The Effect of External Corporate Governance Mechanisms of Agency Costs on Listed Companies of the Tehran Stock Exchange

Darush Damoori[1], minoo izadi[2]
1- University of Yazd, Yazd, Iran
d.damoori@yazd.ac.ir
2- University of Yazd, Yazd, Iran
m.ezadi67@gmail.com

Abstract

The goal of this study is to investigate the simultaneous effects of dividend policy, leverage, institutional ownership, and product market competition as external supervision and control mechanisms of corporate Governance on agency cost. In order to achieve this goal, we study 85 manufacturing companies among listed firms in the Tehran Stock Exchange during 1386-1391. To test the Hypothesis, panel data and Tobit regression model method is used. The results indicated that the product market competition and debt ratio negatively affect the agency cost while institutional ownership positively affects agency cost. However, dividend yield as a measure of dividend policy has no significant impact on agency cost.

Keywords: Corporate Governance, Institutional Ownership, Dividend Policy, Capital Structure, Product Market Competition, Agency Cost.

Archive of SID

www.SID.ir

فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی
سال چهارم، شماره سوم، شماره پیاپی (۱۴) پاییز ۱۳۹۵
تاریخ دریافت: ۹۳/۹/۱۴ تاریخ پذیرش: ۹۴/۴/۹
صص: ۷۶ – ۵۹

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

داریوش دموری[۱]، مینو ایزدی[۲]*
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 پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۶–۱۳۹۱بررسی شد. به‌دلیل نوع داده‌های پژوهش، از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. مدل رگرسیونی پژوهش با روش مدل رگرسیون توبیت 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

*نویسنده مسؤول

Archive of SID
www.SID.ir

مقدمه

رشد و توسعهٔ 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 معمولا برای ادارهٔ امور شرکت، تمایل و توانایی لازم را ندارند و یا اینکه به‌دلیل متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری، این کار برای آن‌ها صرفهٔ اقتصادی ندارد؛ بنابراین، این مسئولیت را به مدیران محول می‌کنند. اگر هر دو گروه مدیران و سرمایه‌گذاران به دنبال بیشینه‌کردن منافع شخصی خود باشند و همچنیناعمال نظارت بر عملکرد نماینده نیز مستلزم صرف هزینه باشد، این مسئله حاوی این پیام است که نماینده ممکن است همواره درصدد تأمین منافع مالک و حداکثر کردن ثروت وی نباشد [۲].

به دنبال فرایند تفکیک مدیریت از مالکیت در شرکت‌های سهامی، نظریهٔ 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 جداشدن مالکیت از مدیریت در این‌گونه 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 رابطهٔ نمایندگی، به‌دلیل تضاد منافع بین طرفین، هزینهٔ نمایندگی ایجاد می‌شود [۱۳]. به عبارت دیگر، هزینهٔ نمایندگی از ناهمسویی منافع مالکان و مدیران شرکت‌ها و در نتیجهٔ 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 مبادا 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 نظریهٔ 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 فرصت‌طلبانهٔ مدیران شود؛ بنابراین سهام‌داران فاقد قدرت کنترل، نیازمند ساختاری برای نظارت هستند [۲].

ازاین‌رو 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 شرکت، یکی از سازوکارهای تخفیف مسئلهٔ 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 موازنهٔ قدرت مدیران، سهام‌داران و مدیران اجرایی عمل می‌کنند. در حالی‌که سازوکارهای داخلی برای کارایی شرکت، ضروری هستند، اما برای یک حاکمیت شرکتی خوب، کافی نیستند. علاوه بر

Archive of SID

www.SID.ir

فاکتورهای داخلی، شرکت‌ها در اقتصادهای بازاری به‌صورت 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 درزمینهٔ 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 هزینهٔ نمایندگی بررسی شود؛ درنتیجه 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 درنهایت، نتایج پژوهش و پیشنهادهای کاربردی بیان شده است.

مبانی نظری پژوهش

مسئلهٔ تفکیک مالکیت از مدیریت موجب پدیدارشدن روابط نمایندگی شده است. روابط نمایندگی طبق تعریف جنسن[1] (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، استفادهٔ 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 نظریهٔ نمایندگی، هزینه بر است. هزینهٔ نمایندگی در نتیجهٔ جداسازی مالکیت و کنترل، افزایش پیدا می‌کند. این تضاد منافع، مولد انگیزهٔ لازم برای مدیریت به‌منظور بهینه‌کردن منافع خویش و درنتیجه انجام حرکاتی است که غالباً زیان سرمایه‌گذار را در بر دارد [۹].

جنسن و مک لینگ[2] (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 ازخدمات حسابرس مستقل، برنامه‌های اختیار خرید سهام، هزینهٔ اخراج مدیران و... انجام می‌گیرد.

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

۳- زیان باقی‌مانده: 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 ازطریق مالکیت و به‌طور غیرمستقیم ازطریق مبادلهٔ سهام خود دارند [۴۳].

1. Jensen

2. Jensen & Meckling

Archive of SID

www.SID.ir

در ایـران بخـش عمـده‌ای از مالکیـت شـرکت‌هـای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در اختیار سهام‌داران نهـادی اسـت و ازایـن‌رو ایـن سـهام‌داران از حـق رأی بیشـتری برخوردارنـد. از سـوی دیگـر ازآن‌رو کـه سرمایه‌گذاری‌های آنان مبالغ قابل توجهی را بـه خـود اختصـاص داده اسـت، ایـن سـهام‌داران بـه‌طـور طبیعـی نگرانی‌هایی نسبت به سرمایه‌گذاری‌هـای خـود دارنـد و برای نظارت بر عملکرد شرکت‌ها انگیزهٔ زیـادی دارنـد [۸].

سه فرضیهٔ قابل قبول می‌تواند نقش مالکان نهـادی را توصیف کند: ۱- نظارت فعال؛ ۲- نظارت منفعـل و ۳- هم‌دسـتی و تبـانی بـا مـدیران بـه‌منظـور بهـره‌بـرداری از سهام‌داران خُرد. در فرضیهٔ اول نظـارت سـرمایه‌گـذاران نهادی احتمالا به بهبود عملکرد شرکت منجر مـی‌شـود. به این دلیل که سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان مؤسسـات بـزرگ و خبـره، بـرای نظـارت بـر مـدیریت، انگیـزه و اطلاعات بیشتری دارند و این کـار را بـا هزینـهٔ کمتـری نسبت به سـهام‌داران خـرد انجـام مـی‌دهنـد و بـه انـدازهٔ کافی بـه اعمـال نفـوذ بـرای تغییـر سـاختار حاکمیـت و اقدامات شرکت، توانا هستند [۲۸]. فرضیهٔ نظارت فعال، استدلال می‌کند سرمایه‌گذاران نهادی بـرای نظـارت بـر عملکـرد شـرکت انگیـزه دارنـد؛ زیـرا آن‌هـا نسـبت بـه سهام‌داران کوچک‌تـر از بهـره‌هـای بیشـتری برخـوردار خواهند شد و همچنین به علت قـدرت رأی‌دهـی بیشـتر در صـورت نیـاز، امکـان تـرویج اقـدامات اصـلاحی را دارند [۵]. فرضیهٔ نقش منفعل؛ بـر اسـاس ایـن اسـتدلال است که مالکان نهادی ممکن است مانند «معامله‌گـران» به‌صورت سرمایه‌گذاران کوتاه مـدت اقـدام کننـد و بـه جای دخالت در امور حاکمیتی شـرکت‌هـا نگهـداری و فروش سهام را بر اساس نیازهـای ایجـاد تـوازن در سـبد سرمایه‌گذاری خود انجام دهند. در این مورد پـیش‌بینـی نمی‌شود مالکان نهادی با عملکرد شرکت ارتباط داشـته باشند. باتوجه‌به فرضیهٔ سوم برخی از سـهام‌داران نهـادی به‌منظور سلب مالکیت سهام‌داران خرد، با مدیریت هم-دسـتی و تبـانی مـی‌کننـد. بـه‌عنـوان مثـال شـرکت‌هـای سرمایه‌گذاری، مدیران را در هزینه‌ها به‌منظـور سـرمایه-گذاری بیشتر حمایت می‌کنند [۲۸].

بر اسـاس نظریـهٔ نماینـدگی، سـاختار سـرمایهٔ بهینـه، نقطه‌ای است که کل هزینه‌های نماینـدگی شـرکت کـه برابر حاصل جمع هزینه‌های نمایندگی مرتبط با بدهی و هزینه‌های نمایندگی مرتبط بـا سـهام اسـت، بـه حـداقل ممکن برسد [۷]. تصمیم‌های مربوط به ساختار سـرمایه، نقش مؤثری در کارایی و اعتبار شرکت‌ها نزد مؤسسات تأمین سرمایه خواهد داشت. ساختار سرمایه، مهـم‌تـرین پارامتر مؤثر بر ارزش‌گذاری و جهت‌گیـری بنگـاه‌هـای اقتصادی در بازارهای سرمایه شناخته شده است. محـیط متحول و متغیر کنونی، درجه‌بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری نیز تا حـدودی بـه سـاختار سـرمایهٔ آنـان منـوط کرده است و آنان را به‌منظور انتخاب منـابع مـؤثر بـرای دستیابی به هدف «حداکثرسازی ثـروت سـهام‌داران» بـه داشتن برنامه‌ریزی استراتژیک ملزم کرده است [۲۷].

طبـق الگـوی مبتنـی بـر نظریـهٔ نماینـدگی، سـاختار سرمایهٔ شرکت از طریق هزینه‌های نمایندگی حاصـل از تضاد منافع بین صاحبان منافع شرکت تعیین می‌شـود. در چارچوب واحد اقتصادی، دو نوع تضاد منافع شناسـایی می‌شود: تضاد منافع بـین مـدیران و سـهام‌داران و تضـاد منافع بین سهام‌داران و صـاحبان بـدهی شـرکت. مسـائل نمایندگی ناشی از تضاد منافع، عملاً در هر نوع فعالیـت مشـترک میـان افـراد دارای منـافع مسـتقل، وجـود دارد [۳۰]. در نظریهٔ جریان نقد آزاد، فرض بر این اسـت کـه بـدهی، تعهـدات ثابـت (بهـرهٔ بـدهی و پرداخـت اصـل بدهی) را ارائه می‌کند کـه شـرکت در آینـده، آن‌هـا را

Archive of SID

www.SID.ir

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؛ درنتیجه 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 به‌طورکلی تأمین مالی ازطریق 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 صورتی‌که آن‌ها تعهدی مبنی بر توزیع میزان معینی از سود در زمان‌های از پیش تعیین شده به سهام‌داران ندارند [۱۳].

براساس نظریهٔ نمایندگی، یکی از سیاست‌های مالی که در سازوکار حاکمیت شرکتی و به‌منظور کاهش هزینهٔ نمایندگی بین سهام‌داران و مدیران به‌کار می‌رود، 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 سرمایه-گذاری 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؛ ازاین‌رو 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[1] [۴۰]، سیاست تقسیم سود، ثروت سهام‌داران را تغییر نمی-دهد، پس چرا شرکت‌ها قسمتی از سود خود را به-عنوان سود تقسیمی به سهام‌داران پرداخت می‌کنند. این موضوع در ادبیات مالی «معمای سود نقدی» شناخته می‌شود. یکی از استدلال‌ها این است که سود نقدی،

1. Modigliani & Miller

Archive of SID

www.SID.ir

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 ازطریق 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 هزینهٔ نمایندگی را ازطریق اجبار مدیریت به تقارن بیشتر با بازار سهام کاهش دهد، زیرا هنگامی‌که سهام جدید منتشر می‌شود، بازار سهام بر مدیران نظارت می‌کند [۱۵]. نظارت دقیق بازارهای سرمایه بر شرکت، به کم‌کردن رفتار فرصت‌طلبانهٔ مدیران و درنهایت، هزینهٔ 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 هزینهٔ نمایندگی که به علت نابرابری اطلاعات میان مدیریت وسهام‌داران 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. انگیزهٔ مدیران برای مصرف منافع خصوصی با سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی آزاد در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی[1]منفی یا پرداخت مزایای نقدی، سبب افزایش مشکلات نمایندگی خواهدشد. بنابراین سود نقدی، این مشکل را با کاهش جریان‌های نقدی آزاد در دسترس مدیران تعدیل می‌کند [۲۱و۳۴].

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].

رقابتی‌بودن 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]. دررابطه‌با تأثیر رقابت بازار محصول بر هزینهٔ نمایندگی، دیدگاه‌های متفاوتی وجود دارد. جنسن (۱۹۷۶) بیان می‌کند رقابت نمی‌تواند بر هزینهٔ نمایندگی تأثیرگذار باشد [۳۸]؛ اما منابع وسیعی در حوزهٔ مالی رهنمودهای نظری را در این زمینه فراهم کرده‌اند که چگونه رقابت در بازار می‌تواند به کاهش

1. NPV

Archive of SID

www.SID.ir

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[1] [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 می‌کنند. 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 شرکت-های 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].

پیشینهٔ پژوهش

آنگ و همکاران (۲۰۰۰) به بررسی رابطهٔ هزینه‌های نمایندگی و ساختار مالکیت پرداختند. نتایج نشان داد هزینه‌های نمایندگی، رابطهٔ معکوسی با نسبت مالکیت مدیران دارد و در صورت استفاده از نسبت گردش دارایی‌ها بین هزینهٔ نمایندگی و تعداد سهام‌داران عمده، رابطهٔ مستقیم و بین نسبت بدهی و هزینه‌های نمایندگی رابطهٔ معناداری وجود دارد[۱۶]. آلوی (۲۰۰۹) 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 نتیجهٔ 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 می-شود. 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، رابطهٔ 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 رابطهٔ منفی و معنی‌دار بین میزان هزینه‌های نمایندگی و رقابتی‌بودن بازار بود [۱۸]. لونتیس و همکاران (۲۰۱۱) به این نتیجه دست یافتند که بین رقابت بازار محصول و هزینهٔ حسابرسی که معیاری از هزینهٔ نمایندگی است، رابطهٔ 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، درحالی‌که رقابت یا حاکمیت داخلی ضعیف باشد، کنترل مالکیت بر

1. Allen & Gale

Archive of SID

www.SID.ir

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 کم‌هزینهٔ نمایندگی توضیح دهند؛ همچنین ممکن است هنگامی که هزینهٔ 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 رابطهٔ بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی پرداختند. یافته‌ها نشان‌دهندهٔ رابطهٔ منفی و معناداری بین درصد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با هزینه‌های نمایندگی است. از طرفی نتایج با فرض وجود ارتباط بین نسبت بدهی شرکت‌ها با هزینهٔ نمایندگی مطابقت ندارد [۱۲]. ولی‌پور و خرم (۱۳۹۱) تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکت را در کاهش هزینهٔ نمایندگی بررسی کردند. نتایج به‌دست آمده، نشان می‌دهد بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت سهام مدیران، درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل بدهی و هزینه‌های نمایندگی رابطهٔ منفی و معنی‌داری وجود دارد. نتایج با فرض وجود ارتباط بین نسبت بدهی شرکت‌ها با هزینه‌های نمایندگی مطابقت ندارد [۱۳].

فرضیه‌های پژوهش

فرضیهٔ۱: مالکیت نهادی بر هزینهٔ نمایندگی تأثیر دارد.

فرضیهٔ۲: نسبت بدهی بر هزینهٔ نمایندگی تأثیر دارد.

فرضیهٔ۳: سیاست تقسیم سود بر هزینهٔ نمایندگی تأثیر دارد.

فرضیهٔ۴: رقابت بازار محصول بر هزینهٔ 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 ازطریق چند روش مختلف گردآوری شده است. اطلاعات مربوط به ادبیات و پیشینهٔ پژوهش از کتب و مقالات مرتبط با موضوع پژوهش و اطلاعات آماری مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها با استفاده از صورت‌های مالی حسابرسی‌شدهٔ شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار که از سایت بورس اوراق بهادار تهران در دسترس است و همچنین نرم‌افزارهای تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین جمع آوری شده است. اطلاعات مالی گردآوری‌شده برای آماده‌سازی و محاسبهٔ متغیر-های پژوهش در نرم‌افزار صفحه گستردهٔ اکسل ثبت و درنهایت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش و تحلیل‌های مربوط، از نرم افزار Stata نسخهٔ ۱۱ استفاده شده است؛ همچنین برای توصیف آماری متغیرها نیز از نرم‌افزار SPSSنسخهٔ ۲۰ استفاده شده است.

نمونهٔ این پژوهش، شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که قبل از سال ۱۳۸۵ پذیرفته‌شده‌اند و سهام آن‌ها از ابتدای سال ۱۳۸۵، در بورس معامله شده است؛ همچنین به‌منظور

Archive of SID

www.SID.ir

امکان مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه بوده است که در فاصلهٔ 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، همگن‌تر باشند. این طبقه‌بندی با استفاده از سایت مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران انجام شده است. پس از حذف شرکت‌های فاقد شرایط ذکرشده، هر طبقه از صنعت باید حداقل شامل سه شرکت باشد. با اعمال شرایط مذکور، تعداد اعضای نمونهٔ این پژوهش شامل ۸۵ شرکت تولیدی در طی سال‌های ۹۱-۸۶ است.

متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، متغیر وابسته، هزینهٔ 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؛ درنتیجه جریان‌های نقدی آزاد زیاد، صلاحدید مدیریتی بزرگ‌تر و هزینه‌های نمایندگی بیشتری را پیشنهاد می‌دهد [۳۹]. بنابراین زیاد بودن مقدار این شاخص تعاملی، نشان‌دهندهٔ هزینهٔ نمایندگی بیشتر در شرکت‌ها است. برای سنجش هزینهٔ نمایندگی، از فرمول محاسباتی زیر استفاده شده است:

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

به‌منظور محاسبهٔ جریان‌های نقدی آزاد، از الگوی لن و پولسن (۱۹۸۹) استفاده می‌شود:

$$FCF_{it}= \frac{INCit-TAXit-IEXPit-DIVit}{ASSETit}$$

در معادلهٔ بالا FCF_{it} نشان‌دهندهٔ جریان‌های نقدی آزاد شرکت i در سال t، INC_{it} نشان‌دهندهٔ سود عملیاتی قبل از کسر هزینهٔ استهلاک شرکت i در سال t، TAX_{it} نشان‌دهندهٔ مالیات بر درآمد شرکت i در سال t، $IEXP_{it}$ نشان‌دهندهٔ هزینهٔ بهرهٔ مالی شرکت i در سال t، DIV_{it} نشان‌دهندهٔ سود پرداختی به سهام‌داران شرکت i در سال t، $ASSET_{it}$ نشان‌دهندهٔ جمع مبلغ دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t است.

به‌منظور محاسبهٔ فرصت رشد از معیار کیوتوبین استفاده می‌شود. توبین[1] (۱۹۶۹) به‌منظور ارزیابی سودآوری پروژه‌های سرمایه‌گذاری از نسبت زیر استفاده کرد [۱۱].

$$Q_{it}=\frac{VOCSILOY+ EMVOPSILOY+ BVLTLILOY+ BVCLILOY}{BVTAILOY}$$

در معادلهٔ بالا Q_{it} نشان‌دهندهٔ شاخص کیوتوبین شرکت i در سال t، $VOCSILOY_{it}$ نشان‌دهندهٔ ارزش بازار سهام عادی شرکت i در پایان سال t، $EMVOPSILOY_{it}$ نشان‌دهندهٔ برآورد ارزش سهام ممتاز شرکت i در پایان سال t، $BVLTLILOY_{it}$ نشان‌دهندهٔ ارزش بدهی‌های بلندمدت شرکت i در پایان سال t، $BVCLILOY_{it}$ نشان‌دهندهٔ ارزش دفتری بدهی‌های جاری شرکت i در پایان سال t، $BVTAILOY_{it}$

1. Tobin

Archive of SID

www.SID.ir

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

وضعیت رشد شرکت بر اساس میانهٔ صنعت سالانهٔ شرکت که بر اساس مقدار کیوتوبین محاسبه شده است، مشخص می‌شود. شرکت‌هایی با مقدار نسبت کیوتوبین سالانه بیشتر از میانهٔ نسبت کیوتوبین صنعت در آن سال، به‌عنوان شرکت‌های رشد بالا و شرکت‌های با مقدار کیوتوبین سالانه کمتر از میانه، به‌عنوان شرکت‌های با رشد کم طبقه‌بندی می‌شوند و سپس متغیر ساختگی صفر برای شرکت‌های با رشد بالا و متغیر ساختگی یک برای رشد کم کدگذاری 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 به‌دلیل همگن‌تر بودن فعالیت شرکت‌ها، به جای صنعت‌ها ملاک سنجش قرارگرفته‌اند؛ بنابراین طبقه‌بندی شرکت‌ها براساس میانهٔ نسبت کیوتوبین 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 ونهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشرشدهٔ شرکت [۴۲] در نظر گرفته شده است.

یکی از معیارهای مهم در اندازه‌گیری ساختار سرمایه، نسبت بدهی است. نسبت بدهی به‌صورت 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 به‌طور گسترده در مطالعات ساختار سرمایه استفاده می‌شود [۳۶]. ساختار سرمایه در این پژوهش نیز از نسبت کل بدهی شرکت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

در این پژوهش، مطابق با پژوهش هنری (۲۰۱۰) از شاخص حاصل سود نقدی به‌عنوان معیاری از سیاست تقسیم استفاده می‌شود؛ زیرا به توزیع سود در کنار قیمت سهام، توجه می‌کند؛ از این‌رو، امکان مقایسهٔ منطقی‌تری 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) هزینهٔ 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 به‌منظور اندازه‌گیری متغیر رقابت بازار محصول از شاخص لرنر تعدیل‌شده، 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 $SALE_{it}$ نشان‌دهندهٔ فروش شرکت i در سال t، $COGS_{it}$ نشان‌دهندهٔ بهای تمام‌شدهٔ کالای فروش رفتهٔ شرکت i در سال t، SG&A نشان‌دهندهٔ هزینه‌های عمومی، اداری و فروش شرکت i در سال t است. این شاخص به‌صورت مستقیم، نشان‌دهندهٔ ویژگی قدرت بازار، یعنی توانایی شرکت برای منظور کردن قیمتی بیشتر از هزینهٔ 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 قیمت‌گذاری بازار محصول را از عوامل سطح تفکیک نمی‌کند. از این‌رو، از نسخهٔ تعدیل شدهٔ

Archive of SID

www.SID.ir

شاخص لرنر استفاده شده است. نحوهٔ محاسبهٔ شاخص لرنر تعدیل شده به شرح زیر است:

$$LI_{IA} = LI_i - \sum_{i=1}^{N} \omega i \, LIi$$

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

اندازهٔ شرکت، متغیر کنترلی این پژوهش در نظر گرفته شده است. اندازهٔ شرکت ازطریق 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 باتوجه‌به پیچیده بودن آن‌ها و مشکلات بیشتری که مالکان آن‌ها در به‌دست‌آوردن اطلاعات شرکت دارند، احتمالا دارای هزینهٔ نمایندگی بیشتری هستند. دیدگاه‌های متفاوتی برای تعیین اندازهٔ شرکت وجود دارد. در این پژوهش، اندازهٔ شرکت بر اساس کل فروش خالص محاسبه شده‌اند.

$Size_{it}$= اندازهٔ شرکت = log (فروش کل)

یافته‌های پژوهش

برای ارائهٔ یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه‌شده با استفاده از نرم‌افزار آماری SPSS20 در جدول شمارهٔ 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 نشان‌دهندهٔ نقطهٔ تعادل و مرکز ثقل توزیع و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. انحراف معیار، چولگی و کشیدگی به‌عنوان پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان انحراف داده‌ها نسبت به مرکز ثقل خود است. در جدول۱، تمام متغیرهای پژوهش این مفاهیم آماری بیان شده‌اند.

جدول (۱) نتایج آمار توصیفی

آماره / متغیر	سال/شرکت	حداکثر	حداقل	میانگین	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی
مالکیت نهادی	۵۱۰	۰/۹۹	۰/۰۰۰۰	۰/۳۸۸۷	۰/۳۳۲۱	−۱/۲۹۳	۰/۴۰۶
کیو توبین	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 لرنرتعدیل 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

Archive of SID

www.SID.ir

در این پژوهش به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل توبیت استفاده شده است. متغیر وابسته در این پژوهش، هزینهٔ نمایندگی است که ازطریق شاخص تعامل بین فرصت رشد و جریان نقدی آزاد عملیاتی شده است. برای سنجش متغیر فرصت رشد از معیار کیوتوبین استفاده می‌شود که باتوجه‌به میانهٔ زیرصنعت، به‌طور مجازی اعداد صفر و یک را قبول می‌کند؛ ازآن‌رو 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 β به‌دست می‌آید؛ بنابراین برای تخمین این مدل، همچون پژوهش هنری (۲۰۱۰) و مک‌نایت و ویر (۲۰۰۹) از رگرسیون توبیت استفاده شده است. این روش رگرسیون برای داده‌هایی به‌کار می‌رود که دارای بخش گسسته و پیوسته‌اند. به‌دلیل کم بودن فراوانی مقادیر منفی این متغیر، توزیع دارای 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 درمورد متغیر وابسته منجر شود. بنابراین برآوردهای به‌دست‌آمده از مدل توبیت از ثبات بیشتر و اریب کمتر در مقایسه با روش OLS دارد (زیرا پیش‌بینی مقادیر زیر صفر و اریب جانبی را ندارد) رگرسیون توبیت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

$$Qtobin_{it}^{*}\ FCF_{it} = y_0 + y_1\ Instow_{it} + y_2\ Liat_{it} + y_3\ Lev_{it} + y_4\ Divyieyld_{it} + y_5\ Size_{it} + \varepsilon_{it}\ .$$

در معادلهٔ بالا $Instow_{it}$ نشان‌دهندهٔ درصد سهام مالکان نهادی شرکت i در سال t، $Liat_{it}$ نشان‌دهندهٔ شاخص لرنر تعدیل شدهٔ شرکت i در سال t، Lev_{it} نشان‌دهندهٔ نسبت بدهی شرکت i در سال t، $Divyieyld_{it}$ نشان‌دهندهٔ حاصل سود تقسیمی شرکت i در سال t، $Size_{it}$ نشان‌دهندهٔ اندازهٔ شرکت i در سال t، $Qtobin_{it}^{*}FCF_{it}$ نشان‌دهندهٔ تعامل بین کیوتوبین(فرصت‌های رشد) و جریان نقدی آزاد شرکت i درسالt است. پیش از برآورد مدل‌های مورد استفاده در پژوهش، لازم است مانایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین، آزموده شود؛ زیرا نامانایی متغیرها چه درمورد داده‌های سری زمانی و چه درمورد دادهای تابلویی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می شود. در این پژوهش به‌منظور بررسی آزمون ریشهٔ واحد مشترک از آزمون لوین، لین و چو و به‌منظور بررسی آزمون ریشهٔ واحد مقطعی از آزمون فیلیپس پرون استفاده شده است. برای تمامی متغیرها بر اساس دو روش مورد استفاده باتوجه‌به مقدار آمارهٔ LLC و PP، و سطح احتمال به‌دست آمده است، به این دلیل که میزان prob محاسبه شده کمتر از ۰/۰۵ است (prob= ۰/۰۰۰)، فرضیهٔ صفر مبنی بر وجود ریشهٔ واحد رد شد و بر این اساس متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش مانا هستند. ابتدا به‌منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی باید از آزمونF لیمر استفاده شود. باتوجه‌به نتایج به‌دست‌آمده، به این علت که میزان prob محاسبه‌شده کمتر از ۰/۰۵ است (prob= ۰/۰۰۰)، بنابراین فرض صفر این آزمون مبنی بر پولینگ بودن مدل، رد و پانل بودن مدل تأیید می‌شود. باتوجه‌به اینکه مدل توبیت 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.

Archive of SID

www.SID.ir

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

$Qtobin_{it}^{*}\ FCF_{it} = y_0 + y_1\ Instow_{it} + y_2\ Liat_{it} + y_3\ Lev_{it} + y_4\ Divyieyld_{it} + y_5\ Size_{it} + \varepsilon_{it}$

متغیر	ضریب(Coef)	انحراف استاندارد(Std.E.rr)	آمارهٔ 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	

باتوجه‌به نتایج منعکس‌شده در جدول۲ به دلیل صفربودن احتمال آزمون والد، می‌توان به معنی‌داری کلی رگرسیون پی برد. در مدل رگرسیون توبیت، R^2 پایایی و اعتبار لازم را ندارد و به جای آن از آمارهٔ لگاریتم درست‌نمایی[1] برای معیار نکویی برازش استفاده می‌شود که باتوجه‌به مقدار آن که برابر با ۲۵/۴۰۹ است، مناسب‌بودن مدل تأیید می‌شود؛ بنابراین باتوجه‌به معنی‌داربودن مدل رگرسیونی نتیجهٔ آزمون فرضیه‌ها به شرح زیر بیان می‌شود:

فرضیهٔ اول پژوهش این است که مالکیت نهادی بر هزینهٔ نمایندگی (تعامل بین فرصت رشد و جریان نقدی آزاد) تأثیر معناداری دارد. نتایج به‌دست‌آمده از جدول شمارهٔ ۲ درمورد آزمون این فرضیه نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد، سرمایه‌گذاران نهادی بر تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد، باتوجه‌به احتمال برآوردشده (۰/۰۱۵>۰/۰۵) تأثیر معناداری دارد. باتوجه‌به اینکه مقدار آمارهٔ برآوردشده، برابر با ۲/۴۴ است، این تأثیرگذاری به‌صورت مستقیم است. درنتیجه هرچه میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در 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 هزینهٔ نمایندگی تأثیر فزاینده داشته است و نتوانسته است مشکلات نمایندگی را تقلیل دهد؛ در حالی‌که نوروش و همکاران (۱۳۸۸)، به این نتیجه دست یافتند که افزایش درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد.

فرضیهٔ دوم پژوهش این است که نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد) تأثیر معناداری دارد. باتوجه‌به نتایج به‌دست‌آمده در جدول شمارهٔ ۲، در سطح اطمینان ۹۵ درصد باتوجه‌به احتمال برآورد شدهٔ نسبت بدهی بر هزینهٔ نمایندگی تأثیر دارد که این تأثیر به‌صورت منفی است؛ بنابراین هرچه میزان بدهی در ساختار سرمایهٔ شرکت‌ها بیشتر باشد، تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد (هزینهٔ نمایندگی جریان نقدی آزاد) کاهش می‌یابد. درنتیجه، نسبت بدهی، تأثیری کاهنده بر هزینهٔ نمایندگی جریان نقدی آزاد دارد. نتیجهٔ حاصل با نتایج حاصل از پژوهش دوکاس و همکاران (۲۰۰۵) و

1. Log likelihood

Archive of SID

www.SID.ir

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 هزینهٔ نمایندگی، رابطهٔ معناداری وجود ندارد.

فرضیهٔ سوم پژوهش این است که حاصل سود تقسیمی بر هزینهٔ نمایندگی (تعامل بین فرصت رشد و جریان نقدی آزاد)، تأثیر معناداری دارد. نتایج به‌دست‌آمده از جدول شمارهٔ ۲ درمورد آزمون این فرضیه نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد، حاصل سود تقسیمی به‌عنوان معیاری از سیاست تقسیم سود، بر تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد تأثیر ندارد؛ زیرا احتمال برآوردشده برابر با ۰/۲۲۹ است؛ بنابراین فرضیهٔ مذکور رد می‌شود. درنتیجه سیاست تقسیم سود بر هزینهٔ نمایندگی تأثیرگذار 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 هزینهٔ نمایندگی منجر می‌شود. همچنین هنری (۲۰۱۰) به این نتیجه رسید که سیاست تقسیم سود بر هزینهٔ نمایندگی تأثیر دارد.

فرضیهٔ چهارم پژوهش این است که شاخص لرنر تعدیل‌شده بر هزینهٔ نمایندگی (تعامل بین فرصت رشد و جریان نقدی آزاد) تأثیر معناداری دارد. در این پژوهش برای سنجش رقابت در بازار محصول از شاخص لرنر تعدیل‌شده که معیار معکوسی از رقابت است، استفاده شده است. نتایج منعکس‌شده در جدول شمارهٔ ۲ درمورد آزمون این فرضیه نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد، رقابت در بازار محصول بر هزینهٔ نمایندگی تأثیر دارد، زیرا احتمال برآوردشده برابر با ۰/۰۵>۰/۰۰۰ است. ازآن‌رو که معیار تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد، شاخصی مستقیم از هزینهٔ نمایندگی است؛ بنابراین هرچه میزان لرنر تعدیل‌شده، کمتر (رقابت بیشتر) باشد، تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد، کمتر (هزینهٔ نمایندگی کمتر) است (Z =۳,۷۹)؛ بنابراین رقابت در بازار محصول، تأثیری کاهنده بر هزینهٔ نمایندگی جریان نقدی آزاد دارد. این نتیجه همسو با یافته‌های بگز و بیتگنیز (۲۰۰۷)، لونتیس و همکاران (۲۰۱۱)، چو و همکاران (۲۰۱۱) و چن و همکاران (۲۰۱۴) است. در تحلیل متغیرکنترلی اندازهٔ شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد، اندازهٔ شرکت بر تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد تأثیر ندارد، زیرا مقدار احتمال برآوردشده برابر با ۰/۹۱۷ بوده و بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است، درنتیجه این فرضیه رد می‌شود. در حالی‌که دوکاس و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند شرکت‌های بزرگ‌تر باتوجه‌به پیچیده بودن آن‌ها، هزینهٔ نمایندگی بیشتری دارند.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

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

Archive of SID

www.SID.ir

یابد که این نتیجه با فرضیهٔ 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. نتیجهٔ آزمون فرضیهٔ ۲ نشان داد نسبت بدهی بر تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد، تأثیر منفی و معناداری دارد، بنابراین هرچه میزان بدهی در ساختار سرمایهٔ شرکت‌ها بیشتر باشد، تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد کمتر(هزینهٔ نمایندگی جریان نقدی آزاد) کاهش می‌یابد. درنتیجه نسبت بدهی، تأثیری کاهنده بر هزینهٔ نمایندگی جریان نقدی آزاد دارد. بنابراین نقش نظارتی بستانکاران بر مسایل نمایندگی شرکت‌ها تایید می‌شود. درنتیجه به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌گیری‌های خود در زمینهٔ تأمین مالی به این مسئله توجه داشته باشند و سطوح مناسبی از بدهی را در ساختار سرمایه خود اتخاذ کنند تا منافع هرچه بیشتر کلیّهٔ صاحبان منافع تأمین شود.

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

نتیجهٔ آزمون فرضیهٔ ۴ نشان داد رقابت در بازار محصول بر هزینهٔ نمایندگی تأثیر دارد. به این دلیل که معیار تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد، شاخصی مستقیم از هزینهٔ نمایندگی است، بنابراین هرچه میزان لرنر تعدیلشده، کمتر(رقابت بیشتر) باشد، تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد کمتر (هزینهٔ نمایندگی کمتر) است بنابراین فرضیهٔ 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 بورس پیشنهاد می‌شود در بررسی‌های خود در زمینهٔ مسائل نمایندگی، شرکت‌ها را در صنعت مربوط و با در نظر گرفتن وضعیت رقابتی آن‌ها بررسی کنندتا اینکه نتایج واقعی‌تری به‌دست 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 هزینهٔ نمایندگی رتبه‌بندی کنند. همچنین پیشنهاد می‌شود تأثیر انواع مختلف بدهی (کوتاه‌مدت و بلندمدت) در ساختار سرمایه را بر هزینه-های نمایندگی بررسی کنند و از سایر شاخص‌های سنجش رقابت به‌منظور بررسی تأثیر رقابت بر هزینه‌های نمایندگی استفاده کنند. درنهایت 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 نمونهٔ این پژوهش دربرگیرندهٔ همهٔ 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 مدّ 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

Archive of SID

www.SID.ir

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

منابع

[۱] اسدی، غلامحسین و نیک‌روش، مهدی.(۱۳۹۱). فرضیهٔ جریان‌های نقدی آزاد، تئوری چرخهٔ عمر و ارتباط آن‌ها با سیاست تقسیم سود. *چشم‌انداز مدیریت مالی*. ۶: ۳۵-۴۸.

[۲] آذربایجانی، کریم؛ سروش‌یار، افسانه و یاریان کوپانی، سمانه.(۱۳۹۰). جستجوی بهترین معیار عملکرد مالی. *حسابرس*. ۵۲ : ۱-۷.

[۳] خدامی 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 توبیت: آزمون تجربی نظریه‌های سلسله مراتبی، توازی ایستا و نمایندگی. *مدیریت دارایی و تامین مالی*. ۲(۱): ۳۷-۵۴.

[۵] رضایی، فرزین، و مهدی‌دوست، محبوبه. (۱۳۹۱). تأثیر شاخصه‌های راهبری شرکتی و ساختار مالکیت برهزینهٔ نمایندگی. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*. ۱۴: ۸۲-۹۸.

[۶] رضایی، فرزین؛ نصیری، ناصر و حقیق، هادی.(۱۳۸۹). سودمندی درجهٔ تمرکز بازار در پیش‌بینی بازده سهام گروه‌های صنعتی بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامهٔ مطالعات مدیریت و بهبود و تحول*. ۶۲: ۶۱-۸۹.

[۷] کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر. (۱۳۸۷). مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه. *حسابدار* . ۱۹۸.

[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)، «رابطهٔ نظریهٔ نمایندگی و مالکیت مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *نشریهٔ تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، شماره ۱۰،صص ۴-۲۲.

[۱۰] مهرانی، ساسان و تالانه، عبدالرضا.(۱۳۷۷). تقسیم سود در شرکت‌ها، *حسابدار*، شمارهٔ ۱۲۵.

[۱۱] نمازی، محمد و زراعت‌گر، رامین. (۱۳۸۸). بررسی کاربرد نسبت Q¬توبین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجلهٔ پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، دورهٔ اول، شمارهٔ اول، صص ۲۳۲-۲۶۲.

[۱۲] نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و وافی ثانی، جلال.(۱۳۸۸). بررسی رابطهٔ ساز وکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات حسابداری*، شماره۱، صص۴-۲۷.

[۱۳] ولی پور، هاشم و خرم، علی.(۱۳۹۰). اثربخشی سازوکار نظام راهبری شرکت به منظور کاهش هزینه های نمایندگی، *مجلهٔ حسابداری مدیریت*، سال۴، شماره۸، 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.

Archive of SID

www.SID.ir

[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 Finance1*: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.

[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.

Archive of SID

www.SID.ir

Archive of SID

www.SID.ir