

## تأثیر سیاست‌های تأمین مالی بر هزینه نمایندگی

حسین جباری\* حلیمه رحمانی\*\* محمد علی وفاپور\*\*\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۴/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۰۶/۲۳

### چکیده

در این تحقیق به بررسی تأثیر سیاست‌های تأمین مالی بر هزینه نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. رابطه نمایندگی نوعی قراردادی است که طبق آن مالک، نماینده را جهت انجام امور عملیاتی مامور و در این راستا اختیاراتی درباب اتخاذ تصمیم به وی تفویض می‌شود. با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، هزینه نمایندگی، ناشی از تضاد منافع بین طرفین ایجاد می‌شود. هزینه نمایندگی اثر معکوس بر شرکت داشته، از این‌رو شرکت‌ها به دنبال کنترل و کاهش چنین هزینه‌هایی می‌باشند. در تحقیق حاضر برای هزینه نمایندگی از شاخص  $Q$  توبین به‌عنوان معیار اندازه‌گیری استفاده شده است. تحقیق حاضر از نوع تحقیق کاربردی و هدف از آن بررسی رابطه بین اهرم مالی، سود سهام نقدی و نسبت بدهی شرکت‌ها بر هزینه نمایندگی است. پس از حذف سیستماتیک ۱۸۶ شرکت به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شده است.

در تحقیق حاضر برای وجود همبستگی خطی بین متغیرهای مورد بررسی، آزمون ضرایب همبستگی پیرسون اجرا شده و همچنین آماره دورین واتسون ۱.۸۲۲ نیز نشان می‌دهد که در اجزای مدل رگرسیون همبستگی سریالی مرتبه اول وجود ندارد و در کل می‌توان به نتایج برآورد شده اتکا نمود. یافته‌های تحقیق حاکی از عدم وجود رابطه بین اهرم مالی و هزینه نمایندگی می‌باشد. همچنین وجود رابطه مثبت و معنادار بین سود سهام نقدی و هزینه نمایندگی تایید گردید. نهایتاً نتایج وجود رابطه منفی و معنادار بین نسبت بدهی و هزینه نمایندگی را تایید می‌کنند.

**واژگان کلیدی:** هزینه نمایندگی، نسبت بدهی، اهرم مالی، سود سهام نقدی، جریانهای نقدی آزاد.

\*استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد کاشان، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات. [hsnjabbari@yahoo.com](mailto:hsnjabbari@yahoo.com)

\*\*دکتری حسابداری و کارشناس ارشد تدوین استانداردهای سازمان حسابرسی.

\*\*\*کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس.

## ۱- مقدمه

منابع مورد نیاز برای تحصیل داراییها می‌تواند از طریق سهامداران یا اعتباردهندگان تامین شود. به عبارت دیگر داراییهای یک شرکت یا ادعای صاحبان سهام، یا ادعای اعتباردهندگان می‌باشد. در عمل تضاد منافع میان این دو گروه یعنی سهامداران و اعتباردهندگان باعث ایجاد مشکلات نمایندگی شده که هزینه نمایندگی را افزایش می‌دهد. رویی<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) مشکلات نمایندگی را این چنین بیان می‌کند که در شرکت سهامداران و بستانکاران در یک طرف بازی و مدیران در طرف دیگر و افزایش در منافع هر یک برای دیگری هزینه به همراه خواهد داشت. اعتباردهندگان پول خود را به این نیت که شرکت در پروژه‌های کم ریسک سرمایه گذاری کند قرض می‌دهند، حال آنکه شرکت ممکن است آنرا در پروژه‌ها با ریسک بالا سرمایه گذاری کند و ریسک اعتبار دهندگان را بالا ببرد. تضاد منافع میان سهامداران و مدیران زمانی ایجاد می‌شود که مدیریت ممکن است منافع سهامداران را در جهت افزایش میزان پاداش و مزایای خود مورد استفاده قرار دهد و یا ممکن است به خاطر حفظ جایگاه شغلی خود در راستای حداکثر کردن سود سهامداران عمل ننموده و به خاطر عدم تقبل ریسک از سرمایه گذاری در پروژه‌های سودآور اجتناب ورزد.

نوروش و همکاران (۱۳۸۸: ۵) بیان می‌کنند رابطه نمایندگی نوعی قرارداد می‌باشد که یک یا چند نفر (مالک یا مالکانی) را مأمور به اجرای عملیاتی می‌کنند و در این راستا اختیار اتخاذ برخی تصمیمات را به وی تفویض می‌کنند که مشکل نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین طرفین ایجاد می‌گردد. جنسن و مک لینگ<sup>۲</sup> این هزینه‌ها را بصورت زیر تعریف نموده اند:

۱. **مخارج نظارت مدیر توسط مالک:** این مخارج شامل تلاش‌هایی است که از سوی مالکان در راستای کنترل رفتار نماینده و از طریق محدودیت در بودجه طرح‌های

---

1. Roe

2. Jensen and Meckling

پاداشی، استفاده از خدمات حسابرسان مستقل و... انجام می‌گیرد.

۲. **مخارج التزام**<sup>۱</sup>: منابع صرف شده توسط مدیر جهت جلب اطمینان مالکان در عدم انجام فعالیت‌هایی که به رفاه آنان صدمه می‌زنند.

۳. **زیان باقیمانده**<sup>۲</sup>: در اکثر روابط نمایندگی، مالک و مدیر متحمل هزینه‌های نظارت و التزام می‌گردند، با این وجود کماکان تصمیمات مدیر با تصمیمات حداکثرکننده رفاه مالکان همسو نیست؛ به مبلغ ریالی کاهش در رفاه مالکان در اثر این عدم همسویی زیان باقیمانده گفته می‌شود. مشکلات نمایندگی ناشی از تضاد میان گروه‌های اشاره شده را می‌توان از طریق نظارت و شرایط محدود کننده در قراردادها در میان گروه‌های مختلف کاست.

ایستر بوک<sup>۳</sup> (۱۹۸۴) برای کاهش هزینه نمایندگی، با کاهش جریانهای نقدی با استفاده از ابزارهای اهرم مالی و سود سهام نقدی بیان نمود که هر کدام از گروه‌ها (بستانکاران، سهامداران) تحلیل‌های متفاوتی از این ابزارها در جهت اهداف خود استفاده می‌نمایند. زمانی که واحد تجاری اقدام به تأمین مالی از طریق استقراض می‌کند، ریسک مالی بوجود می‌آید، که با افزایش ریسک مالی هزینه نمایندگی بستانکاران ایجاد می‌شود و از سوی دیگر اگر واحد تجاری اقدام به تأمین مالی از طریق ایجاد سرمایه انجام دهد مشکلات سود سهام و مقدار و زمان پرداخت آن ایجاد می‌شود، در نتیجه هزینه نمایندگی سهامداران مطرح می‌شود و هر یک از اقدامات تأمین مالی (بصورت ایجاد بدهی و یاسرمایه) بر منافع کارکنان و مدیران تأثیر گذار می‌باشد، زیرا با افزایش ریسک مالی، ریسک واحد تجاری بسوی ورشکستگی و در نتیجه عدم امنیت شغلی، و از سوی دیگر با پرداخت سود سهامداران واحد تجاری با مشکل نقدینگی مواجه و در نتیجه مشکلاتی در حقوق و مزایای کارکنان بوجود می‌آید و همچنین عدم تمرکز در طرح‌های آتی مدیریت به همراه خواهد داشت که با توجه به این ابهامات مدیریت به دنبال کاهش

---

1. Bonding Cost  
2. Residual Loss  
3. Easterbook

۱۵۶... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

ریسک مالی و افزایش نقدینگی (عدم توزیع سود سهام نقدی) برای توسعه و افزایش فروش واحد تجاری و پاداشهای شخصی خود می‌باشد. از مشکلات عمده که سبب بروز نمایندگی می‌شود "عدم تقارن اطلاعات" در میان گروههای مزبور می‌باشد، بعبارت دیگر اطلاعات بین مالک و نماینده نابرابر توزیع شده است. در این تحقیق ما این مسئله را مورد بررسی قرار می‌دهیم که آیا شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از استراتژی‌های تأمین مالی برای کاهش هزینه نمایندگی و مشکلات ناشی از آن استفاده می‌کنند یا خیر.

## ۲- مبانی نظری

شرکت‌ها ناچارند ساختار سرمایه اولیه خود را هنگام تاسیس و راه اندازی واحدهای انتفاعی طرح ریزی نموده و سپس هر گاه برای انجام سرمایه گذاری‌ها نیاز به تأمین وجوه باشد، تصمیمات ساختار سرمایه تحت تأثیر قرار می‌گیرد و با اتخاذ هر یک از تصمیمات مربوط به ساختار مالکیت، مشکلات نمایندگی بوجود می‌آید. ماهیت مشکلات نمایندگی، بسته به شرایط واحد تجاری و مالکیت اعمال شده بر آن می‌تواند متفاوت باشد؛ چرا که هر گونه تغییر در اجزاء ساختار حاکمیت شرکت‌ها به تغییر مسیر حرکت راهبردی و عملکرد آنها و نیز افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌انجامد. مطالعات در زمینه ساختار سرمایه به بررسی ترکیب منابع مالی استفاده شده توسط واحد تجاری می‌پردازد. چندین تئوری در زمینه ساختار سرمایه وجود دارد.

### ۲-۱- تئوری توازن ثابت یا پایداری

این تئوری بیان می‌دارد که مزیت مالیاتی بدهی، ارزش شرکت بدهی دار را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر هزینه‌های بحران‌های مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از عدم ایفای به موقع تعهدات بدهی، ارزش شرکت (بدهی دار) را کاهش می‌دهد. بنابراین ساختار سرمایه شرکت را می‌توان به منزله توازن بین مزیت‌های مالی بدهی و هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی (ناشی از بدهی) تلقی نمود. از این رو، این دو عامل

خنثی کننده یکدیگر (توازن مزایا و مخارج ناشی از بدهی) به استفاده بهینه از بدهی در ساختار سرمایه منجر می‌شود (بریلی، مایرز، ۲۰۰۰: ۱۲۴)<sup>۱</sup>.

## ۲-۲- تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی

این تئوری بیان می‌کند که شرکت‌ها در تأمین مالی مورد نیاز خود، سلسله مراتب معینی را طی می‌کنند. شکل‌گیری سلسله مراتب، نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعات است. طبق این تئوری، در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تأمین مالی از منابع داخلی شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می‌دهند؛ یعنی ابتدا از محل سود انباشته و انداخته‌ها تأمین مالی می‌کنند، سپس اگر منابع داخلی تکافو نکنند، از منابع خارج شرکت، ابتدا به انتشار کم ریسک‌ترین اوراق بهادار یعنی اوراق قرضه (استقراض) متوسل می‌شوند و در صورتیکه استقراض تکافو نکرد و به منابع مالی بیشتری نیازی باشد، دست آخر به انتشار سهام مبادرت می‌ورزند.

## ۲-۳- تئوری هزینه نمایندگی

این تئوری برای نخستین بار توسط جنس و مک‌لینگ در سال ۱۹۷۶ ارائه شد، ساختار سرمایه شرکت از طریق هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین ذینفعان مختلف شرکت تعیین می‌گردد. بدین ترتیب به نظر ایشان می‌توان با ایجاد توازن بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه‌های نمایندگی بدهی، به یک ساختار مطلوب (بهینه) سرمایه دست پیدا کرد. از جمله بازتاب‌های این تئوری می‌توان به این موارد اشاره نمود: اول اینکه، انتظار می‌رود وام‌دهندگان در قراردادهای بدهی محدودیت‌های خاصی را از قبیل حفظ سطحی از سرمایه در گردش، عدم تحصیل داراییهای جدید، عدم سرمایه‌گذاری در فعالیتهای تجاری جدید و غیر مرتبط با تجارت فعلی و عدم پرداخت سود سهام، برای وام‌گیرندگان قائل شود. دوم اینکه، صنایعی که از فرصت‌های رشد کمتری برخوردار دارند، برای تأمین مالی مورد نیاز خود، بیشتر از استقراض استفاده

---

1. Brealey and Myers

۱۵۸... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

می‌کنند تا انتشار سهام. سوم اینکه، شرکت‌های که با فرصت‌های رشد اندک یا خنثی اما در حین حال از جریان نقدی آزاد بیشتری برخوردارند، انتظار می‌رود بدهی زیادی داشته باشند.

#### ۲-۴- عوامل موثر بر ساختار سرمایه

بطور کلی به استناد تئوری‌ها و شواهد تجربی، می‌توان عوامل موثر بر ساختار سرمایه را در سه گروه متمایز بشرح زیر طبقه بندی نمود (راس<sup>۱</sup> و دیگران، ۲۰۰۲).  
۲-۴-۱- ملاحظات مالیاتی شرکت‌هایی که سود مشمول مالیاتی بیشتری دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که سود مشمول مالیاتی کمتری دارند، بیشتر به بدهی اتکا می‌کنند.

۲-۴-۲- نوع داراییهای شرکت: شرکت‌هایی که بیشترین داراییهای آنها را داراییهای نامشهود تشکیل می‌دهد، کمتر به بدهی اتکا می‌کنند؛ شرکت‌هایی که بیشترین داراییهای آنها را داراییهای ثابت مشهود تشکیل می‌دهند، بیشتر به بدهی اتکا می‌کنند.  
۲-۴-۳- نوسان سود عملیاتی: شرکت‌هایی که سود عملیاتی آنها به عدم قطعیت یا نوسان بیشتری همراه است، کمتر به بدهی اتکا می‌کنند.

#### ۳- پیشینه پژوهش

##### ۳-۱- پژوهش‌های داخلی

باقرزاده (۱۳۸۲) در تحقیقی با عنوان تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نمونه خود را مشتمل بر ۱۵۸ شرکت تولیدی در نظر گرفته است. نتایج تحقیق وی حکایت از این دارد که الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران عمدتاً تابع متغیرهایی نظیر میزان داراییهای ثابت شرکت (داراییهایی که ارزش وثیقه داشته باشند)، اندازه شرکت و سودآوری آن می‌باشد.

گرمرودی لطف آبادی (۱۳۸۴) در تحقیق خود بررسی تأثیر هزینه نمایندگی بر سیاست سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار داده و نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تعداد سهامداران عادی، داراییهای وثیقه و جریان نقدی آزاد بصورت مثبت با نسبت سود سهام تقسیمی رابطه دارند.

نوروش و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیقی با بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، هزینه نمایندگی را به عنوان تابعی از تعامل فرصت‌های رشد و جریانهای نقد تعریف کرده‌اند، یافته‌های تحقیق آنها نشان دهنده وجود رابطه مثبت و معناداری بین لگاریتم طبیعی فروش و هزینه نمایندگی می‌باشد. نتایج بدست آمده از این تحقیق حاکی از مؤثر بودن افزایش ساز و کارهای نظام راهبردی شرکت بر کاهش هزینه نمایندگی و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می‌باشد.

### ۳-۲- پژوهش‌های خارجی

روزف<sup>۱</sup> (۱۹۸۲) در قالب تئوری نمایندگی بیان می‌کند اجبار مدیران در پرداخت سود سهام باعث خالی شدن وجوه نقد می‌شود و شرکت را ناچار به تأمین مالی برون سازمانی می‌کند. همچنین وی اظهار میدارد که با پرداخت سود سهام بطور منظم می‌توان جمع هزینه نمایندگی و هزینه تأمین مالی را به حداقل رساند.

ایستربوک<sup>۲</sup> (۱۹۸۴) به این نکته توجه داشت که هزینه نمایندگی کاهش می‌یابد اگر مدیران توسط واسطه گرانی از قبیل بانکهای سرمایه گذار، حسابرسان و... نظارت شوند و این نظارت زمانی تحقق می‌یابد که واحد تجاری اقدام به تأمین مالی لازم (از طریق ایجاد سرمایه و یا ایجاد بدهی) نماید.

جنسن<sup>۳</sup> (۱۹۸۶) پیرامون جریان نقدی آزاد و تأثیر آن بر هزینه نمایندگی تحقیق نمود. نتایج تحقیق وی حاکی از این است که جریان نقدی آزاد بیشتر، هزینه نمایندگی

---

1. Rozeff  
2. Easterbrook  
3. Jensen

۱۶۰... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

را افزایش می‌دهد. جریان نقدی آزاد در اختیار مدیران همانند سرمایه گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی می‌باشد. پرداخت سود سهام، هزینه بهره ناشی از استقراض را علت کاهش جریان نقدی آزاد می‌داند؛ که با کاهش جریان نقدی آزاد، هزینه نمایندگی کاهش می‌یابد.

دوکاس<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۰) تحقیقی با هدف بررسی تحلیل گران بر هزینه نمایندگی در نمونه‌ی شامل ۱۰۲۷ در طی سالهای ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۰ انجام دادند؛ در این تحقیق هزینه‌های نمایندگی به‌عنوان تابعی از تعامل فرصت‌های رشد و جریان نقدی آزاد تعریف شده است. آنها در نتایج تحقیق خود بیان نمودند تحلیل گران اوراق بهادار به‌عنوان یکی از سازوکارهای کاهش هزینه نمایندگی مؤثرند. همچنین در این بررسی از نسبت بدهی بلند مدت به ارزش دفتری کل داراییها به‌عنوان متغیر کنترل و معرف نقش نظارتی بستنکاران بر نحوه استفاده مدیریت از جریانهای نقدی آزاد استفاده گردید، که طبق یافته‌های آنها تأثیر این متغیر بر هزینه‌های نمایندگی معنادار نبوده است.

باگات<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۰۲) پیرامون اندازه گیری‌های گوناگون هزینه نمایندگی از نقطه نظر حاکمیت شرکتی بیان نمودند که بیشتر تحقیقات انجام شده از مشخصات حاکم بر شرکت از قبیل تعداد افراد مستقل در هیات مدیره، نحوه عمل مالکیت و مدیریت مالکان است که باعث ایجاد تقارن در میان شرکت‌ها می‌شود و تقارن اطلاعاتی را یکی از منابع در مشکلات نمایندگی می‌داند.

روی<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) بیان می‌کند هزینه نمایندگی، برای مقابله با افزایش حقوق ناعادلانه، معاملات وابسته به منافع شخصی مدیریت و پاداشهای بی‌مورد و... ایجاد می‌شود، که برای اجتناب از این سوء مدیریت نیاز به نظارت و کنترل مالکان می‌باشد و این نظارت و کنترل، هزینه نمایندگی در بردارد.

تریلر<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) در مطالعه خود چنین بیان نمود که واحد تجاری، سرمایه گذاری و

---

1. Doukas  
2. Bhagat  
3. Roe  
4. Trailer



تصمیمات مربوطه به تأمین مالی را با در نظر گرفتن محدودیت‌های قانونی و شرایط محیطی و سیاسی پیرامون خود اتخاذ می‌کند، در نتیجه مشکلات نمایندگی ناشی از آن تأثیر مستقیم بر ساختار سرمایه دارد.

تواجری<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) چنین نتیجه‌گیری کرد که بستانکاران با شرایط قانونی و اجرایی از حقوق خود محافظت می‌کنند. که با توجه به آن در کشوری که بستانکاران از حقوق بالایی برخوردار دارند و از حقوق آنها به خوبی محافظت می‌شود کمتر تمایل به نظارت بر مدیریت و منافع سهامداران دارند. بنابراین رابطه معکوس بین حقوق قانونی بستانکاران و هزینه نمایندگی وجود دارد.

مک نایت<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۰۹) تئوری نمایندگی را این چنین بیان نمود که واحد تجاری با نسبت بدهی بالا تنها با ایجاد قید و شرط در قرارداد می‌تواند هزینه نمایندگی را کاهش دهد. همچنین نسبت بدهی بالا مدیران را مجبور به پرداخت به موقع اصل و فرع بدهی خود و ادار می‌کند. وی اهرم مالی را به عنوان مقیاسی برای نظارت بر عملکرد مدیریت واحد تجاری و کاهش احتمالی سوء رفتار مدیریت تشریح نمود.

بروکنمن<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۰۹) رابطه مثبتی بین حقوق بستانکاران و تصمیمات در مورد سود سهام پرداختنی و مقدار سود سهام بیان نمود و بستانکاران را خواهان پرداخت سود سهام کمتر برای حمایت از حقوق خود درجایی که از حقوق ضعیفی برخوردارند می‌داند.

#### ۴- سوالات پژوهش

تأمین مالی از طریق استقراض موجب افزایش بدهی، هزینه‌های مالی و در نهایت اهرم مالی می‌شود. این روش تأمین مالی، شرکت را از تأمین مالی به روش انتشار سهام که هزینه برتر است معاف می‌کند. پیامد انتشار سهام، این است که در

---

1. Twaijry  
2. McKnight  
3. Brockman

۱۶۲... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

دوره‌های آتی می‌بایست حجم سود نقدی بیشتری پرداخت شود و چون مبلغ سود نقدی یک هزینه قابل قبول مالیاتی نیست باعث افزایش جریان‌های نقدی خروجی به صورت مالیات خواهد شد. از سوی دیگر افزایش بدهی با کاهش جریان‌های نقد در اختیار مدیریت باعث کاهش هزینه نمایندگی جریان‌های نقد آزاد می‌گردد. رابطه مدیران و اعتباردهندگان متفاوت از رابطه آن‌ها با سهامداران است، به این معنی که میزان و زمان پرداخت اصل و فرع بدهی‌ها توسط مدیران تعهد شده است، در حالیکه آنها تعهدی مبنی بر توزیع میزان معینی از سود (سود نقدی سهام) در زمان‌های از پیش تعیین شده به سهامداران ندارند. با توجه به مطالب فوق، سوالات تحقیق به صورت زیر ارائه می‌گردند:

سوال اول: آیا بین اهرم مالی و هزینه نمایندگی رابطه منفی و معناداری برقرار است؟

سوال دوم: آیا بین سود سهام نقدی و هزینه نمایندگی رابطه منفی و معناداری برقرار است؟

سوال سوم: آیا بین نسبت بدهی و هزینه نمایندگی رابطه معناداری برقرار است؟

## ۵- فرضیه‌های پژوهش

تأمین مالی از طریق استقراض موجب افزایش بدهی، هزینه‌های مالی و در نهایت اهرم مالی می‌شود. این روش تأمین مالی، شرکت را از تأمین مالی به روش انتشار سهام که هزینه بر است معاف می‌کند. پیامد انتشار سهام، این است که در دوره‌های آتی می‌بایست حجم سود نقدی بیشتری پرداخت شود و چون مبلغ سود نقدی یک هزینه قابل قبول مالیاتی نیست باعث افزایش جریان‌های نقدی خروجی به صورت مالیات خواهد شد. از سوی دیگر افزایش بدهی با کاهش جریان‌های نقد در اختیار مدیریت باعث کاهش هزینه نمایندگی جریان‌های نقد آزاد می‌گردد. رابطه مدیران و اعتباردهندگان متفاوت از رابطه آن‌ها با سهامداران است، به این

تأثیر سیاست‌های تأمین مالی بر هزینه نمایندگی ..... ۱۶۳

معنی که میزان و زمان پرداخت اصل و فرع بدهی‌ها توسط مدیران تعهد شده است، در حالیکه آنها تعهدی مبنی بر توزیع میزانمعینی از سود (سود نقدی سهام) در زمان‌های از پیش تعیین شده به سهامداران ندارند. با توجه به مطالب فوق، فرضیات تحقیق به صورت زیر ارایه می‌گردند:

فرضیه اول: بین اهرم مالی و هزینه نمایندگی رابطه منفی و معناداری برقرار است.  
فرضیه دوم: بین سود سهام نقدی و هزینه نمایندگی رابطه منفی و معناداری برقرار است.

فرضیه سوم: بین نسبت بدهی و هزینه نمایندگی رابطه معناداری برقرار است.

## ۶- نحوه جمع آوری داده ها

در این تحقیق برای گردآوری داده‌های مربوط به متغیرها از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین از بانک اطلاعاتی تدبیر پرداز استفاده شده است. برای آماده‌سازی داده‌ها از نرم افزار *Excel* استفاده شده است، به این ترتیب که پس از استخراج داده‌های مربوط به متغیرهای مورد بررسی از منابع ذکر شده، این داده‌ها در کاربرگ‌های ایجاد شده در محیط این نرم افزار وارد گردیده و سپس محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای مورد بررسی انجام شده است. پس از آماده‌سازی متغیرها با استفاده از نرم افزار *Excel* و انجام محاسبات لازم جهت دستیابی به متغیرهای مورد نیاز جهت انجام تحقیق، برای تخمین مدل‌های اقتصادسنجی با استفاده از داده‌های گردآوری شده از نرم افزار *Eviews 6* استفاده شده است.

## ۷- جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ در بورس حضور داشته‌اند. برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. در این روش پس از اعمال شرایط زیر نمونه آماری انتخاب شده است:

۱۶۴... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

- پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹ یا ۳۰ اسفند ماه باشد.
- جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی، بانک‌ها و بیمه نباشد.
- داده‌های شرکت برای محاسبه متغیرهای تحقیق در دسترس باشد.

پس از اعمال شرایط فوق و حذف مشاهدات پرت، در نهایت ۱۸۶ شرکت به عنوان نمونه آماری حاصل آمده است که در تجزیه و تحلیل از داده‌های آنها استفاده شده است.

## ۸- روش پژوهش

تحقیق حاضر از نوع همبستگی است که در آن محیط آزمایش تحت کنترل محقق قرار ندارد و محقق تنها با استفاده از داده‌های موجود به بررسی موارد بین متغیرها می‌پردازد. از سوی دیگر تحقیق حاضر را می‌توان جزء تحقیقات اثباتی قلمداد کرد، زیرا به شرح وضعیت موجود می‌پردازد و در آن هیچگونه تئوری دستوری ارائه نمی‌شود، بلکه تنها بر اساس نتایج تحقیق توصیه‌هایی ارائه شده است.

### ۸-۱- مدل آماری و متغیرهای تحقیق

برای بررسی فرضیات تحقیق، مدل رگرسیونی شماره ۱ به روش داده‌های ترکیبی برآورد شده است:

$$(1) \text{AgencyCost}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{FL}_{it} + \beta_2 \text{DIV}_{it} + \beta_3 \text{DEBTR}_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$\text{AgencyCost}_{it}$ : هزینه‌های نمایندگی و برابر حاصلضرب نسبت  $Q$  توپین در جریان‌های نقد آزاد شرکت است. نسبت  $Q$  توپین و جریانات نقدی آزاد به ترتیب با فرمول‌های شماره ۲ و ۳ محاسبه شده است:

$$(2) \text{نسبت } Q \text{ توپین} = \frac{\text{بدهیها کالافته یارزش} + \text{شرکتسهام با یارزش}}{\text{داراییها کالافته یارزش}}$$

$$FCF = (INC - TAX - INTEXP - CSDIV) / Asset \quad (۳)$$

که  $FCF$ : جریان نقدی آزاد

$INC$ : سود عملیاتی

$TAX$ : هزینه مالیات

$INTEXP$ : هزینه‌های مالی

$CSDIV$ : سود نقدی سهام

$Asset$  ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت است.

$FL_{it}$ : اهرم مالی است و نشان دهنده میزان هزینه‌های مالی در ترکیب هزینه هاست

و با فرمول شماره ۴ محاسبه شده است:

(۴)

$$FL_{it} = \frac{\text{سود عملیاتی}}{\text{سود عملیاتی} - \text{هزینه‌های مالی}}$$

$DIV_{it}$ : سود نقدی سهام است که با تقسیم بر دارایی‌های شرکت همگن شده است

و

$DEBTR_{it}$ : نسبت بدهی است که از تقسیم کل بدهی‌های شرکت به کل

دارایی‌های آن محاسبه شده است.

## ۹- تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش

اطلاعات تحقیق حاضر شامل داده‌های ترکیبی است. داده‌های مورد نیاز برای آزمون

فرضیه‌ها، از نرم‌افزار تدبیرپرداز و همچنین صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج شده

که پس از آماده‌سازی داده‌ها در نرم افزار *Excel* تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها

توسط نرم‌افزار آماری *Eviews 6* انجام شده است.

۱۶۶... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

### ۹-۱- آماره‌های توصیفی تحقیق

آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱- آماره‌های توصیفی

هزینه نماینده	جریان‌های نقدی آزاد	نسبت $Q$ توبین	نسبت بدهی	سود نقدی	اهرم مالی	
۰/۴۹	۰/۲۹	۱/۳۷	۰/۶۴	۰/۰۹	۰/۹۸	میانگین
۰/۲۷	۰/۲۴	۱/۱۷	۰/۶۵	۰/۰۶	۱/۱۰	میانه
۵/۲۱	۱/۱۸	۴/۴۱	۱/۰۶	۰/۴۶	۱۰/۰۲	حداکثر
-۰/۱۱	-۰/۰۵	۰/۵۹	۰/۱۸	۰/۰۰	-۱۴/۰۶	حداقل
۰/۶۷	۰/۲۱	۰/۶۴	۰/۱۹	۰/۰۹	۲/۴۸	انحراف معیار

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج ارائه شده در جدول (۱) نشان می‌دهد که میانگین (میانه) اهرم مالی، سود نقدی و نسبت بدهی به ترتیب برابر  $۰/۹۸(۱/۱۰)$ ،  $۰/۰۹(۰/۰۶)$  و  $۰/۶۴(۰/۶۵)$  است. همچنین میانگین (میانه) نسبت  $Q$  توبین، جریانهای نقدی آزاد و هزینه نمایندگی به ترتیب برابر  $۱/۳۷(۱/۱۷)$ ،  $۰/۲۹(۰/۲۴)$  و  $۰/۴۹(۰/۲۷)$  است.

نتایج همچنین نشان می‌دهد که انحراف معیار اهرم مالی، سود نقدی و نسبت بدهی به ترتیب برابر  $۲/۴۸$ ،  $۰/۰۹$  و  $۰/۱۹$  و انحراف معیار نسبت  $Q$  توبین، جریانهای نقدی آزاد و هزینه نمایندگی به ترتیب برابر  $۰/۶۴$ ،  $۰/۲۱$  و  $۰/۶۷$  است. حداقل و حداکثر مقدار متغیرهای تحقیق نیز در جدول (۱) ارائه شده است.

### ۹-۲- ضرایب همبستگی پیرسون

برای بررسی وجود همبستگی خطی بین متغیرهای مورد بررسی، آزمون ضرایب خود همبستگی پیرسون اجرا شده و نتایج آزمون مذکور در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول ۲- ضرایب همبستگی پیرسون

هزینه نمایندگی	جریان‌ات نقدی آزاد	$Q$ توبین	نسبت بدهی	سود نقدی	اهرم مالی	
					۱	اهرم مالی
				۱	۰/۰۶ (۰/۰۵)**	سود نقدی
			۱	-۰/۴۰ (۰/۰۰)*	-۰/۰۷ (۰/۰۳)**	نسبت بدهی
		۱	-۰/۱۸ (۰/۰۰)*	۰/۵۶ (۰/۰۰)*	۰/۰۲ (۰/۴۵)	$Q$ توبین
	۱	۰/۶۳ (۰/۰۰)*	-۰/۴۲ (۰/۰۰)*	۰/۸۳ (۰/۰۰)*	۰/۰۹ (۰/۰۱)*	جریان‌ات نقدی آزاد
۱	۰/۸۷ (۰/۰۰)*	۰/۸۴ (۰/۰۰)*	-۰/۳۲ (۰/۰۰)*	۰/۷۵ (۰/۰۰)*	۰/۰۵ (۰/۱۴)	هزینه نمایندگی

\* و \*\* به ترتیب معناداری در سطح ۱٪ و ۵٪

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج آزمون همبستگی پیرسون نشان می‌دهد که بین اهرم مالی و سود نقدی (۰/۰۶) همبستگی مثبت و معناداری در سطح ۵٪ وجود دارد. ضریب همبستگی بین اهرم مالی و نسبت بدهی (۰/۰۷-) نیز در سطح ۵٪ منفی و معنادار است. هزینه نمایندگی با سود نقدی (۰/۷۵) و نسبت  $Q$  توبین (۰/۸۴) و جریان‌های نقدی آزاد (۰/۸۷) همبستگی مثبت و معناداری در سطح ۱٪ دارد. همچنین هزینه نمایندگی همبستگی منفی و معناداری در سطح ۱٪ با نسبت بدهی (۰/۳۲-) دارد.

جریان‌های نقدی آزاد نیز همبستگی مثبت و معناداری با اهرم مالی (۰/۰۹)، سود نقدی (۰/۸۳) و نسبت  $Q$  توبین (۰/۶۳) داشته و همبستگی منفی و معناداری با نسبت بدهی (۰/۴۲-) در سطح ۱٪ دارد. نسبت  $Q$  توبین به ترتیب همبستگی مثبت و منفی و معناداری با سود نقدی (۰/۵۶) و نسبت بدهی (۰/۱۸-) در سطح ۱٪ دارد. همبستگی بین

۱۶۸... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

نسبت بدهی و سود نقدی (۰/۴۰-) نیز در سطح ۱٪ منفی و معنادار است.

### ۳-۹- نتایج برآورد مدل تحقیق

نتایج برآورد مدل این تحقیق در جدول (۳) ارائه شده است. مدل مذکور با استفاده از داده‌های ترکیبی ۱۸۶ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۸ برآورد شده است.

جدول ۳- نتایج برآورد مدل

دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری	آماره t	ضریب	
۱/۸۲۲	۴۴/۴۴٪	۲۴۸/۶۶۵ (۰/۰۰۰)*	۰/۰۰۰	۴/۳۹۶	۰/۲۶۱*	عرض از مبدا
			۰/۵۵۸	۰/۵۸۶	۰/۰۰۲	اهرم مالی
			۰/۰۰۰	۲۴/۵۰۳	۴/۰۱۹*	سود نقدی
			۰/۰۰۰	-۳/۵۳۲	-۰/۲۸۲*	نسبت بدهی
* معناداری در سطح ۱٪						

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

از آنجا که آماره فیشر (۲۴۸/۶۶۵) در سطح ۱٪ معنادار است نتیجه می‌گیریم که کل مدل معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل حدود ۴۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهد. آماره دوربین واتسون<sup>۱</sup> (۱/۸۲۲) نیز نشان می‌دهد که در اجزای اخلاص مدل رگرسیون همبستگی سریالی مرتبه اول وجود ندارد و در کل می‌توان به نتایج برآورد شده اتکا نمود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول تحقیق که در جدول ۳ ارائه شده است، نشان می‌دهد که ضریب اهرم مالی (۰/۰۰۲،  $t=۰/۵۸۶$ ) معنادار نیست. بنابراین رابطه معناداری بین اهرم مالی و هزینه نمایندگی وجود ندارد، در نتیجه فرضیه اول تحقیق رد می‌شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم تحقیق که در جدول (۱) ارائه شده است، نشان می‌دهد که ضریب سود نقدی سهام (۴/۰۱۹،  $t=۲۴/۵۰۳$ ) در سطح ۱٪ معنادار است.

۱. زمانی که آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ و نزدیک به عدد ۲ است، می‌توان گفت که اجزای اخلاص همبستگی سریالی با هم ندارند.



بنابراین رابطه مثبت و معناداری بین سود نقدی سهام و هزینه نمایندگی وجود دارد، در نتیجه فرضیه دوم تحقیق مبنی بر وجود رابطه منفی و معنادار بین سود نقدی سهام و هزینه نمایندگی رد می‌شود.

همچنین نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم تحقیق که در جدول (۱) ارائه شده است، نشان می‌دهد که ضریب نسبت بدهی ( $t = -3/532$ ) در سطح ۱٪ معنادار است. بنابراین رابطه منفی و معناداری بین نسبت بدهی و هزینه نمایندگی وجود دارد، در نتیجه فرضیه پایانی تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنادار بین نسبت بدهی و هزینه نمایندگی تایید می‌شود.

#### ۱۰- نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی رابطه میان مدیران و سهامداران و اعتباردهندگان پرداخته شده است که در عمل و با پیشبرد سازمان و اهداف آنها تضاد منافع میان آنها بوجود می‌آید و مشکلاتی از جمله مشکلات نمایندگی مطرح می‌شود که ما این تضاد منافع را به عنوان تابعی از تعامل بین شاخص  $Q$  توپین (نماینده فرصت‌های رشد) و جریان‌های نقدی آزاد در نظر گرفته و مشکلات نمایندگی را در قالب کمیت بیان نمودیم.

نتایج حاصل از فرضیه‌های تحقیق نشان دهنده این است که با توجه به نتایج عدم وجود رابطه بین اهرم مالی و هزینه نمایندگی مشخص می‌شود. بعبارت دیگر اعتبار دهندگان (بستانکاران) نمی‌توانند از اهرم مالی جهت اندازه‌گیری هزینه نمایندگی و تضاد منافع استفاده نمایند. از سود سهام نقدی به عنوان ابزاری برای سهامداران جهت اندازه‌گیری هزینه نمایندگی استفاده گردیده است که با توجه به نتایج تحقیق، سهامداران می‌توانند از سود سهام نقدی بطور مستقیم جهت سنجش هزینه نمایندگی و میزان تضاد منافع با مدیریت استفاده نمایند. بنابراین با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق رابطه بین بدهی و هزینه نمایندگی رابطه وجود داشته و این فرضیه تحقیق تایید می‌شود. با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق پیشنهادهای کاربردی بشرح زیر بیان

۱۷۰... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

می‌گردد:

ساختار سرمایه شرکت‌ها ترکیبی از روشهای مختلف تأمین مالی بوده که در برگیرنده منابع دائمی سرمایه شرکت است. روشهای متنوعی جهت تأمین منابع لازم برای یک شرکت وجود داشته که هر یک دارای مزایا و معایبی است. مزیت استفاده از استقراض، صرفه جویی مالیاتی می‌باشد. از طرف دیگر، عیب آن نیز این است که می‌تواند به مضیقه مالی منجر شود. بنابراین، تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه شرکت‌ها باید در عمل با ایجاد موازنه میان مزیت مالیاتی و هزینه‌های ناشی از مضیقه مالی انجام گیرد.

از سوی دیگر برای ایجاد تعادل در ساختار سرمایه و رفع نقیصه آن تجزیه و تحلیل جریان‌ات نقدی توصیه می‌شود.

همچنین از آنجایی که هزینه نمایندگی در صورتهای مالی در قالب عدد و رقم بیان نمی‌شود، بنابراین به سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و تحلیل‌گران توصیه می‌شود به سود سهام نقدی و نسبت بدهی که در فرضیه‌های دوم و سوم این پژوهش به تایید رسید توجه ویژه‌ی داشته باشند تا تضاد منافع میان هر یک از گروه‌ها که شامل هزینه نمایندگی نیز می‌شود را به حداقل برسانند.

برخی از موضوعاتی که برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌گردد عبارتند از:

۱- رابطه بین ارزش شرکت و هزینه نمایندگی

۲- تأثیر مالکیت شرکتی بر هزینه نمایندگی

۳- بررسی هزینه نمایندگی در قالب مباحث حسابداری مدیریت

۵- تأثیر تقارن اطلاعاتی بر هزینه نمایندگی

۶- بررسی عوامل داخلی شرکت‌ها بر هزینه نمایندگی

## منابع

باقرزاده، سعید، (۱۳۸۲) «تیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، پاییز و زمستان، شماره ۱۶، ص ۲۳-۴۷.

گرمودی لطف ابادی، بابک، (۱۳۸۴) «بررسی تأثیر هزینه نمایندگی بر سیاست سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران، ص ۳-۲۵.

نوروش، ایرج، غلامرضا کرمی و جلال وافی ثانی، (۱۳۸۸) «بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات حسابداری، ص ۶-۱۸.

Bhagat, Sanjai R. , and Richard H. Jefferis Jr. (2002), "The Econometrics Of Corporate Governance Studies", MIT Press, Cambridge.

Brealey, R. & S. Myers. (2000), "Principles of Corporate Finance". Sixth Edition, McGraw Hill.

Brockman, Paul, and Emre Unlu. (2009), "Dividend Policy, Creditor Rights, And The Agency Costs Of Debt", Journal Of Financial Economics, 92, 276-299.

Doukas, J. A. Kim, C. and Pantzalis, C. (2000), "Security Analysis, Agency Costs and Company Characteristics", Financial Analysts Journal, Vol. 56, No. 6, pp. 54-63.

Easterbrook, Frank. (1984), "Two Agency Cost Explanations Of Dividends", American Economic Review, 74, P 605-659.

Jensen, Michael. (1986), "Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", American Economic Review, 76, P323-329.

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, pp. 139-158.

Myers, S. , and N. Majluf. (1984), "Corporate Finance And

Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal Of Financial Economics*, 13, PP 187-221.

Roe, Mark J. (2004), “Explaining Western Securities Markets, In Anna Grandori, Ed. : *Corporate Governance And Firm Organization*” *Microfoundations And Structure Forms* (Oxford University Press, Oxford).

Ross, S. A. Westerfield, R. W. And Jaffe, J. F. (2002), “*Corporate Finance*”, McGraw-Hill, Sixth International Edition.

Rozeff, M. . (1982), “Growth, Beta And Agency Costs As Determinants Of Dividend Payout Ratios”, *Journal Of Financial Research*, 249-259.

Trailer, J, W, P, L, Rechner, and R. C. Hill. (2006), “A Compounded Agency Problem: An Empirical Examination Of Public –Private Partnerships”, *Journal Of American Academy Of Business*. Cambridge. Sep, Pp308-315.

Twaijry, A. (2007), “Dividend Policy and Payout ratio: Evidence from the Kuala Lumpur Stock Exchange”. *Journal of Risk Finance*, vol. 8 No. 4, pp. 349-363.