

## تأثیر سازوکارهای نظارتی و کنترلی بیرونی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

داریوش دموری<sup>۱</sup>، مینو ایزدی<sup>۲\*</sup>

۱- استادیار دانشگاه یزد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، یزد، ایران

d.damoori@yazd.ac.ir

۲- کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی - مالی، دانشگاه یزد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، یزد، ایران

m.ezadi67@gmil.com

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر هم‌زمان سیاست تقسیم سود، نسبت بدهی، مالکان نهادی و رقابت بازار محصول به‌عنوان سازوکارهای نظارتی و کنترلی بیرونی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی است. به‌منظور دستیابی به این هدف، ۸۵ شرکت تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ بررسی شد. به‌دلیل نوع داده‌های پژوهش، از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. مدل رگرسیونی پژوهش با روش مدل رگرسیون توپیت با آثار تصادفی برآورد شده است. نتایج بررسی هم‌زمان سازوکارهای بیرونی حاکمیت شرکتی بیانگر آن است که رقابت و نسبت بدهی، تأثیری کاهنده بر هزینه‌های نمایندگی دارند؛ اما حاصل سود تقسیمی به‌عنوان معیاری از سیاست تقسیم سود، بر هزینه‌های نمایندگی، تأثیر معناداری ندارد. همچنین مالکان نهادی بر هزینه‌های نمایندگی، تأثیر مثبت و معناداری دارند.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، مالکیت نهادی، سیاست تقسیم سود، رقابت در بازار محصول، هزینه‌های نمایندگی

## مقدمه

رشد و توسعه اقتصادی، افزایش شرکت‌های سهامی و تفکیک مدیریت از مالکیت، امروزه مسائل نمایندگی را به یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های سرمایه‌گذاران تبدیل کرده است. مسائل نمایندگی از این واقعیت سرچشمه می‌گیرد که سرمایه‌گذاران معمولاً برای اداره امور شرکت، تمایل و توانایی لازم را ندارند و یا اینکه به دلیل متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری، این کار برای آن‌ها صرفه اقتصادی ندارد؛ بنابراین، این مسئولیت را به مدیران محول می‌کنند. اگر هر دو گروه مدیران و سرمایه‌گذاران به دنبال پیشینه کردن منافع شخصی خود باشند و همچنین اعمال نظارت بر عملکرد نماینده نیز مستلزم صرف هزینه باشد، این مسئله حاوی این پیام است که نماینده ممکن است همواره در صدد تأمین منافع مالک و حداکثر کردن ثروت وی نباشد [۲].

به دنبال فرایند تفکیک مدیریت از مالکیت در شرکت‌های سهامی، نظریه نمایندگی ظهور کرده است. بر اساس این نظریه، یک نفر مسئولیت تصمیم‌گیری در خصوص توزیع منابع مالی و یا اقتصادی یا انجام خدمتی را طی قرار داد مشخصی به شخص دیگری واگذار می‌کند. با جداسدن مالکیت از مدیریت در این گونه شرکت‌ها، این امکان وجود دارد که بین مدیران و مالکان، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد و سهام‌داران نتوانند اعمال و فعالیت‌های مدیران را به‌طور مستمر مشاهده کنند. با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، به دلیل تضاد منافع بین طرفین، هزینه نمایندگی ایجاد می‌شود [۱۳]. به عبارت دیگر، هزینه نمایندگی از ناهمسویی منافع مالکان و مدیران شرکت‌ها و در نتیجه تفکیک مالکیت و کنترل ایجاد می‌شود [۳۹].

جدایی مالکیت از مدیریت و عدم تقارن اطلاعاتی و خطر اخلاقی ناشی از آن، مالکان را نگران می‌کند که مبدا مدیریت که بر دارایی‌های آن‌ها کنترل دارد، به تخصیص نامناسب منابع بپردازد. آن‌ها سعی می‌کنند برای کاستن از عدم تقارن اطلاعاتی و خطر اخلاقی که مالکان را تهدید می‌کند، با تدوین و استقرار ساختارهای مناسب حاکمیتی به کنترل رفتارهای مدیران و نظارت بر آنان بپردازند [۳۵]. بر اساس نظریه نمایندگی، اغلب پیش‌بینی می‌شود مدیران فعالیت‌هایی را انجام دهند که برای سهام‌داران پرهزینه باشد و حتی قراردادهای بین مدیران و شرکت‌ها نیز نمی‌تواند مانع از فعالیت‌های فرصت‌طلبانه مدیران شود؛ بنابراین سهام‌داران فاقد قدرت کنترل، نیازمند ساختاری برای نظارت هستند [۲].

از این رو برای تقلیل تعارضات و هزینه‌های ناشی از شکل‌گیری روابط نمایندگی، به ساختار حاکمیت شرکتی توجه می‌شود [۲۵]. حاکمیت شرکتی شامل فرایندهایی برای راهبری تلاش‌های شرکت در راستای ایجاد ارزش برای سهام‌داران است و فلسفه و سازوکاری برای حمایت از منافع گروهی و فردی تمام مدعیان و صاحبان منافع شرکت محسوب می‌شود [۳۲]. نظام حاکمیت شرکتی، یکی از سازوکارهای تخفیف مسئله نمایندگی است که به سازوکارهایی مربوط می‌شود که شرکت‌ها در چارچوب آن فعالیت می‌کنند و کنترل می‌شوند [۱۳]. یک شرکت به نوعی با ترکیبی از سازوکارهای حاکمیتی داخلی و خارجی اداره می‌شود [۲۰]. سازوکارهای داخلی حاکمیت شرکتی، برای کنترل و موازنه قدرت مدیران، سهام‌داران و مدیران اجرایی عمل می‌کنند. در حالی که سازوکارهای داخلی برای کارایی شرکت، ضروری هستند، اما برای یک حاکمیت شرکتی خوب، کافی نیستند. علاوه بر

فاکتورهای داخلی، شرکت‌ها در اقتصادهای بازاری به- صورت خارجی کنترل می‌شوند [۱۷]. در واقع سازوکارهای داخلی اهمیت زیادی دارند؛ اما برای مؤثر واقع شدن آن‌ها لازم است سازوکارهایی خارجی از آن‌ها حمایت کنند. اگرچه در زمینه حاکمیت شرکتی و هزینه‌های نمایندگی، مطالعه‌های خارجی و داخلی متعددی انجام شده است، در اغلب این پژوهش‌ها بیشتر بر نقش سازوکارهای داخلی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی تمرکز شده است. در این پژوهش برخلاف پژوهش‌های انجام گرفته سعی شده است بیشتر بر نقش سازوکارهای کنترلی و نظارتی بیرونی تأکید شود و به‌طور همزمان، تأثیر نقش سایر صاحبان منافع شرکت در کنار نقش سهام‌داران بر هزینه نمایندگی بررسی شود؛ در نتیجه در این پژوهش، تأثیر مالکیت نهادی، سیاست تقسیم سود، نسبت بدهی و رقابت بازار محصول، معیارهای حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی در نظر گرفته می‌شوند. در ابتدا ادبیات پژوهش، در ادامه روش پژوهش و در نهایت، نتایج پژوهش و پیشنهادهای کاربردی بیان شده است.

## مبانی نظری پژوهش

مسئله تفکیک مالکیت از مدیریت موجب پدیدار شدن روابط نمایندگی شده است. روابط نمایندگی طبق تعریف جنسن<sup>۱</sup> (۱۹۸۶) عبارت است از نوعی قرارداد که طبق آن مالک یا مالکین، شخص دیگری را به‌عنوان نماینده یا مدیر، مأمور اجرای عملیاتی می‌کنند و در این راستا اختیار اتخاذ برخی از تصمیمات را نیز به او تفویض می‌کنند [۱۳]. جداسازی مالکیت از مدیریت به ایجاد تضاد منافع بین مالک و نماینده (مدیر) منتهی می‌شود. مدیران همیشه در جهت

منافع سهام‌داران فعالیت نمی‌کنند و ممکن است از دارایی‌های شرکت، استفاده نامعقول کنند. بنابراین بین مالک و مدیر، تضاد منافع وجود دارد. وجود تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران ممکن است به مشکلات و مسایل نمایندگی منتهی شود که بر اساس نظریه نمایندگی، هزینه بر است. هزینه نمایندگی در نتیجه جداسازی مالکیت و کنترل، افزایش پیدا می‌کند. این تضاد منافع، مولد انگیزه لازم برای مدیریت به‌منظور بهینه کردن منافع خویش و در نتیجه انجام حرکاتی است که غالباً زیان سرمایه‌گذار را در بر دارد [۹].

جنسن و مک لینگ<sup>۲</sup> (۱۹۷۶)، این هزینه‌ها را مجموع موارد زیر می‌دانند:

۱- هزینه‌های نظارت (کنترل) مالک بر مدیر: این هزینه‌ها شامل تلاش‌هایی است، که از سوی مالکان در راستای کنترل رفتار نماینده و از طریق محدودیت در بودجه، طرح‌های پاداش، استفاده از خدمات حسابرس مستقل، برنامه‌های اختیار خرید سهام، هزینه اخراج مدیران و... انجام می‌گیرد.

۲- هزینه‌های التزام: هزینه‌های مربوط به ساختار سازمانی به گونه‌ای که بتوان رفتار نامطلوب مدیریت را محدود کرد.

۳- زیان باقی مانده: تفاوت بین عملیات واقعی مدیر و عملیات مورد انتظار وی است که به دنبال کردن منافع شخصی مربوط است [۱۳].

یکی از سازوکارهای کنترلی بیرونی مؤثر بر نظام راهبری شرکت که اهمیت فزاینده‌ای دارد، ظهور سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان مالکین سرمایه است. مالکان نهادی، توان بالقوه‌ای برای تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران به‌طور مستقیم از طریق مالکیت و به- طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود دارند [۴۳].

در ایران بخش عمده‌ای از مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در اختیار سهام‌داران نهادی است و از این رو این سهام‌داران از حق رأی بیشتری برخوردارند. از سوی دیگر از آن رو که سرمایه‌گذاری‌های آنان مبالغ قابل توجهی را به خود اختصاص داده است، این سهام‌داران به‌طور طبیعی نگرانی‌هایی نسبت به سرمایه‌گذاری‌های خود دارند و برای نظارت بر عملکرد شرکت‌ها انگیزه زیادی دارند [۸].

سه فرضیه قابل قبول می‌تواند نقش مالکان نهادی را توصیف کند: ۱- نظارت فعال؛ ۲- نظارت منفعل و ۳- هم‌دستی و تبانی با مدیران به‌منظور بهره‌برداری از سهام‌داران خرد. در فرضیه اول نظارت سرمایه‌گذاران نهادی احتمالاً به بهبود عملکرد شرکت منجر می‌شود. به این دلیل که سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان مؤسسات بزرگ و خبره، برای نظارت بر مدیریت، انگیزه و اطلاعات بیشتری دارند و این کار را با هزینه کمتری نسبت به سهام‌داران خرد انجام می‌دهند و به اندازه کافی به اعمال نفوذ برای تغییر ساختار حاکمیت و اقدامات شرکت، توانا هستند [۲۸]. فرضیه نظارت فعال، استدلال می‌کند سرمایه‌گذاران نهادی برای نظارت بر عملکرد شرکت انگیزه دارند؛ زیرا آن‌ها نسبت به سهام‌داران کوچک‌تر از بهره‌های بیشتری برخوردار خواهند شد و همچنین به علت قدرت رأی‌دهی بیشتر در صورت نیاز، امکان ترویج اقدامات اصلاحی را دارند [۵]. فرضیه نقش منفعل؛ بر اساس این استدلال است که مالکان نهادی ممکن است مانند «معامله‌گران» به‌صورت سرمایه‌گذاران کوتاه مدت اقدام کنند و به جای دخالت در امور حاکمیتی شرکت‌ها نگهداری و فروش سهام را بر اساس نیازهای ایجاد توازن در سبد سرمایه‌گذاری خود انجام دهند. در این مورد پیش‌بینی

نمی‌شود مالکان نهادی با عملکرد شرکت ارتباط داشته باشند. با توجه به فرضیه سوم برخی از سهام‌داران نهادی به‌منظور سلب مالکیت سهام‌داران خرد، با مدیریت هم‌دستی و تبانی می‌کنند. به‌عنوان مثال شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مدیران را در هزینه‌ها به‌منظور سرمایه‌گذاری بیشتر حمایت می‌کنند [۲۸].

بر اساس نظریه نمایندگی، ساختار سرمایه بهینه، نقطه‌ای است که کل هزینه‌های نمایندگی شرکت که برابر حاصل جمع هزینه‌های نمایندگی مرتبط با بدهی و هزینه‌های نمایندگی مرتبط با سهام است، به حداقل ممکن برسد [۷]. تصمیم‌های مربوط به ساختار سرمایه، نقش مؤثری در کارایی و اعتبار شرکت‌ها نزد مؤسسات تأمین سرمایه خواهد داشت. ساختار سرمایه، مهم‌ترین پارامتر مؤثر بر ارزش‌گذاری و جهت‌گیری بنگاه‌های اقتصادی در بازارهای سرمایه شناخته شده است. محیط متحول و متغیر کنونی، درجه‌بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری نیز تا حدودی به ساختار سرمایه آنان منوط کرده است و آنان را به‌منظور انتخاب منابع مؤثر برای دستیابی به هدف «حداکثرسازی ثروت سهام‌داران» به داشتن برنامه‌ریزی استراتژیک ملزم کرده است [۲۷].

طبق الگوی مبتنی بر نظریه نمایندگی، ساختار سرمایه شرکت از طریق هزینه‌های نمایندگی حاصل از تضاد منافع بین صاحبان منافع شرکت تعیین می‌شود. در چارچوب واحد اقتصادی، دو نوع تضاد منافع شناسایی می‌شود: تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران و تضاد منافع بین سهام‌داران و صاحبان بدهی شرکت. مسائل نمایندگی ناشی از تضاد منافع، عملاً در هر نوع فعالیت مشترک میان افراد دارای منافع مستقل، وجود دارد [۳۰]. در نظریه جریان نقد آزاد، فرض بر این است که بدهی، تعهدات ثابت (بهره بدهی و پرداخت اصل بدهی) را ارائه می‌کند که شرکت در آینده، آن‌ها را

سیاست تقسیم سود است [۱۵]. سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است؛ زیرا سود تقسیمی، نشان‌دهندهٔ پرداخت‌های نقدی عمدهٔ شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. مدیر باید تصمیم بگیرد چه میزان از سود شرکت، تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. به‌رغم اینکه پرداخت سود تقسیمی به‌طور مستقیم سهام‌داران را بهره‌مند می‌کند، توانایی شرکت در انباشت سود به‌منظور بهره‌گیری از فرصت‌های رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد [۱۹].

تقسیم سود از دو جنبهٔ بسیار مهم درخور بحث است. از یک طرف، عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت‌ها است و موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می‌شود و از سوی دیگر بسیاری از سهام‌داران، خواهان تقسیم سود نقدی هستند؛ از این رو سهام‌داران با هدف حداکثر کردن ثروت، همواره باید بین علاقه‌های مختلف خود و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند؛ بنابراین تصمیم‌های تقسیم سود که از سوی مدیران گرفته می‌شود، بسیار حساس و بااهمیت است [۱۰].

بسیاری از پژوهشگران به بررسی دلایل این واقعیت پرداخته‌اند که اگر مطابق نظر میلر و مودگیلیانی<sup>۱</sup> [۴۰]، سیاست تقسیم سود، ثروت سهام‌داران را تغییر نمی‌دهد، پس چرا شرکت‌ها قسمتی از سود خود را به‌عنوان سود تقسیمی به سهام‌داران پرداخت می‌کنند. این موضوع در ادبیات مالی «معمای سود نقدی» شناخته می‌شود. یکی از استدلال‌ها این است که سود نقدی،

برآورده می‌کند. این تعهدات، فرضی است در برابر تصاحب جریان نقد آزاد (اگر وجود داشته باشد)؛ بنابراین مانع از مصرف منابع مالی شرکت توسط مدیران می‌شود [۴۴]. داشتن جریان نقدی آزاد زیاد بدون برخورداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب، سبب می‌شود مدیران در استفاده از مزایا زیاده‌روی کنند و در راستای تأمین اهداف شخصی برآیند و حتی به زیردستان خود حقوق و مزایای بیش از اندازه پرداخت کنند؛ در نتیجه افزایش سطح بدهی در ساختار سرمایه، میزان جریان نقدی آزاد را کاهش و مالکیت مدیران در حقوق مالکانهٔ نهایی شرکت را افزایش می‌دهد [۳۵]. بنابراین به‌طور کلی تأمین مالی از طریق استقراض، حداقل به دو صورت زیر، یک سازوکار کاهندهٔ هزینه‌های نمایندگی است و به حل مشکل نمایندگی کمک می‌کند: ۱- به دلیل این واقعیت که ممکن است مدیران به دنبال بیشترین منافع برای اعتباردهندگان نباشند، بین مدیران و اعتباردهندگان تضاد منافع وجود دارد و این امر به ایجاد انگیزه در اعتباردهندگان برای اعمال نظارت بر مدیران منجر می‌شود؛ ۲- بر اساس نظر جنسن (۱۹۸۶)، افزایش بدهی یا کاهش جریان‌های نقد در اختیار مدیریت باعث کاهش هزینهٔ نمایندگی جریان‌های نقد آزاد می‌شود. رابطهٔ مدیران و اعتباردهندگان، با رابطهٔ آن‌ها با سهام‌داران متفاوت است؛ به این معنا که مدیران، میزان و زمان پرداخت اصل و فرع بدهی را تعهد کرده‌اند، در صورتی که آن‌ها تعهدی مبنی بر توزیع میزان معینی از سود در زمان‌های از پیش تعیین شده به سهام‌داران ندارند [۱۳].

بر اساس نظریهٔ نمایندگی، یکی از سیاست‌های مالی که در سازوکار حاکمیت شرکتی و به‌منظور کاهش هزینهٔ نمایندگی بین سهام‌داران و مدیران به کار می‌رود،

سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی آزاد در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی<sup>۱</sup> منفی یا پرداخت مزایای نقدی، سبب افزایش مشکلات نمایندگی خواهد شد. بنابراین سود نقدی، این مشکل را با کاهش جریان‌های نقدی آزاد در دسترس مدیران تعدیل می‌کند [۲۱ و ۳۴].

رقابت بازار محصول، یکی از سازوکارهای خارجی حاکمیت شرکتی در نظارت بر مدیریت و کاهش هزینه‌های نمایندگی در نظر گرفته می‌شود [۲۲].

تحلیل ساختاری بازار می‌تواند ابزاری برای تحلیل ریسک شرکت یا سهام باشد. در واقع شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار، با دو نوع بازار در ارتباط هستند. این بازارها عبارت‌اند از: بازار محصول و بازار مالی. شرکت‌ها در فعالیت تجاری خود در بازارهای محصول، جریان‌های نقدی و عایداتی دارند که همین سودهای ریسک‌دار در بازارهای مالی قیمت‌گذاری می‌شود. در این راستا هر عاملی که بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیرگذار باشد، در بازار سرمایه ریسک آن عامل قیمت‌گذاری می‌شود؛ پس بر ارزش شرکت و بازده سهام نیز تأثیرگذار است [۶].

رقابتی بودن بازار محصول بدین معنا است که شرکت‌های مختلف در تولید و فروش کالا رقابت تنگاتنگی دارند و کالاهای آن‌ها نسبت به دیگری برتری چندانی ندارند؛ چراکه اگر غیر از این باشد، بازار به سمت انحصار یا انحصار چند جانبه تمایل پیدا می‌کند [۳]. در رابطه با تأثیر رقابت بازار محصول بر هزینه نمایندگی، دیدگاه‌های متفاوتی وجود دارد. جنسن (۱۹۷۶) بیان می‌کند رقابت نمی‌تواند بر هزینه نمایندگی تأثیرگذار باشد [۳۸]؛ اما منابع وسیعی در حوزه مالی رهنمودهای نظری را در این زمینه فراهم کرده‌اند که چگونه رقابت در بازار می‌تواند به کاهش

مشکلات نمایندگی میان مدیران و سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند [۱].

مدل نمایندگی تقسیم سود بیان می‌کند پرداخت سود به نظارت بر مسائل نمایندگی بین سهام‌داران داخلی و خارجی شرکت از طریق توزیع وجه نقد طبق نظر مدیران کمک می‌کند و شرکت‌ها را وادار می‌کند با بازار سرمایه در تعامل متقابل باشند [۲۹]. روزف [۴۱] و ایستربروک [۲۸] بیان کردند سیاست تقسیم سود می‌تواند هزینه نمایندگی را از طریق اجبار مدیریت به تقارن بیشتر با بازار سهام کاهش دهد، زیرا هنگامی - که سهام جدید منتشر می‌شود، بازار سهام بر مدیران نظارت می‌کند [۱۵]. نظارت دقیق بازارهای سرمایه بر شرکت، به کم کردن رفتار فرصت‌طلبانه مدیران و درنهایت، هزینه نمایندگی کمک می‌کند؛ بنابراین سود تقسیمی به کاهش نابرابری اطلاعاتی و تضاد نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران کمک می‌کند و اگر سیستم حاکمیت شرکتی خوب عمل کند، مشکلات اطلاعاتی و نظارتی کمتری وجود خواهد داشت [۴۳]. جنسن و مک‌لینگ با شرح هزینه نمایندگی که به علت نابرابری اطلاعات میان مدیریت و سهام‌داران ایجاد می‌شود، یکی از سازوکارهای کاهش این هزینه را کاهش جریان نقد آزاد در دسترس مدیران عنوان کردند که از طریق پرداخت سود تقسیمی حاصل می‌شود [۳۷]. سیاست تقسیم سود، تضاد نمایندگی را با کاهش جریان نقدی آزاد در دسترس مدیران کاهش می‌دهد؛ زیرا مدیران حتماً به نفع سهام‌داران عمل نمی‌کنند. اگر مدیران، مقدار سود تقسیمی را افزایش دهند، مقدار جریان نقد آزاد کاهش می‌یابد؛ بنابراین، مشکل جریان نقد آزاد، کاهش می‌یابد. همچنین پرداخت سود سهام، به کنترل مشکل نمایندگی کمک می‌کند. انگیزه مدیران برای مصرف منافع خصوصی با

سیاست‌های سود سهام و بدهی را به‌عنوان یک سازوکار حاکمیت شرکت برای کاهش تعارض نمایندگی بین سهام‌داران اقلیت و اکثریت بررسی کرد. نتایج نشان می‌دهد سیاست تقسیم سود می‌تواند به‌عنوان سازوکار حاکمیت شرکتی برای کاهش تعارض نمایندگی میان سهام‌داران اکثریت و اقلیت هم در ساختار مالکیت با تمرکز زیاد و هم تمرکز پایین استفاده شود، ولی سیاست بدهی نتیجه عکس داده است [۱۵]. مک‌نایت و ویر (۲۰۰۹) تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکت و ساختار مالکیت بر هزینه‌های نمایندگی را بررسی کردند. نتایج نشان داد افزایش مالکیت مدیران باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. تأثیر نسبت بدهی، نسبت به روش اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی حساس است؛ با اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی به‌صورت نسبت گردش دارایی‌ها بین نسبت بدهی و هزینه‌های نمایندگی ارتباط معنادار و منفی وجود دارد ولی در صورت استفاده از تعامل بین جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های رشد به‌عنوان هزینه‌های نمایندگی، رابطه معناداری وجود ندارد [۳۹]. بگز و بیتگنیز (۲۰۰۷) با استفاده از تجزیه و تحلیل نظری و تجربی نشان دادند رقابت بر تلاش‌های مدیریت، فشاری مستقیم دارد. نتایج، گواه رابطه منفی و معنی‌دار بین میزان هزینه‌های نمایندگی و رقابتی بودن بازار بود [۱۸]. لونتیس و همکاران (۲۰۱۱) به این نتیجه دست یافتند که بین رقابت بازار محصول و هزینه حسابرسی که معیاری از هزینه نمایندگی است، رابطه معکوس وجود دارد [۳۸]. چن و همکاران (۲۰۱۴) ارتباط بین کنترل حاکمیت و عملکرد را بررسی قرار کردند و به این نتیجه دست یافتند که هرگاه سطح بالایی از کنترل وجود داشته باشد، درحالی که رقابت یا حاکمیت داخلی ضعیف باشد، کنترل مالکیت بر

مشکلات نمایندگی یا گاهی اوقات به تشدید مشکلات نمایندگی منجر شود [۳۱]. مدل‌های نظری اذعان می‌کنند رقابت در بازار محصول، نیروی قدرتمندی برای فایق آمدی بر مسایل نمایندگی بین سهام‌داران و مدیران است. رقابت بازار محصول، مدیریت را به بهبود عملکرد مالی و گرفتن بهترین تصمیم درمورد آینده مجبور می‌کند، چرا که شکست در این امور، نتایجی چون ورشکستگی و از دست دادن شغل را برای مدیران در بر دارد. آلن و گاله<sup>۱</sup> [۱۴] مدلی را فرموله کردند که در آن نشان داده شد رقابت در بازار محصول، نقش ادغام را بازی می‌کند و بازار را به خارج کردن شرکت‌هایی با مدیریت ضعیف وادار می‌کند. رقابت به آشکار شدن بهترین تیم‌های مدیریتی کمک می‌کند و مدیریت را به نظم در می‌آورد. آن‌ها فرض می‌کنند شرکت‌های موفق، توانایی کنترل سهم بزرگی از بازار محصول را دارند و این مسئله رقابت را برای شرکت‌های زیان‌ده مشکل می‌کند. اگر مدیریت به‌طور کوشا کار نکند، این شرکت‌ها سهم بازار را از دست می‌دهند و مدیران عاقبت امنیت شغلی نخواهند داشت؛ بنابراین ترس از ورشکستگی مدیران را مجبور می‌کند بیشترین تلاش خود را برای شرکت به کار گیرند [۲۳].

### پیشینه پژوهش

آنگک و همکاران (۲۰۰۰) به بررسی رابطه هزینه‌های نمایندگی و ساختار مالکیت پرداختند. نتایج نشان داد هزینه‌های نمایندگی، رابطه معکوسی با نسبت مالکیت مدیران دارد و در صورت استفاده از نسبت گردش دارایی‌ها بین هزینه نمایندگی و تعداد سهام‌داران عمده، رابطه مستقیم و بین نسبت بدهی و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد [۱۶]. آلوی (۲۰۰۹)

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱: مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی تأثیر دارد.

فرضیه ۲: نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی تأثیر دارد.  
فرضیه ۳: سیاست تقسیم سود بر هزینه نمایندگی تأثیر دارد.

فرضیه ۴: رقابت بازار محصول بر هزینه نمایندگی تأثیر دارد.

### روش پژوهش

پژوهش حاضر، پژوهشی کاربردی است که از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی و همبستگی است. اطلاعات مورد نیاز برای نگارش پژوهش از طریق چند روش مختلف گردآوری شده است. اطلاعات مربوط به ادبیات و پیشینه پژوهش از کتب و مقالات مرتبط با موضوع پژوهش و اطلاعات آماری مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها با استفاده از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که از سایت بورس اوراق بهادار تهران در دسترس است و همچنین نرم‌افزارهای تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده است. اطلاعات مالی گردآوری شده برای آماده‌سازی و محاسبه متغیر-های پژوهش در نرم‌افزار صفحه گسترده اکسل ثبت و در نهایت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش و تحلیل‌های مربوط، از نرم افزار Stata نسخه ۱۱ استفاده شده است؛ همچنین برای توصیف آماری متغیرها نیز از نرم‌افزار SPSS نسخه ۲۰ استفاده شده است.

نمونه این پژوهش، شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که قبل از سال ۱۳۸۵ پذیرفته شده‌اند و سهام آن‌ها از ابتدای سال ۱۳۸۵، در بورس معامله شده است؛ همچنین به منظور

عملکرد شرکت تأثیر منفی دارد؛ اما هنگامی که رقابت و مالکیت داخلی قوی باشد، این اثر منفی از بین می‌رود؛ علاوه بر این رقابت خارجی نسبت به حاکمیت داخلی، در کاهش اثر منفی کنترل مالکیت بر عملکرد شرکت تأثیر بیشتری دارد [۲۲]. چو و وو (۲۰۱۴) نقش حسابرسی را در تضاد نمایندگی و حاکمیت شرکتی بررسی کردند. نتایج نشان داد شاخص‌های داخلی و خارجی حاکمیت شرکتی فقط می‌توانند تصمیمات انتخابی حسابرس را در گروه‌های متوسط و کم هزینه نمایندگی توضیح دهند؛ همچنین ممکن است هنگامی که هزینه نمایندگی در حد متوسط باشد، رابطه‌ای متممی بین سازوکارهای حاکمیت داخلی و خارجی (مانند حسابرسان) وجود داشته باشد [۲۴].

نوروش و همکاران (۱۳۸۸)، به بررسی رابطه بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی پرداختند. یافته‌ها نشان‌دهنده رابطه منفی و معناداری بین درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با هزینه‌های نمایندگی است. از طرفی نتایج با فرض وجود ارتباط بین نسبت بدهی شرکت‌ها با هزینه نمایندگی مطابقت ندارد [۱۲]. ولی پور و خرم (۱۳۹۱) تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکت را در کاهش هزینه نمایندگی بررسی کردند. نتایج به دست آمده، نشان می‌دهد بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت سهام مدیران، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره، نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل بدهی و هزینه‌های نمایندگی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. نتایج با فرض وجود ارتباط بین نسبت بدهی شرکت‌ها با هزینه‌های نمایندگی مطابقت ندارد [۱۳].



شرکت‌ها است. برای سنجش هزینه نمایندگی، از فرمول محاسباتی زیر استفاده شده است:

$$\text{Agency Cost}_{it} = \text{FCF}_{it} * Q_{it}$$

به منظور محاسبه جریان‌های نقدی آزاد، از الگوی لن و پولسن (۱۹۸۹) استفاده می‌شود:

$$\text{FCF}_{it} = \frac{\text{INC}_{it} - \text{TAX}_{it} - \text{IEXP}_{it} - \text{DIV}_{it}}{\text{ASSET}_{it}}$$

در معادله بالا  $\text{FCF}_{it}$  نشان‌دهنده جریان‌های نقدی آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\text{INC}_{it}$  نشان‌دهنده سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\text{TAX}_{it}$  نشان‌دهنده مالیات بر درآمد شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\text{IEXP}_{it}$  نشان‌دهنده هزینه بهره مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\text{DIV}_{it}$  نشان‌دهنده سود پرداختی به سهام‌داران شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\text{ASSET}_{it}$  نشان‌دهنده جمع مبلغ دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

به منظور محاسبه فرصت رشد از معیار کیوتوین استفاده می‌شود. توین<sup>۱</sup> (۱۹۶۹) به منظور ارزیابی سودآوری پروژه‌های سرمایه‌گذاری از نسبت زیر استفاده کرد [۱۱].

$$Q_{it} = \frac{\text{VOCSILOY}_{it} + \text{EMVOPSILOY}_{it} + \text{BVLTLILOY}_{it} + \text{BVCLILOY}_{it}}{\text{BVTALLOY}_{it}}$$

در معادله بالا  $Q_{it}$  نشان‌دهنده شاخص کیوتوین شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\text{VOCSILOY}_{it}$  نشان‌دهنده ارزش بازار سهام عادی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ،  $\text{EMVOPSILOY}_{it}$  نشان‌دهنده برآورد ارزش سهام ممتاز شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ،  $\text{BVLTLILOY}_{it}$  نشان‌دهنده ارزش بدهی‌های بلندمدت شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ،  $\text{BVCLILOY}_{it}$  نشان‌دهنده ارزش دفتری بدهی‌های جاری شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ،  $\text{BVTALLOY}_{it}$

امکان مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه بوده است که در فاصله سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ تغییر سال مالی نداده‌اند و صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آن‌ها در دسترس بوده است. از طرفی به دلیل اینکه شرکت‌هایی که بورس اوراق بهادار، آن‌ها را در یک صنعت دسته‌بندی کرده است، الزاماً فعالیت‌های مشابهی ندارند، برای اندازه‌گیری رقابت در ساختار بازار به - جای صنعت، از طبقاتی از صنعت استفاده می‌شود که شرکت‌های موجود در آن‌ها از لحاظ فعالیت و تولیدات، همگن تر باشند. این طبقه‌بندی با استفاده از سایت مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران انجام شده است. پس از حذف شرکت‌های فاقد شرایط ذکر شده، هر طبقه از صنعت باید حداقل شامل سه شرکت باشد. با اعمال شرایط مذکور، تعداد اعضای نمونه این پژوهش شامل ۸۵ شرکت تولیدی در طی سال‌های ۹۱-۸۶ است.

### متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، متغیر وابسته، هزینه نمایندگی است که برای سنجش آن از شاخص تعامل بین فرصت رشد و جریان نقد آزاد استفاده شده است. جنسن (۱۹۸۶) بیان می‌کند هزینه‌های نمایندگی زمانی زیاد هستند که جریان نقدی آزاد زیاد با فرصت‌های رشد کم ترکیب شود. نگهداری جریان وجه نقد، توانایی بازار سرمایه را برای نظارت بر تصمیمات مدیریت کاهش می‌دهد؛ در نتیجه جریان‌های نقدی آزاد زیاد، صلاحیت مدیریت بزرگ‌تر و هزینه‌های نمایندگی بیشتری را پیشنهاد می‌دهد [۳۹]. بنابراین زیاد بودن مقدار این شاخص تعاملی، نشان‌دهنده هزینه نمایندگی بیشتر در

بدهی شرکت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

در این پژوهش، مطابق با پژوهش هنری (۲۰۱۰) از شاخص حاصل سود نقدی به عنوان معیاری از سیاست تقسیم استفاده می‌شود؛ زیرا به توزیع سود در کنار قیمت سهام، توجه می‌کند؛ از این رو، امکان مقایسه منطقی تری از سیاست توزیع سود میان شرکت‌ها را با در نظر گرفتن موقعیت بازار و سهام آن‌ها فراهم می‌کند. انتظار می‌رود سود تقسیمی بیشتر (حاصل سود نقدی بیشتر) هزینه نمایندگی شرکت را کاهش دهد. حاصل سود تقسیمی از نسبت سود تقسیمی هر سهم در سال  $t$  بر قیمت پایانی سهم در سال  $t$  محاسبه می‌شود. در این پژوهش به منظور اندازه‌گیری متغیر رقابت بازار محصول از شاخص لرنر تعدیل شده، استفاده شده است. بدین منظور ابتدا شاخص لرنر برای تمامی شرکت‌ها مطابق با فرمول زیر محاسبه شده است:

$$LI = \frac{SALE - COGS - SG \& A}{SALE}$$

در این معادله  $SALE_{it}$  نشان‌دهنده فروش شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $COGS_{it}$  نشان‌دهنده بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $SG \& A$  نشان‌دهنده هزینه‌های عمومی، اداری و فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  است. این شاخص به صورت مستقیم، نشان‌دهنده ویژگی قدرت بازار، یعنی توانایی شرکت برای منظور کردن قیمتی بیشتر از هزینه نهایی است، بنابراین معیار معکوسی از رقابت بازار محصول است. اگرچه شاخص لرنر برای تعیین قدرت بازار محصول شرکت استفاده شده است، اما این معیار، عوامل مختص شرکت نظیر تأثیر قدرت قیمت گذاری بازار محصول را از عوامل سطح تفکیک نمی‌کند. از این رو، از نسخه تعدیل شده

نشان‌دهنده ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  است.

وضعیت رشد شرکت بر اساس میانه صنعت سالانه شرکت که بر اساس مقدار کیوتوین محاسبه شده است، مشخص می‌شود. شرکت‌هایی با مقدار نسبت کیوتوین سالانه بیشتر از میانه نسبت کیوتوین صنعت در آن سال، به عنوان شرکت‌های رشد بالا و شرکت‌های با مقدار کیوتوین سالانه کمتر از میانه، به عنوان شرکت‌های با رشد کم طبقه‌بندی می‌شوند و سپس متغیر ساختگی صفر برای شرکت‌های با رشد بالا و متغیر ساختگی یک برای رشد کم کد گذاری می‌شود [۳۳]. به این دلیل که شرکت‌هایی که بورس اوراق بهادار تهران، آن‌ها را در یک صنعت دسته‌بندی کرده است، الزاماً از نظر فعالیت همگن نیستند، در این پژوهش، زیرصنعت‌ها به دلیل همگن تر بودن فعالیت شرکت‌ها، به جای صنعت‌ها ملاک سنجش قرار گرفته‌اند؛ بنابراین طبقه‌بندی شرکت‌ها بر اساس میانه نسبت کیوتوین در زیرصنعت‌ها انجام شده است.

در این پژوهش، مالکیت نهادی مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشر شده شرکت [۴۲] در نظر گرفته شده است.

یکی از معیارهای مهم در اندازه‌گیری ساختار سرمایه، نسبت بدهی است. نسبت بدهی به صورت نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها تعریف شده است. این معیار، سهم بدهی‌ها را در کل دارایی‌های یک شرکت اندازه می‌گیرد و به طور گسترده در مطالعات ساختار سرمایه استفاده می‌شود [۳۶]. ساختار سرمایه در این پژوهش نیز از نسبت کل

هستند. دیدگاه‌های متفاوتی برای تعیین اندازه شرکت وجود دارد. در این پژوهش، اندازه شرکت بر اساس کل فروش خالص محاسبه شده‌اند.  
 $\text{Size}_{it} = \log(\text{فروش کل}) = \text{اندازه شرکت}$

### یافته‌های پژوهش

برای ارائه یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده با استفاده از نرم‌افزار آماری SPSS20 در جدول شماره ۱ برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل تعداد مشاهدات، میانگین، انحراف معیار، حداقل و حداکثر چولگی و کشیدگی مشاهدات ارائه شده است. مهم‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. انحراف معیار، چولگی و کشیدگی به عنوان پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان انحراف داده‌ها نسبت به مرکز ثقل خود است. در جدول ۱، تمام متغیرهای پژوهش این مفاهیم آماری بیان شده‌اند.

شاخص لرنر استفاده شده است. نحوه محاسبه شاخص لرنر تعدیل شده به شرح زیر است:

$$LI_{IA} = LI_i - \sum_{i=1}^N \omega_i LI_i$$

در این معادله  $LI_{IA}$  نشان‌دهنده شاخص لرنر تعدیل‌شده بر مبنای صنعت،  $LI_i$  نشان‌دهنده شاخص لرنر شرکت  $i$ ،  $\omega_i$  نشان‌دهنده نسبت فروش شرکت  $i$  به کل فروش صنعت و  $N$  تعداد شرکت در هر صنعت است [۳۹].

اندازه شرکت، متغیر کنترلی این پژوهش در نظر گرفته شده است. اندازه شرکت از طریق تعیین میزان فعالیت شرکت مشخص می‌شود و عموماً شرکت‌ها از لحاظ اندازه به سه دسته شرکت‌های بزرگ، شرکت‌های متوسط و شرکت‌های کوچک تقسیم می‌شوند. دوکاس و همکاران [۲۶] نشان دادند شرکت‌های بزرگ‌تر با توجه به پیچیده بودن آن‌ها و مشکلات بیشتری که مالکان آن‌ها در به دست آوردن اطلاعات شرکت دارند، احتمالاً دارای هزینه نمایندگی بیشتری

جدول (۱) نتایج آمار توصیفی

| آماره متغیر         | سال/شماره | حداکثر  | حداقل   | میانگین | انحراف معیار | کشیدگی | چولگی  |
|---------------------|-----------|---------|---------|---------|--------------|--------|--------|
| مالکیت نهادی        | ۵۱۰       | ۰/۹۹    | ۰/۰۰۰۰  | ۰/۳۸۸۷  | ۰/۳۳۲۱       | -۱/۲۹۳ | ۰/۴۰۶  |
| کیو توین            | ۵۱۰       | ۱/۴۸۳۴  | ۰/۰۲۹۵  | ۰/۶۰۴۲  | ۰/۲۱۵۱       | ۰/۴۳۱  | ۰/۰۰۳  |
| جریان نقدی آزاد     | ۵۱۰       | ۰/۸۹۱۲  | -۰/۳۶۰۵ | ۰/۰۶۰۸  | ۰/۱۰۹۸       | ۱۰/۷۵۰ | ۱/۲۶۲  |
| نسبت بدهی           | ۵۱۰       | ۱/۹۱۸۳  | ۰/۰۲۹۴  | ۰/۶۱۰۱  | ۰/۲۲۳۸       | ۲/۷۲   | ۰/۵۰۳  |
| شاخص لرنر تعدیل شده | ۵۱۰       | ۰/۸۱۵۲  | -۱/۳۰۷۵ | -۰/۰۴۵۲ | ۰/۲۱۳۸       | ۵/۹۸۱  | -۱/۰۴۵ |
| حاصل سود تقسیمی     | ۵۱۰       | ۰/۸۶۹۹  | ۰/۰۰۰۰  | ۰/۱۲۹۷  | ۰/۱۱۵۴       | ۷/۵۲۱  | ۱/۹۵۲  |
| سایز                | ۵۱۰       | ۱۸/۶۰۳۱ | ۱۰/۰۳۱۲ | ۱۳/۶۶۶  | ۱/۵۴۵۹       | ۱/۱۲۷  | ۰/۸۵۱  |

در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل توییت استفاده شده است. متغیر وابسته در این پژوهش، هزینه نمایندگی است که از طریق شاخص تعامل بین فرصت رشد و جریان نقدی آزاد عملیاتی شده است. برای سنجش متغیر فرصت رشد از معیار کیوتوبین استفاده می‌شود که با توجه به میانه زیرصنعت، به طور مجازی اعداد صفر و یک را قبول می‌کند؛ از آن رو که تعداد زیادی از مشاهدات، صفر هستند؛ بنابراین نمی‌توان از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) برای تخمین مدل استفاده کرد، زیرا تخمین‌های تورش داری از به دست می‌آید؛ بنابراین برای تخمین این مدل، همچون پژوهش هنری (۲۰۱۰) و مک‌نایت و ویر (۲۰۰۹) از رگرسیون توییت استفاده شده است. این روش رگرسیون برای داده‌هایی به کار می‌رود که دارای بخش گسسته و پیوسته‌اند. به دلیل کم بودن فراوانی مقادیر منفی این متغیر، توزیع داری چولگی است و نمی‌توان برای تحلیل آن از روش OLS استفاده کرد، زیرا برآورد آن دارای اریب خواهد بود و استفاده از آن می‌تواند به توصیه‌های نادرستی در مورد متغیر وابسته منجر شود. بنابراین برآوردهای به دست آمده از مدل توییت از ثبات بیشتر و اریب کمتر در مقایسه با روش OLS دارد (زیرا پیش‌بینی مقادیر زیر صفر و اریب جانبی را ندارد) رگرسیون توییت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

$$Q_{tobin_{it}} * FCF_{it} = y_0 + y_1 Instow_{it} + y_2 Liat_{it} + y_3 Lev_{it} + y_4 Divyieyld_{it} + y_5 Size_{it} + \epsilon_{it}$$

در معادله بالا  $Instow_{it}$  نشان‌دهنده درصد سهام مالکان نهادی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $Liat_{it}$  نشان‌دهنده شاخص لرنر تعدیل شده شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $Lev_{it}$  نشان‌دهنده نسبت بدهی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $Divyieyld_{it}$  نشان‌دهنده سود تقسیمی شرکت  $i$

در سال  $t$ ،  $Size_{it}$  نشان‌دهنده اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $Q_{tobin_{it}} * FCF_{it}$  کیوتوبین (فرصت‌های رشد) و جریان نقدی آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$  است. پیش از برآورد مدل‌های مورد استفاده در پژوهش، لازم است مانایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین، آزموده شود؛ زیرا نامانایی متغیرها چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه در مورد داده‌های تابلویی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. در این پژوهش به منظور بررسی آزمون ریشه واحد مشترک از آزمون لوین، لین و چو و به منظور بررسی آزمون ریشه واحد مقطعی از آزمون فیلیپس پرون استفاده شده است. برای تمامی متغیرها بر اساس روش مورد استفاده با توجه به مقدار آماره  $LLC$  و  $PP$ ، و سطح احتمال به دست آمده است، به این دلیل که میزان  $prob$  محاسبه شده کمتر از  $0/05$  است ( $prob = 0/000$ )، فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد رد شد و بر این اساس متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش مانا هستند. ابتدا به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی باید از آزمون  $F$  لیمر استفاده شود. با توجه به نتایج به دست آمده، به این علت که میزان  $prob$  محاسبه شده کمتر از  $0/05$  است ( $prob = 0/000$ )، بنابراین فرض صفر این آزمون مبنی بر پولینگ بودن مدل، رد و پانل بودن مدل تأیید می‌شود. با توجه به اینکه مدل توییت فقط به روش اثرهای تصادفی قابل برآورد است، به آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی نیاز ندارد؛ بنابراین نوع داده‌ها از نوع پانل با فرض آثار تصادفی است [۴].

نتایج حاصل از تخمین مدل با استفاده از نرم‌افزار استاتا در جدول ۲ ارائه شده است. پیش از آزمون فرضیه‌ها و بررسی مدل لازم است نکویی مدل برازش شده ارزیابی شود.

در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل توییت استفاده شده است. متغیر وابسته در این پژوهش، هزینه نمایندگی است که از طریق شاخص تعامل بین فرصت رشد و جریان نقدی آزاد عملیاتی شده است. برای سنجش متغیر فرصت رشد از معیار کیوتوبین استفاده می‌شود که با توجه به میانه زیرصنعت، به طور مجازی اعداد صفر و یک را قبول می‌کند؛ از آن رو که تعداد زیادی از مشاهدات، صفر هستند؛ بنابراین نمی‌توان از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) برای تخمین مدل استفاده کرد، زیرا تخمین‌های تورش داری از به دست می‌آید؛ بنابراین برای تخمین این مدل، همچون پژوهش هنری (۲۰۱۰) و مک‌نایت و ویر (۲۰۰۹) از رگرسیون توییت استفاده شده است. این روش رگرسیون برای داده‌هایی به کار می‌رود که دارای بخش گسسته و پیوسته‌اند. به دلیل کم بودن فراوانی مقادیر منفی این متغیر، توزیع داری چولگی است و نمی‌توان برای تحلیل آن از روش OLS استفاده کرد، زیرا برآورد آن دارای اریب خواهد بود و استفاده از آن می‌تواند به توصیه‌های نادرستی در مورد متغیر وابسته منجر شود. بنابراین برآوردهای به دست آمده از مدل توییت از ثبات بیشتر و اریب کمتر در مقایسه با روش OLS دارد (زیرا پیش‌بینی مقادیر زیر صفر و اریب جانبی را ندارد) رگرسیون توییت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

$$Q_{tobin_{it}} * FCF_{it} = y_0 + y_1 Instow_{it} + y_2 Liat_{it} + y_3 Lev_{it} + y_4 Divyieyld_{it} + y_5 Size_{it} + \epsilon_{it}$$

در معادله بالا  $Instow_{it}$  نشان‌دهنده درصد سهام مالکان نهادی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $Liat_{it}$  نشان‌دهنده شاخص لرنر تعدیل شده شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $Lev_{it}$  نشان‌دهنده نسبت بدهی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $Divyieyld_{it}$  نشان‌دهنده سود تقسیمی شرکت  $i$

## جدول (۲) نتایج تخمین مدل به روش رگرسیون توییت با استفاده از روش داده‌های تابلویی توییت با آثار تصادفی

| $Qtobin_{it} * FCF_{it} = y_0 + y_1 Instow_{it} + y_2 Liat_{it} + y_3 Lev_{it} + y_4 Divyieyld_{it} + y_5 Size_{it} + \epsilon_{it}$ |             |                             |                 |              |
|--|-------------|-----------------------------|-----------------|--------------|
| متغیر  | ضریب (Coef) | انحراف استاندارد (Std.E.rr) | آماره آزمون (Z) | سطح معناداری |
| مالکیت نهادی   | -۰/۰۰۲۰     | ۰/۰۶۲۲                      | -۰/۰۳           | ۰/۹۷۴        |
| شاخص لرنر تعدیل شده  | -۰/۲۷۲۱     | ۰/۰۹۶۰                      | -۲/۸۳           | ۰/۰۰۵*       |
| نسبت بدهی  | ۰/۲۸۷۸      | ۰/۰۹۸۶                      | ۲/۹۲            | ۰/۰۰۴*       |
| حاصل سود تقسیمی  | -۰/۰۴۱۴     | ۰/۱۸۲۶                      | -۰/۲۳           | ۰/۸۲۰        |
| سایز   | ۰/۰۶۴۹      | ۰/۰۱۳۰                      | ۴/۹۶            | ۰/۰۰۰*       |
| Cons   | -۰/۲۳۴۲     | ۰/۱۶۸۴                      | -۱/۳۹           | ۰/۱۶۴        |
| R-sq= ۰/۳۵   |             | Chi2= ۵۴/۰۳                 |                 | Prob= ۰/۰۰۰  |

شرکت‌ها بیشتر باشد، هزینه‌های نمایندگی افزایش می‌یابد. این نتیجه مطابق با پژوهش مک نایت و ویر (۲۰۰۹) است. آن‌ها به این نتیجه دست یافتند که مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی تأثیر فزاینده داشته است و نتوانسته است مشکلات نمایندگی را تقلیل دهد؛ در حالی که نورو و همکاران (۱۳۸۸)، به این نتیجه دست یافتند که افزایش درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد.

فرضیه دوم پژوهش این است که نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد) تأثیر معناداری دارد. باتوجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره ۲، در سطح اطمینان ۹۵ درصد باتوجه به احتمال برآورد شده نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی تأثیر دارد که این تأثیر به صورت منفی است؛ بنابراین هرچه میزان بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها بیشتر باشد، تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد (هزینه نمایندگی جریان نقدی آزاد) کاهش می‌یابد. در نتیجه، نسبت بدهی، تأثیری کاهشنده بر هزینه نمایندگی جریان نقدی آزاد دارد. نتیجه حاصل با نتایج حاصل از پژوهش دو کاس و همکاران (۲۰۰۵) و

باتوجه به نتایج منعکس شده در جدول ۲ به دلیل صفر بودن احتمال آزمون والد، می‌توان به معنی‌داری کلی رگرسیون پی برد. در مدل رگرسیون توییت،  $R^2$  پایایی و اعتبار لازم را ندارد و به جای آن از آماره لگاریتم درست‌نمایی<sup>۱</sup> برای معیار نکویی برازش استفاده می‌شود که باتوجه به مقدار آن که برابر با ۲۵/۴۰۹ است، مناسب بودن مدل تأیید می‌شود؛ بنابراین باتوجه به معنی‌دار بودن مدل رگرسیونی نتیجه آزمون فرضیه‌ها به شرح زیر بیان می‌شود:

فرضیه اول پژوهش این است که مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی (تعامل بین فرصت رشد و جریان نقدی آزاد) تأثیر معناداری دارد. نتایج به دست آمده از جدول شماره ۲ در مورد آزمون این فرضیه نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد، سرمایه‌گذاران نهادی بر تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد، باتوجه به احتمال برآورد شده ( $۰/۰۱۵ < ۰/۰۵$ ) تأثیر معناداری دارد. باتوجه به اینکه مقدار آماره برآورد شده، برابر با ۲/۴۴ است، این تأثیرگذاری به صورت مستقیم است. در نتیجه هرچه میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در

1. Log likelihood

مک‌نایت و ویر (۲۰۰۹) و نوروش و همکاران (۱۳۸۸) مغایر است. آن‌ها در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که در صورت استفاده از تعامل فرصت رشد و جریان نقدی آزاد، بین نسبت بدهی و هزینه نمایندگی، رابطه معناداری وجود ندارد.

فرضیه سوم پژوهش این است که حاصل سود تقسیمی بر هزینه نمایندگی (تعامل بین فرصت رشد و جریان نقدی آزاد)، تأثیر معناداری دارد. نتایج به دست آمده از جدول شماره ۲ در مورد آزمون این فرضیه نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد، حاصل سود تقسیمی به عنوان معیاری از سیاست تقسیم سود، بر تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد تأثیر ندارد؛ زیرا احتمال برآورد شده برابر با ۰/۲۲۹ است؛ بنابراین فرضیه مذکور رد می‌شود. در نتیجه سیاست تقسیم سود بر هزینه نمایندگی تأثیر گذار نیست. نتایج این پژوهش مغایر با نظر جنسن (۱۹۸۶) و آلوی (۲۰۰۹) است. به اعتقاد آن‌ها تقسیم سود با کاهش جریان نقد آزاد در دسترس مدیران، به کاهش هزینه نمایندگی منجر می‌شود. همچنین هنری (۲۰۱۰) به این نتیجه رسید که سیاست تقسیم سود بر هزینه نمایندگی تأثیر دارد.

فرضیه چهارم پژوهش این است که شاخص لرنر تعدیل شده بر هزینه نمایندگی (تعامل بین فرصت رشد و جریان نقدی آزاد) تأثیر معناداری دارد. در این پژوهش برای سنجش رقابت در بازار محصول از شاخص لرنر تعدیل شده که معیار معکوسی از رقابت است، استفاده شده است. نتایج منعکس شده در جدول شماره ۲ در مورد آزمون این فرضیه نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد، رقابت در بازار محصول بر هزینه نمایندگی تأثیر دارد، زیرا احتمال برآورد شده برابر با  $0/05 < 0/000$  است. از آن رو که معیار تعامل

فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد، شاخصی مستقیم از هزینه نمایندگی است؛ بنابراین هرچه میزان لرنر تعدیل شده، کمتر (رقابت بیشتر) باشد، تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد، کمتر (هزینه نمایندگی کمتر) است ( $Z=3,79$ )؛ بنابراین رقابت در بازار محصول، تأثیری کاهنده بر هزینه نمایندگی جریان نقدی آزاد دارد. این نتیجه همسو با یافته‌های بگن و بیتگنیز (۲۰۰۷)، لونتیس و همکاران (۲۰۱۱)، چو و همکاران (۲۰۱۱) و چن و همکاران (۲۰۱۴) است. در تحلیل متغیر کنترلی اندازه شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد، اندازه شرکت بر تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد تأثیر ندارد، زیرا مقدار احتمال برآورد شده برابر با ۰/۹۱۷ بوده و بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است، در نتیجه این فرضیه رد می‌شود. در حالی که دو کاس و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند شرکت‌های بزرگ‌تر با توجه به پیچیده بودن آن‌ها، هزینه نمایندگی بیشتری دارند.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

به این دلیل که در پژوهش‌های داخلی انجام شده در زمینه حاکمیت شرکتی به سازوکارهای نظارتی و کنترلی بیرونی کمتر توجه شده است، در این پژوهش به طور هم‌زمان، تأثیر مالکان نهادی، سیاست تقسیم سود، ساختار سرمایه و رقابت بازار محصول به عنوان سازوکارهای کنترلی بیرونی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی بررسی شد که در ادامه نتایج آزمون فرضیه‌ها به تفصیل بیان شده است. نتیجه آزمون فرضیه ۱ نشان داد مالکان نهادی بر تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد، تأثیر مثبت و معناداری دارند. در نتیجه هرچه میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌ها بیشتر باشد، هزینه‌های نمایندگی افزایش می‌-

بورس پیشنهاد می‌شود در بررسی‌های خود در زمینه مسائل نمایندگی، شرکت‌ها را در صنعت مربوط و با در نظر گرفتن وضعیت رقابتی آن‌ها بررسی کنند تا اینکه نتایج واقعی‌تری به دست آید. همچنین به شرکت‌هایی که در صنایع کمتر رقابتی فعالیت می‌کنند، توجه بیشتری داشته باشند و قوانین نظارتی بیشتری را برای شرکت‌های مزبور در نظر بگیرند. به سایر پژوهشگران پیشنهاد می‌شود، تأثیر عوامل داخلی و خارجی حاکمیت شرکتی را بر هزینه‌های نمایندگی بررسی کنند و تأثیر هر یک از عوامل را بر اساس میزان اثرگذاری در کاهش هزینه نمایندگی رتبه‌بندی کنند. همچنین پیشنهاد می‌شود تأثیر انواع مختلف بدهی (کوتاه‌مدت و بلندمدت) در ساختار سرمایه را بر هزینه‌های نمایندگی بررسی کنند و از سایر شاخص‌های سنجش رقابت به منظور بررسی تأثیر رقابت بر هزینه‌های نمایندگی استفاده کنند. در نهایت به علت نبود اطلاعات لازم برای تمامی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران، بسیاری از شرکت‌ها در این پژوهش حذف شدند. به همین دلیل پژوهش حاضر با ۸۵ شرکت تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. شرکت‌های نمونه این پژوهش دربرگیرنده همه طبقات صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران نیست؛ بنابراین به هنگام تعمیم نتایج حاصل از این پژوهش به سایر شرکت‌ها و صنایع، این مسئله باید مد نظر قرار گیرد. شرکت‌هایی که بورس اوراق بهادار تهران، آن‌ها را در یک صنعت، دسته‌بندی کرده است، لزوماً فعالیت همگن ندارند؛ به همین دلیل در این پژوهش برای سنجش متغیر رقابت بازار محصول از زیرصنعت به جای صنعت نیز استفاده شده است. بنابراین زیرصنعت‌هایی بررسی شدند که پس از احراز شرایط، حداقل دارای سه شرکت باشند. این امر به

یابد که این نتیجه با فرضیه تبانی مالکان نهادی با مدیران منطبق است؛ بنابراین به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود تأثیر مالکان نهادی را بر امور شرکت در نظر بگیرند و به منافع آن‌ها توجه کنند. نتیجه آزمون فرضیه ۲ نشان داد نسبت بدهی بر تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد، تأثیر منفی و معناداری دارد، بنابراین هرچه میزان بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها بیشتر باشد، تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد کمتر (هزینه نمایندگی جریان نقدی آزاد) کاهش می‌یابد. در نتیجه نسبت بدهی، تأثیری کاهنده بر هزینه نمایندگی جریان نقدی آزاد دارد. بنابراین نقش نظارتی بستانکاران بر مسایل نمایندگی شرکت‌ها تأیید می‌شود. در نتیجه به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌گیری‌های خود در زمینه تأمین مالی به این مسئله توجه داشته باشند و سطوح مناسبی از بدهی را در ساختار سرمایه خود اتخاذ کنند تا منافع هرچه بیشتر کلیه صاحبان منافع تأمین شود.

نتیجه آزمون فرضیه ۳ نشان داد حاصل سود تقسیمی که معیاری از سیاست تقسیم سود است، بر تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد تأثیر ندارد؛ بنابراین فرضیه فوق رد شده است.

نتیجه آزمون فرضیه ۴ نشان داد رقابت در بازار محصول بر هزینه نمایندگی تأثیر دارد. به این دلیل که معیار تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد، شاخصی مستقیم از هزینه نمایندگی است، بنابراین هرچه میزان لرنر تعدیل‌شده، کمتر (رقابت بیشتر) باشد، تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد کمتر (هزینه نمایندگی کمتر) است بنابراین فرضیه فوق تأیید می‌شود و ثابت می‌کند رقابت در بازار محصول بر هزینه‌های نمایندگی جریان نقدی آزاد، تأثیری کاهنده دارد. بنابراین به تنظیم‌کنندگان مقررات و آیین‌نامه‌های

حذف تعدادی از زیرصنعت‌ها انجامید که از محدودیت‌های این پژوهش است.

## منابع

- [۸] فروغی، داریوش؛ سعیدی، علی، و اژدر، محسن. (۱۳۸۸). تأثیر سهام‌داران نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری*، ۲: ۱۱۴-۱۲۹.
- [۹] مجتهد زاده، ویدا. (۱۳۹۰). «رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، نشریه *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، شماره ۱۰، صص ۴-۲۲.
- [۱۰] مهرانی، ساسان و تالانه، عبدالرضا. (۱۳۷۷). تقسیم سود در شرکت‌ها، *حسابدار*، شماره ۱۲۵.
- [۱۱] نمازی، محمد و زراعت‌گر، رامین. (۱۳۸۸). بررسی کاربرد نسبت Q لتوین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، دوره اول، شماره اول، صص ۲۳۲-۲۶۲.
- [۱۲] نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و وافی ثانی، جلال. (۱۳۸۸). بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات حسابداری*، شماره ۱، صص ۴-۲۷.
- [۱۳] ولی پور، هاشم و خرم، علی. (۱۳۹۰). اثربخشی سازوکار نظام راهبری شرکت به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی، *مجله حسابداری مدیریت*، سال ۴، شماره ۸، صص ۶۱-۷۵.
- [14] Allen, F., & Gale, D. (2000). Corporate governance and competition, *Corporate Governance: Teoretical and Empirical Perspectives. (Cambridge University Press, Cambridge): 23° 94*.
- [15] Alwi, S. (2009). Dividend and Debt Policy as Corporate Governance Mechanism :Indonesian Evidence, *Jurnal pengurusan*, vol 29: 111-127.
- [۱] اسدی، غلامحسین و نیک‌روش، مهدی. (۱۳۹۱). فرضیه جریان‌های نقدی آزاد، تئوری چرخه عمر و ارتباط آن‌ها با سیاست تقسیم سود. *چشم‌انداز مدیریت مالی*. ۶: ۳۵-۴۸.
- [۲] آذربایجانی، کریم؛ سروش‌یار، افسانه و یاریان کویانی، سمانه. (۱۳۹۰). جستجوی بهترین معیار عملکرد مالی. *حسابرس*. ۵۲: ۱-۷.
- [۳] خدای پور، احمد و برزایی، یونس. (۱۳۹۲). بررسی رقابت بازار محصول با ساختار هیأت مدیره و کیفیت افشا. *مجله دانش حسابداری*. ۱۴: ۵۱-۶۶.
- [۴] خلیفه سلطانی، احمد؛ اخلاقی، حسنعلی و ساعدی، رحمان. (۱۳۹۳). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه با استفاده از مدل توییت: آزمون تجربی نظریه‌های سلسله مراتبی، توازی ایستا و نمایندگی. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*. ۲(۱): ۳۷-۵۴.
- [۵] رضایی، فرزین، و مهدی دوست، محبوبه. (۱۳۹۱). تأثیر شاخصه‌های راهبری شرکتی و ساختار مالکیت بر هزینه نمایندگی. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*. ۱۴: ۸۲-۹۸.
- [۶] رضایی، فرزین؛ نصیری، ناصر و حقیق، هادی. (۱۳۸۹). سودمندی درجه تمرکز بازار در پیش‌بینی بازده سهام گروه‌های صنعتی بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مطالعات مدیریت و بهبود و تحول*. ۶۲: ۶۱-۸۹.
- [۷] کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر. (۱۳۸۷). مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه. *حسابدار*. ۱۹۸.



- [30] Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for uk firms. *International Journal of Managerial Finance*. 4 (10): 37-59.
- [31] Hart, O.D. (1983). The market mechanism as an incentive scheme, Bell. *Journal of Economics*. 14: 366° 382.
- [32] Hasan, A. & Butt, S. A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of pakistani listed companies. *International Journal of Business and Management*. 4:50-57.
- [33] Henry, D. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: a private contracting perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*. 18: 24-46.
- [34] Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economics Review*. 76: 323-339.
- [35] Jensen, M. C. and Meckling W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3: 305-360.
- [36] Karadeniz, E., Kandir, S.Y., Balcilar, M. and Onal, Y.B. (2009). determinants of capital structure: evidence from turkish lodging companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*. 21(5), pp: 594-609 .
- [37] Kumar J. (2006). Corporate governance and dividends payout in india. *Journal of Emerging Market Finance*. 5: 1-45.
- [38] Leventis,S., Weetman,P., Caramanis.,C. (2011). Agency costs and product market competition: The case of audit pricing in GreeceStergios *The British Accounting Review* pp: 43, 112° 119.
- [39] McKnight, P. J and Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large uk publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 49: 139-158.
- [40] Miller ,M., Modigliani,F., (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*: 411° 433.
- [41] Rozeff,M.S(1982). Growth,beta and agency cost as determinants of dividend payout ratio. *Journal of Financial Research* PP: 249- 259 .
- [42] Rubin A, ( 2007). Ownership level ownership concentration and liquidity. *Journal of Financial Markets*; 10(3): 219° 248
- [43] Silva Luis, Goergen Marc, Renneboog Luc (2004). Dividend Policy and Corporate Governance. *Oxford University Press*.
- [44] Tarek I. E. (2007). Determinants of corporate capital structure: evidence from an emerging economy, *International Journal of Commerce and Management*. 17: 25-43.
- [16] Ang, J., Cole, R., & Lin, J. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol.55, No. 1, pp. 81-106.
- [17] Babatunde, M. A., & Olaniran, O. (2009). The effects of internal and external mechanism on governance and performance of corporate firms in Nigeria. *Corporate Ownership & Control*. 7(12): 330-343
- [18] Baggs, J., & Bettignies, J. E. (2007). Product Market Competition and Agency Costs. *The Journal of Industrial Economics*.55(2): 289-323.
- [19] Baker, H.K., powell, G.E., & veit,T. (2002). Revisiting managerial perspectives on dividend policy. *Journal of Economics and Finance*. 26( 3). PP: 230-205.
- [20] Balasubramanian, N., & George, R. (2012). Corporate governance and the indian institutional context: emerging mechanisms and challengesIn conversation with K.V. Kamath, Chairman, Infosys and ICICI Bank. *IIMB Management Review*. 24: 215-233.
- [21] Bhang, S., & Brian, B. (2008). Corporate governance and firm performance, *Journal of Corporate Finance*. 14: 257-273.
- [22] Chen, A., Kao, L.,& Lu, Ch. (2014). Controlling ownership and firm performance in Taiwan: The role of external competition and internal governance. *Pacific-Basin Finance Journal*. 29: 219° 238.
- [23] Choua, J., Ngb,L., Sibilkov,V.,& Wang,Q. (2011). Product market competition and corporate governance. *Review of Development Finance*1:114° 130.
- [24] Cho, C. C., & Wu, C. H. (2014). Role of auditor in agency conflict and corporate governance: empirical analyses of Taiwanese firms. *Chinese Management Studies*. 8(3). 333-353.
- [25] Dey, A. (2008). Corporate Governance and Agency Conflicts. *Journal of Accounting Research*. 46(5): 1143-1181.
- [26] Doukas, J. A. McKnight, P.J., & Pantzalis, C. (2005). Security analysis,Agency costs and UK firm characteristics *International Review of Financial Analysis*.14: 493-507.
- [27] Drobetz, W and Fix, R. (2003). What are the determinants of the capital structure? Some evidence for Switzerland. working paper, *Department of Finance, University of Basel* No.4/03.
- [28] Elyasiani E., & Jingyi J. (2010). Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal of Banking & Finance*. 34: 606° 620.
- [29] Fidrmuc ,J P and Jacob, M (2010). Culture, agency costs, and dividends. *Journal of Comparative Economics*. 38: 321° 339.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی