران، با محرک حفظ پست و حصول موقعیت‌های بهتر و بالاتر در دنیای رقابت کاری، حداکثر تلاش خود را برای تأمین منافع سهام‌داران به‌کارگیرند. حال اگر مدیر قسمت عمده‌ای از سهام را در اختیار داشته باشد، به‌نحوی که با برخورداری از حق رأی کافی بتواند موقعیت خود را در شرکت صیانت نماید، شاید انگیزه حالت قبل را برای به‌کارگیری حداکثر کوشش خود نداشته باشد. به این ترتیب، در صورت تحصیل بیش‌تر مدیران در شرکت، حتی ممکن است ارزش شرکت کم‌تر از حالتی باشد که مدیران درصد بسیار کمی از سهام را در اختیار دارند. براساس این فرضیه، هنگامی که درصد مالکیت مدیران از حد معینی بالاتر برود، تأثیر مالکیت آنان بر عملکرد شرکت به مرور ضعیف‌تر خواهد شد. به عبارت دیگر، افزایش مالکیت مدیران موجب کم رنگ شدن تأثیرات نظارت خارجی، تثبیت هرچه بیش‌تر موقعیت مدیران و کم توجهی آنان به مقررات و انضباط بازار سرمایه خواهد شد و این مساله تأثیر منفی برای ارزش شرکت به دنبال دارد (نا، ۲۰۰۲). مطالعات مختلف نشان می‌دهند که اثر تثبیت جایگاه مدیران در کشور ژاپن در مقایسه با آمریکا از ارزش کم‌تری برخوردار است. در مقایسه بین دو فرضیه همگرایی منافع با ادعای وجود اثر مثبت بین مالکیت مدیران و عملکرد و ارزش شرکت از یک سو و فرضیه تثبیت موقعیت مدیران با ادعای وجود ارتباط منفی بین مالکیت مدیران و عملکرد شرکت از سوی دیگر، شاید بتوان گفت که همگرایی منافع از استدلال و پایه تئوریک قوی‌تر برخوردار است؛ زیرا اگر عملکرد مدیر، مطلوب و قابل قبول سهام‌داران باشد، صرف نظر از درصد مالکیت مدیر، می‌تواند تثبیت جایگاه وی را به دنبال داشته باشد و در مقابل، عملکرد ضعیف مدیر، حتی با داشتن مالکیت بالا، ممکن است به ادله متعدد از قبیل موضوع گیری هماهنگ سهام‌داران دیگر، حساس شدن سهام‌داران نهادی و حتی در مواردی تهدید به قبضه مالکیت شرکت از سوی شرکت‌های قوی‌تر، موضع‌گیری مدیر را متزلزل کند و به خطر بیندازد. فرضیه همگرایی منافع به ارتباط مثبت یکنواخت بین دو پدیده مالکیت مدیران و عملکرد عمدتاً به شرایط بازار و ارزیابی سرمایه‌گذاران بالقوه از اثرات مالکیت مدیران توجه می‌کند. فاما و جنسن^۱ (۱۹۸۳)، توجه خود را به هزینه‌هایی معطوف نموده اند که تناسب بالایی، مالکیت مدیریت می‌تواند برای شرکت داشته باشد. وقتی مدیر، مالک درصد پائینی از سهام شرکت می‌باشد، او تحت تأثیر نیروهای بازار و اعمال نظارت کارآمد، در جهت به حداکثر رساندن ارزش موسسه حرکت می‌کند (فرضیه همگرایی منافع). در مقابل زمانی که مدیر، کنترل بخش قابل توجهی از سهام موسسه را در دست داشته باشد، او ممکن است از خود رفتارهایی نشان دهد که کاملاً مغایر با هدف به بیشینه رساندن ارزش موسسه می‌باشد (فرضیه سنگربندی). رفتارهایی نظیر پاداش و حقوق بالا برای خود، استخدام خویشان و نزدیکان با مزایای قابل توجه و یا فراهم کردن مقدمات یک زندگی باشکوه که می‌تواند لطمه جدی به اهداف شرکت وارد نماید. به این ترتیب، ترکیب دو فرضیه همگرایی منافع و فرضیه سنگربندی منجر به ایجاد یک رابطه غیر خطی بین نسبت مالکیت مدیریت و عملکرد شرکت می‌شود. مک کانل و سرورز^۲ (۱۹۹۰) سعی کردند به تشریح این دو نیروی مخالف بپردازند. تیم تحقیقاتی مورک در این مورد چنین بیان می‌کنند که: مباحث تئوری به تنهایی قادر به پیش بینی شفاف و روشن رابطه بین مالکیت مدیریت و ارزش بازار دارایی‌های موسسه نمی‌باشد. در حالی که فرضیه همگرایی منافع، وجود یک رابطه مثبت و با ثبات را وعده می‌دهد، فرضیه سنگربندی، اشاره بر این دارد که ارزش بازار موسسه می‌تواند به‌طور معکوس تحت تأثیر نسبت بالای مالکیت مدیریت باشد (گل خندان، ۱۳۹۶)

۵- نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت

جداسازی مالکیت از مدیریت به ایجاد تضاد منافع بین مالک و نماینده (مدیر) منتهی می‌شود. مدیران همیشه در جهت منافع سهام‌داران فعالیت نمی‌کنند و ممکن است از دارایی‌های شرکت استفاده نامعقول نمایند. بنابراین بین مالک و مدیر تضاد منافع وجود دارد. وجود تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران می‌تواند به مشکلات و مسایل نمایندگی منتهی شود که براساس نظریه نمایندگی، دارای هزینه است. هزینه‌های نمایندگی در نتیجه جداسازی مالکیت و کنترل افزایش پیدا می‌کند. این تضاد منافع مولد انگیزه لازم برای مدیریت در جهت بهینه نمودن منافع خویش و در نتیجه انجام حرکتی (به‌عنوان مثال تحریفات صورت‌های مالی) است که غالباً زیان سرمایه‌گذار را در بر دارد. در این شرایط وجود یک مکانیزم کنترلی که به صورت نسبی تضمین‌کننده شفافیت اطلاعات گزارش شده در صورت‌های مالی باشد، ضرورت می‌یابد. در یک اقتصاد آزاد که در محیط ایران نیز حاکم است، این مکانیزم در قالب حسابرسی مالی و توسط حسابرسان مستقل ارائه می‌گردد (کوکوی و همکاران^۳، ۲۰۰۹). از دید نظریه نمایندگی دلیل اصلی وجود حرفه حسابرسی مستقل، وظیفه اعتباردهی (شهادت دهی) است. مطالعات مختلف نشان می‌دهد چنانچه مدیران،

1 Fama, & Jensen
2 McConnell & Servaes
3 Kouki & et al

سهامداران شرکت خود نیز باشند، انگیزه آنان برای نظارت بیشتر می‌شود. زیرا هرچه سهم مالکیت مدیر بیشتر شود، برای افزایش ارزش شرکت بیشتر تلاش می‌کند. زمانی که مدیر مالک ۱۰٪ سهام شرکت است، هزینه‌های نمایندگی سهامداران صفر می‌شود و یک رابطه مثبت بین هزینه‌های نمایندگی سهامداران و جداسازی مالکیت از کنترل بوجود می‌آید. اما وقتی درصد مالکیت مدیران به زیر ۱۰٪ می‌رسد سهم مالکیت سهامداران به‌طور نسبی بین آن‌ها پخش می‌شود. در این شرایط مدیر بیشترین انگیزه برای از زیر کارشانه خالی کردن و یا مصرف عایدات اضافی را دارد (فارر و رامسی^۱، ۱۹۹۸). با افزایش سهم مدیر از مالکیت شرکت، تضاد منافع بین سهامداران و همچنین مشکلات نمایندگی و هزینه‌های مرتبط با آن از جمله حساسی مستقل کاهش می‌یابد. زیرا مدیری که خود از سهامداران شرکت است، برای حفاظت از منافع شرکت انگیزه بیشتری دارد (فان و وانگ^۲، ۲۰۰۵؛ تارینگانا و کلارک^۳، ۲۰۰۰). در نتیجه، با توجه به این که هزینه‌های نمایندگی بخش مهمی از کل هزینه‌های یک شرکت را تشکیل می‌دهد و هدف سهامداران از صرف این هزینه‌ها، کسب اطمینان از درستی فعالیت‌های مدیریت است و نیز با افزایش درصد مالکیت مدیریت، تلاش مدیر جهت افزایش ارزش شرکت بیشتر و نیاز برای آزمون‌های اضافی کمتر می‌شود؛ هزینه‌های نمایندگی نیز کاهش می‌یابد (مجتهدزاده، ۱۳۹۰).

۶- تحلیل رابطه مالکیت مدیریت و عملکرد شرکت

به‌طور کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی است که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. مالکیت مدیریتی یکی از مکانیزم‌های داخلی حاکمیت شرکتی است که موجب کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران شده و در نتیجه برای شرکت، ایجاد ارزش خواهد کرد. جنسن و مک لینگ^۴ (۱۹۷۶) نشان دادند که اگر مدیران شرکت‌ها، سهام دار باشند، برای انحراف از هدف حداکثر سازی ثروت سهامداران، تمایل کمتری خواهند داشت. تحقیقات زیادی انجام شده است که نشان می‌دهد مالکیت مدیریتی بر عملکرد شرکت‌های تاثیر گذار است؛ زیرا میزان سهامی که در اختیار مدیران شرکت است می‌تواند انگیزه ای برای اتخاذ تصمیمات مالی مختلف بر مبنای منافع شخصی آن‌ها و یا بر مبنای منفعت سهامداران باشد و در صورت اتخاذ هر نوع تصمیم، موجبات افزایش یا کاهش ارزش شرکت فراهم خواهد شد (مورک و همکاران^۵، ۱۹۸۸؛ شورت و کیزی^۶، ۱۹۹۹؛ میگوئل و همکاران^۷، ۲۰۰۴). فلوراکیس و همکاران^۸ (۲۰۰۹) در تحقیقی رابطه بین مالکیت مدیریتی و عملکرد نمونه بزرگی از شرکت‌های انگلیسی را در بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۴ با استفاده از رویکرد تخمین نیمه پارامتریک تعیین نمودند. نتایج تجربی تحقیق، حاکی از وجود تاثیر هم تراز اولی بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌ها بوده و زمانی که سطوح مالکیت مدیریتی کمتر از ۱۵ درصد است؛ اما در سطوح مالکیت مدیریتی متوسط یا بالا، ارتباط قوی بین این دو عامل مشاهده نشده است. روان و همکاران^۹ (۲۰۰۹) ارتباط بین مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت‌های غیر نظامی چینی در بازه زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۷ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق وجود یک رابطه غیر خطی بین مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت را نشان می‌دهد. همچنین نتایج این تحقیق نشان داد که مالکیت مدیریتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها نیز به صورت غیر خطی تاثیر گذار است؛ اما این تاثیر گذاری معکوس، اثر مالکیت مدیریتی بر ارزش شرکت است. هو و ژو^{۱۰} (۲۰۰۸) تاثیر مالکیت مدیریتی بر عملکرد شرکت‌های چینی را بررسی نمودند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌هایی دارای مالکیت مدیریتی خوبی هستند که مدیران آن شرکت‌ها دارای سهام متعلق به خود نباشد. همچنین بررسی‌ها مشخص نمود که بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌های چینی رابطه غیر خطی وجود دارد. کولز و همکاران^{۱۱} (۲۰۰۸) در تحقیقی عوامل تعیین کننده توام مالکیت مدیریتی، استقلال هیات مدیره و عملکرد شرکت را در یک محیط قرارداری حداکثری ارزش مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق مشخص شد که اندازه بهینه شرکت، سطح مالکیت مدیریتی و سهم افراد خارجی در هیات مدیره شرکت به وسیله اهمیت نسبی سه پارامتر میزان دارایی‌ها فیزیکی، تلاش مدیران و اعضای موظف هیات مدیره و نقش نظارتی اعضای غیر موظف هیات مدیره در فرآیند تولید شرکت تعیین می‌گردد. بوباکر و مزهود^{۱۲} (۲۰۰۸) تاثیر مالکیت مدیریتی بر عملکرد عملیاتی ۶۵ شرکت فرانسوی را در اولین عرضه عمومی سهام آن‌ها مورد بررسی قرار دادند. بطور کلی نتایج تحقیق نشان دهنده وجود رابطه معنادار منفی بین تغییرات در عملکرد عملیاتی این شرکت‌های و میزان سهام در اختیار مالکیت مدیریتی است.

- 1 Farrer & Ramsay
- 2 Fan & Wong
- 3 Tauringana & Clarke
- 4 Jensen & Meckling,
- 5 Morck, & et al
- 6 Short & Keasey
- 7 Miguel, & et al
- 8 Florakis & et al
- 9 Ruan & et al
- 10 Hu & Zhou
- 11 Coles & et al
- 12 Boubaker & Mezhoud

۷- رابطه متقابل بین مالکیت مدیریتی و اهرم مالی

لند و پایل^۱ (۱۹۷۷)، کیم و سورنسن^۲ (۱۹۸۶) و استالز^۳ (۱۹۹۰) در پژوهش‌هایی بیان می‌کنند که بین مالکیت مدیریتی و اهرم مالی رابطه مثبت وجود دارد. هم چنین، نتایج برخی از پژوهش‌ها نشان می‌دهد که رابطه بین اهرم مالی و مالکیت مدیریتی مثبت است (کیم و سورنسن، ۱۹۸۶). چنین رابطه مثبتی به وسیله ترجیح مدیریت برای حفظ کنترل در شرکت و اجتناب از هزینه‌های نمایندگی ایجاد می‌شود. شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بالا، بدهی بالایی نسبت به شرکت‌های با مالکیت پایین برای اجتناب از هزینه‌های سهام دارند. استفاده از بدهی نیاز به منابع برون سازمانی را کاهش می‌دهد و در نتیجه، درصد مالکیت مدیریتی افزایش می‌یابد. هم چنین، مدیر با مالکیت مدیریتی بالا ممکن است سعی کند با ایجاد بدهی از کنترل بیشتر بر شرکت اجتناب کند (کیم و سورنسن، ۱۹۸۶). آگروئل و ماندلکر^۴ در پژوهشی نشان دادند زمانی که مالکیت مدیریتی بالا است، مدیران تمایل بیشتری به تحمل خطر مالی دارند (آگروئل و ماندلکر، ۱۹۸۷). فرند و لانگ^۵ (۱۹۸۸)، جنسن و همکاران^۶ (۱۹۹۲)، باثالا و همکاران^۷ (۱۹۹۴) و چن و استینر^۸ (۱۹۹۹) معتقدند که مالکیت مدیریتی بالا، اهرم مالی را کاهش می‌دهد. مالکیت مدیریتی در شرکت‌های با سطح بدهی بالا موجب تمایل مدیران به استفاده از بدهی‌های با خطر بالا برای آسیب رساندن به سهامداران می‌شود. هم چنین، مدیرانی که از سطح بالایی از بدهی‌ها استفاده می‌کنند با خطر از دست دادن کار خود مواجه هستند. بنابراین، با استفاده بیشتر از بدهی‌ها خطر ورشکستگی افزایش و ارزش شرکت کاهش می‌یابد. در نتیجه، مدیران برای کاهش خطر از دست دادن کار و ثروت شخصی، بدهی‌ها را کاهش می‌دهند (تقی زاده و بادآور نهندي، ۱۳۹۴).

۸- رابطه متقابل بین مالکیت مدیریتی و سیاست تقسیم سود

نتایج پژوهش‌های روزف^۹ (۱۹۸۲)، جنسن و همکاران^{۱۰} (۱۹۸۶) و اکبو و ورما^{۱۱} (۱۹۹۴) نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و سود سهام پرداختی رابطه منفی وجود دارد. به این معنی که شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بالا تمایل به افزایش وجوه درون سازمانی و کاهش سود پرداختی به منظور تأمین مالی طرح‌های سرمایه گذاری دارند. به این ترتیب، کاهش سود تقسیمی مشکلات نمایندگی و تضاد منافع ناشی از جریان‌های نقد آزاد را افزایش می‌دهد؛ زیرا پرداخت نکردن سود به سهامداران، منابع تحت کنترل مدیران را افزایش می‌دهد و موجب افزایش قدرت مدیران می‌شود. سرمایه‌گذاران درون سازمانی (از قبیل مدیران) با توجه به این موضوع، که در شرکت حضور دارند، مایلند سود سهام تقسیم نشود تا به این طریق کنترل خود را بر وجوه نقد قابل توزیع، حفظ کنند.

اگر سود سهام و مالکیت مدیریتی روش‌های جایگزین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی مربوط به جریان‌های نقد آزاد باشند. در نتیجه، رابطه بین آن‌ها باید منفی باشد (چن و استینر، ۱۹۹۹). با این وجود، نتایج چندین پژوهش (لی^{۱۲}، ۲۰۱۱؛ چن و استینر، ۱۹۹۹) نشان می‌دهد که رابطه بین سود سهام و مالکیت مدیریتی نمی‌تواند منفی باشد، در واقع، آن‌ها بیان می‌کنند که رابطه میان این دو به دلیل جبهه‌گیری مدیریت ممکن است مثبت باشد. در فرایند جبهه‌گیری مدیریتی، مدیران سود سهام و اهرم مالی را در سطوح بالای مالکیت جایگزین یکدیگر در نظر نمی‌گیرند. در نتیجه، افزایش سود سهام همانند افزایش سطوح مالکیت است. در این راستا، نتایج پژوهش جنسن نشان می‌دهد که مدیران تمایل بیشتری برای پرداخت سود دارند (جنسن، ۱۹۸۶). هم چنین، چن و استینر^{۱۳} (۱۹۹۹) و کیم و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۷) معتقدند که مالکیت مدیریتی و سود سهام مشکلات نمایندگی را حل می‌کند. بنابراین، مالکیت مدیریتی و سود سهام ممکن است به‌عنوان روش‌های جایگزین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی بکار رود. البته، بکار بردن هم زمان این دو روش برای حل یک مشکل غیر مؤثر است. وقتی که سود سهام کمتر پرداخت شود و مالکیت مدیریتی بالا باشد ممکن است مشکلات مدیران افزایش یابد (تقی زاده و بادآور نهندي، ۱۳۹۴).

۹- رابطه مالکیت مدیریت و محافظه کاری

لافوند و رویچودهری^{۱۵} (۲۰۰۸) رابطه بین مالکیت مدیریتی و سیاست محافظه کاری را مورد پژوهش قرار داده و این گونه استنباط کردند که شرکت‌هایی با سطح مالکیت مدیریتی بیشتر، از سود محافظه کاری بیشتری برخوردار می‌باشند. نتایج به دست

- 1 Leland & Pyle
- 2 Kim & Sorensen
- 3 Stulz
- 4 Agrawal & Mandelker
- 5 Friend & Lang
- 6 Jensen & et al
- 7 Bathala & et al
- 8 Chen & Steiner
- 9 Rozeff, M. S.
- 10 Jensen, & et al
- 11 Eckbo & Verma
- 12 Lee
- 13 Chen & Steiner
- 14 Kim & et al
- 15 LaFond & Roychowdhury

آمده با ضرورت هرچه بیشتر سهام‌داران به سیاست محافظه‌کاری به‌عنوان وسیله‌ای برای بررسی مسائل و مشکلات نمایندگی ناشی از جدایی هرچه بیشتر بین مالکیت و کنترل مطابقت و هم‌خوانی دارد. مخصوصاً مدیران از بدهی محدود با توجه به سایر سهام‌داران حاضر در شرکت لذت می‌برند. سیاست محافظه‌کاری به‌عنوان مکانیسم بالقوه‌ای برای بررسی مسائل و مشکلات نمایندگی ناشی از بدهی و افق زمانی محدود بروز می‌کند. با کاهش مالکیت مدیریتی، شدت مسائل نمایندگی افزایش یافته و در نتیجه نیاز به سیاست محافظه‌کاری افزایش می‌یابد. یافته‌های به دست آمده مدارکی پیرامون منبع نیاز به سیاست محافظه‌کاری از سوی سهام‌داران شرکت ارائه می‌دهند (لافوند و رویچودهری، ۲۰۰۸). تاکادا و شوتر^۱ (۲۰۰۹) این گونه استنباط می‌کنند که بین مالکیت مدیریتی و نیاز به محافظه‌کاری، رابطه غیر یکنواخت معناداری وجود دارد. در سطوح بالا و پائین مالکیت مدیریتی، رابطه بین مالکیت مدیریتی و تناسب متقارن سود، منفی می‌باشد. نتایج آنها حاکی از آن بود که نیاز به سیاست محافظه‌کاری حسابداری با کاهش مسئله نمایندگی، کاهش می‌یابد، این مسئله با اثر هم‌ترازی انگیزه همخوانی دارد. همچنین این گونه استنباط می‌شد که در سطوح میانی مالکیت مدیریتی، رابطه بین مالکیت مدیریتی و تناسب نامتقارن سود، مثبت می‌باشد. نتیجه به دست آمده با اثر جبهه‌گیری مدیریت همخوانی دارد. نتایج حاصله از توانمندی لازم برخوردار بوده و به همین خاطر می‌تواند متغیرهای کنترل مختلف، نسبت بازار به دفتری، اهرم، اندازه شرکت و سال را لحاظ نمایند. در خاتمه، نتایج به دست آمده حاکی از آن بود که محافظه‌کاری حسابداری مسئله نمایندگی بین مدیران و سهام‌داران و همچنین هزینه نمایندگی شرکت‌ها را کاهش می‌دهد (اکبری و همکاران، ۱۳۹۴).

۱-۰ تاثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری

مالکیت مدیریتی بالا، احتمال به وقوع پیوستن هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. شرکت‌هایی با مالکیت داخلی بالا به احتمال زیاد از سرمایه‌گذاری‌های کارا، به منظور حداکثر کردن ارزش سهام‌داران استفاده می‌کنند. 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. علاوه بر این مالکیت مدیریتی خیلی بالا ممکن است منجر به جبهه‌گیری مدیریتی شود. در نظریه نمایندگی، جبهه‌گیری مدیریتی به مدیران این اجازه را می‌دهد تا منافع شخصی را از مالکان جدا کنند. مورک و همکارانش^۲ (۱۹۸۸) به صورت تجربی نشان دادند که جبهه‌گیری مدیریتی ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. آن‌ها این موضوع را با ارائه شواهدی مبنی بر اینکه یک رابطه غیرخطی بین ارزش شرکت و سهام در اختیار مدیر وجود دارد، نشان دادند. در ابتدا همان‌گونه که سهام مالکان از صفر افزایش پیدا می‌کند، ارزش شرکت نیز افزایش می‌یابد. ولی در یک محدوده خاص، ارزش شرکت به‌طور واقعی با توجه به آنچه مدیریت در اختیار دارد، کاهش می‌یابد. آن‌ها این وضعیت را این گونه تفسیر کردند که همان‌گونه که هزینه‌های نمایندگی به علت جبهه‌گیری مدیریتی افزایش می‌یابد، می‌تواند با افزایش مالکیت نیز افزایش یابد (چن و همکاران^۳، ۲۰۱۵).

مالکیت مدیریتی برای نظارت بر استفاده شرکت از جریان نقد آزاد در جهت اطمینان از این رویکرد که تنها پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت اجرا می‌شود، به کار می‌رود. تئوری نمایندگی پیشنهاد می‌کند که مالکیت مدیریتی، ورودی‌هایی جهت پردازش در فرایند تصمیم‌گیری فراهم می‌نماید. مدیرانی که سهام قابل‌ملاحظه‌ای از شرکت را مالک هستند می‌توانند بطور مستقیم تصمیمات شرکت را در جهت استفاده از جریان‌های نقد آزاد برای تأمین مالی پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت تحت تأثیر قرار دهند. این مدیران بر جریان‌های نقد آزاد نظارت مؤثری خواهند داشت تا اطمینان حاصل کنند که تنها طرح‌های مربوط به پروژه‌های سودآور تصویب می‌شود (وارفیلد و همکاران^۴، ۱۹۹۵). به عبارت دیگر، مدیریت به‌طور فعالانه در تصمیم‌گیری و استفاده از جریان‌های نقد آزاد برای تولید سودهای بلند مدت که منجر به حداکثرسازی ارزش سهام‌داران می‌شود، مشارکت می‌کند. مالکیت مدیریتی بطور مستقیم به استفاده مؤثر از جریان‌های نقد آزاد شرکت کمک می‌کند، به خصوص هنگامی که مبالغ زیادی از جریان‌های نقد آزاد در دسترس باشد. این مطالعه بیان می‌کند که مالکیت مدیریتی ارتباط مثبت بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری را به دو دلیل تضعیف می‌کند: ابتدا افزایش مالکیت مدیریتی می‌تواند، با توجه به کم کردن تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران، موجب کاهش هزینه‌های انتخاب ناسازگار شود. از سوی دیگر، وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران، می‌تواند باعث شود تا تأمین کنندگان سرمایه شرکت، قیمت سهام را کاهش و هزینه تأمین مالی شرکت را افزایش دهند، زیرا سرمایه‌گذاران این گونه استنباط می‌کنند که شرکت‌هایی که در حال تأمین مالی هستند، به شیوه‌ای نامناسب عمل می‌کنند. بنابراین، اگر میزان مالکیت مدیریت، هزینه‌های انتخاب ناسازگار را کاهش دهد، می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش جریان‌های نقد آزاد در دسترس مدیران و کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام، بهبود بخشد. دوم اینکه، بخش عمده‌ای از ادبیات پیشین اشاره دارند که مالکیت مدیریتی، نقشی حیاتی در کاهش مشکلات نمایندگی ایفا می‌کند (اسکندر و همکاران^۵،

1 Takada
2 Morck & et al
3 Chen & et al
4 Warfield & et al
5 Iskandar & et al

۲۰۱۲). برای نمونه، مالکیت مدیریتی می‌تواند منبع اصلی سهامداران برای نظارت بر مدیران و افزایش ارزش سهامداران باشد. بنابراین، اگر مالکیت مدیریت مشکلات نمایندگی را کاهش دهد، می‌تواند با افزایش توانایی سهامداران در نظارت بر مدیران و کنترل دسترسی به جریان‌های نقد آزاد، به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری‌ها یاری رساند، زیرا افزایش توانایی سهامداران در نظارت بر مدیران، موجب بهبود انتخاب پروژه و کاهش هزینه‌های تأمین مالی می‌شود (یحیی زاده فرد و همکاران، ۱۳۹۱). ساندارامرتی و لویز^۱ (۲۰۰۳) تأکید می‌کنند که نقش مالکیت مدیریتی کنترل رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در شرکت می‌باشد. علاوه بر این، فلوراکیس و همکاران^۲ (۲۰۱۴) نشان دادند که افزایش در مالکیت مدیریت عملکرد شرکت را پیشبرد می‌بخشد. با این حال، زمانی که مدیران بخش عمده‌ای از سهام شرکت را نگهداری می‌کنند، افزایش در مالکیت مدیریتی ممکن است تصمیمات نادرست آن‌ها را در پی داشته باشد. به این رویکرد جبهه‌گیری مدیریتی گفته می‌شود. پس از اینکه مدیران جایگاه خود را در شرکت تثبیت نمودند، احتمالاً با مصرف بیش از حد عایدات شرکت یا کاهش ریسک فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منافع خود را حفظ می‌کنند (عبدی و همکاران، ۱۳۹۶).

نتیجه گیری

با ایجاد مالکیت مدیریتی منافع مدیریت و سهامداران، همسو می‌شود. همچنین، در محیط رقابتی بازار سرمایه، که شرکت کنندگان در آن به دنبال حداکثر سازی سود هستند، یکی از مشکلات بزرگ هزینه نمایندگی است که ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. بنابراین، شناخت عوامل کاهش دهنده این گزاره دارای اهمیت است. دیدگاه رایج این است که مالکیت مدیریتی بالا برای سهامداران به‌عنوان یک مکانیزم با ارزش تلقی می‌شود، به این دلیل که می‌تواند منافع مدیران را با منافع سهامدارانی که نگران دسترسی بیش از حد مدیران به جریان‌های نقد آزاد هستند، همسو نماید. بنابراین، در شرکت‌هایی که مدیران دسترسی بیشتری به جریان‌های نقد آزاد دارند، احتمال اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاری از حد بهینه خود خارج شود، بیشتر می‌باشد. از این رو پژوهش حاضر با آشکارسازی جنبه‌ای از پیامدهای مالکیت مدیریتی در می‌پردازد.

بیان می‌کنند که مالکیت مدیریتی به همسویی منافع مدیران و سهامداران کمک می‌کند. در واقع، مدیران از تصمیماتی که منجر به تأثیر منفی بر ارزش شرکت شود، اجتناب می‌کنند. بنابراین، مالکیت مدیریتی ساز و کاری است که هزینه‌های کنترلی اعمال شده توسط سهامداران را کاهش می‌دهد، زیرا مالکیت مدیریتی به کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران کمک می‌کند. با این وجود، با توجه به نظریه جبهه‌گیری مدیریت، مالکیت مدیریتی خیلی بالا، گاهی اوقات مشکل ساز می‌شود، زیرا سرکوب مدیران حتی اگر عملکردشان رضایتمندانه نباشد، مشکل خواهد بود.

منابع

- اکبری، محمدرضا؛ حسنی، محسن؛ بهرامی، حمید رضا (۱۳۹۴). رابطه بین مالکیت مدیریت استراتژیک و محافظه کاری حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های مدیریت راهبردی، سال ۲۱، شماره ۵۷، صص ۱۰۱-۱۱۶
- تقی زاده خانقاه، وحید؛ بادآور نهندي، یونس. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادلات هم زمان. فصلنامه حسابداری سلامت، سال چهارم، شماره دوم، صص ۶۰-۸۶
- خواجوی، شکر...، شکرالهی، احمد. (۱۳۹۶). بررسی تعامل بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت با استفاده از سیستم معادلات همزمان (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران). مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۴(۵۶)، ۵۵-۸۱
- عبدی، رسول، زینالی، مهدی، تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۶). تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹(۳۵)، ۱۵۷-۱۹۱.
- گل‌خندان، ابوالقاسم. (۱۳۹۶). تأثیر آستانه‌ای مالکیت مدیریتی بر ارزش شرکت: آزمون مجدد به کمک مدل PSTR. حسابداری مدیریت، ۱۰(۳۴)، ۸۵-۹۸.
- مجتهدزاده، ویدا. (۱۳۹۰). رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری، سال سوم، شماره ۱۰
- یحیی‌زاده فرد، محمود، شهاب‌الدین شمس و مجتبی پاکدین امیری، (۱۳۹۲). "بررسی تأثیر فرصت‌های رشد در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۱، صص ۱۱۳-۱۳۳.
- Agrawal, A. and G. Mandelker (1987). "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", The Journal of Finance, Vol. 42, No. 4, pp. 823-837

- Bathala, C. T.; Moon, K. P.; and R. P.Rao (1994). "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective", *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, pp. 38-50
- Baumol, William J. (1959). "Business Behavior, Value and Growth". New York: MacMillian.
- Boubaker, A, and M. Mezhoud, (2008), " Impact of Managerial Ownership on Operational Performance of IPO Firms: French Context ", *Journal of Finance*, NO 73, 253-285.
- Chen, C. and T. Steiner (1999). "Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy", *Financial Review*, Vol. 34, No. 1, pp. 119-136
- 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.
- Coles, J, Lemmon, M.L and Y. Wang, (2008), " The Joint Determinants of Managerial Ownership, Board Independence and Firm Performance ", *Journal of Economics*, NO 112, 123-149.
- Cyert, Richard M. and James G. A. March (1963). "Behavioral Theory of the Firm". Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall.
- Eckbo, B. S. and S. Verma (1994). "Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1, No. 1, pp. 33-62
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- Fan, J. P., & T.J. Wong. 2005. " Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence From East Asia , *Journal of Accounting Research*, 43 (1), 35-72.
- Farrer, J. & I. M. Ramsay. 1998. " Director Share Ownership and Corporate Performance: Evidence from Australia , *Corporato Governanco*, 6 (4), pp. 233-248.
- Florackis, CH., Kanas, A., Kostakis, A, (2014), "Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-Parametric Perspective", *European Journal of Operational Research*, Working paper. doi: 10.1016/j.ejor.2014.08.031.
- Florakis, C, Kostakis, A and A. Ozkan, (2009), " Managerial Ownership and Performance ", *Journal of Business Research*, No 62. 1350-1357.
- Friend, I. and L. H. P. Lang (1988). "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 2, pp. 271-282.
- Hu, Y., X. Zhou, (2008), " The performance effect of managerial ownership: Evidence from China", *Journal of Banking & Finance*, No 32. 2099-2110.
- 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), PP. 69-89.
- Jensen, G.; Solberg, D. P.; and T. S. Zorn (1992). "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, pp. 247-263.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, (1976), " Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure ", *Journal of Financial Economics*, No 3, 305-360.
- Jensen, M.C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers ." *American Economic Review*, Vol. 76, No.2, pp. 323-329.
- Kim, S. W. and E. H. Sorensen (1986). "Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, No. 2, pp. 131 -144
- Kim, Y. H.; Rhim, J. C.; and D. L.Friesner (2007). "Interrelationship among Capital Structure, Dividends, and Ownership: Evidence from South Korea", *Multinational Business Review*, Vol. 15, No. 3, pp. 25-42
- Kouki, Mondher, & Moncef Guizani. 2009. " Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisin Stock Market , *European Journal Scientific Research*, 25, 1, pp. 42-53.

- LaFond, R., Roychowdhury, S(2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* 2008;46:101-135
- Lee, W. (2011). "Managerial Entrenchment and the Value of Dividends", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 36, No. 2, pp. 297-322.
- Leland, H. E. and D. H. Pyle (1977). "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp. 371 -387.
- McConnell, J. & Servaes, H. (1990). "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, 27: 595-612.
- Miguel, A. d., Pindado, J. and C. d. l. Torre, (2004), "Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain", *Strategic Management Journal*, 25, 1199-1207
- Morck, R., Shleifer, A. and R. W. Vishny, (1988), " Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315
- Na, S. K. (2002). "Ownership structure and firm performance in Korea" University of Missouri- Columbia.
- Pushner, G. M. (1993). "Ownership structure and corporate performance in the U.S. and Japan", Working Paper, Columbia University.
- Rozeff, M. S. (1982). "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, Vol. 5, No. 3, pp. 249-259
- Ruan, W, Tian, G and S. Ma, (2009), " Management Ownership and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms ", *Journal of Finance*, No 76, 348-376.
- Short, H. and K. Keasey, (1999), " Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK ", *Journal of Corporate Finance*, No 5, 79-101
- Shuto A, Takada T.(2009). Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan:A Test of Management Entrenchment Effect. Research Institute for Economics and Business Administration, Kobe University
- Simon, Herbert A. (1959). "Theories of Decision Making in Economics and Behavioral Science." *A. E. R.*, Vol. 49, pp. 83-253.
- Smith, A. (1937). "The Wealth of Nations." Cannan Edition, New York: Modern Library.
- Stulz, R. (1990). "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, No. 1, pp. 3-28.
- Sundaramurthy, C., Lewis, M, (2003), "Control and Collaboration: Paradoxes of governance", *Academy of Management Review*, 28(3), PP. 397-415.
- Tauringana, V., & S. Clarke. 2000. The demand for external Auditing: Managerial Share ownership, Size, Gearing and Liquidity Influences, *Managerial Auditing Journal*, 15 (4), 160-168.
- Warfield, T., Wild, J., and Wild, K, (1995), "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*. 20(1), PP. 61-91.
- Williamson, Oliver E. (1964). "The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm." Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall.

