Arshive of SID

فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی
سال ششم، شماره دوم، شماره پیاپی (۲۱) تابستان ۱۳۹۷
تاریخ دریافت: ۹۴/۸/۲۳ تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۰/۲۶
صص: ۸۵-۹۸

The Effect of Agency Cost on the Relationship between Corporate Governance and Cost of Equity Capital

Farzaneh Heidarpoor[1*], Mahmood Nazari Tajar[2]
1- Associate Professor,Department of Accounting, Economic and Accounting Faculty, Central Tehran Branch, Islamic Azad University,Tehran,Iran
fheidarpoor@yahoo.com
2- M.A. in Accounting, Department of Accounting, Economic and Accounting Faculty, Central Tehran Branch, Islamic Azad University,Tehran,Iran
mahmod.accounting@gmail.com

Abstract
In this paper, the effect of agency cost on the relationship between corporate governance and cost of equity capital is studied. The models for testing hypotheses are multivariate regression model from Chen et al (2011) study. For this purpose, the related data of the listed companies in Tehran Stock Exchange was utilized from the periods 2009 to 2015, including 140 companies. The results show an inverse relationship between corporate governance and cost of equity capital. This means the companies that have better governance system, will have lower financing costs and the investors demand lower yields from them. Indeed if agency cost becomes lower, real investor has more confidence, thus more financial capital is provided for companies. Also the amount of agency costs and the investment opportunities have effect on the relationship between corporate governance and cost of equity capital.
Keywords: Corporate governance, Cost of equity capital, Agency cost.

تأثیر هزینهٔ نمایندگی در رابطهٔ نظام حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایهٔ سهام

فرزانه حیدر پور[۱*]، محمود نظری طجر[۲]
۱- دانشیار گروه حسابداری ، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
fheidarpoor@yahoo.com
۲- کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
mahmod.accounting@gmail.com

چکیده
در این مقاله، تأثیر هزینهٔ نمایندگی در رابطهٔ نظام حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایهٔ سهام بررسی شده است. الگوهای منتخب برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش، از الگوهای رگرسیون چندمتغیرهٔ پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۱) برگرفته شده است. جامعهٔ آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ و شامل ۱۴۰ شرکت است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین نظام حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایهٔ سهام، رابطهٔ معکوس وجود دارد؛ یعنی شرکت‌ها هرچه نظام حاکمیت بهتری داشته باشند، هزینهٔ تأمین مالی کمتری متحمل خواهند شد و سرمایه‌گذاران، بازده کمتری از آنها مطالبه می‌کنند. درواقع، هرچه هزینهٔ نمایندگی کمتر باشد، سرمایه‌گذار اطمینان بیشتری می‌کند و درنتیجه، سرمایهٔ مالی بیشتری برای شرکت‌ها مهیا می‌شود. هزینهٔ نمایندگی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در رابطهٔ نظام حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایهٔ نیز سهام تأثیر می‌گذارد.
واژه‌های کلیدی: نظام حاکمیت شرکتی، هزینه سرمایهٔ سهام، هزینهٔ نمایندگی

* نویسنده مسؤول

www.SID.ir

Arshive of SID

مقدمه

نظام حاکمیت شرکتی، توزیع حقوق و مسئولیت‌های صاحبان منافع مختلف شرکت‌ها اعم از مدیران، کارکنان، سهامداران و سایر شخصیت‌های حقیقی و حقوقی را مشخص می‌کند که از فعالیت‌های شرکت تأثیر می‌پذیرد و در آن اثر می‌گذارد. این نظام که قوانین و رویه‌هایی برای تعیین فرایندهای تصمیم‌گیری در شرکت اعم از هدف‌گذاری، تعیین ابزارهای رسیدن به اهداف و طراحی‌های سیستم‌های کنترلی را معین می‌کند، با راه‌هایی که تأمین‌کنندگان منابع مالی برای اطمینان از بازگشت سرمایه به کار می‌بندند، ارتباط تنگاتنگی دارد. نظام حاکمیت شرکتی، مجموعهٔ دستورالعمل‌ها، ساختارها، فرایندها و هنجارهای فرهنگی است که شرکت‌ها با رعایت آنها به اهدافی چون ایجاد شفافیت در فرایندهای کاری، پاسخگویی در مقابل صاحبان منافع و رعایت حقوق ایشان دست خواهند یافت. ساز وکارهای حاکمیت شرکتی، مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها را کاهش می‌دهد.کیفیت این ساز و کارها، امری نسبی است و از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است.

هدف علم اقتصاد، تخصیص بهینهٔ منابع کمیاب است. پیش‌نیاز نیل به این هدف، کارایی بازارهای فعال در اقتصاد ازجمله بازار سرمایه است. درواقع، نقش اصلی بازار سرمایه، جذب و هدایت نقدینگی سرگردان و پراکنده در اقتصاد به سمت مسیرهای بهینه است؛ به‌گونه‌ای که به تخصیص بهینهٔ منابع کمیاب مالی و به‌تبع آن، کاهش هزینه سرمایه منجر می‌شود. یکی از بهترین روش‌های دستیابی به کارایی در اقتصاد، تشخیص شرکت‌ها و پروژه‌های کارا از شرکت‌ها و پروژه‌های غیرکارا و غیرسودآور است. در این پژوهش، تأثیر هزینهٔ نمایندگی در رابطهٔ نظام حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایهٔ سهام بررسی شده است. برای بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی در هزینهٔ سرمایهٔ سهام از روش و الگوی پژوهش چن و همکاران[1] (۲۰۱۱) بهره گرفته شده است. براساس پژوهش‌های پیشین انتظار می‌رود بین حضور عوامل نظارتی حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ معکوس وجود داشته باشد. همچنین هزینهٔ نمایندگی نیز معیار تعیین‌کننده‌ای برای هزینهٔ سرمایهٔ شرکت است؛ زیرا هرچه هزینهٔ نمایندگی شرکت بیشتر باشد، سهامداران بازده بیشتری را مطالبه می‌کنند [۱۱]؛ بنابراین نوآوری این پژوهش، بررسی اثر هزینه‌های نمایندگی در میزان این رابطه است.

مبانی نظری

حداکثرسازی ثروت سهامداران، ایفای وظایف اخلاقی و مسئولیت‌های اجتماعی از اهداف بسیار مهم شرکت‌ها به شمار می‌آید. یکی از عواملی که تأثیر زیادی در تحقق اهداف مزبور دارد، اجرای مناسب اصول حاکمیت شرکتی است. در حدود سیصد سال قبل که آدام اسمیت در کتاب ثروت ملل، بحث تفکیک‌گردانندگان (مدیران) شرکت‌ها را از مالکیت آنها مطرح کرد، همواره ساز وکارهایی برای برقراری تعادل میان منافع صاحبان مؤسسات (سرمایه‌گذاران) و مدیران پیشنهاد شده است [۴]. ارزش‌آفرینی شرکت‌ها به‌نوعی معلول عملکرد مدیران است. این موضوع با توسعهٔ شرکت‌های سهامی و مطرح‌شدن نظریهٔ نمایندگی، افزایش وظایف و اختیارات هیأت مدیرهٔ شرکت‌ها به‌صورت جدی‌تری مطرح می‌شود. محتوای اطلاعاتی سود با تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی،

1. Chen Kevin et al.

www.SID.ir

Arshive of SID

رابطهٔ مثبت دارد [۱۷]. وجود سهامداران نهادی عمده در ترکیب سهامداران و نظارت کارای آنها، تأثیر کاهشی درهزینهٔ بدهی شرکت‌ها دارد [۲]. فساد ریسک را افزایش و ضعف حقوق و اختیارات سهامداران را نشان می‌دهد [۸]. برل و مینز[1] (۱۹۳۲)، راس[2] (۱۹۷۳) و پرایس[3] (۱۹۷۶) از زوایای مختلف، نظریهٔ نمایندگی را بررسی و درنهایت، جنسن و مکلینگ[4] (۱۹۷۶) مبانی نظریهٔ نمایندگی را مطرح کردند. این نظریه به‌طور کلی، به تضاد منافع موجود بین مدیر (کارگزار) و مالک (کارگمار) اشاره دارد؛ یعنی طرف‌های قرارداد،انتظارات منطقی دارند و به دنبال بیشینه‌سازی منافع خود هستند. گومپرز و همکارانش[5] (۲۰۰۳)، براون و کاپلر (۲۰۰۵)، بلک و همکاران[6] (۲۰۰۶)، دورنیو وکیم (۲۰۰۵) و وین دروبتز[7] (۲۰۰۴) در نتایج مشابهی دریافتند حاکمیت شرکتی مناسب و مطلوب شرکت، باعث سودآوری بیشتر شرکت‌ها می‌شود که این موضوع، قیمت سهام و سود سهام پرداختی به سهامداران را افزایش می‌دهد [۴]. در شرکت‌هایی که خلق ارزش داشته‌اند، رابطهٔ پاداش هیأت مدیره و ارزش ایجادشده برای سهامداران مستقیم است و در شرکت‌هایی که تخریب ارزش کرده‌اند، رابطهٔ میزان تمرکز سهامداران نهادی و ارزش ایجادشده برای سهامداران مستقیم است [۱۰]. خیرالهی روشتی (۱۳۹۲) تأثیر اندازهٔ مؤسسهٔ حسابرسی را در محافظه‌کاری، هزینهٔ نمایندگی و هزینه سرمایه بررسی کرد. در این پژوهش از روش داده‌های ترکیبی و تحلیل رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد اندازهٔ مؤسسهٔ حسابرسی (کیفیت حسابرسی) با محافظه‌کاری، رابطهٔ مستقیم و با هزینهٔ نمایندگی و هزینه سرمایه، رابطهٔ معکوس دارد.

در شرکت‌های بزرگ، تفکیک مالکیت و مدیریت، مشکلات نمایندگی را ایجاد کرده است؛ زیرا اهداف سرمایه‌گذاران و مدیران از هم جدا است. اکنون اگر یک سرمایه‌گذار تصمیم بگیرد فعالیتش را در شرکت افزایش دهد، با مشکل سواری رایگان مواجه خواهد شد؛ زیرا سایر سهامداران نیز از تلاش‌های وی برای کنترل مدیریت بهره‌مند می‌شوند. این هزینهٔ کنترل باید تقبل شود و سرمایه‌گذار فعال با افزایش سهام در شرکت، خودش را در معرض تنوع‌سازی کمتری قرار می‌دهد. هلدرنس (۲۰۰۳) بیان می‌کند که دو عامل در ایجاد انگیزهٔ کنترل مؤثر است: ۱) منافع مشترک حاصل از کنترل و ۲) نفع شخصی حاصل از کنترل. در حالی که منافع مشترک حاصل از کنترل، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، نفع شخصی موجب کاهش آن می‌شود و تأثیر معکوسی بر سهامداران جزء دارد. تضادها و نبود توافق‌های مالکان نهادی بانفوذ، ممکن است کارایی ائتلاف آنها را کاهش دهد که این تمرکز مالکیت به مزایای مدیریتی منفی ممکن است منتج شود [۳]. رضایی و تیموری (۱۳۹۱) دریافتند بین متغیرهای حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی) با ریسک جریان نقدی آزاد، رابطهٔ معناداری وجود ندارد. غلاوه بر این بین اهرم مالی با دارایی‌های ثابت مشهود، اندازهٔ شرکت، فرصت های رشد، رابطهٔ مثبت و معنادار و بین اهرم و مالیات بر درآمد، رابطهٔ منفی و معنادار و بین استقلال اعضای هیأت مدیره و بدهی با ریسک جریان نقدی آزاد، رابطهٔ منفی و معنادار وجود دارد [۱۶].

1. Berle, Adolf, and Gardiner Means
2. Ross, S.
3. Prowse, S.D
4. Jensen, M. and meckling
5 .Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick
6. Black, B., Jang, H., Kim, W
7. Wayne Drobetz

www.SID.ir

Arshive of SID

با درنظرگرفتن اینکه یکی از مهم‌ترین مسائل مطرح‌شده در زمینهٔ سرمایه‌گذاری‌ها، مسألهٔ تأمین مالی این پروژه‌های سرمایه‌گذاری است، انتظار می‌رود با توجه به ساز و کار اطلاعات نامتقارن بین مدیران و اعتباردهندگان دربارهٔ جریان‌های نقدی، چشم‌انداز آتی و ارزش واقعی شرکت، هزینهٔ تأمین مالی خارجی گران‌تر از تأمین مالی داخلی شود و درنتیجه، مدیران مالی واحدهای تجاری برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود، بیشتر بر جریان‌های نقد داخلی تکیه کنند و حساسیت سرمایه‌گذاری به این وجوه نقد داخلی افزایش یابد. علاوه بر این مشکلات نمایندگی، ناشی از جداسازی مالکیت و کنترل است [۷]. منافع مدیران کاملاً با منافع سهامداران سازگار نیست و مدیران به افزایش اندازهٔ شرکت تمایل دارند. بسیاری از پژوهش‌های آکادمیک نشان داده است مزایا و منافع مالی و غیرمالی مدیران در شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک بیشتر است [۱۲]؛ بنابراین هدف مدیریت می‌تواند به جای حداکثرسازی ارزش شرکت، رشد اندازهٔ شرکت باشد. نظریهٔ جریان نقدی آزاد پیش‌بینی می‌کند به موازات افزایش جریان نقدی آزاد، امکان دارد پروژه‌هایی اجرا شود که NPV منفی داشته باشد؛ پس مشکلات نمایندگی ممکن است موجب سرمایه‌گذاری بیش از حد شود. نیکوکار و همکاران (۱۳۹۳) رابطهٔ ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و با هزینهٔ نمایندگی متشکل از شرکت‌های ایرانی را بررسی کردند. آنها اثر ساز وکارهای حاکمیت شرکتی را در دو مؤلفهٔ متفاوت از هزینه‌های نمایندگی، یعنی فروش کل به دارایی کل (گردش دارایی) و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش کل بررسی کردند. از بین ساز وکارهای کنترل هزینه‌های نمایندگی، درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی، به‌عنوان متغیر مستقل بررسی شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد در صورت استفاده از نسبت گردش دارایی به‌عنوان معیاری برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی، بین درصد اعضای غیرموظف و هزینه‌های نمایندگی، رابطهٔ معناداری وجود دارد؛ اما این رابطه برای سرمایه‌گذاران نهادی معنادار نیست. مشکلات نمایندگی از رابطهٔ مدیران – سهامداران می‌تواند فراتر برود و رابطهٔ شرکت و اعتباردهندگان را نیز در بر بگیرد. مدیران برای ایجاد ارزش برای سهامداران در سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پرریسکی انگیزه دارند که مطلوب اعتباردهندگان نیست. اینگونه سرمایه‌گذاری‌های پرریسک موجب انتقال ارزش از اعتباردهندگان به سهامداران می‌شود؛ زیرا سهامداران هیچگونه سودی را که از محل این سرمایه‌گذاری‌ها ایجاد می‌شود، به اعتباردهندگان پرداخت نمی‌کنند؛ در حالی که اعتباردهندگان قسمتی از ریسک ورشکستگی و ناتوانی مالی شرکت را تحمل می‌کنند؛ پس این انگیزه برای اعتباردهندگان وجود دارد که هزینهٔ سرمایه را با نرخ‌های بهره، مدت قرارداد و سایر موارد قانونی افزایش دهند [۷]. کیومرثی (۱۳۹۱) تأثیر ساز وکارهای حاکمیت شرکتی و تصمیم‌های ساختار سرمایه را در هزینه‌های نمایندگی بررسی کرد. نتایج نشان داد از بین متغیرهای حاکمیت شرکتی، بین درصد مالکیت مدیریت و پرداخت پاداش به هیأت مدیره با هزینه‌های نمایندگی، رابطهٔ معکوس ومعناداری و بین درصد تمرکز مالکیت با هزینه‌های نمایندگی، رابطهٔ مستقیم و معناداری وجود دارد. از بین متغیرهای تصمیم‌های ساختار سرمایه نیز بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت و نسبت بدهی بلندمدت با هزینه‌های نمایندگی، رابطهٔ معکوس وجود دارد. بین نسبت بدهی

www.SID.ir

Arshive of SID

کل با هزینه‌های نمایندگی نیز رابطهٔ مستقیم و معناداری وجود دارد.

هزینهٔ سرمایه یکی از مفاهیم اساسی در حوزهٔ مبانی مالی است و در تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، نقش اساسی دارد. مدیریت شرکت، بدیل‌های مختلف تأمین مالی و اثر آنها را در ریسک و بازده شرکت باید مشخص کند. هدف اصلی مدیر باید به‌حداقل‌رساندن هزینهٔ تأمین مالی باشد. از آنجا که هزینهٔ حقوق صاحبان سهام بخشی از کل هزینهٔ سرمایه است و در فرایند تصمیم‌گیری نیز استفاده می‌شود، اهمیت زیادی دارد. مطابق گفتهٔ بنیدا (۲۰۰۳) هزینهٔ حقوق صاحبان سهام به این دلیل اهمیت دارد که تشکیل‌دهندهٔ یک مبنا برای مقایسهٔ فرصت‌های سرمایه‌گذاری است؛ بنابراین از دید یک شرکت، این موضوع اهمیت دارد که هزینهٔ حقوق صاحبان سهام خود را در سطح معقولی نگه دارد. از هزینهٔ حقوق صاحبان سهام به‌عنوان عاملی برای ارزیابی بدیل‌های تأمین مالی در تهیهٔ بودجه و ارزیابی عملکرد نیز استفاده می‌شود. زیادبودن هزینهٔ حقوق صاحبان سهام، ممکن است به نپذیرفتن سرمایه‌گذاری‌های بالقوه‌ای منجر شود که در رشد آتی شرکت اثرگذار است. هزینهٔ حقوق صاحبان سهام یک شرکت معادل بازده درخواست‌شدهٔ سرمایه‌گذاران است. ریسک، رشد و اندازه، عامل‌های عمده و رایجی هستند که در بازده مدّنظر سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد [۶]. شورورزی و همکاران (۱۳۹۴) ارتباط حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت را بر مبنای رگرسیون فازی بررسی کردند. براساس نتایج این پژوهش، فرضیهٔ ارتباط بین وجود اعضای غیرموظف در هیأت مدیره و وجود مالکان نهادی با عملکرد شرکت تأیید شد. بین نقش دوگانهٔ مدیرعامل و عملکرد شرکت نیز ارتباط معنی‌داری مشاهده نشد؛ بنابراین با توجه به نتایج این پژوهش، بر توجه ویژه به ساز وکارهای حاکمیت شرکتی در راستای بهبود عملکرد شرکت تأکید می‌شود. هزینهٔ خالص سهام عادی، عبارت است از حداقل نرخ بازده‌ای که شرکت باید عاید صاحبان سهام عادی کند تا اینگونه، ارزش بازار سهام آن شرکت حفظ شود. اگر شرکتی تعدادی سهام عادی منتشر کند و خالص دریافتی در ازای فروش هر سهم a ریال باشد، آن شرکت، خالص پول دریافتی را با ارزش ذاتی آن سهام می‌تواند برابر بداند؛ زیرا خریداران این نوع سهام، آن سهام را به قیمتی می‌توانند بخرند که b ریال به‌صورت خالص به دست شرکت برسد. اشتون و وانگ[1] (۲۰۱۶) ثابت کردند رابطهٔ نظری بین اجزای سود و بازده آتی سهام وجود دارد. آنها نقش اطلاعاتی سود، جریان های نقدی و اقلام تعهدی را در پیش‌بینی بازده سهام آتی نشان دادند [۱۳]. با توجه به آثار حاکمیت شرکتی در کاهش هزینه‌های نمایندگی مانند هزینه سرمایه، این پژوهش به دنبال بررسی رابطهٔ تأثیر حاکمیت شرکتی در هزینه سرمایهٔ سهام عادی با درنظرگرفتن هزینهٔ نمایندگی است. هوستون و همکاران[2] (۲۰۱۵) سهامداران نهادی و هزینه سرمایه در شرکت‌های ایالات متحده را بین سال‌های ۱۹۸۵ تا ۲۰۰۷ بررسی کردند. پژوهش‌ها نشان می‌دهد افزایش هزینهٔ تأمین مالی از افزایش درگیری‌های نمایندگی به وجود می‌آید که حمایت از سهامداران را محدود کرده‌اند. کیجی هانگ و همکاران[3] (۲۰۱۵) نشان دادند به‌طور کلی، مطالعهٔ شواهد بدون ابهام نشان می‌دهد کیفیت اقلام تعهدی، اثر مهمی در قیمت سهام داردکه با کانال نرخ تنزیل در جریان است [۱۴].

1 .Ashton & Wang
2. Houston et al.
3. Keejae Hong et al.

www.SID.ir

Arshive of SID

به‌طور خاص، تأثیر قوانین تقاضای جهانی (UD) میان صنایع بیشتر فشرده، عمیق‌تر است؛ اما در میان شرکت‌های با حضور زیاد سهامداران نهادی ضعیف است. علاوه بر این، پس از تصویب قوانین UD، کیفیت گزارشگری مالی افت می‌کند و این نشان می‌دهد بخشی از افزایش هزینهٔ تأمین مالی از ابهام صورت‌های مالی ناشی می‌شود. به‌طور کلی، یافته‌های ما نشان می‌دهد قوانین UD حقوق دادخواهی سهامداران را تضعیف می‌کند و با قراردادن موانع زیاد برای دادخواهی مشتق‌شده، سهامداران را به‌صورت درگیری نمایندگی بیشتر، درنهایت، به بازده لازم می‌رساند. فیصل حقی، تانگوم گوپیناژ و کیرکپاتریک [1] (۲۰۱۴) در بررسی‌های انجام‌داده بر شرکت‌های بنگلادشی، به این نتیجه رسیده‌اند که حاکمیت شرکتی بهتر، هزینهٔ نمایندگی را کاهش و اطمینان سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد که باعث می‌شود سرمایه‌گذاران، نرخ بازده مدّنظر سهام را کاهش دهند که درنهایت، به کاهش هزینه سرمایهٔ سهام شرکت‌ها منجر می‌شود. گوارگیلیا و یانگ [2] (۲۰۱۲) نحوهٔ مدیریت محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی را برای حداقل‌سازی ناکارآیی سرمایه‌گذاری بررسی کردند. در نمونهٔ بررسی‌شدهٔ آنها، حساسیت سرمایه‌گذاری غیرعادی زیادی نسبت به جریان‌های نقدی مشاهده شد؛ به‌ویژه با درنظرگرفتن هزینه‌های نمایندگی و محدودیت‌های مالی مشاهده شد، شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی آزاد کمتری دارند، کمتر سرمایه‌گذاری انجام می‌دهند. میزان این ناکارایی سرمایه‌گذاری به عواملی ازجمله ساختار مالکیت شرکت و شرایط مالی بستگی دارد. حاکمیت شرکتی، هزینه سرمایهٔ سهام عادی را کاهش می‌دهد [۹، ۱۵]؛ زیرا حمایت سرمایه‌گذاران در نظریهٔ نمایندگی باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی و درنتیجه، ایجاد اطمینان‌بخشی به سرمایه‌گذار باعث کاهش هزینه سهام عادی می‌شود.

روش پژوهش

اطلاعات اساسی این پژوهش، قیمت بازار سهام، آمار معاملات و اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها است؛ از این‌رو، به‌دلیل سهولت در دسترسی، شفافیت در ارائه و قابلیت اتکای زیاد در محتوای اطلاعات و مقبولیت عمومی نزد استفاده‌کنندگان حرفه‌ای این عرصه؛ ازقبیل سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی مجرب و تحکیم قوانین نظارتی مدقن بر عملکرد شرکت‌ها، از اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بهره گرفته شده است. به همین منظور برای جمع‌آوری داده‌های مربوط، از بانک اطلاعاتی نرم‌افزار ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز و صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه حسابرسی‌شدهٔ شرکت‌ها استفاده شده است. عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) دریافتند ارتباط مثبتی بین سهامداران نهادی و عملکرد شرکت و نسبت سود وجود دارد. این نتایج نشان می‌دهد شرکت‌ها با بازده سهام بیشتر و سهامداران نهادی بزرگ‌تر، سود تقسیمی بیشتری دارند. عرب‌صالحی و کاظمی نوری (۱۳۹۳) تأثیر هزینهٔ نمایندگی را در حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی در بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ بررسی کردند. در آزمون فرضیهٔ اول، تأثیرگذاری هزینه‌های نمایندگی در میزان سرمایه‌گذاری بررسی شد. نتایج نشان داد میزان هزینه‌های نمایندگی، تأثیر معناداری در بیش (کم) سرمایه‌گذاری‌ها ندارد؛ اما جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت، تأثیر مثبتی در میزان سرمایه‌گذاری‌های جدید

1. Faizul Haque & Thankom Gopinath Arun & Colin Kirkpatrick
2. Guariglia & Yang

www.SID.ir

Arshive of SID

شرکت دارد. در آزمون فرضیهٔ دوم با استفاده از عامل ضرب جریان‌های نقدی در هزینه‌های نمایندگی، میزان تأثیر هزینه‌های نمایندگی در حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی بررسی شد و نتایج، نشان‌دهندهٔ رابطهٔ مثبت و قوی میان این دو متغیر بود؛ یعنی در شرکت‌هایی که هزینهٔ نمایندگی بیشتری دارند، حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی بیشتر است. چن و همکاران[1] (۲۰۱۱) رابطهٔ تأثیر حاکمیت شرکتی را در هزینهٔ سرمایهٔ سهام عادی با درنظرگرفتن هزینهٔ نمایندگی بررسی کرده اند. یافتهٔ آنها نشان‌دهندهٔ رابطهٔ معکوس بین توانمندی حاکمیت شرکتی با هزینهٔ سهام عادی است.

دیسندر و همکاران[2] (۲۰۱۱) در بررسی ارتباط ویژگی های حاکمیت شرکتی و حق‌الزحمهٔ حسابرسی به این نتیجه رسیدند که خدمات حسابرسی و استقلال هیأت مدیره در زمان پراکندگی مالکیت، مکمل هم هستند که به این اشاره دارد که مالکیت متمرکز و ترکیب هیأت مدیره در نظارت بر مدیریت، جانشین های مناسبی برای هم هستند. همچنین آنها نتیجه گرفتند بین ترکیب‌های هیأت مدیره (استقلال و دوگانگی مدیرعامل) و حق‌الزحمهٔ حسابرسی ارتباط وجود دارد. چانگ و سون (۲۰۱۰) تأثیر افشای ساختار حاکمیت شرکتی را در ادراک بازار، از محتوای اطلاعاتی و مدیریت سود بررسی کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که ساختار حاکمیت شرکتی قوی تر موجب می شود بازار به تغییرات سود، واکنش بیشتری نشان دهد. بو و شارما[3] (۲۰۰۸) تأثیر حاکمیت شرکتی را در فرایند حسابرسی با بررسی حق الزحمهٔ حسابرسی در شرکت‌های دولتی بررسی کردند. در این پژوهش هیچ ارتباط معنی‌داری بین بیشتر متغیرهای نظام حاکمیت شرکت و حق الزحمهٔ حسابرسی مشاهده نشده است که نشان می دهد اداره کنندگان شرکت دولتی به تضمین اضافی حسابرس به دلیل نظارت دقیق قانونگذار (دولت) نیازی ندارد. پژوهش همچنین به ارتباطی منفی بین استقلال کمیتهٔ حسابرسی و حق الزحمهٔ حسابرسی دست یافت که نشان می دهد حسابرسان با وجود یک کمیتهٔ حسابرسی مستقل، از تلاش و حق الزحمهٔ خود می کاهند؛ زیرا آنها می پذیرند که چنین کمیته‌ای از ریسک گزارشگری مالی و کنترل شرکت می کاهد [۵]. نتایج پژوهش نویسی و نایکر[4] (۲۰۰۶) نشان می دهد حضور سرمایه گذاران نهادی، تأثیر مثبت در ارزش شرکت خواهد داشت. تاسیا و گو (۲۰۰۷) ارتباط مالکیت نهادی و عملکرد شرکت را بررسی کردند. مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شدهٔ شرکت های دولتی از کل سهام سرمایه است. آنها نشان دادند سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به سرمایه گذاران کمک کنند مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند. الگوهایی که برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش در نظر گرفته شده است، برگرفته از الگوهای رگرسیون چندمتغیرهٔ پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۱) است:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Governance_{i,t} + \beta_2 BSize_{i,t} + \beta_3 BIND_{i,t} + \beta_4 Beta_{i,t} + \beta_5 MV_{i,t-1} + \beta_6 BM_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

مازاد وجوه لازم برای پروژه‌ها را جریان وجوه نقد آزاد می گویند. وجوه لازم باید با هزینهٔ سرمایهٔ مربوط تنزیل شود و در صورتی که ارزش فعلی مثبت (NPV) داشت، آن‌گاه جریان وجوه نقد آزاد وجود دارد (جنسن،۱۹۸۶). در این پژوهش از جریان وجوه نقد عملیاتی و جریان وجوه نقد حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها

1. Chen et al.
2. Desender et al.
3. Boo & sharma.
4. Navissi & Naiker

www.SID.ir

Arshive of SID

به‌عنوان جریان وجوه نقد آزاد استفاده می‌شود که نشان می‌دهد شرکت‌ها با هزینه‌های نمایندگی بالقوه، وجوه نقد خود را ذخیره می‌کنند. شرکت‌هایی که وجوه نقد دارند؛ ولی فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب ندارند، بیشتر با هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان وجوه نقد آزاد روبه‌رو هستند. جریان وجوه نقد آزاد که نشان‌دهندهٔ هزینهٔ نمایندگی است با استفاده از فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{جریان وجوه نقد آزاد (FCF)} = \frac{\text{جریان وجوه نقد عملیاتی}-\text{سود تقسیمی}}{\text{جمع دارایی‌ها}}$$

براساس پژوهش‌های پیشین از معیارهای Q توبین و رشد فروش به‌عنوان معیار سنجش فرصت سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. Q توبین حاوی اطلاعاتی دربارهٔ فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی است؛ ولی رشد فروش گذشته‌نگر است [۱۱].

فرضیه‌های این پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیهٔ اول: بین کیفیت حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایهٔ سهام عادی، رابطهٔ معکوس وجود دارد.

فرضیهٔ دوم: میزان تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی در هزینهٔ سرمایهٔ سهام عادی در شرکت‌هایی با هزینهٔ نمایندگی زیاد ناشی از گردش وجوه نقد آزاد با به‌کارگیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری نسبت به شرکت‌هایی با هزینهٔ نمایندگی کم، بیشتر است.

جامعهٔ آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۳ در بورس فعال باشند؛ معاملات سهامشان بیشتر از ۳ ماه وقفه نداشته باشد؛ سال مالی آنها به پایان هر سال شمسی ختم شود و شرکت‌های انتخاب‌شده جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری باشند. بدین‌ترتیب از بین کلیّهٔ شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۱۴۰ شرکت برگزیده شد.

متغیر مستقل پژوهش، حاکمیت شرکتی و متغیر وابسته، هزینه سرمایهٔ سهام عادی است. هزینه سرمایهٔ سهام عادی به روش الگوی گوردون به‌صورت زیر محاسبه شده است:

$$R_{i,t} = \frac{D_t * (1+g)}{P_0 + g}$$

$R_{i,t}$ نرخ بازده سرمایه‌گذاری است؛ D_t سود تقسیمی است؛ P_0 قیمت سهام بر جریان‌های نقدی است؛ g نرخ رشد است.

متغیرهای کنترلی استفاده‌شده نیز شامل $Beta_{i,t}$ (نشان‌دهندهٔ ریسک بازار)؛ $MV_{i,t-1}$ (اندازهٔ شرکت برابر با لگاریتم ارزش بازار سهام عادی)؛ $BM_{i,t-1}$ (ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام برابر با لگاریتم نرخ ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام)؛ $LEV_{i,t-1}$ اهرم مالی (برابر با تقسیم بدهی بلندمدت به جمع دارایی ها در پایان سال مالی پیشین نسبت به مقاله) است. برای تعیین روش به‌کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن‌بودن آنها از آزمون چاو وآمارهٔ F لیمر استفاده شده است. در این آزمون، فرض H_0 مبنی بر همگن‌بودن داده‌ها است و در صورت تأیید باید تمامی داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرد و با یک رگرسیون کلاسیک، تخمین پارامترها را انجام داد؛ در غیر این صورت، داده‌ها را باید به‌صورت داده‌های تابلویی در نظر گرفت. در صورتی که نتایج این آزمون، مبنی بر به‌کارگیری داده‌ها به‌صورت داده‌های تابلویی شود، برای تخمین الگوی پژوهش از یکی از الگوهای آثار ثابت (FEM) یا اثرات تصادفی (REM) باید استفاده

www.SID.ir

Arshive of SID

شود. برای انتخاب یکی از این دو الگو باید آزمون هاسمن اجرا شود. فرض صفر آزمون هاسمن، مبنی بر مناسب‌بودن الگوی آثار تصادفی برای تخمین الگوهای رگرسیونی داده‌های تابلویی است. برای انجام این آزمون با استفاده از نرم‌افزارآماری Eviews پس از اجرای تخمین‌های الگوی آثار ثابت و آثار تصادفی، برای مقایسهٔ این دو الگو، دستور hausman fixed random را اجرا می‌کنیم. نتایج آزمون چاو نشان می‌دهد احتمال به‌دست‌آمده برای آمارهٔ F کمتر از ۵ درصد است؛ پس برای آزمون این فرضیه، داده‌ها به‌صورت تابلویی (تلفیقی) استفاده شده است. اکنون برای تعیین استفاده از الگوی آثار ثابت یا آثار تصادفی برای تخمین پارامترهای الگو، از آزمون هاسمن استفاده شده است که نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد سطح معناداری آزمون هاسمن برابر ۰/۰۰۳ است که کوچک‌تر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرض صفر آزمون هاسمن رد می‌شود و برای تخمین پارامترهای معادلهٔ رگرسیون چندمتغیرهٔ پژوهش، از الگوی آثار ثابت باید استفاده کرد.

یافته‌ها

نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون فرضیهٔ اول پژوهش در جدول ۳ ارائه شده است:

جدول (۳) نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون فرضیهٔ اول پژوهش

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Governance_{i,t} + \beta_2 Beta_{i,t} + \beta_3 MV_{i,t-1} + \beta_4 BM_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرهای توضیحی	ضریب متغیر الگو (β_i)	علامت پیش‌بینی‌شده	آمارهٔ t	سطح معناداری
β_0	۰/۰۱۳	–	۰/۰۹۵	۰/۹۲۴
$Governance_{i,t}$	-۰/۰۳۷	منفی	-۲/۲۷۴	۰/۰۲۳
$Beta_{i,t}$	-۰/۰۷۰	–	-۰/۴۰۷	۰/۶۸۴
$MV_{i,t-1}$	۰/۰۲۴	–	۱/۹۹۵	۰/۰۴۶
$BM_{i,t-1}$	-۰/۰۲۰	–	-۱/۱۰۲	۰/۲۷۱
$LEV_{i,t-1}$	-۰/۰۴۶	–	-۰/۴۸۰	۰/۶۳۱

همانگونه که در جدول مشاهده می‌شود، آمارهٔ F برابر با ۲/۵۳۵ و سطح معناداری برابر با ۰/۰۲۸ است که نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد، الگوی رگرسیون خطی از نظر آماری معنی‌دار است. آمارهٔ t برای متغیر توضیحی $Governance_{i,t}$ (با بتای ۰/۰۳۷-) برابر با ۲/۲۷۴- است و سطح معنی‌داری متغیر مذکور نیز برابر با ۰/۰۲۳ است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد از نظر آماری معنی‌دار است. دربارهٔ بررسی اولین فرضیه، بین نظام حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایهٔ سهام، رابطهٔ معکوس وجود دارد؛ زیرا بتای متغیر توضیحی $Governance_{i,t}$ برابر ۰/۰۳۷- و آمارهٔ t نیز برابر با ۲/۲۷۴- است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار است. برای آزمون فرضیهٔ دوم پژوهش، نمونهٔ مدّنظر براساس فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان وجوه نقد آزاد به چهار گروه تقسیم شده است. چارک‌بندی این داده‌ها براساس فرصت‌های سرمایه‌گذاری (رشد فروش و ضریب Q توبین) و هزینه‌های نمایندگی (جریان وجوه نقد آزاد) انجام می‌شود.

www.SID.ir

Arshive of SID

جدول (٤) نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون فرضیهٔ دوم پژوهش

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Governance_{i,t} + \beta_2 Beta_{i,t} + \beta_3 MV_{i,t-1} + \beta_4 BM_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرهای توضیحی	فرصت‌های سرمایه‌گذاری (رشد فروش و معیار Q توبین) و هزینهٔ نمایندگی (جریان وجوه نقد آزاد)											
	چارک اول (رشد فروش و معیار Qتوبین و جریان وجوه نقد آزاد)			چارک دوم (رشد فروش و معیار Qتوبین و جریان وجوه نقد آزاد)			چارک سوم (رشد فروش و معیار Qتوبین و جریان وجوه نقد آزاد)			چارک چهارم (رشد فروش و معیار Qتوبین و جریان وجوه نقد آزاد)		
	ضریب متغیر الگو	آمارهٔ t	سطح معناداری	ضریب متغیر الگو	آمارهٔ t	سطح معناداری	ضریب متغیر الگو	آمارهٔ t	سطح معناداری	ضریب متغیر الگو	آمارهٔ t	سطح معناداری
β_0	۰/۹۰۲	۳/۸۹۱	۰/۰۰۰	-۱/۰۰۱	-۲/۴۱۶	۰/۰۱۸	-۰/۸۷۱	-۱/۷۶۸	۰/۰۸۱	-۰/۰۴۶	-۰/۲۱۳	۰/۸۳۲
$Governance_{i,t}$	-۰/۰۴۲	-۱/۵۰۵	۰/۱۳۴	-۰/۰۲۷	-۰/۵۷۰	۰/۵۷۰	-۰/۰۲۷	-۰/۵۶۲	۰/۵۷۵	-۰/۰۴۷	-۱/۹۴۷	۰/۰۵۲
$Beta_{i,t}$	۰/۲۱۲	۰/۶۹۲	۰/۴۹۰	۰/۷۰۰	۱/۳۹۸	۰/۱۶۶	-۰/۶۴۰	-۱/۱۸۲	۰/۲۴۰	-۰/۲۶۵	-۱/۰۷۴	۰/۲۸۳
$MV_{i,t-1}$	-۰/۰۵۵	-۲/۷۱۱	۰/۰۰۷	۰/۱۱۱	۳/۱۱۲	۰/۰۰۲	۰/۱۰۲	۲/۴۶۹	۰/۰۱۵	۰/۰۲۸	۱/۵۸۳	۰/۱۱۴
$BM_{i,t-1}$	-۰/۰۲۷	-۱/۰۱۳	۰/۳۱۲	-۰/۰۰۶	-۰/۱۱۹	۰/۹۰۶	-۰/۰۲۶	-۰/۴۸۲	۰/۶۳۲	-۰/۰۱۰	-۰/۳۳۹	۰/۷۳۵
$LEV_{i,t-1}$	-۰/۱۸۵	-۱/۱۱۶	۰/۲۶۶	-۰/۲۰۳	-۰/۹۱۹	۰/۳۶۰	-۰/۰۷۶	-۰/۲۵۴	۰/۸۰۰	۰/۰۸۷	۰/۵۸۰	۰/۵۶۲
آمارهٔ «دوربین- واتسون»	۱/۸۳۳			۱/۹۵۷			۱/۹۹۸			۲/۰۸۹		
آمارهٔF	۳/۱۷۷			۲/۳۱۱			۲/۰۹۷			۱/۵۰۴		
سطح معناداری	۰/۰۰۹			۰/۰۵۰			۰/۰۷۳			۰/۱۸۸		
R^2تعدیل شده	۰/۰۵۴			۰/۰۶۴			۰/۰۵۵			۰/۰۰۷		
R	۰/۲۸۰			۰/۳۶۶			۰/۳۲۳			۰/۱۳۹		

در جدول ۴ مشاهده می‌شود میزان هزینهٔ نمایندگی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در رابطهٔ نظام حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایهٔ سهام تأثیر می‌گذارد؛ زیرا ضریب β_1 در چارک‌های مختلف هزینهٔ نمایندگی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری به‌ترتیب، ۰/۰۴۲-، ۰/۰۲۷-، ۰/۰۲۷- و ۰/۰۴۷- است. همانگونه که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، ابتدا با افزایش هزینهٔ نمایندگی، تأثیر آن کاهش و سپس افزایش می‌یابد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

حاکمیت شرکتی به کیفیت، شفافیت، اعتماد و اطمینان در روابط سهامداران، هیأت مدیره، مدیریت و کارمندان اشاره دارد که میزان قدرت و مسئولیت هر یک از آنها را در ارائهٔ ارزش پایدار به همهٔ سهامداران معین می‌کند. برای جذب سرمایه‌های مالی و انسانی برای شرکت و نیز حصول اطمینان از پایداری خلق ارزش، سیاست‌های شرکت باید به‌گونه‌ای تعیین شود که اعتماد تمامی سهامداران را جلب کند. حاکمیت شرکتی مناسب، روابط شایستهٔ اعتماد بین شرکت و صاحبان منافع آن را تضمین می‌کند. هدف حاکمیت شرکتی خوب، دستیابی به پایداری، مسئولیت‌پذیری، پاسخگویی، عدالت، شفافیت و اثربخشی در تمام قسمت‌های یک شرکت و یا سازمان است (اصول حاکمیت شرکتی). مهم‌ترین عنصر درساختار شرکت‌های بزرگ، هیأت مدیره است. مسائلی مانند ترکیب اعضای هیأت مدیره، مسائلی که هیأت مدیره بر آن تمرکز دارد، فرایندهای تصمیم‌گیری و نیز آموزش چگونگی بهبود مستمر، در کیفیت

www.SID.ir

Arshive of SID

تصمیم‌گیری و مدیریت تأثیر می‌گذارد. درمجموع، حاکمیت شرکتی بیشتر اشخاص را خطاب قرار می‌دهد تا روند انجام امور را؛ بنابراین نهادهای حرفه‌ای نیازمند کسب اطمینان از حضور افراد حرفه‌ای با دانش و مهارت کافی در فضای کسب و کار هستند تا حاکمیت بر مبنای عقل سلیم انجام شود نه بر مبنای انبوهی از قوانین و مقررات؛ بنابراین حاکمیت شرکتی، زمینه‌های نظری و کاربردی گسترده‌ای برای انجام پژوهش‌های علمی در محافل دانشگاهی و حرفه‌ای مالی دارد و از این‌رو، همواره در دنیا، پژوهش‌های زیادی با محوریت حاکمیت شرکتی و در زمینه‌های مختلفی انجام می‌گیرد. موضوع پژوهش حاضر، بررسی رابطهٔ تأثیر حاکمیت شرکتی در هزینهٔ سرمایهٔ سهام عادی با درنظرگرفتن هزینهٔ نمایندگی است. اساس پژوهش حاضر بر نظریه و پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۱) است. آنها پس از مشاهدهٔ ضعف‌های فراوان برای تأثیر حاکمیت شرکتی در هزینهٔ سرمایهٔ سهام عادی به طراحی الگویی اقدام کردند که در آن، تأثیر هزینهٔ نمایندگی در رابطهٔ مذکور مدّنظر قرار گرفته است. نتایج این تجزیه و تحلیل، نشان‌دهندهٔ قبول فرضیه‌های پژوهش است؛ بدین‌صورت که بین نظام حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایهٔ سهام، رابطهٔ معکوس وجود دارد و هزینهٔ نمایندگی در رابطهٔ نظام حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایهٔ سهام تأثیر دارد. براساس نتایج پژوهش، بین نظام حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایهٔ سهام، رابطهٔ معکوس وجود دارد؛ یعنی شرکت‌ها هرچه نظام حاکمیت بهتری داشته باشند، هزینهٔ تأمین مالی کمتری متحمل خواهند شد و سرمایه‌گذاران، بازده کمتری را از آنها مطالبه می‌کنند. همچنین نتایج پژوهش نشان داد هزینهٔ نمایندگی در رابطهٔ نظام حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایهٔ سهام تأثیر دارد.

براساس نتیجهٔ پژوهش مبنی بر اینکه بین حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایهٔ سهام، رابطهٔ معکوس وجود دارد، پیشنهاد می‌شود راهکارهای تقویت حاکمیت شرکتی بیشتر بررسی و پژوهش شود تا با داشتن حاکمیت شرکتی قوی‌تر در بازار سرمایه، هزینه سرمایهٔ کمتری برای سهامداران و فعالان بازار سرمایه وجود داشته باشد. یکی از این موارد، افزایش شفافیت اطلاعاتی و یا به‌نوعی، ایجاد تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه است؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود از ابزارهایی استفاده شود که باعث شفافیت بیشتر اطلاعات و دسترسی سریع‌تر و بهتر به اطلاعات می‌شود؛ به‌طور مثال، سامانه‌های اینترنتی و تأثیر آنها در شفافیت بیشتر اطلاعات می تواند بهره برداری شود.

با توجه به تأیید این موضوع که تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی در هزینه سرمایهٔ سهام عادی در شرکت‌هایی با هزینهٔ نمایندگی زیاد ناشی از گردش وجوه نقد آزاد نسبت به شرکت‌هایی با هزینهٔ نمایندگی کم، بیشتر است پیشنهاد می‌شود نمایندگی قوی‌تری در بازار سرمایه ایجاد شود؛ به‌گونه‌ای که برای جذب سرمایه‌های مالی برای شرکت و حصول اطمینان از پایداری خلق ارزش، سیاست‌های شرکت باید به‌گونه‌ای تعیین شود که اعتماد تمامی سهامداران و مدیران را جلب کند. درواقع، هرچه هزینهٔ نمایندگی کمتر باشد، سرمایه‌گذار اطمینان بیشتری می‌کند و درنتیجه، سرمایهٔ مالی بیشتری برای شرکت‌ها مهیا می‌شود.

با توجه به پژوهش انجام‌شده، پیشنهاد می‌شود برای پژوهش‌های آتی برای محاسبهٔ هزینهٔ سرمایه از هزینهٔ سرمایهٔ تلویحی (ضمنی) استفاده شود که قابلیت کاربرد در ایران را داشته باشد. هزینهٔ تلویحی سرمایه در پژوهش کوهن (۲۰۰۶) مطرح شده است و نشان

www.SID.ir

Arshive of SID

می‌دهد هزینهٔ سرمایه را از سود پیش‌بینی‌شدهٔ هر سهم و سود تحقق‌یافته می‌توان برآورد کرد. همچنین با توجه به اهمیت منافع و هزینه‌های ایجادشده با حاکمیت شرکتی، پیشنهاد می‌شود پژوهشگران دیگر، منافع و هزینه‌های حاکمیت شرکتی را بررسی کنند. بررسی این هزینه‌ها و منافع حاکمیت شرکتی سبب مشخص‌شدن دیگر آثار حاکمیت شرکتی می‌شود.

با توجه به پژوهش‌های گسترده در خارج از ایران با محور حاکمیت شرکتی و هزینه‌های نمایندگی (جریان وجوه نقد آزاد) و نیز به‌دلیل توجه به این موضوع در پژوهش‌های داخلی، پیشنهاد می‌شود با درنظرداشتن پتانسیل زیاد موضوع حاکمیت شرکتی و هزینه‌های نمایندگی (جریان وجوه نقد آزاد) برای انجام پژوهش در زمینه‌های مختلف در ایران تلاش بیشتری شود. ازجمله مواردی که در این زمینه، موضوع پژوهش‌های آتی می‌توانند قرار بگیرند، عبارتند از: بررسی رابطهٔ حاکمیت شرکتی و هزینه‌های نمایندگی (جریان وجوه نقد آزاد) به‌صورت زیر: ۱) تأثیر هزینه‌های استقراض در رابطهٔ حاکمیت شرکتی و هزینه‌های نمایندگی (جریان وجوه نقد آزاد) بررسی شود و ۲) تأثیر حق‌الزحمه‌های حسابرسی در هزینهٔ سرمایهٔ سهام و تأثیر انگیزه‌های منفعت‌جویانهٔ مدیران در سرمایهٔ سهام پژوهش شود.

References

[1] Abdelsalam, O., El-Masry, A., & Elsegini, S. (2008). Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market, Further evidence from CASE 50. *Managerial Finance*. 12: 953-964.

[2] Ahmad Pour, A., Kashani, M., &Shojaee, M. (2011). The effect of corporate governance and audit quality on the cost of debt financing (borrowing). *Accounting and Auditing Journal, Management Faculty of Tehran University*. 17(62): 17 -32. (In Persian).

[3] Albuquerque, R., &Wang, N. (2008). Agency conflicts, investment, and asset pricing. *Journal of Finance*. 63: 1–40.

[4] Baradaran Hassanzadeh, R., Badavar Nahandi, Y., & Hossein Babaei, Gh. (2013). A survey of the relationship between corporate governance with created shareholder value (CSV) and economic value added (EVA). *Accounting and Auditing Researches*. 19(2): 1-16. (In Persian).

[5] Boo, E.F., & Sharma, D. (2008). The association between corporate governance and audit fee of bank holding companies. *Corporate governance*. 8(4): 28-45.

[6] Chen Kevin C. W., Chen Z., & Wei K. C. J. (2011). Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 46(1): 171–207

[7] Desender, K., Aguilera, R., Crespi, R., & Garcia-Cestone, M. (2011). Board Characteristics and Audit Fees: When Does Ownership Matter? *Http://Ssrn.Com/Abstract=1774684*.

[8] Garmaise, M. J., & Liu, J. (2005). *Corruption, Firm Governance, and the Cost of Capital*. Working Paper, University of California at Los Angeles.

[9] Haque F., Gopinath Arun, T., & Kirkpatrick, C. (2014). Corporate Governance and Cost of Equity Capital: A Cross-Sectional Study on Bangladesh. *Available at SSRN : http://ssrn.com/abstract=2529654*

[10] Hassas Yeganeh, Y., & Moloodi A. (2012). The relationship between corporate governance and value creation for shareholders. *Journal of Industrial Management Studies*. 9(23): 233-261. (In Persian).

[11] Houston, Joel F., Lin, C., & Xie, W. (2015). Shareholder Protection and the Cost of Capital. *Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=2661292*.

[12] Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: manaerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4): 305–360.

www.SID.ir

Arshive of SID

Exchange. *Management Accounting Journal*. 16(19): 101 - 115. (In Persian).

[16] Rezaei, F., & Teimuri, M. (2013). Interactive relationships between the risk-free cash flows, the structure of corporate governance and corporate debt policy. *Experimental Research of Financial Accounting*. 5:98-115. (In Persian).

[17] Setayesh, M.H., Ebrahimi, F. (2013). The effect of corporate governance mechanisms on the information content of profit. *Journal of Accounting Knowledge*. 8: 31-48.(In Persian).

[13] Ashton, A., Wang, P. (2016). The Informational Role and Value Relevance of Earnings, Cash Flows, and Accruals. *https://ssrn.com/abstract=2801644*.

[14] Keejae H., Tao M., Guochang Z. (2015). Accruals Quality and Cost of Capital: Evidence from Chinese Stock Market. *Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2707382*.

[15] Mashayekhi, B., Farhadi, S. (2014). The effect of firm size on the relationship between disclosure quality and cost of equity firms listed in the Tehran Stock

www.SID.ir