

## بررسی رابطه مالکیت دولتی، قابلیت اتکای گزارش های سالانه و هزینه های نمایندگی

عزیز گرد\*

محمد رضا چکاو\*\*

ناصر شریفی\*\*\*

### چکیده

قابلیت اتکا یکی از مهمترین مشخصات اطلاعات متنی است که در زمینه های گوناگونی مورد آزمون قرار گرفته است. ارزش اطلاعات موجود در متن، تنها زمانی به طور کامل تشخیص داده می شود که قابلیت قابلیت اتکای متن، بالا باشد. این در حالی است که بخش قابل توجهی از اطلاعات شرکت ها، از طریق یادداشت های توضیحی ارائه می گردد و شفافیت این بخش عمده از افشائات اختیاری، امری حیاتی برای درک و تفسیر اطلاعات ارائه شده در متن صورت های مالی است. از سوی دیگر، از آنجایی که شرکت های دارای مالکیت دولتی عموماً به واسطه روابط خود، کسب منفعت می کنند، ممکن است که فعالیت های خود را از سرمایه گذاران پنهان نمایند و به سمت افزایش هزینه های نمایندگی حرکت کنند. در این راستا، در مطالعه حاضر تلاش شد تا با استفاده از داده های ۱۳۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ و رگرسیون چندمتغیره به بررسی رابطه مالکیت دولتی، قابلیت اتکای گزارش های سالانه و هزینه های نمایندگی پرداخته شود. نتایج بررسی ها نشان داد که ارتباطی معکوس بین قابلیت اتکای گزارش های سالانه و هزینه های نمایندگی شرکت برقرار است و مالکیت دولتی، موجب تضعیف این ارتباط معکوس می گردد.

واژه های کلیدی: مالکیت دولتی، قابلیت اتکای گزارش های سالانه، هزینه های نمایندگی.

\* استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

\*\* مربی، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

\*\*\* کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (sharifi.naser@iran.ir)

## ۱. مقدمه

تئوری نمایندگی<sup>۱</sup> با این فرض آغاز می‌شود که مردم در راستای منافع شخصی خود فعالیت می‌کنند و دربرگیرنده این موضوع است که تحت شرایط عادی، اهداف، منافع و خطرات دو طرف (مالک و نماینده) یکسان نیست. تئوری نمایندگی توسط جنسن و مک‌کلینگ<sup>۲</sup> (۱۹۷۶) ارائه شده است. بر اساس این تئوری، مدیران، نمایندگان سهامداران شرکت بوده و بایستی در جهت منافع آن‌ها عمل نمایند. اما گاهی مدیران در وضعیت‌هایی قرار می‌گیرند که تصمیم‌هایشان به نفع سهامداران شرکت نبوده و باعث مخدوش شدن گزارش‌های مالی می‌شوند که این مسئله به مشکلات نمایندگی<sup>۳</sup> معروف است (شلیفر و ویشنی<sup>۴</sup>، ۱۹۹۷). در این دیدگاه، مالک را برآوردکننده اطلاعات و نماینده وی را تصمیم‌گیرنده می‌نامند. فرض بر این است که برآوردکنندگان اطلاعات، مسئولیت انتخاب سیستم اطلاعات را برعهده دارند. انتخاب یا گزینش آن‌ها باید به شیوه‌ای انجام شود که نماینده بتواند برای تأمین منافع آنان (براساس اطلاعاتی که در دسترس وی قرار می‌گیرد)، بهترین تصمیم‌ها را اتخاذ نماید (فاما و جنسن<sup>۵</sup>، ۱۹۸۳). به عبارت دیگر، کارها برعهده نماینده است، در حالی که تابع مطلوبیت در رابطه با خواست‌های مالک واحد تجاری مورد توجه قرار می‌گیرد. این تئوری بیان می‌کند وقتی که مدیر صد در صد سهام شرکت را در تملک ندارد، تضادی پنهان بین سهامداران و مدیر، اجتناب‌ناپذیر است (اسپنس و زکائوسر<sup>۶</sup>، ۱۹۷۱) که تضاد نمایندگی<sup>۷</sup> نامیده می‌شود. در واقع بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران (نمایندگان) شرکت ممکن است تابع مطلوبیت خود را به قیمت زیر پا گذاری منافع سهامداران حداکثر نمایند (لو<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۸).

به عبارت دیگر، مدیران همواره در جهت منافع مالکان فعالیت نمی‌کنند و ممکن است از دارایی‌های شرکت استفاده نامعقول نمایند. وجود تضاد منافع بین سهامداران و مدیران می‌تواند به مشکلات نمایندگی منتهی شود که بر اساس نظریه نمایندگی، دارای هزینه است. هزینه‌های نمایندگی در نتیجه جداسازی مالکیت از مدیریت افزایش می‌یابد. در این شرایط وجود یک مکانیزم کنترلی که به صورت نسبی تضمین‌کننده شفافیت اطلاعات گزارش شده در صورت‌های مالی باشد، ضرورت می‌یابد. این مکانیزم در قالب حسابرسی و توسط حسابرسان مستقل ارائه می‌گردد (کوکوی و گوئیزانی<sup>۹</sup>، ۲۰۱۷). حسابرسی مستقل به‌عنوان یک از انواع هزینه‌های نمایندگی، یکی از انواع کنترل‌هایی است که می‌تواند اطمینان معقولی را به مجموعه وسیعی از سهامداران ارائه دهد و تضاد نمایندگی را کاهش دهد (فان و وانگ<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۵). به این ترتیب، در تئوری نمایندگی، مشکل تضاد منافع با کارگزار دغدغه‌ای همیشگی برای کارگزار است. بر این اساس، همواره کارگزار در پی راهی برای حل این مشکل بوده تا به نحوی کارگزار را به اقدام در جهت هدف اصلی هر شرکت یعنی حداکثرسازی منافع کارگزاران آن تحریک نماید. بنابراین، کارگزار می‌بایست مخارجی را متحمل گردد تا بتواند منافع کارگزار را با خود هم‌سو نماید یا حداقل از اقدامات وی در جهت منافع خودش کسب اطمینان نماید (آکرلوف<sup>۱۱</sup>، ۱۹۷۰؛ هارت<sup>۱۲</sup>، ۱۹۹۵؛ هیلی و پاپلو<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۱). از آنجا که چنین مخارجی به‌واسطه انعقاد قرارداد میان کارگزار و کارگزار و شکل‌گیری رابطه نمایندگی پدید می‌آید، هزینه‌های نمایندگی<sup>۱۴</sup> نامیده می‌شود. به عبارت دیگر، هرچه

1. Agency Theory
2. Jensen and Meckling
3. Agency Problems
4. Shleifer and Vishny
5. Fama and Jensen
6. Spence and Zeckhauser
7. Agency Conflict
8. Luo
9. Kouki and Guizani
10. Fan and Wong
11. Akerlof
12. Hart
13. Healy and Palepu
14. Agency Costs

## بررسی رابطه مالکیت دولتی، قابلیت اتکای گزارش های سالانه و هزینه های نمایندگی -----

هزینه‌های نمایندگی در یک شرکت افزایش یابد، نشان‌دهنده افزایش شدت تضاد منافع<sup>۱</sup> در آن شرکت می‌باشد (پارینو<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۳؛ رنکامپ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲).

از سوی دیگر، اندازه‌گیری قابلیت اتکای متون یکی از ابزارهایی است که به سنجش درجه پیچیدگی یا دشواری زبانی متن می‌پردازد. واژه قابلیت اتکا به معنای تخمینی از احتمال موفقیت خواننده در خواندن و درک متن یا نوشته است. همچنین، در تعریف سطح قابلیت اتکا آمده است که هنگام مطالعه هر متن برای خواننده، حسی درباره میزان پیچیدگی یا سادگی متن ایجاد می‌شود که در فهم مطالب تأثیر بسیاری دارد و این در واقع همان سطح قابلیت اتکای متن است (قادری مقدم، ۱۳۹۵). قابلیت اتکا یکی از مهمترین مشخصات اطلاعات متنی است که در زمینه‌های گوناگونی مورد آزمون قرار گرفته است. پژوهش درباره اهمیت قابلیت اتکا، در زمینه‌های مربوط به امور نظامی، پزشکی و حقوقی بسیار مورد توجه بوده است (دوبای<sup>۴</sup>، ۲۰۰۴؛ بونسال و میلر<sup>۵</sup>، ۲۰۱۷). ارزش اطلاعات موجود در متن، تنها زمانی به‌طور کامل تشخیص داده می‌شود که قابلیت اتکای متن، بالا باشد. بنابراین، افزایش قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه، می‌تواند کاهش هزینه‌های نمایندگی را در پی داشته باشد.

### ۲. مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

موضوع قابلیت اتکا، توجه زیادی را در پژوهش‌های بازار سرمایه طی سال‌های اخیر به خود جلب نموده است. تغییرات در الزامات افشای اطلاعات شرکت‌ها، موجب افزایش قابل توجه کمیت اطلاعات گزارش‌شده گردیده است و توجه قانون‌گذاران و سرمایه‌گذاران را به خود جلب نموده است. بخش قابل توجهی از اطلاعات شرکت‌ها، از طریق یادداشت‌های توضیحی ارائه می‌گردد که در مواردی تا هشتاد درصد اطلاعات گزارش‌شده را دربر می‌گیرد. شفافیت این بخش عمده از افشائات اختیاری، امری حیاتی برای درک و تفسیر اطلاعات ارائه شده در متن صورت‌های مالی است. در این رابطه، شرکت‌هایی که گزارش‌های سالانه آن‌ها دارای سطوح بالاتر کیفیت افشاء است، می‌تواند درجه عدم تقارن اطلاعاتی پیش‌روی سهامداران را کاهش داده و به آن‌ها در نظارت بهتر بر مدیریت، کمک نماید. همانطور که پیش‌تر اشاره شد، علت اساسی ایجاد مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی بین کارگزاران و کارگماران است که مانع ارزیابی صحیح کارگماران از تلاش‌ها و صلاحیت کارگزاران می‌گردد. بنابراین، مکانیزم‌های صحیح گزارشگری می‌توانند موجب کاهش این عدم تقارن اطلاعاتی و متعاقباً کاهش هزینه‌های نمایندگی گردند (آکرلوف، ۱۹۷۰؛ هارت، ۱۹۹۵؛ لو همکاران، ۲۰۱۸). بنابراین می‌توان انتظار داشت که افزایش قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه، کاهش هزینه‌های نمایندگی را در پی داشته باشد.

از سوی دیگر، مطالعات پیشین شواهدی مبنی بر مزایا و هزینه‌های مالکیت دولتی برای شرکت‌ها ارائه نموده‌اند. از منظر مزایا، مطالعات پیشین دریافته‌اند که مالکیت دولتی به تسهیل قوانین مالیاتی، امکان‌سازی استفاده شرکت از طرح‌های کمک مالی و یا بهبود قراردادهای تأمین مالی به شرکت کمک می‌کند (فاسیو<sup>۶</sup>، ۲۰۰۶). در مقابل، منتقدان این‌طور استدلال می‌کنند که سیاست‌ها و مقررات دولتی اغلب محیط عدم اطمینان ایجاد می‌نمایند و هزینه‌های معاملات برای سازمان‌های تجاری را افزایش می‌دهند. جانسون و میتون<sup>۷</sup> (۲۰۰۳) دریافته‌اند که شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، به سمت کارایی پایین‌تر گرایش دارند. به‌طور مشابه، سایر مطالعات نیز نشان دادند که شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، منابع خود را به‌طور کارا و اثربخش مورد استفاده قرار نمی‌دهند (فان<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۰۷؛ فاسیو<sup>۹</sup>، ۲۰۱۰). به این ترتیب، به‌رغم مزایایی که مالکیت دولتی دارد، شرکت را به سمت

1. Interest Conflict
2. Parrino
3. Rennekamp
4. Agency Costs
5. Agency Costs
6. Faccio
7. Johnson and Mitton
8. Fan
9. Faccio

افزایش هزینه‌های نمایندگی سوق می‌دهد (چای<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). از آنجایی که شرکت‌های دارای مالکیت دولتی عموماً به واسطه روابط خود، کسب منفعت می‌کنند، ممکن است که فعالیت‌های خود را از سرمایه‌گذاران پنهان نمایند (لئوز و اوبرولزر-گی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳) و به این طریق، حق کنترل سهامداران اقلیت را از بین ببرند (لاپورتا<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۰). بنابراین مالکیت دولتی می‌تواند موجبات افزایش هزینه‌های نمایندگی و تضعیف تأثیر کاهنده قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه بر هزینه‌های نمایندگی را موجب گردد. در این رابطه، جاباری<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۳) در مطالعه‌ای تحت عنوان بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد شرکت، به بررسی چگونگی و ابعاد تأثیرگذاری هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد مالی شرکت‌های تولیدی پرداختند. نتایج بررسی‌های صورت گرفته توسط آنان طی تجزیه و تحلیل‌های متعدد رگرسیونی نشان داد که بین هزینه‌های نمایندگی و عملکرد شرکت، رابطه معناداری وجود دارد که این امر نظریه نمایندگی را مورد تأیید قرار می‌دهد. وانگ<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای تحت عنوان تأثیر جریان نقد آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد مالی، به بررسی چگونگی و ابعاد مختلف تأثیر متغیرهای جریان نقد آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد مالی شرکت‌های تولیدی پرداخت. نتایج بررسی‌های به عمل آمده توسط وی طی تجزیه و تحلیل‌های آماری نشان داد که هزینه‌های نمایندگی تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد عملیاتی و بازده سهام شرکت‌های مورد بررسی داشته است. لو و همکاران (۲۰۱۸) در مطالعه‌ای تحت عنوان قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه و هزینه‌های نمایندگی شرکت، اظهار نمودند که گزارش‌های سالانه، منبع اصلی اطلاعات برای تصمیمات سرمایه‌گذاران سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی هستند و سهامداران را قادر می‌سازند که بر مدیریت شرکت، نظارت نمایند. بنابراین، مشکلات قابلیت اتکای این گزارش‌های می‌تواند عواقب جدی داشته باشد. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد شرکت‌هایی که گزارش‌های سالانه خواناتری را ارائه می‌دهند، هزینه‌های نمایندگی کمتری را نیز تجربه خواهند نمود.

در ایران، محمودآبادی و رجایی (۱۳۹۳) به بررسی رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج مطالعه نشان داد که بین نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش و تعامل و بین فرصت‌های رشد و جریان‌های نقدی آزاد با عدم کارایی سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه مثبت و معنادار و بین نسبت گردش دارایی‌ها با عدم کارایی سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین بین نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش با سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج پژوهش برادران حسن زاده و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۵) نشان داد که هزینه‌های نمایندگی موجب انحراف از رفتار سرمایه‌گذاری مطلوب می‌شوند. بدین ترتیب، با افزایش هزینه‌های نمایندگی، مشکلات مربوط به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد تشدید می‌شود و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

سبحانی و همکاران (۱۳۹۶) نیز به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. پژوهش آنان ارتباط وابستگی دولتی با عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار می‌دهد. به عبارتی می‌توان بیان کرد شرکت‌هایی که وابستگی دولتی دارند، این مالکیت بر عرضه و تقاضا شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشد. می‌توان گفت اثر نوسانات بازار بر سهام شرکت‌های دولتی بیشتر خواهد بود. مدیران دولتی از طریق مناسبات سیاسی ریسک مربوط به شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند و متعاقب آن ارزش شرکت‌ها، به‌عنوان معیاری از عملکرد نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد. بنابراین وابستگی دولتی می‌تواند به‌عنوان یکی از متغیرهای مهم در مطالعه عملکرد مورد توجه قرار بگیرد. به‌صورت کلی فرضیه نظارت فعال در این پژوهش مورد تأیید واقع گردد. در مطالعه‌ای دیگر، سیستانی نژاد و نورالدینی (۱۳۹۷) به بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و هزینه بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بررسی‌های صورت گرفته توسط آنان نشان داد که رابطه منفی معناداری بین مالکیت دولتی و هزینه بدهی و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

- 
1. Choy
  2. Leuz and Oberholzer-Gee
  3. La Porta
  4. Jabbary
  5. Wang

## بررسی رابطه مالکیت دولتی، قابلیت اتکای گزارش های سالانه و هزینه های نمایندگی -----

وجود ندارد. یافته‌های محمدزاده مقدم (۱۳۹۷) نشان داد که از بین معیارهای اندازه‌گیری هزینه نمایندگی، رابطه بین مالکیت نهادی ناشی از حاکمیت شرکتی و نسبت گردش دارایی با پیش‌بینی سودآوری مستقیم و معنادار است. این یافته‌ها همچنین نشان داد رابطه معناداری بین ساختار سرمایه و پیش‌بینی سودآوری وجود ندارد. علاوه بر این، رابطه بین مدیریت سود و پیش‌بینی سودآوری معنادار ولی معکوس است که دلیل این رابطه معکوس را می‌توان خطر اخلاقی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی مدیریت سود دانست.

### ۳. فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به توضیحات ارائه شده در بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های مطالعه حاضر به شرح زیر مطرح می‌شوند:

- ۱) رابطه‌ای معنادار بین قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه و هزینه‌های نمایندگی شرکت وجود دارد.
- ۲) مالکیت دولتی بر رابطه بین قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه و هزینه‌های نمایندگی شرکت موثر است.

### ۴. روش‌شناسی پژوهش

از آنجا که نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در تصمیمات مدیران، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و فعالان بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار و حساب‌برسان مورد استفاده قرار گیرد، از جنبه هدف پژوهش، از نوع پژوهش‌های کاربردی به شمار می‌رود. همچنین از جنبه نحوه استنباط در خصوص فرضیه‌های پژوهش، در گروه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار می‌گیرد، زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای پژوهش، از تکنیک‌های رگرسیون و همبستگی استفاده خواهد شد که به این ترتیب، از نظر استدلالی، استدلال استقرایی است. همچنین، از آنجا که از طریق آزمایش داده‌های موجود، نتیجه‌گیری خواهیم کرد، این پژوهش در گروه تئوری‌های اثباتی قرار خواهد گرفت.

#### ۴-۱. مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه اول مطالعه حاضر از مدل زیر استفاده می‌شود ( $\beta_1$ ):

$$AC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 REL_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 TANG_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DEBT_{i,t} + \beta_6 INV_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 INST_{i,t} + \beta_9 BID_{i,t} + \beta_{10} DUAL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

برای آزمون فرضیه دوم مطالعه حاضر از مدل زیر استفاده می‌شود ( $\beta_3$ ):

$$AC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 REL_{i,t} + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 READ_{i,t} * GOV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 DEBT_{i,t} + \beta_8 INV_{i,t} + \beta_9 CFO_{i,t} + \beta_{10} INST_{i,t} + \beta_{11} BID_{i,t} + \beta_{12} DUAL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن‌ها:

**متغیر وابسته:**

$AC_{i,t}$ : هزینه‌های نمایندگی شرکت  $i$  در سال  $t$  که از حاصلضرب متغیر مصنوعی شاخص کیوتوبین و جریان نقد آزاد به دست می‌آید. توضیح این‌که اگر شاخص کیوتوبین شرکت (حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری کل بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها)، بزرگتر از مقدار میانه نمونه مورد بررسی باشد (شرکت با رشد بالا)، برابر یک قرار داده می‌شود و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود. جریان نقد آزاد نیز برابر است با تفاضل جریان نقد عملیاتی و جریان نقد خالص فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تقسیم بر کل دارایی‌ها.

**متغیر مستقل:**

$READ_{i,t}$ : قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با حاصل جمع نسبت تعداد کل واژگان به تعداد کل جملات و نسبت جملات پیچیده به تعداد کل جملات در یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی شرکت. گفتمانی است منظور از جملات پیچیده، جملاتی است که بیش از سه سیلاب دارند.

### متغیر تعدیل گر:

$GO_{i,t}$ : مالکیت دولتی شرکت  $i$  در سال  $t$  و در صورتی که وزارتخانه‌ها، سازمان‌ها و موسسات دولتی و شرکت‌های دولتی در بین مالکان عمده (بیش از پنج درصد) شرکت حضور داشته باشند، این متغیر برابر یک قرار می‌گیرد و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

### متغیرهای کنترل:

- $ROA_{i,t}$ : سودآوری شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با نسبت سودخالص به کل دارایی‌ها.
- $TANG_{i,t}$ : عینی بودن دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها.
- $SIZE_{i,t}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.
- $DEBT_{i,t}$ : نسبت بدهی شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها.
- $INV_{i,t}$ : موجودی کالای شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با نسبت موجودی کالا به کل دارایی‌ها.
- $CFO_{i,t}$ : جریان نقدعملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با نسبت جریان نقدعملیاتی به کل دارایی‌ها.
- $INST_{i,t}$ : مالکیت نهادی شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با درصد سهام تحت تملک سازمان‌ها، نهادها و ارگان‌های حقوقی.
- $BID_{i,t}$ : استقلال هیئت مدیره شرکت  $i$  در سال  $t$  است که برابر است با نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره شرکت.
- $DUAL_{i,t}$ : دوگانگی وظایف مدیرعامل شرکت  $i$  در سال  $t$  که اگر مدیرعامل، عضو هیئت مدیره باشد، این متغیر برابر یک قرار می‌گیرد و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

## ۴-۲. جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، تمامی بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. نمونه از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری، انتخاب خواهد شد. به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه بانک‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

- ۱) در طول دوره پژوهش، در بورس حضور داشته باشند.
- ۲) در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره مالی نداشته باشند.
- ۳) جزء شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و موسسات مالی نباشند. به دلیل این که این موسسات از لحاظ ماهیت فعالیت، متفاوت بوده و درآمد اصلی آن‌ها حاصل از سرمایه‌گذاری است و وابسته به فعالیت سایر شرکت‌ها هستند، لذا ماهیتاً با سایر شرکت‌ها متفاوت می‌باشند و بنابراین، از نمونه مورد بررسی حذف خواهند شد.
- ۴) داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش، در طول دوره زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶، موجود باشند.
- ۵) دوره مالی آن‌ها منتهی به ۱۲/۲۹ هر سال باشد تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر و در صورت نیاز، به صورت پانلی به کار برد.
- ۶) توجه به شرایط ذکر شده، منجر به انتخاب ۱۳۱ شرکت به عنوان نمونه آماری این پژوهش شد.

## ۵. یافته‌های پژوهش

### ۵-۱. آمار توصیفی

روش‌هایی که به وسیله آن‌ها می‌توان اطلاعات جمع‌آوری شده را پردازش و خلاصه نمود، آمار توصیفی نامیده می‌شوند. این نوع آمار به توصیف جامعه یا نمونه می‌پردازد و هدف از آن، محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه پژوهش است. شاخص‌های

بررسی رابطه مالکیت دولتی، قابلیت اتکای گزارش های سالانه و هزینه های نمایندگی -----

آمار توصیفی استفاده شده در این پژوهش، میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشینه، کمینه، چولگی و کشیدگی می باشند. جدول آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره یک ارائه شده است.

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
هزینه های نمایندگی	۰/۰۳۳	۰/۰۰۰	۰/۴۸۴	-۰/۳۵۸	۰/۰۸۹	۱/۱۲۱	۸/۴۶۵
قابلیت اتکای گزارش های سالانه	۱۷/۰۰۵	۱۶/۷۹۶	۲۳/۳۴۴	۱۱/۶۳۲	۲/۴۵	۰/۱۳۴	۲/۳۳۸
مالکیت دولتی	۰/۴۸۸	۰/۰۰۰	۱/۳۷	۰/۰۰۰	۰/۵۰۱	۰/۰۵۸	۱/۰۱۵
سودآوری	۰/۰۸۱	۰/۰۶۹	۰/۵۶	-۰/۴۰۳	۰/۱۲۴	۰/۲۸	۵/۰۹۹
عینی بودن دارایی ها	۰/۲۵۷	۰/۲۰۸	۰/۸۴۹	۰/۰۱۳	۰/۱۸۱	۰/۹۹۱	۳/۳۶۷
اندازه شرکت	۱۴/۱۲۳	۱۴/۰۱۳	۱۹/۳۷۴	۱۰/۵۳۲	۱/۴۶۳	۰/۸۶۸	۴/۶۸۸
نسبت بدهی	۰/۰۸۵	۰/۰۴۵	۰/۹۳۹	۰/۰۰۱	۰/۱۱۲	۳/۰۷۴	۵/۴۱۷
موجودی کالا	۰/۲۳۵	۰/۲۱۲	۰/۷۵۱	۰/۰۰۱	۰/۱۴۱	۰/۸۰۶	۳/۳۳۲
جریان نقد عملیاتی	۰/۰۹۳	۰/۰۸۲	۰/۵۱۹	-۰/۳۰۵	۰/۱۱۲	۰/۵۱۳	۴/۷۲۳
مالکیت نهادی	۰/۳۹۱	۰/۳۱۳	۰/۹۷۲	۰/۰۰۰	۰/۳۴۲	۰/۲۹۴	۱/۵۵۵
استقلال هیئت مدیره	۰/۶۲	۰/۶	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۰۸	-۰/۸۴۱	۴/۵۹۷
دوگانگی وظایف مدیرعامل	۰/۹۳۵	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۴۵	-۳/۵۵۸	۳/۶۶۳

میانگین، اصلی ترین و مهم ترین شاخص مرکزی به شمار می آید که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و میانه نیز نقطه ای است که یک نمونه را به دو قسمت مساوی تقسیم می نماید. همان طور که در جدول فوق مشاهده می شود، مقدار میانگین متغیر هزینه های نمایندگی، ۰/۰۳۳ و مقدار میانه آن صفر است. به طور کلی، معیارهای پراکندگی، معیارهایی هستند که پراکندگی مشاهدات را حول میانگین بررسی و مقایسه می نمایند. یکی از مهم ترین معیارهای پراکندگی، انحراف معیار می باشد. با توجه به جدول فوق، این معیار برای متغیر هزینه های نمایندگی، ۰/۰۸۹ است. گفتنی است بیشترین مقدار متغیر هزینه های نمایندگی برابر با ۰/۴۸۴ و کمترین مقدار آن برابر با -۰/۳۵۸ است. چولگی و کشیدگی متغیر مذکور نیز به ترتیب عبارت از ۱/۱۲۱ و ۸/۴۶۵ هستند. ویژگی های سایر متغیرها نیز در جدول فوق مشهود است.

۲-۵. آمار استنباطی

۵-۲-۱ آزمون فرضیه اول

در راستای برآورد ضرایب مدل فرضیه اول پژوهش، از آزمون های چاو و هاسمن برای شناسایی روش مناسب تخمین مدل استفاده می شود که نتیجه آزمون های مذکور در جدول شماره دو ارائه شده است.

جدول (۲) نتایج آزمون های چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
چاو (اثرات ثابت در برابر تلفیقی)	۲/۴۹۱	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت
هاسمن (اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی)	۵۶/۱۶۸	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت

----- فصلنامه مطالعات تطبیقی در مدیریت مالی و حسابداری، سال دوم، شماره دوم

مطابق آنچه در جدول شماره دو دیده می‌شود، روش اثرات ثابت بر دو روش دیگر دارای ارجحیت است و لذا مدل مذکور با استفاده از روش اثرات ثابت، برآورد می‌گردد که نتایج مربوطه در جدول سه ارائه شده است. با توجه به نتایج جدول شماره سه، از آنجا که آماره  $t$  متغیر قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه بزرگتر از  $1/965$  - بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از  $0/05$  است، ارتباط معکوس و معنادار بین قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه و هزینه‌های نمایندگی شرکت برقرار است. لذا فرضیه اول مطالعه حاضر مبنی بر این که رابطه‌ای معنادار بین قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه و هزینه‌های نمایندگی شرکت وجود دارد، مورد تأیید قرار می‌گیرد.

گفتنی است متغیرهای سودآوری، اندازه شرکت، نسبت بدهی، جریان نقدعملیاتی و دوگانگی وظایف مدیرعامل دارای رابطه مستقیم و معنادار با متغیر وابسته هستند و متغیرهای عینی بودن دارایی‌ها، موجودی کالا، مالکیت نهادی و استقلال هیئت مدیره، رابطه معکوس و معنادار با متغیر وابسته دارند. لازم به ذکر است آماره دوربین - واتسون مدل  $2/141$  است که بین  $1/5$  و  $2/5$  قرار دارد. ضمناً سطح معناداری آماره  $F$  نیز  $0/000$  است که پایین‌تر از  $0/05$  بوده و نشان از معناداری مدل دارد. دیگر نکته قابل توجه در جدول شماره سه، ضریب تعیین تعدیل شده مدل است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل مورد استفاده حدود  $43$  درصد می‌باشد که نشان می‌دهد حدود  $43$  درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. لازم به ذکر است که استفاده از تصحیح وایت دیاگونال، منجر به رفع اثرات ناهمسانی واریانس احتمالی گردیده است. ضمناً باتوجه به این که مقدار عامل تورم واریانس (وی‌آی‌اف) برای تمامی متغیرها کمتر از عدد پنج است، مشکل هم خطی در مدل پژوهش وجود ندارد.

جدول (۳) نتایج آزمون مدل فرضیه اول پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره $t$	سطح معناداری	وی‌آی‌اف
مقدار ثابت	$0/067$	$0/013$	$5/106$	$0/000$	-
قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه	$-0/001$	$0/0005$	$-2/052$	$0/04$	$1/032$
سودآوری	$0/015$	$0/005$	$2/728$	$0/006$	$1/206$
عینی بودن دارایی‌ها	$-0/017$	$0/007$	$-2/289$	$0/022$	$1/178$
اندازه شرکت	$0/204$	$0/039$	$5/182$	$0/000$	$1/149$
نسبت بدهی	$0/313$	$0/026$	$11/797$	$0/000$	$1/095$
موجودی کالا	$-0/03$	$0/007$	$-4/279$	$0/000$	$1/195$
جریان نقدعملیاتی	$0/226$	$0/024$	$9/434$	$0/000$	$1/117$
مالکیت نهادی	$-0/011$	$0/005$	$-2/138$	$0/033$	$1/081$
استقلال هیئت مدیره	$-0/025$	$0/006$	$-3/712$	$0/000$	$1/333$
دوگانگی وظایف مدیرعامل	$0/044$	$0/014$	$3/05$	$0/002$	$1/302$
آماره $F$		$23/855$		ضریب تعیین	$0/456$
سطح معناداری آماره $F$		$0/000$		ضریب تعیین تعدیل شده	$0/435$
تصحیح وایت دیاگونال (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)				مقدار دوربین - واتسون	$2/141$

۵-۲-۲ آزمون فرضیه دوم

در راستای برآورد ضرایب مدل فرضیه دوم پژوهش، از آزمون‌های چاو و هاسمن برای شناسایی روش مناسب تخمین مدل استفاده می‌شود که نتیجه آزمون‌های مذکور در جدول شماره چهار ارائه شده است.



بررسی رابطه مالکیت دولتی، قابلیت اتکای گزارش های سالانه و هزینه های نمایندگی -----

جدول ۴. نتایج آزمون های چاو و هاسمن

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	آزمون
استفاده از روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۲/۵۰۵	چاو (اثرات ثابت در برابر تلفیقی)
استفاده از روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۵۸/۲۱۹	هاسمن (اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی)

مطابق آنچه در جدول شماره چهار دیده می شود، روش اثرات ثابت بر دو روش دیگر دارای ارجحیت است و لذا مدل مذکور با استفاده از روش اثرات ثابت، برآورد می گردد که نتایج مربوطه در جدول پنج ارائه شده است. با توجه به نتایج جدول شماره پنج، از آنجا که آماره t متغیر قابلیت اتکای گزارش های سالانه بزرگتر از ۱/۹۶۵- بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از ۰/۰۵ است، ارتباط معکوس و معنادار بین قابلیت اتکای گزارش های سالانه و هزینه های نمایندگی شرکت برقرار است. لذا فرضیه اول مطالعه حاضر مبنی بر این که رابطه ای معنادار بین قابلیت اتکای گزارش های سالانه و هزینه های نمایندگی شرکت وجود دارد، مورد تأیید قرار می گیرد.

علاوه بر این، از آنجا که آماره t متغیر مالکیت دولتی\* قابلیت اتکای گزارش های سالانه بزرگتر از ۱/۹۶۵+ بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از ۰/۰۵ است، ارتباط مستقیم و معنادار بین مالکیت دولتی\* قابلیت اتکای گزارش های سالانه و هزینه های نمایندگی شرکت برقرار است و مالکیت دولتی، موجب تضعیف تأثیر کاهنده قابلیت اتکای گزارش های سالانه بر هزینه های نمایندگی می گردد. لذا فرضیه دوم مطالعه حاضر مبنی بر این که مالکیت دولتی بر رابطه بین قابلیت اتکای گزارش های سالانه و هزینه های نمایندگی شرکت موثر است، مورد تأیید قرار می گیرد.

جدول (۵) نتایج آزمون مدل فرضیه دوم پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	وی آی اف
مقدار ثابت	۰/۰۸۱	۰/۰۲۲	۳/۶۰۵	۰/۰۰۰	-
قابلیت اتکای گزارش های سالانه	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۶	-۲/۷۴۷	۰/۰۰۶	۱/۸۲۵
مالکیت دولتی	۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	۲/۴۸۸	۰/۰۱۳	۲/۴۱۱
مالکیت دولتی* قابلیت اتکای گزارش های سالانه	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۲/۲۵۱	۰/۰۲۴	۱/۱۴۷
سودآوری	۰/۰۲۲	۰/۰۰۸	۲/۷۱۶	۰/۰۰۶	۱/۲۰۶
عینی بودن دارایی ها	-۰/۰۱۹	۰/۰۰۸	-۲/۳۸۳	۰/۰۱۷	۱/۱۸۴
اندازه شرکت	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۲/۰۷۴	۰/۰۳۸	۱/۲۴
نسبت بدهی	۰/۳۱۳	۰/۰۲۶	۱۱/۸۲	۰/۰۰۰	۱/۰۹۷
موجودی کالا	-۰/۰۳۲	۰/۰۰۷	-۴/۵۱۵	۰/۰۰۰	۱/۱۹۶
جریان نقد عملیاتی	۰/۲۲۷	۰/۰۲۴	۹/۱۶۱	۰/۰۰۰	۱/۱۱۹
مالکیت نهادی	-۰/۰۱۳	۰/۰۰۵	-۲/۴۸۱	۰/۰۱۳	۱/۵۲۸
استقلال هیئت مدیره	-۰/۰۲۵	۰/۰۰۶	-۳/۷۱۲	۰/۰۰۰	۱/۳۳۴
دوگانگی وظایف مدیرعامل	۰/۰۴۸	۰/۰۰۲	۲/۳۲	۰/۰۰۲	۱/۳۳۲
آماره F	۲۴/۳۲۴		ضریب تعیین	۰/۴۹۳	
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۶۶	
تصحیح وایت دیاگونال (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)			مقدار دوربین - واتسون	۲/۱۷۲	

گفتنی است متغیرهای مالکیت دولتی، سودآوری، اندازه شرکت، نسبت بدهی، جریان نقد عملیاتی و دوگانگی وظایف مدیرعامل دارای رابطه مستقیم و معنادار با متغیر وابسته هستند و متغیرهای عینی بودن دارایی ها، موجودی کالا، مالکیت نهادی و استقلال هیئت مدیره، رابطه معکوس و معنادار با متغیر وابسته دارند. لازم به ذکر است آماره دوربین - واتسون مدل ۲/۱۷۲ است که بین

۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. ضمناً سطح معناداری آماره F نیز ۰/۰۰۰ است که پایین‌تر از ۰/۰۵ بوده و نشان از معناداری مدل دارد. دیگر نکته قابل توجه در جدول شماره سه، ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل است. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل مورد استفاده حدود ۴۶ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۴۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. لازم به ذکر است که استفاده از تصحیح وایت دیاگونال، منجر به رفع اثرات ناهمسانی واریانس احتمالی گردیده است. ضمناً باتوجه به این که مقدار عامل تورم واریانس (وی‌آی‌اف) برای تمامی متغیرها کمتر از عدد پنج است، مشکل هم‌خطی در مدل پژوهش وجود ندارد.

## ۶. نتیجه‌گیری

نتایج بررسی‌ها نشان داد که قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه شرکت موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی آن می‌گردد و مالکیت دولتی، تضعیف تأثیر کاهنده قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه بر هزینه‌های نمایندگی را در پی خواهد داشت. در این رابطه لازم به توضیح است که ارزش اطلاعات موجود در متن، تنها زمانی به‌طور کامل تشخیص داده می‌شود که قابلیت اتکای و قابلیت فهم متن، بالا باشد. شفافیت این بخش عمده از افشائات اختیاری، امری حیاتی برای درک و تفسیر اطلاعات ارائه شده در متن صورت‌های مالی است. در این رابطه، شرکت‌هایی که گزارش‌های سالانه آن‌ها دارای سطوح بالاتر کیفیت افشاء است، می‌تواند درجه عدم تقارن اطلاعاتی پیش‌روی سهامداران را کاهش داده و به آن‌ها در نظارت بهتر بر مدیریت، کمک نماید. علت اساسی ایجاد مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی بین کارگزاران و کارگماران است که مانع ارزیابی صحیح کارگماران از تلاش‌ها و صلاحیت کارگزاران می‌گردد. بنابراین، مکانیزم‌های صحیح گزارشگری می‌توانند موجب کاهش این عدم تقارن اطلاعاتی و متعاقباً کاهش هزینه‌های نمایندگی گردند. این نتیجه را می‌توان منطبق بر نتایج لو همکاران (۲۰۱۸) دانست. علاوه بر این، در سطح شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، سیاست‌ها و مقررات دولتی اغلب محیط عدم اطمینان ایجاد می‌نمایند و هزینه‌های معاملات برای این قبیل از سازمان‌های تجاری را افزایش می‌دهند. به‌رغم مزایایی که مالکیت دولتی دارد، شرکت را به سمت افزایش هزینه‌های نمایندگی سوق می‌دهد و این شرکت‌ها عموماً به‌واسطه روابط خود، کسب منفعت می‌کنند، لذا ممکن است که فعالیت‌های خود را از سرمایه‌گذاران پنهان نمایند و به این طریق، حق کنترل سهامداران اقلیت را از بین ببرند. بنابراین مالکیت دولتی، موجبات افزایش هزینه‌های نمایندگی و تضعیف تأثیر کاهنده قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه بر هزینه‌های نمایندگی را فراهم می‌نماید. این نتیجه را می‌توان منطبق بر نتایج سبحانی و همکاران (۱۳۹۶) و در تضاد با نتایج سیستانی نژاد و نورالدینی (۱۳۹۷) دانست. با توجه به نتایج مطالعه حاضر، به سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که در نظر داشته باشند شرکت‌های دارای گزارش‌های سالانه خواناتر و مفهوم‌تر، مشکلات و هزینه‌های نمایندگی کمتری دارند که این امر، منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سرمایه‌گذاری کمتر می‌گردد. علاوه بر این، لازم به ذکر است که مالکیت دولتی، این تأثیر قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه بر هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده و منجر به تضعیف نقش مثبت قابلیت اتکای گزارش‌های سالانه می‌گردد.

علاوه بر این، گفتنی است که رابطه رگرسیونی این پژوهش برای تمام صنایع عضو نمونه آماری به صورت یک‌جا برآورد شده است. از این رو، پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی، این رابطه، برای صنایع گوناگون به تفکیک برآورد شود. همچنین، در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده‌اند. بنابراین، پیشنهاد می‌شود تا در پژوهش‌های آتی، این موضوع در شرکت‌های فرابورس نیز بررسی گردد.

## منابع و مأخذ

۱. برادران حسن زاده، رسول، تقی زاده خانقاه، وحید، (۱۳۹۵). تأثیر هزینه های نمایندگی بر رفتار سرمایه گذاری. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۸ (۳۲)، ۱۳۹-۱۷۰.
۲. سبحانی، علی، لاله ماژین، مریم، زلّقی، حسن، بیات، مرتضی، (۱۳۹۶). تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹ (۳۶)، ۱۵۱-۱۷۰.
۳. سیستانی نژاد، حسین، نورالدینی، عباس، (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و هزینه بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نخستین همایش ملی حسابداری و مدیریت، نطنز، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نطنز.
۴. قادری مقدم، محمدابراهیم، (۱۳۹۵). اعتبارسنجی روش های سنجش سطح قابلیت اتکای کتاب های درسی. پژوهش در برنامه ریزی درسی، ۲۱، ۴۴-۵۵.
۵. محمدزاده مقدم، محمدباقر، (۱۳۹۷). تأثیر هزینه نمایندگی بر پیش بینی سودآوری شرکت ها. دانش سرمایه گذاری، ۷ (۲۵)، ۲۸۵-۲۹۵.
۶. محمودآبادی، حمید، رجایی، سکینه، (۱۳۹۳). ارزیابی رابطه بین هزینه های نمایندگی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش حسابداری، ۴ (۴)، ۱۸۵-۲۰۴.
7. Akerlof, G.A. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *Quart. J. Econ.* 84 (3), 488-500.
8. Bonsall, S.B. and Miller, B.P. (2017). The impact of narrative disclosure readability on bond ratings and the cost of debt. *Rev. Acc. Stud.*, 22 (2), 608-643.
9. Choy, H., F.A. Gul, and J. Yao. (2011). Does Political Economy Reduce Agency Costs? Some Evidence from Dividend Policies around the World. *Journal of Empirical Finance*, 18 (1), 16-35.
10. DuBay, W.H. (2004). *The Principles of Readability*. Impact Information, Costa Mesa, CA.
11. Faccio, M. (2006). Politically-Connected Firms. *American Economic Review*, 96 (1), 369-386.
12. Faccio, M. (2010). Differences between Politically-Connected and Non-Connected Firms: A Cross Country Analysis. *Financial Management*, 39 (3), 905-928.
13. Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 16, 301-325.
14. Fan, J. and Wong, T. J. (2015). Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets?: Evidence from East Asia", *Journal of Accounting Research*, 43 (1), 35-72.
15. Fan, J.P.H., T.J. Wong, and T. Zhang. (2007). Politically-Connected Ceos, Corporate Governance, And Post-IPO Performance of China's Newly Partially-Privatized Firms. *Journal of Financial Economics*, 84 (2), 330-357.
16. Hart, O. (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford University Press, New York, NY.
17. Healy, P.M. and Palepu, K.G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *J. Account. Econ.* 31 (1-3), 405-440.
18. Jabbari, H., Hajiha, Z. and Hassanpour, R. (2013). Investigation of the Effect of Agency Costs on Firm Performance of Listed Firms. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 2 (3), 771-776.

19. Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3 (4), 305–360.
20. Johnson, S., T. Mitton. (2003). Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics*, 67 (2), 351-382.
21. La Porta, R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer, A. And Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), Pp 3–27.
22. Leuz, C., F. Oberholzer-Gee. (2003). Corporate Transparency and Political Connections. Mimeo. Wharton School, Philadelphia, PA.
23. Luo, J-h., Li, X. and Chen, H. (2018). Annual report readability and corporate agency costs. *China Journal of Accounting Research*, <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2018.04.001>.
24. Parrino, R., Sias, R.W. and Starks, L.T. (2003). Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover. *J. Financ. Econ.* 68 (1), 3–46.
25. Rennekamp, K. (2012). Processing fluency and investors' reactions to disclosure readability. *J. Account. Res.* 50 (5), 1319–1354.
26. Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *J. Finance* 52 (2), 737–783.
27. Spence, M. and R. Zeckhauser. (1971). Insurance, Information and Individual Action. *American Economic Review*, May, 380-91.
28. Wang, G.Y. (2016). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal of Service Science and Management*, 3 (4), 408-418.

