فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/سال ششم/ شماره ۲۴ /زمستان ۹۳/صفحات ۱۶۹- ۱۴۳

# بررسی تاثیر ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی

یونس بادآور نهندی*
رسول برادران حسن زاده*
غفور شریف زاده**

تاریخ دریافت: ۹۳/۰۴/۲۵ تاریخ پذیرش: ۹۳/۱۲/۰۳

**چکیده:**

این پژوهش با هدف مشخص کردن جهت و میزان تاثیرگذاری هر یک از مکانیزم های ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی انجام شده است. پژوهش حاضر از لحاظ روش انجام کار از نوع پژوهش های علی پس رویدادی می باشد. روش آزمون متغیرهای پژوهش رگرسیون چند متغیره از نوع داده های پانلی بوده است و برای بررسی متغیر تفکیک سمت مدیرعامل از ریاست هیات مدیره از آزمون مقایسه میانگین ها استفاده شده است. به طوری کلی نتایج بدست آمده از تحلیل داده‌های ۱۲۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۲-۱۳۸۵ بیانگر آن است که تفکیک پست مدیرعامل از ریاست هیات مدیره تاثیر منفی بر هزینه های نمایندگی دارد. همچنین درصد سهام شناور آزاد، بر هزینه های نمایندگی تاثیر مثبت می گذارد و استقلال هیات مدیره، درصد مالکیت دولتی،

* استادیار حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، گروه حسابداری، تبریز، ایران

** کارشناس ارشد حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، گروه حسابداری، تبریز، ایران (نویسنده مسئول)
Email: g.sharify@gmail.com

Archive of SID
www.SID.ir

اندازه هیات مدیره، درصد مالکیت هیات مدیره و درصد مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی تاثیر ندارد.

**واژه های کلیدی:** ساختارهای مدیریتی، ساختارهای مالکیتی، حاکمیت شرکتی، هزینه نمایندگی، جریان های نقد آزاد.

## ۱- مقدمه

شرکت‌ها و دولت ها همواره در پی فرصتی در عرصه های مالی بین المللی می باشند و تمایل زیادی به انحصار امکانات مالی محدود خود در بازارهای داخلی ندارند. رقابت بین المللی، امری بسیار ضروری به منظور استفاده بهینه از جریان انتقالات سرمایه ای در سراسر جهان است. ترجیحات سرمایه‌گذاران با توجه به ابداعات جدید در بازارهای مالی جهانی افزایش می‌یابد. به موازات این پیشرفت ها در حال حاضر، نظارت بر مشکلات و موضوعات متعارف پیش روی بازارهای مالی پیچیده تر می‌شود. علت تمام بحران های مالی اخیر، رویه های مدیریت نامناسب می‌باشد و این امر اهمیت مفهوم و رویه های نامناسب حاکمیت شرکتی را روشن می- سازد. اون و دیگران[1] (۲۰۰۴) بیان نمودند که حاکمیت شرکتی، به عنوان نمونه ای از سازوکارهای نظارتی برای حمایت و پشتیبانی از ذی‌نفعان، به ویژه سهامداران که هنگام ورشکستگی فقط نسبت به ارزش باقی مانده شرکت ادعا خواهند داشت، می‌باشد. به واسطه عواملی همچون موج اخیر رسوائی‌های شرکت‌های نظیر آدلفیا[2]، انرون و ورلدکام در کنگره ایالات متحده، کارکنی در بریتانیا و رویال آهولد در هلند، حاکمیت شرکتی مورد توجه روز افزون فعالان بازار قرار گرفته است. اهمیت رویه های نظام حاکمیت شرکتی در افزایش کیفیت اطلاعات مالی و حسابداری، بهبود عملکرد شرکت، و همچنین افزایش ارزش بازار شرکت از طریق کاهش هزینه‌های نمایندگی مورد پذیرش عموم قرار گرفته است (المیر و دیگران[3]، ۲۰۰۸). ساختار و اثربخشی هیات‌مدیره، و نیز ساختار مالکیت در شرکت‌های سهامی عام بسیار متنوع است. از این رو به نظر می رسد که کیفیت نظارت بر فعالیت‌های مدیران در بین شرکت‌های مختلف، متفاوت باشد. شناخت اثربخش نظام حاکمیت

[1]. Oven, et al.
[2] .Adalfia
[3] .Elmir, et al.

Archive of SID

www.SID.ir

شرکتی در ایران و همچنین بررسی تاثیر ساختارهای آن اعم از مدیریتی و یا مالکیتی بر هزینه‌های نمایندگی از اهداف این پژوهش می‌باشد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در گذشته، اقتصاد دانان فرض می کردند که تمامی گروه های مربوط به یک شرکت سهامی بزرگ برای یک هدف مشترک فعالیت می کنند، اما در طول سه دهه اخیر، موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه ها و چگونگی مواجهه شرکت ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است(هاشمی و دیگران،۱۳۹۰). تئوری حاکمیت شرکتی به دنبال بررسی کردن ساختار توزیع قدرت در درون واحد تجاری و افراد برون سازمانی است. تئوری حاکمیت شرکتی بر اساس تئوری نمایندگی شکل گرفته است(علی احمدی و همکاران،۱۳۹۲). تئوری نمایندگی سعی دارد مشکل نمایندگی را کاهش داده و انگیزه مدیران را برای انجام فعالیت ها به نفع خود و به هزینه سهامداران محدود نماید(اشیلفر و ویشنی، ۱۹۶۷). در تئوری نمایندگی مدیران ممکن است به انجام فعالیت هایی اقدام کنند که باعث شود منافع آنها بر منافع سهامداران ارجحیت یابد. مدیران ممکن است انگیزه ای برای رسیدن به رشد شرکت فراسوی رشد بهینه یا بکارگیری منافع به منظور افزایش منافع مشخصی از طریق موفقیت، قدرت، پاداش و غیره را داشته باشد(جنسن و مکلین[1]،۱۹۷۶). همچنین اساس تئوری ذی‌نفعان این است که شرکت‌ها بسیار بزرگ شده اند و تاثیر آنها بر جامعه آنچنان عمیق است که آنها باید بجز سهامداران به بخش های بسیار بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو باشند( حساس یگانه و دیگران، ۶). با توجه به اهمیت ساختار هیات مدیره در فرآیند اداره شرکت ها و ضرورت ارائه ساختاری بهینه از هیات مدیره، عوامل موثر بر اندازه و ترکیب هیات مدیره از زوایای مختلف و با استفاده از فرضیه های گوناگون، مورد بررسی قرار گرفته است. یکی از این فرضیه ها، که انعکاسی از دیدگاه فاما و دیگران [2](۱۹۸۳) است و توسط بون و دیگران[3] (۲۰۰۷)، گوئیست[4](۲۰۰۸)، لن و دیگران[5] (۲۰۰۹) و پاتان و دیگران[6] (۲۰۱۰) نیز مورد بررسی قرار گرفته است، بر این موضوع دلالت دارد که ساختار هیات

[1]. Jensen & Meckling,
[2] .Fama, et al.
[3]. Boone, et al.
[4]. Guest
[5].Lehn, et al.
[6] .Pathan, et al.

www.SID.ir

مدیره با حدود عملیات شرکت ها شکل می گیرد. به اعتقاد فاما و جنسن(۱۹۸۳)، چگونگی سازماندهی یک شرکت به حدود عملیات آن بستگی دارد. طبق نظریات دوکاس و دیگران[1] (۲۰۰۰) با توجه به پیچیدگی ساختار شرکت های بزرگتر و مشکلات مالکان در به دست آوردن اطلاعات شرکت، این شرکت ها احتمالا دارای هزینه های نمایندگی هستند. همچنین، افزایش در اندازه شرکت، همراه با پیچیدگی سازمانی و گسترش روابط شرکت با دولت و جامعه است. بنابراین، شرکت های بزرگ به منظور اجرای نظارت تخصصی بر عملکرد مدیران و همچنین برقراری ارتباط بهینه با محیط اطراف، نیازمند هیات مدیره ای با اندازه بزرگتر و تعداد اعضای غیرموظف بیشتر هستند (ایواساکی[2]،۲۰۰۸). به باور هرمالین و دیگران[3] (۱۹۹۸)، شرکت های با عمر بیشتر به دلیل پیچیده تر بودن حدود عملیات آنها نسبت به شرکت های با عمر کمتر، دارای ساختارهای مالکیتی و مدیریتی پیچیده تری نیز هستند. تفکیک مدیریت از مالکیت و نحوه کنترل شرکت ها هزینه های نمایندگی را ایجاد می کند و در نتیجه تضاد منافع میان مدیریت و مالکیت (حتی در بین طبقات مالکان) ایجاد خواهد شد. لذا امکان افزایش هزینه های نمایندگی برای شرکت های با مالکیت عمومی پراکنده افزایش می یابد. در واقع با افزایش اندازه شرکت ها ساختار مالکیت پراکنده تر می گردد و حضور مدیران در عرصه مالکیت افزایش و به تبع آن مسئله نمایندگی از اهمیتی بیشتر برخوردار می شود. ترکیب سهامداری یا ساختار مالکیت از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به شمار می رود که انگیزه مدیران را تحت تاثیر قرار می دهد و بدین ترتیب می تواند در کارایی هر شرکتی تاثیر قابل توجهی داشته باشد(ابراهیمی و همکاران،۱۳۹۲). اشیلفر و ویشنی[4](۱۹۸۶) به این نکته اشاره می کنند که وجود یک سهامدار بزرگ باعث کاهش مسئله نمایندگی در سازمان می شود. همچنین بنا به پژوهش های گیلان و دیگران[5](۲۰۰۳) در کشورهایی که متضمن حضور سهامداران عمده در ساختار مالکیتی غالب شرکت هاست، مشکلات نمایندگی ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت شایع نیست. نتایج پژوهش های میدری (۱۳۸۱) حاکی از آن است که کارایی شرکت های فاقد سهامداران عمده حتی از شرکت های دولتی نیز کمتر است. دالتون و همکاران [6](۲۰۰۵) در تحلیلی اظهار کردند که دو نوع مالکیت وجود دارد که هزینه های نمایندگی را کاهش می دهد؛ مورد اول فراهم

[1].Duokas, et al.
[2]. Iwasaki
[3].Hermalin, et al.
[4] Shleifer & vishny
[5]Gillan, et al.
[6] Dalton, et al

www.SID.ir

آوردن سهام سرمایه برای مدیران و مورد دوم، مالکیت سهامداران بلوکی و سرمایه گذاران نهادی که موجب می شود نظارت بر مدیریت آسان شود و شرکت به عملکرد مالی بهتر دست یابد (ماه آور،۱۳۸۶). هزینه های نمایندگی در نتیجه جدایی مالکیت از کنترل به وجود می آید و افزایش پیدا می کند، این امر منجر به کوچک شدن اندازه هیات مدیره می شود تا مشکل نمایندگی کاهش یابد. بنابراین ساختار مالکیت یک عامل تعیین کننده در اندازه هیات مدیره می باشد. این موضوع تایید می کند که نظارت به وسیله مدیران بیرونی و مالکیت هیات مدیره، روشهای جایگزینی برای کنترل محسوب می شوند (احمدوند،۱۳۸۵). با توجه به اینکه هزینه های نمایندگی بخش مهمی از کل هزینه های یک شرکت را تشکیل می دهد و هدف سهامداران از صرف این هزینه ها، کسب اطمینان از درستی فعالیت های مدیریت است و نیز با افزایش درصد مالکیت مدیریت، تلاش مدیر جهت افزایش ارزش شرکت بیشتر و نیز برای آزمون های اضافی کمتر می شود، هزینه های نمایندگی نیز کاهش می یابد (مجتهدزاده،۱۳۸۹).

### ۱-۲- پیشینه پژوهش

اکی میتور و همکاران (۲۰۱۲)، در این پژوهش به طور خاص به این مساله پرداخته شد که آیا حاکمیت شرکتی با شرایط مدیریت قوی، انتخاب و اندازه شرکت های لابی را به عنوان استراتژی غیر بازاری، تعیین می کند یا نه و تاثیر آن بر ارزش کلی شرکت چیست؟ نتایج مشخص کردند که شرکت های دارای مدیریت قوی تمایل بیشتری به شرکت دادن فعالیت های گروه های ذی نفوذ دارند.

سامی و همکاران (۲۰۱۱)، به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزیابی عملکرد شرکت های (تولیدی) چینی پرداختند. نتایج نشان داد که شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی ارائه شده یک رابطه مثبت و ممتازی با ارزیابی و عملکرد شرکت ها دارد.

جرکوس و همکاران (۲۰۱۰)، به بررسی رابطه بین زنان در مدیریت ارشد و هزینه‌های نمایندگی پرداختند. نتایج حاصل از بررسی شامل ۳۱۷۲مشاهده از ۶۶۸ شرکت طی سال های ۲۰۰۲ الی ۲۰۰۵بیانگر این بود که افزایش درصد حضور زنان در سطح مدیریت ارشد باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود.

فلیمینگ و همکاران (۲۰۰۵)، در مطالعه ای که بر روی ۳۸۰۰ شرکت کوچک و متوسط استرالیایی طی سال های ۱۳۹۶-۱۳۹۷و۱۳۹۷-۱۳۹۸ انجام دادند، با بررسی رابطه نسبت هزینه

Archive of SID

www.SID.ir

عملیاتی به فروش و نیز نسبت فروش به دارایها، به عنوان هزینه‌های نمایندگی، با نسبت مالکیت مدیران دریافتند که رابطه ای معکوس بین این دو برقرار بود.

مهدوی و دیگران (۱۳۹۰)، طی پژوهشی به بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره و هزینه های نمایندگی از دیدگاه تئوری مباشرت پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر این است که درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره تاثیر معناداری بر هزینه های نمایندگی ندارد. با این وجود علامت ضریب متغیر درصد اعضای موظف هیات مدیره در برآورد مدل های پژوهش، به صورت بالقوه مفروضات تئوری مباشرت و تاکید بر نقش مشاوره اعضای هیات مدیره را مورد تایید قرار می دهد.

ایزدی نیا و رساییان (۱۳۸۹)، به بررسی رابطه برخی ابزارهای نظام حاکمیت شرکتی (درصد اعضایی غیرموظف هیات‌مدیره و در صد سرمایه‌گذاران نهادی ) بر عملکرد (میزان بازده دارایی ها، بازده سالانه، Q توبین و ارزش افزوده بازار ) پرداختند. نتایج رگرسیون دادهای ترکیبی نشان دادند که ابزارهای حاکمیت شرکتی با تمامی معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه معناداری دارد.

نوروش و همکاران سال ( ۱۳۸۸)، به بررسی بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و هزینه‌های نمایندگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از بررسی نمونه ایی ۸۸ شرکت طی سال های ۱۳۸۲الی ۱۳۸۵ بیانگر این بود که بین اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با هزینه‌های نمایندگی رابطه معنادار و منفی وجود دارد. از طرفی، نتایج پژوهش آن ها با فرض وجود رابطه بین نسبت بدهی شرکت‌ها و هزینه نمایندگی، مطابقت نداشت.

نوروش و کرد لر (۱۳۸۴)، طی مطالعه ای به بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی در کاهش نا قرینگی اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های پژوهش بیانگر این است که در شرکت‌های با درجه بالای مالکیت نهادی نسبت به شرکت‌های با درجه پایینی از مالکیت نهادی، اطلاعات سودهای آتی بیشتر در قیمت سهام منعکس شده است.

## ۳- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش های اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی در صورت های مالی شرکت ها می باشد. و همچنین از نوع علی پس رویدادی و کاربردی است. برای آزمون

Archive of SID

www.SID.ir

ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته از رگرسیون تلفیقی استفاده می شود. قلمرو مکانی این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در کشور جمهوری اسلامی ایران می‌باشد. قلمرو زمانی پژوهش شامل یک دوره ۸ ساله براساس صورت های مالی سالهای ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۲ شرکت‌های نمونه می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. از میان جامعه آماری فوق ۱۲۴ شرکت به روش تصادفی ساده از صنایع مختلف با اعمال شرایط زیر انتخاب گردید:

۱- سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد.

۲- تمام دادهای مورد نیاز آنها در طی دوره سال های بین ۱۳۸۵تا ۱۳۹۲ در دسترس باشد.

۳- تا سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۴- تا سال ۱۳۹۲ از لیست شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده باشند.

۵- جزء شرکت‌های لیزینگ و موسسات مالی و اعتباری نباشند.

## ۴- فرضیه‌های پژوهش:

در این پژوهش فرضیه‌ها به شرح زیر بیان می‌شوند:

**۱-۴- فرضیه اصلی اول:** ساختارهای مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

**۱-۱-۴-فرضیه های فرعی فرضیه اصلی:**

**۱- فرضیه فرعی اول:** میزان مالکیت دولتی شرکت بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

**۲- فرضیه فرعی دوم:** میزان مالکیت سهامداران نهادی بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

**۳- فرضیه فرعی سوم:** میزان مالکیت اعضای هیات مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

**۴- فرضیه فرعی چهارم:** میزان مالکیت سهام شناور آزاد بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

**۲-۴-فرضیه اصلی دوم:** ساختارهای مدیریتی حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد.

Archive of SID

www.SID.ir

**۱-۲-۴-. فرضیه های فرعی فرضیه اصلی:**

۱- **فرضیه فرعی پنجم:** میزان استقلال اعضای هیات مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیردارد.

۲- **فرضیه فرعی ششم:** بین هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌هایی که پست ریاست هیات مدیره از سمت مدیرعامل مجزا است با شرکت‌هایی که این سمت‌ها مجزا نیست تفاوت وجود دارد.

۳- **فرضیه فرعی هفتم:** اندازه هیات مدیره شرکت بر هزینه‌های نمایندگی تاثیردارد .

**جدول (۱): علامت اختصاری متغیرها**

| تقسیم بندی | عنوان متغییرها | نحوه عملیاتی کردن متغیرها | علامت اختصاری |
|---|---|---|---|
| متغیر وابسته | هزینه نمایندگی | نسبت فروش سالانه به مجموع دارایی‌ها | ATO |
| | | *FCF-Q Tobin* | FCF&Q |
| ساختارهای مدیریتی | استقلال اعضاء هیات مدیره | نسبت تعداد اعضاء غیرموظف به کل اعضاء هیات مدیره | NXRATI |
| | تفکیک سمت مدیر عامل از پست ریاست | تفکیک پست عدد ۱ در غیر این صورت ۰ | INSAME |
| | اندازه هیات مدیره | لگاریتم طبیعی اعضاء هیات مدیره | BSIZE |
| ساختارهای مالکیتی | درصد مالکیت دولتی | $\frac{\text{سرمایه متعلق به بخش دولتی}}{\text{کل سرمایه شرکت}} * 100$ | GOVOWN |
| | درصد مالکیت سهامداران نهادی | $\frac{\text{سرمایه متعلق به سهامداران نهادی}}{\text{کل سرمایه شرکت}} * 100$ | INOWN |
| | درصد مالکیت سهام شناور آزاد | درصد سهام شناور آزاد منتشره سازمان بورس اوراق بهادار تهران | FREFL |
| | درصد مالکیت هیات مدیره | $\frac{\text{سرمایه متعلق به هیات مدیره}}{\text{کل سرمایه شرکت}} * 100$ | BOAOWN |
| متغیرهای کنترلی | اندازه شرکت | لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت | SIZE |
| | اهرم مالی | کل دارایی ها/ کل بدهی های شرکت | FL |

**۵- هزینه نمایندگی:**

در این پژوهش از دو روش نسبت کارایی (نسبت گردش دارایی ها) و تعامل فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد برای انداره گیری هزینه های نمایندگی استفاده می شود.

Archive of SID

www.SID.ir

**۵-۱- نسبت کارایی:**

بیانگر معیار کارایی مدیران شرکت می باشد که از صورت های مالی استخراج می شود. نسبت گردش دارایی‌ها که بیانگر نسبت فروش سالانه به مجموع دارایی هاست و چگونگی بهره وری و استفاده از داریی های شرکت توسط مدیران برای ایجاد فروش بیشتر را اندازه‌گیری می‌کند؛ در این پژوهش برای اندازه گیری هزینه نمایندگی، از نسبت گردش دارایی‌ها به عنوان شاخص معکوس هزینه نمایندگی استفاده می‌شود.

**۵-۲- تعامل بین فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد:**

جنسن در تئوری جریان های نقد آزاد بیان می‌نماید که مدیران به جای توزیع جریان‌های نقد آزاد بین مالکان، تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد آن در شرکت دارند، چرا که پرداخت وجه به سهامداران موجب کاهش منابع تحت کنترل مدیران و در نتیجه کاهش قدرت آنها می گردد. از طرفی این امر احتمالا به دلیل نیاز به جذب سرمایه جدید توسط شرکت موجب افزایش نظارت بازار سرمایه خواهد شد، به عبارت دیگر انباشت جریان های نقدآزاد باعث کاهش توان نظارت بازار بر تصمیمات مدیران می‌شود. با توجه به متفاوت بودن اهداف مالکان از اهداف مدیران، وجود جریانهای نقد ایجاد شده در داخل شرکت مازاد بر نقد لازم جهت تامین مالی پروژه های جدید با خالص ارزش فعلی مثبت، منجر به سرمایه‌گذاری این مبالغ در پروژهای با خالص ارزش فعلی منفی گردیده و در نتیجه موجب ایجاد پتانسیل اتلاف این منابع خواهد شد؛ در نتیجه شرکت‌های دارای جریان نقدآزاد بالا و فرصت های رشد و سرمایه‌گذاری کم، دارای هزینه‌های نمایندگی بالای هستند.

## ۶- آمار توصیفی

آماره توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول (۲) ارائه شده است. نتایج نشان می دهد که اندازه شرکت بیشترین ثبات و پایداری را طی دوره ۸ ساله دارد و متغیر اهرم مالی دارای کمترین ثبات و پایداری در بین متغیرهای پژوهش می باشد.

Archive of SID

www.SID.ir

**جدول(۲):آمار توصیفی**

| | فرصت رشد و جریان نقدی | نسبت کارایی | درصدمالکیت سهام داران نهادی | درصد مالکیت هیات مدیره | درصد مالکیت دولتی | درصد سهام شناور آزاد | شرکت اندازه | اهرم مالی |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| میانگین | ۰،۷۵۴ | ۱،۸۸۹ | ۶۱،۸۱۶ | ۶۲،۷۵۰ | ۳۲,۱۱۹ | ۲۴،۷۷۸ | ۵،۴۷۷ | ۰،۱۹۷ |
| میانه | ۰،۶۸۰ | ۱،۴۲۰ | ۷۰،۱۹۰ | ۶۴،۳۰۰ | ۰،۵۰ | ۲۵،۰۰۰ | ۵،۴۲۰ | ۰،۱۴۸ |
| ماکزیمم | ۲،۵۸۰ | ۱۰،۵۴۰ | ۹۸،۲۱۰ | ۹۹،۲۰۰ | ۸۸،۰۰۰ | ۹۰،۰۰۰ | ۷،۸۲۰ | ۰،۷۲۷ |
| مینیمم | ۰،۰۵۰ | ۰،۳۴۰ | ۰،۱۰۰ | ۱،۰۸۰ | ۰،۱۰۰ | ۵،۰۰۰ | ۳،۹۸۰ | ۰،۶۰۰ |
| انحراف معیار | ۰،۳۷۷ | ۱،۴۷۱ | ۲۵،۰۱۲ | ۱۶،۹۴۵ | ۲۳،۴۵۱ | ۱۴،۷۹۱ | ۰،۵۹۲ | ۰،۱۵۵ |
| ضریب‌تغیرات | ۰،۵۰۵ | ۰،۷۷۹ | ۰،۴۰۴ | ۰،۲۷۰ | ۰،۷۳۰ | ۰،۵۹۶ | ۰،۱۰۸ | ۰،۷۸۵ |
| جارک-برا | ۱۱۱.۱۰۳۹ | ۴۷۰.۸۱۸ | ۱۶۹.۱۸۳ | ۹۲۳.۶۸ | ۵۸۷.۴۶۸ | ۵۱۱.۲۳۱ | ۳۲۲.۱۸۶ | ۹۳۷.۲۵۳ |
| سطح معنی داری | ۰،۱۵۴ | ۰،۱۷۷ | ۰،۰۵۹۶ | ۰،۱۰۱ | ۰،۱۱۲ | ۰،۱۷۶ | ۰،۰۸۱۷ | ۰،۱۳۰۷ |
| جمع کل | ۵۹.۷۳۹ | ۲۵.۱۸۷۴ | ۸۸.۶۱۳۲۱ | ۶۲۲۴۸ | ۳۱۸۵۳ | ۲۴۵۹۰ | ۴۲.۵۴۳۳ | ۳۶۳.۱۹۶ |
| تعدادمشاهدات | ۹۹۲ | ۹۹۲ | ۹۹۲ | ۹۹۲ | ۹۹۲ | ۹۹۲ | ۹۹۲ | ۹۹۲ |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

## ۷- مدل پژوهش:

مدل اول:

$$ATO_{i,t}=c+B_1NXRATI_{i,t}+B_2INSAME_{i,t}+B_3BSIZE_{i,t}+B_4GOVOWN_{i,t}+B_5BOAOWN_{i,t}+B_6INOWN_{i,t}+B_7FREFL_{i,t}+B_8SIZE_{i,t}+B_9FL_{i,t}+\mathcal{E}_{i,t}$$

مدل دوم:

$$FCFQ_{i,t}=c+B_1NXRATI_{i,t}+B_2INSAME_{i,t}+B_3BSIZE_{i,t}+B_4GOVOWN_{i,t}+B_5BOAOWN_{i,t}+B_6INOWN_{i,t}+B_7FREFL_{i,t}+B_8SIZE_{i,t}+B_9FL_{i,t}+\mathcal{E}_{i,t}$$

## ۸- آزمون فرضیه‌های پژوهش

### فرضیه کلی پژوهش :

$H_0$: ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر ندارد.

$H_1$: ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی تاثیردارد.

برای بررسی فرضیه فوق هزینه نمایندگی را به وسیله دو متغیر متفاوت کمی کرده و در قالب مدل زیر ارائه و آزمون می‌کنیم.

Archive of SID

www.SID.ir

$$AGENCY\ Cost_{i.t} = c + B_1 CG_{i.t} + B_2 SIZE_{i.t} + B_3 FL_{i.t} + \varepsilon_{i.t}$$

**۹- نتایج آزمون فرضیه اصلی اول:**

ساختارهای مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.

**۹-۱- فرضیه فرعی اول: میزان مالکیت دولتی بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد.**

$H_0$: میزان مالکیت دولتی بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر ندارد.

$H_1$: میزان مالکیت دولتی بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS در جدول ۳و۴ ارائه شده است، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیهٔ فرعی اول به میزان ۰/۶۴ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه فرعی اول پژوهش رد می‌شود، به عبارت دیگر اثر میزان مالکیت دولتی بر هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

**جدول (۳): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول**

| متغیر وابسته: هزینه‌نمایندگی(نسبت کارایی) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **متغیر** | **ضرایب** | **انحراف معیار** | **آماره t** | **سطح معنی داری** |
| **مالکیت دولتی** | ۰/۰۰۴۳ | ۰/۰۰۹ | ۰/۴۶۵ | ۰/۶۴۱ |
| **اندازه شرکت** | ۰/۰۴۲ | ۰/۰۳۰۷ | ۱/۳۷ | ۰/۱۶۸ |
| **اهرم مالی** | -./۳۵٤ | ۰/۰٦۷ | ۰/۵۲۲ | ۰/۰۰۱ |
| **عرض از مبداء** | ٦,۳۸۱٤٤۷ | ۰/۳۹٦٦٤ | ۱٦,۰۸۸٤۸ | ۰/۰۰۱ |
| **ضریب تعیین** | ۰/۰۳۲ | **آماره F** | | ۱۰/۹۹ |
| **ضریب تعیین تعدیل شده** | ۰/۰۲۹ | **احتمالF** | | ۱۰/۰۰۰ |
| **آماره دوربین واتسون** | | ۱/۵۲ | | |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیهٔ فرعی اول به میزان ۰/۹۳۹ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه فرعی اول پژوهش رد می‌شود، به عبارت دیگر اثر میزان مالکیت دولتی بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

Archive of SID

www.SID.ir

**جدول (٤): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول**

| متغیروابسته: هزینه‌نمایندگی(تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| متغیر | ضرایب | انحراف معیار | آماره t | سطح معنی داری |
| مالکیت دولتی | -۰/۰۰۲ | ۰/۰۰۳ | ۰/۰۷۶ | ۰/۹۳۹ |
| اندازه شرکت | -۰/۴۶ | ۰/۱۱۸ | -۳/۱۷ | ۰/۰۰۱ |
| اهرم مالی | -۰/۵۳۶ | ۰/۳۱۸ | -۱/۶۸ | ۰/۰۱۱ |
| عرض از مبداء | ۰/۶۳۰۹۰۹ | ۰/۱۱۵۸۳ | ۵/٤٤٦٨٦٨ | ۰/۰۰۱ |
| ضریب تعیین | ۰/۱۶ | آماره F | | ۵/۵۶۷ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۱۳ | احتمال F | | ۱۰/۰۰۰ |
| آماره دوربین واتسون | | ۱/۵۰ | | |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود ۰۳٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (نسبت کارایی ) و حدود ۱۳٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) به وسیله متغیرهای پژوهش توضیح داده شده است. همچنین، نتایج مربوط به آماره F با احتمال (۰/۰۰۱) بیانگر این است که مدل‌های فوق در حالت کلی از نظر آماری
معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین- واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی جدی است.

**۲-۹- فرضیه فرعی دوم: میزان مالکیت نهادی بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد.**

$H_0$: میزان مالکیت سهامداران نهادی بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر ندارد.

$H_1$: میزان مالکیت سهامداران نهادی بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS در جدول ۵ و ۶ ارائه شده‌است، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیهٔ فرعی دوم به میزان ۰/۳۶ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه فرعی دوم پژوهش رد می‌شود، به عبارت دیگر اثر میزان مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

Archive of SID

www.SID.ir

**جدول (۵): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول**

| متغیروابسته: هزینه‌نمایندگی(نسبت کارایی) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| متغیر | ضرایب | انحراف معیار | آماره t | سطح معنی داری |
| مالکیت نهادی | -۰.۰۰۱۸۳۸ | ۰.۰۰۲۰۱۱ | -۰.۹۱۴۱۱ | ۰.۳۶۱ |
| اندازه شرکت | -۰.۸۶۵۸۵ | ۰.۰۷۱۴۲۷ | -۱۲.۱۲۲۱۵ | ۰.۰۰۰۱ |
| اهرم مالی | -۰,۳۳۸۰۵۲ | ۰,۱۱۲۳۸۶ | -۳,۰۰۷۹۵۱ | ۰۰,۰۲۷ |
| عرض ازمبداء | ۶.۸۱۲۳۶۳ | ۰.۴۱۴۸۸۴ | ۱۶.۴۱۹۹۳ | ۰.۰۰۰۱ |
| ضریب تعیین | ۰/۴۱ | آماره F | | ۸/۲۵۶ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۲۷ | احتمال F | | ۱۰/۰۰۰ |
| آماره دوربین واتسون | | ۱/۵۵ | | |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیهٔ فرعی دوم به میزان ۰/۳۵ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می‌باشد. لذا فرضیه فرعی دوم پژوهش رد می‌شود. به عبارت دیگر اثر میزان مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

**جدول (٦): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول**

| متغیروابسته: هزینه‌نمایندگی(تعامل فرصت رشدو جریان های نقد آزاد) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| متغیر | ضرایب | انحراف معیار | آماره t | سطح معنی داری |
| مالکیت نهادی | -۰.۰۰۰۷۰۷ | ۰.۰۰۰۷۵۷ | -۰.۹۳۴۱۶۸ | ۰.۳۵۱ |
| اندازه شرکت | ۰.۰۴۵۲۷۵ | ۰.۰۳۰۸۳ | ۱.۴۶۸۵۴۳ | ۰.۱۴۲ |
| اهرم مالی | -۰.۳۵۰۵۶۸ | ۰.۰۶۷۶۸۴ | -۵.۱۷۹۵۱۳ | ۰.۰۰۰۱ |
| عرض ازمبداء | ۰.۶۱۰۶۸۶ | ۰.۱۷۶۱۰۴ | ۳.۴۶۷۷۶۷ | ۰.۰۰۰۵ |
| ضریب تعیین | ۰/۰۳ | آماره F | | ۱۱/۲۲ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۰۳ | احتمال F | | ۱۰/۰۰۰ |
| آماره دوربین واتسون | | ۱/۵۵ | | |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود ۲۷٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) و حدود ۳٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و

www.SID.ir

جریان های نقد آزاد) به وسیله متغیرهای پژوهش توضیح داده شده است. همچنین، نتایج مربوط به آماره F با احتمال (۰/۰۰۱) بیانگر این است که مدل‌های فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین- واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است.

**۳-۹- فرضیه فرعی سوم: مالکیت هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد.**

$H_0$: میزان مالکیت هیات‌مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر ندارد.

$H_1$: میزان مالکیت هیات‌مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS در جدول ۷ و ۸ ارائه شده‌است، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیهٔ فرعی سوم به میزان ۰/۲۹ و بیشتر از ۰/۰۵(سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه فرعی سوم پژوهش رد می‌شود، به عبارت دیگر اثر میزان مالکیت هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

**جدول (۷): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول**

| متغیروابسته: هزینه‌نمایندگی(نسبت کارایی) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| متغیر | ضرایب | انحراف معیار | آماره t | سطح معنی داری |
| مالکیت هیات مدیره | -۰.۰۰۱۹۱ | ۰.۰۰۱۸۱۹ | -۱.۰۴۹۹۴ | ۰.۲۹۴ |
| اندازه شرکت | -۰.۸۵۰۴۹۶ | ۰.۰۶۹۴۷ | -۱۲.۲۴۲۵۸ | ۰.۰۰۰۱ |
| اهرم مالی | -۰.۳۵۲۰۲۵ | ۰.۱۰۸۲۱ | -۳.۲۵۳۱۸ | ۰.۰۰۱۲ |
| عرض ازمبداء | -۰.۳۵۲۰۲۵ | ۰.۱۰۸۲۱ | -۳.۲۵۳۱۸ | ۰.۰۰۱۲ |
| ضریب تعیین | ۰/۴۵ | آماره F | | ۸/۴۷ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۳۸ | احتمال F | | ۰/۰۰۰۱ |
| آماره دوربین واتسون | | ۱/۵۶ | | |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیهٔ فرعی سوم به میزان ۰/۷۴ و بیشتر از ۰/۰۵(سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه فرعی سوم پژوهش رد می‌شود، به عبارت دیگر اثر میزان مالکیت هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان نقد آزاد) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

Archive of SID

www.SID.ir

**جدول(۸): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول**

| متغیروابسته: هزینه‌نمایندگی(تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| متغیر | ضرایب | انحراف معیار | آماره t | سطح معنی داری |
| مالکیت هیات مدیره | -۰.۰۰۰۳۱۵ | ۰.۰۰۰۹۷۴ | -۰.۳۲۳۰۷۶ | ۰.۷۴۶۷ |
| اندازه شرکت | ۰.۰۴۲۶۲۱ | ۰.۰۳۰۷۳۲ | ۱.۳۸۶۸۵۴ | ۰.۱۶۵۸ |
| اهرم مالی | -۰.۳۵۳۳۸ | ۰.۰۶۷۷۱۵ | -۵.۲۱۸۶۴ | ۰.۰۰۰۱ |
| عرض ازمبداء | ۰.۶۰۱۸۰۴ | ۰.۱۸۴۸۳۸ | ۳.۲۵۵۸۵۱ | ۰.۰۰۱۲ |
| ضریب تعیین | ۰/۰۳ | آماره F | | ۱۰/۹۱ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۰۳ | احتمال F | | ۱۰/۰۰۰ |
| آماره دوربین واتسون | | ۱/۵۳ | | |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود ۳۸٪ از تغییرات هزینه‌نمایندگی (نسبت کارایی) و حدود ۳٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (تعامل فرصت) به وسیله متغیرهای پژوهش توضیح داده شده است. همچنین، نتایج مربوط به آماره F با احتمال (۰/۰۰۱) بیانگر این است که مدل‌های فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین- واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی جدی است.

**۴-۹- فرضیه فرعی چهارم: درصد سهام شناورآزاد بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد.**

$H_0$: میزان مالکیت سهام شناورآزاد بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر ندارد.

$H_1$: میزان مالکیت سهام شناور آزاد بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS در جدول ۹و۱۰ ارائه شده‌است، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیهٔ فرعی چهارم به میزان ۰/۰۱۷ و کمتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه چهارم پژوهش تایید می‌شود، به عبارت دیگر درصد مالکیت سهام شناور آزاد بر هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) تاثیر دارد و این تاثیر مستقیم می‌باشد.

Archive of SID

www.SID.ir

**جدول (۹): نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی چهارم**

| متغیروابسته: هزینه‌نمایندگی(نسبت کارایی) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| متغیر | ضرایب | انحراف معیار | آماره t | سطح معنی داری |
| مالکیت سهام شناور آزاد | -۰.۰۰۴۳۷۸ | ۰.۰۰۳۲۱۹ | ۱.۳۵۹۷۴۶ | ۰/۰۱۷۴ |
| اندازه شرکت | -۰.۸۴۴۲۲۱ | ۰.۰۶۸۳۷۷ | -۱۲.۳۴۶۵۷ | ۰.۰۰۰۱ |
| اهرم مالی | -۰.۳۴۰۵۸۹ | ۰.۱۰۶۲۳۲ | -۳.۲۰۶۰۹۳ | ۰/۰۰۱۴ |
| عرض ازمبداء | ۶.۴۷۲۲۶۶ | ۰.۳۸۷۹۱۷ | ۱۶.۶۸۴۶۶ | ۰/۰۰۰۱ |
| ضریب تعیین | ۰/۴۲ | | آماره F | ۸/۵۷ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۳۸ | | احتمالF | ۰/۰۰۰۱ |
| آماره دوربین واتسون | ۱/۷۶ | | | |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیهٔ فرعی چهارم به میزان ۰/۳۹۵ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه چهارم پژوهش رد می‌شود، به عبارت دیگر اثر مالکیت سهام شناور آزاد بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) از نظر آماری اثر معنی داری نیست.

**جدول (۱۰): نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی چهارم**

| متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| متغیر | ضرایب | انحراف معیار | آماره t | سطح معنی داری |
| مالکیت سهام شناور آزاد | -۰.۰۰۱۳۰۱ | ۰.۰۰۱۵۳۲ | -۰.۸۴۹۴۲۷ | ۰/۳۹۵ |
| اندازه شرکت | ۰.۰۴۱۸۴۹ | ۰.۰۳۰۷۲۵ | ۱.۳۶۲۰۵ | ۰/۱۷۳ |
| اهرم مالی | -۰.۳۵۵۵۰۸ | ۰.۰۶۷۷۵۶ | -۵.۲۴۶۸۷۶ | ۰/۰۰۰۱ |
| عرض ازمبداء | ۰.۶۱۸۹۶۷ | ۰.۱۷۸۸۵۲ | ۳.۴۶۰۷۷۳ | ۰/۰۰۰۶ |
| ضریب تعیین | ۰/۰۳ | | آماره F | ۱۰/۸۹ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۰۳ | | احتمالF | ۱۰/۰۰۰ |
| آماره دوربین واتسون | ۱/۷۳ | | | |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

Archive of SID

www.SID.ir

ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود ۳۸٪ از تغییرات هزینه‌نمایندگی (نسبت کارایی) و حدود ۳٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (تعامل فرصت و جزیانهای نقد آزاد) به وسیله متغیرهای پژوهش توضیح داده شده است. همچنین، نتایج مربوط به آماره F با احتمال (۰/۰۰۱) بیانگر این است که مدل‌های فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین- واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی جدی است.

**۱۰- نتایج آزمون فرضیه اصلی دوم: ساختارهای مدیریتی حاکمیت شرکتی بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد.**

**۱-۱۰- فرضیه فرعی پنجم: میزان استقلال اعضای هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد.**

$H_0$: میزان استقلال اعضای هیات‌مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر ندارد.

$H_1$: میزان استقلال اعضای هیات‌مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیردارد.

نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS در جدول ۱۱و۱۲ ارائه شده‌است، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیهٔ فرعی پنجم به میزان ۰/۲۸۲ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه پنجم پژوهش رد می‌شود، به عبارت دیگر اثر استقلال اعضاء هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) از نظر آماری اثر معنی داری نمی‌باشد.

**جدول (۱۱): نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی پنجم**

| متغیروابسته: هزینه‌نمایندگی(نسبت کارایی) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| متغیر | ضرایب | انحراف معیار | آماره t | سطح معنی داری |
| استقلال اعضای هیات‌مدیره | ۰.۱۷۴۰۹۹ | ۰.۱۶۱۷۰۲ | ۱.۰۷۶۶۶۷ | ۰.۲۸۱۹ |
| اندازه شرکت | -۰.۸۶۶۸۳۷ | ۰.۰۷۰۳۶ | -۱۲.۳۱۹۹۸ | ۰/۰۰۰۱ |
| اهرم مالی | -۰.۳۵۰۲۱۳ | ۰.۱۰۹۱۷۴ | -۳.۲۰۷۸۳۳ | ۰.۰۰۱۴ |
| عرض ازمبداء | ۶.۵۹۱۴۷۲ | ۰.۴۰۷۳۲۵ | ۱۶.۱۸۲۳۳ | ۰/۰۰۰۱ |
| ضریب تعیین | ۰/۴۴ | آماره F | | ۸/۲۴ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۳۷ | احتمال F | | ۰/۰۰۰۱ |
| آماره دوربین واتسون | | ۱/۶۶ | | |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

www.SID.ir

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیهٔ فرعی پنجم به میزان ۰/۲۳۲ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه پنجم پژوهش رد می‌شود، به عبارت دیگر اثر استقلال اعضاء هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) از نظر آماری اثر معنی داری نمی‌باشد.

**جدول (۱۲): نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی پنجم**

| متغیروابسته: هزینه‌نمایندگی(تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| متغیر | ضرایب | انحراف معیار | آماره t | سطح معنی داری |
| استقلال اعضای هیات‌مدیره | ۰.۱۰۶۸۳۴ | ۰.۰۸۹۳۴۱ | ۱.۱۹۵۷۹ | ۰.۲۳۲۱ |
| اندازه شرکت | ۰.۰۴۲۴۳۶ | ۰.۰۳۰۷۰۹ | ۱.۳۸۱۸۷۱ | ۰.۱۶۷۳ |
| اهرم مالی | -۰.۳۵۳۳۸۳ | ۰.۰۶۷۶۳۵ | -۵.۲۲۴۸۹۶ | ۰/۰۰۰۱ |
| عرض ازمبداء | ۰.۵۱۲۴۵ | ۰.۱۸۲۴۴۷ | ۲.۸۰۸۷۶۵ | ۰.۰۰۵۱ |
| ضریب تعیین | ۰/۰۳ | آماره F | | ۱۱.۴۱۸۷ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۰۳ | احتمالF | | ۱۰/۰۰۰ |
| آماره دوربین واتسون | | ۱/۵۳ | | |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود ۳۷٪ از تغییرات هزینه‌نمایندگی (نسبت کارایی) و حدود ۳٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (تعامل فرصت و جریان های نقد آزاد) به وسیله متغیرهای پژوهش توضیح داده شده است، همچنین، نتایج مربوط به آماره F با احتمال (۰/۰۰۱) بیانگر این است که مدل‌های فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی جدی است.

**۲-۱۰- فرضیه فرعی ششم: بین هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های که سمت مدیر عامل از ریاست هیات مدیره مجزا است با شرکت‌هایی که این پست مجزا نیست تفاوت وجود دارد.**

$H_0$: بین هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های که پست مدیر عامل از ریاست هیات مدیره مجزا است با شرکت‌هایی که این پست مجزا نیست تفاوت وجود ندارد.

$H_1$: بین هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های که پست مدیر عامل از ریاست هیات مدیره مجزا است با شرکت‌هایی که این پست مجزا نیست تفاوت وجود دارد.

Archive of SID

www.SID.ir

$H_0: \mu_1 = \mu_2$

$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$

**جدول (۱۳): نتایج آزمون مقایسه میانگین هزینه نمایندگی(نسبت کارایی)**

| گروه اول: شرکت‌هایی که پست ریاست هیات مدیره مجزا از سمت مدیر عامل در آن است.<br>گروه دوم: شرکت‌هایی که پست ریاست هیات مدیره مجزا از سمت مدیر عامل در آن نیست. | | | | هزینه نمایندگی: نسبت کارایی |
|---|---|---|---|---|
| پیش فرض | نتایج آزمونT-Testبرای مقایسه میانگین‌ها | | | |
| | آمارهt | درجه آزادی | فاصله اطمینان در سطح۹۵% | | سطح معنی داری |
| | | | حدبالا | حدپایین | |
| همسانی واریانس | -۰/٤٦۷ | ۹۹۰ | ۰/۲۴۳ | -۰/۳۹۶ | ۰/۶۴۱ |
| ناهمسانی واریانس | -۰/۵۱۸ | ۱۷۶/۶۵ | ۰/۲۱۴ | -۰/۳۶۶ | ۰/۶۰۵ |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

برای آزمون فرضیه فوق از روش مقایسه میانگین‌ها استفاده شده است نتایج این آزمون در جدول ۱۳ و ۱۴ ارائه شده است. با توجه به احتمال آماره t (۰/۶۴) منعکس شده در جدول ۱۳ می‌توان گفت هزینه نمایندگی در این دو گروه شرکت‌ها از نظر آماری تفاوت معنی داری ندارند. لذا فرضیه‌های فوق رد می‌شوند.

Archive of SID

www.SID.ir

**جدول (۱۴) : نتایج آزمون مقایسه میانگین هزینه نمایندگی(تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد)**

| گروه اول: شرکت‌هایی که پست ریاست هیات مدیره مجزا از سمت مدیر عامل در آن است.<br>گروه دوم: شرکت‌هایی که پست ریاست هیات مدیره مجزا از سمت مدیر عامل در آن نیست. | | | | | هزینه نمایندگی: تعامل فرصت و جریان نقدی |
|---|---|---|---|---|---|
| پیش فرض | نتایج آزمونT-Testبرای مقایسه میانگین‌ها | | | | |
| | آماره t | درجه آزادی | فاصله اطمینان در سطح ۹۵% | | سطح معنی داری |
| | | | حدبالا | حدپایین | |
| همسانی واریانس | -۱/۹۸۲۶ | ۹۹۰ | ۰/۰۰۵۶ | -۰/۱۵۶ | /۰۴۸ |
| ناهمسانی واریانس | -۱/۸۲۶ | ۱۸۹/۰۹۷ | -۰/۰۰۷ | -۰/۱۴۳ | ۰/۰۳۱ |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

با توجه به احتمال آماره t (۰/۰۴۸۷) در جدول ۱۴ می‌توان گفت بین هزینه نمایندگی تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) شرکت‌های موجود در گروه اول و گروه دوم تفاوت معنی‌داری وجود دارد. لازم به ذکر است بر اساس **آزمون لیون**[1] فرض همسانی واریانس‌ها تایید می‌شود. لذا باید براساس پیش شرط همسانی واریانس‌ها تصمیم گرفت؛ در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر مساوی بودن هزینه نمایندگی دو گروه (گروه با پست مجزا ریاست هیات مدیره از مدیرعامل و گروه با پست غیرمجزا ریاست هیات مدیره از مدیر عامل) رد می‌شود. بنابراین تفاوت بین هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های که پست مدیر عامل از ریاست هیات مدیره مجزا است با شرکت‌هایی که این پست مجزا نیست تفاوت وجود دارد و تفاوت فوق از نظر آماری تفاوت معنی‌داری است.

### ۳-۱۰- فرضیه فرعی هفتم: اندازه هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد.

$H_0$: اندازه هیات‌مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر ندارد.

$H_1$: اندازه هیات مدیره بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد.

نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش حداقل مربعات تعمیم یافته GLS در جدول ۱۵و ۱۶ ارائه شده‌است، با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیهٔ فرعی هفتم به میزان ۰/۷۴۴ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه هفتم پژوهش رد می‌شود، به عبارت

[1] . Leven Test

Archive of SID

www.SID.ir

دیگر اثر اندازه هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) از نظر آماری اثر معنی داری نمی‌باشد.

**جدول (۱۵):نتایج حاصل از فرضیه هفتم**

| متغیر وابسته: هزینه نمایندگی (نسبت کارایی) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| متغیر | ضرایب | انحراف معیار | آماره t | سطح معنی داری |
| اندازه هیات‌مدیره | -۰.۰۹۰۱۷۵ | ۰.۲۷۶۲ | -۰.۳۲۶۴۸۵ | ۰.۷۴۴۱ |
| اندازه شرکت | -۰.۸۳۸۶۰۲ | ۰.۰۶۹۰۵۴ | -۱۲.۱۴۴۰۸ | ۰.۰۰۰۱ |
| اهرم مالی | -۰.۳۳۸۰۸۲ | ۰.۱۰۶۹۹۳ | -۳.۱۵۹۸۴۴ | ۰.۰۰۱۶ |
| عرض ازمبداء | ۶.۶۹۴۹۹۱ | ۰.۵۸۴۱۵۳ | ۱۱.۴۶۱۰۲ | ۰.۰۰۰۱ |
| ضریب تعیین | ۰/۴۴ | آماره F | | ۸.۳۷۸۹۸ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۳۴ | احتمال F | | ۰/۰۰۰۱ |
| آماره دوربین واتسون | | ۱,۵۷ | | |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون فرضیهٔ فرعی هفتم به میزان ۰/۷۵۲ و بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای قابل قبول) می‌باشد لذا فرضیه هفتم پژوهش رد می‌شود، به عبارت دیگر اثر اندازه هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) از نظر آماری اثر معنی داری نمی‌باشد.

**جدول (۱۶): نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی هفتم**

| متغیروابسته: هزینه‌نمایندگی(تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| متغیر | ضرایب | انحراف معیار | آماره t | سطح معنی داری |
| اندازه هیات‌مدیره | ۰.۰۵۸۲۸۳ | ۰.۱۸۴۶۴۳ | ۰.۳۱۵۶۵۲ | ۰.۷۵۲۳ |
| اندازه شرکت | ۰.۰۴۲۶۶۶ | ۰.۰۳۰۶۸۷ | ۱.۳۹۰۳۵۳ | ۰.۱۶۴۷ |
| اهرم مالی | -۰.۳۵۲۳۹۷ | ۰.۰۶۷۶۷۲ | -۵.۲۰۷۴۶۴ | ۰.۰۰۰۱ |
| عرض ازمبداء | ۰.۴۸۷۵۸۸ | ۰.۳۴۲۵۶۶ | ۱.۴۲۳۳۴ | ۰.۱۵۵ |
| ضریب تعیین | ۵۰/۰ | آماره F | | ۱۱.۴۱۸۷ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۵۰/۰ | احتمال F | | ۰/۰۰۰۱ |
| آماره دوربین واتسون | | ۱,۶۳ | | |

Archive of SID

www.SID.ir

ماخذ : یافته های پژوهشگران

ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که در کل دوره پژوهش حدود ۳۴٪ از تغییرات هزینه‌نمایندگی (نسبت کارایی ) و حدود ۵٪ از تغییرات هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان های نقد آزاد) به وسیله متغیرهای پژوهش توضیح داده می‌شود. همچنین، نتایج مربوط به آماره F با احتمال (۰/۰۰۱) بیانگر این است که مدل‌های فوق در حالت کلی از نظر آماری معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین- واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی جدی است.

با توجه به کلیه آزمون‌های فرض فوق در انتها به بصورت خلاصه نتایج حاصله و اثرگذار بودن متغیرها را ارائه کرده‌ایم.

**جدول (۱۷):نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه‌ها**

| ردیف | عنوان فرضیه | نتایج آزمون جزائی |
|---|---|---|
| ۱ | مالکیت دولتی بر هزینه های نمایندگی تاثیر دارد. | رد |
| ۲ | مالکیت نهادی بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد. | رد |
| ۳ | مالکیت هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد. | رد |
| ٤ | درصد سهام شناورآزاد بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد. | قبول(مستقیم) |
| ٥ | میزان استقلال اعضای هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد. | رد |
| ٦ | تفکیک پست مدیر عامل از ریاست هیات‌مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد. | قبول(معکوس) |
| ۷ | اندازه هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی تاثیردارد. | رد |

ماخذ : یافته های پژوهشگران

## ۱۱- نتیجه گیری

آزمون فرضیه اول در این پژوهش بیانگر آن است که میزان مالکیت دولتی بر هزینه نمایندگی تاثیر ندارد. در حالی که از دیدگاه تئوریک، خصوصی سازی و کاهش میزان مالکیت دولتی باعث تعدد سهامداران و لزوم جدایی مالکیت از مدیریت و ایجاد مشکل نمایندگی شده است، به طوری که کنترل شرکت توسط سهامداران اکثریت صورت می گیرد و احتمال سوء استفاده از حقوق سهامداران اقلیت وجود دارد.

آزمون فرضیه دوم در این پژوهش بیانگر آن است که اثر میزان مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی تاثیر معنی‌داری نیست در حالی که از دیدگاه تئوریک نظارت اعمال شده از سوی مالکان نهادی باعث کاهش هزینه نمایندگی می‌شود (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸).

Archive of SID

www.SID.ir

آزمون فرضیه سوم در این پژوهش بیانگر آن است که میزان مالکیت اعضاء هیات مدیره بر هزینه نمایندگی تاثیر ندارد. در حالی که از دیدگاه تئوریک افزایش مالکیت هیات مدیره باعث می‌شود اعضاء هیات مدیره در منافع و زیان شرکت مشارکت بیشتری داشته باشند و از این طریق هزینه نمایندگی شرکت کاهش پیدا کند (لوکاس و همکاران،۲۰۱۱؛ بیک، جنسن و کیم، ۲۰۰۹).

نتایج آزمون فرضیه چهارم بیانگر آن است که درصد سهام شناور آزاد بر هزینه نمایندگی اثرگذار بوده و اثر مثبتی بر هزینه نمایندگی می‌گذارد؛ یعنی با افزایش درصد سهام شناور آزاد هزینه نمایندگی شرکت‌ها افزایش می‌یابد. بر اساس منابع تئوریک وجود سرمایه‌گذاران عمده هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد.

آزمون فرضیه پنجم بیانگر آن است که اثر استقلال هیات مدیره بر هزینه نمایندگی از نظر آماری تاثیر معنی‌داری نیست. در حالی که بر اساس تئوری‌های موجود استقلال هیات مدیره و کیفیت هیات مدیره با هزینه نمایندگی رابطه معکوسی دارد (مک نایت و ویر، ۲۰۰۸؛ فلیپ هاسپیسلاق، ۲۰۱۰).

نتایج آزمون فرضیه ششم بیانگر اثر معکوس تفکیک سمت مدیرعامل از ریاست هیات مدیره بر هزینه نمایندگی (تعامل فرصت رشد و جریان نقدی آزاد) می‌باشد، یعنی هزینه های نمایندگی در شرکت‌هایی که در آنها سمت مدیرعامل از ریاست هیات مدیره مجزا است، نسبت به شرکت‌هایی که این تفکیک وجود ندارد کمتر است. یرماخ (۱۹۹۶) نشان داد که شرکت‌ها هنگامی ارزش بیشتری دارند که پست مدیر عامل از ریاست هیات مدیره جدا باشد. لذا نتیجه این تحقیق با تئوری‌های پیشین همخوانی دارد.

آزمون فرضیه هفتم در این پژوهش بیانگر آن است که اندازه هیات مدیره بر هزینه نمایندگی از نظر آماری تاثیر معنی‌داری ندارد، در حالی که از دیدگاه تئوریک نسبت بزرگتر اعضاء هیات مدیره باعث کاهش هزینه نمایندگی می‌گردد. به طوری که هیات مدیره کوچک تر، از مزیت ها و منافع، نظرات و پیشنهادهای تخصصی و متنوع که در هیات مدیره بزرگتر وجود دارد، محروم است. به علاوه هیات مدیره بزرگتر در زمینه های از قبیل تجربه، مهارت، جنسیت، ملیت و غیره مزیت دارند (دالتون[1]، ۲۰۰۵، ۹۴).

[1] Dalton

www.SID.ir

## ۱۲- پیشنهادات برای سازمان بورس اوراق بهادار و سهامداران فعال در بورس:

با توجه به نتایج این تحقیق، پیشنهاد می گردد سازمان بورس اوراق بهادار قوانینی را جهت الزام شرکت ها به تفکیک سمت مدیرعامل از ریاست هیات مدیره وضع نماید تا بدین وسیله باعث افزایش ارزش شرکتهای بورس اوراق بهادار گردد. و همچنین قوانین دقیق تری را جهت جلوگیری از ایجاد تعارضات نمایندگی در شرکتهای بورس اوراق بهادار مخصوصا شرکت های با مالکیت سهام شناورآزاد بالا، وضع نماید. همچنین پیشنهاد می گردد سهامداران در انتخابشان جهت سرمایه گذاری، همواره به این موضوع توجه داشته باشند که شرکت های که سمت مدیرعامل در آنها مجزا از ریاست هیات مدیره است، دارای هزینه نمایندگی کمتری هستند. همچنین سهامداران در صورت تمایل به سرمایه گذاری در شرکت های با درصد مالکیت سهام شناورآزاد همواره با دقت و احتیاط بالاتری عمل نمایند.

## ۱۳- محدودیت های پژوهش

با توجه به غیر مشهود بودن متغییر هزینه نمایندگی، در این پژوهش از متغیرهای جانشین برای کمی کردن هزینه نمایندگی استفاده می‌شود که احتمالاً نتوانند به صورت دقیق هزینه نمایندگی را اندازه گیری کنند. و همچنین تورم و سایر متغیرهای اقتصادی ممکن است در محاسبه متغیر های تحقیق اثرگذار بوده باشد. با توجه به اینکه در تمامی تحقیقات از جمله تحقیق حاضر، نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره به عنوان شاخص استقلال هیات مدیره در نظر گرفته شده است. در حالی که ممکن است در اثر عواملی نظیر روابط فامیلی، وابستگی های شغلی و... اعضای غیر موظف واقعا مستقل نباشند و منافع شرکت با منافع آنها گره خورده باشد.

Archive of SID

www.SID.ir

## منابع


۱- ابراهیمی، عباس؛ وحید یازلو(۱۳۹۲)، تاثیر ساختار مالکیت بر دارایی های نامشهود، **فصلنامه حسابداری مالی**، شماره ۱۸، ص ۶۲-۸۱.

۲- احمد وند، ژیلا (۱۳۸۵) ؛ بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد، **پایان نامه کارشناسی ارشد**، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد الزهراء تهران.

۳- بدری، احمد (۱۳۹۰) ؛ **مجموعه مقالات همایش راهبری شرکت**، مبانی و ضرورت راهبری شرکتی، صص ۱-۱۷.

۴- پوریانسب، امیر(۱۳۹۰)، راهبری شرکتی وحسابداری، **ماهنامه حسابدار**، سال دوم، شماره هفدهم، صص۱-۳.

۵- حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵)، حاکمیت شرکتی در ایران، **مجله حسابرس**، شماره سی و دوم، صص ۳۲-۳۹.

۶- حساس یگانه، یحیی و ابراهیم ابراهیمی(۱۳۸۹)، حاکمیتی شرکتی و پایندگی، **ماهنامه حسابدار**، شماره ۲۱۶و۲۱۷ صص ۸۲-۹۱.

۷- علی احمدی، سعید؛ علیمرادی، محمد(۱۳۹۲)، حاکمیت شرکتی و رفتار نامتقارن هزینه های اداری و عمومی فروش، **فصلنامه حسابداری مالی**، شماره ۱۹، صفحه ۱۶۷-۱۷۶.

۸- کرمی، غلامرضا؛ حسینی، سیدعلی و حسنی عباس (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت و محافظه کاری در شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار، **ماهنامه حسابدار**، ش۲۱۷، ص۷۳-۶۵.

۹- مشایخی، بیتا و مهدی محمودآبادی (۱۳۸۹)، رابطه مکانیزم های حاکمیت شرکتی با کیفیت سود، **مجله پژوهش های حسابداری مالی**، شماره سوم، صص ۱۷-۳۲.

۱۰- مهدوی، غلامحسین و محمد منفرد مهارلوئی (۱۳۸۹)، ترکیب هیات مدیره و هزینه های نمایندگی، **فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی**، سال دوم، صص ۱۰۹-۱۱۸.

۱۱- ماه آورپور، راضیه (۱۳۸۶)، بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران،**پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا**، دانشگاه علوم اجتماعی و اقتصاد.


Archive of SID

www.SID.ir

۱۲- مجتهد زاده، ویدا (۱۳۸۹)، رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **ماهنامه حسابدار**، شماره ۲۱۶،صص ۲۹-۱.

۱۳- میدری، احمد (۱۳۸۱)، سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصادایران، **رساله دکتری، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران**.

۱۴- هاشمی، سید عباس، یکرانی کیوان(۱۳۹۰)، تاثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر تصمیمات ساختار سرمایه، **فصلنامه حسابداری مالی**، سال ۳، شماره ۹، ص ۱۸-۱

۱۵- نمازی محمد و محمدمنفرد مهارلوئی (۱۳۹۰)، بررسی تاثیر حدود عملیات شرکت بر ساختارهیات مدیره، **مجله دانش حسابداری**، سال دوم، شماره هفتم، صص ۷تا۲۵.

۱۶- نوروش ،ایرج؛ کرمی غلامرضا و جلال وافی ثانی (۱۳۸۸)، بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **تحقیقات حسابداری**، شماره اول، صص ۴-۲۷.

۱۷- نیک بخت، محمد رضا؛ سیدی، سید عزیز و روزبه هاشم الحسینی (۱۳۸۸)، بررسی تاثیر ویژگی های هیات مدیره بر عملکرد شرکت، **مجله پیشرفت های حسابداری**، دوره دوم، شماره اول، صص ۲۷۰-۲۵۱.

18- Bainbridge, S. M. (2000). **Shareholder activism and institutional investors.***Available at SSRN*

19- Cohen, D., A. Dey, and T. Lys. (2005) Trends in earnings managementandinformativeness of earnings announcements in the **Pre- and Post-SarbanesOxley periods**.

20- Dalton, C. M. and Dalton, D. R. (2005), Boards of Directors: Utilizing Evidence in Developing Practical Prescriptions**.** ***British*** **Empirical *Journal of Management***,

21- Doukas .j.A. kim, C, and pantzalis, C, (2000). Security analysis, agency costs and companycharactreristics**. Financial analysts journal**. Vol 56 NO.6 54- 63.

22- El Mir, a., & Seboui, s., 2008. Corporate governance and the relationship between EVA and created sharteholder value**. Corporate Governance**,8,46-58.

Archive of SID

www.SID.ir

23- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, 16: 291-325.

24- Hermalin, B. E. and Weis back, M. S. (2003), **Board of Directors as an Endogenously Determined Institution:** A Survey of the Economic Literature, Center for Responsible Business**.** Working Paper Series. Paper 310417.

25- Iwasaki, I.(2008). The determinants of board composition in a transforming economy**: evidence from rassia-journal of corporat finance**. Vol. 1, 4 pp 532-549

26- Jame S., Rebel. A. Cole and James Wuh Lin (2000) .Agency costs and ownership- structure. **Journal of Finance**, 55: 81-106.16: 91-97.

27- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure", **Journal of Financial Economics**, 3: 305–360

28- Levin, A., Lin, C. F. (1992), "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties."**University of San California**, San Diego, Discussion Paper No: 92-93.

29- Pathan, s.and skully, m.(2010).endogenously structured boards Ofdirectorsinbanks.**JOURNALOFBANKING&FINANCE**,Vol.34 ,pp.1590-1606.

30- Shleifer, A., and Vishny , R. W. (1997). A survey of corporate governanc**e**. **Journal of Finance** 52(2): 737-83.

Archive of SID

www.SID.ir