

اثر بخشی ساز و کارهای نظام راهبری شرکت به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی

هاشم ولی پور^۱

علی خرم^۲

تاریخ پذیرش: ۹۰/۲/۲۸

تاریخ دریافت: ۸۹/۹/۲۰

چکیده

در تحقیق حاضر، رابطه بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. برای انجام تحقیق از داده‌های ۵۱ شرکت، طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۰ استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از روش تجزیه و تحلیل پانلی استفاده شده است. نتایج بدست آمده حاکی از آنست که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت سهام مدیران، درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره، نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل بدهی و هزینه‌های نمایندگی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. نتایج تحقیق با فرض وجود ارتباط بین نسبت بدهی شرکت‌ها با هزینه‌های نمایندگی مطابقت ندارد.

واژه‌های کلیدی: هزینه‌های نمایندگی، نظام راهبری شرکت، داده‌های پانلی، نسبت بدهی.

۱- دکتری حسابداری، مدرس دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت (مسئول مکاتبات) h.valipour@gmail.com

۲- کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت

۱- مقدمه

موجب حداکثر شدن رفاه مالک (مالکان) گردد (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸).

با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، به واسطه تضاد منافع بین طرفین، هزینه‌های نمایندگی ایجاد می‌گردد. هزینه‌های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارد، یعنی اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه‌هایی را داشته باشد، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت. جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶)، این هزینه‌ها را به صورت مجموع موارد زیر برشمرده اند:

۱- هزینه‌های نظارت (کنترل) مدیر توسط مالک

این هزینه‌ها شامل تلاش‌هایی است، که از سوی مالکان در راستای کنترل رفتار نماینده و از طریق محدودیت در بودجه، طرح‌های پاداش، استفاده از خدمات حسابرس مستقل، برنامه‌های اختیار خرید سهام، هزینه اخراج مدیران و ... انجام می‌گیرد.

۲- هزینه‌های التزام

هزینه‌های مربوط به ساختار سازمانی به گونه‌ای که بتوان رفتار نامطلوب مدیریت را محدود کرد.

۳- زیان باقیمانده

زیان باقیمانده تفاوت بین عملیات واقعی مدیر و عملیات مورد انتظار وی می‌باشد، که مربوط به دنبال کردن منافع شخصی است.

نظام راهبری شرکت، یکی از سازوکارهای تخفیف مسئله نمایندگی است (مشایخ و اسماعیلی، ۱۳۸۵). نظام راهبری شرکت به سازوکارهایی مربوط است، که شرکت‌ها در چارچوب آن فعالیت می‌کنند و کنترل می‌شوند. نظام راهبری شرکت این اطمینان را پدید می‌آورد، که شرکت‌ها سرمایه خود را بطور موثر به کار گرفته‌اند. بعلاوه این اطمینان را پدید می‌آورد، که شرکت‌ها دامنه وسیعی از گروه‌های ذینفع و همچنین کل جامعه را در نظر گرفته‌اند و هیات مدیره در برابر سهامداران و شرکت پاسخگو است. چنین نظامی به نوبه خود این اطمینان را ایجاد می‌کند، که شرکت‌ها در

پس از آغاز انقلاب صنعتی در قرن نوزدهم و با توسعه شرکت‌های سهامی، انبوه سرمایه‌گذارانی به وجود آمدند، که در اداره واحدهای اقتصادی مورد مشارکت خود نقش مستقیمی نداشتند و تنها از طریق انتخاب هیات مدیره و نظارت بر آن‌ها، بر اداره واحد اقتصادی خود، همت می‌گمارند. حاصل این فرآیند تفکیک مالکیت از مدیریت شرکت‌ها بود. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به پیدایش تئوری نمایندگی شد. این تئوری مربوط به مواردی است، که یک نفر مسئولیت تصمیم‌گیری در خصوص توزیع منابع مالی و یا اقتصادی یا انجام خدمتی را، طی قرارداد مشخصی، به شخص دیگر واگذار می‌نماید. با جدا شدن مالکیت و مدیریت در شرکت‌های سهامی، این امکان بالقوه وجود دارد، که مدیران تصمیماتی را اتخاذ نمایند، که در جهت منافع آنان و در جهت عکس منافع سهامداران باشد. این امکان وجود دارد، که بین مدیران و مالکان عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد و سهامداران نتوانند اعمال و فعالیت‌های مدیران را به طور مستمر مشاهده نمایند.

رابطه نمایندگی عبارت است از نوعی قرار داد که طبق آن یک یا چند نفر (مالک یا مالکین) شخص دیگری (نماینده یا مدیر) را مامور به اجرای عملیاتی می‌کنند و در این راستا اختیار اتخاذ برخی تصمیمات را نیز به وی تفویض می‌نماید (Jensen, 1986).

با برقراری رابطه نمایندگی هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خویش می‌باشند. از آنجا که تابع مطلوبیت مدیران با مالکان یکسان نیست، بین آنها تضاد منافع وجود دارد. به دلیل وجود تضاد منافع، مدیران لزوماً در پی کسب حداکثر منافع برای مالک (مالکان) نخواهند بود. مشکل نمایندگی عبارت است، از ترغیب نماینده به اتخاذ تصمیماتی که

مدیریت شرکت و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت نسبت دادند.

آنگ و همکاران (۲۰۰۰)، رابطه هزینه های نمایندگی و ساختار مالکیت را در ۱۷۰۸ شرکت کوچک آمریکایی مورد بررسی قرار دادند. در تحقیق آن‌ها، هزینه های نمایندگی به دو صورت نسبت گردش دارایی ها و نسبت هزینه های عملیاتی به فروش اندازه گیری شد. نتایج تحقیق آن‌ها بیانگر این بود، که هزینه های نمایندگی دارای رابطه معکوس با نسبت مالکیت درونی هستند. همچنین، در صورت اندازه گیری هزینه ها به صورت نسبت گردش دارایی ها، بین هزینه های نمایندگی و تعداد سهامداران عمده مستقل از مدیریت، رابطه مستقیم وجود دارد.

دوکاس و همکاران (۲۰۰۰)، با استفاده از نمونه ای شامل بیش از ۷۰۰۰ مشاهده طی سال های ۱۹۸۸ الی ۱۹۹۴ به بررسی تأثیر تحلیل گران بر هزینه های نمایندگی پرداختند. در تحقیق آن‌ها تعامل بین فرصت های رشد و جریان های نقدی آزاد به عنوان شاخص هزینه های نمایندگی در نظر گرفته شده بود. روش های آماری مورد استفاده آن‌ها نیز شامل مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی و مدل رگرسیون توییت بود. به طور کلی، نتایج حاصل از تحقیق آن‌ها بیانگر این بود که تحلیل گران اوراق بهادار یکی از ساز و کارهای کاهش هزینه های نمایندگی هستند.

سینگ و دیویدسون (۲۰۰۳)، با استفاده از نمونه ای شامل ۱۵۲۸ شرکت سهامی پذیرفته شده در بورس های آمریکایی طی سال های ۱۹۹۲ الی ۱۹۹۴، به بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و هزینه های نمایندگی پرداختند. آن‌ها نسبت گردش دارایی ها و نسبت هزینه های عملیاتی به فروش را به عنوان معیارهایی از هزینه های نمایندگی در نظر گرفتند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که در صورت استفاده از نسبت گردش دارایی ها به عنوان معیاری از هزینه های

کل در جهت منافع جامعه فعالیت می کنند و موجب جلب اطمینان سرمایه گذاران و جذب سرمایه های بلندمدت می شوند (مکرمی، ۱۳۸۵).

تعریف مورد توافقی در مورد نظام راهبری شرکت وجود ندارد، ولی هدف نهایی آن دستیابی به پاسخگویی، شفافیت، عدالت، انصاف و رعایت حقوق ذینفعان است. دستیابی به اهداف مذکور با ساز و کارهای درون و برون سازمانی حاصل می گردد (حساس یگانه، ۱۳۸۵). این تحقیق در پی یافتن اثر بخشی برخی از این سازوکارها برای کاهش هزینه های نمایندگی می باشد.

با توجه به تدوین پیش نویس آیین نامه نظام راهبری شرکت و نیاز به انجام تحقیقاتی برای شناسایی متغیرهای موثر برای اندازه گیری و کنترل هزینه های نمایندگی در ایران، تحقیق حاضر به دنبال آن است، تا به بررسی رابطه بین هزینه های نمایندگی و سازوکارهای نظام راهبری شرکت بپردازد. در همین راستا اهداف اساسی تحقیق حاضر عبارتند از:

- ۱) شناسایی متغیرهای موثر برای اندازه گیری و کنترل هزینه های نمایندگی
- ۲) شناخت اثر بخشی نظام راهبری شرکت در ایران

پیشینه تحقیق

روسن استین و ویات (۱۹۹۰)، به بررسی تأثیر نسبت مدیران غیرموظف در هیات مدیره بر ثروت سهامداران پرداختند. در تحقیق مذکور با مشاهده واکنش مثبت و قابل ملاحظه بازار نسبت به اعلام پذیرش یک مدیر غیرموظف جدید به عضویت هیات مدیره مشخص گردید که بین افزایش نسبت مدیران غیرموظف هیات مدیره و ارزش شرکت رابطه مستقیم برقرار است. ایشان این افزایش در ارزش را به اعمال نظارت توسط مدیران غیرموظف هیات مدیره بر

تحقیق آن‌ها تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان‌های نقدی آزاد به عنوان شاخص هزینه‌های نمایندگی در نظر گرفته شده بود. نسبت بدهی بلندمدت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها نیز به عنوان متغیر کنترل و معرف نقش نظارتی بستانکاران بر نحوه استفاده مدیریت از جریان‌های نقد آزاد تعریف شده است. نتایج حاصل از تحقیق آن‌ها بیانگر این بود که تحلیل‌گران اوراق بهادار یکی از ساز و کارهای کاهش هزینه‌های نمایندگی هستند. همچنین، بین نسبت بدهی بلندمدت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها و هزینه‌های نمایندگی ارتباط معناداری وجود ندارد.

تروانگ (۲۰۰۶)، به بررسی ارتباط بین ترکیب هیات‌مدیره و ساختار مالکیت با هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های استرالیایی پرداخت. در تحقیق وی، هزینه‌های نمایندگی با استفاده از دو معیار، نسبت گردش دارایی‌ها و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش، اندازه‌گیری شد. نتایج حاصل از بررسی نمونه‌ای شامل ۵۰۰ شرکت طی سال ۲۰۰۴ بیانگر این بود که بین مالکیت مدیریتی و نسبت گردش دارایی‌ها ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد. لیکن بین تعداد سهامداران عمده (تمرکز مالکیت)، درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران عمده و ترکیب هیات‌مدیره با معیارهای هزینه‌های نمایندگی ارتباط معناداری یافت نشد.

چن و یوراستین (۲۰۰۷)، در تحقیق خود تحت عنوان "اندازه‌گیری مجدد هزینه‌های نمایندگی: اثربخشی سهامداران عمده" با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۳۷۱ شرکت طی سال‌های ۱۹۹۶ الی ۲۰۰۱ به این نتیجه رسیدند که نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش که معیاری از افراط‌گرایی مدیریت می‌باشد، دارای ارتباط معنادار منفی با درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران عمده است. نسبت گردش دارایی‌ها نیز، که به عنوان معیاری از کیفیت مدیریت دارایی‌ها

نمایندگی، افزایش مالکیت مدیران باعث افزایش همسویی بین منافع مدیران و مالکان، و در نتیجه باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. بین نسبت مالکیت سهامداران عمده بیرونی و هزینه‌های نمایندگی نیز ارتباط معناداری یافت نشد.

وو (۲۰۰۴)، با بررسی نقش تعیین‌کننده ساختار مالکیت در سیاست‌های تأمین مالی از محل بدهی، در نمونه‌ای شامل ۸۳۳ سال-شرکت ژاپنی طی سال‌های ۱۹۹۲-۲۰۰۰ به نتایج ذیل دست یافت:

(۱) بین بدهی و جریان نقد آزاد رابطه معنادار و مثبتی برقرار است، که این رابطه در شرکت‌های با فرصت رشد پایین، بیشتر از شرکت‌های با رشد بالاست.

(۲) در شرکت‌های با فرصت رشد پائین، سرمایه-گذاران نهادی مدیران را از سرمایه‌گذاری بیشتر از حد باز می‌دارند.

(۳) در شرکت‌های با فرصت رشد بالا سرمایه‌گذاران نهادی از استقراض بیشتر حمایت می‌نمایند.

فلمینگ و همکاران (۲۰۰۵)، با استفاده از نمونه‌ای شامل ۳۸۰۰ شرکت کوچک و متوسط استرالیایی طی سال‌های ۱۹۹۷-۱۹۹۶ و ۱۹۹۷-۱۹۹۸ به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر هزینه‌های نمایندگی پرداختند. آن‌ها نسبت لگاریتم طبیعی دو نسبت گردش دارایی‌ها و هزینه‌های عملیاتی به فروش را به عنوان معیارهایی از هزینه‌های نمایندگی در نظر گرفتند. نتایج تحقیق آن‌ها بیانگر این بود که بین مالکیت مدیریتی و هزینه‌های نمایندگی ارتباط معنادار و منفی وجود دارد. همچنین، آن‌ها دریافتند که با افزایش مالکیت خانوادگی، هزینه‌های نمایندگی شرکت کاهش می‌یابد. دوکاس و همکاران (۲۰۰۵)، با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۰۲۷ مشاهده سال - شرکت، از شرکت‌های انگلیسی طی سال‌های ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۰ به بررسی تأثیر تحلیل‌گران بر هزینه‌های نمایندگی پرداختند. در

مدیریت، پاداش مدیران و تمرکز مالکیت با هزینه های نمایندگی ارتباط معناداری وجود دارد. نسبت استقراض از سیستم بانکی به جمع بدهی ها و نسبت بدهی کوتاه مدت به جمع بدهی ها و همچنین تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره نیز از سازوکارهای تقلیل دهنده هزینه های نمایندگی بودند. افزون بر این، وی به این نتیجه رسید که اثرگذاری سازوکارهای نظام راهبری شرکت بر هزینه های نمایندگی با توجه به فرصت های رشد متفاوت خواهد بود.

فرس و همکاران (۲۰۰۸)، به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ساز و کارهای نظام راهبری شرکت بر هزینه های نمایندگی پرداختند. نمونه مورد بررسی آنها شامل ۱۶۴۷ مشاهده از ۵۴۹ شرکت چینی طی سال های ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۰ بود. هزینه های نمایندگی نیز با استفاده از دو معیار نسبت گردش دارایی ها و نسبت هزینه های عملیاتی به فروش اندازه گیری شد. نتایج تحقیق آنها بیانگر این بود که حضور سهامداران خارجی در ساختار مالکان شرکت های چینی باعث افزایش هزینه های نمایندگی می شود. لیکن، تمرکز در ساختار مالکیت باعث کاهش هزینه های نمایندگی می شود. همچنین، نتایج نشان دهنده این بود که مالکیت نهادی و مالکیت دولتی، تأثیر معناداری بر هزینه های نمایندگی ندارند.

مکنایت و ویر (۲۰۰۹)، به بررسی تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و ساختار مالکیت بر هزینه های نمایندگی پرداختند. نمونه مورد بررسی آنها شامل ۵۳۴ مشاهده از ۱۲۸ شرکت بزرگ انگلیسی طی سال های ۱۹۹۶ الی ۲۰۰۰ بود. در تحقیق آنها از مدل رگرسیون و رویکرد داده های پانلی استفاده شد. همچنین، نسبت گردش دارایی ها، تعامل بین فرصت های رشد و جریان های نقدی آزاد، و تعداد شرکت های تحصیل شده توسط شرکت، به عنوان معیارهایی از هزینه های نمایندگی در نظر گرفته شد.

معرفی شده بود، دارای ارتباط معنادار مثبت با مالکیت عمده است. همچنین، نتایج آنها بیانگر این بود که سهامداران عمده بیرونی دارای تأثیر بیشتری در تقلیل هزینه های نمایندگی هستند. در نهایت، نتایج نشان داد که نسبت بدهی های کوتاه مدت تعدیل شده که معیاری برای سرمایه گذاری کمتر از حد می باشد، دارای ارتباط معنادار و مثبتی با مالکیت عمده مدیریتی است.

لین و چانگ (۲۰۰۸)، به بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر کاهش هزینه های نمایندگی شرکت های تایوانی پرداختند. نمونه مورد بررسی آنها شامل ۲۶۶ شرکت طی سال های ۱۹۹۶ الی ۲۰۰۶ بود. در تحقیق آنها از رویکرد داده های ترکیبی و مدل رگرسیون آستانه ای استفاده شد. همچنین نسبت هزینه های عملیاتی به فروش و نسبت گردش دارایی ها به عنوان معیارهایی از هزینه های نمایندگی در نظر گرفته شد. نتایج حاصل از تحقیق آنها بیانگر این بود که زمانی که مالکیت مدیریتی ۳۶/۵۵٪ باشد، یک درصد افزایش در مالکیت مدیریتی باعث ۰/۳۲ کاهش در نسبت گردش دارایی ها، و زمانی که مالکیت مدیریتی بیشتر از ۵۹/۰۶٪ باشد، باعث ۰/۰۵ کاهش در این نسبت خواهد شد. لیکن، چنانچه مالکیت مدیریتی بین ۵۱/۳۵٪ و ۵۹/۰۶٪ باشد، یک درصد افزایش در مالکیت مدیریتی باعث ۰/۲۱٪ افزایش در نسبت گردش دارایی ها می شود. بین نسبت هزینه های عملیاتی به فروش و مالکیت مدیریتی نیز ارتباط معناداری یافت نشد.

فلوراکیس (۲۰۰۸)، به بررسی تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکت بر هزینه های نمایندگی پرداخت. نمونه مورد بررسی وی شامل ۸۹۷ شرکت انگلیسی طی سال های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ بود. هزینه های نمایندگی نیز با استفاده از دو معیار، نسبت گردش دارایی ها و نسبت هزینه های عملیاتی به فروش، اندازه گیری شد. نتایج تحقیق وی بیانگر این بود که بین مالکیت

مالکیت نهادی نسبت به شرکت‌های با درجه پائینی از مالکیت نهادی، اطلاعات سودهای آتی بیشتر در قیمت سهام منعکس شده است. آن‌ها این یافته را مطابق با مزیت نسبی سهامداران نهادی در جمع آوری و پردازش اطلاعات دانسته و بیان نمودند که با افزایش مالکیت نهادی ناقریه‌گی اطلاعات کاهش خواهد یافت. شواهد این تحقیق نشان از وجود نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت دارد.

مشایخ و اسماعیلی (۱۳۸۵)، در تحقیقی به بررسی رابطه کیفیت سود و برخی جنبه‌های اصول راهبری شامل درصد مالکیت اعضای هیات مدیره و تعداد مدیران غیر موظف در بورس تهران پرداختند. نتایج تحقیق وجود رابطه غیر خطی بین اقلام تعهدی و درصد مالکیت اعضای هیات مدیره را نشان می‌دهد. حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷)، به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند. نمونه مورد بررسی آن‌ها شامل ۶۱ شرکت طی سال‌های ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۳ بود. به طور کلی، نتایج تحقیق آن‌ها بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت بوده و مؤید فرضیه نظارت کارآمد است. با این وجود بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد که فرضیه همگرایی منافع را تأیید نمی‌کند.

نوروش و همکاران (۱۳۸۸)، به بررسی رابطه بین ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها هزینه‌های نمایندگی را تابعی از تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد در نظر گرفتند. شاخص Q-توبین نیز به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد تعریف شد. نتایج حاصل از بررسی نمونه‌ای شامل ۸۸ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۵ بیانگر این بود که بین درصد

نتایج تحقیق آن‌ها بیانگر این بود که افزایش در مالکیت مدیران باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. در صورت استفاده از تعامل فرصت‌های رشد و جریان‌های نقدی آزاد به عنوان معیار هزینه‌های نمایندگی نیز، مالکیت نهادی باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. همچنین، با اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی به صورت نسبت گردش دارایی‌ها، بین نسبت بدهی و هزینه‌های نمایندگی ارتباط معنادار و منفی وجود دارد.

جلینک و استیورک (۲۰۰۹)، به بررسی ارتباط غیرخطی بین هزینه‌های نمایندگی و مالکیت مدیریتی پرداختند. نمونه مورد بررسی آن‌ها شامل ۱۵۱۸۶ مشاهده سال - شرکت آمریکایی طی سال‌های ۱۹۹۲ الی ۲۰۰۴ بود. در پژوهش آن‌ها هزینه‌های نمایندگی با استفاده از دو معیار، نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش و نسبت گردش دارایی‌ها اندازه‌گیری شد. بازده دارایی‌ها نیز به عنوان معیاری از سودآوری در نظر گرفته شد. نتایج حاصل از تحقیق آن‌ها بیانگر این بود که بین بازده دارایی‌ها و نسبت گردش دارایی‌ها با مالکیت مدیریتی ارتباط معنادار مثبت و غیرخطی وجود دارد. بین نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش و مالکیت مدیریتی نیز، ارتباط معنادار غیرخطی و منفی یافت شد.

در ایران، در این زمینه مطالعات چندانی صورت نگرفته است. لیکن، برخی از پژوهش‌هایی که به صورت مستقیم و یا غیرمستقیم با موضوع پژوهش حاضر در ارتباط هستند و به نحوی به بررسی روابط نمایندگی یا نظام راهبری شرکت می‌پردازند، به شرح زیر است:

نورش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴)، طی مطالعه‌ای به بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی در کاهش ناقریه‌گی اطلاعاتی در بورس تهران پرداختند. یافته‌های تحقیق بنیانگر این است که در شرکت‌های با درجه بالای

۲) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن ها منتهی به اسفند ماه باشد.

۳) شرکت ها نایستی سال مالی خود را طی دوره های مورد نظر تغییر داده باشند.

۴) جزو شرکت های واسطه گری مالی نباشد.

۵) اطلاعات مالی مورد نیاز به منظور استخراج داده ها در دسترس باشند.

۶) در طی دوره مورد مطالعه سهام شرکت به طور مستمر معامله شده باشد..

با توجه به شرایط ذکر شده، تعداد ۵۱ شرکت در دوره زمانی ابتدای سال ۱۳۸۰ لغایت پایان سال ۱۳۸۷ به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید

برای تدوین مبانی نظری و مباحث تئوریک تحقیق، کتب و مقالات لاتین و همچنین مقالات فارسی موجود مورد استفاده قرار گرفته است. اطلاعات لازم برای آزمون فرضیه تحقیق از اطلاعات موجود در سایت بورس اوراق بهادار تهران به نشانی اینترنتی www.irbourse.com و سایت اینترنتی www.rids.com متعلق به مرکز مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و بانک های اطلاعاتی نرم افزاری موجود همچون تدبیرپرداز جمع آوری گردیده است.

ایستایی یا پایایی

در ابتدا به بررسی ایستایی یا پایایی متغیرهای تحقیق پرداخته شد. پایایی متغیرها بدان معنی است که، میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سالهای مختلف ثابت بوده است (Harris, 1995). در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، باعث بوجود آمدن رگرسیون کاذب نمی شود. به منظور بررسی پایایی، از آزمون های ایستایی ایم، پسران و شیم (۱۹۹۷)، آزمون تعمیم یافته دیکی فولر (۱۹۸۱)، و آزمون فیلیپس پرون (۱۹۸۸) استفاده

اعضای غیرموظف هیات مدیره و درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی با هزینه های نمایندگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. از طرفی، نتایج تحقیق آن ها با فرض وجود رابطه بین نسبت بدهی شرکت ها و هزینه های نمایندگی، مطابقت نداشت.

قائمی و شهریاری (۱۳۸۸)، به بررسی رابطه بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه مورد بررسی آن ها شامل ۷۷ شرکت طی سال های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۴ بود. متغیر وابسته پژوهش آن ها عملکرد مالی بود که براساس ۵ فاکتور رشد درآمد، رشد سود عملیاتی، رشد سود خالص، بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام مورد ارزیابی قرار گرفت. متغیرهای مستقل نیز عبارت بودند از ترکیب اعضای هیات مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات. نتایج حاصل از پژوهش آن ها بیانگر این بود که بین ترکیب اعضای هیات مدیره و ساختار مالکیت با عملکرد شرکت های مورد بررسی رابطه معناداری وجود ندارد، و تنها افشای اطلاعات است که با عملکرد مالی شرکت رابطه معنادار مثبت دارد.

۳- روش شناسی تحقیق

از آنجا که تحقیق حاضر بر روابط بین شاخص های ساز و کارهای نظام راهبری و هزینه های نمایندگی تمرکز دارد، رویکرد این تحقیق توصیفی-همبستگی می باشد.

به منظور انجام تحقیق، نمونه آماری از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است. این نمونه شامل شرکت هایی است که مجموعه شرایط زیر را داشته باشند:

۱) قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

آزمون بروش-پاگان

بروش و پاگان در سال ۱۹۸۰ از ظریب لاگرانژ (LM) برای آزمون مدل داده های ادغام شده در مقابل آثار تصادفی دو طرفه استفاده نمود، با استفاده از روش تخمین حداکثر درست نمایی به دست می آید. فرضیات این آزمون به صورت زیر است (Baltagi, 2005):

$$H_0 : \delta_\alpha^2 = 0$$

$$H_1 : \delta_\alpha^2 > 0$$

که در این فرضیات، δ_α^2 نشان دهنده واریانس اثر مقطعی مدل برآورد شده از طریق اثر تصادفی است. در این آزمون فرضیه صفر به معنی بهتر بودن استفاده از مدل داده های ادغام شده و رد فرضیه صفر به معنی وجود اثر تصادفی در مدل می باشد. پس از انجام این آزمون با استفاده از نرم افزار Stata، نتایج حاصل از این آزمون در نگاره شماره (۲) آورده شده است که بیانگر رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش داده های پانلی به روش اثرات تصادفی برای این گروه از شرکت ها می باشد.

نگاره شماره ۲ (آزمون بروش-پاگان)

Estimated results	Var	sd=sqrt(Var)
Ln Agency cost	0.325123	0.5701956
e	0.095212	0.3085646
u	0.213971	0.4625703
Test: Var(u)=0		
chi2(1)= 595.91		
Prob>chi2=0.0000		

آزمون هاسمن

با توجه به اینکه آزمون چاو وجود مدل اثرات ثابت و آزمون بروش-پاگان وجود مدل اثر تصادفی را تأیید کرده است، باید از بین دو روش تخمین داده های پانلی یعنی روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی یکی انتخاب شود. برای این منظور در داده های پانلی

شد. بر اساس این آزمون ها، چون مقدار P-Value کمتر از ۰.۵٪ بوده است، کلیه متغیرهای تحقیق در طی دوره تحقیق در سطح پایا (ایستا) بوده اند.

آزمون های مربوط به داده های پانلی

وقتی که از داده های پانلی استفاده می شود، باید آزمون های مختلفی برای تشخیص روش تخمین مناسب انجام داد. رایج ترین آنها آزمون چاو، آزمون بروش-پاگان و آزمون هاسمن می باشد.

آزمون چاو

چاو (۱۹۶۰)، آزمونی را معرفی کرد که برای انتخاب بین روش حداقل مربعات معمولی مدل داده های ادغام شده (تلفیقی) و مدل آثار ثابت مورد استفاده قرار می گیرد. مفروضات این مدل عبارتند از (Baltagi, 2005):

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_{n-1} = 0$$

$$H_1 = \text{Not}$$

μ ضریب متغیر مجازی در مدل آثار ثابت است. در این آزمون، فرضیه صفر بیانگر یکسان بودن ضرایب و عرض از مبدأ در شرکت های مورد بررسی بوده و از این رو رد فرضیه صفر مبین استفاده از روش داده های پانلی و عدم رد فرضیه صفر بیانگر استفاده از روش حداقل مربعات معمولی ادغام شده می باشد. نتایج این آزمون در نگاره شماره (۱) آمده است که بیانگر رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش داده های پانلی به روش اثر ثابت برای این گروه از شرکت ها می باشد.

نگاره ۱ (آزمون چاو)

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	17.388576	(50.350)	۰.۰۰۰۰
Cross-section Chi-square	509.267506	50	۰.۰۰۰۰

فرضیه فرعی دوم: بین درصد مالکیت سهام مدیران و نسبت هزینه عملیاتی به فروش رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره و نسبت هزینه عملیاتی به فروش رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین نسبت بدهی و نسبت هزینه عملیاتی به فروش رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی پنجم: بین نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی و نسبت هزینه عملیاتی به فروش رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

۵- متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری آن ها

هزینه های نمایندگی

در تحقیق حاضر متغیر وابسته هزینه های نمایندگی می باشد، که از یکی از نسبت های کارایی یعنی نسبت هزینه های عملیاتی به فروش سالانه به عنوان معیار هزینه های نمایندگی استفاده می کنیم. نسبت های کارایی اولین بار توسط آنگ، کل و لین (۲۰۰۰) برای سنجش هزینه های نمایندگی مورد استفاده قرار گرفت. آن ها در تحقیق خود از نسبت کارایی هزینه های عملیاتی به فروش سالانه برای اندازه گیری هزینه های نمایندگی بهره جستند. نسبت هزینه های عملیاتی به فروش سالانه، 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 هر چه این نسبت بالاتر باشد، هزینه های نمایندگی بالاتر خواهند بود. مطابق با فلمینگ و همکاران (۲۰۰۵) برای بکارگیری متغیر وابسته تحقیق از لگاریتم طبیعی این متغیر برای تعدیل نوسانات آن استفاده می شود.

از آماره آزمون هاسمن استفاده می کنند. مفروضات این آزمون عبارتند از (Baltagi, 2005):

H_0 : تخمین زن اثرات ثابت و تخمین زن

اثرات تصادفی سازگار می باشند (تفاوتی ندارند)

H_1 : وجود مدل اثر ثابت و رد مدل اثر تصادفی

نتایج بدست آمده از آزمون هاسمن که در نگاره

شماره (۳) آورده شده است، دال بر رد فرض صفر و انتخاب روش اثرات ثابت می باشد.

نگاره شماره ۳ (آزمون هاسمن)

Test Summary	Chi-sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	31.754896	7	0

۶- فرضیه های تحقیق

با توجه به هدف تحقیق مزبور بررسی می شود، که آیا بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی ارتباط معنی داری وجود دارد یا خیر؟ به عبارت دیگر آیا متغیرهای مستقل توانایی توضیح و تبیین متغیرهای وابسته را دارند یا خیر؟ در این راستا مطابق با آنگ و همکاران (۲۰۰۰)، سینگ و دیویدسون (۲۰۰۳)، فلمینگ و همکاران (۲۰۰۵)، فلوراکیس (۲۰۰۸)، و... از نسبت هزینه های عملیاتی به فروش سالانه استفاده شده است. در همین راستا فرضیه های زیر تدوین گردیده است:

فرضیه اصلی: بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت و نسبت هزینه عملیاتی به فروش رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه های فرعی مربوط به فرضیه اصلی

فرضیه فرعی اول: بین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و نسبت هزینه عملیاتی به فروش رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

سرمایه‌گذاران نهادی

سرمایه‌گذاران نهادی موسسه‌هایی هستند، که به خرید و فروش حجم بالایی از اوراق بهادار می‌پردازند؛ مطابق با ادبیات موجود بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... جزء سرمایه‌گذاران نهادی قلمداد می‌شوند.

سرمایه‌گذاران نهادی با استفاده از حق رای، در تصمیم‌گیری‌ها و ساختار هیات مدیره شرکت نفوذ کرده و لذا می‌توانند یکی از منابع نظارت بر عملکرد مدیریت باشند (O'Barr & Conley, 1992).

درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره

از آنجا که مسئولیت‌های اعضای موظف هیات مدیره دارای ارتباط نزدیکی با مدیر عامل است، انتظار می‌رود وظیفه نظارت بر مدیریت عمدتاً بر عهده اعضای غیرموظف هیات مدیره قرار گیرد؛ بنابراین اعضای غیرموظف هیات مدیره از جایگاه مهمی در حل مشکل نمایندگی بین مدیران و مالکان برخوردارند (Fama, 1980).

درصد مالکیت سهام مدیران

جنسن و مک کلینگ در سال ۱۹۷۶ دریافتند، که افزایش درصد مالکیت سهام مدیریت کمک می‌کند، تا منافع سهامداران و مدیران یک جهت شود، به طوری که وقتی درصد مالکیت سهام اعضای هیات مدیره افزایش پیدا می‌کند، عملکرد شرکت از طریق کاهش هزینه‌های نمایندگی افزایش پیدا می‌کند.

نسبت بدهی

تامین مالی از طریق استقراض حداقل به دو صورت زیر به عنوان یک سازوکار کاهنده هزینه‌های نمایندگی، به حل مشکل نمایندگی کمک می‌نماید:

(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 می‌گردد (Agrawal, 1996).

(۲) جنسن (۱۹۸۶)، بیان می‌دارد افزایش بدهی یا کاهش جریان‌های نقد در اختیار مدیریت باعث کاهش هزینه نمایندگی جریان‌های نقد آزاد می‌گردد. رابطه مدیران و اعتباردهندگان متفاوت از رابطه آن‌ها با سهامداران است؛ به این معنا که میزان و زمان پرداخت اصل و فرع بدهی توسط مدیران تعهد شده است، در صورتی که آن تعهدی مبنی بر توزیع میزان معینی از سود در زمان‌های از پیش تعیین شده به سهامداران ندارند.

نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی

ساختار سررسید بدهی می‌تواند، هزینه‌های نمایندگی را تحت تاثیر قرار دهد. بدهی کوتاه مدت نسبت به بدهی بلندمدت برای کاهش مسائل مرتبط با جریان نقد آزاد می‌تواند مفیدتر باشد. میرز (۱۹۹۷)، بیان می‌دارد که هزینه‌های ناشی از تضاد منافع بین مالک و مدیر می‌تواند، از طریق استقراض کوتاه مدت کاهش یابد. فلوراکیس (۲۰۰۸)، در تحقیق خود دریافت، که نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی از سازوکارهای تقلیل دهنده هزینه نمایندگی است.

متغیر کنترل

دوکاس و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند، که شرکت‌های بزرگتر با توجه به پیچیده بودن آنها و مشکلات بیشتری که مالکان آن‌ها در به دست آوردن اطلاعات شرکت دارند، احتمالاً دارای هزینه نمایندگی

$$AGENCY_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 INSOWN_{i,t} + \beta_2 MANOWN_{i,t} + \beta_3 NXRATIO_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 CLEV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 GROW_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$AGENCY_{i,t}$: هزینه های نمایندگی شرکت i در سال t

$INSOWN_{i,t}$: درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی شرکت i در سال t

$MANOWN_{i,t}$: درصد مالکیت مدیریت شرکت i در سال t

$NXRATIO_{i,t}$: درصد مدیران غیرموظف در هیات مدیره شرکت i در سال t

$LEV_{i,t}$: نسبت بدهی شرکت i در سال t

$CLEV_{i,t}$: نسبت بدهی کوتاه مدت به کل دارایی های شرکت i در سال t

$SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت i در پایان سال t

$GROW_{i,t}$: فرصت های رشد شرکت i در سال t

ε : خطا

در این تحقیق برای آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون از آماره فیشر (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان و برای آزمون معنادار بودن هر کدام از ضرایب از آزمون t استیودنت استفاده شده است. همچنین خودهمبستگی بین خطاهای مدل از طریق آزمون دوربین-واتسن بررسی شد. بر اساس این آزمون اگر آماره دوربین واتسن بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گیرد، می توان فرض عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل را پذیرفت.

۶- یافته های تحقیق

در نگاره (۴) نتایج حاصل از برازش مدل رگرسیونی ارائه شده است.

بالایی می باشند. در این تحقیق نیز از اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترل استفاده شده است و از لگاریتم طبیعی فروش به عنوان نماینده اندازه شرکت استفاده شده است.

آپلر و تیمن (۱۹۹۳)، بیان نمودند که شرکت های با فرصت های رشد بالا، احتمالاً بهتر مدیریت می شوند؛ این شرکت ها احتمالاً از جریان های نقد آزاد کمتری نیز برخوردارند، زیرا وجه نقد موجود در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه گذاری می شوند. جنسن (۱۹۸۶)، نیز در تئوری جریان های نقد آزاد نتیجه گیری نمود، که شرکت های دارای جریان های نقد آزاد بالا و فرصت های رشد بالا و سرمایه گذاری کم، دارای هزینه های نمایندگی بالایی هستند. فلوراکیس (۲۰۰۸) در تحقیقی که انجام داد، به این نتیجه رسید که فرصت های رشد می تواند، به عنوان متغیر کنترلی برای بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی باشد. بنابراین در تحقیق حاضر علاوه بر اندازه شرکت از فرصت های رشد نیز به عنوان دومین متغیر کنترلی استفاده می شود. از نسبت Q توین برای اندازه گیری فرصت رشد استفاده می شود.

روش تجزیه و تحلیل داده ها

در تحقیق حاضر با توجه به نوع داده ها و روشهای تجزیه و تحلیل موجود، از روش داده های پانلی استفاده می شود. زیرا به منظور بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی شرکت ها، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۷ آزمون می شوند. به منظور آزمون فرضیات تحقیق مدل رگرسیون چند متغیره زیر برازش شده است:

نگاره ۴ (نتایج تحلیل رگرسیون)

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی	-۰/۳۹۷	-۲/۴۲۶	۰/۰۱۶
درصد مالکیت سهام مدیران	-۰/۱۰۷	-۲/۳۳۱	۰/۰۲۰
درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره	-۰/۳۴۵	-۲/۳۵۸	۰/۰۱۹
نسبت بدهی	-۰/۰۲۹	-۰/۳۶۳	۰/۷۱۷
نسبت بدهی کوتاه مدت	-۰/۳۵۰	-۲/۶۷۶	۰/۰۰۸
اندازه (لگاریتم طبیعی فروش)	۰/۱۱۳	۳/۸۷۲	۰/۰۰۰
فرصت رشد (کیو-توبین)	-۰/۰۳۰۱	-۳/۳۵۷	۰/۰۰۱

P-Value = ۰/۰۰۰ و F آماره = ۱۷/۶۶۹
 آماره دوربین واتسن = ۱/۸۲۱
 R² تعدیل شده = ۰/۴۱۱

کردلر (۱۳۸۴)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷)، و ...
 مطابقت دارد.

آماره t درصد مالکیت سهام مدیران در سطح خطای ۵٪ معنی دار و مطابق با انتظار قبلی ضریب آن منفی می باشد. این مسأله نشان دهنده وجود رابطه منفی و معنادار بین درصد مالکیت سهام مدیران و هزینه نمایندگی بوده و فرضیه فرعی دوم تأیید می گردد، به عبارت دیگر افزایش درصد مالکیت سهام مدیران منجر به کاهش هزینه نمایندگی می شود. نتیجه حاکی از این است که با افزایش مالکیت سهام مدیران، منافع سهامداران و مدیران بیشتر همسو می شود؛ از این رو یافته های تحقیق مطابق با نتایج تحقیقات محققانی از جمله سینگ و دیویدسون (۲۰۰۳)، فلمینگ و همکاران (۲۰۰۵)، تروانگ (۲۰۰۶)، فلوراکیس (۲۰۰۸)، مک نایت و ویر (۲۰۰۹) و ... می باشد.

ضریب متغیر درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره منفی و حاکی از رابطه عکس با هزینه نمایندگی

ضریب تعیین (R²) معیاری است که قوت رابطه میان متغیر مستقل و متغیر وابسته را تشریح می کند. مقدار این ضرایب در واقع مشخص کننده آن است که چند درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح داده می شود. در این مدل $R^2 = ۰/۴۱۱$ می باشد. یعنی ۴۱/۱٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل نظام راهبری قابل توضیح است. علاوه بر این، عدد مربوط به دوربین واتسن مدل برابر ۱/۸۲ می باشد که نشان دهنده عدم وجود خطای خود همبستگی در مدل می باشد.

ضریب و آماره t مربوط به متغیر درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی حاکی از وجود رابطه عکس و معنادار بین این متغیر و هزینه نمایندگی است. در نتیجه فرضیه فرعی اول 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 وو (۲۰۰۴)، نوروش و همکاران (۱۳۸۸)، نوروش و ابراهیمی

در تحقیق حاضر، هزینه های نمایندگی به عنوان لگاریتم طبیعی نسبت هزینه عملیاتی به فروش تعریف شده است؛ یافته های تحقیق نشان دهنده عدم وجود رابطه معنادار بین نسبت بدهی و هزینه نمایندگی می باشد.

ضریب متغیر نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی منفی و حاکی از رابطه عکس با هزینه نمایندگی است. آماره t این متغیر در سطح خطای ۵٪ معنادار می باشد. بنابراین فرضیه فرعی پنجم تحقیق تأیید می گردد. بنا براین با توجه به رد فرضیه فرعی چهارم می توان نتیجه گرفت که بدهی های کوتاه مدت نسبت به بدهی بلند مدت بیشتر می تواند مسائل مرتبط با جریان های نقد آزاد را کاهش دهد. از این رو یافته های تحقیق مطابق با تحقیق انجام شده توسط فلوراکیس (۲۰۰۸) می باشد. دلیلی که بدهی های کوتاه مدت در ایران بهتر از بدهی بلند مدت می تواند به عنوان عاملی در کنترل هزینه های نمایندگی، موثر واقع شود این است که شرکت های ایرانی بیشتر از طریق بدهی های کوتاه مدت تامین مالی می کنند و رقم بالای نسبت بدهی های کوتاه مدت به کل بدهی در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران نشان دهنده این امر می باشد.

نتایج تحقیق مبین رابطه مثبت و معنادار بین اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی فروش) با هزینه های نمایندگی می باشد. یعنی با بزرگتر شدن شرکت هزینه های نمایندگی نیز افزایش می یابد که مطابق با یافته ای تحقیق دوکاس و همکاران (۲۰۰۵)، و نوروش و همکاران (۱۳۸۸) می باشد

همچنین رابطه منفی و معناداری بین فرصت رشد (کیو-توبین) با هزینه نمایندگی وجود دارد. می توان نتیجه گرفت که شرکت های با فرصت رشد بالا بهتر از شرکت هایی با فرصت رشد کم مدیریت می

است. آماره t این متغیر در سطح خطای ۵٪ معنادار می باشد. بنابراین فرضیه فرعی سوم تحقیق تأیید می گردد. به عبارت دیگر افزایش درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره منجر به کاهش هزینه نمایندگی می شود. نتیجه حاکی از این است که با افزایش مدیران غیرموظف، نظارت بر عملکرد مدیران شرکت مؤثرتر شده و به همسویی بیشتر فعالیت های مدیران اجرایی شرکت با منافع سهامداران می انجامد؛ از این رو یافته های تحقیق مطابق با نتایج تحقیقات محققانی از جمله سینگ و دیویدسون (۲۰۰۳)، فلمینگ و همکاران (۲۰۰۵)، فلوراکیس (۲۰۰۸)، روسن استین و ویات (۱۹۹۰)، نوروش و همکاران (۱۳۸۸) و ... می باشد.

در رابطه به متغیر نسبت بدهی، ضریب آن منفی است بنابراین بین نسبت بدهی و هزینه نمایندگی رابطه منفی وجود دارد، لیکن به دلیل آنکه آماره t مربوطه در سطح ۹۵٪ معنادار نمی باشد، فرضیه فرعی چهارم تحقیق تأیید نمی گردد. تحقیقات قبلی که به دنبال بررسی سازوکارهای کنترلی هزینه های نمایندگی بوده اند، در مورد بدهی به نتایج دو گانه دست یافته اند:

دوکاس و همکاران (۲۰۰۵)، مک نایت و ویر (۲۰۰۹)، و نوروش و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیق خود هزینه نمایندگی را تابعی از تعامل فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد تعریف نموده اند؛ یافته های تحقیق بیانگر عدم وجود رابطه معناداری بین هزینه نمایندگی و نسبت بدهی بوده است.

لیکن فلوراکیس (۲۰۰۸)، آنگ و همکاران (۲۰۰۰)، و مک نایت و ویر (۲۰۰۹) هزینه های نمایندگی را در بخشی از تحقیق خود به عنوان نسبت فروش به دارایی تعریف نموده اند. نتایج تحقیقات مذکور حاکی از وجود رابطه معناداری بین نسبت بدهی و هزینه نمایندگی می باشد.

و ارزش شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، ص ۱۰۷-۱۲۲.

(۲) حساس یگانه، ی.، (۱۳۸۵)، حاکمیت شرکتی در

ایران، مجله حسابرس، شماره ۳۲، ص ۳۹-۳۲

(۳) دانایی فرد، ح. الوانی، م. و آذر، ع.، (۱۳۸۳)،

روش شناسی پژوهش کمی در مدیریت با رویکرد جامع، تهران، انتشارات صفار، ص ۵۰-۲۰.

(۴) قائمی، م. و شهریاری، م.، (۱۳۸۸)، حاکمیت

شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها، پیشرفت‌های حسابداری، شماره ۱، ص ۱۲۸-۱۱۳.

(۵) مشایخ، ش. و اسماعیلی، م.، (۱۳۸۵)، بررسی

رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

تهران، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، ص ۴۴-۲۵.

(۶) مکرمی، ی.، (۱۳۸۵)، اصول نظام راهبری بنگاه،

مجله حسابرس، شماره ۳۲، ص ۴۰

(۷) نوروش، ا. و ابراهیمی کردلر، ع.، (۱۳۸۴)،

بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری

عملکرد. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، ص ۹۷-۱۲۴.

(۸) نوروش، ا. کرمی، غ. و وافی ثانی، ج.، (۱۳۸۸)،

بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری، شماره اول، ص ۲۷-۴.

9) Agrawal, A. and Koneber, C.R., (1996), Firm performance and mechanisms to control agency problem between managers and shareholders, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31, pp. 377-397

10) Ang, J. Cole, R. and Lin, J., (2000), Agency Costs and Ownership Structure. The Journal of Finance, Vol. 55, No. 1, pp. 81-106

شوند که مطابق با تحقیق انجام شده توسط فلوراکیس (۲۰۰۸) می باشد.

۷- نتیجه گیری و بحث

هزینه های نمایندگی در نتیجه تضاد منافع بین مالکان و مدیران بوجود می آیند و اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارند. یکی از سازوکارهای کنترل هزینه های نمایندگی نظام راهبری شرکت است. ما با استفاده از لگاریتم طبیعی نسبت هزینه های عملیاتی به فروش سالانه به بررسی تاثیر برخی از این سازوکارهای نظام راهبری شرکت بر هزینه های نمایندگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختیم.

نتایج این تحقیق بیانگر مشارکت فعال سرمایه گذاران نهادی در تصمیم گیری های مدیریت و کاهش تضاد منافع بین مدیران و مالکان می باشد. از طرفی با توجه به یافته های تحقیق حاضر می توان ادعا کرد که با افزایش درصد مالکیت سهام مدیران و افزایش درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره، منافع سهامداران و مدیران بیشتر همسو می شود و از این رو موجب کاهش هزینه های نمایندگی می شود. علاوه بر این، نتایج نشان داد که نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی می تواند به عنوان یک سازوکار تقلیل دهنده هزینه نمایندگی معرفی شود.

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.

فهرست منابع

(۱) حساس یگانه، ی. مرادی، م. و اسکندر، ه.، (۱۳۸۷)، بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی

- 23) Jurkus, A. F. Park, J. C., and Woodard, L. S., (2010), Women in Top Management and Agency Costs, *Journal of Business Research*, pp. 1-7
- 24) McKnight, P. J and Weir, C., (2009), 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*, 49, pp. 139-158
- 25) Myers, S. (1977), Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 147-75
- 26) O' Bar, W.M. and Conley, J.M., (1992), Fortune and folly: The wealth and power of institutional investing, Homewood, IL: Richard D, Irwin, Inc.
- 27) Opler, T. and Titman, S., (1993), The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs financial distress costs, *Journal of finance*, 48, pp. 1985-1999.
- 28) Phillips, P. C. B., (1986), Understanding Spurious Regressions in Econometrics, *Journal of Econometrics*, Vol. 33, pp. 311-340
- 29) Rosenstien, S. and Wyatt, J.G., (1990), Outside directors, board independence and shareholder Wealth, *Journal of financial Economics*, 26, pp. 91-175
- 30) Singh, M. and Davidson, W.A., (2003), Agency costs, ownership structures and corporate governance mechanisms, *Journal of Banking and Finance*, 27, pp. 793-816
- 31) Truong, T., (2006), Corporate Boards, Ownership and Agency Costs: Evidence from Australia, *The Business Review, Cambridge; Summer*, Vol. 5, Issue. 2, pp. 163-167.
- 32) Williamson, O, E., (1996), *The Mechanisms of Governance* oxford university press, New York, p-25
- 11) Baltagi, B. H., (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, 3rd edition. Great Britain. John Wiley & Sons Ltd, pp. 11-246
- 12) Chen, X. and Yur-Austin, J., (2007), Re-Measuring Agency Costs: The Effectiveness of Blockholders. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, pp. 588-601
- 13) Doukas, J. A. Kim, C. and Pantzalis, C., (2000), Security Analysis, Agency Costs and Company Characteristics, *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, No. 6, pp. 54-63.
- 14) Doukas, J. A. McKnight, P.J. and Pantzalis, C., (2005), Security Analysis, Agency Costs and UK Firm Characteristics, *International Review of Financial Analysis*, 14, pp. 493-507
- 15) Fama, E.F., (1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88, pp. 288-307
- 16) Firth, M. Fung, P. M. Y. and Rui, O. M., (2008), Ownership, Governance Mechanisms, and Agency Costs in China's Listed Firms. *Journal of Asset Management*, Vol. 9, No 2, pp. 90-101.
- 17) Fleming, G. Heaney, R. and McCosker, R., (2005), Agency Costs and Ownership Structure in Australia, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, pp. 29-52.
- 18) Florackis, C., (2008), Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4 No. 1, pp. 37-59.
- 19) Harris, R. I. D., (1995), *Using Cointegration Analysis in Econometric Modelling*, Prentice Hall/Harvester Wheatsheaf, London, p-311
- 20) Jelinek, K. and Stuerke, P. S., (2009), The Nonlinear Relation Between Agency Costs and Managerial Equity Ownership, Evidence of Decreasing Benefits of Increasing Ownership, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 5, No. 2, pp. 156-178.
- 21) Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economics Review*, Vol. 76, pp. 323-339.
- 22) Jensen, M. and Meckling, W., (1976), Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360