

## بررسی تاثیر ابعاد حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی شرکت های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مریم احمدی

عضو هیئت علمی موسسه آموزش عالی غیر انتفاعی دارالعلم یزد  
M.ahmadi6570@gmail.com

مجتبی مومنی

دانش آموخته مدیریت بازرگانی - گرایش مالی موسسه آموزش عالی غیر انتفاعی دارالعلم یزد  
Momeni365zm@gmail.com

1

### چکیده

به دلیل گسترش روز افزون شرکت های سهامی و به دنبال آن تفکیک مالکیت از مدیریت، حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه گذاران و ذی نفعان مطرح شده است. جهت موثر واقع شدن سازوکارهای حاکمیت شرکتی، لازم است تا سازوکارهای خارجی از آن ها حمایت کنند. بنابراین در این پژوهش سعی بر این شده است تا تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی شرکت های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شود. به همین منظور، با در نظر گرفتن برخی از ویژگی ها، از میان شرکت هایی که در سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ در شرکت های داروسازی بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده بودند، ۳۰ شرکت استخراج شد. در این تحقیق حاکمیت شرکتی و ابعاد آن به عنوان متغیر مستقل، هزینه های نمایندگی به عنوان متغیر وابسته و برای تعدیل مدل نیز از متغیر اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان داد که بین تمامی ابعاد ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و هزینه های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد و این ابعاد بر هزینه های نمایندگی تاثیر گذارند.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، هزینه نمایندگی، شرکت های داروئی

## دومین همایش بین المللی و چهارمین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی

دانشگاه تهران - ۳۰ آذر ۹۶

### مقدمه

سالیان متمادی، اقتصاددانان تصور می کردند که همه گروه های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می کنند، اما در ۳۰ سال گذشته، موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه ها مشاهده شده است و اقتصاددانان چگونگی مواجهه شرکت ها با این گونه تضادها را مطرح کرده اند (جنسن، ۱۹۸۶). با جداسدن مالکیت و مدیریت در شرکت های سهامی، مدیران، به عنوان نماینده سهامداران، شرکت را اداره می کنند. با شکل گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می شود، که به آن مشکل نمایندگی گفته می شود (فلوراکیس، ۲۰۰۸)؛ یعنی این امکان بالقوه به وجود می آید که مدیران تصمیماتی اتخاذ نمایند که در جهت منافع آنان و عکس منافع سهامداران باشد.

در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است، بنابراین، به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت و عملکرد او را ارزیابی می کنند. حل مسئله نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می کند که مدیران در تلاش اند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند. برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت پاسخگویی شرکت ها در مقابل عموم و افراد ذی نفع باید مراقبت و نظارت کافی به عمل آید. اعمال مراقبت و نظارت مستلزم سازوکارهای مناسب است، از جمله این سازوکارها طراحی و اجرای حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت هاست.

کدبری «حاکمیت شرکتی را سیستمی معرفی می کند که در آن شرکت ها هدایت و کنترل می شوند. در واقع، آن را در ارتباط با سیستم ها، فرایندها، مسئولیت ها، نظام های کنترلی و تصمیم گیری در قلب و بالاترین سطح یک سازمان می داند» (کدبری، ۱۹۹۲).

### ۲- مبانی نظری

پس از آغاز انقلاب صنعتی و با گسترش شرکت های سهامی، انبوه سرمایه گذاری به وجود آمدند، که در اداره واحدهای اقتصادی خود نقش مستقیمی نداشتند و از طریق انتخاب مدیر و هیأت مدیره و نظارت بر آن ها، بر اداره واحد اقتصادی خود، همت می گماردند. حاصل این تحولات تفکیک مالکیت از مدیریت شرکت ها بود (نمازی، ۱۳۸۴). جدایی مالکیت منجر به پیدایش تئوری نمایندگی شد. مبانی تئوری نمایندگی توسط (Jensen & Meckling, ۱۹۷۶) مطرح شد، آنها مدیران را به عنوان کارگزاران و سهامداران را به عنوان کارگزار تعریف کردند. بر اساس این تئوری فرض بر این است که کارگزار و کارگزاران با هم تضاد منافع دارند زیرا این احتمال وجود دارد که مدیران در تصمیم گیری ها به دنبال تأمین منافع شخصی خود بوده و لزوماً به نفع سهامداران عمل نمی کنند. با جدایی مالکیت از مدیریت در شرکت های بزرگ، این امکان به وجود آمده است که مدیران تصمیماتی اتخاذ نمایند که در جهت منافع خودشان بوده و با منافع سهامداران در تضاد باشد (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶). در تئوری مالی فرضی اساسی آن است که هدف اولیه شرکت ها افزایش ثروت سهامداران است. اما در عمل این گونه نیست، مدیران همیشه کاملاً به دنبال منافع مالکان نیستند و این امکان وجود دارد که آن ها سعی در دستیابی به افزایش منافع خود به وسیله ثروت مالکان باشند. نتیجه این تفکر مدیران منجر به ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی بین مالک و مدیر شده و انگیزه های متفاوت آنان، موجب عدم اعتماد مالکان به مدیران شده است (مرادی و همکاران، ۱۳۹۲).

### ۲-۱) هزینه های نمایندگی

رابطه نمایندگی قراردادی است که به موجب آن یک یا چند نفر مالک، شخص دیگری را به عنوان نماینده از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم گیری به وی تفویض می کنند. در نتیجه سهامداران باید مخارجی را متحمل شوند تا بتوانند منافع مدیران را با



## دومین همایش بین المللی و چهارمین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی

دانشگاه تهران - ۳۰ آذر ۹۶

خود همسو کنند. از آنجا که چنین مخارجی به واسطه شکل گیری رابطه نمایندگی پدید می آید، هزینه های نمایندگی نامیده می شود (Jensen & Meckling, ۱۹۷۶). تئوری نمایندگی بیان می کند که هزینه های نمایندگی به دنبال جدایی مالکیت و مدیریت شرکت ایجاد شده است. در واقع، سهامداران اداره امور شرکت را به مدیریت واگذار می کنند و اگر مدیریت برخلاف هدف اصلی شرکت، یعنی حداکثر کردن ثروت سهامداران، تصمیم گیری و عمل کند، سهامداران متحمل هزینه های نمایندگی خواهند شد (سوادجانی و علامه حائری، ۲۰۱۱).

شواهد تجربی بسیاری مبنی بر اینکه تصمیم های مالی، تصمیم های سرمایه گذاری و از این رو، ارزش شرکت تحت تاثیر تضاد نمایندگی و میزان هزینه های نمایندگی قرار می گیرد، وجود دارد. هزینه های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارد، یعنی اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه هایی را داشته باشد، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت (Florackis, ۲۰۰۸).

هزینه های نمایندگی ناشی از تلاش های سهامداران برای کنترل مدیران است که اغلب دارای هزینه های سنگینی است. طرح ها و قراردادهای از روش های کنترل است. این قراردادها که بین مدیران و سهامداران منعقد می شود، منافع دو گروه را هماهنگ می کند. افزون بر سهامداران، مدیران نیز مایلند ثابت کنند که آنها نسبت به سهامداران مسئول بوده و به دنبال افزایش ثروت سهامداران هستند. بنابراین، انگیزه هایی برای شفافیت مالی، گزارش ریسک شرکت و ... خواهند داشت که هزینه های مربوطه بخشی از هزینه های نمایندگی است. مجموع هزینه های نمایندگی را می توان به صورت ذیل خلاصه نمود؛ مجموع هزینه های کنترل کارگزار، هزینه های الزام کارگزار و هرگونه زیان مازاد باقی مانده (حساس، یگانه، ۱۳۸۴). (Jensen & Meckling, ۱۹۷۶). این هزینه های نمایندگی را به صورت زیر بیان داشته اند:

۱. هزینه های نظارت (کنترل) مدیر توسط مالک: این هزینه ها از سوی مالکان از طریق طرح های پاداش، اختیار خرید سهام، استفاده از خدمات حسابرسان مستقل و ... انجام می گیرد.
۲. هزینه های التزام: هزینه های مربوط به ساختار سازمانی به گونه ای که بتوان رفتار نامطلوب مدیریت را محدود کرد.
۳. زیان باقیمانده: زیان باقیمانده تفاوت بین عملیات واقعی مدیر و عملیات مورد انتظار وی می باشد، که مربوط به دنبال کردن منافع شخصی است، زیان باقیمانده باعث کاهش رفاه سهامداران می شود.

### ۲-۲) حاکمیت شرکتی

نظام حاکمیت شرکتی بیش از هر چیز، حیات شرکت را در بلندمدت هدف قرار داده و در این راستا سعی دارد تا از منافع سهامداران در مقابل مدیران شرکتها پشتیبانی و از انتقال ناخواسته ثروت میان گروه های مختلف و تضييع حقوق عموم و سهامداران جزء جلوگیری کند. حاکمیت شرکتی شامل معیارهایی است که باعث افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکتها شده، از قدرت مدیران اجرایی کاسته و عملکرد شرکتها را بهبود می بخشد. نظام مطلوب حاکمیت شرکتی سبب می شود که شرکتها از سرمایه خود به نحو موثری استفاده کنند، منافع صاحبان سود و جامعه ای که در آن فعالیت دارند، در نظر بگیرند، در برابر شرکتها و سهامداران پاسخگو باشند و سبب جلب اعتماد سرمایه گذاران و جذب سرمایه های بلندمدت شوند (احمد پور و منتظری، ۱۳۹۰).  
تعریف مورد توافقی در مورد نظام راهبری شرکت وجود ندارد، تعریف های موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع قرار می گیرند. در دیدگاه های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می شود. این الگویی قدیمی است که در قالب نظریه نمایندگی بیان می شود. در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می توان به صورت شبکه ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آنها (سهامداران) بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان،



## دومین همایش بین المللی و چهارمین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی

دانشگاه تهران - ۳۰ آذر ۹۶

دارندگان اوراق قرضه و ... وجود دارد چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذینفعان دیده می شود (حساس یگانه، ۱۳۸۵). اساس تئوری ذینفعان این است که شرکت ها بسیار بزرگ شده اند و تاثیر آنها بر جامعه آنچنان عمیق است که باید علاوه بر سهامداران، به بخش های بسیار بیشتری از جامعه توجه کنند و در قبال آنها پاسخگو باشند. هدف نهایی حاکمیت شرکتی دستیابی به پاسخگویی، شفافیت، عدالت، انصاف و رعایت حقوق ذینفعان است. دستیابی به اهداف مذکور با سازوکارهای درون و برون سازمانی حاصل می گردد (حساس یگانه، ۱۳۸۵). در ادامه چند تعریف از حاکمیت شرکتی آورده می شود:

حاکمیت شرکتی اصولاً با روش هایی سروکار دارد که باعث ایجاد اطمینان در عرضه کنندگان منابع مالی برای شرکت ها در خصوص کسب بازده معقولی از سرمایه گذاری های آنها در شرکت می شود (Shelifer & Vishny, 1997).

سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD)، حاکمیت شرکتی را به این صورت تعریف کرده است: "مجموعه ای از روابط بین مدیریت، هیئت مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان شرکت است. حاکمیت شرکتی همچنین ساختاری را فراهم می آورد که از طریق آن اهداف شرکت تدوین و ابزارهای دستیابی به این اهداف و همچنین نحوه نظارت بر عملکرد مدیران مشخص می گردد." فدراسیون بین المللی حسابداران (IFAC) در سال ۲۰۰۴، حاکمیت شرکتی را چنین تعریف کرده است: «حاکمیت شرکتی عبارت است از مسئولیت ها و شیوه های به کار برده شده توسط هیئت مدیره و مدیران موظف با هدف مشخص کردن مسیر راهبردی است که تضمین کننده مسیر دستیابی به هدف ها، کنترل ریسک ها و مصرف مسئولانه منابع است.»

حاکمیت شرکتی شامل فرآیندهایی برای راهبری تلاش های شرکت در راستای ایجاد ارزش برای سهامداران است و به عنوان فلسفه و سازوکاری در جهت حمایت از منافع گروهی و فردی تمام مدعیان و ذی نفعان شرکت محسوب می شود (حسن و بوت، ۲۰۰۹).

### ۲-۳) حاکمیت شرکتی و هزینه های نمایندگی

بر اساس مبانی نظری حاکمیت شرکتی، مکانیسم های مختلفی به منظور کنترل هزینه های نمایندگی وجود دارد. پژوهشگران متعددی در تحقیقات خود دسته بندی های گوناگونی از مکانیسم های کاهش هزینه نمایندگی حاکمیت شرکتی بر شمرده اند. به طور مثال محقق، دسته بندی کلی از این مکانیسم ها ارائه داده است. وی معتقد است که مبانی نظری حاکمیت شرکتی شامل 6 مکانیسم مختلف به منظور کنترل هزینه های نمایندگی به شرح زیر می باشد. (Kumar, 2003).

ساختار مالکیت (Shelifer & Vishny, 1997)، (Jensen & Mourphy, 1976).

ساختار سرمایه (Jensen, 1986).

ساختار هیئت مدیره (Jensen, 1986).

حقوق و پاداش مدیریتی (Jensen & Mourphy, 1990).

رقابت در بازار محصول (Hart, 1983).

بلعیدن شرکت ها (Jensen & Warner, 1988).

همچنین هنری (2010)، بیان می کند که تعدادی از ویژگی های نظارتی و حاکمیتی خارجی وجود دارد که دارای توان بالقوه جهت تأثیر بر هزینه های نمایندگی در سطح شرکت هستند. که شامل ساختار مالکیت، ساختار سرمایه شرکت و سیاست تقسیم سود می باشد. در این پژوهش تأثیر مالکان نهادی، ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود و رقابت بازار محصول به عنوان ساز و کارهای کنترلی و نظارتی حاکمیت شرکتی بر هزینه نمایندگی بررسی خواهد شد. در ادامه چگونگی اثرگذاری هر یک از این تغییرها بر هزینه نمایندگی شرح داده می شود.



## دومین همایش بین المللی و چهارمین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی

دانشگاه تهران - ۳۰ آذر ۹۶

### ۴-۲) پیشینه تحقیق

مک نایت و ویر با انتخاب نمونه‌ای شامل ۵۳۴ شرکت از بین شرکت‌های بزرگ انگلیسی طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۰ تأثیر متغیرهای نظام راهبری شرکت را بر هزینه‌های نمایندگی آزمون کردند. در این تحقیق هزینه‌های نمایندگی به سه صورت اندازه‌گیری شدند: نسبت فروش به دارایی‌ها؛ رابطه جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد؛ تعداد شرکت‌های تحصیل شده توسط شرکت. آن‌ها در این تحقیق به نتایج ذیل دست یافتند

- افزایش در مالکیت مدیران به کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند؛

- در صورت اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی به روش سوم، افزایش درصد اعضای غیرموظف به کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند (مک نایت و ویر، ۲۰۰۹).

چن و همکاران (۲۰۱۲) با بررسی داده‌های اداری و مالی ۱۵۰۰ شرکت در دوره زمانی ۱۹۹۶-۲۰۰۵ به این نتیجه رسیدند که افزایش هزینه‌های اداری، عمومی و فروش از قبیل هزینه‌های سربار تحقق یافته در بخش اداره شرکت‌ها در زمانی که فروش (تقاضا) بالا می‌رود، دارای شیب بیشتری است نسبت به کاهش این هزینه‌ها در زمانی که فروش (تقاضا) کاهش می‌یابد. همچنین آن‌ها رفتار نامتقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش در سطوح بهینه را مورد بررسی قرار دادند که نتیجه آن نشان دهنده عدم تقارن بیشتر هزینه‌های اداری، عمومی و فروش در صورت تحمیل فاکتورهای اقتصادی است که این هم بر رابطه مثبت تئوری نمایندگی و درجه عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش دلالت دارد؛ بدین ترتیب که هر چه ساختار تجربی این محرک قوی‌تر باشد، عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش بیشتر و هزینه‌های اداری، عمومی و فروش بیشتری در سطوح مطلوب شرکت به وجود می‌آید. همچنین آنها به این نتیجه رسیدند زمانی که سیستم اداره شرکت آشفته است، رابطه مثبتی بین مسئله نمایندگی و عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش وجود دارد و به نظر می‌رسد تاثیر حاکمیت شرکتی قوی بر مسئله نمایندگی موجب تعدیل و کاهش عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش شود.

هی در سال ۲۰۱۲ در پژوهشی مشکلات نمایندگی، رقابتی بودن بازار محصول و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های ژاپنی را بررسی کرد. نتایج این پژوهش نشان داد که شرکت‌های فعال در صنایع رقابتی‌تر بیش از شرکت‌های فعال در صنایعی که درجه رقابت در آنها پایین می‌باشد، سود تقسیم می‌کنند. به طور کلی یافته‌های این پژوهش نشان داد که درجه رقابتی بودن بازار محصول به عنوان یک مکانیزم موثر جهت کاهش مشکلات نمایندگی عمل می‌کند. در این پژوهش از معیار هرفیندال - هریشمن جهت سنجش رقابت استفاده شده است.

در مطالعه‌ای ارتباط این کنترل حاکمیت و عملکرد شرکت در تایوان مورد بررسی قرار گرفته شده است. تمرکز این پژوهش بر این نکته بوده که آیا رقابت خارجی و مالکیت داخلی، اثر سوء کنترل مالکیت بر عملکرد شرکت را کاهش می‌دهد و آیا حاکمیت شرکتی خارجی نسبت به حاکمیت داخلی تاثیر بیشتری بر این رابطه دارد. نتایج نشان داد که هرگاه سطح بالایی از کنترل وجود داشته باشد در حالی که رقابت یا حاکمیت داخلی ضعیف باشد، کنترل مالکیت تاثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد. اما هنگامی که رقابت و مالکیت داخلی قوی باشد این اثر منفی از بین می‌رود. علاوه بر این رقابت خارجی تاثیر بیشتری نسبت به حاکمیت داخلی در کاهش اثر منفی کنترل مالکیت بر عملکرد شرکت دارد (چن و همکاران، ۲۰۱۴).

## دومین همایش بین المللی و چهارمین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی

دانشگاه تهران - ۳۰ آذر ۹۶

### ۳- روش شناسی پژوهش

#### 1-3) نوع پژوهش

انتخاب روش تحقیق بستگی به هدفها، ماهیت پژوهش و امکانات اجرایی آن دارد. بنابراین هنگامی می توان در مورد نوع روش تحقیق تصمیم گیری نمود که ماهیت موضوع پژوهش، هدفها و وسعت دامنه تحقیق مشخص شده باشد (نادری و سیف نراقی، 1392).

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع کاربردی است و از نظر ماهیت و روش، توصیفی و از نوع همبستگی می باشد. این پژوهش رابطه بین متغیرهای مورد نظر را بر مبنای اطلاعات گذشته مورد آزمون قرار می دهد.

#### 2-3) فرضیه پژوهش

با توجه به هدف و موضوع پژوهش، فرضیه های زیر جهت بررسی موضوع تدوین شده اند:  
فرضیه اصلی:

بین حق حاکمیت شرکتی و هزینه های نمایندگی در شرکت های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

#### فرضیات فرعی

۱: تمرکز مالکیت بر هزینه های نمایندگی در شرکت های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.  
۲: استقلال هیئت مدیره بر هزینه های نمایندگی در شرکت های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

۳: نسبت حضور سرمایه گذار نهادی بر هزینه های نمایندگی در شرکت های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

۴: دوگانگی نقش هیئت رئیسه بر هزینه های نمایندگی در شرکت های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

۵: وجود حسابرس داخلی بر هزینه های نمایندگی در شرکت های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

#### 3-3) جامعه و نمونه آماری

جامعه به کل گروه، افراد، رویدادها و پدیده های مورد علاقه محقق که قصد بررسی آنها را دارد، اشاره دارد و نمونه زیرمجموعه ای از جامعه می باشد که در برگزیده برخی از اعضای منتخب جامعه است. به عبارت دیگر برخی و نه همه عناصر جامعه می توانند نمونه را تشکیل دهند. نمونه گیری، فرآیند گزینش و انتخاب تعدادی از اعضای جامعه است، طوری که با بررسی نمونه و درک خصوصیات یا ویژگی های آزمون نمونه، قادر به تعمیم خصوصیات یا ویژگی ها به عناصر جامعه خواهیم شد (دانایی فرد، 1388).

جامعه آماری در برگزیده کلیه شرکت های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که در شروع سال 1390 در فهرست شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قرار داشته اند.

روش نمونه گیری این پژوهش به صورت نمونه گیری هدفمند است. لذا نمونه انتخابی شامل تمام شرکت های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شرایط زیر را دارا باشند:



# دومین همایش بین المللی و چهارمین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی

دانشگاه تهران - ۳۰ آذر ۹۶

- سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ماه هر سال منتهی باشد.
- طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- اطلاعات صورت های مالیاتی از سال ۱۳۹۰ به طور کامل و پیوسته در دسترس باشد.
- جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشند.
- در دوره مورد بررسی توقف معاملاتی نداشته باشد
- با اعمال محدودیت های فوق تعداد ۳۰ شرکت دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق تهران به عنوان نمونه انتخاب می شوند.

## 3-4 معرفی متغیرهای پژوهش و مدل تحقیق

در این تحقیق، متغیر حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل، هزینه نمایندگی به عنوان متغیر وابسته و همچنین برای تعدیل و کمک به معنادار بودن مدل از متغیر اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی استفاده خواهد شد. مدل پژوهش به صورت زیر می باشد

$$+ \beta_1 OC_t + \beta_2 BI_t + \beta_3 I_t + \beta_4 CEOD_t + \beta_5 AI + \beta_6 SIZE_{t0} ASSETUT_{i,t} = \alpha$$

## ۴ تجزیه و تحلیل نتایج

### ۴-۱ آمار توصیفی

آمار توصیفی، داده ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می کند و طرح یا الگوی کلی از داده ها را برای استفاده ی سریع و بهتر از داده ها به دست می دهد. در یک جمع بندی با استفاده ی مناسب از آمار توصیفی می توان ویژگی های یک دسته از اطلاعات را بیان کرد. پارامترهای مرکزی و پراکندگی به همین منظور به کار می روند. کارکردهای این معیارها این است که می توان خصوصیات اصلی مجموعه ای از داده ها را به صورت یک عدد بیان کنند و بدین ترتیب افزون بر آن که به فهم بهتر نتایج یک آزمون کمک می کنند، مقایسه نتایج آن آزمون را با آزمون ها و مشاهدات دیگر نیز تسهیل می نماید (خاکی، ۱۳۸۷). جدول (۴-۱) پارامترهای توصیفی مربوط به هریک از متغیرهای این پژوهش را به صورت مجزا نشان می دهد. این پارامترها شامل اطلاعات مربوط به شاخص مرکزی، مانند میانگین، میانه، حداکثر و حداقل و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص های پراکندگی، مانند انحراف معیار، چولگی و کشیدگی است. مهمترین کارکرد این معیار ها، فهم بهتر نتایج یک آزمون می باشد. جدول زیر آمار توصیفی متغیرهای تحقیق را ارائه می دهد.

جدول 1) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
هزینه نمایندگی	Asset	5/76	5/28	11/98	0	/12	/58	4/42
تمرکز مالکیت	OC	/80	/85	/95	/6	/1	/57	2/09
استقلال هیئت مدیره	BI	/62	/6	/8	/2	/12	/6	4/3
سرمایه گذار نهادی	I	/59	/67	/98	0	/34	/44	1/76



# دومین همایش بین المللی و چهارمین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی

دانشگاه تهران - ۳۰ آذر ۹۶

1/19	4/26	/21	0	1	0	/04	CEOD	دوگانگی
1.5	3/67	/23	0	1	0	/06	AI	حسابرس داخلی
3/71	1/28	/12	2/41	2/91	2/56	2/60	Size	اندازه شرکت

## ۲-۴) آزمون فرضیه‌ها

با توجه به اینکه در هر پژوهشی هدف پژوهشگر گردآوری داده‌ها و اطلاعات به روش صحیح و علمی و نیز تجزیه و تحلیل آن‌ها است تا از این طریق بتواند پاسخ سؤال پژوهش را یافته و فرضیه‌ها را مورد ارزیابی قرار دهد. از این رو پس از پایان عملیات تجزیه و تحلیل، پژوهشگر با تکیه بر نتایج کار، درباره فرضیه‌های خود اظهار نظر می‌نماید و با توجه به نتایج به دست آمده، آن‌ها را تأیید یا رد می‌کند. حال در این بخش با توجه به چارچوب الگوهای پژوهش و با استفاده از آزمون‌های آماری به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است.

جدول ۲) نتایج آزمون فرضیه

8

$+ \beta_1 OC_t + \beta_2 BI_t + \beta_3 I_t + \beta_4 CEOD_t + \beta_5 AI + \beta_6 SIZE_{t0} ASSETUT_{it} = \alpha$				مدل
p-value	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآورد شده	متغیر
/0104	/292	/891	/138	تمرکز مالکیت
/0032	-/249	/622	/405	استقلال هیئت مدیره
/0842	-/504	/879	-/443	سرمایه‌گذار نهادی
/0713	-/162	/775	-/12	دوگانگی
/0157	-/365	/580	/211	حسابرس داخلی
0/000	4/61	/043	/048	اندازه شرکت
0/000	احتمال آماره F		4/89	آماره F
/48	ضریب تعیین تعدیل شده		/60	ضریب تعیین
1/87	آماره DW			

## آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش بیان می‌دارد که بین تمرکز مالکیت و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. نتایج جدول شماره (۴-۵) نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری برای متغیر تمرکز مالکیت عدد (0/0104) می‌باشد که بیان کننده این موضوع هست که در سطح خطای ۹۵٪ و با توجه به اینکه P-value حاصله کمتر از سطح خطای مورد نظر می‌باشد، رابطه معناداری بین هزینه نمایندگی و تمرکز مالکیت در سطح اطمینان ۹۵٪ وجود دارد. این بدین معنی می‌باشد که فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.



## دومین همایش بین المللی و چهارمین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی

دانشگاه تهران - ۳۰ آذر ۹۶

### آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌دارد که استقلال هیئت مدیره و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. نتایج جدول شماره (4-5) نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری برای متغیر استقلال هیئت مدیره عدد (0/0032) می‌باشد که بیان کننده این موضوع هست که در سطح خطای 99٪ و با توجه به اینکه P-value حاصله کمتر از سطح خطای مورد نظر می‌باشد، رابطه معناداری بین هزینه نمایندگی و تمرکز مالکیت در سطح اطمینان 99٪ وجود دارد. این بدین معنی می‌باشد که فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

### آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش بیان می‌دارد که بین نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. نتایج جدول شماره (4-5) نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری برای متغیر نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی عدد (0/0842) می‌باشد که بیان کننده این موضوع هست که در سطح خطای 90٪ و با توجه به اینکه P-value حاصله کمتر از سطح خطای مورد نظر می‌باشد، رابطه معناداری بین نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه نمایندگی در سطح اطمینان 90٪ وجود دارد. این بدین معنی می‌باشد که فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

### آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم پژوهش بیان می‌دارد که بین دوگانگی نقش هیئت مدیره و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. نتایج جدول شماره (4-5) نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری برای متغیر دوگانگی عدد (0/0713) می‌باشد که بیان کننده این موضوع هست که در سطح خطای 90٪ و با توجه به اینکه P-value حاصله کمتر از سطح خطای مورد نظر می‌باشد، رابطه معناداری بین دوگانگی نقش هیئت مدیره و هزینه نمایندگی در سطح اطمینان 90٪ وجود دارد. این بدین معنی می‌باشد که فرضیه چهارم پژوهش پذیرفته می‌شود.

### آزمون فرضیه پنجم

فرضیه پنجم پژوهش بیان می‌دارد که حساسبرس داخلی و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. نتایج جدول شماره (4-5) نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری برای متغیر حساسبرس داخلی عدد (0/0157) می‌باشد که بیان کننده این موضوع هست که در سطح خطای 95٪ و با توجه به اینکه P-value حاصله کمتر از سطح خطای مورد نظر می‌باشد، رابطه معناداری بین حساسبرس داخلی و هزینه نمایندگی در سطح اطمینان 95٪ وجود دارد. این بدین معنی می‌باشد که فرضیه پنجم پژوهش پذیرفته می‌شود.

# دومین همایش بین المللی و چهارمین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی

دانشگاه تهران - ۳۰ آذر ۹۶

## آزمون فرضیه اصلی

فرضیه اصلی پژوهش بیان می‌دارد که بین حاکمیت شرکتی و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های داروئی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج ابعاد حاکمیت شرکتی که تمام ۵ بعد بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر معناداری دارند، لذا می‌توان ادعا نمود که بین حاکمیت شرکتی و هزینه نمایندگی نیز رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۳: خلاصه نتایج فرضیه‌های پژوهش

نتیجه	عنوان فرضیه	فرضیه
تایید	تمرکز مالکیت بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های داروئی تاثیر معناداری دارد	1
تایید	استقلال هیئت مدیره بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های داروئی تاثیر معناداری دارد	2
تأیید	سبب حضور سرمایه‌گذاران نهادی بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های داروئی تاثیر معناداری دارد	3
تایید	دوگانگی نقش هیئت مدیره بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های داروئی تاثیر معناداری دارد	4
تایید	حسابرس داخلی بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های داروئی تاثیر معناداری دارد	5
تایید	حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های داروئی تاثیر معناداری دارد	6

10

## ۵) نتیجه‌گیری و پیشنهادات برای تحقیقات آتی

در این تحقیق تاثیر حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های داروئی بررسی شد. نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیات نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی تاثیر معناداری بر هزینه‌های نمایندگی دارد و هرچقدر حاکمیت شرکتی بیشتر باشد، هزینه‌های نمایندگی شرکت پایین خواهد آمد. لذا پیشنهادات زیر با توجه به نتایج به‌دست آمده ارائه خواهد شد.

- ✓ نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد که سازوکارهای نظارتی و کنترلی خارجی حاکمیت شرکتی، بر هزینه نمایندگی تاثیرگذارند. بنابراین پیشنهاد می‌شود که در تدوین آیین‌نامه حاکمیت شرکتی و قوانین و مقررات توسط بورس اوراق بهادار به این ساز و کارها نیز توجه شود.
- ✓ به لحاظ تفاوت در فعالیتهای نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری، تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی بر روی این شرکت‌ها مورد ارزیابی قرار بگیرد.
- ✓ با توجه به اهمیت اطلاعات حسابداری، هزینه‌های نمایندگی و نقش تمامی ابعاد حاکمیت شرکتی در تصمیمات سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و فعالان بازار بورس پیشنهاد می‌شود در هنگام تصمیمات مربوط به معامله سهام، نتایج تحقیق حاضر و تحقیقات مشابه را مد نظر قرار دهند.
- ✓ به سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود در هنگام سرمایه‌گذاری در کنار سایر اطلاعات مالی شرکت‌ها، به‌میزان رقابتی بودن صنعت شرکت‌ها، درصد سهامداران نهادی میزان بدهی شرکت‌ها توجه نمایند. زیرا با توجه به نتایج به‌دست آمده در این پژوهش تمامی این عوامل بر هزینه‌های نمایندگی موثر می‌باشند.



# دومین همایش بین المللی و چهارمین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی

دانشگاه تهران - ۳۰ آذر ۹۶

## منابع

احمدپور، احمد و کاشانی، محمد، (1390). بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه های تامین مالی از طریق بدهی، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 62، 17-2232.

حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی در ایران، مجله حسابرسی، شماره سی و دوم، صص ۱۲-۱۹.

حساس یگانه، یحیی. (1384). "مفاهیم حاکمیت شرکتی"، نشریه حسابداری، شماره 167، 30-33.

خاکی، غلامرضا. (1387). روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی. تهران: بازتاب. چاپ چهارم.

خدمی پور، احمد و برزایی، یونس (1392). بررسی رقابت بازار محصول با ساختار هیات مدیره و کیفیت افشاء، مجله دانش حسابداری، سال چهارم، شماره 14، صص 51-66.

دانایی فرد، حسن؛ الوانی، سیدمهدی؛ آذر، عادل. (1388). روش شناسی پژوهش کمی در مدیریت: رویکردی جامع، تهران: اشراقی، چاپ دوم.

محمودآبادی، حمید؛ مهدوی، غلامحسین و فریدون، مرضیه (1392). بررسی تاثیر جریان های نقدی آزاد و هزینه های نمایندگی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال چهارم، شماره 12، صص 111-131.

مرادی، مهدی؛ سعیدی، مجتبی و رضایی، حمیدرضا (۱۳۹۲). بررسی تاثیر اندازه و استقلال هیئت مدیره بر هزینه های نمایندگی، پژوهش های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۷، صص ۳۵-۵۳.

نمازی، محمد (۱۳۸۴). بررسی کاربرد تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، تابستان شماره ۴۳، صص ۱۴۷-۱۶۴.

ولی پور، هاشم و علی خرم. (1390). اثربخشی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی به منظور کاهش هزینه های نمایندگی. حسابداری مدیریت. سال چهارم. شماره هشتم. صص 61-75.

Butt, S. A., & Hasan, A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies.

Chen, A., Kao, L., & Lu, C. S. (2014). Controlling ownership and firm performance in Taiwan: The role of external competition and internal governance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 29, 219-238.

Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs, *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252-282. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01094.x>



## دومین همایش بین المللی و چهارمین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی

دانشگاه تهران - ۳۰ آذر ۹۶

- Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate Governance mechanisms: Evidence for UK Firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4 (1): 37-59.
- He, W. (2012). Agency problems, product market competition and dividend policies in Japan. *Accounting & Finance*, 52(3), 873-901.
- Henry, D. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(1), 24-46.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Kumar, J. (2003). Does ownership structure influence firm value? Evidence from India.
- McKnight, F., 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 (2): 139-158.
- Savadjani ,H,k And Allameh Aaery, F. (2011). Investigation the effect of Dividend policy in Creating agency costs in Tehran . Vol3, No.6, pp 410-422.
- Shleifer, A., and Vishny , R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52(2): 737-83.