

تبیین برخی عوامل مؤثر بر هزینه‌های نمایندگی با تأکید بر نسبت گردش دارایی‌ها

روح اله صدیقی*¹، رضا پوربهبی²

1. استادیار دانشگاه علامه طباطبائی

2. کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی بوشهر

دریافت: (1393/06/15) پذیرش: (1393/09/02)

Explaining Some of the Factors Affecting the Agency Costs, with an Emphasis on Asset Turnover Ratio

Rohollah Sedighi*¹, Reza poorbehi²

1. Assistant Professor of Allameh Tabatabai University

2. M.A. Islamic Azad University Bushehr

Received: (2014/09/06)

Accepted: (2014/11/23)

Abstract

The main objective of this study is to investigate the relationship between free cash flow, dividend payments and some factors of corporate governance, including board size, board independence, CEO duality and institutional ownership with agency costs. In order to do this, due to the limitations, 95 companies listed in Tehran Stock Exchange during 1388 to 1392 (457 years-company) were selected. Statistical hypothesis testing using multiple linear regressions by generalized least squares (GLS) and was performed with panel data. For Dependent variable (agency cost) the assets turnover ratio as a measure of the quality of asset management is used. The results of this study show a significant relationship between free cash flow, dividend payments, CEO duality and institutional ownership with agency cost but a significant relationship between board size and board independence with agency cost was not found.

Keywords

Corporate governance, Agency costs, Asset Turnover Ratio

چکیده

هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد، پرداخت سود سهام و برخی از معیارهای حاکمیت شرکتی شامل اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مالکیت نهادی با هزینه‌های نمایندگی است. به منظور انجام این پژوهش با توجه به محدودیت‌های موجود تعداد 95 شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1388 الی 1392 به عنوان جامعه آماری (457 سال - شرکت) انتخاب گردیدند. آزمون فرضیه‌های آماری با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه به روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) و با استفاده از داده‌های تابلویی انجام شده است. متغیر وابسته تحقیق، هزینه نمایندگی می‌باشد که برای اندازه‌گیری آن از معکوس نسبت گردش دارایی‌ها به عنوان معیاری از کیفیت مدیریت دارایی‌ها، استفاده شده است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقد آزاد، پرداخت سود سهام، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مالکیت نهادی با هزینه نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد ولی بین اندازه هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره با هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری یافت نشد.

واژه‌های کلیدی

حاکمیت شرکتی، هزینه‌های نمایندگی، نسبت گردش دارایی‌ها

مقدمه

پس از آغاز انقلاب صنعتی در قرن نوزدهم و با توسعه شرکت‌های سهامی، انبوه سرمایه‌گذارانی به وجود آمدند، که در اداره واحدهای اقتصادی مورد مشارکت خود نقش مستقیمی نداشتند و تنها از طریق انتخاب هیات‌مدیره و نظارت بر آنها، بر اداره واحد اقتصادی خود، همت می‌گماردند. حاصل این فرآیند تفکیک مالکیت از مدیریت شرکت‌ها بود. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به پیدایش تئوری نمایندگی شد. این تئوری مربوط به مواردی است، که یک نفر مسئولیت تصمیم‌گیری در خصوص توزیع منابع مالی و یا اقتصادی یا انجام خدمتی را، طی قرارداد مشخصی، به شخص دیگری واگذار می‌نماید. رابطه نمایندگی عبارت است از نوعی قرارداد که به موجب آن یک یا چند نفر مالک^۱، شخص دیگری را به عنوان نماینده^۲ از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به وی تفویض می‌کنند. از آنجا که تابع مطلوبیت مدیران با مالکان یکسان نیست، بین آنها تضاد منافع وجود دارد. به دلیل وجود تضاد منافع، مدیران لزوماً در پی کسب حداکثر منافع برای مالک (مالکان) نخواهند بود. در این صورت، سهامداران باید مخارجی را متحمل شوند تا بتوانند منافع مدیران را با خود همسو کنند، یا حداقل از اقدام‌های آنها در جهت منافع خودشان اطمینان کسب کنند. از آنجا که چنین مخارجی به واسطه شکل‌گیری رابطه نمایندگی پدید می‌آید، هزینه‌های نمایندگی^۳ نامیده می‌شود.

بیان مسأله و اهمیت آن

هزینه‌های نمایندگی ممکن است به اشکال مختلفی تقویت شود؛ از جمله رفتار منفعت‌طلبانه از جانب تعدادی از مدیران با تمرکز بر هدف بالا بردن حاکمیت، اقتدار، شأن و جایگاه خود، مصرف بیش از حد عواید اکتسابی، تصمیمات سرمایه‌گذاری غیر بهینه، اعمال سوء مدیریت حسابداری یا تقلب‌های شرکت که پیامدهای منفی این اقدامات به شکل از بین رفتن ثروت سهامداران و در افقی وسیع‌تر، سایر ذینفعان شرکت است. بنابراین کنترل مشکلات نمایندگی در فرآیند تصمیم‌گیری شرکت‌ها، به ویژه هنگامی که مدیران در موقعیت اتخاذ تصمیم‌های حیاتی و مهم هستند، بسیار اهمیت دارد.

این پژوهش به دنبال تبیین عوامل تعیین‌کننده تعارضات و مشکلات نمایندگی^۴ بین مدیران و مالکان و ارائه ساز و کارهای لازم جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی در شرایط فعلی ایران می‌باشد.

مبانی نظری پژوهش هزینه‌های نمایندگی

هزینه‌های نمایندگی یک نوع از هزینه‌های داخلی است که باید به یک نماینده (عامل) به نیابت از مدیر پرداخت شود. هزینه‌های نمایندگی از مسائلی نظیر تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت ناشی می‌شود. سهامداران از مدیران می‌خواهند که شرکت را چنان اداره نمایند که ارزش سهام را افزایش دهد، اما مدیران ممکن است بخواهند قدرت و ثروت شخصی را افزایش دهند که ممکن است بهترین منافع برای سهامداران نباشد. به‌طور کلی می‌توان گفت هزینه‌های نمایندگی، همان هزینه‌هایی است که از تضاد منافع بین سهامداران و دارندگان اوراق قرضه با مدیران واحد تجاری به وجود می‌آید. هزینه‌های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارند، یعنی اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه‌هایی را داشته باشند، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت. شماری از سازوکارهای نظام راهبری شرکت وجود دارند که می‌توانند به کاهش هزینه‌های نمایندگی و اثرات منفی آن بر ارزش شرکت کمک نمایند.

جریان‌های نقد آزاد

مفهوم جریان نقد آزاد اولین بار توسط جنسن^۵ (1986) مطرح شد. او جریان‌های نقدی آزاد را به عنوان وجه نقد مازاد پس از سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت تعریف کرد. جنسن (1986) معتقد است وجود جریان نقدی آزاد می‌تواند بر میزان رفتار فرصت‌طلبانه مدیران تأثیر زیادی داشته باشد، زیرا در صورت وجود جریان نقدی آزاد بالا در شرکت، مدیر می‌تواند وجوه مازاد را در فرصت‌های مختلفی سرمایه‌گذاری کند. با توجه به محدود بودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطمئن و پربازده و مساله تضاد نمایندگی، مدیران سرمایه‌گذاری‌هایی انجام خواهند داد که بازده کمتری

4. Agency Problem
5. Jensen

1. Principal
2. Agent
3. Agency cost

هیئت‌مدیره بزرگتر، تعادل بیشتر، سرعت بخشیدن به تصمیم‌گیری مؤثرتر و افزایش هماهنگی میان سهامداران شرکت را به دنبال دارد. سرانجام، یک هیئت‌مدیره بزرگتر، امکانات پردازش اطلاعات را افزایش می‌دهد و همچنین کیفیت اطلاعات داده شده توسط مدیریت شرکت را افزایش می‌دهد. طرفداران نظریه نمایندگی، که عموماً از هیئت‌مدیره کوچکتر طرفداری می‌کنند، استدلال می‌کنند که چنان‌که اندازه هیئت‌مدیره افزایش یابد، کارکردهای کنترل و نظارت مختل می‌شود. طرفداران نظریه نمایندگی همچنین استدلال می‌کنند که اندازه هیئت‌مدیره بزرگتر، فرصت دستکاری توسط مدیریت شرکت را افزایش می‌دهد.

استقلال هیات مدیره⁵

اعضای غیرموظف هیات‌مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیات‌مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد. در صورتی که اکثریت اعضای هیات‌مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیات‌مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود.

تئوری نمایندگی برای افزایش استقلال هیات‌مدیره از مدیریت، از این ایده پشتیبانی می‌کند که هیات‌مدیره می‌بایست تحت اختیار مدیران بیرونی (غیراجرایی) باشد. زیرا رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت باید توسط مدیران غیراجرایی شرکت تحت کنترل و نظارت باشد. وجود چنین مدیرانی می‌تواند کیفیت تصمیمات مدیریت را تحت تأثیر قرار داده و راهکارهای مناسب که باید توسط مدیریت انجام شود تا عملکرد شرکت بهبود یابد را در اختیار وی قرار می‌دهد.

اثربخشی تفکیک تصمیم‌گیری توسط مدیریت و کنترل توسط هیات‌مدیره از آنجا نشأت می‌گیرد که مدیران غیرموظف اکثراً در سایر شرکت‌ها دارای سمت‌های اجرایی مدیریت یا تصمیم‌گیری می‌باشند انگیزه بالایی برای کسب شهرت به عنوان تخصص امر تصمیم‌گیری و برخورداری از فرصت‌های شغلی بهتر در آینده دارند. عدم همسویی انگیزه مدیران برای

از هزینه سرمایه شرکت دارد. به هزینه‌هایی که در این وضعیت به سهامداران تحمیل می‌شود در اصطلاح هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد اطلاق می‌گردد.

پائول و همکاران معتقدند طبق تئوری نمایندگی¹، وجود جریان‌های نقدی آزاد ممکن است سبب شود برخی از مدیران جریان‌های نقدی آزاد را در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری کنند تا در کوتاه‌مدت برخی منافع خود را تأمین کنند، آن‌چه که در ادبیات مالی به بیش سرمایه‌گذاری² شهرت دارد.

پرداخت سود سهام³

پرداخت سود سهام به عنوان یکی از ابزارهای مؤثری تلقی می‌شود که می‌تواند جهت کاهش تعارض‌های نمایندگی در شرکت به کار گرفته شود. پرداخت سود سهام به دو دلیل ممکن است تضاد نمایندگی را در شرکت کاهش دهد. نخست، پرداخت سود سهام، میزان وجوه نقد آزاد شرکت که ممکن است به وسیله اشخاص دارای اطلاعات محرمانه در زمینه پروژه‌های موجود، به نفع خود و به هزینه سهامداران صرف شود را کاهش می‌دهد. دوم این که، سودهای سهام تقسیمی، شرکت‌ها را در معرض بازرسی‌های مکرر از سوی بازارهای سرمایه قرار می‌دهد، زیرا پرداخت سود سهام، احتمال انتشار سهام عادی جدید را افزایش می‌دهد.

اندازه هیات‌مدیره⁴ (تعداد اعضای هیات‌مدیره)

طبق ماده 4 آیین‌نامه اصول حاکمیت شرکت سازمان بورس اوراق بهادار تهران، تعداد اعضای هیات‌مدیره باید به گونه‌ای باشد که تحلیل و بررسی وجوه مختلف موضوع شرکت را برای تصمیم‌گیری منطقی امکان‌پذیر سازد. براساس ادبیات حاکمیت شرکتی، هیات‌مدیره‌هایی که تعداد آنها زیاد است، ممکن است مفید نباشند و هزینه‌های زیادی نیز به همراه داشته باشند. برنامه‌ریزی، هماهنگی در کارها، تصمیم‌گیری و برگزاری مرتب جلسات مواردی هستند که با تعداد زیاد اعضای هیات‌مدیره با مشکل روبه‌رو خواهد شد. براساس ماده 107 قانون تجارت، حداقل تعداد اعضای هیات‌مدیره شرکت‌های سهامی پنج نفر است.

4. Board Of Directors Size
5. Board Independence

1. Agency Theory
2. Over investment
3. Dividend

آوردن و استفاده از اطلاعات گران‌تر و با ارزش‌تر برای پیش‌بینی قدرت سودآوری آتی شرکت‌ها، نسبت به دیگر سرمایه‌گذاران دارند.

سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به نوع فعالیت‌های نظارتی که انجام می‌دهند می‌توانند موجب تغییر رفتار شرکت‌ها شوند زیرا آنان انگیزه‌های یکسانی برای نظارت بر مدیریت ندارند.

بر این اساس سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان به دو دسته منفعل (موقت) و فعال تقسیم کرد. سرمایه‌گذاران نهادی منفعل دیدگاه کوتاه‌مدت و گذرا دارند و برای آنها قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده و عملکرد جاری را به عملکرد بلندمدت شرکت ترجیح می‌دهند. در مقابل، سرمایه‌گذاران نهادی فعال دیدگاه بلندمدت داشته و عملکرد بلندمدت شرکت را مدنظر دارند. بنابراین انگیزه‌های زیادی برای داشتن نماینده در هیات‌مدیره شرکت‌های سرمایه‌پذیر، برای نظارت فعالانه بر تصمیمات مدیریت دارند.

پیشینه پژوهش

در زیر برخی از پژوهش‌هایی که به صورت مستقیم یا غیرمستقیم با این موضوع در ارتباط هستند و به نحوی به بررسی هزینه‌های نمایندگی می‌پردازند، بیان می‌گردند.

مرادی و همکاران (1392) به بررسی رابطه بین برخی از ویژگی‌های هیئت‌مدیره و هزینه‌های نمایندگی در سطح کل و در سطح صنایع پرداختند. متغیر وابسته هزینه‌های نمایندگی می‌باشد. متغیرهای مستقل این پژوهش، اندازه هیئت‌مدیره و درصد اعضای غیرموظف نسبت به کل اعضای هیئت‌مدیره در نظر گرفته شده است. نتایج حاصل نشان می‌دهد که بین اندازه هیئت‌مدیره و هزینه‌های نمایندگی ارتباط معنادار مثبتی وجود دارد ولی بین استقلال هیئت‌مدیره با هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری یافت نشد.

نوروش و همکاران (1388) به بررسی رابطه بین ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل بیانگر این بود که بین درصد اعضای

استفاده از ثروت مالکان برای منافع شخصی خویش با انگیزه مدیران غیرموظف برای کسب شهرت باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت شده و کاهش هزینه‌های نمایندگی را در پی خواهد داشت.

دوگانگی وظیفه مدیرعامل^۱

در نظریه نمایندگی، پست‌های مدیریت عامل و ریاست هیئت مدیره باید کاملاً جدا از یکدیگر باشد تا کنترل مستقل و وظایف نظارتی هیئت‌مدیره در شرکت افزایش یابد. تفویض پست ریاست هیئت‌مدیره و مدیرعامل به دو شخص مجزا موجب کاهش قدرت مدیرعامل در کل مجموعه و افزایش توانایی هیئت‌مدیره در اجرای وظایف نظارتی خود به نحو مطلوب می‌شود. به عبارتی هیئت‌مدیره در بررسی و ارزیابی عملکرد مدیرعامل و نظارت بر عملکرد شرکت آزادی عمل خواهد داشت.

در بسیاری از کشورها، مدیرعامل همزمان در نقش رئیس هیات‌مدیره قرار دارد. به عنوان مثال، در 70 تا 80 درصد از شرکت‌های آمریکایی، مدیرعامل و رئیس هیات‌مدیره شخص واحدی هستند. اما رویه‌های حاکمیت شرکتی رایج در اروپا، این دو نقش را تفکیک کرده‌اند و تنها در 10 درصد از شرکت‌های انگلیسی، مدیرعامل همزمان رئیس هیات‌مدیره است.

از دیدگاه نظری، هنگامی که مدیرعامل در جایگاه رئیس هیات‌مدیره قرار می‌گیرد، تضاد منافع به وجود می‌آید. همچنین در چنین حالتی، عملکرد نظارتی هیات‌مدیره کاهش می‌یابد. ترکیب نقش ریاست هیات‌مدیره و مدیرعامل، مبین عدم جدایی کنترل و نظارت از مدیریت است. از این رو، ادبیات تئوریک بیان می‌دارد جدایی جایگاه هیات‌مدیره و مدیرعامل، باعث عملکرد بهتر شرکت می‌گردد.

مالکیت نهادی^۲

مالکیت نهادی، درصد سهام نگهداری‌شده توسط سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و سرمایه‌گذاری‌ها است. امروزه نقش سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان واسطه انتقال وجوه و پس‌اندازها به بازار سرمایه و مدیریت منابع در بازارهای مالی روزبه‌روز اهمیت بیشتری می‌یابد.

الکازار³ (1998) بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی که ثروت و منابع مالی زیادی در اختیار دارند، گرایش بیشتری در به دست

پژوهش آنها نشان داد که بین نسبت مالکیت سهام داران نهادی و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین بین اندازه هیئت‌مدیره و هزینه‌های نمایندگی رابطه معکوس وجود دارد.

کولز و همکاران⁵ (2001) با بررسی 144 شرکت نمونه بین سال‌های 1987 تا 1994، به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌هایی که در آن مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره فرد واحدی نیست، عملکرد بهتر و هزینه نمایندگی کمتری دارد.

آنگ و همکاران⁶ (2000) مشکلات نمایندگی را در شرکت‌های کوچک، مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که هیئت‌مدیره مستقل (غیرموظف) باعث افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود.

زهر و پیرس⁷ (1989) به بررسی رابطه اندازه هیئت‌مدیره و هزینه‌های نمایندگی پرداختند. نتایج حاصله حاکی از آن است که تعداد بیشتر اعضای هیئت‌مدیره - هیئت‌مدیره بزرگ‌تر - موجب افزایش قابلیت نظارت بر فعالیت‌های مدیران ارشد می‌شود، لذا باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌گردد.

جنسن (1986) برای اولین بار جریان وجوه نقدی آزاد را در شرکت‌های نفت و گاز مورد بررسی قرار داد و بیان کرد که شرکت‌هایی که جریان وجوه نقدی آزاد بالاتری دارند، با هزینه نمایندگی بیشتری رو به رو هستند.

جنسن و همکاران⁸ (1999) با مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های آمریکایی در دو دوره سه ساله منتهی به سال‌های 1987 و 1993، تأثیر همزمان تصمیمات مالی مبنی بر میزان بدهی، مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود بر هزینه‌های نمایندگی را آزمون کردند. نتایج تحقیق نشان داد که نظارت اعمال شده از سوی مالکان نهادی، جانشین مناسبی برای سایر ساز و کارهای کنترل هزینه نمایندگی بوده و در کاهش مشکل نمایندگی مؤثر می‌باشد.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

آزمون فرضیه‌های آماری با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) انجام شده است.

غیرموظف هیئت‌مدیره و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با هزینه‌های نمایندگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

گول و همکاران¹ (2012) به بررسی نقش ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی در کاهش هزینه‌های نمایندگی پرداختند. آنها نسبت گردش دارایی را به عنوان معیار اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی به کار بردند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که درصد بالاتر مالکیت نهادی سطح هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. هیئت‌مدیره‌های با اندازه کوچک‌تر نیز، منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. افزون بر آن، استقلال هیئت‌مدیره دارای رابطه مثبت با نسبت گردش دارایی‌ها بود. جدایی رئیس هیئت‌مدیره از مدیرعامل و پاداش‌های بالاتر، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد.

وانگ² (2010)، در تحقیق خود ابتدا به آزمون تجربی ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و هزینه‌های نمایندگی پرداخت. نتایج نشان داد که جریان‌های نقد آزاد تأثیر معناداری بر هزینه‌های نمایندگی دارد، البته این تأثیرات متناقض است؛ از یک سو، جریان‌های نقد آزاد می‌تواند منجر به افزایش پاداش مدیران به منظور کنترل مصرف شود، لذا منجر به افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. از سوی دیگر، جریان‌های نقد آزاد در نتیجه کارایی عملیاتی مدیریت ایجاد می‌شوند که این مسئله می‌تواند منجر به ایجاد ارتباط منفی بین جریان‌های نقد آزاد و هزینه‌های نمایندگی شود.

ترانگ³ (2006) به بررسی ارتباط بین ترکیب هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت با هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های استرالیایی پرداخت. نتایج حاصل از بررسی نمونه‌ای شامل 500 شرکت طی سال 2004، بیانگر این بود که بین مالکیت مدیریتی و نسبت گردش دارایی‌ها ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد. لیکن بین تعداد سهامداران عمده (تمرکز مالکیت)، درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران عمده و ترکیب هیئت‌مدیره با معیارهای هزینه‌های نمایندگی ارتباط معناداری یافت نشد.

سینگ و دیویدسون⁴ (2003) در تحقیقی با عنوان «هزینه‌های نمایندگی، ساختار مالکیت و مکانیسم‌های راهبری شرکتی» بر روی 1528 شرکت سهامی پذیرفته‌شده در بورس‌های آمریکایی طی سال‌های 1992 تا 1994 مطالعه و به بررسی رابطه ساختار مالکیت و هزینه‌های نمایندگی پرداختند. نتایج

5. Coles et al
6. Ang et al
7. Zahra and Pearce
8. Jensen et al

1. Gul et al
2. Wang
3. Truong
4. Singh & Davidson

INSO_{i,t}: مالکیت نهادی برای شرکت *i* در سال *t* ؛
 Size_{i,t}: اندازه شرکت برای شرکت *i* در سال *t* ؛
 LEV_{i,t}: اهرم مالی برای شرکت *i* در سال *t* ؛
 Tobinq_{i,t}: نسبت *Q* توین برای شرکت *i* در سال *t* ؛
 ε_{i,t}: خطا (جزء اخلاص) می‌باشد.

نحوه اندازه‌گیری متغیرها

در این تحقیق برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی که متغیر وابسته می‌باشد، از معکوس نسبت گردش دارایی‌ها استفاده شده است. آنگ و همکاران (2000) نسبت گردش دارایی‌ها را به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری هزینه نمایندگی معرفی کرده‌اند. این نسبت، معیاری از کیفیت مدیریت دارایی‌های شرکت‌ها می‌باشد. نسبت گردش دارایی‌ها، چگونگی استفاده و بهره‌وری از دارایی‌های شرکت توسط مدیران، برای ایجاد فروش بیشتر در قبال استفاده از منابع در اختیار مدیر را اندازه‌گیری می‌کند. این نسبت به عنوان معیار معکوسی برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. به این معنی که هر چه این نسبت بیشتر باشد، هزینه‌های نمایندگی کمتر خواهد بود. نحوه محاسبه نسبت گردش دارایی‌ها به صورت زیر است:

$$AssT_t = Sales_t / Assets_t$$

که در آن:

AssT: نسبت گردش دارایی‌ها،
 Sales: فروش،
 Assets: دارایی‌ها است.

نحوه محاسبه متغیرهای مستقل تحقیق در ادامه بیان می‌گردد.

جریان نقدی آزاد

برای محاسبه جریان‌های نقدی آزاد از مدل لن و پلسن^۴ (1989) و لانگ و همکاران^۵ (1991) استفاده گردیده است. براساس این مدل، جریان‌های نقدی آزاد از جریان‌های نقدی

به‌منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی^۱ و تلفیقی^۲ در برآورد مدل، از آزمون *F* لیمر^۳ استفاده گردید. با توجه به نتیجه آزمون *F* لیمر، داده‌ها تابلویی بوده و با توجه به نتایج آزمون هاسمن از روش اثرات ثابت^۴ استفاده شده است.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: «بین جریان‌های نقدی آزاد و هزینه نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد».
 فرضیه دوم: «بین پرداخت سود سهام و هزینه نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد».
 فرضیه سوم: «بین اندازه هیئت‌مدیره و هزینه نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد».
 فرضیه چهارم: «بین استقلال هیئت‌مدیره و هزینه نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد».
 فرضیه پنجم: «بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و هزینه نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد».
 فرضیه ششم: «بین مالکیت نهادی و هزینه نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد».
 مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

$$AssT_t = \beta_0 + \beta_1 FCF_t + \beta_2 Div_t + \beta_3 BSIZE_t + \beta_4 IODIR_t + \beta_5 ICHAIR_t + \beta_6 INSO_t + \beta_8 Size_t + \beta_9 LEV_t + \beta_{10} Tobinq_t + \epsilon_t$$

که در مدل فوق:

AssT_{i,t}: معکوس نسبت گردش دارایی‌ها برای شرکت *i* در سال *t* ؛
 FCF_{i,t}: جریان نقدی آزاد برای شرکت *i* در سال *t* ؛
 Div_{i,t}: پرداخت سود سهام برای شرکت *i* در سال *t* ؛
 BSIZE_{i,t}: اندازه هیئت‌مدیره برای شرکت *i* در سال *t* ؛
 IODIR_{i,t}: استقلال هیئت‌مدیره برای شرکت *i* در سال *t* ؛
 ICHAIR_{i,t}: دوگانگی وظیفه مدیرعامل برای شرکت *i* در سال *t* ؛

4. Fixed Effect
 5. Lehn and Poulsen
 6. Lang et al

1. Panel Data
 2. Pooled data
 3. Limer Test

متغیرهای کنترلی مندرج در مدل تحقیق نیز به شرح زیر محاسبه شده اند:

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

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

نسبت Q توبین: این نسبت، آماره‌ای است که می‌تواند به عنوان نماینده ارزش شرکت، برای سرمایه‌گذاری باشد.

از نسبت Q توبین ساده، به شرح زیر محاسبه می‌شود:

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

که در آن:

MVPS ارزش بازار هر سهم،

NOS تعداد سهام در دست سهامدار،

Debt ارزش دفتری کل بدهی‌های شرکت

TAB ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت است.

تحلیل اطلاعات و بحث در یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از برازش رگرسیون مدل اصلی تحقیق در جدول شماره 1 آورده شده است.

با توجه به اینکه در جدول 1 سطح معناداری آماره F مقدار $(0/000)$ است و کمتر از $0/05$ می‌باشد، رگرسیون در حالت کلی معنادار است. به عبارت دیگر در این حالت حداقل یکی از ضرایب جزئی متغیر مستقل و یا کنترلی رگرسیون غیر صفر می‌باشد.

افزون بر این با توجه به این که آماره دوربین - واتسون در مدل مربوط به فرضیه‌های اول تا ششم بین $1/5$ تا $2/5$ است، بیانگر نبود خطاهای خود همبستگی مدل می‌باشد.

لازم به ذکر است که ضریب تعیین مدل رگرسیون جدول شماره 1 مقدار $0/939$ است که نشان می‌دهد حدود 93٪ از تغییرات معکوس نسبت گردش دارایی‌ها به عنوان معیار متغیر وابسته هزینه نمایندگی توسط متغیرهای مستقل جریان نقدی آزاد، پرداخت سود سهام، اندازه هیات‌مدیره، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، مالکیت نهادی و متغیرهای کنترلی تبیین می‌گردد.

عملیاتی منهای مالیات‌ها، هزینه مالی و سود سهام پرداختی به دست می‌آید و با تقسیم بر فروش استاندارد می‌شود.

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

که در آن:

FCF جریان نقدی آزاد،

OCF جریان‌های نقدی عملیاتی،

TAX مالیات، IExp هزینه مالی،

Div سود سهام پرداختی،

Sales فروش است.

پرداخت سود سهام

نحوه محاسبه پرداخت سود سهام به صورت زیر است:

$$Div = DPS / EPS$$

که در آن:

Div پرداخت سود سهام،

DPS سود سهام پرداختی هر سهم،

EPS سود خالص هر سهم است.

اندازه هیئت‌مدیره: در این تحقیق از لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیئت‌مدیره برای اندازه‌گیری این متغیر استفاده می‌شود.

استقلال هیئت‌مدیره: این متغیر از طریق تقسیم تعداد مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره به تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره محاسبه می‌شود.

دوگانگی وظیفه مدیرعامل: اگر در شرکتی مدیرعامل، رئیس هیئت‌مدیره باشد، از متغیر موهومی یک و چنانچه رئیس هیئت‌مدیره، مدیرعامل نباشد، از متغیر موهومی صفر استفاده خواهد شد.

مالکیت نهادی: در این تحقیق مالکیت نهادی، درصدی از سهام یک شرکت سهامی است که متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان و نهادها و شرکت‌های دولتی باشد.

جدول 1. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق

$$Asst_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 Div_{i,t} + \beta_3 BSIZE_{i,t} + \beta_4 IODIR_{i,t} + \beta_5 ICHAIR_{i,t} + \beta_6 INSO_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 Tobinq_{i,t} + \epsilon_t$$

نتیجه ضریب مورد نظر	Prob*	T آماره	خطای استاندارد میانگین	ضرایب	متغیرها	
معنی‌دار است	0/0007	-3/408307	0/050238	-0/171228	FCF	جریان نقدی آزاد
معنی‌دار است	0/0323	-2/149004	0/001148	-0/002466	DIV	پرداخت سود سهام برای شرکت
معنی‌دار نیست	0/6856	-0/405193	0/281065	-0/113886	BSIZE	اندازه هیئت مدیره برای شرکت
معنی‌دار نیست	0/3453	-0/944891	0/054128	-0/051145	IODIR	استقلال هیئت مدیره برای شرکت
معنی‌دار است	0/0032	2/963347	0/034501	0/102238	ICHAIR	دوگانگی وظیفه مدیرعامل برای شرکت
معنی‌دار است	0/0000	7/395562	0/000469	0/003469	INSO	مالکیت نهادی برای شرکت
معنی‌دار است	0/0000	-20/01568	0/034565	-0/691833	SIZE	اندازه شرکت
معنی‌دار نیست	0/6950	-0/392346	0/104488	-0/040995	LEV	اهرم مالی برای شرکت
معنی‌دار است	0/0000	-9/281510	0/025789	-0/239362	TOBINQ	نسبت Q توبین
			0/939988	ضریب تعیین	1/625228	میانگین متغیر وابسته
			0/923327	ضریب تعیین اصلاح شده	1/950830	انحراف معیار متغیر وابسته
			0/182581	خطای معیار باقیمانده‌ها	12/36759	مجذور جمع خطاها
			56/41853	F آماره	1/938538	آماره دوربین واتسون
			0/000000	Prob(F-statistic)		

هزینه نمایندگی تایید می‌گردد. با توجه به منفی بودن ضریب متغیر جریان نقدی آزاد در رگرسیون می‌توان نتیجه‌گیری نمود که با افزایش جریان نقدی آزاد، معکوس نسبت گردش دارایی‌ها (هزینه نمایندگی) کاهش می‌یابد.

آزمون فرضیه دوم

در این فرضیه رابطه پرداخت سود سهام با معکوس نسبت گردش دارایی‌ها به‌عنوان معیار اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به سطح معناداری پرداخت سود سهام

آزمون فرضیه اول

در این فرضیه رابطه جریان نقدی آزاد با معکوس نسبت گردش دارایی‌ها به‌عنوان معیار اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه‌های اول تا ششم در جداول شماره 1 بیان شده است. با توجه به سطح معناداری متغیر جریان نقدی آزاد مشاهده می‌شود که سطح معناداری آن در جدول شماره 1 کمتر از 0/05 می‌باشد. در نتیجه فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین جریان نقدی آزاد و

مدیرعامل و وظیفه ریاست هیات‌مدیره را نیز برعهده دارد معکوس نسبت گردش دارایی‌ها (هزینه نمایندگی) افزایش می‌یابد.

آزمون فرضیه ششم

در این فرضیه رابطه مالکیت نهادی با معکوس نسبت گردش دارایی‌ها به‌عنوان معیار اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به جداول ضرایب جزئی رگرسیون و سطح معناداری پرداخت سود سهام مشاهده می‌شود که سطح معناداری آن در جدول شماره 3 کمتر از 0/05 می‌باشد. در نتیجه فرضیه ششم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی و هزینه نمایندگی تایید می‌گردد. با توجه به مثبت بودن ضریب متغیر مالکیت نهادی در رگرسیون می‌توان نتیجه‌گیری نمود که با وجود مالکیت نهادی، معکوس نسبت گردش دارایی‌ها (هزینه نمایندگی) افزایش می‌یابد.

بحث و نتیجه‌گیری

مشابه با سایر تحقیق‌ها این تحقیق نیز دارای محدودیت‌هایی بوده است که در بیان نتایج باید به آنها توجه داشت. از جمله مهمترین محدودیت‌های این تحقیق عبارتند از: الف - داده‌هایی که از صورت‌های مالی استخراج شده است، از بابت تورم تعدیل نشده‌اند. با توجه به متفاوت بودن نرخ تورم در سال‌های مورد بررسی، در صورتی که داده‌های مورد استفاده از این بابت تعدیل می‌شد، ممکن بود نتایج متفاوت با نتایج فعلی باشد.

ب - یکی از مهمترین محدودیت‌ها عدم وجود یک پایگاه داده مستقل و البته جامع در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. حتی در برخی موارد اطلاعات استخراج شده از یک نرم‌افزار با اطلاعات استخراج شده از سایر نرم‌افزارهای بانک‌های اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مغایرت دارد.

ج - محدودیت مربوط به تحقیق‌های نیمه تجربی یعنی وجود متغیرهای خارج از کنترل محقق که امکان تأثیرگذاری آنها بر نتایج وجود دارد؛ نظیر نوسانات شاخص‌های عمده اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت بازار سرمایه، عمر شرکت‌ها، تحصیلات و تجربه مدیران و نوع صنعت. چون تحقیقات حسابداری غالباً جزء پژوهش‌های پس از رخداد است، از این رو در زمان وقوع متغیرها امکان حضور محقق وجود ندارد.

مشاهده می‌شود که سطح معناداری آن در جدول شماره 1 کمتر از 0/05 می‌باشد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین پرداخت سود سهام و هزینه نمایندگی تایید می‌گردد.

با توجه به منفی بودن ضریب متغیر پرداخت سود سهام در رگرسیون می‌توان نتیجه‌گیری نمود که با افزایش پرداخت سود سهام، معکوس نسبت گردش دارایی‌ها (هزینه نمایندگی) کاهش می‌یابد.

آزمون فرضیه سوم

در این فرضیه رابطه اندازه هیئت‌مدیره با معکوس نسبت گردش دارایی‌ها به‌عنوان معیار اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به جداول ضرایب جزئی رگرسیون و سطح معناداری اندازه هیئت‌مدیره مشاهده می‌شود که سطح معناداری آن در جدول شماره 3 بیشتر از 0/05 می‌باشند. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین اندازه هیئت‌مدیره و هزینه نمایندگی تایید نمی‌گردد.

آزمون فرضیه چهارم

در این فرضیه رابطه استقلال هیئت‌مدیره با معکوس نسبت گردش دارایی‌ها به‌عنوان معیار اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به جداول ضرایب جزئی رگرسیون و سطح معناداری استقلال هیئت‌مدیره مشاهده می‌شود که سطح معناداری آن در جدول شماره 3 بیشتر از 0/05 می‌باشد. در نتیجه فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین استقلال هیئت‌مدیره و هزینه نمایندگی تایید نمی‌گردد.

آزمون فرضیه پنجم

در این فرضیه رابطه دوگانگی وظیفه مدیرعامل با معکوس نسبت گردش دارایی‌ها به‌عنوان معیار اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به جداول ضرایب جزئی رگرسیون و سطح معناداری پرداخت سود سهام مشاهده می‌شود که سطح معناداری آن در جدول شماره 3 کمتر از 0/05 می‌باشد. در نتیجه فرضیه پنجم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و هزینه نمایندگی تایید می‌گردد. با توجه به مثبت بودن ضریب متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل در رگرسیون می‌توان نتیجه‌گیری نمود که در شرکت‌هایی که

با در نظر داشتن محدودیت‌های فوق خلاصه نتایج به شرح زیر است:

الف - همانطور که نتایج نشان داد رابطه معکوس و معناداری بین جریان‌های نقدی آزاد با معکوس نسبت گردش دارایی‌ها به عنوان شاخص هزینه‌های نمایندگی وجود دارد. یعنی با افزایش جریان‌های نقدی، هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد. وجود این رابطه می‌تواند ناشی از این موضوع باشد که احتمالاً با

د - همانطور که نتایج نشان داد استقلال هیات‌مدیره نیز با معکوس نسبت گردش دارایی‌ها فاقد رابطه معنادار می‌باشد که یکی از دلایل احتمالی آن را می‌توان عدم نقش نظارتی مدیران غیرموظف مطابق با کارکرد مطرح شده در چارچوب نظری با توجه به شرایط کشور دانست. لذا پیشنهاد می‌شود فعالان بازار بورس، اعضاء هیات‌مدیره شرکت‌ها، سهامداران و موسسات حسابرسی با مباحث حاکمیت شرکتی بیشتر آشنا شده تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش در نظام حاکمیت شرکتی بپردازند.

ح - وجود رابطه مستقیم و معنادار بین مسئولیت دو گانه مدیرعامل و معکوس نسبت گردش دارایی‌ها نیز می‌تواند حاکی از این امر باشد که در شرکت‌هایی که ریاست هیات‌مدیره به مدیرعامل واگذار شده است به دلیل تفویض مسئولیت‌ها به یک نفر و کسب قدرت بیش از اندازه مدیرعامل، باعث خواهد شد عملکرد نظارتی هیات‌مدیره کاهش و مدیریت به نحو مؤثری از دارایی‌های شرکت بهره‌برداری ننماید. در نتیجه هزینه‌های نمایندگی افزایش باید. این نتیجه مخالف با یافته‌های گول و همکاران (2012) و کولز و همکاران (2001) می‌باشد. با گسترش دامنه فعالیت شرکت‌ها و نیاز به مدیران متخصص پیشنهاد می‌گردد به منظور تقویت فرهنگ پاسخگویی و ارتقای شفافیت اطلاعات در شرکت‌ها و واحدهای اقتصادی که تمام یا بخشی از سرمایه آنها از طریق جمع‌زادی از سهامداران تأمین شده است، نقش مدیرعامل شرکت از ریاست هیات‌مدیره تفکیک شده تا هیچ نوع ابهامی در وظایف این دو، به وجود نیاید.

و - نهایتاً وجود رابطه مستقیم و معنادار بین مالکیت سرمایه-گذاران نهادی و معکوس نسبت گردش دارایی‌ها به عنوان شاخص هزینه‌های نمایندگی برخلاف ادبیات نظری نشان از افزایش هزینه‌های نمایندگی با حضور سرمایه‌گذاران نهادی است. شاید دلیل این امر شرایط خاص سرمایه‌گذاران نهادی در ایران باشد. چرا که سرمایه‌گذاران نهادی عمده در ایران (از قبیل بنیاد مستضعفان و جانبازان، سازمان تامین اجتماعی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری وابسته به بانک‌های دولتی) عمدتاً وابسته به دولت هستند و این موضوع ممکن است باعث کاهش انگیزه‌های آنان در نظارت مؤثر بر فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌پذیر شود. این نتیجه مخالف با یافته‌های گول و همکاران (2012)، جنسن و همکاران (1999) و نوروش و همکاران (1388) می‌باشد. لذا با توجه به نقد

افزایش وضعیت نقدینگی مناسب در شرکت کارایی مدیریت در بهره‌مندی و استفاده مناسب از دارایی‌ها به دلیل وجود منابع نقدی کافی بهبود می‌یابد. به عبارتی دیگر افزایش جریان‌های نقدی آزاد از یک طرف، توانایی مدیریت را در کسب بازده از منابع در اختیار وی افزایش داده و در واقع افزایش بازده دارایی‌ها را که دارای ارتباط مستقیم با عملکرد مدیریت است، به دنبال خواهد داشت. این نتیجه مطابق با یافته‌های تحقیق وانگ (2010) و جنسن (1986) می‌باشد. لذا پیشنهاد می‌گردد شرکت‌ها، حد مناسبی از منابع نقدی به روش مقتضی تأمین و در اختیار مدیران قرار دهند. اما باید به دنبال اعمال راه کارهای مناسب انضباطی به منظور کنترل رفتار مدیران باشند تا از وجوه نقدی مازاد ایجاد شده در راه‌های بهینه مانند توسعه محصولات جدید و انجام عملیات استفاده کنند.

ب - همانطور که نتایج نشان داد پرداخت سود سهام دارای رابطه معکوس و معناداری با متغیر معکوس نسبت گردش دارایی‌ها به عنوان شاخصی از هزینه‌های نمایندگی می‌باشد. به عبارت دیگر هرچه سود بیشتری پرداخت گردد هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد. معکوس بودن این رابطه دلایل مختلفی می‌تواند داشته باشد. یکی از دلایل آن می‌تواند این باشد که پرداخت سود سهام دارای محتوای اطلاعاتی بوده و برای بازار و استفاده‌کنندگان از اطلاعات، نشانه‌ای از عملکرد و رشد شرکت تلقی گردد و همین امر باعث افزایش فروش و رشد شرکت شود و نهایتاً کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌گردد. لذا پیشنهاد می‌شود در هر سال، حداقل بخشی از سود بین سهامداران توزیع گردد. چرا که این امر می‌تواند نشانه خوب و مثبتی از عملکرد را به سهامداران و تصمیم‌گیرندگان منعکس سازد و نهایتاً از طریق تأثیر بر افزایش فروش و رشد شرکت به کاهش هزینه‌های نمایندگی منجر شود.

ج - نتایج نشان داد بین اندازه هیات‌مدیره با معکوس نسبت گردش دارایی‌ها به عنوان شاخص هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود ندارد. علت عدم معناداری این است که تعداد اعضای هیات‌مدیره در اکثر شرکت‌ها 5 نفر می‌باشد و صرفاً مفاد ماده 107 اصلاحیه قانون تجارت مصوب 1347 مبنی بر وجود حداقل 5 عضو هیات‌مدیره در شرکت‌های سهامی عام را رعایت نموده‌اند.

در واقع متغیر اندازه هیات‌مدیره به عنوان یک عنصر ثابت وارد مدل شده است و با توجه به ثابت بودن آن تأثیری در مدل نخواهد داشت و معنادار نخواهد بود.

ضعیف سرمایه‌گذاران نهادی در زمینه کنترل هزینه‌های نمایندگی، این سرمایه‌گذاران باید نقش فعال‌تری در این زمینه ایفا نمایند و به همسو شدن منافع مدیران و سهامداران کمک کنند.

با توجه به نتایج این تحقیق پیشنهاد می‌شود محققان آتی با توجه به حذف شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نهادهای مالی از فهرست شرکت‌های مورد بررسی، روابط بررسی شده در این تحقیق را در مورد شرکت‌های مذکور نیز انجام دهند. همچنین در تحقیقات آتی شاخص اندازه‌گیری دیگری برای هزینه‌های نمایندگی و یا سازوکارهای حاکمیت شرکتی در نظر بگیرند.

منابع

- ابراهیمی کردلر، علی؛ مرادی، محمد و اسکندری، هدی (1389). "تأثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، 2 (8).
- حساس یگانه، یحیی و خیرالهی، مرشید (1387). "حاکمیت شرکتی و شفافیت"، *حسابدار*، 79.
- فخاری، حسین و طاهری، عصمت السادات (1389). "بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله پژوهش‌های حسابداری*، 2 (4)، پیاپی 6.
- مرادی، مهدی؛ سعیدی، مجتبی و رضایی، حمیدرضا (1392). "بررسی تأثیر اندازه و استقلال هیات مدیره بر هزینه‌های نمایندگی". *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، 2 (7).
- نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و وافی ثانی، جلال (1388). "بررسی رابطه بین ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *تحقیقات حسابداری*، شماره 1.
- Agrawal A, Chadha S. (2005). "Corporate governance and accounting scandals". *Law and Economics Journal*; 48.
- Ang James S, Rebel Cole, James Wuh Lin. (2000). "Agency costs and ownership structure". *Journal of finance*; 55.
- Bushee B J. (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior". *The of Accounting Review*.
- Coles J W, McWilliams V B, Sen N. (2001). "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance". *Journal of Management*; 27.
- El-Gazzar S M. (1998). "Predisclosure information and institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods". *The Accounting Review*; 73.
- Fama E F, Jensen M C. (1983). "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*; 16.
- Gul S, Sajid M, Razzaq N, Afzal F. (2012). "Agency Cost, Corporate Governance and Ownership Structure (The Case of Pakistan)". *International journal of Business and Social Science*; 3(9).
- Jensen G, Solberg D, Zorn T. (1999). "Simultaneous influence financial decisions based on the amount of debt, institutional ownership and dividend policy on agency cost". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*; 27(2).
- Jensen M C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover". *American Economic Review*; 76(2).
- Jensen M, Meckling W. (1976). "Theory of firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*; 3.
- Lang L H P, Stulz R M, Walking R A. (1991). "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis, the Case of Bid-der Returns". *Journal of Financial Economics*; 29 (2).
- Lehn K, Poulsen A. (1989). "Free Cash Flow and Stockholder Gains in going Private Transactions". *Journal of Finance*; 44(3).
- Paul A G, David H L, Yuan S. (2009). "Agency Problems and Audit Fees: Further Test of the Free Cash Flow Hypothesis". *Journal of Accounting and finance*; 50(2).
- Petra S T. (2005). "Do outside independent directors strengthen corporate boards?" *Corporate Governance*; 5.

- Rhoders D L, rechner P L, sundaramurthy C. (2001). "A metaanalysis leadership structure and financial performance: are two heads better than one?" *Corporate Governance an International Review*; 9.
- Singh M, Davidson W N. (2003). "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms". *Journal of Banking and Finance*; 27.
- Truong T. (2006). "Corporate Boards, Ownership and Agency Costs: Evidence from Australia". *The Business Review, Cambridge*; 5 (2).
- Wang G Y. (2010). "The Impacts of Free Cash Flow and Agency Costs on Firm Performance". *Journal of Servise Science & Management*; (3).
- Zahra S A, Pearce J A. (1989). "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model". *Journal of Management*; 2.