

## بررسی تاثیر ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی

یونس بادآور نهندي\*

رسول برادران حسن زاده\*

غفور شریف زاده\*\*

تاریخ پذیرش: ۹۳/۱۲/۰۳

تاریخ دریافت: ۹۳/۰۴/۲۵

### چکیده:

این پژوهش با هدف مشخص کردن جهت و میزان تاثیرگذاری هر یک از مکانیزم های ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی انجام شده است. پژوهش حاضر از لحاظ روش انجام کار از نوع پژوهش های علی پس رویدادی می باشد. روش آزمون متغیرهای پژوهش رگرسیون چند متغیره از نوع داده های پانلی بوده است و برای بررسی متغیر تفکیک سمت مدیرعامل از ریاست هیات مدیره از آزمون مقایسه میانگین ها استفاده شده است. به طوری کلی نتایج بدست آمده از تحلیل داده های ۱۲۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۲-۱۳۸۵ بیانگر آن است که تفکیک پست مدیرعامل از ریاست هیات مدیره تاثیر منفی بر هزینه های نمایندگی دارد. همچنین درصد سهام شناور آزاد، بر هزینه های نمایندگی تاثیر مثبت می گذارد و استقلال هیات مدیره، درصد مالکیت دولتی،

\* استادیار حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، گروه حسابداری، تبریز، ایران

\*\* کارشناس ارشد حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، گروه حسابداری، تبریز، ایران (نویسنده مسئول)

Email: g.sharify@gmail.com

اندازه هیات مدیره، درصد مالکیت هیات مدیره و درصد مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی تاثیر ندارد.

**واژه های کلیدی:** ساختارهای مدیریتی، ساختارهای مالکیتی، حاکمیت شرکتی، هزینه نمایندگی، جریان های نقد آزاد.

### ۱- مقدمه

شرکت‌ها و دولت‌ها همواره در پی فرصتی در عرصه های مالی بین المللی می باشند و تمایل زیادی به انحصار امکانات مالی محدود خود در بازارهای داخلی ندارند. رقابت بین المللی، امری بسیار ضروری به منظور استفاده بهینه از جریان انتقالات سرمایه ای در سراسر جهان است. ترجیحات سرمایه‌گذاران با توجه به ابداعات جدید در بازارهای مالی جهانی افزایش می‌یابد. به موازات این پیشرفت‌ها در حال حاضر، نظارت بر مشکلات و موضوعات متعارف پیش روی بازارهای مالی پیچیده تر می‌شود. علت تمام بحران های مالی اخیر، رویه های مدیریت نامناسب می‌باشد و این امر اهمیت مفهوم و رویه های نامناسب حاکمیت شرکتی را روشن می‌سازد. اون و دیگران<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) بیان نمودند که حاکمیت شرکتی، به عنوان نمونه ای از سازوکارهای نظارتی برای حمایت و پشتیبانی از ذی‌نفعان، به ویژه سهامداران که هنگام ورشکستگی فقط نسبت به ارزش باقی مانده شرکت ادعا خواهند داشت، می‌باشد. به واسطه عواملی همچون موج اخیر رسوایی‌های شرکت‌های نظیر آدلفیا<sup>۲</sup>، انرون و ورلدکام در کنگره ایالات متحده، کارکنی در بریتانیا و رویال آهولد در هلند، حاکمیت شرکتی مورد توجه روز افزون فعالان بازار قرار گرفته است. اهمیت رویه های نظام حاکمیت شرکتی در افزایش کیفیت اطلاعات مالی و حسابداری، بهبود عملکرد شرکت، و همچنین افزایش ارزش بازار شرکت از طریق کاهش هزینه‌های نمایندگی مورد پذیرش عموم قرار گرفته است (المیر و دیگران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸). ساختار و اثربخشی هیات‌مدیره، و نیز ساختار مالکیت در شرکت‌های سهامی عام بسیار متنوع است. از این رو به نظر می‌رسد که کیفیت نظارت بر فعالیت‌های مدیران در بین شرکت‌های مختلف، متفاوت باشد. شناخت اثربخش نظام حاکمیت

<sup>1</sup>. Oven, et al.

<sup>2</sup>. Adalfia

<sup>3</sup>. Elmir, et al.

شرکتی در ایران و همچنین بررسی تاثیر ساختارهای آن اعم از مدیریتی و یا مالکیتی بر هزینه‌های نمایندگی از اهداف این پژوهش می‌باشد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در گذشته، اقتصاد دانان فرض می‌کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی بزرگ برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند، اما در طول سه دهه اخیر، موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است (هاشمی و دیگران، ۱۳۹۰). تئوری حاکمیت شرکتی به دنبال بررسی کردن ساختار توزیع قدرت در درون واحد تجاری و افراد برون سازمانی است. تئوری حاکمیت شرکتی بر اساس تئوری نمایندگی شکل گرفته است (علی احمدی و همکاران، ۱۳۹۲). تئوری نمایندگی سعی دارد مشکل نمایندگی را کاهش داده و انگیزه مدیران را برای انجام فعالیت‌ها به نفع خود و به هزینه سهامداران محدود نماید (اشیلفر و ویشنی، ۱۹۶۷). در تئوری نمایندگی مدیران ممکن است به انجام فعالیت‌هایی اقدام کنند که باعث شود منافع آنها بر منافع سهامداران ارجحیت یابد. مدیران ممکن است انگیزه‌ای برای رسیدن به رشد شرکت فراسوی رشد بهینه یا بکارگیری منافع به منظور افزایش منافع شخصی از طریق موفقیت، قدرت، پاداش و غیره را داشته باشد (جنسن و مک‌کلین<sup>۱</sup>، ۱۹۷۶). همچنین اساس تئوری ذی‌نفعان این است که شرکت‌ها بسیار بزرگ شده‌اند و تاثیر آنها بر جامعه آنچنان عمیق است که آنها باید بجز سهامداران به بخش‌های بسیار بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو باشند (حساس یگانه و دیگران، ۶). با توجه به اهمیت ساختار هیات مدیره در فرآیند اداره شرکت‌ها و ضرورت ارائه ساختاری بهینه از هیات مدیره، عوامل موثر بر اندازه و ترکیب هیات مدیره از زوایای مختلف و با استفاده از فرضیه‌های گوناگون، مورد بررسی قرار گرفته است. یکی از این فرضیه‌ها، که انعکاسی از دیدگاه فاما و دیگران<sup>۲</sup> (۱۹۸۳) است و توسط بون و دیگران<sup>۳</sup> (۲۰۰۷)، گوئیست<sup>۴</sup> (۲۰۰۸)، لن و دیگران<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) و پاتان و دیگران<sup>۶</sup> (۲۰۱۰) نیز مورد بررسی قرار گرفته است، بر این موضوع دلالت دارد که ساختار هیات

1. Jensen & Meckling,

2. Fama, et al.

3. Boone, et al.

4. Guest

5. Lehn, et al.

6. Pathan, et al.

مدیره با حدود عملیات شرکت ها شکل می گیرد. به اعتقاد فاما و جنسن (۱۹۸۳)، چگونگی سازماندهی یک شرکت به حدود عملیات آن بستگی دارد. طبق نظریات دوکاس و دیگران<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) با توجه به پیچیدگی ساختار شرکت های بزرگتر و مشکلات مالکان در به دست آوردن اطلاعات شرکت، این شرکت ها احتمالاً دارای هزینه های نمایندگی هستند. همچنین، افزایش در اندازه شرکت، همراه با پیچیدگی سازمانی و گسترش روابط شرکت با دولت و جامعه است. بنابراین، شرکت های بزرگ به منظور اجرای نظارت تخصصی بر عملکرد مدیران و همچنین برقراری ارتباط بهینه با محیط اطراف، نیازمند هیات مدیره ای با اندازه بزرگتر و تعداد اعضای غیرموظف بیشتر هستند (ایواساکی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸). به باور هرمالین و دیگران<sup>۳</sup> (۱۹۹۸)، شرکت های با عمر بیشتر به دلیل پیچیده تر بودن حدود عملیات آنها نسبت به شرکت های با عمر کمتر، دارای ساختارهای مالکیتی و مدیریتی پیچیده تری نیز هستند. تفکیک مدیریت از مالکیت و نحوه کنترل شرکت ها هزینه های نمایندگی را ایجاد می کند و در نتیجه تضاد منافع میان مدیریت و مالکیت (حتی در بین طبقات مالکان) ایجاد خواهد شد. لذا امکان افزایش هزینه های نمایندگی برای شرکت های با مالکیت عمومی پراکنده افزایش می یابد. در واقع با افزایش اندازه شرکت ها ساختار مالکیت پراکنده تر می گردد و حضور مدیران در عرصه مالکیت افزایش و به تبع آن مسئله نمایندگی از اهمیتی بیشتر برخوردار می شود. ترکیب سهامداری یا ساختار مالکیت از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به شمار می رود که انگیزه مدیران را تحت تاثیر قرار می دهد و بدین ترتیب می تواند در کارایی هر شرکتی تاثیر قابل توجهی داشته باشد (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۲). اشلیفر و ویشنی<sup>۴</sup> (۱۹۸۶) به این نکته اشاره می کنند که وجود یک سهامدار بزرگ باعث کاهش مسئله نمایندگی در سازمان می شود. همچنین بنا به پژوهش های گیلان و دیگران<sup>۵</sup> (۲۰۰۳) در کشورهایی که متضمن حضور سهامداران عمده در ساختار مالکیتی غالب شرکت هاست، مشکلات نمایندگی ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت شایع نیست. نتایج پژوهش های میدری (۱۳۸۱) حاکی از آن است که کارایی شرکت های فاقد سهامداران عمده حتی از شرکت های دولتی نیز کمتر است. دالتون و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۵) در تحلیلی اظهار کردند که دو نوع مالکیت وجود دارد که هزینه های نمایندگی را کاهش می دهد؛ مورد اول فراهم

<sup>1</sup> Duokas, et al.

<sup>2</sup> Iwasaki

<sup>3</sup> Hermalin, et al.

<sup>4</sup> Shleifer & vishny

<sup>5</sup> Gillan, et al.

<sup>6</sup> Dalton, et al

آوردن سهام سرمایه برای مدیران و مورد دوم، مالکیت سهامداران بلوکی و سرمایه گذاران نهادی که موجب می شود نظارت بر مدیریت آسان شود و شرکت به عملکرد مالی بهتر دست یابد (ماه آور، ۱۳۸۶). هزینه های نمایندگی در نتیجه جدایی مالکیت از کنترل به وجود می آید و افزایش پیدا می کند، این امر منجر به کوچک شدن اندازه هیات مدیره می شود تا مشکل نمایندگی کاهش یابد. بنابراین ساختار مالکیت یک عامل تعیین کننده در اندازه هیات مدیره می باشد. این موضوع تایید می کند که نظارت به وسیله مدیران بیرونی و مالکیت هیات مدیره، روشهای جایگزینی برای کنترل محسوب می شوند (احمدوند، ۱۳۸۵). با توجه به اینکه هزینه های نمایندگی بخش مهمی از کل هزینه های یک شرکت را تشکیل می دهد و هدف سهامداران از صرف این هزینه ها، کسب اطمینان از درستی فعالیت های مدیریت است و نیز با افزایش درصد مالکیت مدیریت، تلاش مدیر جهت افزایش ارزش شرکت بیشتر و نیز برای آزمون های اضافی کمتر می شود، هزینه های نمایندگی نیز کاهش می یابد (مجتهدزاده، ۱۳۸۹).

#### ۱-۲- پیشینه پژوهش

اکی میتور و همکاران (۲۰۱۲)، در این پژوهش به طور خاص به این مساله پرداخته شد که آیا حاکمیت شرکتی با شرایط مدیریت قوی، انتخاب و اندازه شرکت های لابی را به عنوان استراتژی غیر بازاری، تعیین می کند یا نه و تاثیر آن بر ارزش کلی شرکت چیست؟ نتایج مشخص کردند که شرکت های دارای مدیریت قوی تمایل بیشتری به شرکت دادن فعالیت های گروه های ذی نفوذ دارند.

سامی و همکاران (۲۰۱۱)، به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزیابی عملکرد شرکت های (تولیدی) چینی پرداختند. نتایج نشان داد که شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی ارائه شده یک رابطه مثبت و ممتازی با ارزیابی و عملکرد شرکت ها دارد.

جرکوس و همکاران (۲۰۱۰)، به بررسی رابطه بین زنان در مدیریت ارشد و هزینه های نمایندگی پرداختند. نتایج حاصل از بررسی شامل ۳۱۷۲ مشاهده از ۶۶۸ شرکت طی سال های ۲۰۰۲ الی ۲۰۰۵ بیانگر این بود که افزایش درصد حضور زنان در سطح مدیریت ارشد باعث کاهش هزینه های نمایندگی می شود.

فلیمنینگ و همکاران (۲۰۰۵)، در مطالعه ای که بر روی ۳۸۰۰ شرکت کوچک و متوسط استرالیایی طی سال های ۱۳۹۶-۱۳۹۷ و ۱۳۹۷-۱۳۹۸ انجام دادند، با بررسی رابطه نسبت هزینه

عملیاتی به فروش و نیز نسبت فروش به داراییها، به عنوان هزینه‌های نمایندگی، با نسبت مالکیت مدیران دریافتند که رابطه ای معکوس بین این دو برقرار بود.

مهدوی و دیگران (۱۳۹۰)، طی پژوهشی به بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره و هزینه های نمایندگی از دیدگاه تئوری مباشرت پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر این است که درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره تاثیر معناداری بر هزینه های نمایندگی ندارد. با این وجود علامت ضریب متغیر درصد اعضای موظف هیات مدیره در برآورد مدل های پژوهش، به صورت بالقوه مفروضات تئوری مباشرت و تاکید بر نقش مشاوره اعضای هیات مدیره را مورد تایید قرار می دهد.

ایزدی نیا و رسایان (۱۳۸۹)، به بررسی رابطه برخی ابزارهای نظام حاکمیت شرکتی (درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و درصد سرمایه گذاران نهادی) بر عملکرد (میزان بازده دارایی ها، بازده سالانه، Q توبین و ارزش افزوده بازار) پرداختند. نتایج رگرسیون دادهای ترکیبی نشان دادند که ابزارهای حاکمیت شرکتی با تمامی معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه معناداری دارد.

نوروش و همکاران سال (۱۳۸۸)، به بررسی بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و هزینه های نمایندگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از بررسی نمونه ایی ۸۸ شرکت طی سال های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۵ بیانگر این بود که بین اعضای غیرموظف هیات مدیره و درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی با هزینه های نمایندگی رابطه معنادار و منفی وجود دارد. از طرفی، نتایج پژوهش آن ها با فرض وجود رابطه بین نسبت بدهی شرکت ها و هزینه نمایندگی، مطابقت نداشت.

نوروش و کرد لر (۱۳۸۴)، طی مطالعه ای به بررسی نقش سرمایه گذاران نهادی در کاهش نا قرینگی اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های پژوهش بیانگر این است که در شرکت های با درجه بالای مالکیت نهادی نسبت به شرکت های با درجه پایینی از مالکیت نهادی، اطلاعات سودهای آتی بیشتر در قیمت سهام منعکس شده است.

### ۳- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش های اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی در صورت های مالی شرکت ها می باشد. و همچنین از نوع علی پس رویدادی و کاربردی است. برای آزمون

ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته از رگرسیون تلفیقی استفاده می شود. قلمرو مکانی این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در کشور جمهوری اسلامی ایران می‌باشد. قلمرو زمانی پژوهش شامل یک دوره ۸ ساله براساس صورت‌های مالی سالهای ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۲ شرکت‌های نمونه می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. از میان جامعه آماری فوق ۱۲۴ شرکت به روش تصادفی ساده از صنایع مختلف با اعمال شرایط زیر انتخاب گردید:

- ۱- سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد.
- ۲- تمام داده‌های مورد نیاز آنها در طی دوره سال‌های بین ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ در دسترس باشد.
- ۳- تا سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ۴- تا سال ۱۳۹۲ از لیست شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده باشند.
- ۵- جزء شرکت‌های لیزینگ و موسسات مالی و اعتباری نباشند.

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش:

در این پژوهش فرضیه‌ها به شرح زیر بیان می‌شوند:

۴-۱- فرضیه اصلی اول: ساختارهای مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

##### ۴-۱-۱- فرضیه‌های فرعی فرضیه اصلی:

- ۱- فرضیه فرعی اول: میزان مالکیت دولتی شرکت بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.
- ۲- فرضیه فرعی دوم: میزان مالکیت سهامداران نهادی بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.
- ۳- فرضیه فرعی سوم: میزان مالکیت اعضای هیات مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.
- ۴- فرضیه فرعی چهارم: میزان مالکیت سهام شناور آزاد بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

۴-۲- فرضیه اصلی دوم: ساختارهای مدیریتی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

## ۱-۲-۴. فرضیه های فرعی فرضیه اصلی:

- ۱- فرضیه فرعی پنجم: میزان استقلال اعضای هیات مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.
- ۲- فرضیه فرعی ششم: بین هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌هایی که پست ریاست هیات مدیره از سمت مدیرعامل مجزا است با شرکت‌هایی که این سمت‌ها مجزا نیست تفاوت وجود دارد.
- ۳- فرضیه فرعی هفتم: اندازه هیات مدیره شرکت بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

جدول (۱): علامت اختصاری متغیرها

تقسیم بندی	عنوان متغیرها	نحوه عملیاتی کردن متغیرها	علامت اختصاری
متغیر وابسته	هزینه نمایندگی	نسبت فروش سالانه به مجموع دارایی‌ها	ATO
		$FCF-Q Tobin$	FCF&Q
ساختارهای مدیریتی	استقلال اعضاء هیات مدیره	نسبت تعداد اعضاء غیرموظف به کل اعضاء هیات مدیره	NXRATI
	تفکیک سمت مدیر عامل از پست ریاست	تفکیک پست عدد ۱ در غیر این صورت ۰	INSAME
	اندازه هیات مدیره	لگاریتم طبیعی اعضاء هیات مدیره	BSIZE
ساختارهای مالکیتی	درصد مالکیت دولتی	$100 * \frac{\text{سرمایه متعلق به بخش دولتی}}{\text{کل سرمایه شرکت}}$	GOVOWN
	درصد مالکیت سهامداران نهادی	$100 * \frac{\text{سرمایه متعلق به سهامداران نهادی}}{\text{کل سرمایه شرکت}}$	INOWN
	درصد مالکیت سهام شناور آزاد	درصد سهام شناور آزاد منتشره سازمان بورس اوراق بهادار تهران	FREFL
	درصد مالکیت هیات مدیره	$100 * \frac{\text{سرمایه متعلق به هیات مدیره}}{\text{کل سرمایه شرکت}}$	BOAOWN
متغیرهای کنترلی	اندازه شرکت	لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت	SIZE
	اهرم مالی	کل دارایی‌ها / کل بدهی‌های شرکت	FL

## ۵- هزینه نمایندگی:

در این پژوهش از دو روش نسبت کارایی (نسبت گردش دارایی‌ها) و تعامل فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی استفاده می‌شود.



**۱-۵- نسبت کارایی:**

بیانگر معیار کارایی مدیران شرکت می باشد که از صورت های مالی استخراج می شود. نسبت گردش دارایی ها که بیانگر نسبت فروش سالانه به مجموع دارایی هاست و چگونگی بهره وری و استفاده از دارایی های شرکت توسط مدیران برای ایجاد فروش بیشتر را اندازه گیری می کند؛ در این پژوهش برای اندازه گیری هزینه نمایندگی، از نسبت گردش دارایی ها به عنوان شاخص معکوس هزینه نمایندگی استفاده می شود.

**۲-۵- تعامل بین فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد:**

جنسن 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 آنها 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 مدیران می شود. با توجه به متفاوت بودن اهداف مالکان از اهداف مدیران، وجود جریانهای نقد ایجاد شده در داخل شرکت مازاد بر نقد لازم جهت تامین مالی پروژه های جدید با خالص ارزش فعلی مثبت، منجر به سرمایه گذاری این مبالغ در پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی گردیده و در نتیجه موجب ایجاد پتانسیل اتلاف این منابع خواهد شد؛ در نتیجه شرکت های دارای جریان نقد آزاد بالا و فرصت های رشد و سرمایه گذاری کم، دارای هزینه های نمایندگی بالای هستند.

**۶- آمار توصیفی**

آماره توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول (۲) ارائه شده است. نتایج نشان می دهد که اندازه شرکت بیشترین ثبات و پایداری را طی دوره ۸ ساله دارد و متغیر اهرم مالی دارای کمترین ثبات و پایداری در بین متغیرهای پژوهش می باشد.

جدول (۲): آمار توصیفی

اھرم مالی	شرکت اندازه	درصد سهام شناور آزاد	درصد مالکیت دولتی	درصد مالکیت هیات مدیره	درصد مالکیت سهام داران نهادی	نسبت کارایی	فرصت رشد و جریان نقدی	
۰.۱۹۷	۵.۴۷۷	۲۴.۷۷۸	۳۲.۱۱۹	۶۲.۷۵۰	۶۱.۸۱۶	۱.۸۸۹	۰.۷۵۴	میانگین
۰.۱۴۸	۵.۴۳۰	۲۵.۰۰۰	۰.۵۰	۶۴.۳۰۰	۷۰.۱۹۰	۱.۴۳۰	۰.۶۸۰	میانه
۰.۷۲۷	۷.۸۲۰	۹۰.۰۰۰	۸۸.۰۰۰	۹۹.۳۰۰	۹۸.۴۱۰	۱۰.۵۴۰	۲.۵۸۰	ماکزیمم
۰.۶۰۰	۳.۹۸۰	۵۰.۰۰۰	۰.۱۰۰	۱.۰۰۸	۰.۱۰۰	۰.۳۴۰	۰.۰۵۰	مینیمم
۰.۱۵۵	۰.۵۹۳	۱۴.۷۹۱	۲۳.۴۵۱	۱۶.۹۴۵	۲۵.۰۱۲	۱.۴۷۱	۰.۳۷۷	انحراف معیار
۰.۷۸۵	۰.۱۰۸	۰.۵۹۶	۰.۷۳۰	۰.۲۷۰	۰.۴۰۴	۰.۷۷۹	۰.۵۰۵	ضریب تغییرات
۹۳۷.۲۵۳	۳۳۲.۱۸۶	۵۱۱.۲۳۱	۵۸۷.۶۶۸	۹۳۳.۶۸	۱۶۹.۱۸۳	۴۷۰.۸۱۸	۱۱۱.۱۰۳۹	جاریک-برا
۰.۱۳۰۷	۰.۰۸۱۷	۰.۱۷۶	۰.۱۱۲	۰.۱۰۱	۰.۰۵۹۶	۰.۱۷۷	۰.۱۵۴	سطح معنی داری
۳۶۳.۱۹۶	۴۲.۵۴۳۳	۲۴۵۹۰	۳۱۸۵۲	۶۲۲۴۸	۸۸.۶۱۳۲۱	۲۵.۱۸۷۴	۵۹.۷۳۹	جمع کل
۹۹۲	۹۹۲	۹۹۲	۹۹۲	۹۹۲	۹۹۲	۹۹۲	۹۹۲	تعداد مشاهدات

ماخذ: یافته های پژوهشگران

## ۷- مدل پژوهش:

مدل اول:

$$ATO_{i,t} = c + B_1 NXRATI_{i,t} + B_2 INSAME_{i,t} + B_3 BSIZE_{i,t} + B_4 GOVOWN_{i,t} + B_5 BOAOW N_{i,t} + B_6 INOWN_{i,t} + B_7 FREFL_{i,t} + B_8 SIZE_{i,t} + B_9 FL_{i,t} + \mathcal{E}_{i,t}$$

مدل دوم:

$$FCFQ_{i,t} = c + B_1 NXRATI_{i,t} + B_2 INSAME_{i,t} + B_3 BSIZE_{i,t} + B_4 GOVOWN_{i,t} + B_5 BOAOW N_{i,t} + B_6 INOWN_{i,t} + B_7 FREFL_{i,t} + B_8 SIZE_{i,t} + B_9 FL_{i,t} + \mathcal{E}_{i,t}$$

## ۸- آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه کلی پژوهش:

H<sub>0</sub>: ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی تاثیر ندارد.

H<sub>1</sub>: ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

برای بررسی فرضیه فوق هزینه نمایندگی را به وسیله دو متغیر متفاوت کمی کرده و در قالب مدل زیر ارائه و آزمون می کنیم.

$$AGENCY\ Cost_{i,t} = c + B_1CG_{i,t} + B_2SIZE_{i,t} + B_3FL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

### ۹- نتایج آزمون فرضیه اصلی اول:

ساختارهای مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

#### ۹-۱- فرضیه فرعی اول: میزان مالکیت دولتی بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

H<sub>0</sub>: میزان مالکیت دولتی بر هزینه های نمایندگی تاثیر ندارد.

H<sub>1</sub>: میزان مالکیت دولتی بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS در جدول ۳ و ۴ ارائه شده است، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیه فرعی اول به میزان ۰/۶۴ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می باشد لذا فرضیه فرعی اول پژوهش رد می شود، به عبارت دیگر اثر میزان مالکیت دولتی بر هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

جدول (۳): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (نسبت کارایی)				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
مالکیت دولتی	۰/۰۰۴۳	۰/۰۰۹	۰/۴۶۵	۰/۶۴۱
اندازه شرکت	۰/۰۴۲	۰/۰۳۰۷	۱/۳۷	۰/۱۶۸
اهرم مالی	-۰/۳۵۴	۰/۰۶۷	۰/۵۲۲	۰/۰۰۱
عرض از مبداء	۶,۳۸۱۴۴۷	۰/۳۹۶۶۴	۱۶,۰۸۸۴۸	۰/۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۰۳۲	آماره F		۱۰/۹۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۲۹	احتمال F		۱۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون		۱/۵۲		

ماخذ: یافته های پژوهشگران

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیه فرعی اول به میزان ۰/۹۳۹ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می باشد لذا فرضیه فرعی اول پژوهش رد می شود، به عبارت دیگر اثر میزان مالکیت دولتی بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

## جدول (۴): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد)				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
مالکیت دولتی	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	۰/۰۷۶	۰/۹۳۹
اندازه شرکت	-۰/۴۶	۰/۱۱۸	-۳/۱۷	۰/۰۰۱
اهرم مالی	-۰/۵۳۶	۰/۳۱۸	-۱/۶۸	۰/۰۱۱
عرض از مبداء	۰/۶۳۰۹۰۹	۰/۱۱۵۸۳	۵/۴۴۶۸۶۸	۰/۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۱۶	آماره F		۵/۵۶۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۳	احتمال F		۱۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون		۱/۵۰		

ماخذ: یافته های پژوهشگران

ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود ۰/۳٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) و حدود ۱۳٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) به وسیله متغیرهای پژوهش توضیح داده شده است. همچنین، نتایج مربوط به آماره F با احتمال (۰/۰۰۱) بیانگر این است که مدل های فوق در حالت کلی از نظر آماری

معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین- واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی جدی است.

## ۲-۹- فرضیه فرعی دوم: میزان مالکیت نهادی بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

$H_0$ : میزان مالکیت سهامداران نهادی بر هزینه های نمایندگی تاثیر ندارد.

$H_1$ : میزان مالکیت سهامداران نهادی بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS در جدول ۵ و ۶ ارائه شده است، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیه فرعی دوم به میزان ۰/۳۶ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می باشد لذا فرضیه فرعی دوم پژوهش رد می شود، به عبارت دیگر اثر میزان مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

جدول (۵): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (نسبت کارایی)				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
مالکیت نهادی	-۰.۰۰۱۸۳۸	۰.۰۰۲۰۱۱	-۰.۹۱۴۱۱	۰.۳۶۱
اندازه شرکت	-۰.۰۸۶۵۸۵	۰.۰۷۱۴۲۷	-۱۲.۱۲۲۱۵	۰.۰۰۰۱
اهرم مالی	-۰.۳۳۸۰۵۲	۰.۱۱۲۳۸۶	۳.۰۰۷۹۵۱-	۰.۰۰۰۲۷
عرض از مبداء	۰.۶۸۱۲۳۶۳	۰.۴۱۴۸۸۴	۱۶.۴۱۹۹۳	۰.۰۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۴۱	آماره F		۸/۲۵۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۷	احتمال F		۱۰/۰۰۰
آماره دورین واتسون		۱/۵۵		

ماخذ: یافته های پژوهشگران

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیه فرعی دوم به میزان ۰/۳۵ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می باشد. لذا فرضیه فرعی دوم پژوهش رد می شود. به عبارت دیگر اثر میزان مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

جدول (۶): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد)				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
مالکیت نهادی	-۰.۰۰۰۷۰۷	۰.۰۰۰۷۵۷	-۰.۹۳۴۱۶۸	۰.۳۵۱
اندازه شرکت	۰.۰۴۵۲۷۵	۰.۰۳۰۸۳	۱.۴۶۸۵۴۳	۰.۱۴۲
اهرم مالی	-۰.۳۵۰۵۶۸	۰.۰۶۷۶۸۴	-۵.۱۷۹۵۱۳	۰.۰۰۰۱
عرض از مبداء	۰.۶۱۰۶۸۶	۰.۱۷۶۱۰۴	۳.۴۶۷۷۶۷	۰.۰۰۰۵
ضریب تعیین	۰/۰۳	آماره F		۱۱/۲۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۳	احتمال F		۱۰/۰۰۰
آماره دورین واتسون		۱/۵۵		

ماخذ: یافته های پژوهشگران

ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود ۲۷٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) و حدود ۳٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و

جریان های نقد آزاد) به وسیله متغیرهای پژوهش توضیح داده شده است. همچنین، نتایج مربوط به آماره F با احتمال (۰/۰۰۱) بیانگر این است که مدل های فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین- واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است.

### ۳-۹- فرضیه فرعی سوم: مالکیت هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

H<sub>0</sub>: میزان مالکیت هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیر ندارد.

H<sub>1</sub>: میزان مالکیت هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS در جدول ۷ و ۸ ارائه شده است، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیه فرعی سوم به میزان ۰/۲۹ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می باشد لذا فرضیه فرعی سوم پژوهش رد می شود، به عبارت دیگر اثر میزان مالکیت هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

جدول (۷): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (نسبت کارایی)				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
مالکیت هیات مدیره	-۰.۰۰۱۹۱	۰.۰۰۱۸۱۹	-۱.۰۴۹۹۴	۰.۲۹۴
اندازه شرکت	-۰.۸۵۰۴۹۶	۰.۰۶۹۴۷	-۱۲.۲۴۲۵۸	۰.۰۰۰۱
اهرم مالی	-۰.۳۵۲۰۲۵	۰.۱۰۸۲۱	-۳.۲۵۳۱۸	۰.۰۰۱۲
عرض ازبدهاء	-۰.۳۵۲۰۲۵	۰.۱۰۸۲۱	-۳.۲۵۳۱۸	۰.۰۰۱۲
ضریب تعیین	۰/۴۵	آماره F		۸/۴۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۸	احتمال F		۰/۰۰۰۱
آماره دوربین واتسون		۱/۵۶		

ماخذ: یافته های پژوهشگران

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیه فرعی سوم به میزان ۰/۷۴ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می باشد لذا فرضیه فرعی سوم پژوهش رد می شود، به عبارت دیگر اثر میزان مالکیت هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان نقد آزاد) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

## جدول (۸): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد)				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
مالکیت هیات مدیره	-۰.۰۰۰۳۱۵	۰.۰۰۰۹۷۴	-۰.۳۲۳۰۷۶	۰.۷۴۶۷
اندازه شرکت	۰.۰۴۲۶۲۱	۰.۰۳۰۷۳۲	۱.۳۸۶۸۵۴	۰.۱۶۵۸
اهرم مالی	-۰.۳۵۳۳۸	۰.۰۶۷۷۱۵	-۵.۲۱۸۶۴	۰.۰۰۰۱
عرض ازبده	۰.۰۶۱۸۰۴	۰.۱۸۴۸۳۸	۳.۲۵۵۸۵۱	۰.۰۰۱۲
ضریب تعیین	۰/۰۳	آماره F		۱۰/۹۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۳	احتمال F		۱۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون		۱/۵۳		

ماخذ: یافته های پژوهشگران

ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود ۳۸٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) و حدود ۳٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (تعامل فرصت) به وسیله متغیرهای پژوهش توضیح داده شده است. همچنین، نتایج مربوط به آماره F با احتمال (۰/۰۰۱) بیانگر این است که مدل های فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی جدی است.

۴-۹- فرضیه فرعی چهارم: درصد سهام شناور آزاد بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

H<sub>0</sub>: میزان مالکیت سهام شناور آزاد بر هزینه های نمایندگی تاثیر ندارد.

H<sub>1</sub>: میزان مالکیت سهام شناور آزاد بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS در جدول ۹ و ۱۰ ارائه شده است، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیه فرعی چهارم به میزان ۰/۰۱۷ و کمتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می باشد لذا فرضیه چهارم پژوهش تایید می شود، به عبارت دیگر درصد مالکیت سهام شناور آزاد بر هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) تاثیر دارد و این تاثیر مستقیم می باشد.

جدول (۹): نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی چهارم

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (نسبت کارایی)				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
مالکیت سهام شناور آزاد	-۰.۰۰۴۳۷۸	۰.۰۰۳۲۱۹	۱.۳۵۹۷۴۶	۰/۰۱۷۴
اندازه شرکت	-۰.۰۸۴۴۲۱	۰.۰۶۸۳۷۷	-۱۲.۳۴۶۵۷	۰.۰۰۰۱
اهرم مالی	-۰.۳۴۰۵۸۹	۰.۱۰۶۲۳۲	-۳.۲۰۶۰۹۳	۰/۰۰۱۴
عرض ازمبداء	۶.۴۷۲۲۶۶	۰.۳۸۷۹۱۷	۱۶.۶۸۴۶۶	۰/۰۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۴۲	آماره F		۸/۵۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۸	احتمال F		۰/۰۰۰۱
آماره دوربین واتسون		۱/۷۶		

ماخذ: یافته های پژوهشگران

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیه فرعی چهارم به میزان ۰/۳۹۵ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می باشد لذا فرضیه چهارم پژوهش رد می شود، به عبارت دیگر اثر مالکیت سهام شناور آزاد بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

جدول (۱۰): نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی چهارم

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد)				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
مالکیت سهام شناور آزاد	-۰.۰۰۱۳۰۱	۰.۰۰۱۵۳۲	-۰.۸۴۹۴۲۷	۰/۳۹۵
اندازه شرکت	۰.۰۴۱۸۴۹	۰.۰۳۰۷۲۵	۱.۳۶۲۰۵	۰/۱۷۳
اهرم مالی	-۰.۳۵۵۵۰۸	۰.۰۶۷۷۵۶	-۵.۲۴۶۸۷۶	۰/۰۰۰۱
عرض ازمبداء	۰.۶۱۸۹۶۷	۰.۱۷۸۸۵۲	۳.۴۶۰۷۷۳	۰/۰۰۰۶
ضریب تعیین	۰/۰۲	آماره F		۱۰/۸۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۲	احتمال F		۱۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون		۱/۷۳		

ماخذ: یافته های پژوهشگران



ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود ۳۸٪ از تغییرات هزینه‌نمایدگی (نسبت کارایی) و حدود ۳٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (تعامل فرصت و جزئیات نقد آزاد) به وسیله متغیرهای پژوهش توضیح داده شده است. همچنین، نتایج مربوط به آماره F با احتمال (۰/۰۰۱) بیانگر این است که مدل‌های فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی جدی است.

۱۰- نتایج آزمون فرضیه اصلی دوم: ساختارهای مدیریتی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

۱۰-۱- فرضیه فرعی پنجم: میزان استقلال اعضای هیات مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

$H_0$ : میزان استقلال اعضای هیات‌مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر ندارد.

$H_1$ : میزان استقلال اعضای هیات‌مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS در جدول ۱۱ و ۱۲ ارائه شده است، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیه فرعی پنجم به میزان ۰/۲۸۲ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه پنجم پژوهش رد می‌شود، به عبارت دیگر اثر استقلال اعضاء هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) از نظر آماری اثر معنی داری نمی‌باشد.

جدول (۱۱): نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی پنجم

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (نسبت کارایی)				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
استقلال اعضای هیات‌مدیره	۰.۱۷۴۰۹۹	۰.۱۶۱۷۰۲	۱.۰۷۶۶۶۷	۰.۲۸۱۹
اندازه شرکت	-۰.۸۶۶۸۳۷	۰.۰۷۰۳۶	-۱۲.۳۱۹۹۸	۰/۰۰۰۱
اهرم مالی	-۰.۳۵۰۲۱۳	۰.۱۰۹۱۷۴	-۳.۲۰۷۸۲۳	۰.۰۰۱۴
عرض از مبداء	۶.۵۹۱۴۷۲	۰.۴۰۷۳۲۵	۱۶.۱۸۲۳۳	۰/۰۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۴۴	آماره F		۸/۲۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۷	احتمال F		۰/۰۰۰۱
آماره دوربین واتسون		۱/۶۶		

ماخذ: یافته‌های پژوهشگران

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیه فرعی پنجم به میزان ۰/۲۳۲ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می باشد لذا فرضیه پنجم پژوهش رد می شود، به عبارت دیگر اثر استقلال اعضای هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) از نظر آماری اثر معنی داری نمی باشد.

جدول (۱۲): نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی پنجم

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد)				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
استقلال اعضای هیات مدیره	۰.۱۰۶۸۳۴	۰.۰۸۹۳۴۱	۱.۱۹۵۷۹	۰.۲۳۲۱
اندازه شرکت	۰.۰۴۲۴۳۶	۰.۰۳۰۷۰۹	۱.۳۸۱۸۷۱	۰.۱۶۷۳
اهرم مالی	-۰.۳۵۳۳۸۳	۰.۰۶۷۶۳۵	-۵.۲۲۴۸۹۶	۰/۰۰۰۱
عرض از مبدا	۰.۵۱۲۴۴۵	۰.۱۸۲۴۴۷	۲.۸۰۸۷۶۵	۰.۰۰۵۱
ضریب تعیین	۰/۰۳	آماره F		۱۱.۴۱۸۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۳	احتمال F		۱۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون		۱/۵۳		

ماخذ: یافته های پژوهشگران

ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود ۳۷٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) و حدود ۳٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (تعامل فرصت و جریان های نقد آزاد) به وسیله متغیرهای پژوهش توضیح داده شده است، همچنین، نتایج مربوط به آماره F با احتمال (۰/۰۰۱) بیانگر این است که مدل های فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی جدی است.

۲-۱۰- فرضیه فرعی ششم: بین هزینه های نمایندگی در شرکت های که سمت مدیر عامل از ریاست هیات مدیره مجزا است با شرکت هایی که این پست مجزا نیست تفاوت وجود دارد.

$H_0$ : بین هزینه های نمایندگی در شرکت های که پست مدیر عامل از ریاست هیات مدیره مجزا است با شرکت هایی که این پست مجزا نیست تفاوت وجود ندارد.

$H_1$ : بین هزینه های نمایندگی در شرکت های که پست مدیر عامل از ریاست هیات مدیره مجزا است با شرکت هایی که این پست مجزا نیست تفاوت وجود دارد.

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$$

جدول (۱۳): نتایج آزمون مقایسه میانگین هزینه نمایندگی (نسبت کارایی)

نسبت کارایی هزینه نمایندگی:	نتایج آزمون T-Test برای مقایسه میانگین‌ها				پیش فرض
	فاصله اطمینان در سطح ۹۵%		درجه آزادی	آماره t	
	حد پایین	حد بالا			
گروه اول: شرکت‌هایی که پست ریاست هیات مدیره مجزا از سمت مدیر عامل در آن است.					
گروه دوم: شرکت‌هایی که پست ریاست هیات مدیره مجزا از سمت مدیر عامل در آن نیست.					
۰/۶۴۱	-۰/۳۹۶	۰/۲۴۳	۹۹۰	-۰/۴۶۷	همسانی واریانس
۰/۶۰۵	-۰/۳۶۶	۰/۲۱۴	۱۷۶/۶۵	-۰/۵۱۸	ناهمسانی واریانس

ماخذ: یافته‌های پژوهشگران

برای آزمون فرضیه فوق از روش مقایسه میانگین‌ها استفاده شده است نتایج این آزمون در جدول ۱۳ و ۱۴ ارائه شده است. با توجه به احتمال آماره  $t$  (۰/۶۴) منعکس شده در جدول ۱۳ می‌توان گفت هزینه نمایندگی در این دو گروه شرکت‌ها از نظر آماری تفاوت معنی داری ندارند. لذا فرضیه‌های فوق رد می‌شوند.

جدول (۱۴): نتایج آزمون مقایسه میانگین هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد)

هزینه نمایندگی: تعامل فرصت و جریان نقدی		گروه اول: شرکت هایی که پست ریاست هیات مدیره مجزا از سمت مدیر عامل در آن است. گروه دوم: شرکت هایی که پست ریاست هیات مدیره مجزا از سمت مدیر عامل در آن نیست.			
نتایج آزمون T-Test برای مقایسه میانگین ها					
سطح معنی داری	فاصله اطمینان در سطح ۹۵%		درجه آزادی	آماره t	پیش فرض
	حد پایین	حد بالا			
۰/۰۴۸	-۰/۱۵۶	۰/۰۰۵۶	۹۹۰	-۱/۹۸۲۶	همسانی واریانس
۰/۰۳۱	-۰/۱۴۳	-۰/۰۰۷	۱۸۹/۰۹۷	-۱/۸۲۶	ناهمسانی واریانس

ماخذ: یافته های پژوهشگران

با توجه به احتمال آماره  $t(۰/۰۴۸۷)$  در جدول ۱۴ می توان گفت بین هزینه نمایندگی تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) شرکت های موجود در گروه اول و گروه دوم تفاوت معنی داری وجود دارد. لازم به ذکر است بر اساس آزمون لیون<sup>۱</sup> فرض همسانی واریانس ها تایید می شود. لذا باید براساس پیش شرط همسانی واریانس ها تصمیم گرفت؛ در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر مساوی بودن هزینه نمایندگی دو گروه (گروه با پست مجزا ریاست هیات مدیره از مدیرعامل و گروه با پست غیرمجزا ریاست هیات مدیره از مدیرعامل) رد می شود. بنابراین تفاوت بین هزینه های نمایندگی در شرکت های که پست مدیر عامل از ریاست هیات مدیره مجزا است با شرکت هایی که این پست مجزا نیست تفاوت وجود دارد و تفاوت فوق از نظر آماری تفاوت معنی داری است.

۳-۱۰- فرضیه فرعی هفتم: اندازه هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

$H_0$ : اندازه هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیر ندارد.

$H_1$ : اندازه هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS در جدول ۱۵ و ۱۶ ارائه شده است، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیه فرعی هفتم به میزان ۰/۷۴۴ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می باشد لذا فرضیه هفتم پژوهش رد می شود، به عبارت

<sup>۱</sup>. Leven Test

دیگر اثر اندازه هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) از نظر آماری اثر معنی داری نمی‌باشد.

### جدول (۱۵): نتایج حاصل از فرضیه هفتم

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (نسبت کارایی)				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
اندازه هیات مدیره	-۰.۰۹۰۱۷۵	۰.۲۷۶۲	-۰.۳۲۶۴۸۵	۰.۷۴۴۱
اندازه شرکت	-۰.۸۳۸۶۰۲	۰.۰۶۹۰۵۴	-۱۲.۱۴۴۰۸	۰.۰۰۰۱
اهرم مالی	-۰.۳۳۸۰۸۲	۰.۱۰۶۹۹۳	-۳.۱۵۹۸۴۴	۰.۰۰۱۶
عرض ازبدهاء	۰.۶۶۹۹۹۱	۰.۵۸۴۱۵۲	۱۱.۴۶۱۰۲	۰.۰۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۴۴	آماره F		۸.۳۷۸۹۸
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۴	احتمال F		۰/۰۰۰۱
آماره دورین واتسون		۱,۵۷		

ماخذ: یافته های پژوهشگران

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیه فرعی هفتم به میزان ۰/۷۵۲ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه هفتم پژوهش رد می‌شود، به عبارت دیگر اثر اندازه هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) از نظر آماری اثر معنی داری نمی‌باشد.

### جدول (۱۶): نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی هفتم

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد)				
متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
اندازه هیات مدیره	۰.۰۵۸۲۸۲	۰.۱۸۴۶۴۳	۰.۳۱۵۶۵۲	۰.۷۵۲۳
اندازه شرکت	۰.۰۴۲۶۶۶	۰.۰۳۰۶۸۷	۱.۳۹۰۳۵۲	۰.۱۶۴۷
اهرم مالی	-۰.۲۵۲۳۹۷	۰.۰۶۷۶۷۲	-۵.۲۰۷۴۶۴	۰.۰۰۰۱
عرض ازبدهاء	۰.۴۸۷۵۸۸	۰.۳۴۲۵۶۶	۱.۴۲۳۳۴	۰.۱۵۵
ضریب تعیین	۵۰/۰	آماره F		۱۱.۴۱۸۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۰/۰	احتمال F		۰/۰۰۰۱
آماره دورین واتسون		۱,۶۳		

ماخذ: یافته های پژوهشگران

ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود ۳۴٪ از تغییرات هزینه‌نمایدگی (نسبت کارایی) و حدود ۵٪ از تغییرات هزینه‌نمایدگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) به وسیله متغیرهای پژوهش توضیح داده می‌شود. همچنین، نتایج مربوط به آماره  $F$  با احتمال (۰/۰۰۱) بیانگر این است که مدل‌های فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین- واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی جدی است. با توجه به کلیه آزمون‌های فرض فوق در انتها به بصورت خلاصه نتایج حاصله و اثرگذار بودن متغیرها را ارائه کرده‌ایم.

جدول (۱۷): نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه‌ها

ردیف	عنوان فرضیه	نتایج آزمون جزائی
۱	مالکیت دولتی بر هزینه های نمایندگی تأثیر دارد.	رد
۲	مالکیت نهادی بر هزینه های نمایندگی تأثیر دارد.	رد
۳	مالکیت هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تأثیر دارد.	رد
۴	درصد سهام شناور آزاد بر هزینه های نمایندگی تأثیر دارد.	قبول (مستقیم)
۵	میزان استقلال اعضای هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تأثیر دارد.	رد
۶	تفکیک پست مدیر عامل از ریاست هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تأثیر دارد.	قبول (معکوس)
۷	اندازه هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تأثیر دارد.	رد

ماخذ: یافته های پژوهشگران

## ۱۱- نتیجه گیری

آزمون فرضیه اول در این پژوهش بیانگر آن است که میزان مالکیت دولتی بر هزینه نمایندگی تأثیر ندارد. در حالی که از دیدگاه تئوریک، خصوصی سازی و کاهش میزان مالکیت دولتی باعث تعدد سهامداران و لزوم جدایی مالکیت از مدیریت و ایجاد مشکل نمایندگی شده است، به طوری که کنترل شرکت توسط سهامداران اکثریت صورت می‌گیرد و احتمال سوء استفاده از حقوق سهامداران اقلیت وجود دارد.

آزمون فرضیه دوم در این پژوهش بیانگر آن است که اثر میزان مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی تأثیر معنی داری نیست در حالی که از دیدگاه تئوریک نظارت اعمال شده از سوی مالکان نهادی باعث کاهش هزینه نمایندگی می‌شود (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸).

آزمون فرضیه سوم در این پژوهش بیانگر آن است که میزان مالکیت اعضای هیات مدیره بر هزینه نمایندگی تاثیر ندارد. در حالی که از دیدگاه تئوریک افزایش مالکیت هیات مدیره باعث می شود اعضای هیات مدیره در منافع و زیان شرکت مشارکت بیشتری داشته باشند و از این طریق هزینه نمایندگی شرکت کاهش پیدا کند (لوکاس و همکاران، ۲۰۱۱؛ بیک، جنسن و کیم، ۲۰۰۹).

نتایج آزمون فرضیه چهارم بیانگر آن است که درصد سهام شناور آزاد بر هزینه نمایندگی اثرگذار بوده و اثر مثبتی بر هزینه نمایندگی می گذارد؛ یعنی با افزایش درصد سهام شناور آزاد هزینه نمایندگی شرکتها افزایش می یابد. بر اساس منابع تئوریک وجود سرمایه گذاران عمده هزینه نمایندگی را کاهش می دهد.

آزمون فرضیه پنجم بیانگر آن است که اثر استقلال هیات مدیره بر هزینه نمایندگی از نظر آماری تاثیر معنی داری نیست. در حالی که بر اساس تئوری های موجود استقلال هیات مدیره و کیفیت هیات مدیره با هزینه نمایندگی رابطه معکوسی دارد (مک نایت و ویر، ۲۰۰۸؛ فلیپ هاسپیسلاک، ۲۰۱۰).

نتایج آزمون فرضیه ششم بیانگر اثر معکوس تفکیک سمت مدیرعامل از ریاست هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان نقدی آزاد) می باشد، یعنی هزینه های نمایندگی در شرکت هایی که در آنها سمت مدیرعامل از ریاست هیات مدیره مجزا است، نسبت به شرکت هایی که این تفکیک وجود ندارد کمتر است. یرماخ (۱۹۹۶) نشان داد که شرکتها هنگامی ارزش بیشتری دارند که پست مدیرعامل از ریاست هیات مدیره جدا باشد. لذا نتیجه این تحقیق با تئوری های پیشین همخوانی دارد.

آزمون فرضیه هفتم در این پژوهش بیانگر آن است که اندازه هیات مدیره بر هزینه نمایندگی از نظر آماری تاثیر معنی داری ندارد، در حالی که از دیدگاه تئوریک نسبت بزرگتر اعضای هیات مدیره باعث کاهش هزینه نمایندگی می گردد. به طوری که هیات مدیره کوچک تر، از مزیت ها و منافع، نظرات و پیشنهادهای تخصصی و متنوع که در هیات مدیره بزرگتر وجود دارد، محروم است. به علاوه هیات مدیره بزرگتر در زمینه های از قبیل تجربه، مهارت، جنسیت، ملیت و غیره مزیت دارند (دالتون<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵، ۹۴).

<sup>1</sup> Dalton

### ۱۲- پیشنهادات برای سازمان بورس اوراق بهادار و سهامداران فعال در بورس:

با توجه به نتایج این تحقیق، پیشنهاد می‌گردد سازمان بورس اوراق بهادار قوانینی را جهت الزام شرکت‌ها به تفکیک سمت مدیرعامل از ریاست هیات مدیره وضع نماید تا بدین وسیله باعث افزایش ارزش شرکتهای بورس اوراق بهادار گردد. و همچنین قوانین دقیق‌تری را جهت جلوگیری از ایجاد تعارضات نمایندگی در شرکتهای بورس اوراق بهادار مخصوصاً شرکت‌های با مالکیت سهام شناور آزاد بالا، وضع نماید. همچنین پیشنهاد می‌گردد سهامداران در انتخابشان جهت سرمایه‌گذاری، همواره به این موضوع توجه داشته باشند که شرکت‌های که سمت مدیرعامل در آنها مجزا از ریاست هیات مدیره است، دارای هزینه نمایندگی کمتری هستند. همچنین سهامداران در صورت تمایل به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با درصد مالکیت سهام شناور آزاد همواره با دقت و احتیاط بالاتری عمل نمایند.

### ۱۳- محدودیت‌های پژوهش

با توجه به غیر مشهود بودن متغیر هزینه نمایندگی، در این پژوهش از متغیرهای جانشین برای کمی کردن هزینه نمایندگی استفاده می‌شود که احتمالاً نتوانند به صورت دقیق هزینه نمایندگی را اندازه‌گیری کنند. و همچنین تورم و سایر متغیرهای اقتصادی ممکن است در محاسبه متغیرهای تحقیق اثرگذار بوده باشد. با توجه به اینکه در تمامی تحقیقات از جمله تحقیق حاضر، نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره به عنوان شاخص استقلال هیات مدیره در نظر گرفته شده است. در حالی که ممکن است در اثر عواملی نظیر روابط فامیلی، وابستگی‌های شغلی و... اعضای غیر موظف واقعا مستقل نباشند و منافع شرکت با منافع آنها گره خورده باشد.



## منابع

- ۱- ابراهیمی، عباس؛ وحید یازلو (۱۳۹۲)، تاثیر ساختار مالکیت بر دارایی های نامشهود، **فصلنامه حسابداری مالی**، شماره ۱۸، ص ۶۲-۸۱.
- ۲- احمدوند، ژیلا (۱۳۸۵)؛ بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد، **پایان نامه کارشناسی ارشد**، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد الزهراء تهران.
- ۳- بدری، احمد (۱۳۹۰)؛ **مجموعه مقالات همایش راهبری شرکت**، مبانی و ضرورت راهبری شرکتی، صص ۱-۱۷.
- ۴- پوریانسب، امیر (۱۳۹۰)، راهبری شرکتی و حسابداری، **ماهنامه حسابداری**، سال دوم، شماره هفدهم، صص ۱-۳.
- ۵- حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵)، حاکمیت شرکتی در ایران، **مجله حسابرس**، شماره سی و دوم، صص ۳۲-۳۹.
- ۶- حساس یگانه، یحیی و ابراهیم ابراهیمی (۱۳۸۹)، حاکمیتی شرکتی و پایداری، **ماهنامه حسابداری**، شماره ۲۱۶ و ۲۱۷ صص ۸۲-۹۱.
- ۷- علی احمدی، سعید؛ علیمزادی، محمد (۱۳۹۲)، حاکمیت شرکتی و رفتار نامتقارن هزینه های اداری و عمومی فروش، **فصلنامه حسابداری مالی**، شماره ۱۹، صفحه ۱۶۷-۱۷۶.
- ۸- کرمی، غلامرضا؛ حسینی، سیدعلی و حسنی عباس (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت و محافظه کاری در شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار، **ماهنامه حسابداری**، ش ۲۱۷، صص ۷۳-۶۵.
- ۹- مشایخی، بیبا و مهدی محمودآبادی (۱۳۸۹)، رابطه مکانیزم های حاکمیت شرکتی با کیفیت سود، **مجله پژوهش های حسابداری مالی**، شماره سوم، صص ۱۷-۳۲.
- ۱۰- مهدوی، غلامحسین و محمد منفرد مهارلوئی (۱۳۸۹)، ترکیب هیات مدیره و هزینه های نمایندگی، **فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی**، سال دوم، صص ۱۰۹-۱۱۸.
- ۱۱- ماه آورپور، راضیه (۱۳۸۶)، بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **پایان نامه کارشناسی ارشد**، دانشگاه الزهراء، دانشگاه علوم اجتماعی و اقتصاد.

۱۲- مجتهد زاده، ویدا (۱۳۸۹)، رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **ماهنامه حسابداری**، شماره ۲۱۶، صص ۲۹-۱.

۱۳- میدری، احمد (۱۳۸۱)، سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصادایران، **رساله دکتری**، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.

۱۴- هاشمی، سید عباس، یکرانی کیوان (۱۳۹۰)، تاثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر تصمیمات ساختار سرمایه، **فصلنامه حسابداری مالی**، سال ۳، شماره ۹، صص ۱۸-۱.

۱۵- نمازی محمد و محمدمنفرد مهارلوئی (۱۳۹۰)، بررسی تاثیر حدود عملیات شرکت بر ساختار هیات مدیره، **مجله دانش حسابداری**، سال دوم، شماره هفتم، صص ۲۵ تا ۷.

۱۶- نوروش، ایرج؛ کرمی غلامرضا و جلال وافی ثانی (۱۳۸۸)، بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **تحقیقات حسابداری**، شماره اول، صص ۴-۲۷.

۱۷- نیک بخت، محمد رضا؛ سیدی، سید عزیز و روزبه هاشم الحسینی (۱۳۸۸)، بررسی تاثیر ویژگی های هیات مدیره بر عملکرد شرکت، **مجله پیشرفت های حسابداری**، دوره دوم، شماره اول، صص ۲۷۰-۲۵۱.

18- Bainbridge, S. M. (2000). **Shareholder activism and institutional investors**. Available at SSRN

19- Cohen, D., A. Dey, and T. Lys. (2005) Trends in earnings management and informativeness of earnings announcements in the **Pre- and Post-SarbanesOxley periods**.

20- Dalton, C. M. and Dalton, D. R. (2005), Boards of Directors: Utilizing Evidence in Developing Practical Prescriptions. **British Empirical Journal of Management**,

21- Doukas, j.A. kim, C, and pantzalis, C, (2000). Security analysis, agency costs and company characteristics. **Financial analysts journal**. Vol 56 NO.6 54- 63.

22- El Mir, a., & Seboui, s., 2008. Corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value. **Corporate Governance**, 8, 46-58.

- 23- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, 16: 291-325.
- 24- Hermalin, B. E. and Weis back, M. S. (2003), **Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature**, Center for Responsible Business. Working Paper Series. Paper 310417.
- 25- Iwasaki, I.(2008). The determinants of board composition in a transforming economy: **evidence from russia-journal of corporat finance**. Vol. 1, 4 pp 532-549
- 26- Jame S., Rebel. A. Cole and James Wuh Lin (2000) .Agency costs and ownership- structure. **Journal of Finance**, 55: 81-106.16: 91-97.
- 27- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure", **Journal of Financial Economics**, 3: 305-360
- 28- Levin, A., Lin, C. F. (1992), "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties." **University of San California**, San Diego, Discussion Paper No: 92-93.
- 29- Pathan, s.and skully, m.(2010).endogenously structured boards Ofdirectorsinbanks.**JOURNALOFBANKING&FINANCE**,Vol.3 4 ,pp.1590-1606.
- 30- Shleifer, A., and Vishny , R. W. (1997). A survey of corporate governance. **Journal of Finance** 52(2): 737-83.