

## رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی با هزینه‌های نمایندگی متشکل از شرکت‌های ایرانی

غلامحسین نیکوکار<sup>۱</sup>، علی جهان‌بیک لویی<sup>۲</sup>، علی فرهادی<sup>۳</sup>، یاسر علی‌دادی تلخستانی<sup>۴</sup>

**چکیده:** هدف این مقاله آزمون اثر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی در نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های ایرانی است. مقاله حاضر اثر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر دو پراکسی متفاوت از هزینه‌های نمایندگی، یعنی فروش کل به دارایی کل (گردش دارایی) و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش کل را بررسی می‌کند. از بین سازوکارهای کنترل هزینه‌های نمایندگی درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی، به عنوان متغیر مستقل، بررسی شده‌اند. تحلیل و بررسی همبستگی با استفاده از رگرسیون مقطعی صورت گرفته است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد، در صورت استفاده از نسبت گردش دارایی به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی، بین درصد اعضای غیرموظف و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد، اما این رابطه برای سرمایه‌گذاران نهادی معنادار نیست.

**واژه‌های کلیدی:** اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، حاکمیت شرکتی، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی.

۱. دانشیار گروه مدیریت، دانشکده مدیریت و برنامه‌ریزی دانشگاه جامع امام حسین(ع)، تهران، ایران

۲. مربی گروه حسابداری دانشگاه پیام نور قائمشهر، قائمشهر، ایران

۳. دانشجوی دکتری مدیریت منابع انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قزوین، قزوین، ایران

۴. دانشجوی دکتری مدیریت منابع انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قزوین، قزوین، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۲/۱۱/۲۱

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۳/۰۲/۳۰

نویسنده مسئول مقاله: غلامحسین نیکوکار

E-mail: nikookar@ihu.ac.ir

## مقدمه

سالیان متمادی، اقتصاددانان تصور می‌کردند که همه گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند، اما، در ۳۰ سال گذشته، موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها مشاهده شده است و اقتصاددانان چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این گونه تضادها را مطرح کرده‌اند (ینسن، ۱۹۸۶). با جداسدن مالکیت و مدیریت در شرکت‌های سهامی، مدیران، به عنوان نماینده سهامداران، شرکت را اداره می‌کنند. با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می‌شود، که به آن مشکل نمایندگی گفته می‌شود (فلوراکیس، ۲۰۰۸)؛ یعنی این امکان بالقوه به وجود می‌آید 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 می‌کنند. حل مسئله نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می‌کند که مدیران در تلاش‌اند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند. برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت پاسخگویی شرکت‌ها در مقابل عموم و افراد ذی‌نفع 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 شرکت‌هاست. کدبری «حاکمیت شرکتی را سیستمی معرفی می‌کند که در آن شرکت‌ها هدایت و کنترل می‌شوند. در واقع، آن را در ارتباط با سیستم‌ها، فرایندها، مسئولیت‌ها، نظام‌های کنترلی، و تصمیم‌گیری در قلب و بالاترین سطح یک سازمان می‌داند» (کدبری، ۱۹۹۲).

طبق مطالعات نظری (آنگ و همکاران، ۲۰۰۰؛ مک نایت و ویر، ۲۰۰۹؛ سینگ و دیویدسون، ۲۰۰۳؛ کراچی و همکاران، ۱۹۹۹؛ روستن‌استین و ویات، ۱۹۹۰؛ فلوراکیس، ۲۰۰۸) شماری از سازوکارهای حاکمیت شرکتی وجود دارد که باعث کاهش هزینه نمایندگی می‌شود. در این تحقیق دو معیار درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان سازوکارهای حاکمیت شرکتی است.

امروزه، حفظ منافع عمومی، رعایت حقوق سهامداران، ارتقای شفافیت اطلاعات، و الزام شرکت‌ها به ایفای مسئولیت‌های اجتماعی از مهم‌ترین آرمان‌هایی است که مراجع مختلف نظارتی و اجرایی، بیش از گذشته، بدان توجه می‌کنند. تحقق این آرمان‌ها مستلزم ضوابط استوار و سازوکارهای اجرایی مناسب است، که مهم‌ترین آن‌ها نظام راهبری شرکت است. نظام راهبری شرکت (حاکمیت شرکتی)، بیش از هر چیز، حیات شرکت را در درازمدت هدف قرار داده است و، در این زمینه، سعی دارد تا از منافع سهامداران در مقابل مدیران شرکت‌ها پشتیبانی و از انتقال

ناخواسته ثروت میان گروه‌های مختلف و تضييع حقوق عموم و سهامداران جزء جلوگیری کند. کاهش هزینه نمایندگی به افزایش ارزش شرکت منجر می‌شود، از این رو، انتخاب ساختار حاکمیت شرکتی خاص مانند اعضای هیئت‌مدیره، اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، حسابرسی مستقل، کنترل‌های داخلی، و غیره از طریق تأثیر بر هزینه نمایندگی می‌تواند باعث افزایش ارزش شرکت و، در نتیجه، منفعت سهامداران و سایر ذی‌نفعان شود.

شناخت مفاهیم حاکمیت شرکتی و اثربخشی سازوکارهای حاکمیت شرکتی در ایران، از قبیل مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های ایرانی، و تأثیرشان بر هزینه‌های نمایندگی از اهداف این تحقیق است.

سؤالاتی که محققان را واداشت تا درباره آن به تحقیق بپردازند عبارت است از:

۱. آیا بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد؟

۲. آیا بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد؟

برای پاسخ به سؤالات فوق فرضیه‌های زیر تدوین و آزمون شد:

۱. بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد.

۲. بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد.

### پیشینه پژوهش

آنگ و همکاران با انتخاب نمونه‌ای، ۱۷۰۸ شرکت امریکایی، رابطه هزینه‌های نمایندگی و ساختار مالکیت را آزمون نمودند (آنگ و همکاران، ۲۰۰۰). در این تحقیق هزینه‌های نمایندگی به دو صورت اندازه‌گیری شد: نسبت فروش به دارایی؛ نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش. نتایج تحقیق بدین قرار است:

– هزینه‌های نمایندگی رابطه معکوسی با نسبت مالکیت مدیران دارد؛

– بین هزینه‌های نمایندگی و تعداد سهامداران عمده مستقل از مدیریت، در صورت اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی به صورت نسبت گردش دارایی‌ها، رابطه مستقیم وجود دارد؛

- در صورت استفاده از روش اول برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی، بین نسبت بدهی و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد.
- مک‌نایت و ویر با انتخاب نمونه‌ای شامل ۵۳۴ سال - 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 تحصیل‌شده توسط شرکت. آن‌ها در این تحقیق به نتایج ذیل دست یافتند (مک‌نایت و ویر، ۲۰۰۹):
- 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.
- سینگ و دیویدسون در طی مطالعه‌ای بر روی ۱۵۲۸ شرکت، از سال ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۴، به بررسی رابطه ساختار مالکیت و هزینه‌های نمایندگی پرداختند. آن‌ها هزینه‌های نمایندگی را به دو صورت در نظر گرفتند: نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش؛ نسبت فروش به دارایی‌ها. نتایج تحقیق بدین صورت بود (سینگ و دیویدسون، ۲۰۰۳):
- در صورت استفاده از نسبت گردش دارایی‌ها، به عنوان هزینه‌های نمایندگی، افزایش مالکیت مدیران به افزایش همسویی بین منافع مدیران و مالکان منجر می‌شود و هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد؛
- بین نسبت مالکیت مالکان عمده بیرونی و هزینه‌های نمایندگی - اعم از نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش و یا نسبت گردش دارایی‌ها - ارتباط معناداری وجود نداشت.
- بین اندازه هیئت‌مدیره و هزینه‌های نمایندگی شرکت رابطه معکوس مشاهده شد (سینگ و دیویدسون، ۲۰۰۳).
- کراچلی و همکاران، با مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های امریکایی در دو دوره سه‌ساله منتهی به سال‌های ۱۹۸۷ و ۱۹۹۳، تأثیر مالکیت نهادی را بر هزینه نمایندگی آزمودند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که در سه‌ساله منتهی به ۱۹۹۳ نفوذ مالکان نهادی به طرز قابل ملاحظه‌ای بیشتر شده است. همچنین، طبق نتایج در دوره سه‌ساله منتهی به ۱۹۹۳، مشخص شد که نظارت اعمال شده از سوی مالکان نهادی جانشین مناسبی برای سایر سازوکارهای کنترل هزینه نمایندگی بوده و در کاهش مشکل نمایندگی مؤثر بوده است (کراچلی و همکاران، ۱۹۹۹).

تراونگ به بررسی ارتباط بین ترکیب هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت با هزینه‌های نمایندگی شرکت استرالیایی پرداخت. هزینه‌های نمایندگی با استفاده از دو معیار اندازه‌گیری شد: نسبت گردش دارایی و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش. نتایج حاصل از بررسی نمونه‌ای شامل ۵۰۰ شرکت طی سال ۲۰۰۴ بیانگر آن است که بین مالکیت مدیریتی و نسبت گردش دارایی ارتباط معنادار مثبتی وجود دارد. ولی بین تعداد سهامداران عمده، درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران عمده، و ترکیب هیئت‌مدیره با معیار هزینه‌های نمایندگی ارتباط معناداری یافت نشد (تراونگ، ۲۰۰۶).

روستن‌استین و ویات به بررسی تأثیر نسبت مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره 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 هیئت‌مدیره مشخص شد که بین افزایش نسبت مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره و ارزش شرکت رابطه مستقیم برقرار است. ایشان این افزایش در ارزش را به اعمال نظارت توسط مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره بر مدیریت شرکت و، در نتیجه، بهبود عملکرد شرکت نسبت دادند (روستن‌استین و ویات، ۱۹۹۰).

فایرس و همکاران به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و سازوکارهای نظام راهبردی شرکت بر هزینه‌های نمایندگی پرداختند. نمونه مورد بررسی آن‌ها شامل ۱۶۴۷ مشاهده از ۵۴۹ شرکت چینی طی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۰ بود. هزینه‌های نمایندگی با استفاده از دو معیار نسبت گردش دارایی و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش اندازه‌گیری شد. نتایج تحقیق آن‌ها بیانگر آن است که حضور سهامداران خارجی در ساختار مالکان شرکت‌های چینی باعث افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. ولی تمرکز در ساختار مالکیت باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. همچنین، مالکیت نهادی و مالکیت دولتی تأثیر معناداری در هزینه‌های نمایندگی ندارد (فایرس و همکاران، ۲۰۰۸).

فلوراکیس با انتخاب نمونه‌ای، ۸۹۷ شرکت انگلیسی طی سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳، به بررسی تأثیر سازوکارهای مختلف نظام راهبری شرکت بر هزینه‌های نمایندگی پرداخت. وی از دو عامل به عنوان نماینده هزینه‌های نمایندگی استفاده کرد: نسبت فروش به دارایی‌ها و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش (فلوراکیس، ۲۰۰۸). یافته‌های وی عبارت‌اند از:

– مالکیت مدیران، پاداش مدیران، و تمرکز مالکیت با هزینه‌های نمایندگی دارای رابطه معناداری است؛

– تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره از سازوکارهای تقلیل‌دهنده هزینه نمایندگی بودند.

نوروش و همکاران به بررسی برخی از سازوکارهای نظام راهبری شرکت بر هزینه‌های نمایندگی در فاصله زمانی بین سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵ شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنان هزینه‌های نمایندگی را تابعی از تعامل بین فرصت‌های رشد شرکت و جریان نقد آزاد تعریف کردند. یافته‌ها حاکی از وجود رابطه منفی و معنی‌داری بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و همچنین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره با هزینه‌های نمایندگی است (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸).

### روش‌شناسی پژوهش

در این تحقیق از روش تحقیق نوع همبستگی استفاده شد و با استفاده از روش‌های آماری، مانند رگرسیون و آزمون همبستگی، ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته آزمون شد. از نظر نوع آزمون فرضیه‌ها، این تحقیق از نوع همبستگی - مقطعی است.

### متغیر وابسته

مطابق با مطالعات سینگ و دیویدسون (۲۰۰۳)، در این تحقیق نیز از نسبت گردش دارایی‌ها و هزینه‌های عملیاتی به فروش، به عنوان معیاری برای هزینه‌های نمایندگی، استفاده شد. نسبت فروش سالانه به مجموع دارایی‌ها؛ این نسبت می‌تواند به عنوان کاربرد دارایی تفسیر شود. این نسبت نشان می‌دهد تا چه حد مدیریت دارایی‌های شرکت را به نحو مؤثری به کار می‌گیرد. یک نسبت کم گردش دارایی ممکن است تصمیمات ضعیف سرمایه‌گذاری، تلاش ناکافی، و مصرف امتیازات و خرید محصولات غیرتولیدی را نشان دهد. از شرکت‌هایی با نسبت کم گردش دارایی این انتظار می‌رود که هزینه‌های نمایندگی بیشتری را بین مدیران و مالکان تجربه کنند. این نسبت به عنوان معیار معکوس برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. به این معنی که هرچه این نسبت بالاتر باشد هزینه‌های نمایندگی پایین‌تر خواهد بود (فلوراکیس، ۲۰۰۸).

آنگ و همکاران و سینگ و دیویدسون نیز از این نسبت در تحقیقاتشان استفاده کرده‌اند. هزینه‌های عملیاتی به فروش سالانه: هزینه‌های عملیاتی هزینه‌های بازاریابی و تبلیغات فروش و هزینه اجاره‌ها را در برمی‌گیرد و، در واقع، تا حدی اختیارات مدیریتی را در صرف منابع شرکت منعکس می‌سازد. این شاخص به عنوان معیار مستقیم هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود، یعنی هرچه این نسبت بالاتر باشد، هزینه‌های نمایندگی بالاتر خواهد بود. بنابراین، نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش تا حدی اختیارات مدیریتی را در صرف منابع شرکت منعکس می‌کند (فلوراکیس، ۲۰۰۸).

### متغیر مستقل

در این تحقیق دو معیار درصد اعضای غیرموظف و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان معیارهای حاکمیت شرکتی است.

مدیران غیرموظف: مسئولیت‌های اعضای موظف هیئت‌مدیره ارتباط نزدیکی با مدیرعامل دارد. انتظار می‌رود وظیفه نظارت بر مدیریت عمدتاً بر عهده اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره باشد. حضور مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره باعث بهبود عملکرد می‌شود و کاهش هزینه‌های نمایندگی را در پی خواهد داشت (فاما و یسن، ۱۹۸۳). برد و هیکن بر آن‌اند که ارتباط مثبتی بین درصد مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره و عملکرد شرکت وجود دارد (برد و هیکن، ۱۹۹۲). سرمایه‌گذاران نهادی: مؤسسه‌هایی هستند که به خرید و فروش حجم بالایی از اوراق بهادار می‌پردازند (در این تحقیق سهامدار حقوقی که حداقل ۵ درصد سهام یک شرکت را در اختیار داشته باشد). پوند بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی دارای منابع و تخصص بالاتری هستند و می‌توانند با هزینه کمتر از میانگین، نسبت به سایر سهامداران انفرادی مطلع، بر اعمال مدیریت نظارت کنند (پوند، ۱۹۸۸).

سرمایه‌گذاران نهادی یکی دیگر از سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازنمایی می‌کنند. آنان می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند، زیرا آنان هم می‌توانند بر مدیریت شرکت نفوذی چشمگیر داشته باشند و هم می‌توانند منافع گروه سهامداران را همسو کنند (حساس یگانه و پوریانسب، ۱۳۸۴).

### متغیر کنترلی

دوکاس و همکاران بیان می‌کنند که شرکت‌های بزرگ‌تر، با توجه به پیچیده‌بودن آن‌ها، احتمالاً هزینه‌های نمایندگی بالایی دارند. در این تحقیق نیز متغیر اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی استفاده می‌شود. از لگاریتم دارایی‌های کل در قیمت‌ها به عنوان شاخصی برای اندازه شرکت استفاده می‌شود (دوکاس و همکاران، ۲۰۰۲).

### جامعه آماری و نمونه

جامعه آماری تحقیق حاضر شرکت‌هایی است که طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار فعالیت داشته‌اند.

نمونه آماری این تحقیق بر مبنای نمونه‌گیری هدفمند (قضاوتی) است. شرکت‌هایی که از ویژگی‌های مورد نظر بهره‌مند باشند جزء نمونه به‌شمار می‌روند. بنابراین، با توجه به ماهیت

تحقیق و نیز وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، مشخصه‌های زیر به منظور تعیین نمونه آماری در نظر گرفته شده است.

- سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد؛
- طی سال‌های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشد؛
- در طی سال‌های مذکور زیان ده نباشد؛
- به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های واسطه‌گر مالی، جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشد. در سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ تعداد ۱۳۴ شرکت واجد شرایط فوق بودند.

### یافته‌های پژوهش

داده‌های مورد استفاده در تحقیق از اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی‌شده و تصمیمات مجمع عمومی عادی شرکت گردآوری شده است. بدین منظور، بخش عمده‌ای از اطلاعات از نرم‌افزار «ره‌آورد نوین» و سایر اطلاعات نیز از طریق سایت اینترنتی مرکز مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار<sup>۱</sup> و همچنین بانک اطلاعاتی این سازمان گردآوری شد و، در نهایت، به کمک نرم‌افزارهای تحلیل آماری، داده‌ها تجزیه و تحلیل شد.

جدول ۱. تعریف عملیاتی متغیرها

ردیف	نام متغیر	داده‌ها	نحوه محاسبه متغیرها	منبع
۱	درصد اعضای مدیران غیرموظف	تعداد مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره	نسبت تعداد مدیران غیرموظف به کل اعضای هیئت‌مدیره	گزارش‌های هیئت‌مدیره
۲	درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی	درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی	نسبت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به کل سرمایه	گزارش‌های هیئت‌مدیره
۳	نسبت گردش دارایی	مجموع فروش سالانه مجموع کل دارایی	نسبت فروش سالانه به کل دارایی	صورت سود و زیان ترازنامه
۴	نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش	هزینه‌های عملیاتی فروش سالانه	نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش سالانه	صورت سود و زیان
۵	اندازه شرکت	مجموع دارایی‌های شرکت	لگاریتم کل دارایی‌های شرکت	ترازنامه



### مدل آزمون فرضیه‌ها و چگونگی محاسبه‌های تحقیق

مدل فرضیه اول:

$$AGENCY_i = \theta_0 + \theta_1 NRATIO_i - \theta_2 SIZE_i + \epsilon_i$$

مدل فرضیه دوم:

$$AGENCY_i = \theta_0 + \theta_1 INSTITOWN_i - \theta_2 SIZE_i + \epsilon_i$$

که در این مدل‌ها  $AGENCY_i$  هزینه نمایندگی شرکت  $i$  ام است؛  $NRATIO_i$  درصد مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره شرکت  $i$  ام؛  $INSTITOWN_i$  درصد مالکیت نهادی شرکت  $i$  ام؛  $SIZE_i$  اندازه شرکت  $i$  ام؛  $\epsilon_{it}$  باقی‌مانده‌های مدل برای شرکت  $i$  ام.

در این تحقیق، هزینه‌های نمایندگی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شد و معیارهای آن (نسبت گردش دارایی و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش) با به‌کاربردن روش میانگین در سال ۱۳۸۹ (سال آخر) بررسی و ارزیابی شد. در حالی که برای متغیرهای مستقل (تعداد مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی) از مقادیر گذشته میانگین در طول دوره ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ استفاده شد.

برای آزمون فرضیه‌ها نیاز به برازش مدل رگرسیون بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و بین درصد مالکیت نهادی با هزینه‌های نمایندگی است. گفتنی است هزینه‌های نمایندگی توسط دو متغیر معکوس-نسبت گردش دارایی و نسبت هزینه عملیاتی به فروش-اندازه‌گیری شد. بدین منظور، می‌توان مدل رگرسیون زیر را با سه متغیر وابسته برازش داد. برای برازش این معادلات رگرسیون، با توجه به عدم برقراری شرایط زیربنایی رگرسیون (باقی‌مانده‌ها نرمال و ناهمبسته و دارای واریانس همگن)، باید از مقادیر تبدیل‌یافته متغیرهای مستقل استفاده شود و پس از بررسی شکل توزیع مقادیر متغیر مستقل، از ریشه سوم توان دوم نسبت گردش دارایی ( $\sqrt[3]{(AGENCY_i)^2}$ )، از ریشه چهارم نسبت هزینه عملیاتی به فروش ( $\sqrt[4]{AGENCY_i}$ )، و نیز از یک تبدیل لگاریتمی ( $\ln(AGENCY_i + 1)$ ) برای ترکیب دو متغیر قبل استفاده می‌نماییم تا رگرسیون‌ها دارای باقی‌مانده نرمال شوند و باقی‌مانده‌ها در رگرسیون ناهمبسته و نهایتاً دارای واریانس همگن باشند. در این بخش، پس از حذف مقادیر پرت، مدل برازش داده شد (باید توجه داشت که نخست مدل رگرسیونی با حضور همه مقادیر برازش داده شد و بر اساس مقادیر باقی‌مانده مقادیر پرت شناسایی و حذف شد. چون هر یک از متغیرها به صورت جداگانه برازش شدند، ۱۲۴ شرکت واجد شرایط به ۱۲۲ شرکت و ۱۱۹ شرکت کاهش یافت).

برای ترکیب دو متغیر معکوس- نسبت گردش دارایی با نسبت هزینه عملیاتی به فروش - نخست مقادیر هر کدام از متغیرها استاندارد (برای استاندارد کردن بر اساس کسر مقادیر از میانگین و تقسیم حاصل بر انحراف معیار استفاده شد  $\frac{x-\mu}{\sigma}$ ) شدند، سپس، از میانگین مقادیر استاندارد شده استفاده شد.

جدول ۲. توصیف مقادیر متغیرهای پژوهش ۱۲۴ شرکت

میانگین	انحراف معیار	مینیمم	ماکزیمم	چولگی	کشیدگی	
۰٫۶۴۰	۰٫۱۶۷	۰٫۲۰۰	۱٫۰۰۰	-۰٫۳۹۲	-۰٫۱۳۰	نسبت مدیران غیرموظف
۶۳٫۷۵۲	۲۸٫۵۸۱	۰٫۰۰۰	۹۷٫۸۳۰	-۱٫۰۵۲	-۰٫۱۲۴	درصد مالکیت نهادی
۱۱٫۷۳۹	۰٫۵۶۷	۱۰٫۶۳۰	۱۳٫۵۵۶	۰٫۶۶۲	۰٫۴۷۰	لگاریتم دارایی‌ها
۰٫۷۸۸	۰٫۴۰۶	۰٫۰۰۸	۲٫۷۳۳	۱٫۷۶۱	۶٫۵۶۱	نسبت گردش دارایی
۰٫۱۱۹	۰٫۳۰۱	۰٫۰۰۱	۳٫۰۲۳	۷٫۹۷۴	۷۲٫۷۳۷	نسبت هزینه عملیاتی به فروش

این جدول ویژگی‌های نمونه را برای ۱۲۴ شرکت نشان می‌دهد. تعاریف برای متغیرها در جدول ۱ بیان شده است.

جدول ۳. ضریب همبستگی پیرسون بین مقادیر متغیرهای پژوهش ۱۲۴ شرکت

نسبت مدیران غیرموظف	نسبت مالکیت نهادی	درصد مالکیت نهادی	لگاریتم دارایی‌ها	نسبت گردش دارایی	نسبت هزینه عملیاتی به فروش	
۱٫۰۰۰۰	۰٫۴۱۲	۰٫۴۱۲	۰٫۰۳۷	-۱۹۰۴	۰٫۷۲۹	نسبت مدیران غیرموظف
---	---	۰٫۶۴۹	۰٫۹۶۸	۰٫۳۴	۰٫۴۲۱	مقدار احتمال
۰٫۴۱۲	۱٫۰۰۰۰	۰٫۲۶۶۰	۰٫۶۳۳	۰٫۶۳۳	-۲۱۹۵	درصد مالکیت نهادی
۰٫۶۴۹	---	---	۰٫۰۰۳	۰٫۴۶۴	۰٫۰۱۴	مقدار احتمال
۰٫۰۳۷	۰٫۲۶۶۰	۰٫۲۶۶۰	۱٫۰۰۰۰	-۱۶۲۷	-۰٫۶۲۵	نسبت گردش دارایی‌ها
۰٫۹۶۸	۰٫۰۰۳	۰٫۰۰۳	---	۰٫۷۱	۰٫۴۹۰	مقدار احتمال
-۱۹۰۴	۰٫۶۳۳	۰٫۶۳۳	-۱۶۲۷	۱٫۰۰۰۰	-۱۴۷۹	نسبت گردش دارایی
۰٫۳۴	۰٫۰۰۳	۰٫۴۶۴	۰٫۷۱	---	۰٫۱۰۱	مقدار احتمال
۰٫۷۲۹	-۲۱۹۵	-۲۱۹۵	-۰٫۶۲۵	-۱۴۷۹	۱٫۰۰۰۰	نسبت هزینه عملیاتی به فروش
۰٫۴۲۱	۰٫۰۱۴	۰٫۰۱۴	۰٫۴۹۰	۰٫۱۰۱	---	مقدار احتمال

جدول ۴. خلاصه مدل‌های رگرسیون مربوط به فرضیه اول

متغیر وابسته هزینه‌های نمایندگی	متغیر وابسته نسبت هزینه عملیاتی به فروش	متغیر وابسته نسبت گردش دارایی	
-۱/۱۰(-۰/۶۹)	۱/۳۵(۵/۹۱)**	۲/۱۹(۴/۸۱)**	مقدار ثابت
۱/۰۲۷(۲/۲۶)*	۰/۰۳۷(۰/۵۸)	-۰/۰۳۳(-۲/۵۴)*	مدیران غیرموظف
۰/۰۴(۰/۳۰)	-۰/۰۷(-۳/۸۹)**	-۰/۱۰(-۲/۶۲)*	اندازه شرکت
۰/۰۴۳	۰/۱۱۵	۰/۱۰۱	ضریب تعیین
۱۱۹	۱۲۲	۱۲۲	تعداد شرکت‌ها

\*\* یعنی اختلاف در سطح ۱ درصد معنی‌دار است؛ \* یعنی اختلاف در سطح ۵ درصد معنی‌دار است.

جدول ۵. خلاصه مدل‌های رگرسیون مربوط به فرضیه دوم

متغیر وابسته هزینه‌های نمایندگی	متغیر وابسته نسبت هزینه عملیاتی به فروش	متغیر وابسته نسبت گردش دارایی	
-۱/۱۰(-۰/۶۸)	۱/۲۷(۵/۶۶)**	۲/۰۸ (۴/۴۹)**	مقدار ثابت
-۰/۰۰۶(-۲/۱۶)*	-۰/۰۰۱(-۲/۲۴)*	۰/۰۰۱(۱/۲۵)	سرمایه‌گذاران نهادی
۰/۱۳(۰/۹۳)	-۰/۰۶(-۳/۱۰)**	-۰/۱۱(-۲/۸۱)**	اندازه شرکت
۰/۰۳۹	۰/۱۴۹	۰/۰۶۴	ضریب تعیین
۱۱۹	۱۲۲	۱۲۲	تعداد شرکت‌ها

\*\* یعنی اختلاف در سطح ۱ درصد معنی‌دار است؛ \* یعنی اختلاف در سطح ۵ درصد معنی‌دار است.

### داده‌های نهایی

بر اساس مدل زیر درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره تأثیر منفی در نسبت گردش دارایی دارد و این موضوع نشان‌دهنده افزایش هزینه‌های نمایندگی (معکوس نسبت گردش دارایی) در صورت افزایش درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره است.

$$AGENCY_i = 2/190 - 0/328 \times NRATIO_i - 0/100 \times SIZE_i + \epsilon_i$$

با توجه به جدول ۴، بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و هزینه‌های نمایندگی (نسبت گردش دارایی) رابطه معناداری وجود دارد.

$$AGENCY_i = 1/348 + 0/037 \times NRATIO_i - 0/074 \times SIZE_i + \epsilon_i$$

بر اساس مدل فوق، درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره تأثیر مثبتی در نسبت هزینه عملیاتی به فروش دارد و این موضوع نشان‌دهنده افزایش هزینه‌های نمایندگی (نسبت هزینه عملیاتی به فروش) در صورت افزایش درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره است. با توجه به جدول ۴، بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و هزینه‌های نمایندگی (نسبت هزینه عملیاتی به فروش) رابطه معناداری وجود ندارد.

$$AGENCY_i = -1/0.98 + 1/0.27 \times NRATIO_i - 0/0.40 \times SIZE_i + \epsilon_i$$

بر اساس مدل فوق، درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره تأثیر مثبتی در شاخص ترکیب نسبت هزینه عملیاتی به فروش و معکوس نسبت گردش دارایی دارد و این موضوع نشان‌دهنده افزایش هزینه‌های نمایندگی (شاخص ترکیب نسبت هزینه عملیاتی به فروش و معکوس نسبت گردش دارایی) در صورت افزایش درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره است. با توجه به جدول ۴، بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و هزینه‌های نمایندگی (ترکیب نسبت هزینه عملیاتی به فروش و معکوس نسبت گردش دارایی) رابطه معناداری وجود دارد.

$$AGENCY_i = 2/0.79 + 0/0.01 \times INSTITOWN_i - 0/1.13 \times SIZE_i + \epsilon_i$$

بر اساس مدل فوق، درصد مالکیت نهادی تأثیر مثبتی در نسبت گردش دارایی دارد و این موضوع نشان‌دهنده کاهش هزینه‌های نمایندگی (معکوس نسبت گردش دارایی) در صورت افزایش درصد مالکیت نهادی است. با توجه به جدول ۵، بین درصد مالکیت نهادی و هزینه‌های نمایندگی (نسبت گردش دارایی) رابطه معناداری وجود ندارد.

$$AGENCY_i = 1/2.71 + 0/0.01 \times INSTITOWN_i - 0/0.61 \times SIZE_i + \epsilon_i$$

بر اساس مدل فوق، درصد مالکیت نهادی تأثیر منفی در نسبت هزینه عملیاتی به فروش دارد و این موضوع نشان‌دهنده کاهش هزینه‌های نمایندگی (نسبت هزینه عملیاتی به فروش) در صورت افزایش درصد مالکیت نهادی است. با توجه به جدول ۵، بین درصد مالکیت نهادی و هزینه‌های نمایندگی (نسبت هزینه عملیاتی به فروش) رابطه معناداری وجود دارد.

$$AGENCY_i = -1/0.96 - 0/0.06 \times INSTITOWN_i + 0/1.30 \times SIZE_i + \epsilon_i$$

بر اساس مدل فوق، درصد مالکیت نهادی تأثیر منفی در شاخص ترکیب نسبت هزینه عملیاتی به فروش و معکوس نسبت گردش دارایی دارد و این موضوع نشان‌دهنده کاهش هزینه‌های نمایندگی (شاخص ترکیب نسبت هزینه عملیاتی به فروش و معکوس نسبت گردش دارایی) در صورت افزایش درصد مالکیت نهادی است.

با توجه به جدول ۵، بین درصد مالکیت نهادی و هزینه‌های نمایندگی (ترکیب نسبت هزینه عملیاتی به فروش و معکوس نسبت گردش دارایی) رابطه معناداری وجود دارد.

یافته‌های این تحقیق حاکی از آن است که افزایش درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره باعث افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود، بنابراین، این یافته مغایر با نتایج مطالعات مک نایت و ویر (۲۰۰۹)، روستین‌استین و ویات (۱۹۹۰)، و فلوراکس (۲۰۰۸) است.

همچنین، در این تحقیق افزایش درصد مالکیت نهادی باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود که یافته‌های نتایج مطالعات مشابه، کراچی و همکاران (۱۹۹۹) و نوروش و همکاران (۱۳۸۸)، نیز آن را تأیید می‌نماید.

در صورت استفاده از نسبت گردش دارایی به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی، بین درصد اعضای غیرموظف و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد، اما این رابطه برای سرمایه‌گذاران نهادی معنادار است.

در صورت استفاده از نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی، بین درصد اعضای غیرموظف و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود ندارد، اما این رابطه برای سرمایه‌گذاران نهادی معنادار است.

چنانچه معیار اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی ترکیب نسبت معکوس گردش دارایی و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش باشد، رابطه بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره با هزینه‌های نمایندگی و همچنین رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی با هزینه‌های نمایندگی معنادار است.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

سازوکارهای حاکمیت شرکتی به عنوان ابزاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. در این تحقیق، با استفاده از نسبت گردش دارایی و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش، به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی، تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار ایران به آزمون شد. بر اساس یافته‌ها، نسبت معیارهای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی متفاوت بودند.

افزایش درصد مالکیت نهادی باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. نتایج این تحقیق نشان‌دهنده اعمال نفوذ مؤثر و فعال سرمایه‌گذاران نهادی بر تصمیم‌گیری‌های مدیریت شرکت و کاهش تضاد منافع مدیران و مالکان است؛ در نتیجه، با افزایش درصد مالکیت نهادی، هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد و به افزایش ارزش شرکت منجر می‌شود. همچنین، در این تحقیق، با افزایش درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، هزینه‌های نمایندگی افزایش می‌یابد، بنابراین، این افزایش هزینه‌های نمایندگی را می‌توان بنا به دلایلی دانست، از جمله:

- نقش پُررنگ حاکمیت دولتی بر فضای اقتصادی کشور ایران؛
- عدم حضور فیزیکی مدیران غیرموظف در فرایند عملیاتی شرکت؛
- کوتاه‌بودن دوره انتصاب مدیران غیرموظف.

افزایش هزینه‌های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت و، در نتیجه، ثروت سهامداران دارد. با توجه به نتایج تحقیق حاضر، به سرمایه‌گذاران و تحلیلگران توصیه می‌شود، برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، در کنار سایر اطلاعات، به اطلاعات مرتبط با سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیز توجه نمایند.

همچنین، تأیید رابطه مالکیت نهادی و هزینه‌های نمایندگی شرکت مبین این نکته است که سرمایه‌گذاران نهادی از ظرفیت به‌عهده‌گرفتن نقش ناظر بیرونی در کنترل مدیریت، که به کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش عملکرد شرکت منجر می‌شود، برخوردارند.

به منظور استفاده هرچه بیشتر از نتایج تحقیق و نیز کمک به روشن شدن تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی شرکت‌ها و با توجه به پیشینه تحقیق ذکر شده، هر یک از موارد مطروحه ذیل می‌تواند در تحقیقات آتی، به عنوان موضوعات پیشنهادی، مد نظر قرار گیرد:

- معیار اندازه‌گیری متغیرها می‌تواند به گونه‌ای دیگر تعریف شود. مثلاً از رابطه جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد برای تعریف هزینه‌های نمایندگی استفاده شود؛
- تأثیر سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی شرکت؛
- آثر عوامل دیگر مربوط به ساختار هیئت‌مدیره، از قبیل تخصص، تجربه، تحصیلات، و مدت زمان مدیریت در یک شرکت، بر هزینه‌های نمایندگی شرکت؛
- تأثیر عوامل دیگر مربوط به سرمایه‌گذاران نهادی، از قبیل نوع سرمایه‌گذار نهادی، عمر و نوع و مدت زمان مالکیت آن بر هزینه‌های نمایندگی شرکت.

## منابع

- حساس یگانه، ی. و پوریان‌سب، ا. (۱۳۸۴). نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی، *ماهنامه حسابداری*، ۱۹(۴): ۲۹-۲۵.
- نوروش، ا.؛ کرمی، غ.؛ وافی ثانی، ج. (۱۳۸۸). بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله تحقیقات حسابداری*، ۱(۱): ۲۵-۴.
- Ang, J., Cole, R. & Lin, J. (2000). Agency costs and ownership structure, *the Journal of finance*, 55 (1): 81-106.
- Byrd, J. and Hickman, K. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from takeover bids. *Journal of Financial Economics*, 32 (2): 195-221.
- Cadbury, A. (1992). *Report of the committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee (a division of Professional Publishing Ltd). pp 15-90.
- Crutchley, C.E., Jensen, M.R.H., JarheadJar, J.S. and Raymond, J.E. (1999). Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership. *International Review of financial Analysis*, 8 (2): 177-197.
- Doukas, J., Kim, C., and Pantzalis, C. (2002), Security analysts, agency cost, and company characteristics. *Financial Analysts Journal*, 56 (6): 54-63
- Fama, E. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2): 327-349.
- 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*, 9 (2): 90-101.
- Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate Governance mechanisms: Evidence for UK Firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4 (1): 37-59.
- Jensen, M. & Meek ling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and Ownership Structure. *Journal of financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economics Review*, 76(2): 323-339.
- 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.

Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight, *Journal of Financial Economics*, 20: 237-265.

Rosenstein, S. and Wyatt, J.C. (1990). Outside directors, board independence and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 26 (2):175-91.

Singh, M. & Davidson, W.N. (2003). Agency costs, ownership structures and corporate governance mechanisms, *Journal of Banking and Finance*, 27(5): 793-816.

Truong, T. (2006). Corporate Boards, Ownership and Agency Costs: Evidence from Australia, *The Business Review*, Cambridge; Summer, 5 (2): 163-167.