

هزینه نمایندگی و رشد شرکت

دکتر محسن حمیدیان^۱، محمدحسن سعادتیان فریور^۲

تاریخ پذیرش: ۹۵/۷/۴

تاریخ دریافت: ۹۵/۳/۳۰

چکیده

هدف از این پژوهش، بررسی هزینه نمایندگی و رشد شرکت در سال‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش، رشد شرکت با دو متغیر رشد دارایی و رشد فروش نشان داده می‌شود. با نمونه‌ای مشتمل بر ۱۶۸ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳، و با کمک روش‌های رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته، فرضیه‌های پژوهش، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج این پژوهش، حاکی از آن است که هزینه نمایندگی با رشد دارایی‌ها و رشد فروش شرکت، رابطه‌ای معنادار دارد. همچنین، این پژوهش نشان می‌دهد که اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود، بر رشد دارایی‌ها و رشد فروش شرکت تأثیر معنادار دارد.

کلیدواژه‌ها: تئوری نمایندگی، رشد دارایی‌های شرکت، رشد فروش شرکت.

مقدمه

خارج از شرکت، در قالب گزارش‌های حسابداری است. آن گروه از گزارش‌های حسابداری که با هدف تأمین نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان خارج از شرکت، تهیه و ارائه می‌شود، در حیطه حسابداری مالی قرار می‌گیرد (وقفی، ۱۳۸۸). ظهور شرکت‌های سهامی، از بزرگ‌ترین تحولات اقتصادی به‌شمار می‌آید و از نتایج این پدیده، جدایی مالکیت از کنترل بوده است. جدایی مذکور، این امکان را به‌وجود آورده است که مدیران تصمیماتی را اتخاذ کنند که در راستای منافع خود و عکس منافع سهام‌داران باشد. (سید احمدی سجادی، ۱۳۸۸) آغاز حاکمیت شرکتی از طریق مالکیت سهام، تأثیر چشمگیری بر روش کنترل شرکتها داشت و به این ترتیب، مالکان، اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت (کنترل)، به یک مشکل سازمانی مشهور،

امروزه به‌دلیل گسترش فعالیت‌های اقتصادی، بازارهای مالی و رونق سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه، به‌ویژه بورس اوراق بهادار از طریق اشخاص حقیقی و حقوقی، دسترسی به اطلاعات درست و به‌موقع و تحلیل دقیق و واقع‌بینانه آنها، مهم‌ترین ابزار برای اتخاذ تصمیمات درست و کسب منفعت مورد انتظار و استفاده بهینه و مطلوب از امکانات مالی است. در جامعه امروز، اطلاعات نقش مهمی در زندگی انسان‌ها ایفا می‌کند و هرچقدر جامعه پیشرفته‌تر باشد، از اطلاعات، بیشتر و بهتر استفاده می‌کند. از دلایل پیشرفت در جوامع توسعه‌یافته، استفاده بهینه و مؤثر از اطلاعات است. محصول نهایی فرایند حسابداری، ارائه اطلاعات به استفاده‌کنندگان مختلف، اعم از استفاده‌کنندگان داخلی و استفاده‌کنندگان

^۱. عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب

^۲. عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم و تحقیقات

به نام مشکل نمایندگی منجر شد.

جنسن^۱ و مک‌لینگ^۲ (۱۹۷۶)، مبانی تئوری نمایندگی را مطرح کردند. آنها مدیران شرکتها را به عنوان کارگزاران و سهامداران را به عنوان کارگزار تعریف کردند (در تحلیل آنها، یک سهامدار در برابر مدیران قرار دارد). به عبارت دیگر، تصمیمگیری روزمره شرکت به مدیران تفویض میشود که کارگزاران سهامداران هستند. مشکل در اینجا، آن است که کارگزار لزوماً به نفع کارگزار تصمیمگیری نمی‌کند (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

با شکل‌گیری رابطه نمایندگی و به وجود آمدن مشکلات نمایندگی، از قبیل تضاد منافع بین طرفین، هزینه‌های نمایندگی ایجاد می‌شود. هزینه‌های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارد؛ یعنی اگر بازار، انتظار وقوع چنین هزینه‌هایی را داشته باشد، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت. هزینه‌های نمایندگی را به شرح زیر بر شمرده‌اند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶):
— هزینه‌های نظارت (کنترل) مدیر از طریق مالک: این هزینه‌ها از سوی مالکان، از طریق طرح‌های پاداش، اختیار خرید سهام، استفاده از خدمات حسابرس مستقل و ... انجام می‌گیرد.

— هزینه‌های التزام: هزینه‌های مربوط به ساختار سازمانی، به گونه‌ای که بتوان رفتار نامطلوب مدیریت را محدود کرد.
— زیان باقیمانده: زیان باقیمانده، تفاوت بین عملیات واقعی مدیر و عملیات مورد انتظار وی است؛ که مربوط به دنبال کردن منافع شخصی است. زیان باقیمانده، باعث کاهش رفاه سهامداران می‌شود.

رابطه نمایندگی، قراردادی است که بر اساس آن، صاحب کار یا مالک، نماینده یا عامل را از سوی خود، منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض می‌کند. هزینه‌های نمایندگی، به طور ذاتی، زمانی ایجاد می‌شوند که مدیران، منابع سازمانی را به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران، در راستای منافع خود به کار می‌گیرند. در واقع، این هزینه‌ها ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران شرکت است. عدم تقارن اطلاعاتی،

به آن معنا است که مدیران در مقایسه با سهامداران، اطلاعات بهتر یا بیشتری در اختیار دارند. علت اصلی این تضاد منافع است (جبارزاده^۱ و بایزیدی^۲، ۲۰۱۰).

آینده‌نگری گروه‌های استفاده‌کننده از صورت‌های مالی، همواره حسابداران را به جست‌وجوی روش‌های برتر و تفسیر اطلاعات مالی هدایت کرده است. مدیران، نتایج عملیات آتی یک واحد تجاری و توان کسب سود را با اهمیت می‌دانند و رضایت سهامداران نیز در گرو سود مورد انتظار آنها است. از جمله روش‌های برتر تفسیر اطلاعات، بررسی رشد دارایی‌ها و رشد فروش شرکت است (خادمی، ۱۳۸۸).

معیارهای رشد شرکت، به عنوان یکی از ابزارهای مهم و اساسی در تصمیم‌گیری مدیریت برای انتخاب شیوه تأمین مالی و حداکثرسازی ارزش شرکت تلقی می‌شود و این ابزار به سرمایه‌گذاران و سهامداران، در تصمیم‌گیری، آگاهی و دانش می‌دهد. (اعطایی‌زاده و دارابی، ۱۳۹۳)

تعدادی از پژوهش‌گران مالی، حسابداری را به عنوان یک سیستم اطلاع‌رسانی تلقی می‌کنند و به عقیده برخی از آنها، هدف اصلی حسابداری، ارائه اطلاعات مفید برای تصمیم‌گیری است. این وظیفه پژوهش‌گران این علم است که اطلاعاتی را فراهم سازند تا تصمیم‌گیرندگان بتوانند بر اساس آنها، تصمیم‌گیری صحیحی اتخاذ کنند. در این پژوهش، سعی شده است تا هدف مذکور دنبال شود. به این منظور، در این پژوهش، به دنبال بررسی تئوری نمایندگی، رشد دارایی و رشد فروش هستیم.

مبانی نظری

پژوهش‌ها و تحلیل‌های همه‌جانبه بازارهای اوراق بهادار و نتیجه‌گیری صحیح می‌تواند سرعت رشد و شکوفایی این بازارها را تحقق بخشد. بورس‌های معتبر دنیا نشان داده‌اند که در تأمین و جمع‌آوری سرمایه موفق بوده‌اند و این، حاصل اعتماد سهامداران به بازارهای سرمایه و کارایی بازار است، به نحوی که مطمئن هستند، سرمایه‌های آنها به هدر

بسیاری از اقتصاددانان و نظریه‌پردازان سازمانی پذیرفته‌اند که حداکثرسازی سود و رشد، از اهداف رقیب شرکت‌ها است و از آنجا که حرکت هم‌زمان به سمت هر دو هدف، برای مدیران دشوار است، بنابراین جهت‌گیری، نه به سمت سودآوری یا رشد شرکت و نه هر دوی آنها است. از این رو، بین سود و رشد رابطه متقابل وجود دارد (لی، ۲۰۱۳).

بر همین اساس، فرضیه اول این پژوهش، به شرح زیر بیان می‌شود:

بین هزینه نمایندگی و رشد دارایی‌های شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به‌عنوان نمایندگان سهام‌داران، ممکن است به‌گونه‌ای عمل کنند، یا تصمیم‌هایی اتخاذ کنند که الزاماً موجب به حداکثر رساندن ثروت سهام‌داران نشود. تئوری نمایندگی، هزینه‌های نمایندگی را به‌عنوان هزینه‌های مرتبط با اهداف متفاوت، بین نمایندگان (مدیران) و مالکان (سهام‌داران)، تعریف می‌کند (جبارزاده و بایزیدی، ۲۰۱۰). صورت حساب سود و زیان (به‌همراه اطلاعات موجود در سایر صورت‌های مالی)، ابزار انتقال اطلاعات برای ارزیابی میزان رشد فروش شرکت و نتایج فعالیت‌های مالی است. میزان فروش و فرصت رشد در تصمیم‌گیری، نسبت به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، یک عامل بسیار مهم و حیاتی است. فرصت رشد، نشان‌دهنده استعداد بالقوه شرکت در سرمایه‌گذاری است.

بین هزینه نمایندگی و رشد فروش شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

پیشینه پژوهش

برادران حسن زاده و همکاران در سال ۱۳۹۵ پژوهشی با عنوان «تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری» انجام داده‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که هزینه‌های نمایندگی موجب انحراف از رفتار سرمایه‌گذاری مطلوب

نمی‌رود و سودهای معقولی به ارمغان خواهد آورد. پژوهش پیرامون مقوله‌های مختلف مؤثر بر بازار سهام می‌تواند به تصمیم‌گیری صحیح سهام‌داران کمک کند و تخصیص بهینه منابع اقتصادی، به‌نحو مطلوب‌تری انجام گیرد و وضع سرمایه‌گذاری بهتر شود (قائمی و همکاران، ۱۳۸۲).

تئوری نمایندگی، به این ترتیب است که فرد، مسئولیت تصمیم‌گیری در خصوص توزیع منابع مالی و اقتصادی و یا انجام خدمتی را طی قرارداد مشخصی، به شخص دیگری واگذار می‌کند. شخص اول را در اصطلاح، مالک (سهام‌دار) و شخص دوم را نماینده (کارگزار) می‌نامند. (وکیلی فرد و همکاران، ۱۳۹۳)

نظریه نمایندگی، به دنبال آن است که ساختار سرمایه شرکت را به‌عنوان نتیجه تلاش برای حداقل‌سازی هزینه‌های مرتبط با تفکیک مالکیت شرکت و کنترل آن نشان دهد (چای^۱ و سو^۲، ۲۰۰۹). معمولاً در شرکت‌هایی که دارای سهام‌داران نهادی هستند و بهتر می‌توانند بر فعالیت‌های مدیر نظارت کنند، رشد دارایی دارای اهمیت است (جانسون^۳ و همکاران، ۲۰۰۶). برخی از اقلام صورت‌های مالی، رشد و عملکرد مناسب واحد تجاری را نشان می‌دهد (هریبار^۴ و کولینز^۵، ۲۰۰۲). یکی از این موارد، رشد دارایی‌ها است. به‌طور کلی، افزایش در دارایی‌های شرکت می‌تواند نشان دهد، شرکت در مسیر سودآوری حرکت می‌کند. (رضایی و سیاری، ۱۳۹۴)

اما نکته مهم، این است که با شناخت اجزای رشد دارایی‌ها و اینکه از طریق کدام منابع مالی تهیه شده‌اند، می‌توان درک بهتری از این رشد داشت. (فیرفیلد^۶ و همکاران، ۲۰۰۳)

نظریه نمایندگی، عمدتاً به تضاد موجود میان مدیر و مالک اشاره دارد و این تضاد از متفاوت بودن هدف‌های آنان ناشی می‌شود. (نمازی، ۱۳۸۴)

همچنین، ادبیات موجود در رابطه با حاکمیت شرکتی، نشان می‌دهد که مدیران با افزایش اندازه شرکت، به‌جای سود، تمایل به دنبال کردن منافع شخصی خود دارند. در حال حاضر،

1. Chay, J. B.

2. Suh, Jungwon

3. Johnson, Shane A.

4. Hribar, P.

5. Collins, N

6. Fairfield, P.

7. Lee, S.

نوروش و همکاران (۱۳۸۸)، در پژوهش خود، به این نتیجه رسیدند که بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با هزینه‌های نمایندگی، رابطه معنادار و منفی وجود دارد. از طرفی، نتایج پژوهش آنها، با فرض وجود رابطه بین نسبت بدهی و هزینه‌های نمایندگی، مطابقت نداشت.

نتایج به دست آمده حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت سهام مدیران، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره، نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل بدهی و هزینه‌های نمایندگی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. نتایج پژوهش، با فرض وجود ارتباط بین نسبت بدهی شرکت‌ها با هزینه‌های نمایندگی مطابقت ندارد.

گاریگلیا و یانگ^۱ (۲۰۱۲) تأثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های چینی را برای دوره مالی ۱۹۹۰-۲۰۱۰ بررسی کردند. آنها برای اندازه‌گیری محدودیت‌های مالی از شاخص کاپلان و زینگلاس (۱۹۹۷) و ویتید و وو (۲۰۰۶) و جهت برآورد میزان هزینه‌های نمایندگی از نسبت‌های کارایی استفاده کردند. شواهد نشان می‌دهد که ترکیب محدودیت‌های مالی و مشکلات نمایندگی می‌تواند برای توضیح ناکارایی سرمایه‌گذاری در محیط کشور چین مورد استفاده قرار گیرد. به طور خاص نتایج آنها با فرضیه محدودیت‌های مالی فزاری و همکاران (۱۹۸۸) و فرضیه جریان‌های نقد آزاد جنسن (۱۹۸۸) سازگار است؛ بدین معنا که شرکت‌های با جریان‌های نقد پایین به علت محدودیت‌های مالی تمایل به سرمایه‌گذاری کمتر از حد و شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بالا تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند.

آنگ و همکاران^۲ (۲۰۱۰) در پژوهشی رابطه هزینه‌های نمایندگی و ساختار مالکیت را مورد بررسی قرار دادند. هزینه‌های نمایندگی به دو صورت نسبت گردش دارایی‌ها

می‌شود. بدین ترتیب با افزایش هزینه‌های نمایندگی، مشکلات مربوط به سرمایه‌گذاری بیشتر و یا کمتر از حد تشدید می‌شود و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد. همچنین، نتایج نشان داد که شدت تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار متفاوت از شرکت‌های کم سرمایه‌گذار است.

نتایج بررسی یحیی‌زاده فرد و همکاران (۱۳۹۲)، نشان می‌دهد، ابعاد سرمایه اجتماعی، شامل «اخلاق فردی، خانوادگی، گروهی، روابط و ارتباط همکاران با یکدیگر، اعتماد کارکنان به شرکت محل کارشان و عضویت در گروه‌های مختلف»، تأثیر مثبت و معناداری بر رشد فروش شرکت‌ها دارد و از بین این ابعاد، روابط و ارتباط همکاران با یکدیگر، بیشترین تأثیر را بر افزایش فروش شرکت‌ها دارد.

چول^۱ و پینکاس^۲ (۲۰۰۱)، نشان دادند که شرکت‌ها با رشد بیشتر، در مقایسه با سایر شرکت‌ها، تمایل کمتری به افشای اطلاعات مربوط به فرصت‌های رشد دارند و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران شرکت‌های رشدی، بیشتر است.

کوکي^۳ و گایزانی^۴ (۲۰۰۹) نیز دریافتند که با تمرکز بیشتر مالکیت در دست نهادها، توزیع سود سهام نیز بیشتر می‌شود. همچنین، بین مالکیت نهادی و سود سهام رابطه مثبت وجود دارد.

لی (۲۰۱۳)، بیان می‌کند که بین حاکمیت شرکتی و رشد دارایی رابطه متقابلی وجود دارد.

ویوه^۵ و کین^۶ (۲۰۱۲)، در پژوهشی با عنوان عوامل مختلف رشد شرکتی و ثبات ساختار سرمایه به بررسی رابطه میان انواع مختلف رشد شرکتی و ثبات و پایداری ساختار سرمایه پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که انواع مختلف رشد شرکت (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و دارایی‌های مشهود) می‌تواند به عنوان یک دیدگاه کاربردی در افزایش اهمیت نسبت اهرم آتی شناخته شود.

1. Chul, P.

2. Pincus, M.

3. Kouki, Mondher

4. Guizani, Moncef

5. Wu, Chau

6. Kin

7. Guariglia & Yang

8. Ang & et al.

شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شده است.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته

رشد دارایی‌ها: براساس پژوهش گری و جانسون (۲۰۱۱)، برای محاسبه رشد دارایی‌ها از تفاضل مجموع دارایی‌های پایان دوره و ابتدای دوره تقسیم بر ابتدای دوره استفاده می‌شود.

رشد فروش: براساس پژوهش (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۱)، برای محاسبه رشد فروش، از تفاضل لگاریتم طبیعی فروش سال جاری و فروش سال قبل استفاده می‌شود.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت: به طور کلی، به عنوان یکی از منابع ناهمگنی در رشد شرکت شناسایی می‌شود (دارایی و همکاران، ۱۳۹۵) و از لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت به دست می‌آید. نسبت حاشیه سود خالص: سود، معیاری است که براساس آن، شرکت‌های موفق از غیرموفق جدا می‌شوند. بنابراین، شرکت‌هایی که سودآوری دارند، رشد بهتری خواهند داشت (رضانژاد، ۱۳۸۹).

نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها: براساس پژوهش (شکری و همکاران، ۱۳۹۴)، از نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها به عنوان متغیر کنترلی استفاده می‌شود.

متغیر مستقل

هزینه نمایندگی: مانند پژوهش نورورش و همکاران (۱۳۸۸)، از نسبت هزینه عملیاتی به فروش به دست می‌آید.

مدل‌های استفاده شده در پژوهش

برای تحلیل این موضوع، الگوی تجربی برای پژوهش، به شرح زیر معرفی می‌شود:
متغیرهای وابسته عبارتند از: *Grow Asset*، بیانگر رشد دارایی‌های شرکت که از تفاضل جمع دارایی‌های سال جاری

و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش اندازه‌گیری شد. نتایج پژوهش آنها بیانگر این بود که هزینه‌های نمایندگی دارای رابطه معکوس با نسبت مالکیت درونی هستند. همچنین در صورت اندازه‌گیری هزینه‌ها به صورت نسبت گردش دارایی‌ها، بین هزینه‌های نمایندگی و تعداد سهامداران عمده مستقل از مدیریت رابطه مستقیم وجود دارد.

روش پژوهش

این پژوهش، از دیدگاه هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی و از دیدگاه ماهیت و روش، از جمله پژوهش‌های توصیفی و از نوع همبستگی محسوب می‌شود. در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. در روش داده‌های ترکیبی، برای انتخاب بین روش‌های پانل و پولینگ، از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در صورت انتخاب روش پانل، آزمون هاسمن برای انتخاب از بین روش‌های تأثیرات ثابت و تأثیرات تصادفی انجام می‌شود. افزون بر این، برای آزمون مانایی متغیرها، از آزمون لوین استفاده شده است. تحلیل‌های آماری از طریق نرم‌افزار Eviews انجام می‌شود. در نهایت، فرضیه‌های پژوهش از طریق آزمون حداقل مربعات معمولی مورد آزمون قرار می‌گیرد.

جامعه، نمونه آماری و دوره زمانی پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده است و از این رو، نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب می‌شود. شرایط مذکور، عبارتند از:

— شرکت، طی دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی نداده باشد.

— شرکت‌های تحت بررسی، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ و واسطه‌گری مالی نباشند.

— اطلاعات و داده‌های آنها در دسترس باشد.
باتوجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع، ۱۶۸

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول

$H_0 =$ بین هزینه نمایندگی و رشد دارایی‌های شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

$H_1 =$ بین هزینه نمایندگی و رشد دارایی‌های شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم

$H_0 =$ بین هزینه نمایندگی و رشد فروش شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

$H_1 =$ بین هزینه نمایندگی و رشد فروش شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

با سال قبل به دست می‌آید و Grow Saleit، بیانگر رشد فروش شرکت، و متغیر مستقل CAgency، بیانگر هزینه نمایندگی و متغیرهای کنترلی پژوهش شامل این موارد است: Size، بیانگر اندازه شرکت، NI/NS، بیانگر حاشیه سود خالص، و Div/TA، بیانگر سود تقسیمی به کل دارایی‌ها که با تصریح مدل می‌توان آن را به صورت زیر بیان کرد:

$$Grow Assetit = \beta_0 + \beta_1 CAgency_{i,t} + \beta_2 NI/NS_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Div/TA_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

$$Grow Sale_{it} = \beta_0 + \beta_1 CAgency_{it} + \beta_2 NI/NS_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Div/TA_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در پژوهش

| متغیر ویژگی | حاشیه سود خالص | هزینه نمایندگی | رشد دارایی‌ها | رشد فروش | اندازه شرکت | سود تقسیمی به کل دارایی‌ها |
|----------------|-------------------|-------------------|---------------|----------|----------------|-------------------------------|
| میانگین | ۰/۱۲ | ۰/۷۴ | ۰/۸۳ | ۰/۰۷ | ۵/۹۲ | -۰/۰۵ |
| میانه | ۰/۱۰ | ۰/۷۶ | ۰/۸۰ | ۰/۰۸ | ۵/۸۶ | -۰/۰۲ |
| حداکثر | ۰/۹۱ | ۳/۱۷ | ۴/۴۶ | ۱/۴۶ | ۸/۱۷ | ۷/۵۶ |
| حداقل | -۰/۹۸ | ۰/۰۰ | -۰/۲۱ | -۲/۵۸ | ۴/۳۵ | -۰/۶۱ |
| انحراف معیار | ۰/۲۳ | ۰/۲۰ | ۰/۳۹ | ۰/۲۱ | ۰/۶۸ | ۰/۰۷ |

آزمون ریشه واحد پایایی

مهم‌ترین بحث در به کارگیری روش‌های اقتصادسنجی، بررسی روش‌هایی است که از عدم کاذب بودن رگرسیون برآوردی اطمینان حاصل شود. عدم کاذب بودن رگرسیون برآوردی را به روش‌های متفاوتی بررسی می‌کنند. عمدتاً نامانایی متغیرها، یا به عبارتی، تصادفی بودن سری زمانی متغیرها، به کاذب شدن رگرسیون برآوردی منجر می‌شود. روش‌ها و آزمون‌هایی همچون آزمون لوین، برای آزمون ریشه واحد متغیرهای استفاده شده که در جدول زیر نتایج آن ذکر شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون مانایی و ریشه واحد متغیرهای پژوهش

| فرض صفر | حاشیه سود خالص | هزینه نمایندگی | رشد دارایی‌ها | رشد فروش | اندازه شرکت | سود تقسیمی به کل دارایی‌ها | آزمون |
|----------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------------------|-------------------|
| وجود ریشه واحد | -۴۳/۶۴ (۰.۰۱) | -۱۷۷/۷ (۰.۰۰) | -۴۶/۶ (۰.۰۰) | -۴۳/۶۴ (۰.۰۰) | -۲۷۶/۰۱ (۰.۰۰) | -۱۷۳۰/۶۴ (۰.۰۰) | لوین ^۱ |

1. LEVIN

همان‌گونه که از جدول بالا قابل مشاهده است، تمامی متغیرها براساس روش لوین، آزمون شد. فرضیه صفر آزمون، مبنی بر وجود ریشه واحد رد شد و بر این اساس، متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در سطح مانا هستند. یادآور می‌شود، از آنجا که متغیرها در سطح مانا هستند، نیازی به آزمون هم‌انباشتگی^۱ برای آنها نخواهد بود.

جدول ۳. ماتریس همبستگی پیرسون برای متغیرهای کمی پژوهش

| ردیف | حاشیه سود خالص | هزینه نمایندگی | رشد دارایی‌ها | رشد فروش | اندازه شرکت | سود تقسیمی به کل دارایی‌ها |
|----------------------------|----------------|----------------|---------------|----------|-------------|----------------------------|
| حاشیه سود خالص | ۱ | | | | | |
| هزینه نمایندگی | -۰/۰۶۴ | ۱ | | | | |
| رشد دارایی‌ها | -۰/۰۶۵ | -۰/۱۵۴ | ۱ | | | |
| رشد فروش | -۰/۰۱۸ | -۰/۲۹ | -۰/۲۷ | ۱ | | |
| اندازه شرکت | -۰/۰۰۶ | -۰/۰۰۸ | -۰/۰۰۶ | -۰/۰۰۳ | ۱ | |
| سود تقسیمی به کل دارایی‌ها | -۰/۱۲۴ | ۰/۳۶ | ۰/۰۲۴ | -۰/۰۰۵ | -۰/۰۰۹ | ۱ |

باتوجه به نتایج ارائه شده در جدول فوق، همبستگی بین متغیرهای مستقل، به اندازه‌ای نیست که بتوان آن را به‌عنوان همبستگی شدید تلقی کرد. از این رو، می‌توان از آن چشم‌پوشی کرد و مدل ارائه شده برای پژوهش حاضر را با همه متغیرهای ذکر شده برای آن برآورد کرد.

نتایج آزمون‌های انتخاب نوع مدل

روش پژوهش از نوع تحلیل رگرسیون است که از داده‌های ترکیبی به دست آمده از صورت‌های مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، برای بررسی فرضیه‌ها استفاده شده است. از آزمون F لیمر، برای تعیین نوع مدل رگرسیون و از آزمون هاسمن، برای تشخیص نوع مدل پنل دیتا استفاده شده است که نتایج آن به شرح زیر است:

جدول ۴. تعیین نوع مدل رگرسیون و تشخیص نوع مدل پنل دیتا

| فرضیه | F لیمر | آزمون هاسمن | نتیجه |
|-------|--------------|--------------|--------------------------|
| اول | ۲/۲۰ (۰/۰۰۰) | ۶/۰۴ (۰/۱۹) | پانل دیتا - اثرات تصادفی |
| دوم | ۱/۵۹ (۰/۰۰۰) | ۱۳/۲۰ (۰/۰۱) | پانل دیتا - اثرات ثابت |

منبع: محاسبات پژوهش

نتایج حاصل از فرضیه اول

$$\text{Grow Assetit} = \beta_0 + \beta_1 \text{CAgency } i,t + \beta_2 \text{NI/NS } i,t + \beta_3 \text{Size } i,t + \beta_4 \text{Div/TA } i, + \varepsilon \text{ it}$$

| متغیر وابسته: رشد دارایی‌ها | | | |
|-----------------------------|------------|---------|---------------|
| متغیر | ضریب متغیر | آماره T | سطح معنی داری |
| هزینه نمایندگی | -۰/۳۴ | -۵/۵۰ | ۰/۰۰ |
| سود تقسیمی به کل دارایی | ۰/۳۵ | ۲/۰۲ | ۰/۰۴ |
| حاشیه سود خالص | -۰/۰۸ | -۱/۵۹ | ۰/۱۰ |
| اندازه شرکت | ۰/۰۴ | ۲/۴۳ | ۰/۰۱ |
| عرض از مبدأ | ۰/۸۳ | ۶/۳۸ | ۰/۰۰ |
| R2 | | ۰/۳۹ | |
| تعدیل شده R2 | | ۰/۳۶ | |
| F | | ۱۰/۶۱ | |
| Prob | | ۰/۰۰ | |
| آماره دوربین واتسون | | ۱/۵۰ | |

منبع: محاسبات محقق

ضریب متغیر مستقل $-۰/۳۴$ است؛ اما با توجه به سطح معنی داری $۰/۰۰$ در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنی دار هستند. در فرضیه اول، پیش‌بینی شده است که هزینه نمایندگی، تأثیر معنی دار منفی بر رشد دارایی‌ها دارد. همچنین، آماره F $۱۰/۶۱$ ، با سطح اطمینان ۹۹ درصد، بیانگر معنی داری کلی ضرایب مدل و آماره دوربین واتسون با عدد $۱/۵۰$ ، نشان‌دهنده نبود خودهمبستگی در بین اجزای اخلاص است.

نتایج حاصل از فرضیه دوم

$$\text{Grow Saleit} = \beta_0 + \beta_1 \text{CAgency } it + \beta_2 \text{NI/NS } i,t + \beta_3 \text{Size } it + \beta_4 \text{Div/TA } i, + \varepsilon$$

| متغیر وابسته: رشد فروش | | | |
|-------------------------|------------|---------|---------------|
| متغیر | ضریب متغیر | آماره T | سطح معنی داری |
| هزینه نمایندگی | -۰/۲۹ | -۲۸/۶۳ | ۰/۰۰ |
| سود تقسیمی به کل دارایی | ۰/۲۰ | ۱۰/۸۹ | ۰/۰۰ |
| حاشیه سود خالص | -۰/۰۳ | -۴/۴۲ | ۰/۰۰ |
| اندازه شرکت | ۰/۰۰۳ | ۳/۰۴ | ۰/۰۰۲ |
| عرض از مبدأ | ۰/۲۸ | ۱۸/۷۴ | ۰/۰۰ |
| R2 | | ۰/۶۶۷ | |
| تعدیل شده R2 | | ۰/۶۶۶ | |
| F | | ۵۴۵/۴۱ | |
| Prob | | ۰/۰۰ | |
| آماره دوربین واتسون | | ۱/۸۲ | |

منبع: محاسبات محقق

نتیجه گیری

ایجاد شرکت‌های سهامی از بزرگ‌ترین تحولات اقتصادی به‌شمار می‌آید. با ایجاد شرکت‌های سهامی و وجود این مطلب که همه سهام‌داران نمی‌توانند مدیر شرکت باشند، شخصی به‌عنوان مدیر انتخاب می‌شود که این پدیده، مشکل تضاد منابع را به‌وجود آورده است. این عامل، سبب ایجاد تئوری نمایندگی در شرکت‌ها شده است. میزان رشد شرکت می‌تواند بر تصمیم‌گیری سهام‌داران تأثیر بگذارد. بر همین اساس، چون هزینه‌های نمایندگی شرکت برای سهام‌داران چندان خوشایند نیست، به استفاده‌کنندگان و فعالان بازار سرمایه، توصیه می‌شود، نتایج این پژوهش و پیامدهای منفی هزینه نمایندگی را مدنظر قرار دهند.

مرجع‌ها

اعطایی‌زاده، رضا؛ دارابی، رؤیا (۱۳۹۴)، «رابطه میان معیارهای مختلف رشد شرکت و نسبت تغییرات سود انباشته در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، راهبرد مدیریت مالی، سال ۳، شماره ۸، صص ۵۰-۲۱.

برادران حسن زاده، رسول؛ تقی زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۵)، تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۸، شماره ۳۲، صص ۱۳۹-۱۶۳.

حساس یگانه، یحیی. ۱۳۸۴. «مبانی نظری حاکمیت شرکتی»، ماهنامه حسابداری، انجمن حسابداران خبره ایران، شماره ۱۶۸، دی‌ماه.

خادمی، وحید. ۱۳۸۸. «ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله حسابداری، شماره ۲۰۷، صص ۷۷-۷۴.

دارابی، رویا؛ وقفی، سیدحسام، سلمانیان، مریم (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ارزش و ریسک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری، شماره ۱، دوره ۲، صص ۱۹۳-۲۱۳.

رضایی، فرزین و سیاری، محمدصادق. ۱۳۹۴. «نقش منابع تأمین مالی بر رابطه بین رشد دارایی‌ها و بازده سهام شرکت‌ها»،

پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۱۷، صص ۱۱۸-۹۵.

رضانژاد، اکبر (۱۳۸۹)، نسبت‌های مالی عملکرد در بانک‌ها، بانک و اقتصاد، شماره ۱۱۰، صص ۴۵-۵۰.

سید احمدی سجادی، سیدعلی. ۱۳۸۸. «نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکت»، فصلنامه حقوق، شماره ۴، صص ۲۷۶-۲۵۷.

شکری، عقیل؛ پاکدل مغالو، عبدالله (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر سود تقسیمی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با در نظر گرفتن معیار کمبود جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، سال ۱۵، شماره ۵۹، صص ۷۷-۱۰۸.

مهدوی، مهناز؛ زارع، حمیده (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر رشد فروش بر عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش ملی بررسی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع در سازمانها، گچساران، دانشگاه آزاد اسلامی واحد گچساران.

نمازی، م. ۱۳۸۴. «بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت»، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره ۲۲، صص ۱۶۴-۱۴۷.

نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا؛ وافی ثانی، جلال. ۱۳۸۸، بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره اول، صص ۴-۲۸.

وکیلی‌فرد، حمیدرضا؛ موسوی، سید احمد؛ سلیم، فرشاد. ۱۳۹۳. «حسابداری مدیریت و نظام راهبری شرکتی»، مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۰، صص ۲۹-۱.

ولی‌پور، هاشم؛ خرم، علی. ۱۳۹۰، اثربخشی سازوکارهای نظام راهبری شرکت به‌منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی، سال چهارم، شماره هشتم، صص ۶۱-۷۵.

وقفی، سید حسام. ۱۳۸۸. «بررسی محتوای اطلاعاتی سود» پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد مشهد.

یحیی‌زاده‌فرد، محمود؛ شیرخدايي، میثم؛ فتح‌علیان، سمانه. ۱۳۹۲. «بررسی رابطه سرمایه اجتماعی با رشد فروش شرکت‌های

- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- Johnson, Shane A.; Lin, Ji-Chai; Kyojik R. Song. 2006. "Dividend Policy, Signaling, and Discounts on Closed-End Funds", *Journal of Financial Economics* 81, 539-562
- Kouki, Mondher & Guizani, Moncef. 2009. "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market", *European Journal of Scientific Research* 25(1), 42-53.
- Lee, S. 2013. "The Relationship between Growth and Profit: Evidence from Firmlevel Panel Data", *Structural Change and Economic Dynamics* 28, 1-11.
- Wiberg, D. 2008. "Ownership, Dividends, R & D and Retained Earnings – Are Institutional Owners Short-term Oriented?", *Working Paper*, The Royal Institute of Technology, Centre of Excellence for Science and Innovation Studies(CESIS), <http://www.cesis.se>.
- Wu Chau, Kin Au Yeung. 2012. "Firm Growth Type and Capital Structure Persistence", *Journal of Banking & Finance* 36, 3427-3443.
- Aivazian, V.A., Geb, Y., Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11: 277-291.
- پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، کارآفرینی و توسعه اقتصادی.
- Ang, J. Cole, R. and Lin, J. (2010). "Agency Costs and Ownership Structure." *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, pp. 81-106.
- Chay, J. B. & Suh, Jungwon. 2009. "Payout Policy and Cash-flow Uncertainty", *Journal of Financial Economics* 93, 88-107.
- Chul, P. & Pincus, M. 2001. "Internal vs External Funding Sources and Earning Response Coefficients", *Review of Quantitative Finance and Accounting* 16, 33-52.
- Fairfield, P.; Whisenant, S.; Yohn, T. 2003. "Accrued Earning and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing", *The Accounting Review* 78, 353-371.
- Gray, Philip & Jessica Johnson. (2011). the relationship between asset growth and the cross-section of stock returns, *Journal of Banking & Finance*, 2011, vol. 35, issue 3, pages 670-680.
- Guariglia, A., Yang, J, (2012), "A Balancing Act: Managing Financial Constraints and Agency Costs to Minimize Investment Inefficiency in The Chinese Market", Paper in www.SSRN.com.
- Hribar, P. & Collins, N. 2002. "Error in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research", *Journal of Accounting Research* 10, 105-134.
- Jabbarzadeh, S. & Bayazidi, A. 2010. "The Investigation of the Relationship between Ethics Values and Agency Costs in Accounting System of Iran", *International Journal of Academic Research* 2(5), 345-350.