



## تبیین برخی عوامل مؤثر بر هزینه‌های نمایندگی با تأکید بر نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش

دکتر روح‌الله صدیقی<sup>۱</sup>

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی تهران، ایران

رضا پوربهی<sup>۲</sup>

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بوشهر، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۷ فروردین ۱۳۹۴؛ تاریخ پذیرش: ۱۵ تیر ۱۳۹۴)

هدف اصلی از ایجاد شرکت، کسب سود یا افزایش ثروت سهامداران شرکت است و سهامداران به عنوان مالکان اصلی شرکت، استفاده و کسب بازدهی مناسب از دارایی‌ها را به نمایندگان خود که همان مدیران شرکت می‌باشند، سپرده‌اند. وجود این رابطه نمایندگی، متضمن هزینه‌هایی تحت عنوان هزینه‌های نمایندگی است. این پژوهش رابطه بین متغیرهای جریان‌های نقد آزاد، پرداخت سود سهام و برخی از معیارهای حاکمیت شرکتی (اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیر عامل و مالکیت نهادی) را با هزینه‌های نمایندگی و با تأکید بر نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش مورد بررسی قرار می‌دهد. به منظور انجام این پژوهش، با توجه به محدودیت‌های موجود، ۹۵ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ انتخاب گردیدند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که تنها بین جریان‌های نقد آزاد، استقلال هیأت مدیره و مالکیت نهادی با هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، هزینه‌های نمایندگی، هزینه‌های عملیاتی به فروش.

<sup>۱</sup> e\_seddighi@yahoo.com

<sup>۲</sup> pourbehireza@yahoo.com

## مقدمه

ظهور شرکت‌های سهامی<sup>۱</sup> از بزرگترین تحولات اقتصادی اواخر قرن نوزدهم و اوایل قرن بیستم به شمار می‌آید. شرکت‌های مذکور به صورت شرکت‌های سهامی با مسئولیت نامحدود تشکیل شدند تا با جمع-آوری سرمایه‌های سرمایه‌گذاران مختلف، منابع مالی لازم را جهت انجام مبادلات در اختیار داشته باشند. اما این شرکت‌ها به سرعت با مسأله ای روبرو شدند که امروزه به آن مسأله نمایندگی گفته می‌شود. رابطه نمایندگی قراردادی است که به موجب آن یک یا چند نفر مالک<sup>۲</sup>، شخص دیگری را به عنوان نماینده<sup>۳</sup> از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به وی تفویض می‌کنند. در نتیجه، سهامداران باید مخارجی را متحمل شوند تا بتوانند منافع مدیران را با خود همسو کنند. چنین مخارجی از آن جا که به واسطه شکل‌گیری رابطه نمایندگی پدید می‌آیند، هزینه‌های نمایندگی<sup>۴</sup> نامیده می‌شود. به طور کلی می‌توان گفت هزینه‌های نمایندگی هزینه‌هایی است که ناشی از تضاد منافع<sup>۵</sup> بین سهامداران و دارندگان اوراق قرضه با مدیران واحد تجاری است و اثر معکوسی بر ارزش شرکت‌ها دارند به این معنا که اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه‌هایی را داشته باشد، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت [۲۱].

## بیان مسأله و اهمیت آن

عوامل متعددی در تعارضات و مشکلات نمایندگی<sup>۶</sup> درون یک شرکت نقش دارند که از جمله می‌توان به جریان‌های نقد آزاد<sup>۷</sup>، سیاست‌های تقسیم سود و عدم وجود یک نظام حاکمیت شرکتی<sup>۸</sup> مؤثر و کارا اشاره کرد. بنابراین احتمالاً کاهش جریان‌های نقد آزاد در دسترس مدیران که از طریق پرداخت سود تقسیمی حاصل می‌شود و استقرار یک نظام حاکمیت شرکتی مؤثر و کارا می‌تواند باعث بهبود مشکلات نمایندگی بین مدیران و مالکان گردیده [۱۴]، [۲۰]، [۲۷] منافع مدیران و مالکان را در یک راستا قرار دهد [۱۱]. این مقاله در صدد است تا ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد، پرداخت سود سهام و برخی از شاخص‌های حاکمیت شرکتی را به عنوان ابزاری برای حل مشکل هزینه نمایندگی بررسی نماید.

<sup>۱</sup> - Corporation

<sup>۲</sup> - Principal

<sup>۳</sup> - Agent

<sup>۴</sup> - Agency Cost

<sup>۵</sup> - Conflict Of Interest

<sup>۶</sup> - Agency Problem

<sup>۷</sup> - Free Cash Flow

<sup>۸</sup> - Corporate governance

### مروری بر پیشینه پژوهش

در ایران، تحقیقی دقیقاً با عنوان پژوهش حاضر انجام نشده است. لیکن در زیر برخی از پژوهش‌هایی که به صورت مستقیم یا غیر مستقیم با این موضوع در ارتباط هستند و به نحوی به بررسی هزینه‌های نمایندگی می‌پردازند، بیان می‌گردد.

مرادی و همکاران [۴] به بررسی رابطه بین برخی از ویژگی‌های هیأت مدیره از جمله اندازه اعضای هیأت مدیره و درصد اعضای غیر موظف نسبت به کل اعضای هیأت مدیره و هزینه‌های نمایندگی در سطح کل و در سطح صنایع پرداختند. نتایج حاصل نشان داد که بین اندازه هیأت مدیره و هزینه‌های نمایندگی ارتباط معنادار مثبتی وجود دارد ولی بین استقلال هیأت مدیره و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری یافت نشد.

نوروش و همکاران [۵] به بررسی رابطه بین ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل بیانگر این بود که بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با هزینه‌های نمایندگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

گول و همکاران [۱۶] به بررسی نقش ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی در کاهش هزینه‌های نمایندگی پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که درصد بالاتر مالکیت نهادی، سطح هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. هیأت مدیره‌های با اندازه کوچکتر نیز منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. افزون بر آن، استقلال هیأت مدیره دارای رابطه مثبت با هزینه‌های نمایندگی بود. جدایی رئیس هیأت مدیره از مدیرعامل و پاداش‌های بالاتر، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهند.

وانگ [۲۸] در تحقیق خود ابتدا به آزمون تجربی ارتباط بین جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی پرداخت. نتایج نشان داد که جریان‌های نقدی آزاد تأثیر معناداری و متناقضی بر هزینه‌های نمایندگی دارد. از یک سو، جریان‌های نقد آزاد می‌تواند منجر به افزایش پاداش مدیران به منظور کنترل مصرف شده به افزایش هزینه‌های نمایندگی منتهی گردد. از سوی دیگر، جریان‌های نقدی آزاد در نتیجه کارایی عملیاتی مدیریت ایجاد می‌شوند که این مسئله می‌تواند منجر به ایجاد ارتباط منفی بین جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی شود.

هنری [۱۷] در مطالعه‌ای بر روی متغیر وابسته هزینه نمایندگی، تأثیر متغیرهای مستقل حاکمیت شرکتی از جمله دوگانگی مدیر عامل، تأمین مالی از طریق استقراض، مالکیت اعضای هیأت مدیره و مالکیت نهادی را در بورس استرالیا بررسی کرد و به این نتیجه رسید که بکارگیری ویژگی‌های حاکمیت شرکتی به صورت جداگانه، هیچگونه تأثیر قابل توجهی روی هزینه نمایندگی در سطح شرکت ندارد در حالی که هماهنگی بیشتر با شاخص حاکمیت شرکتی، سطح هزینه نمایندگی شرکت را هم از نظر آماری و هم اقتصادی به صورت معناداری کاهش می‌دهد و در نهایت رابطه منفی بین هزینه‌های نمایندگی و تبعیت از دستورالعمل‌های راهبری شرکت وجود دارد.

چن و یوراستین [۸] در تحقیق خود تحت عنوان "اندازه‌گیری مجدد هزینه‌های نمایندگی: اثربخشی سهامداران عمده" به این نتیجه رسیدند که سهامداران نهادی دارای تأثیر بیشتری در تقلیل هزینه‌های نمایندگی هستند.

سینگ و دیویدسون [۲۶] در مقاله‌ای با عنوان "هزینه‌های نمایندگی، ساختار مالکیت و مکانیسم‌های راهبری شرکتی" نشان دادند که بین نسبت مالکیت سهامداران نهادی و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین بین اندازه هیأت مدیره و هزینه‌های نمایندگی رابطه معکوس وجود دارد.

کولز و همکاران [۹] به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌هایی که در آن مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره فرد واحدی نیست، عملکرد بهتر و هزینه‌های نمایندگی کمتری دارند.

آنگ و همکاران [۸] مشکلات نمایندگی را در شرکت‌های کوچک، مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که هیأت مدیره‌ی مستقل (غیر موظف) باعث افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود.

جنسن و همکاران [۱۸] در مطالعه‌ای تأثیر همزمان تصمیمات مالی مبنی بر میزان بدهی، مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود را بر هزینه‌های نمایندگی آزمون کردند. نتایج تحقیق نشان داد که نظارت اعمال شده از سوی مالکان نهادی، جانشین مناسبی برای سایر ساز و کارهای کنترل هزینه نمایندگی بوده و در کاهش مشکل نمایندگی مؤثر می‌باشد.

زهر و پیرس [۲۹] به بررسی رابطه اندازه هیأت مدیره و هزینه‌های نمایندگی پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که هیأت مدیره بزرگتر موجب افزایش قابلیت نظارت بر فعالیت‌های مدیران ارشد شده و در نتیجه، باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌گردد.

جنسن [۱۹] برای اولین بار جریان وجوه نقدی آزاد را در شرکت‌های نفت و گاز مورد بررسی قرار داد و بیان کرد که شرکت‌هایی که جریان وجوه نقدی آزاد بالاتری دارند، با هزینه نمایندگی بیشتری رو به رو هستند.

#### ادبیات و چارچوب نظری پژوهش

**هزینه‌های نمایندگی:** با شکل‌گیری رابطه نمایندگی و به وجود آمدن مشکلات نمایندگی از قبیل تضاد منافع بین طرفین، هزینه‌های نمایندگی ایجاد می‌گردد. هزینه‌های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارد به این معنا که اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه‌هایی را داشته باشد، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت. جنسن و مک‌لینگ [۲۱] هزینه‌های نمایندگی را به صورت زیر بر شمرده‌اند:

- هزینه‌های نظارت (کنترل) مدیر توسط مالک: این هزینه‌ها از سوی مالکان از طریق طرح‌های پاداش، اختیار خرید سهام، استفاده از خدمات حسابرسان مستقل و ... انجام می‌گیرد.
- هزینه‌های التزام: هزینه‌های مربوط به ساختار سازمانی به گونه‌ای که بتوان رفتار نامطلوب مدیریت را محدود کرد.

• زیان باقیمانده: زیان باقیمانده تفاوت بین عملیات واقعی مدیر و عملیات مورد انتظار وی می‌باشد که مربوط به دنبال کردن منافع شخصی است. زیان باقیمانده باعث کاهش رفاه سهامداران می‌شود. در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی از نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش<sup>۱</sup> سالانه که معیاری از افراط‌گرایی مدیریت در انجام مخارج اختیاری می‌باشد، استفاده شده است. این نوع اندازه‌گیری از پژوهش هنری [۲۱] انتخاب شده است. نسبت مزبور، چگونگی کنترل هزینه‌های عملیاتی شرکت توسط مدیران را اندازه‌گیری کرده و به عنوان معیاری مستقیم برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود و هر چه این نسبت بالاتر باشد، هزینه‌های نمایندگی بالاتر خواهد بود [۲۱].

**جریان‌های نقدی آزاد:** مفهوم جریان نقدی آزاد اولین بار توسط جنسن [۱۹] مطرح شد. او جریان‌های نقدی آزاد را به عنوان وجه نقد مازاد پس از سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت تعریف کرد. جنسن [۱۹] معتقد است، وجود جریان نقدی آزاد می‌تواند بر میزان رفتار فرصت طلبانه مدیران تأثیر زیادی داشته باشد زیرا در صورت وجود جریان نقدی آزاد بالا در شرکت، مدیر می‌تواند وجوه مازاد را در فرصت‌های مختلفی سرمایه‌گذاری کند. با توجه به محدود بودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطمئن و پربازده و مسأله تضاد نمایندگی، مدیران الزاماً سرمایه‌گذاری‌هایی انجام نخواهند داد که بازده بیشتری از هزینه سرمایه شرکت داشته باشد [۱۹]. به هزینه‌هایی که در این وضعیت به سهامداران تحمیل می‌شود، در اصطلاح هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد اطلاق می‌گردد.

**پرداخت سود سهام:** به عقیده جنسن [۱۹] سیاست تقسیم سود با کاهش جریان نقدی آزاد در دسترس مدیران، تضاد نمایندگی را کاهش می‌دهد چراکه مدیران حتماً به نفع سهامداران عمل نمی‌کنند. اگر مدیران مقدار سود تقسیمی را افزایش دهند، مقدار جریان نقدی آزاد کاهش می‌یابد و به این صورت، مشکل جریان نقدی آزاد کاهش می‌یابد. همچنین پرداخت سود سهام به سهامداران به کنترل مشکل نمایندگی کمک می‌کند چراکه منابع تحت کنترل مدیران و بالتبع قدرت مدیر را کاهش می‌دهد، همچنین احتمال نظارت بازار سرمایه را بر شرکت افزایش می‌دهد زیرا با پرداخت سود تقسیمی، احتمال انتشار سهام جدید شرکت افزایش می‌یابد و این مسئله باعث بررسی شرکت توسط بانک‌های سرمایه‌گذار، بورس اوراق بهادار و عرضه‌کنندگان سرمایه می‌شود. نظارت دقیق شرکت به وسیله بازارهای سرمایه به کم کردن رفتار فرصت طلبانه مدیران و در نهایت هزینه نمایندگی کمک می‌کند [۱۹].

**اندازه هیأت مدیره<sup>۴</sup> (تعداد اعضای هیأت مدیره):** اندازه هیأت مدیره به عنوان عنصر با اهمیتی در ویژگی‌های هیأت مدیره مطرح است. تعداد بهینه اعضای هیأت مدیره باید به گونه‌ای تعیین شود که

<sup>۱</sup> - Ratio of Operating Expenses to Sales

<sup>۲</sup> - Free Cash Flow (FCF)

<sup>۳</sup> - Dividend payments

<sup>۴</sup> - Board Of Directors Size

درخصوص وجود اعضای کافی برای پاسخگویی به وظایف هیأت مدیره و انجام وظایف مختلف هیأت مدیره اطمینان خاطر حاصل شود [۲]. شواهد تجربی حاکی از آن است که هیچ گونه اتفاق نظری در خصوص اندازه بهینه هیأت مدیره وجود ندارد. گرین [۱۵] معتقد است که تعداد اعضای هیأت مدیره باید محدود باشد تا امکان بحث و تبادل نظر در خصوص مسائل و مشکلات شرکت مهیا گردد. هیأت مدیره‌های بزرگتر از قدرت کمتری برخوردار بوده و توافق و اجماع در آنها بسیار دشوار است [۱۵]. همچنین گودستین و همکاران [۱۳] دریافته‌اند که هیأت مدیره‌های کوچکتر (بین ۴ الی ۶ عضو) می‌توانند موثرتر باشند زیرا به واسطه کوچک بودن، قادرند تصمیمات راهبردی به موقع‌تری اتخاذ نمایند. از سوی دیگر، برخی از محققان معتقدند که اندازه هیأت مدیره باید به میزان کافی بزرگ باشد تا در بردارنده طیفی از مهارت‌ها و تجارب افراد گوناگون باشد [۲۴] و تعداد بیشتر اعضای هیأت مدیره (هیأت مدیره بزرگتر) موجب افزایش قابلیت نظارت بر فعالیت‌های مدیران ارشد می‌شود [۲۹].

**استقلال هیأت مدیره:** اعضای غیر موظف هیأت مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیأت مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد. در صورتی که اکثریت اعضای هیأت مدیره را مدیران مستقل غیر موظف تشکیل دهد، هیأت مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود.

تئوری نمایندگی برای افزایش استقلال هیأت مدیره از مدیریت، از این ایده پشتیبانی می‌کند که هیأت مدیره می‌بایست تحت اختیار مدیران بیرونی (غیر اجرایی) باشد زیرا رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت باید توسط مدیران غیر اجرایی شرکت تحت کنترل و نظارت باشد. وجود چنین مدیرانی می‌تواند کیفیت تصمیمات مدیریت را تحت تاثیر قرار داده و راهکارهای مناسبی را که باید توسط مدیریت به منظور بهبود عملکرد انجام شود، در اختیار وی قرار می‌دهد [۲].

اثربخشی تفکیک تصمیم‌گیری توسط مدیریت و کنترل توسط هیأت مدیره از آنجا نشأت می‌گیرد که مدیران غیر موظف که اکثراً در سایر شرکت‌ها دارای سمت‌های اجرایی مدیریت یا تصمیم‌گیری می‌باشند، انگیزه بالایی برای کسب شهرت به عنوان متخصص امر تصمیم‌گیری و برخورداری از فرصت‌های شغلی بهتر در آینده دارند. عدم همسویی انگیزه مدیران اجرایی (استفاده از ثروت مالکان به منظور افزایش منافع شخصی) و مدیران غیر موظف (انگیزه کسب شهرت)، بهبود نظارت بر مدیریت شرکت و کاهش هزینه‌های نمایندگی را در پی خواهد داشت [۱۱].

**دوگانگی وظیفه مدیر عامل:** در نظریه نمایندگی، پست‌های مدیریت عامل و ریاست هیأت مدیره باید کاملاً جدا از یکدیگر باشد تا کنترل مستقل و وظایف نظارتی هیأت مدیره در شرکت افزایش یابد و در بررسی و ارزیابی عملکرد مدیر عامل و نظارت بر عملکرد شرکت آزادی عمل بیشتری داشته باشند. از دیدگاه نظری، هنگامی که مدیر عامل در جایگاه رئیس هیأت مدیره قرار می‌گیرد، تضاد منافع به وجود

<sup>1</sup> - Board independence

<sup>2</sup> - Chief Executive Officer Duality

می‌آید [۲۵] و عملکرد نظارتی هیأت مدیره کاهش می‌یابد [۶]. ترکیب نقش ریاست هیأت مدیره و مدیر عامل، مبین عدم جدایی کنترل و نظارت از مدیریت است [۱۲]. از این رو، ادبیات تئوریک بیان می‌کند که جدایی جایگاه هیأت مدیره و مدیر عامل، باعث عملکرد بهتر شرکت می‌گردد.

**مالکیت نهادی:** مالکیت نهادی، درصد سهام نگهداری شده توسط سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و سرمایه‌گذاری است [۷]. امروزه نقش سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان واسطه انتقال وجوه و پس‌اندازها به بازار سرمایه و مدیریت منابع در بازارهای مالی، روز به روز اهمیت بیشتری می‌یابد [۳]. الگازار [۱۰] بیان می‌کند که سهامداران نهادی که ثروت و منابع مالی زیادی در اختیار دارند، نسبت به دیگر سرمایه‌گذاران گرایش بیشتری در به دستیابی و استفاده از اطلاعات گرانتر و با ارزشتر برای پیش‌بینی قدرت سودآوری آتی شرکت‌ها دارند. سهامداران نهادی با توجه به نوع فعالیت‌های نظارتی که انجام می‌دهند، می‌توانند موجب تغییر رفتار شرکت‌ها شوند [۷] زیرا سهامداران نهادی انگیزه‌های یکسانی برای نظارت بر مدیریت ندارند. بر این اساس، سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان به دو دسته منفعل (موقت) و فعال تقسیم کرد. سرمایه‌گذاران نهادی منفعل دیدگاه کوتاه‌مدت و گذرا دارند و برای آنها قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده و عملکرد جاری را به عملکرد بلند مدت شرکت ترجیح می‌دهند. در مقابل، سرمایه‌گذاران نهادی فعال دیدگاه بلند مدت داشته و عملکرد بلند مدت شرکت را مد نظر دارند. بنابراین انگیزه‌های زیادی برای داشتن نماینده در هیأت مدیره شرکت‌های سرمایه‌پذیر، برای نظارت فعالانه بر تصمیمات مدیریت دارند [۱].

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: "بین جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد."

فرضیه دوم: "بین پرداخت سود سهام و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد."

فرضیه سوم: "بین اندازه هیأت مدیره و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد."

فرضیه چهارم: "بین استقلال هیأت مدیره و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد."

فرضیه پنجم: "بین دوکانکی و طبعه مدیرعامل و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد."

فرضیه ششم: "بین مالکیت نهادی و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد."

مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر می‌باشد.

$$\begin{aligned} OpeR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 Div_{i,t} + \beta_3 BSIZE_{i,t} + \beta_4 IODIR_{i,t} \\ & + \beta_5 ICHAIR_{i,t} + \beta_6 INSO_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} \\ & + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} Tobinq_{i,t} + \epsilon_t \end{aligned}$$

که در مدل فوق:

$OpeR_{i,t}$ : نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

<sup>1</sup> - Institutional Ownership

- $FCF_{i,t}$ : جریان نقدی آزاد برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $Div_{i,t}$ : پرداخت سود سهام برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $BSIZE_{i,t}$ : اندازه هیأت مدیره برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $IODIR_{i,t}$ : استقلال هیأت مدیره برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $ICHAIR_{i,t}$ : دوگانگی وظیفه مدیرعامل برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $INSO_{i,t}$ : مالکیت نهادی برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $Size_{i,t}$ : اندازه شرکت برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $LEV_{i,t}$ : اهرم مالی برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $Tobinq_{i,t}$ : نسبت  $Q$  توبین برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $i, t$ : خطا (جزء اخلاص) می‌باشد.

#### نحوه‌ی اندازه‌گیری متغیرها

در این پژوهش برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی که متغیر وابسته می‌باشد، همانند پژوهش صورت گرفته توسط آنگ و همکاران [۶]، از نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش استفاده شده است. این نسبت، معیاری از افراط‌گرایی مدیریت در انجام مخارج اختیاری است و چگونگی کنترل هزینه‌های عملیاتی شرکت توسط مدیران را اندازه‌گیری کرده و به عنوان معیار مستقیم هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. نحوه محاسبه نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش بدین صورت است:

$$OpeR_t = OpeE_t / Sales_t$$

که در آن،  $OpeR$  نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش،  $OpeE$  هزینه‌های عملیاتی و  $Sales$  فروش است [۶].

نحوه محاسبه متغیرهای مستقل پژوهش در ادامه بیان می‌گردد.

#### جریان نقدی آزاد

برای محاسبه جریان‌های نقدی آزاد از مدل لن و پلسن [۲۳] و لانگ و همکاران [۲۲] استفاده گردیده است. بر اساس این مدل، جریان‌های نقدی آزاد از جریان‌های نقدی عملیاتی منهای مالیات‌ها، هزینه مالی و سود سهام پرداختی به دست می‌آید و یا تقسیم بر فروش استاندارد می‌شود.

$$FCF_t = (OCF_t - Tax_t - IExp_t - Div_t) / Sales_t$$

که در آن،  $FCF$  جریان نقدی آزاد،  $OCF$  جریان‌های نقدی عملیاتی،  $TAX$  مالیات،  $IExp$  هزینه مالی،  $Div$  سود سهام پرداختی و  $Sales$  فروش است.

#### پرداخت سود سهام

نحوه محاسبه پرداخت سود سهام به صورت زیر است:

$$Div = DPS / EPS$$



که در آن، Div پرداخت سود سهام، DPS سود سهام پرداختی هر سهم و EPS سود خالص هر سهم است.

### اندازه هیأت مدیره

در این پژوهش از لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیأت مدیره برای اندازه‌گیری این متغیر استفاده می‌شود.

### استقلال هیأت مدیره

این متغیر از طریق تقسیم تعداد مدیران غیر موظف در هیأت مدیره به تعداد کل اعضای هیأت مدیره محاسبه می‌شود.

### دوگانگی وظیفه مدیرعامل

اگر در شرکتی مدیرعامل، رئیس هیأت مدیره باشد، از متغیر موهومی یک و چنانچه رئیس هیأت مدیره، مدیر عامل نباشد، از متغیر موهومی صفر استفاده خواهد شد.

### مالکیت نهادی

در این پژوهش مالکیت نهادی، درصدی از سهام یک شرکت سهامی است که متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهاد‌های مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان و نهادها و شرکت‌های دولتی باشد. متغیرهای کنترلی مندرج در مدل پژوهش نیز به شرح زیر محاسبه شده‌اند.

### اندازه شرکت

برای اندازه‌گیری این متغیر از لگاریتم طبیعی فروش خالص استفاده شده است.

### اهرم مالی<sup>۱</sup>

این متغیر از طریق تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است.

### نسبت Q توبین<sup>۲</sup>

این نسبت، آماره‌ای است که می‌تواند به عنوان نماینده‌ی ارزش شرکت برای سرمایه‌گذاری باشد. از نسبت Q توبین ساده، به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$Tobinq_t = (MVPS_t * NOS_t) + Debt_t / TAB_t$$

که در آن، MVPS ارزش بازار هر سهم، NOS تعداد سهام در دست سهامدار، Debt ارزش دفتری کل بدهی‌های شرکت و TAB ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت است.

### روش تحقیق

در پژوهش حاضر، با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل موجود، از روش «داده‌های ترکیبی»<sup>۳</sup> استفاده شده است. آزمون فرضیه‌های آماری با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه به روش

<sup>۱</sup> - Leverage

<sup>۲</sup> - Tobins Q

<sup>۳</sup> - Pooled Data

حداقل مربعات تعمیم یافته ( $GLS$ ) انجام شده است. به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی<sup>۱</sup> و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون  $F$  لیمر<sup>۲</sup> استفاده گردید. با توجه به نتیجه آزمون  $F$  لیمر، داده‌ها تابلویی بوده و از روش اثرات ثابت<sup>۳</sup> استفاده شده است.

### جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ است که حائز شرایط زیر باشند:

الف - جزء بانک‌ها، مؤسسات مالی، سرمایه‌گذاری، هلدینگ و لیزینگ نباشد.

ب - شرکت تا پایان سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ از بورس اوراق بهادار نیز خارج نشده باشد.

ج - برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

د - شرکت طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ تغییر سال مالی نداشته باشد.

ح - صورت‌های مالی و اطلاعات شرکت‌ها در دسترس باشند.

با لحاظ کردن شرایط فوق، تعداد ۹۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ و به عبارتی ۴۷۵ (سال - شرکت) به عنوان جامعه آماری انتخاب شده است.

### تحلیل اطلاعات و بحث دریافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از برازش رگرسیون مدل اصلی پژوهش در جدول شماره (۱) آورده شده است. با توجه به اینکه در جدول سطح معناداری آماره  $F$  کمتر از ۰/۰۵ می باشد، رگرسیون در حالت کلی معنادار است. به عبارت دیگر، در این حالت حداقل یکی از ضرایب جزئی متغیر مستقل و یا کنترلی رگرسیون غیر صفر می باشد. نتایج حاصل از بررسی خود همبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین-واتسون نیز، با توجه به این که آماره دوربین - واتسون در الگو (مدل) مربوط به فرضیه‌های اول تا ششم بین ۱/۵ تا ۲/۵ است، بیانگر نبود خطاهای خود همبستگی الگو می باشد.

لازم به ذکر است که ضریب تعیین مدل رگرسیون در جدول شماره (۱) مقدار ۰/۹۱۶ است که نشان می‌دهد ۹۱٪ از تغییرات هزینه‌های عملیاتی به فروش به عنوان معیاری از متغیر وابسته هزینه نمایندگی توسط متغیرهای مستقل جریان نقدی آزاد، استقلال هیأت مدیره، مالکیت نهادی و متغیرهای کنترلی تبیین می گردد.

<sup>۱</sup> - Panel Data

<sup>۲</sup> - Limer Test

<sup>۳</sup> - Fixed Effect

جدول شماره (۱): نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه‌های پژوهش

$$OpeR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 Div_{i,t} + \beta_3 BSIZE_{i,t} + \beta_4 IODIR_{i,t} + \beta_5 ICHAIR_{i,t} + \beta_6 INSO_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} TobinQ_{i,t} + \epsilon_t$$

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد میانگین	t آماره	Prob	نتیجه
FCF	۰.۱۰۹۷۹	۰.۰۰۳۴۱	۳.۲۱۹۴۷۲	۰.۰۰۱۴	ضریب مورد نظر معنادار است
DIV	۰.۰۰۱۰۵	۰.۰۰۰۰۷۱۹	۱.۴۵۳۰۷	۰.۱۴۷	ضریب مورد نظر معنادار نیست
BSIZE	-۰.۰۲۰۶۰۶	۰.۰۱۶۹۰۱	-۱.۲۱۹۲۲۱	۰.۲۲۳۵	ضریب مورد نظر معنادار نیست
IODIR	-۰.۰۰۸۳۴۷	۰.۰۰۲۸۷	-۲.۹۰۸۴۶۹	۰.۰۰۳۹	ضریب مورد نظر معنادار است
ICHAIR	۰.۰۰۰۲۹۵	۰.۰۰۱۸۲۸	۰.۱۶۱۳۸۸	۰.۸۷۱۹	ضریب مورد نظر معنادار نیست
INSO	۰.۰۰۰۱۳۸	۰.۰۰۰۰۲۴۷	۵.۵۹۹۹۷۳	۰.۰۰۰۰	ضریب مورد نظر معنادار است
SIZE	-۰.۰۲۵۸۹	۰.۰۰۱۴۳۸	-۱۸.۰۰۳۲	۰.۰۰۰۰	ضریب مورد نظر معنادار است
LEV	-۰.۰۰۷۷۱۵	۰.۰۰۳۹۱	-۱.۹۷۲۲۹۲	۰.۰۴۹۲	ضریب مورد نظر معنادار است
TOBINQ	-۰.۰۰۶۶۳۶	۰.۰۰۱۲۸۹	-۵.۱۴۷۰۹۳	۰.۰۰۰۰	ضریب مورد نظر معنادار است
میانگین متغیر وابسته	۰.۱۳۰۳۲۳	ضریب تعیین	۰.۹۱۶۶۱۲		
انحراف معیار متغیر وابسته	۰.۰۹۴۵۹۴	ضریب تعیین اصلاح شده	۰.۸۹۳۴۶۱		
مجذور جمع خطاها	۰.۱۹۲۶۰۱	خطای معیار باقیمانده-ها	۰.۰۲۲۷۸۵		
آماره دوربین واتسون	۲.۰۸۹۷۵۲	آماره F	۳۹.۵۹۲۹۷		
		Prob(F-statistic)	۰.۰۰۰۰۰۰		

آزمون فرضیه اول

با توجه به جداول ضرایب جزئی رگرسیون و سطح معناداری متغیر جریان نقدی آزاد، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آن در جدول (۱) مقدار ۰/۰۰۱۴ است که کمتر از مقدار ۰/۰۵ می‌باشد. در نتیجه، فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین جریان نقدی آزاد و هزینه نمایندگی تأیید می‌گردد و با توجه به مثبت بودن ضریب آن می‌توان بیان نمود با افزایش جریان نقدی آزاد، نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش (هزینه‌های نمایندگی) نیز افزایش می‌یابد.

## آزمون فرضیه دوم

با توجه به جدول شماره (۱) ضرایب جزئی رگرسیون و سطح معناداری پرداخت سود سهام مشاهده می‌شود که سطح معناداری آن بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد و فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین پرداخت سود سهام و هزینه نمایندگی تأیید نمی‌گردد.

## آزمون فرضیه سوم

با توجه به جدول شماره (۱) ضرایب جزئی رگرسیون و سطح معناداری اندازه هیأت مدیره، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آن بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو، فرضیه سوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین اندازه هیأت مدیره و هزینه نمایندگی تأیید نمی‌گردد.

## آزمون فرضیه چهارم

با توجه به جدول شماره (۱) ضرایب جزئی رگرسیون و سطح معناداری استقلال هیأت مدیره، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. بنابراین، فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین استقلال هیأت مدیره و هزینه نمایندگی تأیید شده و با توجه به منفی بودن ضریب آن می‌توان بیان نمود که با افزایش استقلال هیأت مدیره، نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش (هزینه‌های نمایندگی) کاهش می‌یابد.

## آزمون فرضیه پنجم

با توجه به جدول شماره (۱) ضرایب جزئی رگرسیون و سطح معناداری دوگانگی وظیفه مدیر عامل، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آن بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد و فرضیه پنجم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و هزینه نمایندگی تأیید نمی‌گردد.

## آزمون فرضیه ششم

با توجه به جدول شماره (۱) ضرایب جزئی رگرسیون و سطح معناداری مالکیت نهادی مشاهده می‌شود که سطح معناداری آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. در نتیجه فرضیه ششم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی و هزینه نمایندگی تأیید شده و با توجه به مثبت بودن آن می‌توان بیان نمود که با افزایش مالکیت نهادی، نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش (هزینه‌های نمایندگی) نیز افزایش می‌یابد.

**نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها**

همانطور که نتایج نشان داد، جریان‌های نقدی آزاد دارای رابطه مثبت و معناداری با متغیر هزینه‌های عملیاتی به فروش به عنوان شاخص هزینه‌های نمایندگی می‌باشد. این به آن معناست که با افزایش جریان‌های نقدی، هزینه‌های عملیاتی نیز افزایش می‌یابد. مستقیم بودن این رابطه دلایل مختلفی می‌تواند داشته باشد. یکی از دلایل احتمالی آن این باشد که با افزایش جریان‌های نقدی در شرکت، مدیریت احتمالاً با مشاهده وضعیت مناسب و بالای نقدینگی در صدد افزایش رفاه خود و انجام هزینه‌ها با دقت کمتر و عدم رعایت صرفه‌جویی و مصالح شرکت برمی‌آید و این خود باعث افزایش هزینه‌های سازمان خواهد شد. این نتیجه مشابه با نتایج تحقیق وانگ [۲۸] و جنسن [۱۹] می‌باشد لذا پیشنهاد می‌گردد شرکت‌ها به دنبال اعمال راهکارهای مناسب انضباطی به منظور کنترل رفتار مدیران باشند تا از وجوه نقدی مازاد ایجاد شده در راه‌های بهینه مانند توسعه محصولات جدید، انجام عملیات، پرداخت سود نقدی به سهامداران و یا بازپرداخت بدهی‌ها استفاده کنند.

نتایج همچنین نشان داد بین اندازه هیأت مدیره و هزینه‌های عملیاتی به فروش رابطه معناداری وجود ندارد. علت عدم معناداری این است که تعداد اعضای هیأت مدیره در اکثر شرکت‌ها ۵ نفر بوده و صرفاً مفاد ماده ۱۰۷ اصلاحیه قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ مبنی بر وجود حداقل ۵ عضو هیأت مدیره در شرکت‌های سهامی عام را رعایت نموده‌اند. در واقع متغیر اندازه هیأت مدیره به عنوان یک عنصر ثابت وارد مدل شده است و با توجه به ثابت بودن آن، تأثیری در مدل نخواهد داشت و معنادار نخواهد بود.

علاوه بر این نتایج پژوهش حاکی از وجود رابطه معکوس و معناداری بین استقلال هیأت مدیره و هزینه‌های عملیاتی به فروش می‌باشد. معمولاً مدیران غیر موظف به دلیل منافعشان حاضر به تسامح و تبانی با مدیران اجرایی نمی‌باشند و اقدام به خرج تراشی و افزایش هزینه‌های شرکت نیز نمی‌کنند. به علاوه مدیران غیر موظف به دلیل عدم رابطه و معاشرت مستقیم با مجموعه شرکت و به لحاظ عدم شکل‌گیری روابط انسانی در تصمیم‌گیری‌ها مستقل‌تر عمل می‌نمایند. با توجه به این که مدیران غیر موظف اکثراً در سایر شرکت‌ها دارای سمت‌های اجرایی مدیریت یا تصمیم‌گیری هستند، انگیزه بالایی برای کسب شهرت به عنوان متخصص امر تصمیم‌گیری و برخورداری از فرصت‌های شغلی بهتر در آینده دارند. در نهایت عدم همسویی انگیزه مدیران موظف برای استفاده از ثروت مالکان به منظور کسب منافع شخصی خویش با انگیزه مدیران غیر موظف برای کسب شهرت، باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت شده و کاهش هزینه‌های نمایندگی را در پی خواهد داشت. لذا هرچه میزان استقلال اعضای غیر موظف در هیأت مدیره شرکت‌ها بیشتر باشد (تعداد اعضای غیر موظف بیشتر باشد) نقش کنترلی و نظارتی بیشتری در انجام هزینه‌ها داشته و هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد. این نتایج مطابق با نتایج تحقیق نوروش و همکاران [۵] و مخالف یافته‌های آنک و همکاران [۶] می‌باشد. لذا پیشنهاد می‌شود در ساختار هیأت مدیره شرکت‌ها سهم اعضای غیر موظف افزایش یافته و از آن‌ها در ترکیب هیأت مدیره بیشتر استفاده شود.

نهایتاً وجود رابطه مستقیم و معنادار بین مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و شاخص هزینه‌های نمایندگی (هزینه‌های عملیاتی به فروش) برخلاف ادبیات نظری نشان از افزایش هزینه‌های نمایندگی با وجود اینگونه سرمایه‌گذاران است. سرمایه‌گذاران نهادی عمده ایران (از قبیل بنیاد مستضعفان و جانبازان، سازمان تأمین اجتماعی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری وابسته به بانک‌های دولتی) وابسته به دولت هستند و این موضوع ممکن است باعث کاهش انگیزه‌های آنان در نظارت مؤثر بر فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌پذیر شود. نتایج این پژوهش مخالف یافته‌های گول و همکاران [۱۶]، چن و یوراستین [۸]، جنسن و همکاران [۱۸] و نوروش و همکاران [۵] می‌باشد. با توجه به نقش ضعیف سرمایه‌گذاران نهادی در زمینه کنترل هزینه‌های نمایندگی، سرمایه‌گذاران نهادی باید نقش فعال‌تری در این زمینه ایفا نمایند و به همسو شدن منافع مدیران و سهامداران کمک کنند.

در خصوص این که چرا در ایران اکثر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی مطابق با پیش‌بینی عمل نمی‌کنند، علت‌های مختلفی می‌تواند وجود داشته باشد که مهمترین آن ویژگی‌های محیطی حاکم بر شرایط اقتصادی و تجاری ایران می‌باشد. به طوری که ویژگی‌های حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش دقیقاً با همان کارکرد موجود در کشورهای اروپایی یا آمریکا (که ادبیات نظری بر اساس محیط این کشورها نوشته شده است) عمل نمی‌نمایند و لذا این انتظار بدیهی است که ویژگی‌های مذکور در

نظارت بر رفتار فرصت طلبانه مدیران به طور مؤثر عمل ننموده و یا حتی با هزینه‌های نمایندگی نیز ارتباطی نداشته باشند.

#### فهرست منابع

۱. ابراهیمی کردلر، علی؛ مرادی، محمد و اسکندری، هدی. (۱۳۸۹). "تاثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۲ (۸)، ۱۰۴-۱۱۹.
۲. شعری، صابر و سید حسین خسرو نژاد. (۱۳۸۷). "رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی‌ها و اندازه شرکت با مدیریت سود". **مطالعات حسابداری**، شماره ۲۴، ۷۹-۱۱۵.
۳. فخاری، حسین و طاهری، عصمت السادات. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **مجله پژوهش‌های حسابداری**، ۲ (۴)، ۱۵۹-۱۷۲.
۴. مرادی، مهدی؛ سعیدی، مجتبی و حمیدرضا، رضایی. (۱۳۹۲). "بررسی تاثیر اندازه و استقلال هیأت مدیره بر هزینه‌های نمایندگی". **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، سال دوم، شماره ۷، ۳۵-۵۳.
۵. نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و وافی ثانی، جلال. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات حسابداری**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱، ۲۷-۴.
6. Ang, James S., Rebel A. Cole., & James Wuh Lin. (2000). "Agency costs and ownership structure". **Journal of finance**, 55, 81-106.
7. Bushee, B. J. (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior". **the of Accounting Review**, 3, 305-333.
8. Chen, X., & J. Yur-Austin. (2007). "Re-Measuring Agency Costs: The Effectiveness of Blockholders". **Quarterly Review of Economics and Finance**, 47, 588-601.
9. Coles, J.W., McWilliams, V.B., & Sen, N. (2001). "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance". **Journal of Management**, 27, 23-50.
10. El-Gazzar, S. M. (1998). "Predisclosure information and institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods". **The Accounting Review**, 73, 119-129.
11. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). "Separation of Ownership and Control". **Journal of Law and Economics**, 16, 301-325.
12. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). "Separation of Ownership and Control". **Journal of Law and Economics**, 26, 327-349.
13. Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). "The effect of board size and diversity on strategic change". **Strategic Management Journal**, 15, 241-50.
14. Gompers, P. A., Ishii, J. I., & Metrick, Andrew. (2003). "Corporate governance and equity prices". **Quarterly Journal of Economics**, 118, 107-155.

15. Green, S. (2005). **Sarbanes Oxley and the Board of Directors**. John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey.
16. Gul, S., Sajid, M., Razzaq, N., & F, Afzal. (2012). "Agency Cost, Corporate Governance and Ownership Structure (The Case of Pakistan)". **International Journal of Business and Social Science**, 3(9), 268-277.
17. Henry, Darren. (2010). "Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective". **Pacific- Basin Finance Journal**, 18, 24-46.
18. Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 27(2), 247-263.
19. Jensen, Michael. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover". **American Economic Review**, 76(2), 323-329.
20. Jensen, Michael. C., & Kevin, J. Murphy. (1990). "Performance pay and top-management incentives". **Journal of Political Economy**, 98, 225-264.
21. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). "Theory of firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". **Journal of Financial Economics**, 3, 305-360.
22. Lang, L. H. P., Stulz, R. M., & Walking, R. A. (1991). "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis, the Case of Bid-der Returns". **Journal of Financial Economics**, 29(2), 315-335.
23. Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). "Free Cash Flow and Stockholder Gains in going Private Transactions". **Journal of Finance**, 44(3), 771-787.
24. Limpan, F., & Lipman, L. (2006). **Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private and Not-for-Profit Organizations**. John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey.
25. Petra, S. T. (2005). "Do outside independent directors strengthen corporate boards?". **Corporate Governance**, 5, 55-72.
26. Singh, M., & Davidson, W. N. (2003). "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms". **Journal of Banking and Finance**, 27, 793-816.
27. Vafeas, N. (1999). "Board meeting frequency and firm performance". **Journal of Financial Economics**, 53, 113-142.
28. Wang, G. Y. (2010). "The Impacts of Free Cash Flow and Agency Costs on Firm Performance". **Journal of Service Science & Management**, 3, 408-418.
29. Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model". **Journal of Management**, 2, 291-334.



## **The Analyzing Effective Factors on Agency Costs with Emphasis on the Ratio of Operating Expenses to Sales**

**Dr. Roohollah Seddighi(PhD)<sup>1</sup>**

Assistant Professor of Accounting, Allameh Tabatabai University, Tehran, Iran

**Reza Pourbehi<sup>2</sup>©**

Master of Accounting, Bushehr Branch, Islamic Azad University, Bushehr, Iran

(Received: 6 April 2015; Accepted: 6 July 2015)

The main purpose of the company is acquiring profit or increasing the wealth of shareholders and management is responsible to achieve this goals. In fact Shareholders as owners of the company assign responsibility of acquiring appropriate return on assets to managers and executive compensation is based on their performance. This agency contract is caused agency cost and if the agency costs raised in a firm, the conflict of interest increased in that firm. This research examined the relationship between free cash flow, dividend payments and some of the corporate governance criteria variables (board size, board independence, CEO duality task and institutional ownership) and agency costs with the particular emphasis on the ratio of total operating expenses to sales. Due to the limitations of the research, this article choose 95 companies of listed companies in Tehran Stock Exchange during 2009 to 2013. The result shows that there is a meaningful relationship between free cash flow, dividend payments, board independence, CEO duality task, institutional ownership and agency costs.

**Keywords:** Corporate governance, Agency costs, operating expenses to sales.

---

<sup>1</sup> e\_seddighi@yahoo.com

<sup>2</sup> pourbehireza@yahoo.com (Corresponding Author)