



بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر ایرج نوروش^۱، دکتر غلامرضا کرمی^{۲*}، جلال وافی ثانی^۳

۱- دانشیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

۲- استادیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران

چکیده

در این تحقیق به بررسی تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکت بر هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. رابطه نمایندگی نوعی قرارداد است که طبق آن مالک، نماینده ای را جهت انجام عملیاتی مأمور و در این راستا اختیاراتی در باب اتخاذ تصمیم به وی تفویض می کند. با شکل گیری رابطه نمایندگی، هزینه های نمایندگی، ناشی از تضاد منافع بین طرفین، ایجاد می شود. هزینه های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارند. از این رو شرکت ها به دنبال کنترل و کاهش چنین هزینه هایی می باشند.

در تحقیق حاضر هزینه های نمایندگی تابعی از تعامل بین فرصت های رشد شرکت و جریان های نقد آزاد تعریف شده و از شاخص Q توبین به عنوان معیاری برای اندازه گیری فرصت های رشد استفاده شده است. از بین سازوکارهای کنترل هزینه نمایندگی، مالکیت سرمایه گذاران نهادی، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و نسبت بدهی به عنوان متغیرهای مستقل بررسی شده است. همچنین برای آزمون فرضیه های تحقیق از رگرسیون مقطعی ترکیبی استفاده شده است.

.....*

*- نویسنده مسئول

یافته های تحقیق حاکی از وجود رابطه ی منفی و معنادار بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و همچنین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی با هزینه های نمایندگی می باشد؛ از طرفی نتایج تحقیق با فرض وجود ارتباط بین نسبت بدهی شرکت ها با هزینه نمایندگی، مطابقت ندارد.

واژگان کلیدی: هزینه های نمایندگی، جریانهای نقد آزاد، نظام راهبری شرکت، درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره.

مقدمه

رابطه نمایندگی عبارت است از نوعی قرارداد که طبق آن یک یا چند نفر (مالک یا مالکین) شخص دیگری (نماینده یا مدیر) را مأمور به اجرای عملیاتی می کنند و در این راستا اختیار اتخاذ برخی تصمیمات را نیز به وی تفویض می نمایند [۲۰]. با برقراری رابطه نمایندگی هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خویش می باشند. از آنجا که تابع مطلوبیت مدیران با مالکان یکسان نیست، بین آن ها تضاد منافع وجود دارد. هدف اولیه شرکت ها افزایش ثروت مالکان است؛ لیکن به دلیل وجود تضاد منافع، مدیران لزوماً همیشه در پی کسب حداکثر منافع برای مالک (مالکان) نخواهند بود.

مشکل نمایندگی عبارت است از ترغیب نماینده به اتخاذ تصمیماتی که موجب حداکثر شدن رفاه مالک (مالکان) گردد. با شکل گیری رابطه نمایندگی، به واسطه تضاد منافع بین طرفین، هزینه نمایندگی، ایجاد می گردد. جنسن و مک لینگ این هزینه ها را به صورت مجموع موارد زیر تعریف کردند:

۱- مخارج نظارت (کنترل) مدیر توسط مالک: این مخارج شامل تلاش هایی است که از سوی مالکان در راستای کنترل رفتار نماینده و از طریق محدودیت در بودجه، طرح های پاداش، استفاده از خدمات حسابرس مستقل و ...، انجام می گیرد.

۲- مخارج التزام^۱: منابع صرف شده توسط مدیر جهت جلب اطمینان مالکان در عدم انجام فعالیت هایی که به رفاه آنها صدمه می زند.

۳- زیان باقیمانده^۲: در اکثر روابط نمایندگی، مالک و مدیر متحمل هزینه های نظارت و التزام



1-Bonding Costs

2-Residual Loss



می گردند، با این وجود کماکان تصمیمات مدیر با تصمیمات حداکثر کننده رفاه مالکان همسو نیست؛ به مبلغ ریالی کاهش در رفاه مالکان در اثر این عدم همسویی زیان باقیمانده گفته می شود [۲۰].

هزینه های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارند، یعنی اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه هایی را داشته باشد، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت. شماری از سازوکارهای نظام راهبری شرکت وجود دارند که می توانند به کاهش هزینه های نمایندگی و اثرات منفی آن بر ارزش شرکت کمک نمایند.

به واسطه عواملی همچون موج اخیر رسوایی های شرکت های سهامی نظیر آدلفیا، انرون و ورلد کام در کنگره ایالات متحده، مارکنی در انگلستان و رویال آهولد در هلند، نظام راهبری شرکت مورد توجه روزافزون فعالان بازار قرار گرفته است. رسوایی های مذکور به وضوح به لزوم بهبود سازوکارهای نظام راهبری شرکت و نیز افزایش شفافیت در حسابداری اشاره داشته اند. در این رابطه در کنگره ایالات متحده، قوانین جدیدی نظیر قانون ساربینز آکسلی^۱ به تصویب رساند، شرایط سخت تری برای پذیرش شرکت ها در بورس اوراق بهادار اعمال می شود، کمیته های حسابرسی قدرتمندتر شده اند و سیستم های کنترل داخلی تقویت گردیده اند. اهمیت تقویت رویه های نظام راهبری شرکت در افزایش کیفیت اطلاعات مالی و حسابداری، بهبود عملکرد شرکت، و همچنین افزایش ارزش بازار شرکت از طریق کاهش هزینه های نمایندگی مورد پذیرش عموم قرار گرفته است [۱۴].

ساختار و اثربخشی هیئت مدیره، و نیز ساختار مالکیت در شرکت های سهامی عام بسیار متنوع است. از این رو به نظر می رسد که کیفیت نظارت بر فعالیت های مدیران در بین شرکت های مختلف، متفاوت باشد. شناخت اثربخشی نظام راهبری شرکت در ایران و همچنین تأثیر وجود مدیران غیرموظف و سرمایه گذاران نهادی بر هزینه های نمایندگی در شرکت های ایرانی از اهداف این تحقیق می باشد. تدوین پیش نویس آیین نامه نظام راهبری شرکت و نیاز به انجام تحقیقاتی جهت شناسایی متغیرهای موثر برای اندازه گیری و کنترل هزینه نمایندگی در ایران، ما را بر آن داشت تا به بررسی رابطه بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی بپردازیم.

در این تحقیق رابطه بین سازوکارهای کنترل هزینه های نمایندگی با هزینه نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار گرفته است.



1-Sarbanes-Oxley



هزینه های نمایندگی

تاکنون از سه معیار برای اندازه گیری هزینه های نمایندگی استفاده شده است:

۱- نسبت های کارایی

۲- تعداد شرکت های تحصیل شده

۳- تعامل بین فرصت های رشد شرکت و جریان های نقد آزاد

دسته اول بیانگر معیار کارایی مدیران شرکت می باشد، که از صورت های مالی استخراج شده اند، و اولین بار توسط آنگ، کل و لین [۵] برای سنجش هزینه های نمایندگی مورد استفاده قرار گرفت. آن ها در تحقیق خود از دو نسبت کارایی برای اندازه گیری هزینه های نمایندگی بهره جستند. نسبت هزینه های عملیاتی به فروش سالانه، که چگونگی کنترل هزینه های عملیاتی شرکت توسط مدیران را اندازه گیری می کند و به عنوان معیار مستقیم هزینه های نمایندگی به کار می رود یعنی هرچه این نسبت بالاتر باشد، هزینه های نمایندگی بالاتر خواهند بود و دوم، نسبت گردش دارایی ها است که بیانگر نسبت فروش سالانه به مجموع دارایی ها است، و چگونگی بهره وری و استفاده از دارایی های شرکت توسط مدیران برای ایجاد فروش بیشتر را اندازه گیری می کند؛ این نسبت به عنوان معیار معکوسی برای هزینه های نمایندگی به کار می رود. به این معنی که هر چه این نسبت بالاتر باشد، هزینه های نمایندگی پائین تر خواهند بود.

از دیگر محققینی که از نسبت های کارایی به عنوان معیار اندازه گیری هزینه های نمایندگی استفاده کرده اند، می توان به سینگ و دیویدسون [۳۱]، فلوراکیس [۱۸]، فلمینگ، هینی و مک کاسکر [۱۷]، و مک نایت و ویر [۲۴] اشاره نمود.

با این حال این معیار دارای کاستی هایی نیز می باشد، اول اینکه، ایجاد فروش بیشتر لزوماً معادل با افزایش ثروت سهامداران نیست، چرا که ممکن است فروش ناشی از فعالیت های سودآور نباشد. دوم اینکه، فروش ممکن است منجر به ایجاد وجوه نقدی شود که توسط مدیران بین سهامداران توزیع نگردد. سوم اینکه، همان طور که کلز، لمون، و مسک [۹] نشان دادند، بهره وری ممکن است بین شرکت ها در یک صنعت مشابه هم متفاوت باشد.

دسته دوم، تعداد شرکت های تحصیل شده توسط شرکت را به عنوان معیاری از هزینه های نمایندگی در نظر گرفته اند. چرا که تحصیل شرکت ها، در راستای اهداف مدیریتی همچون کسب قدرت محسوب می شوند [۱۹].



دنيس و مک کنل [۱۱]، عنوان می کنند که این گونه تحصیل ها ممکن است با هدف حداکثر کردن رفاه مدیران، به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران انجام شود. تحصیل، یکی از راه هایی است که مدیران می توانند وجوه را به جای توزیع بین سهامداران، مصرف کنند. همچنین شواهد گسترده‌ای در ادبیات تحقیق وجود دارد که نشان می دهد تحصیل، ثروت سهامداران را به جای افزایش، کاهش می دهد. برای مثال کاپلن و ویسباچ [۲۱]، به شواهدی مبنی بر ایجاد بازده منفی عمده ای در دوره کوتاه مدتی متعاقب تحصیل دست یافتند.

از این رو با توجه به شواهد موجود درباره فقدان بازده مثبت متعاقب تحصیل، مک نایت و ویر [۲۴]، از تعداد شرکت های تحصیل شده به عنوان معیار هزینه های نمایندگی استفاده کردند، زیرا این امر بیانگر استفاده مدیران از وجوه شرکت در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی می باشد.

دسته سوم، هزینه های نمایندگی را به عنوان تابعی از تعامل بین جریان های نقد آزاد و فرصت های رشد شرکت، در نظر گرفته اند.

جنسن [۱۹] در تئوری جریان های نقد آزاد بیان می نماید که مدیران به جای توزیع جریان های نقد آزاد بین مالکان، تمایل به سرمایه گذاری مجدد آن در شرکت دارند؛ چرا که پرداخت وجه به سهامداران موجب کاهش منابع تحت کنترل مدیران و در نتیجه کاهش قدرت آن ها می گردد. از طرفی این امر احتمالاً به دلیل نیاز به جذب سرمایه جدید توسط شرکت موجب افزایش نظارت بازار سرمایه خواهد شد، به عبارت دیگر انباشت جریان های نقد آزاد باعث کاهش توان نظارت بازار بر تصمیمات مدیریت می شود. مدیران تمایل به رشد شرکت بیش از اندازه بهینه آن دارند؛ زیرا رشد شرکت با افزایش منابع تحت کنترل مدیران، افزایش قدرت و همچنین افزایش پاداش ایشان را در پی خواهد داشت. با توجه به متفاوت بودن اهداف مدیران از اهداف مالکان، وجود جریانهای نقد ایجاد شده در داخل شرکت مازاد بر نقد لازم جهت تأمین مالی پروژه های جدید با خالص ارزش فعلی مثبت، منجر به سرمایه گذاری این مبالغ در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی گردیده و در نتیجه موجب ایجاد پتانسیل اتلاف این منابع خواهد شد؛ در نتیجه شرکت های دارای جریان های نقد آزاد بالا و فرصت های رشد و سرمایه گذاری کم، دارای هزینه نمایندگی بالایی هستند.

آپلر و تیمن [۲۶] بیان نمودند که شرکت های با فرصت های رشد بالا احتمالاً بهتر مدیریت می شوند؛ این شرکت ها احتمالاً از جریانهای نقد آزاد کمتری نیز برخوردارند، زیرا وجه نقد موجود در پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه گذاری می شوند. از جمله محققانی که از این معیار برای اندازه گیری



هزینه های نمایندگی بهره جسته اند می توان به دوکاس، کیم، و پانتزالیس [۱۲]، مک نایت و ویر [۲۴]، و دوکاس، مک نایت و پانتزالیس [۱۳] اشاره نمود.

برای اندازه گیری فرصت های رشد می توان از معیارهای مختلفی همچون رشد فروش، رشد سود عملیاتی و شاخص Q توبین و ... استفاده نمود. در این تحقیق به پیروی از محققان مذکور، برای اندازه گیری هزینه های نمایندگی از تعامل بین فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد استفاده گردید؛ و همچنین مطابق با تحقیقات مذکور، شاخص Q توبین به عنوان معیاری برای اندازه گیری فرصت های رشد استفاده شده است.

سرمایه گذران نهادی

سرمایه گذاران نهادی موسسه هایی هستند که به خرید و فروش حجم بالایی از اوراق بهادار می پردازند؛ مطابق با ادبیات موجود، بانک ها، شرکت های بیمه، صندوق های بازنشستگی، شرکت های سرمایه گذاری و ... جزء سرمایه گذاران نهادی قلمداد می شوند. سرمایه گذاران نهادی با استفاده از حق رأی، در تصمیم گیری ها و ساختار هیئت مدیره شرکت نفوذ کرده و لذا می توانند یکی از منابع نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت باشند.

سرمایه گذاران نهادی دریافته اند که فروش بخش عمده ای از سهام یک شرکت بدون کاهش قیمت آن میسر نخواهد بود [۲۵]. بنابراین بسیاری از این سرمایه گذاران به جای فروش عمده سهام و تحمل زیان مرتبط با آن، در پی نظارت اثربخش بر مدیران شرکت ها و در نتیجه بهبود بازده سهامشان خواهند بود و به همین دلیل، سرمایه گذاران نهادی در بسیاری از موارد، با مشارکت فعال سعی در تأثیرگذاری در تصمیمات شرکت ها دارند. در رابطه با نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی مطالعات فراوانی انجام گرفته است که در ادامه به برخی از آنها اشاره می شود:

بریکلی، لیز و اسمیت [۷] در تحقیقی دریافتند که سرمایه گذاران نهادی به احتمال بیشتری با طرح های پیشنهادی مدیران که به نظر می رسد به منافع مالکان صدمه میزند، مخالفت می نمایند. بر مبنای فرضیه نظارت موثر، پوند [۲۸] عنوان می نماید که سرمایه گذاران نهادی، دارای منابع و تخصص بالایی هستند، و می توانند با هزینه ای کمتر از میانگین، نسبت به سایر سرمایه گذاران خصوصی و ناآگاه تر، به نظارت بر مدیریت بپردازند.

مک کنل و سراس [۲۳] رابطه مثبت بین عملکرد شرکت و سطوح مالکیت نهادی و مالکان عمده



بیرونی را مشاهده نمودند.

باتالا، مون و روال [۱۶] با بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر مالکیت مدیران و نسبت بدهی دریافتند که مالکیت نهادی می تواند به صورت جایگزین مناسبی برای مالکیت مدیران و نسبت بدهی به عنوان سازوکارهای کنترل هزینه های نمایندگی عمل کند.

درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره

بخش قابل توجهی از تحقیقات به تشریح لزوم برقراری توازن بین اعضای موظف و غیر موظف در هیئت مدیره پرداخته اند.

هیئت مدیره بالاترین مرجع تصمیمگیری در سازمان ها، اعم از بزرگ و کوچک، است که بخش عمده ای از پیامد تصمیمات متخذه توسط آن ها، بر ثروتشان تاثیر گذار نخواهد بود. انتخاب و کنارگذاری بالاترین مقام اجرایی سازمان، و همچنین تصویب بسیاری از تصمیمات مهم سازمان و نظارت بر اجرای آن، توسط آن ها صورت می پذیرد. اعمال این حق کنترل توسط یک گروه (هیئت مدیره)، به اطمینان از تفکیک اثر بخش تصمیم گیری و کنترل در بالاترین سطح سازمان کمک می کند [۱۶]؛ از آن جا که مسئولیت های اعضای موظف هیئت مدیره دارای ارتباط نزدیکی با مدیر عامل است، انتظار می رود وظیفه نظارت بر مدیریت عمدتاً بر عهده اعضای غیرموظف هیئت مدیره قرار گیرد؛ بنابراین اعضای غیرموظف هیئت مدیره از جایگاه مهمی در حل مشکل نمایندگی بین مدیران و مالکان برخوردارند [۱۵].

اثر بخشی تفکیک تصمیم گیری توسط مدیریت و کنترل توسط هیئت مدیره از آنجا نشأت می گیرد که مدیران غیرموظف به دلیل منافعشان حاضر به تبانی با مدیران اجرایی شرکت نمی باشند. از آن جا که مدیران غیرموظف اکثراً در سایر شرکت ها دارای سمت های اجرایی مدیریت یا تصمیم گیری می باشند انگیزه بالایی برای کسب شهرت به عنوان متخصص امر تصمیم گیری و برخورداری از فرصت های شلی بهتر در آینده دارند. عدم همسویی انگیزه مدیران موظف برای استفاده از ثروت مالکان برای منافع شخصی خویش با انگیزه مدیران غیرموظف برای کسب شهرت باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت به دلیل حضور مدیران غیرموظف در هیئت مدیره و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت شده و کاهش هزینه های نمایندگی را در پی خواهد داشت [۱۶].

بسیاری از تحقیقات حامی این دیدگاه اند که مدیران غیرموظف دارای اثرات مثبتی می باشند، و



همچنین دریافته اند که هیئت مدیره هایی که تحت تسلط مدیران غیرموظف می باشند به احتمال بیشتری در پی کسب بهترین منافع برای سهامداران خواهند بود. به طور مثال پیزن، پوپ و یانگ [۲۷] نشان دادند در صورتی که اکثریت اعضای هیئت مدیره با مدیران مستقل غیرموظف باشد، هیئت مدیره از کارایی بسیار بیشتری برخوردار خواهد بود.

نسبت بدهی

تأمین مالی از طریق استقراض حداقل به سه صورت زیر به عنوان یک سازوکار کاهنده هزینه های نمایندگی، به حل مشکل نمایندگی کمک می نماید:

۱- به دلیل این واقعیت که ممکن است مدیران به دنبال بیشترین منافع برای اعتباردهندگان نباشند؛ بین مدیران و اعتباردهندگان تضاد منافع وجود دارد، و این امر منجر به ایجاد انگیزه در اعتباردهندگان برای اعمال نظارت بر مدیران می گردد [۴].

۲- از آنجا که با انتشار سهام جدید، درصد مالکیت مدیران کاهش می یابد، تأمین مالی از طریق استقراض در مقایسه با انتشار سهام جدید مانع از کاهش درصد مالکیت و در نتیجه افزایش همسویی منافع مدیران و مالکان می شود.

۳- جنسن [۱۹] بیان میدارد افزایش بدهی با کاهش جریان های نقد در اختیار مدیریت باعث کاهش هزینه نمایندگی جریان های نقد آزاد می گردد. رابطه مدیران و اعتباردهندگان متفاوت از رابطه آن ها با سهامداران است؛ به این معنی که میزان و زمان پرداخت اصل و فرع بدهی توسط مدیران تعهد شده است، در صورتی که آن ها تعهدی مبنی بر توزیع میزان معینی از سود در زمان های از پیش تعیین شده به سهامداران ندارند.

استقراض با خروج وجوه نقد به صورت منظم و از پیش تعیین شده منجر به کاهش جریان های نقد آزاد شده و این امر امکان سرمایه گذاری چنین وجوهی را در پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی، کاهش می دهد؛ در نتیجه با افزایش استقراض، هزینه نمایندگی جریان های نقد آزاد کاهش می یابد.

مک کنل و سراس [۲۳] بیان نمودند که افزایش در بدهی ممکن است به افزایش سرمایه گذاری در پروژه های با ریسک بالا، به منظور تأمین وجوه پرداختی بابت هزینه بهره، بیانجامد. بنابراین، با افزایش بدهی، اعتباردهندگان از انگیزه بیشتری برای اعمال نظارت بیشتر بر مدیریت و در نتیجه کاهش هزینه های نمایندگی برخوردار خواهند بود.



پیشینه تحقیق

دوکاس و همکاران [۱۳] تحقیقی با هدف بررسی تأثیر تحلیلگران بر هزینه های نمایندگی در نمونه ای شامل ۱۰۲۷ سال-شرکت انگلیسی حد فاصل سال های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۰ انجام دادند؛ در این تحقیق هزینه های نمایندگی به عنوان تابعی از تعامل فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد تعریف شده بود. ایشان دریافتند که تحلیل گران اوراق بهادار به عنوان یکی از سازوکارهای کاهش هزینه های نمایندگی موثرند. همچنین در این بررسی از نسبت بدهی بلندمدت به ارزش دفتری کل دارایی ها به عنوان متغیر کنترل و معرف نقش نظارتی بستانکاران بر نحوه استفاده مدیریت از جریان های نقد آزاد استفاده گردید؛ که طبق یافته ها تأثیر این متغیر بر هزینه های نمایندگی معنادار نبوده است.

مک نایت و ویر [۲۴] با انتخاب نمونه ای شامل ۵۳۴ سال-شرکت از بین شرکت های بزرگ انگلیسی طی سال های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۰، تأثیر متغیرهای نظام راهبری شرکت را بر هزینه های نمایندگی آزمون کردند؛ در این تحقیق هزینه های نمایندگی به سه صورت اندازه گیری شدند: نسبت فروش به دارایی ها، رابطه جریان های نقد آزاد و فرصتهای رشد، و تعداد شرکت های تحصیل شده توسط شرکت. متغیرهای مستقل نیز نسبت مدیران غیرموظف، نسبت مالکیت مدیران، نسبت مالکیت نهادی، نسبت بدهی و ... بوده است. آن ها در این تحقیق به نتایج ذیل دست یافتند:

- ۱- افزایش در مالکیت مدیران به کاهش هزینه های نمایندگی کمک می کند؛
- ۲- نتایج بدست آمده در رابطه با تأثیر نسبت بدهی، نسبت به روش اندازه گیری هزینه های نمایندگی حساس بود. با اندازه گیری هزینه های نمایندگی به صورت نسبت گردش دارایی ها، بین نسبت بدهی و هزینه های نمایندگی، رابطه معکوس و معنادار برقرار بود؛ لیکن در صورت استفاده از تعامل جریان های نقد آزاد و فرصت های رشد به عنوان هزینه های نمایندگی، چنین رابطه ای معنادار نبود؛
- ۳- در صورت اندازه گیری هزینه های نمایندگی به روش سوم، افزایش درصد اعضای غیرموظف به کاهش هزینه های نمایندگی کمک می نماید.

آنگ و همکاران [۵] رابطه هزینه های نمایندگی و ساختار مالکیت را در ۱۷۰۸ شرکت کوچک آمریکایی آزمون نمودند. در این تحقیق هزینه های نمایندگی به دو صورت نسبت فروش به دارایی، و نسبت هزینه های عملیاتی به فروش اندازه گیری شد. نتایج تحقیق از این قرار بودند:

- ۱- هزینه های نمایندگی رابطه معکوسی با نسبت مالکیت مدیران دارد؛
- ۲- بین هزینه های نمایندگی و تعداد سهامداران عمده مستقل از مدیریت در صورت اندازه گیری



هزینه های نمایندگی به صورت نسبت گردش دارایی ها، رابطه مستقیم وجود دارد؛

۳- در صورت استفاده از روش اول برای اندازه گیری هزینه های نمایندگی، بین نسبت بدهی و هزینه های نمایندگی، رابطه معناداری وجود دارد.

سینگ و دیویدسون [۳۱]، در طی مطالعه ای بر روی ۱۵۲۸ شرکت سهامی پذیرفته شده در بورس های آمریکایی طی سال های ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۴، به بررسی رابطه ساختار مالکیت و هزینه های نمایندگی پرداختند. ایشان هزینه های نمایندگی را به دو صورت نسبت هزینه های عملیاتی به فروش، و نیز نسبت فروش به دارایی ها در نظر گرفتند. نتایج تحقیق به این صورت بودند:

۱- در صورت استفاده از نسبت گردش دارایی ها به عنوان هزینه های نمایندگی، افزایش مالکیت مدیران منجر به افزایش همسویی بین منافع مدیران و مالکان شده و هزینه های نمایندگی را کاهش می دهد؛

۲- بین نسبت مالکیت مالکان عمده بیرونی و هزینه های نمایندگی - اعم از نسبت هزینه های عملیاتی به فروش و یا نسبت گردش دارایی ها - ارتباط معناداری وجود نداشت.

۳- بین اندازه هیئت مدیره و هزینه های نمایندگی شرکت رابطه معکوس مشاهده گردید.

فلوراکیس [۱۸] با انتخاب نمونه ای از ۸۹۷ شرکت انگلیسی طی سال های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ به بررسی تأثیر سازوکارهای مختلف نظام راهبری شرکت بر هزینه های نمایندگی پرداخت. وی از دو عامل به عنوان نماینده هزینه های نمایندگی استفاده نمود: نسبت فروش به دارایی ها و نسبت هزینه های عملیاتی به فروش. یافته های وی عبارتند از:

۱- مالکیت مدیران، پاداش مدیران، و تمرکز مالکیت با هزینه های نمایندگی دارای رابطه معناداری می باشند؛

۲- نسبت استقراض از سیستم بانکی به جمع بدهی ها و نسبت بدهی کوتاه مدت به جمع بدهی ها و همچنین تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره از سازوکارهای تقلیل دهنده هزینه نمایندگی بودند؛ و

۳- تأثیرگذاری سازوکارهای داخلی نظام راهبری شرکت بر هزینه های نمایندگی با توجه به فرصت های رشد متفاوت خواهد بود. به عنوان مثال، نتایج نشان داد که مالکیت مدیران در شرکت های با رشد بالا به نسبت سایر شرکت ها یک سازوکار موثرتر برای حل مشکل نمایندگی می باشد.

فلمینگ و همکاران [۱۷]، در مطالعه ای که بر روی ۳۸۰۰ شرکت کوچک و متوسط استرالیایی طی سال های ۱۹۹۶-۹۷ و ۱۹۹۷-۹۸ انجام دادند، با بررسی رابطه نسبت هزینه های عملیاتی به فروش و



نیز نسبت فروش به دارایی ها، به عنوان هزینه های نمایندگی، با نسبت مالکیت مدیران دریافتند که رابطه ای معکوس بین ایندو برقرار بود؛ لیکن شدت این رابطه در استرالیا، تا حدودی کمتر از نتایج مشاهده شده در تحقیقات مشابه در آمریکا بوده است. از طرفی با آزمون سطوح مختلف مالکیت خانوادگی دریافتند که با افزایش مالکیت خانوادگی، هزینه های نمایندگی شرکت کاهش می یابد. کراچلی، جنسن، جاهرا، و ریموند [۱۰]، با مطالعه ای بر روی شرکت های آمریکایی در دو دوره سه ساله منتهی به سال های ۱۹۸۷ و ۱۹۹۳، تأثیر همزمان تصمیمات مالی مبنی بر میزان بدهی، مالکیت نهادی، مالکیت مدیران، و سیاست تقسیم سود، بر هزینه نمایندگی را آزمون قرار کردند. نتایج تحقیق نشان داد که در سه ساله منتهی به ۱۹۹۳، نفوذ مالکان نهادی به طرز قابل ملاحظه ای بیشتر شده است؛ همچنین طبق نتایج در دوره سه ساله منتهی به ۱۹۹۳ مشخص گردید که نظارت اعمال شده از سوی مالکان نهادی، جانشین مناسبی برای سایر سازوکارهای کنترل هزینه نمایندگی بوده و در کاهش مشکل نمایندگی موثر می باشد.

ریچاردسون [۲۹] در تحقیقی دریافت که سرمایه گذاری به میزانی بیش از حد بهینه، در شرکت های دارای سطوح بالای جریان های نقد آزاد بیشتر است؛ در میان نمونه مورد بررسی ایشان، شرکت های غیرمالی در طی دوره ۱۹۸۸-۲۰۰۲، به طور میانگین ۲۰٪ از جریان های نقد آزادشان را بیش از حد بهینه سرمایه گذاری می نمودند. همچنین وی طی بررسی رابطه ساختار نظام راهبری شرکت و سرمایه گذاری بیش از حد بهینه جریان های نقد آزاد، دریافت که برخی از سازوکارهای نظام راهبری شرکت باعث کاهش سرمایه گذاری بیش از حد بهینه می گردد.

چانگ، فیرث و کیم [۸] در تحقیقی با هدف بررسی ارتباط جریان های نقد آزاد و مدیریت سود در شرکت ها دریافتند که شرکت های دارای رشد کم و جریان های نقد آزاد بالا، به منظور تقلیل اثر منفی سرمایه گذاری جریان های نقد آزاد در پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی، مبادرت به استفاده از اقسام تعهدی اختیاری در جهت افزایش سود شرکت می نمایند. آن ها همچنین دریافتند که نظارت بیرونی، توسط ۶ موسسه بزرگ حسابرسی و سرمایه گذاران نهادی، رابطه جریان های نقد آزاد و استفاده از اقسام تعهدی اختیاری در مدیریت سود را کاهش می دهد.

وو [۳۲] با بررسی نقش تعیین کننده ساختار مالکیت در سیاست های تأمین مالی از محل بدهی، در نمونه ای شامل ۸۳۳ سال-شرکت ژاپنی طی سال های ۱۹۹۲-۲۰۰۰ به نتایج ذیل دست یافت:

۱- بین بدهی و جریان های نقد آزاد رابطه معنادار و مثبتی برقرار است، که این رابطه در شرکت های با



فرصت رشد پایین، بیشتر از شرکت های با رشد بالاست.

۲- در شرکت های با فرصت رشد پایین، سرمایه گذاران نهادی مدیران را از سرمایه گذاری بیشتر از حد باز می دارند.

۳- در شرکت های با فرصت رشد بالا سرمایه گذاران نهادی از استقراض بیشتر حمایت می نمایند. روستن استین و ویات [۳۰] به بررسی تأثیر نسبت مدیران غیر موظف در هیئت مدیره بر ثروت سهامداران پرداختند. در تحقیق مذکور با مشاهده واکنش مثبت و قابل ملاحظه بازار نسبت به اعلام پذیرش یک مدیر غیر موظف جدید به عضویت هیئت مدیره مشخص گردید که بین افزایش نسبت مدیران غیر موظف هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه مستقیم برقرار است. ایشان این افزایش در ارزش را به اعمال نظارت توسط مدیران غیر موظف هیئت مدیره بر مدیریت شرکت و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت نسبت دادند.

نورش و ابراهیمی کردلر [۳] طی مطالعه ای به بررسی نقش سرمایه گذاران نهادی در کاهش ناقرینگی اطلاعاتی در بورس تهران پرداختند. یافته های تحقیق بیانگر این است که در شرکت های با درجه بالای مالکیت نهادی نسبت به شرکت های با درجه پائینی از مالکیت نهادی، اطلاعات سودهای آتی بیشتر در قیمت سهام منعکس شده است. آن ها این یافته را مطابق با مزیت نسبی سهامداران نهادی در جمع آوری و پردازش اطلاعات دانسته و بیان نمودند که با افزایش مالکیت نهادی ناقرینگی اطلاعات کاهش خواهد یافت. شواهد این تحقیق نشان از وجود نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی در شرکت دارد.

مشایخ و اسماعیلی [۲] در تحقیقی به بررسی رابطه کیفیت سود و برخی جنبه های اصول راهبری شامل درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و تعداد مدیران غیر موظف در بورس تهران پرداختند. نتایج تحقیق وجود رابطه غیر خطی بین اقلام تعهدی و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره را نشان می دهد.

حساس یگانه، مرادی و اسکندر [۱] طی مطالعه ای بر روی شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران در فاصله زمانی سال های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۳، رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت را مورد آزمون قرار دادند. یافته های تحقیق مبین ارتباط مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت می باشد. ایشان نتایج تحقیق را این گونه تفسیر نمودند که سرمایه گذاران نهادی با توجه به انگیزه هایی که برای بهبود عملکرد شرکت های سرمایه پذیر دارند، نظارتی کارآمد بر آن ها اعمال نموده و مدیران این شرکت ها را به اتخاذ تصمیمات بهینه و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت ترغیب



می کنند.

متغیر کنترلی

دوکاس و همکاران [۱۲] نشان دادند که شرکت های بزرگتر با توجه به پیچیده بودن آن ها و مشکلات بیشتری که مالکان آن ها در به دست آوردن اطلاعات شرکت دارند، احتمالاً دارای هزینه نمایندگی بالایی می باشند. در این تحقیق نیز متغیر اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترل استفاده شده است. همچنین مطابق با سینگ و دیویدسون [۳۱]، و مک نایت و ویر [۲۴]، از لگاریتم طبیعی فروش به عنوان نماینده اندازه شرکت استفاده شده است.

فرضیه های تحقیق

تحقیق حاضر به دنبال بررسی رابطه سازوکارهای کنترل هزینه نمایندگی بر هزینه نمایندگی است. با توجه به ادبیات و پیشینه تحقیق ذکر شده، سرمایه گذاران نهادی با استفاده از حق رأی در تصمیم گیری های شرکت مشارکت نموده و سعی در همسو نمودن تصمیمات متخذه توسط مدیران با منافع سهامداران دارند؛ از این رو افزایش درصد مالکیت آن ها منجر به کاهش هزینه های ناشی از رابطه نمایندگی می گردد:

فرضیه اول: «بین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و هزینه های نمایندگی رابطه منفی و معناداری برقرار است.»

فاما و جنسن [۱۶] افزایش درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره را موجب افزایش اثربخشی تفکیک وظایف تصمیم گیری و کنترل بیان نمودند. اعضای غیرموظف هیئت مدیره تصمیمات مدیران را نظارت و کنترل نموده در نتیجه باعث کاهش هزینه های نمایندگی می گردند:

فرضیه دوم: «بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و هزینه های نمایندگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.»

همان طور که در ادبیات تحقیق ذکر گردید، شرکت های دارای سطوح بالای بدهی تحت نظارت بیشتری از سوی اعتبار دهندگان قرار دارند و مدیران این شرکت ها از فرصت کمتری برای سرمایه گذاری در پروژه های غیر بهینه برخوردارند، در نتیجه افزایش نسبت بدهی باعث کاهش هزینه های نمایندگی می شود:



فرضیه سوم: « بین نسبت بدهی و هزینه های نمایندگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.»

روش تحقیق

تحقیق حاضر تحقیقی است توصیفی، که در پی توصیف روابط بین متغیرها با استفاده از آزمون های آماری است. در این تحقیق برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون مقطعی ترکیبی^۱ استفاده گردیده است. به این منظور، مدل رگرسیون چند متغیره زیر برآزش شده است:

$$AGENCY_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INSTITOWN_{i,t} + \beta_2 NXRATIO_{i,t} + \beta_3 LEVERAGE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + AR(1) + \epsilon_{i,t}$$

AGENCY: هزینه نمایندگی شرکت i در پایان سال t

INSTITOWN: درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی در شرکت i در پایان سال t

NXRATIO: درصد مدیران غیرموظف در هیئت مدیره شرکت i در پایان سال t

LEVERAGE: نسبت بدهی شرکت i در پایان سال t

SIZE: اندازه شرکت i در پایان سال t

AR(1): متغیر خودرگرسیو^۲ مرتبه اول

ε: خطا (جزء اخلاص)

نحوه محاسبه هزینه نمایندگی (متغیر وابسته)

همان طور که در ادبیات تحقیق اشاره شد، در این تحقیق مطابق با دوکاس و همکاران [۱۲]، مک نایت و ویر [۲۴]، و دوکاس و همکاران [۱۳] هزینه های نمایندگی به عنوان تابعی از تعامل بین شاخص Q توبین (نماینده فرصت های رشد) و جریان های نقد آزاد، در نظر گرفته شده است. فرصت های رشد توسط شاخص Q توبین اندازه گیری می شود که از تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی های شرکت به دست می آید [۲۳]؛ که به شکل رابطه شماره ۱ محاسبه می گردد.

رابطه شماره ۱

$$Tobin's-Q = \frac{\text{(تعداد سهام در دست سهامداران} \times \text{ارزش بازار هر سهم)} + \text{ارزش دفتری کل بدهی ها}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی های شرکت}}$$



1-A Pooled Cross-Sectional Ordinary Least Squares (OLS) Regression
2-Autoregressive



برای هر سال با استفاده از میانه شاخص Q توبین، شرکت های نمونه به دو گروه بالاتر و پایین تر از میانه تقسیم بندی شده، سپس به شرکت های گروهی که شاخص Q توبین آن بالای میانه باشد عدد صفر و به شرکت های گروه دوم عدد یک اختصاص داده می شود. در این تحقیق از مدل لن و پولسن [۲۲] برای اندازه گیری جریان های نقد آزاد واحد تجاری استفاده می شود؛ بر اساس این مدل، جریان های نقد آزاد از سود عملیاتی قبل از استهلاک و به کسر مجموع مالیات ها، به اضافه هزینه بهره و سود تقسیمی پرداختی به دست می آید و با تقسیم بر مجموع دارایی ها استاندارد می گردد، که از طریق رابطه شماره ۲ محاسبه می گردد.

رابطه شماره ۲

$$FCF = (INC - TAX - INTEXP - PSDIV - CSDIV) / ASSET$$

که در آن:

FCF: جریان های نقد آزاد

INC: سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک

TAX: مالیات بر درآمد

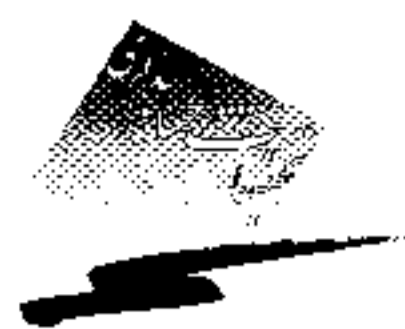
INTEXP: هزینه ی بهره

PSDIV: سود پرداختی به سهامداران ممتاز

CSDIV: سود پرداختی به سهامداران عادی

ASSET: جمع ارزش دفتری دارایی ها

با ضرب دو عامل فوق (شاخص Q توبین و جریان های نقد آزاد) در یکدیگر، متغیر وابسته (هزینه نمایندگی) معادله به دست می آید؛ در نتیجه بالاتر بودن حاصل ضرب مذکور بیانگر هزینه نمایندگی بالاتری برای شرکت می باشد. ضرایب متغیرهای مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون t استیودنت، آزمون می گردد، و منفی و معنادار بودن ضرایب β_2 و β_3 و β_4 ، بیانگر آن است که با افزایش به ترتیب درصد مالکیت نهادی، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و نسبت بدهی، میزان هزینه های نمایندگی کاهش می یابد. در این تحقیق برای آزمون معناداری کلی مدل رگرسیون برآزش شده از آماره فیشر (F) در سطح ۹۹ درصد اطمینان، و هم چنین برای آزمون عدم وجود همبستگی بین خطاهای



مدل از آزمون دوربین-واتسون استفاده می شود؛ در نهایت منحنی اجزای خطا در مدل رگرسیون رسم گردیده تا نرمال بودن اجرای خطا نیز بررسی گردد.

در تحقیق حاضر ابتدا محاسبات اولیه در صفحه گسترده نرم افزار اکسل انجام گرفته و داده ها برای تجزیه و تحلیل آماده گردید. سپس به منظور انجام تجزیه و تحلیل های نهایی از نرم افزارهای EViews و SPSS استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق عبارت از کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. نمونه آماری به روش حذفی و بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

- ۱- به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال های مورد بررسی، قبل از سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - ۲- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن ها منتهی به اسفند ماه باشد.
 - ۳- طی سال های مالی مذکور زیان ده نباشند.
 - ۴- طی سال های مالی مذکور تغییر سال مالی نداده باشند.
 - ۵- از آنجائی که برای محاسبه شاخص Q توبین شرکت نیازمند تعیین ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آن هستیم لذا سهام شرکت در طول اسفند ماه هر سال حداقل یک بار معامله شده باشد.
 - ۶- به دلیل ماهیت خاص فعالیت جزء شرکت های واسطه گری مالی نباشد.
- با توجه به شرایط ذکر شده، تعداد ۸۸ شرکت در دوره زمانی ابتدای سال ۱۳۸۲ لغایت پایان سال ۱۳۸۵ به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید.

نحوه جمع آوری داده ها

داده های مورد استفاده در تحقیق از اطلاعات صورت های مالی حسابرسی شده و تصمیمات مجمع عمومی عادی شرکت ها استخراج گردیده است؛ به این منظور بخش عمده ای از اطلاعات از نرم افزار "ره آورد نوین"، و سایر اطلاعات نیز از طریق سایت اینترنتی www.rids.com، متعلق به مرکز مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، و همچنین بانک اطلاعاتی این سازمان استخراج گردیده است.



یافته های تحقیق

آمار توصیفی: آمار توصیفی تحقیق در نگاره (۱) ارائه گردیده است. در این نگاره میانگین، انحراف معیار، حداقل و حداکثر ارائه گردیده است. فاصله حداکثر و حداقل در متغیرهای مستقل زیاد است زیرا برای جلوگیری از کوچک شدن نمونه، مشاهدات دور افتاده حذف نشده اند.

نگاره ۱- آمار توصیفی

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
هزینه های نمایندگی	۳۵۲	۰/۱۱۳	۰/۱۳۰	۰/۱۰۰	۰/۶۴
درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره	۳۵۲	۰/۶۴۷	۰/۱۹۲	۰/۱۰۰	۱/۰۰
درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی	۳۵۲	۰/۴۳۰	۰/۳۲۲	۰/۱۰۰	۰/۹۷
نسبت بدهی	۳۵۲	۰/۶۳۶	۰/۱۵۹	۰/۱۷	۰/۹۴
اندازه (لگاریتم طبیعی فروش)	۳۵۲	۱۲/۷۷۱	۱/۴۷۷	۹/۴۲	۱۷/۶۲

تحلیل رگرسیون: در نگاره (۲) نتایج حاصل زبرزش مدل رگرسیون خطی چند متغیره رئه می گردد:

نگاره ۲- نتایج تحلیل رگرسیون

متغیر وابسته : هزینه نمایندگی	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۰/۱۰۲	-۰/۹۳۱	۰/۳۵۲
درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی	-۰/۱۰۱	-۲/۰۶۶	۰/۰۴۰
درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره	-۰/۰۶۹	-۲/۰۲۱	۰/۰۴۴
اندازه (لگاریتم طبیعی فروش)	۰/۰۲۴	۲/۹۴۳	۰/۰۰۴
خود رگرسیو مرتبه اول	۰/۴۱۴	۷/۵۱۱	-

$F = ۲۳/۲۷$ آماره F و $P\text{-Value} = ۰/۰۰۰$
 آماره دوربین-واتسون = $۲/۰۸۹$
 R^2 تعدیل شده = $۰/۲۵۳$



در نگاره (۲)، نتایج برآزش رگرسیون خطی چند متغیره ارائه می شود. در این جدول ضریب منفی (مثبت) متغیرها بیانگر رابطه معکوس (مستقیم) با هزینه نمایندگی است. ضرایب تمام متغیرهای مستقل منفی است که با توجه به ادبیات تحقیق نیز همین نتایج پیش بینی می شد. به عبارت دیگر با افزایش درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، درصد اعضای غیرموظف و نسبت بدهی، هزینه های نمایندگی کاهش می یابد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برآزش شده حدود ۲۵٪ می باشد، به این معنی که ۲۵٪ از تغییرپذیری در هزینه های نمایندگی را می توان به وسیله رگرسیون توضیح داد.

ضریب و آماره t مربوط به متغیر درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی حاکی از وجود رابطه ای عکس و معنادار بین این متغیر و هزینه های نمایندگی است. در نتیجه، فرضیه اول تحقیق مورد تأیید قرار گرفته و بیانگر مشارکت فعال سرمایه گذاران نهادی در تصمیم گیری ها و نظارت آنها بر مدیریت شرکت است، که این امر با یافته های تحقیقات انجام گرفته توسط باتالا و همکاران [۶]، چانگ و همکاران [۸]، وو [۳۲] و کراچلی و همکاران [۱۰]، نوروش و ابراهیمی کردلر [۳] و حساس یگانه و همکاران [۱] و... مطابقت دارد.

همان گونه که در نگاره (۲) مشهود است، آماره t متغیر درصد اعضای غیرموظف در سطح خطای ۵٪ معنادار و مطابق با انتظار قبلی ضریب آن منفی است. این مسئله نشاندهنده وجود رابطه منفی و معناداری بین درصد اعضای غیرموظف و هزینه نمایندگی بوده و فرضیه دوم تحقیق تأیید می گردد، به عبارت دیگر افزایش درصد اعضای غیرموظف منجر به کاهش هزینه نمایندگی می شود. نتیجه حاکی از این است که با افزایش مدیران غیرموظف هیئت مدیره، نظارت بر عملکرد مدیران شرکت موثرتر شده و به همسویی بیشتر فعالیت های مدیران اجرایی شرکت با منافع سهامداران می انجامد؛ از این رو این یافته تحقیق مطابق با نتایج تحقیقات محققانی از جمله سینگ و دیویدسون [۳۱]، فلوراکیس [۱۸] و روسن استین و ویات [۳۰] و... می باشد.

ضریب متغیر نسبت بدهی منفی و حاکی از رابطه عکس با هزینه نمایندگی است، لیکن به دلیل آنکه آماره t مربوطه در سطح ۹۵٪ معنادار نمی باشد، فرضیه سوم تحقیق تأیید نمی شود. تحقیقات قبلی که به دنبال بررسی سازوکارهای کنترلی هزینه های نمایندگی بوده اند، در مورد تأثیر بدهی به نتایج دوگانه دست یافته اند:

دوکاس و همکاران [۱۳] مک نایت و ویر [۲۴]، در تحقیق خود هزینه های نمایندگی را تابعی ز تعامل فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد تعریف نمودند؛ یافته های تحقیقات بیانگر عدم وجود رابطه



معناداری بین نسبت بدهی و هزینه های نمایندگی بوده است. لیکن فلور کیس [۱۸]، آنگ و همکاران [۵]، و مک نایت و ویر [۲۴] هزینه های نمایندگی را در بخشی از تحقیقشان به عنوان نسبت فروش به دربی تعریف نمودند. نتایج تحقیق مذکور حاکی از وجود رابطه معناداری بین نسبت بدهی و هزینه نمایندگی می باشد. در تحقیق حاضر هزینه های نمایندگی به عنوان تابعی از تعامل فرصت های رشد و جریان های نقد تعریف شده است؛ یافته های تحقیق نشان دهنده عدم وجود رابطه معنادار بین نسبت بدهی و هزینه نمایندگی می باشد، از این رو مطابق با نتایج تحقیقات دوکاس و همکاران [۱۳]، و نیز مک نایت و ویر [۲۴] می باشد. هم چنین مطابق با ادبیات موجود، نتایج این تحقیق مبین رابطه مثبت و معناداری بین لگاریتم طبیعی فروش (متغیر اندازه) و هزینه نمایندگی می باشد. پس از حذف متغیر نسبت بدهی که در سطح ۹۵٪ معنادار نبود، مدل رگرسیون مجدداً برآزش گردید که نتایج آن در نگاره (۳) ارائه شده است.

نگاره ۳- نتایج تحلیل رگرسیون پس از حذف متغیر بی معنی نسبت بدهی

متغیر وابسته : هزینه نمایندگی			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۰/۰۹۴	-۰/۸۴۲	۰/۴۰۰
درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی	-۰/۱۰۱	-۲/۰۴۲	۰/۰۴۲
درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره	-۰/۰۷۴	-۲/۰۹۹	۰/۰۳۷
نسبت بدهی	-۰/۰۴۴	-۰/۸۰۶	۰/۴۲۱
اندازه (لگاریتم طبیعی فروش)	۰/۰۲۵	۳/۰۰۰	۰/۰۰۳
خود رگرسیون مرتبه اول	۰/۴۲۴	۷/۵۷۴	۰/۰۰۰
P-Value = ۰/۰۰۰ و F آماره = ۱۸/۷۱۹ آماره دوربین-واتسون = ۲/۱۰۵ R ² تعدیل شده = ۰/۲۵۲			

نگاره (۳) بیانگر تأیید فرضیه های اول و دوم می باشد که از لحاظ معناداری متغیرها در سطح ۹۵٪ اطمینان و پس از حذف متغیر بی معنی (نسبت بدهی) منجر به تغییر نتایج تحقیق نگردیده و همچنین مبین وجود رابطه مثبت و معنادار بین اندازه و هزینه نمایندگی می باشد.



مفروضات رگرسیون خطی:

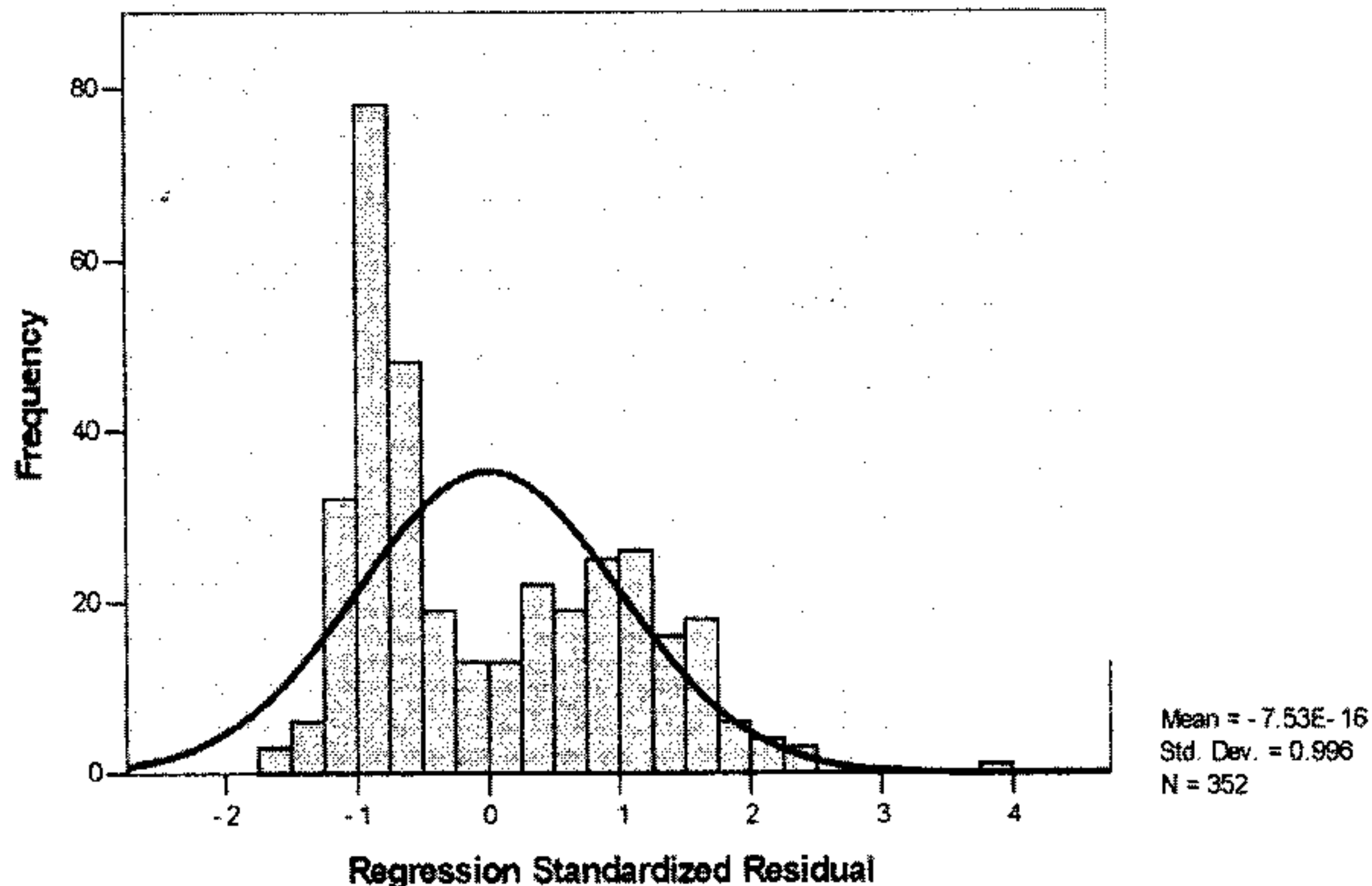
رگرسیون خطی دارای مفروضاتی به شرح زیر است، تنها در صورتی می توان از رگرسیون خطی استفاده نمود که شرایط زیر برقرار باشند:

۱- بین خطاهای مدل خود همبستگی وجود نداشته باشد. اگر آماره دوربین-واتسون بین $1/5$ تا $2/5$ قرار گیرد، می توان فرض عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل را پذیرفت. آماره دوربین-واتسون مطابق نگاره های (۲) و (۳) به ترتیب $2/1$ و $2/09$ می باشد که در بازه قابل قبول قرار گرفته است. بنابراین استقلال خطاها در مدل های رگرسیون این تحقیق تأیید می شود.

۲- معادله رگرسیون برازش شده در کل معنادار باشد. برای آزمون معناداری کلی مدل از آماره F در سطح 99% استفاده شده است. با توجه به آماره F در نگاره های (۲) و (۳)، معناداری کلی مدل های برازش شده تأیید می گردند.

۳- خطاهای معادله دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشند. برای بررسی نرمال بودن خطاهای معادله، منحنی اجزای خطا در مدل رگرسیون رسم می گردد؛ همان گونه که در نمودار شماره (۱) مشخص است که میانگین توزیع خطاها تقریباً صفر، و انحراف معیار آن نزدیک به یک ($0/996$) می باشد، در نتیجه توزیع خطاهای مدل رگرسیون نرمال می باشند.

نمودار ۱- منحنی اجزاء خطاها برای هزینه های نمایندگی





نتیجه گیری

شرکت ها برای افزایش ثروت سهامداران و ارزش شرکت، به دنبال کاهش هزینه های نمایندگی می باشند. یکی از مهمترین ابزارهای کنترل و کاهش هزینه های نمایندگی، استفاده از سازوکارهای نظام راهبری شرکت می باشد. ما با استفاده از تعامل بین فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد برای اندازه گیری هزینه های نمایندگی، به بررسی تأثیر برخی از سازوکارهای نظام راهبری شرکت بر هزینه های نمایندگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختیم. یافته ها حاکی از وجود رابطه منفی و معناداری بین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و همچنین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره با هزینه های نمایندگی است.

نتایج این تحقیق نشاندهنده اعمال نفوذ موثر و فعال سرمایه گذاران نهادی بر تصمیم گیری های مدیریت شرکت و کاهش تضاد منافع مدیران و مالکان می باشد؛ در نتیجه، با افزایش درصد مالکیت نهادی، هزینه های نمایندگی کاهش می یابد. از طرفی با توجه به یافته های تحقیق حاضر می توان ادعا کرد افزایش درصد اعضای غیرموظف منجر به بهبود نظارت هیئت مدیره بر مدیریت می گردد.

نتایج بدست آمده از این تحقیق حاکی از موثر بودن افزایش سازوکارهای نظام راهبری شرکت بر کاهش هزینه های نمایندگی و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می باشد. از اینرو تحقیق حاضر شواهدی در راستای سودمندی تدوین آیین نامه نظام راهبری شرکت لازم الاجرا برای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بدست می دهد.

ارائه پیشنهادها

با توجه به نتایج تحقیق حاضر پیشنهادهای زیر ارائه می گردد:

- ۱- استفاده از نتایج این تحقیق در تدوین و تصویب آیین نامه نظام راهبری شرکت در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران
 - ۲- افزایش هزینه های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت و در نتیجه ثروت سهامداران دارد. با توجه به نتایج تحقیق حاضر، سازوکارهای نظام راهبری شرکت بر کنترل و کاهش هزینه های نمایندگی موثرند، لذا به سرمایه گذاران و تحلیل گران توصیه می شود جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری، در کنار سایر اطلاعات، به اطلاعات مرتبط با سازوکارهای نظام راهبری شرکت نیز توجه نمایند.
- با توجه به ادبیات و پیشینه تحقیق ذکر شده هر یک از موارد مطروحه ذیل می تواند در تحقیقات آتی به

- عنوان موضوعات پیشنهادی جهت تحقیق مد نظر قرار گیرد:
- معیارهای اندازه گیری متغیرها می تواند به گونه ای دیگر تعریف شود، به طور مثال از نسبت هزینه های عملیاتی به فروش برای تعریف هزینه های نمایندگی استفاده شود.
 - تکرار این تحقیق در صنایع مختلف
 - با توجه به اینکه شرکت های با فعالیت واسطه گری مالی از نمونه تحقیق حذف شده بودند، پیشنهاد می گردد تحقیقی در رابطه با تاثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکت بر هزینه های نمایندگی در این نوع شرکت ها انجام گرفته و نتایج آن با یافته های تحقیق حاضر مقایسه گردد.
 - بررسی مقایسه ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه های تفکیک شده بر اساس اندازه شرکت های بورس تهران به دو گروه بزرگ و کوچک.

منابع

- ۱- حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت، **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵۲، ص ص ۱۰۷-۱۲۲.
- ۲- مشایخ، شهناز؛ اسماعیلی، مریم. (۱۳۸۵). بررسی بین کیفیت سود و برخی جنبه های اصول راهبری در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران. **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۴۵، ص ص ۲۵-۴۴.
- ۳- نوروش، ایرج؛ ابراهیمی کردلر، علی (۱۳۸۴). بررسی تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد، **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۴۲، ص ص ۹۷-۱۲۴.
- 4- Agrawal, A. and C.R. Knoeber, (1996), "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 31: 377-397.
- 5- Ang, J., Cole, R., & Lin, J. (2000), "Agency costs and ownership structure", **The Journal of Finance**, 55: 81106.
- 6- Bathala. C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994), "Managerial ownership, debt policy and the impact of institutional holdings: An agency perspective", **Financial Management**, 23: 38-50.
- 7- Brickley, J., Lease, R. C., & Smith, C. W. (1988), "Ownership structure and



- voting on anti-takeover amendments”, **Journal of Financial Economics**, 20: 267291.
- 8- Chung, R., Firth, M., Kim, J. (2005), “Earning management, surplus free cash flow, and external monitoring”, **Journal of Business Research**, 58: 766-776.
- 9- Coles, J., Lemmon, M., & Mescke, J. (2005) Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance. Arizona State University working paper.
- 10- Crutchley, C.E., M.R.H. Jensen, J.S. Jahera Jr and J.E. Raymond, (1999), “Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership”, **International Review of Financial Analysis**, 8: 177-197.
- 11- Denis, D., & McConnell. (2003). International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 38, 136.
- 12- Doukas, J., Kim, C., & Pantzalis, C. (2000), “Security analysts, agency costs, and company characteristics”, **Financial Analysts Journal**, 56: 5463.
- 13- Doukas, J.A., P.J. McKnight and C. Pantzalis, (2005), “Security analysis, agency costs and UK firm characteristics”, **International Review of Financial Analysis**, 14: 493-507.
- 14- El Mir, a., & Seboui, s.,2008, Corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value. **Corporate Governance**,8, 46-58
- 15- Fama, E. F. (1980), “Agency problems and the theory of the firm”, **Journal of Political Economy**, 88: 288307.
- 16- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983), “Separation of ownership and control”, **Journal of Law and Economics**, 26: 327349.
- 17- Fleming, G., R. Heaney and R. McCosker, (2005), “Agency costs and ownership structure in Australia”, **Pacific-Basin Finance Journal**, 13: 29-52.
- 18- Florackis, C. (2008), “ Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms”, **International Journal of Managerial Finance**, 4: 37-59.
- 19- Jensen, M. C. (1986), “ Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers”, **American Economics Review**, 76: 323339.
- 20- Jensen, M., & Meckling, W. (1976), “Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure”, **Journal of Financial Economics**, 3: 305360.
- 21- Kaplan, S., & Weisbach, M. (1992). The success of acquisitions: Evidence from divestitures. **Journal of Finance**, 47,107138.

- 22- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989), "Free cash flow and stock holder gains in going private transactions", **Journal of Finance**, 44: 774789.
- 23- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value", **Journal of Financial Economics**, 27: 595612.
- 24- McKnight, F. Weir, C. (2008). "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**.
- 25- O'Barr, W. M., & Conley, J. M. (1992), "**Fortune and folly: The wealth and Power of institutional investing**", Homewood, IL: Richard D. Irwin, Inc.
- 26- Opler, T., & Titman, S. (1993), "The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs financial distress costs", **Journal of Finance**, 48: 19851999.
- 27- Peasnell, V., Pope, F. and Young, S. (2003), "Managerial equity ownership and the demand for outside directors", **European Financial Management**, 9: 99-118.
- 28- Pound, J. (1988), "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight", **Journal of Financial Economics**, 20: 237265.
- 29- Richardson, S. (2006), "Over-investment of free cash flow", **Review of accounting studies**, 11: 159-189.
- 30- Rosenstein, S. and Wyatt, J.G. (1990), "Outside directors, board independence and shareholder wealth", **Journal of Financial Economics**, 26, 175-91.
- 31- Singh, M., & Davidson, W. A. (2003), "Agency costs, ownership structures and corporate governance mechanisms", **Journal of Banking and Finance**, 27: 793816.
- 32- Wu, L. (2004), "The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms with the Agency of Cash Flow", working paper, City University of Hong Kong. Online, <http://www.ssrn.com>.