



**University of Isfahan**

**Faculty of administrative Sciences & Economics**

**Department of Management**

**Ph.D Thesis**

**Analyzing the Effect of Corporate Governance on Agency  
Cost with the Mediating Role of Financial Policies in Tehran  
Stock Exchange & Iran Fara Bourse**

**Supervisor:**

**Dr. Saeed Fathi**

**Advisor:**

**Dr. Rozita Moayedfar**

**By:**

**Sarvenaz Rahimnejad**

**September 2022**

## **Abstract**

With the separation of ownership and management, corporate governance can be used as an appropriate tool by shareholders to reduce agency costs through financial policies. Several proxies have been proposed to measure agency costs in previous research. The free cash flow ratio, the ratio of sales, general and administrative expenses to sales, the inverse of asset turnover ratio, and the interaction of free cash flow and growth opportunity are examples of these representatives that are measured with an absolute proxy or interactive methods. Besides criticizing these two approaches, this research analyzes the role of corporate governance on agency cost with the mediating role of financial policies by measuring agency cost with a new model-based approach.

Using structural equations modeling (SEM), the mediating role of financial policies in the relationship between corporate governance and agency costs have been investigated simultaneously in five hypotheses. The agency cost was measured in six different methods for three proxies: free cash flow ratio, the ratio of selling, general and administrative expenses to sales, and inverse of asset turnover ratio, leading to 18 proxies for agency costs. The data of the companies listed in the Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse, except for the financial intermediation companies in the period from 2006-2019, are analyzed as an annual test, and the results are shown as an average in the seven-year periods from 2006–2012 and 2013–2019. The variance-based SEM approach (i.e., partial least squares (PLS) regression) was used for data analysis. This study's three contributions are measuring the agency cost through a model-based approach, employing structural equations modeling (SEM), and adjusting Tobin's Q with inflation.

According to the results, corporate governance positively affected the dividend payout ratio; however, it had no verified relationship with the debt ratio. In six proxies of agency cost based on the free cash flow ratio, the debt ratio negatively affected the agency cost. Unlike the other proxies of agency costs, the effect of corporate governance on the dividend payout ratio and subsequently the effect of dividend payout ratio on agency cost was confirmed in the model-based approach. In the six proxies of agency costs based on the ratio of selling, general, and administrative expenses to sales, the dividend payout ratio had a negative effect on agency costs in two methods for all years and in four methods during the first-time interval. Therefore, shareholders can reduce agency costs through corporate governance mechanisms and the intermediary variable of the payout ratio. In the six proxies of agency costs based on the inverse asset turnover ratio, the dividend payout ratio negatively affects the agency costs in the absolute proxies and the interactive methods of growth opportunity. However, this relationship was not proved in the model-based proxy, whereas a negative relationship between the debt ratio and agency costs was confirmed.

**Keywords:** Corporate Governance; Agency Cost; Financial Policies

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه اصفهان

دانشکده علوم اداری و اقتصاد

گروه مدیریت

## رساله دکتری رشته‌ی مالی گرایش مهندسی مالی

تحلیل تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی با نقش میانجی  
سیاست‌های مالی بنگاه در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران

استاد راهنما:

دکتر سعید فتحی

استاد مشاور:

دکتر رزیتا مویدفر

دانشجو:

سروناز رحیم‌نژاد

شهریور ماه ۱۴۰۱

## چکیده

با جدایی مالکیت از مدیریت، راهبری شرکتی در هدایت سیاست‌های مالی مدیریت توسط سهامداران ابزار مناسبی برای کاهش هزینه نمایندگی است. تاکنون سنج‌های مختلفی جهت سنجش هزینه نمایندگی در پژوهش‌های پیشین مطرح شده نظیر نسبت جریان نقد آزاد به دارایی، نسبت هزینه‌های فروش، اداری و عمومی به فروش، معکوس نسبت گردش دارایی‌ها و تعامل جریان نقد آزاد و فرصت رشد که با رویکرد معیار مطلق و یا رویکرد تعاملی اندازه‌گیری شده است. ضمن انتقاد به این دو رویکرد، هدف این پژوهش تحلیل نقش تاثیر راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی با نقش میانجی‌گری سیاست‌های مالی و سنجش هزینه نمایندگی با رویکرد جدید مبتنی بر مدل است.

در این پژوهش با استفاده از معادلات ساختاری به بررسی همزمان کلیه روابط متغیرها و نقش واسطه‌گری سیاست‌های مالی در رابطه راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی در پنج فرضیه پرداخته شده است. هزینه نمایندگی با شش روش متفاوت برای سه معیار نسبت جریان نقد آزاد به دارایی، نسبت هزینه‌های فروش، اداری و عمومی به فروش و نسبت گردش دارایی‌ها مجموعاً ۱۸ سنجه سنجیده شده است. داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران به استثنای شرکت‌های واسطه‌گری مالی در بازه زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۸ به صورت سالانه آزمون و نتایج به صورت میانگین در دوره هفت ساله ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ نشان داده شده است. در این پژوهش از رویکرد واریانس‌محور معادلات ساختاری، روش حداقل مربعات جزئی (PLS) استفاده شده است. اندازه‌گیری هزینه نمایندگی با رویکرد مبتنی بر مدل و بررسی مبتنی بر معادلات ساختاری روابط متغیرها و تعدیل Q توبین با استفاده از شاخص تورم از شاخص‌های این پژوهش است.

طبق نتایج، راهبری شرکتی بر نسبت سود تقسیمی تاثیر مثبت دارد و رابطه آن با نسبت بدهی تایید نشد. در هر شش روش مبتنی بر معیار نسبت جریان نقد آزاد به دارایی، نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی تاثیر منفی دارد. ضمناً در رویکرد مبتنی بر مدل این معیار، برخلاف سایر سنج‌های هزینه نمایندگی، مسیر تاثیر راهبری شرکتی بر تقسیم سود و تقسیم سود بر هزینه نمایندگی تایید شد. در شش روش مبتنی بر معیار نسبت هزینه‌ها، دو روش در کلیه سال‌ها و چهار روش مابقی در بازه اول زمانی نسبت سود تقسیمی بر هزینه نمایندگی تاثیر منفی دارد و لذا سهامدار می‌تواند از طریق سازوکارهای راهبری شرکتی و متغیر میانجی تقسیم سود سبب کاهش هزینه نمایندگی شود. در شش روش مبتنی بر معیار معکوس نسبت گردش دارایی‌ها، در روش

معیار مطلق آن و روش‌های تعاملی با فرصت رشد، نسبت سود تقسیمی بر هزینه نمایندگی تاثیر منفی دارد. در حالی که در رویکرد مبتنی بر مدل این معیار، رابطه مذکور تایید نشده است و رابطه منفی نسبت بدهی و هزینه نمایندگی تایید شد.

**کلیدواژه‌ها:** هزینه نمایندگی، راهبری شرکتی، نسبت سود تقسیمی، نسبت بدهی.

## شرح و بیان مساله پژوهشی

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 نظام مناسب راهبری شرکتی است. راهبری شرکتی در رویکرد جدید شامل نظارت کلیه ذی‌نفعان و در رویکرد قدیمی شامل نظارت صرفاً سهامداران بر مدیریت است. به پیروی از مارتین<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۹) و اوسو و ویر<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) و مطالعات متعدد دیگری که در سال‌های اخیر در خصوص نظریه نمایندگی صورت گرفته و همچنین با عنایت به گستردگی رویکرد جدید شامل نظارت کلیه ذی‌نفعان و عدم امکان بررسی همه این جوانب، در این پژوهش بر رویکرد قدیم راهبری شرکتی یعنی رابطه سهامدار و مدیریت تمرکز می‌شود.

با جدا شدن مالکیت و مدیریت در شرکت‌های سهامی، مدیران به عنوان نماینده سهامداران، شرکت را اداره می‌کنند. با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین سهامداران و مدیران منجر به مشکل نمایندگی می‌شود (اوگدن<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۳ و فلوراکیس<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸) و محتمل است که تصمیمات مدیران به عنوان نمایندگان سهامداران لزوماً در جهت منافع آنان نباشد. لذا سهامداران بر عملکرد نماینده خود نظارت می‌کنند. حل مساله نمایندگی<sup>۵</sup> تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می‌کند که مدیران به دنبال ارزش‌آفرینی از طریق حداکثر کردن ثروت آنان هستند.

سازوکارهای راهبری شرکتی، بیش از هر چیز، حیات شرکت را در بلندمدت هدف قرار داده و در این زمینه، سعی دارد تا از منافع سهامداران در مقابل مدیران پشتیبانی و از انتقال ناخواسته ثروت بین گروه‌های مختلف و تضييع حقوق عموم و سهامداران جلوگیری کند (نیکوکار و همکاران، ۱۳۹۳) تا در نهایت موجبات کاهش هزینه نمایندگی بین سهامدار و مدیریت فراهم شود.

به موضوع راهبری شرکتی و اثربخشی سازوکار آن بر کاهش هزینه نمایندگی، در بسیاری از پژوهش‌های گذشته پرداخته شده است اما یکی از نقاط ضعف حاکم بر ادبیات، معیار مناسب هزینه نمایندگی است. در وضعیت موجود، اهم این معیارها در مقالات متعدد نسبت هزینه‌های فروش، اداری و عمومی به

---

<sup>1</sup> Martin

<sup>2</sup> Owusu & Weir

<sup>3</sup> Ogden

<sup>4</sup> Florackis

<sup>5</sup> Agency Problem

فروش<sup>۱</sup>؛ نسبت فروش به دارایی<sup>۲</sup>، نسبت جریان نقد آزاد به دارایی<sup>۳</sup> و رابطه تعاملی آن با فرصت‌های رشد<sup>۴</sup> (آنگ<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۰۰)، دوکس<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۰۰)، سینگ و دیویدسون<sup>۷</sup> (۲۰۰۳)، نام<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۰۶)، چن و یور-استین<sup>۹</sup> (۲۰۰۷)، مک‌نایت و ویر<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۹)، هنری<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۰)، رشید<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۵)) است.

در وضعیت موجود عموماً نسبت جریان نقد آزاد به دارایی، نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش<sup>۱۳</sup> یا معکوس نسبت کارایی در مطالعات فوق برای سنجش هزینه نمایندگی استفاده شده است. از بین شاخص‌های مورد اشاره تنها سنجه رابطه جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد است که نسبت‌های مالی را به تنهایی انتخاب نکرده است؛ این معیار اثر متقابل نسبت جریان نقد آزاد به دارایی را با فرصت‌های رشد شرکت ملاک عمل قرار می‌دهد و به دلیل اینکه جریان نقدی، هزینه و کارایی را برای شرکت‌های با فرصت رشد بالا هزینه نمایندگی تعریف نمی‌کند، سنجه مناسبی برای هزینه نمایندگی محسوب می‌شود. اما همچنان نقیصه آن صفر در نظر گرفتن هزینه نمایندگی برای شرکت‌های با فرصت رشد بالا است. وضعیت مطلوب این است که برای شرکت‌های با فرصت رشد بالا بتوان هزینه نمایندگی اندازه‌گیری کرد و برای شرکت‌های با فرصت رشد پایین همه مقدار متغیر به‌عنوان هزینه نمایندگی تصور نشود و بتوان شرکت‌های با هزینه نمایندگی را تشخیص داد. شکاف در اندازه‌گیری هزینه نمایندگی نشان می‌دهد که بسیاری از این معیارها از آنجایی که منحصرأ سنجه هزینه نمایندگی نیست، با شبهه عدم تخمین مناسب این متغیر مواجه است. راهکار این پژوهش برای رفع شکاف فوق طراحی مدلی برای رگرسیون نسبت جریان نقد آزاد به دارایی، نسبت هزینه‌های فروش، اداری و عمومی به فروش و معکوس نسبت گردش دارایی روی  $Q$  توبین<sup>۱۴</sup> است. جمله خطای این رگرسیون‌ها، شاخص هزینه نمایندگی تعریف می‌شود. علاوه بر این نوآوری، به

---

<sup>1</sup> SG & A ratio

<sup>2</sup> Asset turnover ratio/ asset utilization ratio/ efficiency ratio

<sup>4</sup> Q-free cash flow interaction

<sup>5</sup> Ang

<sup>6</sup> Doukas

<sup>7</sup> Singh & Davidson

<sup>8</sup> Nam

<sup>9</sup> Chen & Yur-Austin

<sup>10</sup> McKnight & Weir

<sup>11</sup> Henry

<sup>12</sup> Rashid

<sup>13</sup> Expense ratio (operating expense)

<sup>14</sup> Tobin Q's ratio



بررسی تاثیر مکانیزم نظارتی راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی از طریق سیاست‌های مالی بنگاهی پرداخته خواهد شد.

در وضعیت موجود در پژوهش‌های اوسو و ویر (۲۰۱۸)، رشید (۲۰۱۶)، رشید (۲۰۱۵)، مک‌نایت و ویر (۲۰۰۹) و سینگ و دیویدسون (۲۰۰۳) رابطه متغیرهای راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی مستقیماً بررسی شده است. این درحالی‌ست که وضعیت مطلوب آن است که بتوان به این مهم رسید که از طریق کدام یک از سیاست‌های مالی می‌توان بر رابطه راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی تاثیر گذاشت. با توجه به امکان رفتارهای خودخواهانه مدیریتی و ایجاد هزینه نمایندگی اختیار مدیریتی، بدهی نقش مثبتی در نظم دادن به مدیریت ایفا می‌کند و علاوه بر ایجاد نظم در جریان نقدی شرکت، با نظارت صاحبان بدهی شفافیت و کنترل مدیریتی تقویت می‌شود. سهامداران می‌توانند با محدود کردن جریان نقدی آزاد موجود، توانایی مدیریت در دنبال کردن نفع شخصی خود را کنترل کنند. از این رو سود سهام، با خارج کردن پول نقد اضافه از شرکت، هزینه‌های نمایندگی مربوط به دخل و تصرف‌های مدیریتی را کاهش می‌دهد. (اوگدن و همکاران، ۲۰۰۳) بنابراین انتظار می‌رود سهامداران از طریق مکانیزم راهبری توسط این دو سیاست مالی هزینه نمایندگی را کنترل کنند. در این پژوهش علاوه بر بررسی رابطه مذکور با سنج‌های مناسب هزینه نمایندگی، بدین مهم پرداخته خواهد شد که مکانیزم نظارتی راهبری شرکتی از چه طریقی هزینه نمایندگی سهامداران را کاهش می‌دهد؟ به عبارت دیگر چه ابزارهای مدیریتی بر رابطه راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی تاثیرگذار خواهد بود و در نهایت توسط این عوامل، موجبات کاهش هزینه نمایندگی سهامداران فراهم می‌شود؟

صرف بررسی رابطه راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی، تنها به این نتیجه منتج خواهد شد که نظام کنترل خارجی شرکت چه تاثیری بر هزینه نمایندگی دارد. اما در این پژوهش این مهم بررسی خواهد شد که راهبری شرکتی از طریق وادار کردن مدیریت برای اصلاح کدامیک از سیاست‌های مالی بنگاه می‌تواند هزینه نمایندگی سهامداران را کاهش دهد. راهکار این پژوهش برای شکاف مذکور، استفاده از مدلیابی معادلات ساختاری در تخمین همزمان معادلات ساختاری و اندازه‌گیری متغیر مکنون راهبری شرکتی است.

بنابراین بر مبنای مساله تشریح شده، در این پژوهش به تحلیل تاثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی با نقش میانجی سیاست‌های مالی بنگاه در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران پرداخته می‌شود. در این مطالعه صرفاً رابطه راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی به طور مستقیم بررسی نشده و

نقش میانجی سیاست‌های مالی بنگاه در این رابطه از طریق معادلات ساختاری و سنجش همزمان متغیرها مورد بررسی قرار گرفته است. انتظار می‌رود سهامداران از طریق سازوکارهای راهبری شرکتی توسط دو سیاست مالی، نسبت بدهی و نسبت سود تقسیمی، هزینه نمایندگی را کنترل کنند. جهت سنجش هزینه نمایندگی، علاوه بر متغیرهای معرفی شده، این متغیرها با و بدون ارتباط با فرصت‌های رشد (رشد فروش ۵ ساله و  $Q$  توبین)، از جمله خطای رگرسیون متغیرهای مستقل بر  $Q$  توبین و متغیرهای کنترلی به‌عنوان سنجه هزینه نمایندگی استفاده شده است. همچنین در محاسبه  $Q$  توبین نیز در اقدامی نوآورانه از شاخص تورم استفاده شده و شاخص  $Q$  توبین تعدیل شده با تورم در پژوهش لحاظ شده است.

### نوآوری پژوهش

همانطور که در بیان مساله تبیین شد، نسبت گردش دارایی‌ها به عنوان یکی از سنجه‌های هزینه نمایندگی در پژوهش آنگ و همکاران (۲۰۰۰)، سینگ و دیویدسون (۲۰۰۳)، فلمینگ<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۵)، چن و یور-استین (۲۰۰۷)، مک‌نایت و ویر (۲۰۰۹)، هنری (۲۰۱۰)، رشید (۲۰۱۵، ۲۰۱۶) مورد اشاره قرار گرفت. همچنین نسبت هزینه‌های فروش، اداری و عمومی به فروش به عنوان سنجه هزینه نمایندگی در پژوهش سینگ و دیویدسون (۲۰۰۳)، چن و یور-استین (۲۰۰۷)، هنری (۲۰۱۰)، رشید (۲۰۱۵، ۲۰۱۶) و لو<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۸) و نسبت جریان نقد آزاد به دارایی نیز در پژوهش خان و همکاران (۲۰۱۲) به عنوان سنجه‌های هزینه نمایندگی مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به آنکه سنجه‌های مذکور، در برخی مواقع در راستای منافع سهامداران توسط مدیریت شرکت‌ها تغییر (افزایش) یافته ولیکن در همه شرایط در پژوهش‌های پیشین، این نسبت‌های مطلق به عنوان سنجه هزینه نمایندگی در نظر گرفته شده است، یکی از محدودیت‌های مطالعات گذشته است و از آنجا که نسبت‌های مذکور بدون توجه به فرصت رشد ملاک هزینه نمایندگی قرار گرفته است، مطلق نامیده شده است. دوکس و همکاران (۲۰۰۰)، سنجه تعامل فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد را برای هزینه نمایندگی معرفی کردند که به واقعیت نزدیک‌تر است. در این پژوهش با استفاده از این رویکرد تعاملی با گسترش مرز دانش، هر سه معیار مطلق مورد اشاره در تعامل با فرصت رشد در نظر گرفته شده است که  $Q$  توبین و رشد فروش ۵ ساله نیز ملاک فرصت رشد است.

<sup>1</sup> Fleming

<sup>2</sup> Luo

در نوآوری دیگری در این پژوهش، با توجه به شرایط تورمی کشور و با توجه به آنکه بر مبنای استانداردهای حسابداری ایران، دارایی‌های شرکت‌ها به بهای تمام شده تاریخی در صورت‌های مالی شرکت‌ها درج می‌شود، لذا در صحت محاسبه Q توپین ابهام وجود داشته و در این پژوهش، بر مبنای شاخص تورم اقدام به تعدیل دارایی‌های شرکت‌ها و محاسبه Q توپین تعدیل شده با تورم پرداخته شده است.

نوآوری سوم این پژوهش در راستای شکستن مرزهای علم استفاده از رویکرد مدل محور جهت سنجش هزینه نمایندگی است زیرا که رویکرد تعاملی نیز خالی از اشکال نیست. در این روش، معیارهای مطلق هزینه نمایندگی شامل معکوس نسبت گردش دارایی‌ها، نسبت هزینه‌ها و نسبت جریان نقد آزاد به دارایی بر روی Q توپین رگرس شده و سپس جمله خطای رگرسیون به عنوان سنج هزینه نمایندگی در نظر گرفته شده است. در این رویکرد، شرکت‌های با فرصت رشد بالا نیز می‌توانند با هزینه نمایندگی مواجه شوند که این مهم به واقعیت نزدیک‌تر است. زیرا که ممکن است در شرکتی با فرصت رشد بالا نیز، با مازاد جریان نقد آزاد، مازاد هزینه‌های اختیار مدیریتی و ... مواجه بوده و این در حالی است که در رویکرد تعاملی هزینه نمایندگی این قبیل شرکت‌ها صفر لحاظ می‌شود.

به عقیده لاپرتا و همکاران (۲۰۰۰) بر مبنای ایده ایستریوک<sup>۱</sup> (۱۹۸۴)، جنسن<sup>۲</sup> (۱۹۸۶)، فلاک<sup>۳</sup> (۱۹۹۸، ۱۹۹۹)، هارت و موری<sup>۴</sup> (۱۹۷۴) و مایرز<sup>۵</sup> (۱۹۹۸)، گمز<sup>۶</sup> (۲۰۰۰) و زیبل<sup>۷</sup> (۱۹۹۶) سیاست‌های تقسیم سود به حل مساله نمایندگی بین افراد درون سازمانی شرکت و سهامداران کمک می‌کند. در مطالعات رزف<sup>۸</sup> (۱۹۸۲)، اسچولی و برنی (۱۹۹۴) و چاو و همکاران (۲۰۰۹) نیز به بررسی رابطه راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی و سود تقسیمی پرداخته شده است. همه این مطالعات هزینه نمایندگی و راهبری شرکتی را با معیارهای مستقل اندازه‌گیری کرده‌اند. نوآوری چهارم این پژوهش استفاده از مدل‌یابی معادلات ساختاری برای سنجش راهبری شرکتی به عنوان متغیر پنهان است. آزمون هم‌زمان کلیه روابط

---

<sup>1</sup> Easterbrook

<sup>2</sup> Jensen

<sup>3</sup> Fluck

<sup>4</sup> Hart & Moore

<sup>5</sup> Myers

<sup>6</sup> Gomes

<sup>7</sup> Zwiebel

<sup>8</sup> Rozeff

ساختاری و اندازه‌گیری ویژگی منحصر به فرد این مدل است که تاکنون در مطالعات پیشین سابقه نداشته است.

### فرضیه‌های پژوهش

۱. راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی تاثیر منفی دارد.
۲. راهبری شرکتی بر نسبت سود تقسیمی تاثیر مثبت دارد.
۳. راهبری شرکتی بر نسبت بدهی تاثیر مثبت دارد.
۴. افزایش سود تقسیمی، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد.
۵. افزایش نسبت بدهی، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد.

جدول ۴-۳: خلاصه نتایج فرضیه‌ها در ۶ روش سنجش هزینه نمایندگی

روش ۶	روش ۵	روش ۴	روش ۳	روش ۲	روش ۱	بازه زمانی
<b>بر مبنای معیار مطلق نسبت جریان نقد آزاد به دارایی</b>						
x	x	x	x	x	x	۱- راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی تاثیر منفی دارد.
✓	✓	✓	✓	✓	✓	۲- راهبری شرکتی بر نسبت سود تقسیمی تاثیر مثبت دارد.
x	x	x	x	x	x	۳- راهبری شرکتی بر نسبت بدهی تاثیر مثبت دارد.
✓	✓	x	x	x	x	۴- افزایش سود تقسیمی، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد.
✓	✓	✓	✓ <sub>۲</sub>	✓	✓	۵- افزایش نسبت بدهی، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد.
<b>بر مبنای معیار مطلق نسبت هزینه‌ها</b>						
x	x	✓ <sub>۱</sub>	x	x	x	۱- راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی تاثیر منفی دارد.
✓	✓	✓	✓	✓	✓	۲- راهبری شرکتی بر نسبت سود تقسیمی تاثیر مثبت دارد.
x	x	x	x	x	x	۳- راهبری شرکتی بر نسبت بدهی تاثیر مثبت دارد.
✓ <sub>۱</sub>	✓ <sub>۱</sub>	✓	✓ <sub>۱</sub>	✓ <sub>۱</sub>	✓	۴- افزایش سود تقسیمی، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد.
✓ <sub>۱</sub>	✓ <sub>۱</sub>	x	x	x	x	۵- افزایش نسبت بدهی، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد.
<b>بر مبنای معیار مطلق معکوس نسبت گردش دارایی</b>						

x	x	x	x	x	x	۱- راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی تأثیر منفی دارد.
✓	✓	✓	✓	✓	✓	۲- راهبری شرکتی بر نسبت سود تقسیمی تأثیر مثبت دارد.
x	x	x	x	x	x	۳- راهبری شرکتی بر نسبت بدهی تأثیر مثبت دارد.
x	x	✓	✓	✓ <sub>۱</sub>	✓	۴- افزایش سود تقسیمی، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد.
✓	✓	✓ <sub>۱</sub>	✓ <sub>۱</sub>	x	✓ <sub>۲</sub>	۵- افزایش نسبت بدهی، هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد.

✓: تایید در هر دو بازه زمانی    ✓<sub>۱</sub>: تایید در بازه اول زمانی    ✓<sub>۲</sub>: تایید در بازه دوم  
زمانی    x: عدم تایید

## فصل پنجم

### خلاصه، نتیجه‌گیری و پیشنهادات

#### مقدمه

در این فصل پس از بیان خلاصه‌ای از پژوهش به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش تشریح شده در فصل چهارم پرداخته شده و پس از بررسی و ارزیابی نتایج برمبنای مدل مندرج در فصل سوم، ضمن بحث و بررسی پیرامون نتایج و مقایسه با پیشینه پژوهش تشریح شده در فصل دوم، محدودیت‌های پژوهش مطرح شده است. در نهایت پیشنهادهای کاربردی مرتبط با نتایج برای بازیگران صنعت و پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی ارائه شده است.

#### ۵-۱- خلاصه فصل‌ها

این پژوهش با عنوان تحلیل تاثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی با نقش میانجی سیاست‌های مالی بنگاه در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران به تشریح مدلی پرداخته است که نقش میانجی‌گری سیاست تقسیم سود و ساختار سرمایه را در رابطه راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی نشان دهد. در مدل طراحی شده ۶ فرضیه شامل رابطه منفی راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی، رابطه‌های مثبت راهبری شرکتی و نسبت‌های سود تقسیمی و بدهی و رابطه‌های منفی نسبت‌های سود تقسیمی و بدهی با هزینه نمایندگی بررسی شده است. همانطور که در فصل سوم توضیح داده شد، در این پژوهش برمبنای مدلیابی معادلات ساختاری به سنجش روابط همزمان میان سازوکارهای راهبری شرکتی، سیاست‌های مالی بنگاه و هزینه نمایندگی پرداخته شده است.

جنسن (۱۹۸۶) مطرح کرد که هزینه سببی زمانی بالا است که جریان نقد بالا با فرصت‌های رشد کم ترکیب شود. اوپلر و تیتمن (۱۹۹۳) مطرح کردند که شرکتی با رشد بالا، احتمالاً دارای مدیریت بهتری است. بنابراین، دوکس و همکاران (۲۰۰۰)، سنجه تعامل فرصت‌های رشد و جریان‌های نقد آزاد را برای هزینه نمایندگی

معرفی کردند. لذا جهت سنجش این هزینه نسبت جریان نقد آزاد به دارایی به تنهایی نمی‌تواند سنجه این شاخص در نظر گرفته شود و هر اندازه این نسبت بالاتر باشد، نشان‌دهنده نگهداری نقدینگی بالاتر توسط مدیریت است که لزوماً جهت رعایت حقوق سهامداران نیست. لذا در پژوهش‌ها نسبت جریان نقد آزاد به دارایی در تعامل فرصت رشد به عنوان سنجه هزینه نمایندگی در نظر گرفته شد و در صورتی که فرصت رشد کمتر از میانگین باشد متغیر مجازی تعریف شده معادل ۱ در نظر گرفته شده و در نتیجه هزینه نمایندگی معادل نسبت جریان نقد آزاد به دارایی لحاظ می‌شود. در این پژوهش در روش اول، نسبت جریان نقد آزاد به دارایی و در روش‌های ۲ تا ۴ تعامل آن با فرصت‌های رشد به عنوان سنجه هزینه نمایندگی در نظر گرفته شده که در روش ۲ رشد فروش ۵ ساله و در روش ۳ نسبت  $Q$  توبین معادل فرصت رشد تعریف شده است. با توجه به شرایط تورمی و لزوم رعایت حسابداری بهای تمام شده در استانداردهای حسابداری، با توجه به آنکه دارایی‌های شرکت‌ها با تورم تعدیل نشده و بر مبنای بهای تمام شده در حساب‌ها درج شده، نسبت  $Q$  توبین معیار مناسبی به نظر نمی‌رسد. لذا با تعدیل دارایی‌ها، نسبت  $Q$  توبین با تورم تعدیل شده و به عنوان معیار فرصت رشد در نظر گرفته شده است. این تعدیل به عنوان نوآوری پژوهش تعریف شده که تاکنون در کشور انجام نشده است. نوآوری دیگر این پژوهش، اندازه‌گیری هزینه نمایندگی با رویکرد مبتنی بر مدل است. آنچه این پژوهش به توسعه آن می‌پردازد، سنجش هزینه نمایندگی بر مبنای جمله خطای رگرسیون جریان نقد بر  $Q$  توبین است که در روش ششم نیز  $Q$  توبین تعدیل شده با تورم در رگرسیون لحاظ شده است. مشابه آنچه در مورد نسبت جریان نقد آزاد به دارایی گفته شد برای دو سنجه دیگر هزینه نمایندگی شامل نسبت هزینه‌ها و نسبت گردش دارایی نیز تکرار شده است و بنابراین ۱۸ روش برای اندازه‌گیری هزینه نمایندگی توسعه داده شده است.

لذا جهت سنجش هزینه نمایندگی از سه رویکرد شامل معیارهای مطلق سنجه هزینه نمایندگی، تعامل معیارهای مطلق سنجه هزینه نمایندگی و فرصت رشد و در نهایت خطای برازش معیارهای مطلق سنجه هزینه نمایندگی بر  $Q$  توبین استفاده شده است. در رویکرد دوم متغیر مجازی فرصت‌های رشد شامل رشد ۵ ساله فروش،  $Q$  توبین و  $Q$  توبین تعدیل شده با تورم است. در نهایت مدل پژوهش برای سه سنجه هزینه نمایندگی شامل نسبت جریان نقد آزاد به دارایی، نسبت هزینه‌ها و نسبت گردش دارایی در ۶ روش مجموعاً در ۱۸ روش به کمک مدل‌یابی معادلات ساختاری تحلیل شده است و نتایج آن در این فصل تفسیر می‌شود. داده‌ها بر مبنای اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها در سامانه کدال و پایگاه داده رهاورد نوین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران به استثنای شرکت‌های واسطه‌گری مالی در دو بازه زمانی ۸۵ تا ۹۱ و ۹۲ تا ۹۸ تحلیل شده است.

### **۲-۵- یافته‌های مبتنی بر فرضیه‌های پژوهش**

همانطور که در شکل ۳-ان نشان داده شده است، مدل پژوهش شامل تاثیر راهبری شرکتی بر نسبت بدهی و نسبت سود تقسیمی و تاثیر این دو متغیر بر هزینه نمایندگی به انضمام تاثیر مستقیم راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی است. در خلاصه فصل‌ها مندرج در بند ۵-۱ تشریح شد، هزینه نمایندگی با سه سنج نسبت جریان نقد آزاد به دارایی، نسبت هزینه‌ها و معکوس نسبت گردش دارایی در ۶ روش تعریف و مدل اصلی پژوهش اجرا شده است. در این بخش نتایج مدل به ترتیب برمبنای سنج نسبت جریان نقد آزاد به دارایی، نسبت هزینه‌ها و معکوس نسبت گردش دارایی به صورت تفسیری توضیح داده می‌شود.

### **۵-۲-۱- یافته‌های مبتنی بر فرضیه‌های پژوهش برمبنای سنج نسبت جریان نقد آزاد به دارایی**

فرضیه اول این پژوهش بدین صورت است: "راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی تاثیر منفی دارد". این فرضیه در هیچ یک از روش‌ها برمبنای سنج‌های مختلف هزینه نمایندگی (۱۸ روش) تایید نشد. عدم تایید این رابطه شاید بدان علت باشد که سهامداران، تشخیص صحیحی از مفهوم هزینه نمایندگی و نحوه صحیح مدیریت آن ندارند. به عبارتی سهامدار اطلاعی از نحوه کنترل رفتارهای خودخواهانه مدیریتی به طور مثال کاهش هزینه‌های اختیار مدیریتی، جلوگیری از نگهداری وجه نقد آزاد مازاد بر  $Q$  توبین (فرصت رشد) و .. و یا تشخیص حد بهینه آن‌ها ندارد و به این سطح از بلوغ نرسیده‌اند. مدل‌سازی هزینه نمایندگی که یکی از نوآوری‌های این پژوهش است، نه تنها سهامدار آن را تشخیص نمی‌دهد که در ادبیات پیشین هم، اندازه‌گیری مبتنی بر مدل هزینه نمایندگی وجود نداشته است. پس انتظار نمی‌رود که سهامدار زمانی که راهبری شرکتی تقویت می‌شود و قدرت نظارتی بالاتری در اختیار دارد، سنج‌های هزینه نمایندگی را تعدیل کند. لذا با ارایه مدل‌ها در این پژوهش، امیدوار هستیم که این تفکر به بازار منتقل شود و بازار این قدرت تشخیص را پیدا کند که چه سطحی از مازاد جریان نقد آزاد، ناکارایی دارایی‌ها و نسبت هزینه‌ها، هزینه نمایندگی است؟ نتایج این مهم مشابه نتایج اوسو و ویر (۲۰۱۸) برمبنای سازوکارهای راهبری شرکتی شامل دوگانگی مدیرعامل و رییس هیات‌مدیره، استقلال هیات‌مدیره و ساختار آن است. همچنین هنری (۲۰۱۰) مطرح کرد که تاثیر سودمندی از راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی، مستقل از ساختار مالکیت



است. نتایج پژوهش سینگ و دیویدسون (۲۰۰۳) نیز نشان‌دهنده آن است که اعضا مستقل هیات‌مدیره (غیرموظف) از هزینه نمایندگی در شرکت جلوگیری نمی‌کنند. عدم تایید رابطه مستقیم راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی مشابه نتایج مطالعات داخلی مجتهدزاده (۱۳۹۰)، مهدوی و منفرد مهارلوئی (۱۳۹۰)، مرادی و همکاران (۱۳۹۲)، بادآور نهندي و همکاران (۱۳۹۳) است. این در حالی‌ست که در اکثر نتایج مطالعات خارجی، شامل مطالعات آنگ و همکاران (۲۰۰۰)، چن و یور-استین (۲۰۰۷)، مک‌نایت و ویر (۲۰۰۹)، رشید (۲۰۱۵) و رشید (۲۰۱۶) و مطالعات داخلی نوروش و همکاران (۱۳۸۸)، ولی‌پور و خرم (۱۳۹۰)، رضایی و مهدوی دوست (۱۳۹۱)، تنانی و رجبی (۱۳۹۳)، نیکوکار و همکاران (۱۳۹۳)، حیدری و همکاران (۱۳۹۵)، صدیقی و پوربهی (۱۳۹۶) بر مبنای مکانیزم‌های مختلف راهبری شرکتی و سنج‌های هزینه نمایندگی رابطه مذکور تایید شده است.

در روش ۱ مقدار مطلق نسبت جریان نقد آزاد به دارایی به عنوان سنج هزینه نمایندگی در مدل لحاظ شده است. در این روش نیز فرضیه شماره ۱ مبنی بر رابطه بین راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی بر مبنای سنج نسبت جریان نقد آزاد به دارایی بررسی شد و همانطور که در جدول ۴-۸ اشاره شد، نتایج حاکی از آن است که راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی تاثیر معناداری ندارد در حالی‌که انتظار می‌رفت با تقویت راهبری شرکتی، هزینه نمایندگی کاهش یابد و رابطه مذکور معنادار باشد که این مهم محقق نشده است. به عبارتی وقتی توان اعمال قدرت سهامداران افزایش می‌یابد، نسبت جریان نقد آزاد به دارایی کاهش نمی‌یابد و سهامداران برای کاهش این نسبت فشاری بر مدیران وارد نمی‌کنند. یکی از روش‌های کاهش جریان نقد آزاد، تقسیم سود است که با تایید فرضیه شماره ۲ و عدم تایید فرضیه شماره ۴، نتایج نشان داد سهامداران با تقویت قدرت راهبری این نسبت را افزایش می‌دهند اما نه با هدف کاهش جریان نقد آزاد.

در این روش و با توجه به عدم تغییر متغیرهای راهبری شرکتی، نسبت سود تقسیمی و نسبت بدهی در سایر روش‌ها نیز، فرضیه شماره ۲ یعنی رابطه مستقیم راهبری شرکتی و نسبت سود تقسیمی تایید شد. این در حالی‌ست که فرضیه شماره ۳ مبنی بر تاثیر راهبری شرکتی بر نسبت بدهی تایید نشد. مشابه نتایج مطالعات چاو و همکاران (۲۰۰۹)، باتالا و رائو (۱۹۹۵)، اسپولی و برنی (۱۹۹۴)، مرادی و همکاران (۱۳۹۰) و استدلال فرضیه نتیجه مرتبط با مطالعات فخاری و یوسفعلی‌تبار (۱۳۸۹)، راهبری شرکتی بر نسبت سود تقسیمی تاثیر مثبت دارد و برخلاف مطالعات جاواید و همکاران (۲۰۲۱) و مهرانی و همکاران (۱۳۹۴) و مشابه نتایج مطالعات داخلی مقدم و مومنی یانسی (۱۳۹۱) و کریمی

و اشرفی (۱۳۸۹) برمبنای شاخص استقلال هیات‌مدیره، تاثیر راهبری شرکتی بر نسبت بدهی تایید نمی‌شود. به عبارتی با بهبود و تقویت مکانیزم راهبری شرکتی، سود بیشتری در شرکت‌ها تقسیم شده ولیکن میزان استقراض شرکت‌ها بیشتر نشده است. این بدین معناست که سهامداران با نظارت بیشتر و تقویت راهبری شرکتی، مدیران شرکت را به سمت سود تقسیمی بیشتر هدایت می‌کنند اما توانایی فشار بر مدیران جهت افزایش استقراض را نداشته‌اند. برمبنای ادبیات پیشین انتظار می‌رود که سهامداران نسبت بدهی را در حد بهینه و مدیران نیز جهت کاهش و مدیریت ریسک، نسبت مذکور را کمتر از حد بهینه حفظ کنند. لذا سهامداران برای مقابله با این تصمیم بایستی به مدیران فشار آورند تا نسبت بدهی را در حد بهینه آن نگه دارند. با توجه به آنکه در این پژوهش رابطه مثبت راهبری شرکتی و نسبت بدهی تایید نشده است، علت آن احتمالاً مشخص نبودن مقدار بهینه نسبت بدهی برای سهامدار، بهینه یا بالاتر از بهینه بودن نسبت بدهی و یا عدم توجه آنان به این موضوع باشد و البته ممکن است در برخی شرکت‌ها سهامداران به دنبال کاهش سطح بدهی و برخی افزایش آن تا رسیدن به حد بهینه باشند که این موضوع می‌تواند از دلایل عدم تایید این رابطه باشد. از طرف دیگر در هر دو بازه زمانی نسبت بدهی به طور معناداری بر هزینه نمایندگی تاثیر منفی دارد (فرضیه شماره ۵) و به عبارتی افزایش نسبت بدهی موجب کاهش هزینه نمایندگی شده است. این نتیجه فرض اینکه نسبت بدهی در حد بهینه یا بالاتر از بهینه است را رد می‌کند. به عبارتی عدم تاثیر راهبری شرکتی بر نسبت بدهی صرفاً می‌تواند ناشی از بی‌اطلاعی سهامدار یا مشخص نبودن مقدار بهینه برای وی باشد. از آنجا که در این روش نسبت جریان نقد آزاد به دارایی سنج هزینه نمایندگی در نظر گرفته شده است، برمبنای فرضیه شماره ۵ با افزایش نسبت بدهی، جریان نقد آزاد کاهش می‌یابد زیرا که شرکت‌ها با افزایش استقراض، مبلغ دریافتی را صرف مخارج کرده و جریان نقد آزاد شرکت‌ها صرف بازپرداخت استقراض می‌شود و سطح آن کاهش می‌یابد. در مقابل فرضیه شماره ۴ مبنی بر تقسیم سود بر هزینه نمایندگی تاثیر ندارد و شرکت‌های با تقسیم سود بالا، نسبت جریان نقد زیاد کمتر یا بیشتری ندارند که این مهم شاید بدان علت باشد که شرکت‌ها وقتی نسبت جریان نقد بیش از حد بالایی دارند، سود خود را تقسیم کرده و این نسبت را به گونه‌ای تنظیم می‌کنند که بر جریان نقد آزاد آنان تاثیر نداشته باشد و افت شدیدی نکند.

نتایج این روش نشان داد که راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی به صورت مستقیم و غیرمستقیم تاثیر ندارد ولیکن به طور قطعی نمی‌توان گفت و بدان ابهاماتی وارد است زیرا که ممکن است، نسبت جریان نقد آزاد به دارایی سنج خوبی برای هزینه نمایندگی نباشد و مدیران جریان نقد آزاد را با هدف فرصت

رشد نگهداری کرده‌اند که در این حالت سهامداران تلاش برای کاهش آن نخواهند کرد. در این پژوهش در روش‌های ۲ تا ۴، تعامل جریان نقد آزاد و فرصت رشد به عنوان سنج هزینه نمایندگی تعریف شد.

در روش ۲ سنج هزینه نمایندگی تعامل جریان نقد آزاد و متغیر مجازی رشد فروش ۵ ساله تعریف شد. در این روش برای شرکت‌های با رشد فروش ۵ ساله که در یک سوم بالایی داده‌ها قرار دارد، هزینه نمایندگی صفر در نظر گرفته شده است. در مقابل برای شرکت‌های با رشد فروش ۵ ساله پایین، هزینه نمایندگی معادل نسبت جریان نقد آزاد به دارایی لحاظ شده است که این مهم نشان‌دهنده آن خواهد بود که سهامداران به نگهداری جریان نقد آزاد در راستای ایجاد فرصت رشد توجه می‌کنند و یا به خاطر ضعف دانش و عدم درک اهمیت آن بدین موضوع توجه نمی‌کنند. نتایج مدل با این سنج در جدول ۴-۱۰ نشان‌دهنده تشابه آن با نتایج روش ۱ است. بدین معنا که راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی (فرضیه شماره ۱) و بر نسبت بدهی (فرضیه شماره ۳) تاثیر نداشته به عبارتی راهبری شرکتی حتی در شرکت‌های با رشد کم نیز بر کاهش هزینه نمایندگی تاثیر ندارد. مطابق فرضیه شماره ۲ راهبری شرکتی بر سود تقسیمی تاثیر مثبت دارد. همچنان فرضیه شماره ۴ نسبت سود تقسیمی بر هزینه نمایندگی تاثیر ندارد و فرضیه شماره ۵ نسبت بدهی بر متغیر مذکور تاثیر دارد. این نتیجه این ابهام را به وجود می‌آورد که آیا سنج مناسبی جهت سنجش هزینه نمایندگی انتخاب نشده و یا عملکرد سهامداران ضعیف است؟ با توجه به آنکه متغیر فرصت رشد بر مبنای رشد ۵ سال گذشته شرکت محاسبه شده است و ممکن است برخی شرکت‌ها که در گذشته رشد کمتری داشته‌اند، در سال‌های آتی رشد بالاتری تجربه کنند؛ لذا نسبت  $Q$  توپین به عنوان متغیر مجازی فرصت رشد تعریف شد. زیرا که  $Q$  توپین نشان‌دهنده درک سهامداران و بازار از رشد آتی شرکت است. با توجه به نتایج روش ۳ در جدول ۴-۱۲ و نظر به اهمیت نتایج در بازه دوم زمانی به جهت بروزتر بودن اطلاعات طی سال‌های ۹۲ تا ۹۸، نتایج این روش در همه فرضیه‌ها، مشابه دو روش قبل بوده است که همچنان راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی تاثیر ندارد. شایان ذکر است که نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی در دوره اول زمانی تاثیر ندارد که نظر به اهمیت نتایج در دوره جدیدتر، نتایج مشابه روش‌های قبل تایید شده است.

طبق نتایج این روش با تغییر متغیر مجازی فرصت رشد از رشد فروش ۵ ساله گذشته‌نگر به نسبت  $Q$  توپین آینده‌نگر، همچنان راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی تاثیر ندارد و سهامداران با تقویت راهبری شرکتی سعی در افزایش سود تقسیمی شرکت‌ها دارند. افزایش نسبت بدهی بر کاهش هزینه نمایندگی

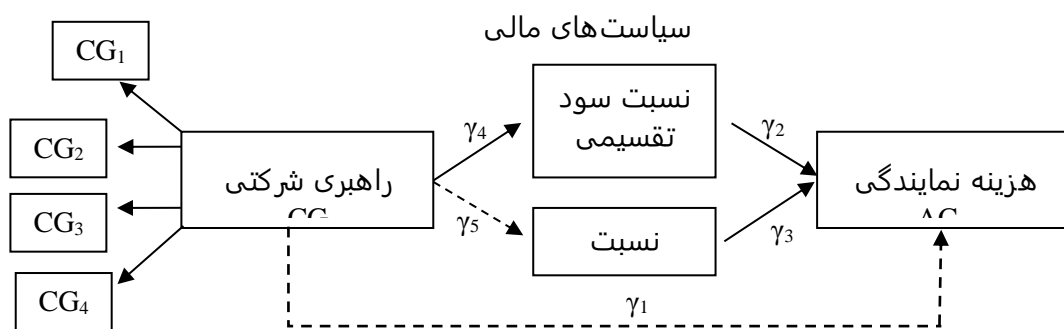
تأثیر دارد؛ این در حالی است که راهبری شرکتی بر نسبت بدهی تأثیر ندارد و در نتیجه آن از طریق تأثیر غیر مستقیم راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی توسط متغیر میانجی نسبت بدهی، هزینه نمایندگی کاهش نمی‌یابد که این مهم می‌تواند ناشی از عدم دانش کافی و یا عدم تمایل سهامدار باشد.

با توجه به آنکه در کشور شرایط تورمی حاکم بوده و در مقابل دارایی‌های شرکت‌ها نیز به بهای تمام شده در دفاتر شرکت‌ها ثبت شده است، در نسبت  $Q$  توپین محاسبه شده محل مناقشه است. در این پژوهش بر مبنای نوآوری تشریح شده در پیوست شماره ۲، دارایی شرکت‌ها با تورم تعدیل شده و بر مبنای آن  $Q$  توپین مجدداً تعدیل شده است. در جدول ۴-۱۴ نتایج مربوط به این روش گزارش شده است. نتایج نشان‌دهنده آن است که علیرغم تعدیل نسبت  $Q$  توپین نتایج همه فرضیه‌ها، مشابه روش ۳ (عدم تعدیل نسبت  $Q$  توپین) و دو روش دیگر است. راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی حتی در شرکت‌های با فرصت رشد پایین تأثیر ندارد و سهامداران نیز با تقویت راهبری شرکتی، نسبت سود تقسیمی را افزایش می‌دهند اما نه با هدف کاهش جریان نقد در شرکت‌های با فرصت رشد کمتر. نتایج نشان‌دهنده آن است که سهامداران از طریق راهبری شرکتی نتوانسته‌اند و یا تمایلی به کاهش هزینه نمایندگی نداشته است. لذا کماکان این سوال باقی است که آیا سنج هزینه نمایندگی، سنج مناسبی برای این متغیر نیست و یا در واقعیت راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی تأثیر ندارد.

سنجش هزینه نمایندگی در روش‌های ۱ تا ۴ مبتنی بر مدل‌های تشریح شده در ادبیات پژوهش است. آنچه نوآوری این پژوهش تلقی می‌شود، تعیین معیار هزینه نمایندگی بر مبنای جمله خطای مدل رگرسیون نسبت جریان نقد آزاد به دارایی بر  $Q$  توپین در روش ۵ است که دیدگاه متفاوتی در سنجش هزینه نمایندگی است. در روش سنجش هزینه نمایندگی توسط تعامل جریان نقد آزاد و فرصت رشد، زمانی که فرصت رشد در شرکتی بالا است، هزینه نمایندگی صفر در نظر گرفته شده است و این در حالی است که در شرکت‌های مذکور این احتمال وجود داشته که شرکتی جریان نقد آزاد فراتر از مقدار مورد نیاز جهت تامین این فرصت رشد نگهداری کرده باشد که در ادبیات پژوهش به این مهم توجه نشده است. لذا در شرکت‌های با نظام راهبری شرکتی قوی، این احتمال وجود دارد که تلاش آنان در راستای بهبود متغیر فرصت رشد باشد که با افزایش آن هزینه نمایندگی صفر شود. پس در روش سنجش هزینه نمایندگی از طریق روش تعامل جریان نقد آزاد و فرصت رشد ممکن است تأثیر راهبری شرکتی بر فرصت رشد بررسی شده باشد و این در حالی است که تصور پژوهش‌گر بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی است و در صورتی که راهبری شرکتی بر

فرصت رشد شرکت‌ها تاثیر نداشته باشد، متغیر مذکور بر هزینه نمایندگی تاثیر نخواهد داشت. برای رفع ابهام مورد اشاره، در نوآوری این پژوهش در روش ۵ هزینه نمایندگی معادل جمله خطای مدل رگرسیون نسبت جریان نقد آزاد به دارایی روی  $Q$  توپین و دو متغیر کنترلی اندازه شرکت و نرخ بازده دارایی در نظر گرفته شده است. زیرا که شرکت‌ها برای فرصت رشد نیاز به جریان نقد آزاد دارند و در این مدل در صورتی که شرکتی فراتر از مقدار مورد نیاز (برای ایجاد  $Q$  توپین هدف) جریان نقد آزاد نگه دارد، حتی در صورت برخورداری از فرصت رشد بالا، برای شرکت هزینه نمایندگی در نظر گرفته می‌شود که مقدار آن با  $\epsilon$  محاسبه می‌شود. لذا در این روش، ابهام مورد اشاره در روش قبلی برطرف شده است. براین اساس این روش اجرا و  $\epsilon$  معادل هزینه نمایندگی تعریف و نتایج آن در جدول ۴-۱۶ نمایش داده شده و نمای مدل نهایی پژوهش بر مبنای سنجه هزینه نمایندگی معادل جمله خطای مدل رگرسیون نسبت جریان نقد آزاد به دارایی بر  $Q$  توپین (روش پنج نسبت جریان نقد آزاد به دارایی) در هر دو بازه زمانی به شرح شکل ۱-۵ است.

همانطور که در شکل ۱-۵ نمایش داده شده است، نتایج این روش نشان داد که مشابه ۴ روش قبلی راهبری شرکتی بر نسبت بدهی تاثیر ندارد و در مقابل راهبری شرکتی بر نسبت سود تقسیمی تاثیر مثبت دارد که با توجه به مشابهت داده‌های راهبری شرکتی، نسبت بدهی و نسبت تقسیم سود بین این روش و روش‌های قبلی نتیجه مذکور قابل انتظار است. مشابه نتیجه روش‌های قبلی، نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی تاثیر منفی دارد که این رابطه (فرضیه شماره ۵) در همه روش‌ها با سنجه‌های مختلف هزینه نمایندگی تایید شد که نشان‌دهنده پایایی<sup>۱</sup> این فرضیه است. تمایز این روش با ۴ روش قبلی در



شکل ۱-۵: مدل نهایی پژوهش بر مبنای روش ۵ سنجش هزینه نمایندگی نسبت جریان نقد آزاد به دارایی

<sup>۱</sup>Reliability

معناداری فرضیه شماره ۴ یعنی رابطه منفی نسبت سود تقسیمی و هزینه نمایندگی است که در این روش برخلاف سایر روش‌ها تایید شد. به عبارتی سهامداران با تقویت توان نظارت و راهبری شرکتی، با هدف کاهش جریان نقد آزاد مازاد، سود تقسیمی را افزایش و در نتیجه هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهند. نکته قابل تامل که در این روش حاصل شد، در دو رویکرد گذشته سهامداران با تقسیم سود بالاتر، سبب کاهش نسبت جریان نقد آزاد به دارایی (سنجه هزینه نمایندگی در روش ۱) و تعامل آن با فرصت رشد (سنجه هزینه نمایندگی در روش‌های ۲ تا ۴) نمی‌شوند که می‌تواند ناشی از تاثیر سود تقسیمی بر فرصت رشد باشد و نه بر هزینه نمایندگی. در مقابل در این روش با افزایش سود تقسیمی، جمله خطای رگرسیون نسبت جریان نقد آزاد به دارایی بر فرصت رشد کاهش می‌یابد. این در حالی‌ست که نتایج نشان می‌دهد هم در شرکت‌های با فرصت رشد بالا و هم در شرکت‌های با فرصت رشد پایین، در صورتی‌که نسبت جریان نقد آزاد به دارایی فراتر از نیاز نگهداری شود، تقسیم سود نسبت جریان نقد آزاد به دارایی را کاهش می‌دهد. درحالی‌که براساس نتایج روش‌های قبلی تقویت راهبری شرکتی، سبب افزایش سود تقسیمی شده اما نه آنقدر که موجب کاهش کل جریان نقد آزاد بشود که البته به لحاظ نظری نیز این‌گونه انتظار نمی‌رود و عدم تایید فرضیه‌های قبلی ناشی از سنجه اشتباه هزینه نمایندگی است که در این پژوهش با روش پنجم برطرف می‌شود. در این روش برخلاف روش‌های قبلی این نتیجه حاصل شد که سهامدار با تقویت راهبری شرکتی بر افزایش سود تقسیمی شرکت‌ها فشار می‌آورند تا نسبت جریان نقد آزاد به دارایی فراتر از نیاز آن شرکت را کاهش دهد؛ اتفاقی که به لحاظ نظری کاملاً مورد انتظار است. به عبارتی یکی از اهداف مهم سهامدار برای تقسیم سود، کاهش نسبت جریان نقد آزاد به دارایی مازاد است و نه کاهش آن نسبت. لذا با سنجه منطقی‌تر هزینه نمایندگی در این روش، تعدیل هزینه نمایندگی با تقویت نظام راهبری شرکتی کشف و مستند شد. در سایر روابط نتایج مشابه روش‌های قبلی است. نکته‌ای که در این نتایج مشهود است، عدم تاثیر مستقیم راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی است. این درحالی‌ست که از طریق متغیر میانجی تقسیم سود، این رابطه به صورت غیرمستقیم تایید شده است. این مهم شاید بدان علت باشد که مقدار کاهش هزینه نمایندگی از طریق تقسیم سود آنقدر زیاد نباشد که کل نوسانات راهبری شرکتی آن را توضیح دهد. نوسانات راهبری شرکتی، نوسانات تقسیم سود را توضیح می‌دهد و نوسانات تقسیم سود، نوسانات هزینه نمایندگی را. اما این رابطه غیر مستقیم آنقدر شدید نیست که تغییرات راهبری شرکتی بتواند نوسانات هزینه نمایندگی را توضیح دهد. اما

تا حد قابل توجهی هزینه نمایندگی در رابطه غیرمستقیم تحت تاثیر راهبری شرکتی قرار می‌گیرد.

با توجه به احتمال تاثیر عدم تعدیل  $Q$  توبین بر مبنای تورم بر نتایج روش ۵، در روش ۶ مشابه متدلوژی روش قبلی، مجدداً هزینه نمایندگی معادل جمله خطای مدل رگرسیون نسبت جریان نقد آزاد به دارایی بر  $Q$  توبین و دو متغیر کنترلی اندازه شرکت و نرخ بازده دارایی در نظر گرفته شده است با این تفاوت که در این روش از  $Q$  توبین تعدیل شده با تورم استفاده شده است. نتایج نشان داده شده در جدول ۴-۱۸ مویید آن است که نتایج این روش، مشابه روش قبلی بوده و تعدیل  $Q$  توبین تاثیری بر نتایج نداشته است و مدل نهایی این روش نیز مشابه شکل ۵-۱ است. به عبارتی همچنان تاثیر مستقیم راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی تایید نمی‌شود (فرضیه شماره ۱) و تاثیر غیرمستقیم این رابطه از طریق متغیر میانجی سود تقسیمی تایید می‌شود (فرضیه‌های شماره ۲ و ۴). تاثیر غیرمستقیم راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی نیز از طریق متغیر میانجی نسبت بدهی تایید نمی‌شود.

در تمامی ۶ روش فوق تاثیر نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی مشابه مطالعات پیشین از جمله اوگدن و همکاران (۲۰۰۳) و مک نایت و ویر (۲۰۰۹) تایید شده است. یعنی طبق انتظارات نظری نسبت بدهی در حد بهینه خود نیست و با کاهش آن، هزینه نمایندگی کاهش می‌یابد. اما در هر ۶ روش راهبری شرکتی تاثیری بر نسبت بدهی نداشته و سهامداران به این موضوع بی‌توجه بوده‌اند.

**۵-۲-۲- یافته‌های مبتنی بر فرضیه‌های پژوهش بر مبنای سنجه نسبت هزینه‌ها**  
در این رویکرد از نسبت هزینه‌ها برای تحلیل ۶ روش تشکیل سنجه هزینه نمایندگی استفاده شده است. با توجه به آنکه در مقایسه با ۶ روش قبلی صرفاً سنجه هزینه نمایندگی از نسبت جریان نقد آزاد به دارایی به نسبت هزینه‌ها تغییر یافته است و سایر داده‌های مرتبط با راهبری شرکتی، نسبت بدهی و نسبت تقسیم سود تغییر نیافته است، لذا نتایج این رویکرد شامل ۶ روش با نتایج ۶ روش قبلی در خصوص رابطه راهبری شرکتی بر نسبت تقسیم سود (فرضیه شماره ۲) و نیز تاثیر راهبری شرکتی بر نسبت بدهی (فرضیه شماره ۳) کاملاً مشابه است و گویای آن است که راهبری شرکتی بر نسبت بدهی تاثیر ندارد و بر نسبت سود تقسیمی تاثیر دارد. به عبارتی با بهبود و تقویت مکانیزم راهبری شرکتی، سود بیشتری در شرکت‌ها تقسیم شده ولیکن میزان استقراض شرکت‌ها بیشتر نشده است. سهامداران با نظارت بیشتر و تقویت راهبری شرکتی، مدیران شرکت را به سمت سود تقسیمی بیشتر هدایت می‌کنند اما توانایی فشار بر مدیران جهت افزایش استقراض را نداشته‌اند.

در روش ۱ مقدار مطلق نسبت هزینه‌ها به عنوان سنج هزینه نمایندگی در مدل لحاظ شده است و همانطور که در جدول ۴-۲۰ اشاره شد، برخلاف روش ۱ در رویکرد نسبت جریان نقد آزاد به دارایی، نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی تأثیر ندارد (فرضیه شماره ۵). مضمون این نتیجه این است که نسبت بدهی نقش نظم‌دهی مدیریت در کاهش نسبت هزینه‌ها را بازی نمی‌کند. دلیل این موضوع می‌تواند سهم پایین این هزینه‌ها در بنگاه، قرار گرفتن نسبت در حداقل خود و غیرقابل کاهش بودن آن، عدم خیرگی و اطلاع صاحبان بدهی و یا بی‌اهمیتی آن باشد. این در حالی است که بر مبنای نتایج نسبت جریان نقد آزاد به دارایی، این نقش به نحو مطلوب بازی می‌شد.

در این روش نتایج فرضیه شماره ۴ حاکی است، نسبت تقسیم سود بر هزینه نمایندگی تأثیر دارد و شرکت‌های با تقسیم سود بالا، نسبت هزینه‌ها کمتری دارند. تایید تأثیر رابطه راهبری شرکتی بر سود تقسیمی نشان داد که سهامدار با تقویت راهبری شرکتی بر افزایش سود تقسیمی شرکت‌ها فشار می‌آورد تا نسبت هزینه‌ها کمتری داشته باشند.

فرضیه شماره ۱، رابطه مستقیم راهبری شرکتی با هزینه نمایندگی نیز تایید نمی‌شود به عبارتی سهامداران با تقویت راهبری شرکتی نتوانسته‌اند هزینه‌های اضافی مدیریت را کاهش دهند با وجود اینکه شکل غیرمستقیم آن از طریق تقسیم سود تایید شده است. این مهم شاید بدان علت باشد که مقدار کاهش نسبت هزینه‌ها از طریق تقسیم سود آنقدر زیاد نباشد که کل نوسانات راهبری شرکتی آن را توضیح دهد. نوسانات راهبری شرکتی، نوسانات تقسیم سود را توضیح می‌دهد و نوسانات تقسیم سود، نوسانات هزینه نمایندگی را. اما این رابطه غیرمستقیم آنقدر شدید نیست که تغییرات راهبری شرکتی بتواند بخش مهمی از نوسانات هزینه نمایندگی را توضیح دهد. اما تا حد قابل توجهی هزینه نمایندگی در رابطه غیرمستقیم تحت تأثیر راهبری شرکتی قرار دارد.

در روش ۲ سنج هزینه نمایندگی تعامل نسبت هزینه‌ها و متغیر مجازی رشد فروش ۵ ساله تعریف شد. با توجه به آنکه در این روش در شرکت‌های با رشد فروش ۵ ساله بالا، هزینه نمایندگی صفر و در شرکت‌های با رشد فروش ۵ ساله پایین، هزینه نمایندگی معادل نسبت هزینه‌ها در نظر گرفته شده است. نتایج مدل با این سنج در جدول ۴-۲۲ نشان‌دهنده تشابه آن با نتایج روش ۱ است با این تفاوت که رابطه نسبت سود تقسیمی و هزینه نمایندگی در بازه دوم زمانی تایید نشده است.



با وجود تغییر سنج هزینه نمایندگی از طریق اعمال تاثیر تعامل فرصت رشد شرکت با نسبت هزینه‌ها، همچنان تقویت راهبری شرکتی باعث کاهش هزینه نمایندگی‌ها نشده است. همچنین افزایش نسبت بدهی و نظارت صاحبان بدهی در شرکت‌های با فرصت رشد پایین نیز منجر به کاهش نسبت هزینه‌ها نشده است. این مهم می‌تواند به علت سهم پایین این هزینه‌ها در بنگاه، قرار گرفتن نسبت در حداقل خود و غیرقابل کاهش بودن آن، عدم خبرگی و اطلاع صاحبان سرمایه، عدم اعمال کنترل صاحبان بدهی و یا بی‌اهمیتی آن باشد.

راهبری شرکتی بر سود تقسیمی تاثیر مثبت دارد و نسبت سود تقسیمی بر هزینه نمایندگی صرفاً در بازه اول زمانی تاثیر دارد و نسبت بدهی بر متغیر مذکور تاثیر ندارد. این نتیجه این ابهام را به وجود می‌آورد که آیا سنج مناسبی جهت سنجش هزینه نمایندگی انتخاب نشده و یا عملکرد سهامداران ضعیف است؟ با توجه به لزوم تعدیل روش از طریق متغیر فرصت رشد گذشته‌نگر به فرصت رشد آینده‌نگر، نسبت  $Q$  تویین به عنوان متغیر مجازی فرصت رشد تعریف شد. زیرا که  $Q$  تویین نشان‌دهنده درک سهامداران و بازار از رشد آتی شرکت است. با توجه به نتایج روش ۳ در جدول ۴-۲۴ نتایج این روش مشابه روش قبل است که همچنان راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی تاثیر ندارد و به عبارتی در شرکت‌های با  $Q$  تویین پایین نیز سهامداران از طریق راهبری شرکتی بر نسبت هزینه‌ها تاثیر ندارند. شایان ذکر است که نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی نیز تاثیر ندارد و نسبت سود تقسیمی نیز در دوره دوم زمانی (که به جهت بروزتر بودن نتایج اهمیت دارد) بر هزینه نمایندگی تاثیر ندارد. این نتایج نشان‌دهنده آن است که سهامداران از طریق راهبری شرکتی و سیاست تقسیم سود و نیز صاحبان بدهی از طریق نظارت، قادر به کاهش هزینه نمایندگی و یا به عبارتی نسبت هزینه‌ها در شرکت نبوده‌اند. با توجه به آنکه در ادبیات تحقیق نظارت صاحبان بدهی، سبب نظم‌دهی مدیریت در جریان نقدی شرکت و نیز افزایش شفافیت و کنترل مدیریتی می‌گردد، عدم تایید تاثیر افزایش نسبت بدهی در شرکت‌ها بر کاهش نسبت هزینه‌ها می‌تواند ناشی از سهم پایین این نسبت در جریان نقد خروجی شرکت‌ها بوده و صاحبان بدهی علاوه بر آنکه کنترلی بر این نوع هزینه‌ها در شرکت‌ها ندارند، جریان مورد انتظار عایدی‌شان نیز تحت تاثیر این متغیر قرار نمی‌گیرد و بدین علت می‌توان به عدم تبیین سنج هزینه نمایندگی با نسبت هزینه‌ها اشاره کرد.

با توجه به مسائل تشریح شده در خصوص تورم و ابهام در محاسبات  $Q$  تویین، مدل سوم مجدداً با  $Q$  تویین تعدیل شده با تورم اجرا و نتایج در روش ۴ در جدول ۴-۲۶ نشان داده شده است. یکی از تفاوت‌های حاصل شده در نتایج این

روش پس از تعدیل Q توبین تایید رابطه منفی سود تقسیمی و هزینه نمایندگی در بازه دوم زمانی (بروزتر بودن نتایج) است که در نهایت تقویت راهبری شرکتی سبب افزایش سود تقسیمی توسط سهامداران و در نتیجه کاهش نسبت هزینه‌ها در شرکت‌های با فرصت رشد کم شده است. لذا رابطه غیرمستقیم راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی از طریق سیاست مالی تقسیم سود تایید شد؛ این در حالی است که رابطه مستقیم تنها در بازه اول زمانی تایید شد. افزایش سود تقسیمی آزادی مدیریت را در هزینه‌کرد در راستای هزینه‌های فروش، اداری و عمومی محدود می‌کند و در شرایط Q توبین پایین مدیریت مجبور به کاهش نسبت هزینه‌ها به علت محدودیت منابع نقدی است.

با توجه به نوآوری پژوهش در روش پنجم و ششم، سنجش سنجه هزینه نمایندگی از طریق جز خطای رگرسیون نسبت هزینه‌ها بر Q توبین و سایر متغیرهای کنترلی صورت گرفته است و نتایج روش پنجم در جدول ۴-۲۸ و پس از تعدیل Q توبین نتایج روش ششم در جدول ۴-۳۰ نشان داده شده است. نتایج هر دو روش کاملاً مشابه است و نشان‌دهنده آن است که با سنجه نسبت هزینه‌ها، راهبری شرکتی مستقیماً بر هزینه نمایندگی تاثیر ندارد و سیاست‌های مالی نیز با هزینه نمایندگی صرفاً در بازه اول زمانی رابطه منفی دارد. با توجه به اهمیت نتایج تحقیق در بازه دوم زمانی، نتایج نشان‌دهنده آن است که تقویت راهبری شرکتی منجر به کاهش مازاد نسبت هزینه‌ها نشده است و صاحبان سهام از طریق تقسیم سود و صاحبان بدهی نیز تحت تاثیر افزایش نسبت بدهی در شرکت، قادر به کاهش مازاد نسبت هزینه‌ها نشده‌اند. به نظر می‌رسد با توجه به سهم پایین این هزینه در قیاس با سایر هزینه‌های شرکت‌ها، با افزایش آن نسبت، بستانکاران نگران وصول اقساط بدهی نیستند. سهامداران ممکن است به دلیل سهم پایین این هزینه‌ها (و عدم تعبیر به هزینه نمایندگی) اهمیتی به کاهش آن نمی‌دهند یا اینکه تقسیم سود و کاهش نقدینگی مدیریت منجر به کنترل این‌گونه هزینه‌ها نمی‌شود و مدیریت از طریق روش‌های اعتباری همچنان در این رابطه هزینه می‌کند. عدم شناخت سهامدار از نسبت هزینه‌ها به عنوان هزینه نمایندگی نیز می‌تواند دلیلی بر بی‌توجهی در مدیریت آن باشد.

### **۵-۲-۳- یافته‌های مبتنی بر فرضیه‌های پژوهش بر مبنای سنجه معکوس نسبت گردش دارایی‌ها**

در این رویکرد از معکوس نسبت گردش دارایی‌ها برای تحلیل ۶ روش تشکیل سنجه هزینه نمایندگی استفاده شده است. در این رویکرد نیز مشابه دو رویکرد قبلی با توجه به آنکه صرفاً سنجه هزینه نمایندگی تغییر یافته است و سایر داده‌های مرتبط با راهبری شرکتی، نسبت بدهی و نسبت تقسیم سود تغییر

نیافته است، لذا نتایج این رویکرد در ۶ روش در خصوص رابطه راهبری شرکتی بر نسبت بدهی و نیز تاثیر راهبری شرکتی بر نسبت تقسیم سود کاملاً مشابه دو رویکرد قبلی نسبت جریان نقد آزاد به دارایی و نسبت هزینه‌ها است و گویای آن است که راهبری شرکتی بر نسبت بدهی تاثیر ندارد و بر نسبت سود تقسیمی تاثیر دارد. به عبارتی با بهبود و تقویت مکانیزم راهبری شرکتی، سهامداران سود بیشتری را در شرکت‌ها تقسیم می‌کنند ولیکن بر میزان استقراض شرکت‌ها تاثیری ندارند.

در روش ۱ برمبنای سنجه معکوس نسبت گردش دارایی‌ها تشریح شده در جدول ۳۲-۴، تلفیقی از دو رویکرد قبلی محقق شده است. مشابه دو رویکرد قبلی رابطه مستقیم راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی از طریق سنجه معکوس نسبت گردش دارایی‌ها تایید نشده است. این در حالی است که رابطه غیرمستقیم تاثیر راهبری شرکتی بر هزینه نمایندگی از طریق نسبت تقسیم سود در هر دو بازه زمانی تایید شد. به بیان دیگر، سهامداران از طریق تقویت راهبری شرکتی بر افزایش نسبت سود تقسیمی و از آن طریق بر کاهش هزینه نمایندگی تاثیر دارند. همچنین با توجه به آنکه نسبت بدهی در بازه دوم زمانی (با توجه به اهمیت آن برمبنای بروزتر بودن داده‌ها) بر هزینه نمایندگی تاثیر دارد، لذا سهامداران در صورت تقویت راهبری شرکتی و تاثیر آن بر نسبت بدهی، از طریق این سیاست مالی نیز بر هزینه نمایندگی تاثیر می‌گذارند. با توجه به اینکه گردش دارایی نشان‌دهنده کارایی مدیریت در به‌کارگیری منابع است، به نظر می‌رسد تقسیم سود و تعهدات مرتبط با بازپرداخت بدهی، مدیریت را با کمبود منابع ایجاد می‌کند و از این مسیر مدیریت مجبور به استفاده از تکنیک‌ها و ابزارهای مناسب برای ارتقای کارایی است و در این مسیر نیز موفق عمل کرده است. براین اساس به نظر می‌رسد سهامدار استراتژی کنترل هزینه نمایندگی از طریق تقسیم سود را به شکل اثربخش عمل کرده است، اما در اجرای این استراتژی از طریق افزایش نسبت بدهی به دلیل عدم آگاهی و یا سایر ریسک‌های نسبت بدهی موفق عمل نکرده است.

در روش دوم (تعامل معکوس نسبت گردش دارایی‌ها با فرصت رشد) در صورتی که شرکتی فرصت رشد بالا داشته باشد، هزینه نمایندگی صفر در نظر گرفته شده است و برای شرکت‌های با فرصت رشد پایین برابر معکوس نسبت گردش دارایی‌ها. به عبارتی در این روش، مدل برای شرکت‌های با رشد فروش ۵ ساله پایین اجرا شده است. نتایج در جدول ۴-۳۴ نشان می‌دهد که رابطه مستقیم راهبری شرکتی با هزینه نمایندگی و رابطه نسبت بدهی با هزینه نمایندگی تایید نشد و همچنین رابطه نسبت سود تقسیمی با هزینه نمایندگی

نیز صرفاً در بازه اول تایید شده است. حذف شرکت‌های با رشد فروش ۵ ساله بالا و نیز عدم تایید این روابط در شرکت‌های با فرصت رشد پایین، این تفسیر را به ذهن می‌رساند که صاحبان سهام از طریق تقسیم سود بر مولد بودن دارایی‌ها و به‌کارگیری کارایی آنان جهت افزایش فروش تأثیر نمی‌گذارند. به عبارتی در گروه شرکت‌های با رشد فروش پایین، عوامل محدود کننده فروش چنان قوی عمل می‌کنند که سهامدار نتوانسته است از طریق مکانیزم‌های راهبری شرکتی حتی در داخل گروه، گردش دارایی‌ها را جابه‌جا کند.

با تغییر متغیر فرصت رشد به Q توبین (روش ۳) نتایج جدول ۴-۳۶ و Q توبین تعدیل شده با تورم (روش ۴) جدول ۴-۳۸، رابطه منفی نسبت سود تقسیمی با معکوس نسبت گردش دارایی‌ها در شرکت‌های با Q توبین پایین تایید می‌شود. بنابراین سهامداران نتوانسته‌اند از طریق تقسیم سود، گردش دارایی‌ها را بهبود دهند. این اتفاق در شرکت‌های با Q توبین پایین افتاده است. در حالی که در شرکت‌های با رشد فروش پایین محقق نشد. به نظر می‌رسد علت آن قابلیت بهبود فروش و بهره‌برداری کاراتر از دارایی در بین شرکت‌های با Q توبین پایین است. این موضوع می‌تواند ناشی از نوسان زیاد فروش در گروه با شرکت‌های Q توبین پایین باشد.

با تغییر روش و محاسبه هزینه نمایندگی بر مبنای سنجه جز خطای رگرسیون معکوس نسبت گردش دارایی‌ها بر Q توبین و متغیرهای کنترلی، نتایج در جدول ۴-۴۰ نشان دهنده آن است که نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی تأثیر منفی دارد و این در حالی است که رابطه نسبت سود تقسیمی و هزینه نمایندگی تایید نشده است. نتایج جدول ۴-۴۲ مربوط به روش ۶ تعدیل Q توبین نیز مشابه روش بدون تعدیل این متغیر است. بالا بودن جز خطا به معنا بالا بودن معکوس گردش دارایی است که سهامدار به صورت مستقیم و یا از طریق نسبت بدهی و تقسیم سود سعی می‌کند آن را کاهش دهد شبیه به جز خطای دو رویکرد قبلی با ایجاد بدهی بیشتر و به نظم‌آوری مدیریت می‌توان معکوس گردش دارایی که بیش از حد بالا است، را کاهش داد و یا گردش دارایی که بیش از حد پایین است، را افزایش داد. اما تقسیم سود نتوانسته است مازاد معکوس گردش دارایی (هزینه نمایندگی) را کاهش دهد. معکوس گردش دارایی بالا به معنای گردش دارایی پایین است. با ثابت فرض کردن دارایی علت آن، فروش ضعیف است. با تقسیم سود و کاهش نقدینگی توان مدیریت برای افزایش فروش بیش از پیش آسیب می‌بیند. اگر فروش ثابت فرض شود، علت پایین بودن گردش دارایی، حجم بالای دارایی‌ها است و انتظار می‌رود با تقسیم سود، اضافه دارایی‌های شرکت تخلیه شوند و مازاد معکوس نسبت گردش دارایی‌ها کاهش یابد اما این اتفاق محقق

نشده است. با وجودی که اوگدن (۲۰۰۳) مدعی است با کاهش دارایی تصاحب ثروت به نفع سهامداران صورت گرفته و هزینه نمایندگی کاهش می‌یابد احتمالاً به علت اینکه تقسیم سود، به سرمایه در گردش آسیب می‌زند، شرکت‌های با معکوس نسبت گردش دارایی‌های بالا و یا نسبت گردش دارایی‌های پایین پس از این اتفاق علاوه بر کاهش دارایی به مراتب در حوزه فروش آسیب بیشتری متحمل می‌شوند. این امر اجازه کاهش هزینه نمایندگی از طریق تقسیم سود را به سهامدار نمی‌دهد.

### ۵-۳- محدودیت‌های پژوهش

نتایج این پژوهش محدود به سه سنج هزینه نمایندگی شامل نسبت جریان نقد آزاد به دارایی، نسبت هزینه‌ها و معکوس نسبت گردش دارایی‌ها استفاده شده است که در سه رویکرد متغیر مطلق، تعامل آن‌ها با فرصت رشد و جمله خطای معادله رگرسیونی آن‌ها بر  $Q$  توپین برای سنجش سنج هزینه نمایندگی استفاده شده است. لذا نتایج قابل تعمیم به سنج‌های دیگر هزینه نمایندگی نیست.

این پژوهش محدود به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران به استثنای شرکت‌های واسطه‌گری مالی است. لذا با توجه به عدم افشا اطلاعات شرکت‌های خارج از بورس در پایگاه داده‌های موجود، امکان مقایسه بین شرکت‌های مدیر مالک (که هزینه نمایندگی آن‌ها صفر است) و شرکت‌های غیر مدیر مالک در این پژوهش فراهم نشده است.

با توجه به استفاده از رویکرد معادلات ساختاری و عدم ورود متغیر کنترلی به مدل، تفسیر ضرایب نیازمند دقت بیشتری است.

در این پژوهش با توجه به آنکه در کشور پایگاه داده مرتبط با سازوکارهای برون سازمانی راهبری شرکتی در دسترس پژوهش‌گران نیست، از این سازوکارها استفاده نشده است و نتایج محدود به سازوکارهای درون سازمانی راهبری شرکتی است.

در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران به استثنای شرکت‌های واسطه‌گری مالی در سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفتند و با توجه به آنکه برخی شرکت‌ها در این بازه زمانی دیرتر به بازار وارد شده و یا زودتر از بازار خارج شده‌اند، به همین علت در برخی مقاطع زمانی داده آن شرکت‌ها در دسترس نبود که این موضوع نتایج را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

## ۴-۵- پیشنهادهای پژوهش

### ۴-۱-۴-۵- پیشنهادهای کاربردی مبتنی بر فرضیه‌های پژوهش

بر مبنای فرضیه شماره ۳ و با توجه به ادبیات پیشین انتظار می‌رود که سهامداران نسبت بدهی را در حد بهینه و مدیران نیز جهت کاهش و مدیریت ریسک، نسبت مذکور را کمتر از حد بهینه حفظ کنند. لذا سهامداران برای مقابله با این تصمیم بایستی به مدیران فشار آورند تا نسبت بدهی را در حد بهینه آن نگه دارند. نتایج این پژوهش نشان‌دهنده عدم تایید رابطه مثبت راهبری شرکتی و نسبت بدهی است که علت آن احتمالاً مشخص نبودن مقدار بهینه نسبت بدهی برای سهامدار و یا عدم توجه آنان به این موضوع باشد. از طرف دیگر در بخش عمده نتایج فرضیه شماره ۵ مبنی بر تاثیر معکوس نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی تایید شد. لذا به سهامداران پیشنهاد می‌شود از طریق تقویت راهبری شرکتی و تاثیر بر نسبت بدهی شرکت‌ها و مدیریت بهینه آن با افزایش دانش و مهارت لازم، از این طریق بر حفظ و بهبود ثروت خودشان تاثیر بگذارند و از این طریق نسبت بدهی را به‌عنوان استراتژی مناسبی برای کاهش هزینه نمایندگی مدیریت کنند.

بر مبنای فرضیه شماره ۲ تاثیر راهبری شرکتی بر نسبت سود تقسیمی و فرضیه شماره ۴ تاثیر نسبت مذکور بر هزینه نمایندگی، به سهامداران و مدیران پیشنهاد می‌شود در سیاست‌گذاری تقسیم سود معیار هزینه نمایندگی را به‌عنوان عامل مهم موثر در ثروت سهامداران در نظر بگیرند.

به مدیران پیشنهاد می‌شود به جهت مشارکت در امر آموزش، شیوه اندازه‌گیری هزینه نمایندگی به سهامداران آموزش داده شود که آنان درک صحیحی از مفهوم هزینه نمایندگی و نحوه سنجش آن بدست آورند و در شرایطی که قدرت نظارتی‌شان از طریق راهبری شرکتی تقویت می‌شود، جهت کاهش هزینه نمایندگی نقش ایفا نمایند.

در راستای مشارکت در توسعه بازار سرمایه، به سهامداران برای هدایت و کنترل مدیران و به مدیران برای عمل به قرارداد نمایندگی و حداکثری ثروت سهامدار پیشنهاد می‌شود، در تنظیم هزینه نمایندگی به نسبت جریان نقد آزاد به دارایی وزن بیشتری نسبت به معکوس نسبت گردش دارایی‌ها و نسبت هزینه‌ها بدهند. همچنین در تنظیم هزینه نمایندگی به جز خطای معادله رگرسیون نسبت جریان نقد آزاد به دارایی بر Q توبین و سایر متغیرهای کنترلی وزن بیشتری نسبت به معیارهای مطلق و تعامل آن‌ها با فرصت رشد بدهند.

## ۵-۴-۲- پیشنهاد به پژوهشگران آتی

به نظر می‌رسد بهترین سنج هزینه نمایندگی جمله خطای معادله رگرسیون نسبت جریان نقد آزاد به دارایی بر  $Q$  توپین و سایر متغیرهای کنترلی است، لذا در راستای مشارکت در توسعه نظری، استفاده از این سنج در مطالعات آتی مرتبط با هزینه نمایندگی پیشنهاد می‌شود.

سنجه هزینه نمایندگی عمدتاً برای شرکت‌های فعال در صنایع مختلف به استثنای واسطه‌گری مالی طراحی شده است. توصیه می‌شود در راستای مشارکت در توسعه نظری و توسعه بازار سرمایه، سنج مناسب هزینه نمایندگی برای شرکت‌های فعال در صنعت واسطه‌گری مالی طراحی شود.

با وجود شرایط تورمی در کشور و در نتیجه آن انتقاداتی که به نسبت  $Q$  توپین در پژوهش‌های انجام شده وارد می‌شود، نتایج این پژوهش نشان داد در نتایج برمبنای تعدیل تورمی دارایی‌ها و محاسبه  $Q$  توپین تعدیل شده با تورم با عدم تعدیل آن تفاوتی حاصل نشده است و شکل تغییر و نوع نوسانات  $Q$  توپین تعدیلی با غیرتعدیلی آن یکسان بوده است. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های تجربی آتی در راستای مشارکت در امر آموزش، این دو معیار در کنار هم استفاده شوند تا بیشتر مشخص شود که تعدیل تورمی  $Q$  توپین برای سنجش دقیق‌تر آن لازم است یا خیر.

با توجه به عدم تایید رابطه مستقیم راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی و از آنجا که این رابطه منطق نظری دارد، ضمن اینکه به لحاظ دیدگاه کارشناسی پژوهش‌گر دلایل عدم تایید این رابطه در تفسیرها اشاره شد، به لحاظ کمی و پژوهشی به پژوهش‌گران آتی پیشنهاد می‌شود در راستای مشارکت در توسعه نظری و توسعه بازار سرمایه، علت این مهم در پژوهش مستقل مورد بررسی قرار گیرد.

رابطه راهبری شرکتی و نسبت بدهی به لحاظ نظری پشتیبانی می‌شود اما به لحاظ تجربی در این پژوهش تایید نشد. ضمن اینکه به لحاظ دیدگاه کارشناسی پژوهش‌گر دلایل عدم تایید این رابطه در تفسیرها اشاره شد، بررسی دلایل تجربی و روش‌شناختی عدم وجود رابطه و یا دلایل زمینه‌ای آن در پژوهش مستقل، نقش مهمی در توسعه مرزهای این حوزه پژوهشی و بازار سرمایه ایفا می‌کند.

به لحاظ روش‌شناختی و در راستای توسعه نظری، به پژوهش‌گران آتی پیشنهاد می‌شود جایگزین معادلات ساختاری، با استفاده از رگرسیون‌های خطی مستقل و با دخالت متغیرهای کنترلی، روابط آزمون شده در این پژوهش را بررسی کرده تا نتایج دو پژوهش مورد مقایسه قرار گیرد.

با توجه به آنکه شرایط اقتصادی شرکت‌ها در طول دوره عمر آنان متفاوت است و یا در صنایع مختلف متفاوت است، پیشنهاد می‌شود به لحاظ مشارکت در توسعه نظری، مدل را در تقسیم‌بندی شرکت‌ها در چرخه عمر و یا صنعت به صورت جداگانه اجرا و نتایج را ارزیابی کنند.

اگر مازاد نسبت جریان نقد آزاد به دارایی بر  $Q$  توپین به کمک شبکه‌های عصبی که پیش‌فرض‌های کمتری نسبت به رگرسیون دارد و ثابت شده است که خطای تخمین آن کمتر است محاسبه شود، ممکن است نتایج پژوهش تغییر کند.

### **۵-۵- خلاصه فصل**

با توجه به نتایج آزمون معناداری ضرایب مسیر معادلات ساختاری در فصل ۴، ابتدا به تبیین و تفسیر نتایج بر مبنای مطالعات نظری پیشین و مقایسه آن پرداخته شد. در نهایت به محدودیت‌های پژوهش‌گر اشاره و در نهایت پیشنهادهای پژوهش شامل پیشنهاد‌های کاربردی به سهامداران برای هدایت و کنترل مدیران و به مدیران برای عمل به قرارداد نمایندگی و حداکثری ثروت سهامدار و نیز پیشنهاد‌هایی برای پژوهش‌گران آتی مطرح شد.



## منابع و مآخذ

اعتمادی، حسین. و اسمعیلی کجانی، محمد. (۱۳۹۶). رابطه سود تقسیمی با فرصت‌های رشد و هزینه نمایندگی. **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی** □ تابستان ۹۶ (۳۴)، ۸۵-۱۱۱

امیری، سید خسرو، رضایی، فرزین. و خلعتبری لیماکی، عبدالصمد. (۱۴۰۱). تاثیر حاکمیت شرکتی بر خوش بینی مدیران و قابلیت مقایسه صورت های مالی. **دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت**، ۱۱ (۴۳)، ۱۴۵-۱۶۱

بادآور نهدی، یونس، برادران حسن‌زاده، رسول. و شریف‌زاده، غفور. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی. **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی**، زمستان ۹۳ (۲۴)، ۱۴۳-۱۶۹

برزگری خانقاه، جمال. و قدیریان آرانی، زهره. (۱۳۹۷). قابلیت اتکای اطلاعات مالی و هزینه‌های نمایندگی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش‌های حسابداری مالی**، پاییز ۹۷ (۳۷)، ۱۱۸-۱۰۳

بنویدی، مجید. (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی، **تازه‌های جهان بیمه**، ۹۶، ۳-۲۱.

تنانی، محسن. و رجیبی، هادی. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر اندازه و استقلال هیات‌مدیره بر هزینه‌های نمایندگی. **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی**، پاییز ۹۳ (۲۳)، ۱۰۳-۸۶  
تهرانی، رضا. (۱۳۸۴). مدیریت مالی. تهران: نگاه دانش

جامعی، رضا. و رمن، حجت. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر هزینه‌های نمایندگی بر شکاف مالیاتی با رویکرد مدل معادلات ساختاری. **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، پاییز ۹۷ (۲۹)، ۲۰۹-۱۸۵

جباری، حسین، رحمانی، حلیمه. و وفاپور، محمدعلی. (۱۳۹۲). تاثیر سیاست‌های تامین مالی بر هزینه نمایندگی. **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی**، پاییز ۹۲ (۱۹)، ۱۷۲-۱۵۳

حبیبی، آرش، عدن‌ور، مریم. (۱۳۹۶). مدل‌یابی معادلات ساختاری و تحلیل عاملی (آموزش کاربردی نرم‌افزار LISREL). تهران: سازمان انتشارات جهاد دانشگاهی.

حیدرپور، فرزانه. و نظری طجر، محمود. (۱۳۹۷). تاثیر هزینه نمایندگی در رابطه نظام حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه سهام. **فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی**، تابستان ۹۷ (۲۱)، ۸۵-۹۸

حیدری، مهدی، قادری، بهمن. و کفعمی، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی تاثیر نظام راهبری شرکتی در تقلیل هزینه‌های نمایندگی: رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری. **پژوهش‌های حسابداری مالی**، تابستان ۹۵ (۲۸)، ۱۰۱-۱۲۴

دموری، داریوش. و ایزدی، مینو. (۱۳۹۵). تاثیر سازوکارهای نظارتی و کنترلی بیرونی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **مدیریت دارایی و تامین مالی** ۹۵ (۱۴)، ۷۶-۵۹

رضایی، فرزین. و مهدوی دوست، محبوبه. (۱۳۹۱). تاثیر شاخصه‌های راهبری شرکتی و ساختار مالکیت بر هزینه‌های نمایندگی. **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، تابستان ۹۱ (۱۴)، ۱۱۴-۱۳۶

صدیقی، روح‌الله. و پوربهی، رضا. (۱۳۹۶). تبیین برخی عوامل موثر بر هزینه‌های نمایندگی با تاکید بر نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش. **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، زمستان ۹۶ (۳۶)، ۸۰-۶۵

فخاری، حسین. و یوسفعلی‌تبار، نصیبه. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، زمستان ۸۹ (۶۲)، ۸۴-۶۹

کریمی، فرزاد. و اشرفی، مهدی. (۱۳۸۹). بررسی ارتباط سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش‌های حسابداری مالی**، تابستان ۹۰ (۸)، ۷۹-۹۲

گرامی، امنه.، شهری، نرجس.، خارستانی، زهرا. و اعظیمی، محمد جواد. (۱۴۰۱). تاثیر حاکمیت شرکتی و ویژگی‌های هیات مدیره بر نقدینگی عملیاتی شرکت. **چشم انداز حسابداری و مدیریت**، ۵ (۵۷)، ۲۶-۳۷

مجتهدزاده، ویدا. (۱۳۹۰). رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **تحقیقات حسابداری**، تابستان ۹۰ (۱۰)، ۲۹-۱

محمدی، ناهید.، بهار مقدم، مهدی. و پورحیدری، امید. (۱۴۰۱). تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام. **مطالعات تجربی حسابداری مالی**، ۱۹ (۷۳)، ۱۰۸-۷۳  
doi: 10.22054/qjma.2021.49198.2108

محمدی سه دران، سارا. و فغانی، مهدی. (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و پاداش مدیران. **مجله دانش حسابداری**،  
doi: 10.22103/jak.2022.18100.3555

مرادی، جواد.، ولی‌پور، هاشم. و موسوی، سیده سارا. (۱۳۹۰). سیاست سود تقسیمی از منظر تئوری نمایندگی. **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، زمستان ۹۰ (۱۲)، ۱۳۶-۱۶۱

مشایخ، شهناز. و عبداللهی، مهین. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی**، زمستان ۹۰ (۱۰)، ۸۶-۷۱

مقدم، عبدالکریم. و مومنی یانسری، ابوالفضل. (۱۳۹۱). بررسی تاثیر برخی ویژگی‌های نظام راهبری شرکت بر تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، تابستان ۹۱ (۱۹)، ۱۳۶-۱۳۳

مهدوی، غلامحسین. و منفرد مهارلوئی، محمد. (۱۳۹۰). ترکیب هیات‌مدیره و هزینه‌های نمایندگی (بررسی مفروضات تئوری مباشرت در شرکت‌های ایرانی). **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، تابستان ۹۰ (۱۰)، ۸۴-۱۰۳

نمازی، محمد. و جعفری، زهرا. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر تعدیل‌کنندگی هزینه نمایندگی بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و چسبندگی هزینه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، قابل دسترس در [http://jera.alzahra.ac.ir/article\\_4181.html](http://jera.alzahra.ac.ir/article_4181.html)

نوروزی، محمد.، آذین‌فر، کاوه.، عباسی، ابراهیم. و داداشی، ایمان. (۱۴۰۰). مدل‌بندی نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین خوانایی گزارش‌گری مالی و هزینه نمایندگی. **راهبرد مدیریت مالی**، ۳۳ (۹)، ۲۰۱-۲۲۳

نوروش، ایرج.، کرمی، غلامرضا. و وافی ثانی، جلال. (۱۳۸۸). بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، بهار ۸۸ (۱)، ۲۷-۴

نیکوکار، غلامحسین.، جهان‌بیک لویی، علی.، فرهادی، علی. و علی‌دادی تلخستانی، یاسر. (۱۳۹۳). رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی با هزینه‌های نمایندگی متشکل از شرکت‌های ایرانی. **مدیریت بازرگانی**، تابستان ۹۳ (۶)، ۴۱۶-۴۰۱

ولی‌پور، هاشم. و خرم، علی. (۱۳۹۰). اثربخشی سازوکارهای نظام راهبری شرکت به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی. **مجله حسابداری مدیریت**، بهار ۹۰ (۸)، ۷۵-۶۱

ولی‌زاده لاریجانی، اعظم.، حسینی، سیدعلی. و طهماسبی آشتیانی، مهسا. (۱۳۹۹). اثر تعاملی کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت حاکمیت شرکتی بر نوسان‌پذیری عملکرد شرکت. **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ۲۷ (۳)، ۴۵۴-۴۷۲

هومن، حیدر علی. (۱۳۹۵). مدل‌یابی معادلات ساختاری با کاربرد نرم‌افزار لیزرل. تهران : سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).

هیر، جوزف.، هالت، توماس.، رینگل، کریستین. و سارستد، مارکو. (۲۰۱۳). مدل‌سازی معادلات ساختاری کمترین مربعات جزئی (PLS-SEM). علم‌بیگی، امیر. و اکبری، محمد رضا. ۱۳۹۷. تهران : دانشگاه تهران.

هیلب، مارتین. (۲۰۰۶). حاکمیت شرکتی جدید؛ ابزارهای موفقیت برای مدیران. مرکز ترویج حاکمیت و مسئولیت شرکتی. ۱۳۹۴. تهران : نشر دایره.

- Abdullah, H. & Valentine, B. (2009). Fundamental and Ethics Theories of Corporate Governance. *Middle Eastern Finance and Economics*, 4, 88-96.
- Agrawal, A. & Knoeber, C.R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31 (3), 377-397
- Ang, J.S., Cole, R.A. & Wuh Lin, J. (2000). Agency costs and ownership structure. *The journal of finance*, LV (1), 81-106
- Bathala, C.T. & Roa, R.P. (1995). The determinants of board composition: an agency theory perspective. *Managerial & Decision Economic*, 16, 59-69
- Borokhovich, K., Brunarski, K., Harman, Y. & Kehr, J. (2005), Dividends corporate monitors and agency costs, *The financial review*, 40, 37-65
- Chae, J., Kim, S. & Lee, E.J. (2009). How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints. *Journal of banking & finance*, 33 (2009), 2093-2101
- Chen, X. (C.) & Yur-Austin, J. (2007), Re-measuring agency costs: the effectiveness of blockholders. *The quarterly review of economics and finance*, 47 (2007), 588-601
- Crutchley, C.E. & Hansen, R.S. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, 18 (4), 36-46
- Doukas, J.A., Kim, C. & Pantzalis, C. (2000). Security analysis, agency costs and company characteristics. *Financial Analysts Journal*, 56 (6), 54-63
- Easterbrook, F.H. (1984). Two agency cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74 (4), 650–659.
- Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4, 37-59.
- Fluck, Z. (1998). Optimal financial contracts: Debt versus outside equity. *Review of financial studies*, 11 (2), 383-418
- Fluck, Z. (1999). The dynamics of the management-shareholder conflict, *Review of financial studies*, 12 (2), 347-377
- Gomes, A. (2000). Going public with asymmetric information, agency costs, and dynamic trading, DOI: 10.2139/ssrn.36566 .
- Harada, K. & Nguyen, P. (2011). Ownership concentration and dividend policy in Japan, *Managerial finance*, 37 (4), 362-379

- Hart, O. & Moore, J. (1994). A theory of debt based on the inalienability of human capital, *Quarterly journal of economics*, 109 (4), 841–880
- Henry, D. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. *Pacific-Basin finance journal*, 18 (2010), 24-46
- Javaid, A., Nazir, M.S. & Fatima, K. (2021). Impact of corporate governance on capital structure: mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, DOI:10.1108/JEAS-09-2020-0157
- Jensen, G.R., Solberg, D.P. & Zorn, T.S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of financial and quantitative analysis*, 27 (2). 247-263
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2). 323-329
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3 (1976), 305-360
- Jiraporn, P. & Ning, Y. (2006). Dividend policy, shareholder rights and corporate Governance. Retrieved from SSRN: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=931290](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=931290)
- Jiraporn, P. & Gleason, K.C. (2007). Capital structure, shareholder rights, and corporate governance. *Journal of financial research*, 30 (1), 21-33
- Khan, A., Kaleem, A. & Nazir, M.S. (2012). Impact of financial leverage in agency cost of free cash flow: evidence from the manufacturing sector of Pakistan. *Journal of Basic and applied scientific research*, 2 (7), 6694-6700
- Kose, John. & Senbet, L.W. (1998). Corporate Governance and board Effectiveness. *Journal of Banking Finance*, 20, 371-403
- Kyere, M. & Ausloos, M. (2020). Corporate governance and firm's financial performance in the United Kingdom. *International Journal of finance economics*, <https://doi.org/10.1002/ijfe.1883>
- LA Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (2000), Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, LV (1), 1-33
- Lehn, K. & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transaction. *The journal of finance*, XLIV (3), 771-787

- Letza, S., & Kirkbride, J. (2008). Corporate governance theorizing: limits, critics and alternatives. *International Journal of Lev and Management*, 50(1), 17-23. doi:10.1108/03090550810852086
- Lin, D. & Lin, L. (2016). How dose corporate governance affect free cashflow?. *Journal of Applied Finance & Banking*, 6 (3), 145-156
- Martin, G.P., Wiseman, R.M. & Gomez-Mejia, L.R. (2019). The interactive effect of monitoring and incentive alignment on agency costs. *Journal of management*, 45 (2), 701-727
- McKnight, P.J. & Weir, Charlie. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted ownership companies: A panel data analysis. *The quarterly review of economics and finance*, 49 (2009), 139-158
- Mitton, Todd. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets, *Emerging Markets Review*, 5: 409- 426
- Myers, S. (1998). *Outside equity financing*, working paper, MIT
- Nam, J., Tang, C., Thornton Jr., J.H. & Wynne, K. (2006). The effect of agency costs on the value of single-segment and multi-segment firms. *Journal of corporate finance*, 12 (2006), 761-782
- Neveu, R.P. (1986). *Fundamentals of managerial finance*. Cincinnati, Ohio: south-western publishing Co., 3<sup>rd</sup> edition
- Ogden, J.P., Jen, F.C., & O'Conner, P.F. (2003). *Advanced Corporate Finance Policies and Strategies*. London: Pearson Education
- Opler, T. & Titman, S. (1993). The determinants of leveraged buyout activity: free cash flow vs. financial distress costs. *The journal of finance*, 48 (5), 1985-1999
- Owusu, A. & Weir, C. (2018). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms in Ghana. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 14(1), 63-84
- Pahi, D. & Yadav, I.S. (2021), product market competition, agency cost and dividend payouts: new evidence from emerging market. *Journal of management and governance*, <https://doi.org/10.1007/s10997-021-09570-0>
- Rashid, A. (2016), managerial ownership and agency cost: Evidence from Bangladesh. *Journal of Business ethic*, 137 (3), 609-621
- Rashid, A. (2015). Revisiting agency theory: Evidence of board independence and agency cost from Bangladesh. *Journal of Business ethic*, 130 (1), 181-198

Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jordan, B.D. (2002). *Fundamentals of corporate finance*. Boston: Irwin/McGraw-Hill, 4<sup>th</sup>

Rozeff, M.S. Growth, Beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *The journal of financial research*, V (3), 249-259

Sanchez, I.M.G., Hussain, N., Khan, S.A. & Ferrero, J.M. (2022). Assurance of corporate social responsibility reports: Examining the role of internal and external corporate governance mechanisms. *Corporate social responsibility and environmental management*, 29 (1), 89-106

Schooley, D.K. & Barney Jr., L.D. (1994). Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs. *The journal of financial research*, XVII (3), 363-373

Singh, M. & Davidson, W.N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of banking & finance*, 27 (2003), 793-816

Tsai, H. & Gu, Z. (2007). The relationship between institutional ownership and casino firm performance, *Hospitality Management*, 26, 517-530

Wahyudin, A. & Salsabila, K. (2019). Firm size moderates the effect of free cash flow, firm growth, and profitability on debt policy. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 11 (1), 89-97.

World Bank. (1999). Corporate Governance: Framework for implementation. Overview, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org), 5

Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American economic review*, 86 (5), 1197-1215.