

ساختار سرمایه و نظریه نمایندگی: شواهدی تجربی از

بورس اوراق بهادار تهران

نظام الدین رحیمیان^۱، بهمن قادری^۲، پیمان رسولی^۳

تاریخ دریافت: ۹۴/۱۱/۱۵

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۳/۰۳

چکیده

بر اساس نظریه نمایندگی، سیاست‌های تأمین مالی شرکت به صورت مستقیم منافع گروه مدیریت، سهامداران و اعتباردهندگان را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در ادبیات نوین تأمین مالی، تعارض‌های نمایندگی و اصول راهبری شرکت‌ها، از عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها محسوب می‌شوند. در رابطه با تعارض‌های نمایندگی و ساختار سرمایه، دو نوع مصداق شامل تضاد سهامداران و اعتباردهندگان (مرتبط با بدهی) و تضاد مدیران و سهامداران (مرتبط با حقوق صاحبان سهام) وجود دارد. در این پژوهش، اثر ساختار سرمایه بر هزینه‌های نمایندگی با رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری مورد بررسی قرار گرفته است. برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی به عنوان متغیر وابسته، از متغیرهای مشاهده‌پذیر نسبت بازده دارایی‌ها، نسبت به کارگیری دارایی‌ها، نسبت هزینه‌های اختیاری و نسبت کیوتوین استفاده شده است. نسبت اهرم مالی به عنوان متغیر معرف ساختار سرمایه نیز به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. همچنین، متغیرهای نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری و فرصت‌های رشد به عنوان متغیرهای کنترلی وارد الگوی پژوهش شده است. جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۳ تشکیل می‌دهد. پس از اطمینان یافتن از برازش قابل قبول الگوهای اندازه‌گیری و ساختاری پژوهش، نتایج پژوهش حاکی از آن است که اهرم مالی، اثر منفی و معناداری بر هزینه‌های نمایندگی دارد.

واژه‌های کلیدی: ساختار سرمایه، تضاد منافع، هزینه‌های نمایندگی، الگوسازی معادلات ساختاری.

طبقه‌بندی موضوعی: G32

کد DOI مقاله: 10.22051/ijar.2016.2587

^۱ استادیار گروه حسابداری، دانشگاه خاتم، (norahimian@yahoo.com)

^۲ دانش‌آموخته دوره کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه ارومیه، نویسنده مسئول،

(bahman.ghaderi67@yahoo.com)

^۳ دانشجوی دوره کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه کردستان، (peyman_rasouli@yahoo.com)

مقدمه

در بررسی ساختار سرمایه، تلاش می‌شود ترکیب منابع مالی مختلف مورد استفاده در تأمین مالی فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز واحد تجاری، تبیین شود. هدف از تعیین ساختار سرمایه، مشخص کردن ترکیب منابع مالی واحد تجاری به منظور بیشینه‌سازی ثروت سهامداران است. زیرا، انتخاب ساختار سرمایه مطلوب، موجب کاهش هزینه‌های شرکت و افزایش ارزش بازار آن می‌گردد. این موضوع که شرکت‌ها چگونه ساختار سرمایه خود را انتخاب و تعدیل می‌کنند، مدت‌ها در کانون توجه بسیاری از اقتصاددانان مالی بوده و هنوز هم بحث‌های فراوانی را به دنبال دارد (مارکز و سانتوز، ۲۰۰۴) و موجب شده است دامنه پژوهش‌های انجام شده در حوزه ساختار سرمایه گسترش یابد و دیدگاه‌ها و نظریه‌های متفاوتی پیرامون ساختار بهینه سرمایه، به منظور تعیین رفتار واقعی تأمین مالی شرکت‌ها مطرح گردد.

در ادبیات نوین تأمین مالی، تعارض‌های نمایندگی و اصول راهبری شرکت‌ها، از عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها محسوب می‌شوند (حسن و بوت، ۲۰۰۹). در رابطه با تعارض‌های نمایندگی و ساختار سرمایه، دو نوع مصداق شامل تضاد بین سهامداران و اعتباردهندگان (مرتبط با بدهی) و تضاد بین مدیران و سهامداران (مرتبط حقوق صاحبان با سهام) وجود دارد. در تضاد منافع مرتبط با بدهی، این فرصت برای سهامداران فراهم است که در صورت موفقیت پروژه‌های سرمایه‌گذاری، بخش عمده سودهای کسب شده را تصاحب نمایند و در صورت شکست این پروژه‌ها، به واسطه محدود بودن مسئولیت آنان، این احتمال وجود دارد که اعتباردهندگان نتوانند اصل و فرع طلب خود را وصول نمایند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶).

در ادبیات نظریه نمایندگی، استفاده بیشتر از بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت، از راه‌های کاهش هزینه نمایندگی معرفی می‌شود، زیرا استفاده بیشتر از بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت از طریق کاهش نیاز به تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام، منجر به کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌گردد (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). از سوی دیگر، اعتباردهندگان انتظار دارند امنیت سرمایه‌های آنان در شرکت تضمین شود و ریسک و رشکستگی و از بین رفتن اصل و فرع سرمایه به حداقل برسد. از این رو، اعتباردهندگان از انگیزه بیشتری برای اعمال نظارت بر

فعالیت‌های مدیریت برخوردار خواهند بود و این مسئله خود می‌تواند منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی گردد (حیدری و همکاران، ۱۳۹۴).

ویچی کومران (۲۰۱۵) معتقد است سهامداران و اعتباردندگان به عنوان صاحبان منابع، زمانی دارایی‌های خود را در فعالیت مشخصی به کار می‌گیرند که عملکرد مطلوب آن فعالیت، ثروتشان را افزایش دهد. بنابراین، مدیران باید با در نظر گرفتن راهبردهای مناسب، ساختار سرمایه‌ای را انتخاب کنند که هزینه سرمایه به حداقل برسد تا به واسطه آن، ریسک ورشکستگی کاهش پیدا کند (به منظور حفظ منافع اعتباردهندگان) و شرکت نیز به بازدهی بیشتری دست یابد (به منظور پیشنه سازی ثروت سهامداران).

تأثیر دیگر هزینه‌های نمایندگی این است که سرمایه‌گذاران خارجی که شرکت‌ها را تأمین مالی می‌کنند، با در نظر گرفتن مسائل انگیزشی مانند پاداش و هزینه‌های نظارت بر سازوکارها، درخواست بازده بالاتری جهت جبران هزینه‌های نظارت و مشکلات اخلاقی مرتبط با کنترل مدیران، خواهند داشت. بنابراین، مسئله نمایندگی باعث ایجاد تمایز میان هزینه‌های تأمین مالی داخلی و خارجی می‌گردد (عربصالحی و کاظمی نوری، ۱۳۹۳).

بنابراین، هدف پژوهش پیش‌رو این است که به صورتی تجربی ارتباط بین ساختار سرمایه و نظریه نمایندگی را در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار داده و شواهدی تجربی در رابطه با آن ارائه نماید.

مروری بر مبانی نظری و ادبیات پژوهش

ساختار سرمایه

برای ساختار سرمایه، تعاریف مختلفی ارائه شده است. ساختار سرمایه به صورت ادعاهای کلی بر دارایی‌های شرکت، تعادل بین بدهی‌ها و دارایی‌ها، ماهیت دارایی‌ها و ترکیب استقراض شرکت در نظر گرفته شده است. تصمیم‌گیری در رابطه با ساختار سرمایه از وظایف اصلی مدیران است. این ساختار (اعم از بدهی یا حقوق صاحبان سهام) باید با در نظر گرفتن تعارض‌های میان مدیران، سهامداران و اعتباردهندگان در نظر گرفته شود. با توجه به تصمیم‌گیری‌های مدیران درباره چگونگی تأمین منابع مورد نیاز شرکت، ساختار سرمایه می‌تواند حقوق مالکانه، الزامات بازپرداخت، ادعا بر دارایی‌ها، ادعا بر سود، قابلیت سودآوری، درجه ریسک، انعطاف‌پذیری

مالی و عملیاتی واحد تجاری را تحت تأثیر قرار دهد (بروجنی و نوروزی، ۱۳۹۴؛ احمدپور و سلیمی، ۱۳۸۶). از این رو، ساختار سرمایه مطلوب، موازنه بین ریسک و بازده را برقرار می‌نماید، زیرا از یک سو، استفاده از بدهی بیشتر، ریسک جریان سودآوری شرکت را بیشتر می‌کند و از سوی دیگر به نسبت بازده مورد انتظار بیشتر می‌انجامد (دارابی، ۱۳۹۲).

نظریه نمایندگی

نظریه نمایندگی، رفتار طرف‌های مرتبط با شرکت را پیش‌بینی و آن را توضیح می‌دهد. این نظریه، شرکت را به صورت شبکه‌ای از روابط نمایندگی در نظر گرفته و در جستجوی درک رفتار سازمانی، از طریق بررسی این موضوع است که چگونه طرف‌های درگیر در روابط نمایندگی، می‌کوشند مطلوبیت خود را حداکثر کنند. در این بین، از مهم‌ترین روابط نمایندگی، رابطه بین مدیران و سهامداران شرکت است. در واقع، مدیران توسط سهامداران شرکت استخدام می‌شوند تا فعالیت‌های شرکت را اداره کنند و به این ترتیب، رابطه نمایندگی ایجاد می‌شود. اما نکته اینجاست که امکان دارد اهداف مدیران و مالکان به شکل کامل، مطابق هم و همسو نباشد، به این صورت که سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه‌گذاری است و مدیر نیز در وهله اول به دنبال افزایش ثروت خود خواهد بود (کرمی و تاجیک، ۱۳۹۰). به همین خاطر، رابطه نمایندگی به مشکلات و مسائل نمایندگی منتهی می‌شود که بر اساس نظریه نمایندگی، دارای هزینه است. در نتیجه، مالکان باید مخارجی را متحمل شوند تا منافع کارگزاران را با منافع خویش همسو نمایند. از آنجا که چنین مخارجی به واسطه شکل‌گیری رابطه نمایندگی پدید می‌آید، هزینه‌های نمایندگی نامیده می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶).

ساختار سرمایه و نظریه نمایندگی

منابع مورد نیاز برای تحصیل دارایی‌ها می‌تواند از طریق سهامداران یا اعتباردهندگان تأمین شود. دارایی‌های شرکت، یا ادعای صاحبان سهام یا ادعای اعتباردهندگان می‌باشد. در عمل، تضاد منافع میان این دو گروه باعث ایجاد مشکلات نمایندگی و افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌گردد. رویی (۲۰۰۴) مشکلات نمایندگی را این چنین بیان می‌کند که در شرکت، سهامداران و بستانکاران در یک طرف بازی و مدیران در طرف دیگر قرار گرفته و افزایش منافع هر یک برای دیگری، هزینه‌ای به همراه خواهد داشت. اعتباردهندگان منابع خود را به این نیت قرض می‌دهند که شرکت در پروژه‌های کم ریسک سرمایه‌گذاری کند، حال آن که شرکت می‌تواند

آن را در پروژه‌های با ریسک بالا سرمایه‌گذاری کند و ریسک اعتباردهندگان را بالا ببرد. تضاد منافع میان سهامداران و مدیران زمانی ایجاد می‌شود که مدیران، منافع سهامداران را برای افزایش میزان پاداش و مزایای خود مورد استفاده قرار دهند 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 سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور اجتناب نماید (جباری و همکاران، ۱۳۹۲). ایستربرووک (۱۹۸۴) معتقد است به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی با استفاده از ابزارهای ساختار سرمایه، هر یک از سهامداران و اعتباردهندگان، تجزیه و تحلیل‌های متفاوتی را در رابطه با ابزارهای ساختار سرمایه ارائه می‌دهند. زمانی ریسک مالی به وجود می‌آید که واحد تجاری اقدام به تأمین مالی از محل استقراض کند و با افزایش ریسک مالی، هزینه‌های نمایندگی اعتباردهندگان افزایش می‌یابد. از سوی دیگر، اگر واحد تجاری اقدام به تأمین مالی از محل آورده صاحبان سرمایه نماید، مشکلات مربوط به سود سهام، مقدار و زمان پرداخت آن ایجاد می‌شود، در نتیجه هزینه‌های نمایندگی سهامداران مطرح می‌شود. همچنین، مدیران تمایل دارند تا با کاهش جذب منابع خارجی، میزان نظارت بازار بر تصمیم‌ها و عملکرد خود را کاهش دهند و این که افزایش تأمین مالی از محل بدهی‌ها می‌تواند به افزایش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک بالا به منظور تأمین وجوه پرداختی بابت اصل و فرع وجوه تأمین شده منجر گردد. بنابراین، با افزایش نسبت بدهی در ساختار سرمایه، اعتباردهندگان از انگیزه بیشتری برای اعمال نظارت بر مدیریت برخوردار بوده و در نتیجه، این امکان وجود دارد که هزینه‌های نمایندگی کاهش یابد (حیدری و همکاران، ۱۳۹۴). در تجزیه و تحلیلی دیگر می‌توان ادعا نمود که بیشتر شدن سهم بدهی‌ها در ساختار سرمایه، از کاهش سهم مدیران در مالکیت شرکت جلوگیری به عمل می‌آورد، زیرا هر چه سهم مدیران از مالکیت سهام شرکت بیشتر گردد، ناکارآمدی مدیریت در استفاده از منابع شرکت کاهش می‌یابد (هوانگ و سونگ، ۲۰۰۵).

پیشینه پژوهش

لی و سویی (۲۰۰۳)، رابطه بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها نشان دادند نسبت بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های اهرمی در مقایسه با شرکت‌های غیراهرمی بیشتر بوده و این گروه از شرکت‌ها از نسبت به کارگیری دارایی بالاتری برخوردار بوده‌اند. همچنین، نشان دادند در شرکت‌های اهرمی، اعتباردهندگان به منظور حفظ

منافع و کاهش ریسک عدم پرداخت اصل و فرع طلب خود از انگیزه‌های بیشتری برای اعمال نظارت بر فعالیت مدیران برخوردار می‌باشند. از این رو، افزایش حجم بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت، منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌گردد. ژانگ و لی (۲۰۰۸)، اثر ساختار سرمایه بر هزینه‌های نمایندگی را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی، رابطه معنی‌دار مثبت وجود دارد. آن‌ها عنوان داشتند، اگر چه افزایش نسبت اهرمی موجب تقلیل هزینه‌های نمایندگی می‌گردد، اما باید این نکته را مورد توجه قرار داد که با افزایش سطح بدهی‌ها از نقطه بهینه، رابطه بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی به مدت طولانی معکوس باقی نمی‌ماند و بعضی از اوقات، هزینه‌های نابسامانی مالی و ورشکستگی را به دنبال خواهد داشت. هیوآ و همکاران (۲۰۱۰)، رابطه بین سطح تأمین مالی از محل بدهی‌ها و هزینه‌های نمایندگی مرتبط با سهامداران را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها نشان دادند در صورتی که از نسبت هزینه‌های اختیاری به عنوان متغیر معرف هزینه‌های نمایندگی استفاده شود، بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی، رابطه معنی‌دار منفی وجود دارد؛ اما در صورتی که نسبت به کارگیری دارایی‌ها، معیار هزینه‌های نمایندگی در نظر گرفته شود، رابطه بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی، معنی‌دار و مثبت است. استفان و همکاران (۲۰۱۱)، در پژوهش خود، عوامل مؤثر بر تاریخ سررسید بدهی‌ها در بازارهای مالی نوظهور را مورد بررسی قرار دادند. آنان به این نتیجه دست یافتند که هزینه‌های نمایندگی، نقدینگی، نظریه علامت‌دهی و مالیات‌ها، از کلیدی‌ترین عوامل مؤثر بر تاریخ سررسید بدهی‌ها در ترکیب ساختار سرمایه، برای اقتصادهای درحال گذر می‌باشند. همچنین نشان دادند که بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی، رابطه منفی وجود دارد.

خان و همکاران (۲۰۱۲)، به دنبال پاسخ این سؤال بودند که آیا نسبت اهرمی می‌تواند هزینه‌های نمایندگی مربوط به جریان وجوه نقد آزاد را کاهش دهد؟ نتایج پژوهش نشان داد که شرکت‌های اهرمی به واسطه کنترل و نظارت اعمال شده بر فعالیت‌های مدیران، در رابطه با جریان وجوه نقد آزاد، با هزینه‌های نمایندگی کمتری مواجه می‌شوند. راکش و لاکشمی (۲۰۱۳)، به مطالعه رابطه بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی پرداختند. آنان در پی یافتن این موضوع بودند که آیا افزایش حجم بدهی‌ها در ساختار سرمایه، موجب تقلیل هزینه‌های نمایندگی می‌گردد؟ و این که آیا بین هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های اهرمی با شرکت‌های

غیراهرمی، تفاوت معنی داری وجود دارد؟ یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی، رابطه معنی دار منفی وجود دارد. همچنین نشان دادند که هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های اهرمی و غیراهرمی، تفاوت معناداری با یکدیگر دارند.

محمد (۲۰۱۳)، در پژوهش خود، رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و ساختار سرمایه را مورد مطالعه قرار داد. نتایج این پژوهش نشان داد مدیران در رابطه با تأمین مالی از محل بدهی‌ها، محتاطانه عمل نموده و به منظور حداکثر کردن ثروت صاحبان سهام، منابع شرکت را به شیوه‌ای کارآ و اثربخش به کار می‌گیرند. بنابراین، بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیجریه، یک رابطه منفی وجود دارد.

چپت و آلی‌ولا (۲۰۱۴)، در پژوهشی اثر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت از دیدگاه نظریه نمایندگی را بررسی نمودند. نتایج پژوهش نشان داد با افزایش حجم بدهی‌ها در ساختار سرمایه، عملکرد شرکت ضعیف‌تر شده و به طبع آن، هزینه‌های نمایندگی افزایش پیدا می‌کند. ماتوسین و همکاران (۲۰۱۴) در بررسی اثر ساختار سرمایه بر هزینه‌های نمایندگی نشان دادند که بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی رابطه معنی دار مثبت وجود دارد.

ستایش و همکاران (۱۳۹۰)، در بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه نظریه نمایندگی، نشان دادند بین هزینه‌های نمایندگی با اهرم دفتری و اهرم بازار، رابطه معنادار مثبت وجود دارد. کیومرثی (۱۳۹۱)، در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود به بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی و تصمیمات ساختار سرمایه بر هزینه‌های نمایندگی پرداخت. بخشی از نتایج پژوهش حاکی از آن بود که بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت با هزینه‌های نمایندگی رابطه معکوس وجود دارد، اما در صورت استفاده از نسبت بدهی کل به عنوان متغیر معرف ساختار سرمایه، این رابطه مستقیم و معنادار می‌باشد.

جباری و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهشی با عنوان تأثیر سیاست‌های تأمین مالی بر هزینه‌های نمایندگی نشان دادند که بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی، رابطه معنی دار منفی برقرار است. برادران حسن‌زاده و بهشتی‌نهند (۱۳۹۴)، تأثیر ساختار سرمایه بر محافظه‌کاری شرطی و هزینه‌های نمایندگی را مورد مطالعه قرار دادند. بخشی از نتایج پژوهش حاکی از آن بود که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام تأثیری بر هزینه‌های نمایندگی ندارد، اما در صورت تفکیک بدهی‌ها به بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت می‌توان مشاهده کرد که ساختار سرمایه اثر

معنی داری بر هزینه‌های نمایندگی خواهد داشت. همچنین، نتایج نشان داد که تأمین مالی از محل بدهی‌ها (بهره‌دار و بدون بهره) کاهش هزینه‌های نمایندگی را به دنبال خواهد داشت. خدادادی و ویسی (۱۳۹۴) در پژوهشی روابط بین ساختار سرمایه، مسئله نمایندگی و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد افزایش اهرم مالی از طرفی با کاهش جریان وجوه نقد آزاد در دسترس مدیریت، هزینه‌های نمایندگی را کاهش و باعث بهبود عملکرد شرکت می‌شود. از طرفی دیگر، می‌تواند با افزایش ریسک ورشکستگی، هزینه‌های نمایندگی بین بستنکاران و سهامداران را افزایش و عملکرد شرکت را تضعیف نماید.

خلیفه سلطانی و خواجهوی (۱۳۹۵) اثر مخاطرات اخلاقی بر ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد مخاطرات اخلاقی اثر منفی معنادار بر ساختار سرمایه می‌گذارد که این مسئله می‌تواند ناشی از ناآگاهی سرمایه‌گذاران در لحاظ کردن مخاطرات اخلاقی در تصمیمات سرمایه‌گذاری و عدم درخواست بازده بالاتر باشد و یا از شرایط خاص دریافت وام از بانک‌ها و یا آگاهی بانک‌ها از مخاطرات اخلاقی شرکت‌ها و درخواست بهره بیشتر باشد که عملاً شرکت‌ها را به سمت تأمین مالی از طریق انتشار سهام سوق می‌دهد.

سؤال و فرضیه پژوهش

با توجه به مطالب عنوان شده در بخش مقدمه، مبانی نظری و همچنین پیشینه پژوهش‌های انجام شده، پژوهش حاضر در پی پاسخ این سؤال است که، آیا ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، هزینه‌های نمایندگی را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ به منظور پاسخ‌گویی به این سؤال، فرضیه پژوهش، به شرح ذیل تدوین شده است:

فرضیه پژوهش: ساختار سرمایه شرکت، اثر معنی‌داری بر هزینه‌های نمایندگی دارد.

روش‌شناسی پژوهش

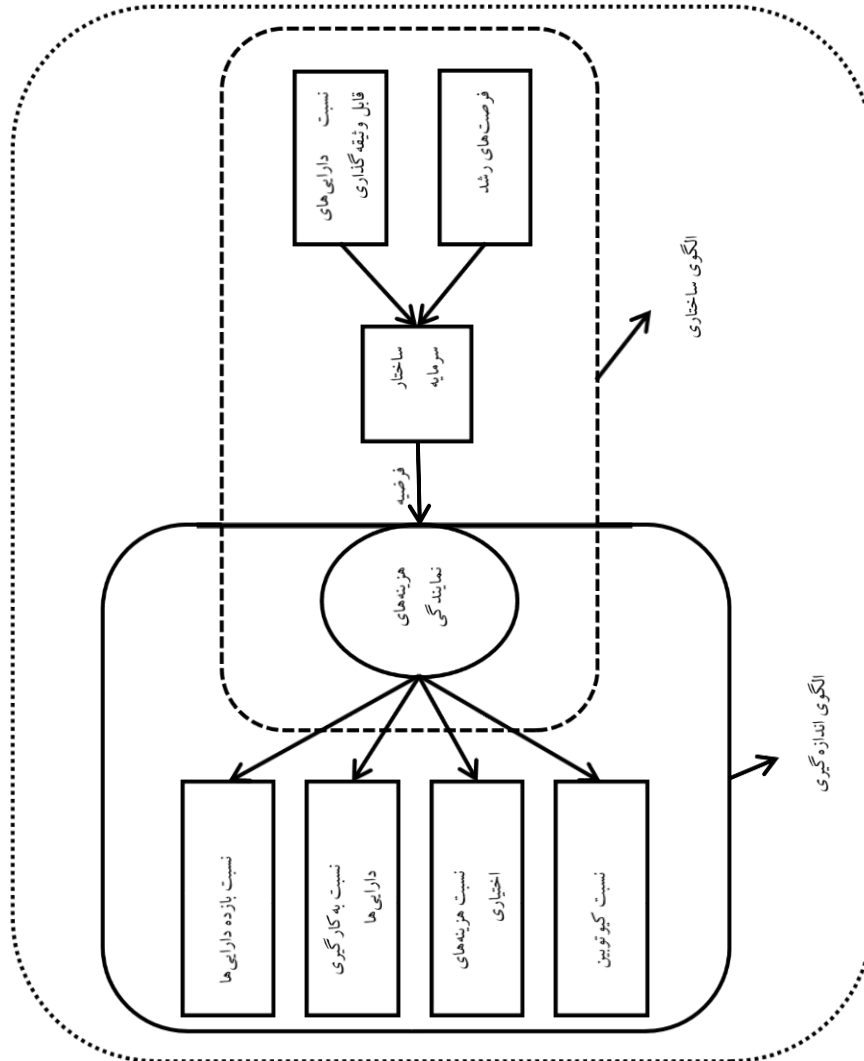
روش کلی پژوهش از جهت هدف کاربردی و از جنبه طرح پژوهش، پس‌رویدادی است. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و ادبیات پژوهش از میان کتب و مقالات موجود در این زمینه و اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و صورت‌های مالی حسابداری شده جمع‌آوری شده است.

جامعه آماری پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به غیر از شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و بانک‌ها به دلیل متفاوت بودن افشای مالی و ساختارهای اصول راهبری آن‌ها است. در این پژوهش، به صورت تجربی تأثیر ساختار سرمایه بر هزینه‌های نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفته است. برای این منظور، اطلاعات مورد نیاز برای یک دوره دوازده ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۳ جمع‌آوری شده است. برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف هدفمند استفاده شده است. در این روش، شرکت‌هایی به عنوان نمونه پژوهش انتخاب می‌شوند که طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند؛ پایان سالی مالی آن‌ها منتهی به آخر اسفند ماه هر سال باشد؛ طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۳ تغییر فعالیت نداده باشند؛ طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۳ تغییر سال مالی نداده باشند و طی دوره پژوهش، برای مدت بیش از شش ماه توقف معاملاتی نداشته باشند. با در نظر گرفتن محدودیت‌های پیش گفته، ۶۸ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردیده است.

گردآوری و طبقه‌بندی اولیه داده‌ها به وسیله صفحه گسترده Excel و نرم‌افزار SPSS (نسخه ۲۰) و تجزیه و تحلیل آماری با استفاده از نرم‌افزار AMOS (نسخه ۱۶) انجام شده است. برای آزمون فرضیه پژوهش، یک فرایند دو مرحله‌ای طی می‌شود. ابتدا باید از برازش قابل قبول الگوی اندازه‌گیری (هزینه‌های نمایندگی) اطمینان حاصل شود و سپس برازش الگوی ساختاری (روابط بین متغیرهای ساختار سرمایه، هزینه‌های نمایندگی، نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری و فرصت‌های رشد) مورد بررسی قرار گیرد. تمایز بین الگوی اندازه‌گیری و الگوی ساختاری پژوهش در گام‌های بعدی فرایند الگوسازی معادلات ساختاری نقش مهمی را ایفا می‌نماید. در واقع، چنانچه الگوی اندازه‌گیری، برازش مناسبی از اندازه‌گیری متغیر پنهان را نشان دهد، برازش الگوی ساختاری با اطمینان بیشتری صورت خواهد گرفت. برای رد یا عدم رد فرضیه پژوهش، آزمون معنی‌داری هر یک از ضرایب مسیر استاندارد شده الگوی ساختاری (آزمون تی-استیودنت) استفاده شده است. چنانچه احتمال آماره تی-استیودنت کمتر از ۵ درصد باشد، دلیلی بر رد فرضیه پژوهش وجود ندارد.

الگوی مفهومی پژوهش و متغیرهای آن

چارچوب الگوی مفهومی پژوهش در شکل (۱) بر اساس رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری ترسیم شده است.



شکل (۱): الگوی مفهومی پژوهش

دلایل انتخاب این روش را می توان به این صورت برشمرد:

اول، در ادبیات مالیه شرکتی و حسابداری، هزینه‌های نمایندگی جزو هزینه‌هایی به شمار می‌رود که برای مطالعه جنبه‌های متفاوت آن (اثرگذار بر / اثرپذیر از)، به صورت مستقیم برای پژوهشگر قابل مشاهده و اندازه‌گیری نیست. از این رو، هزینه‌های نمایندگی می‌تواند به عنوان یک متغیر پنهان تعریف شود. بنابراین، پژوهشگر باید متغیر پنهان را بر حسب نوع رفتاری تعریف نماید که بیانگر آن متغیر می‌باشد. به عبارت دیگر، با استفاده از یک سری متغیرهای مشاهده‌پذیر، می‌توان متغیر پنهان را اندازه‌گیری کرد (ابارشی و حسینی، ۱۳۹۱).

دوم، به روش تجزیه و تحلیل مطالعات قبلی انجام شده به دلیل عدم استفاده از رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری، ایرادتی وارد است. زیرا تجزیه و تحلیل‌های رگرسیونی رایج، تا حد زیادی خطای اندازه‌گیری در متغیرهای توضیحی را نادیده می‌گیرند. در نتیجه یافته‌های رگرسیونی ممکن است نادرست و شامل نتایج گمراه‌کننده باشد. همچنین، مطالعه اثرات مستقیم و غیرمستقیم متغیرهای درگیر در یک الگو برای محقق به آسانی امکان‌پذیر نیست. علاوه بر این موارد، الگوهای رگرسیونی فاقد ساختار هستند. بدین معنی که چگونگی رابطه متغیرهای مستقل با یکدیگر و همچنین با متغیر وابسته مشخص نیست (قاسمی، ۱۳۹۲؛ ابارشی و حسینی، ۱۳۹۱).

سوم، در مطالعات قبلی انجام شده، بیشتر از تجزیه و تحلیل‌های رگرسیونی استفاده شده که متغیر وابسته آن‌ها (عمدتاً نسبت به کارگیری دارایی‌ها یا نسبت هزینه‌های اختیاری) معرف هزینه‌های نمایندگی قرار داده شده است. این امر و استفاده از یک متغیر به عنوان هزینه نمایندگی منجر به ارائه تجزیه و تحلیل‌های ناقص شده که در نهایت، روایی پژوهش تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

در الگوی مفهومی پژوهش، از بین متغیرهای مختلفی که می‌توانست هزینه‌های نمایندگی را نمایندگی نماید، متغیرهای نسبت بازده دارایی‌ها، نسبت به کارگیری دارایی‌ها، نسبت هزینه‌های اختیاری و نسبت کیوتوبین به عنوان متغیرهای معرف هزینه‌های نمایندگی انتخاب گردیدند و با استفاده از این متغیرها هزینه‌های نمایندگی تعریف شد و به منظور پاسخ‌گویی به سوال پژوهش، اثر اهرم مالی به عنوان متغیر معرف ساختار سرمایه بر آن سنجیده شده است. همچنین، از آنجا که عوامل مختلفی می‌تواند بر ساختار سرمایه تأثیر داشته باشند، در این پژوهش با استفاده از مطالعه پژوهش‌های پیشین، دو متغیر نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری و فرصت‌های رشد به عنوان عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه انتخاب گردید.

متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، ساختار سرمایه به عنوان متغیر مستقل، هزینه‌های نمایندگی به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری و فرصت‌های رشد به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده‌اند. در ادامه، دلایل انتخاب این متغیرها و نحوه محاسبه آن‌ها در نگاره (۱) ارائه شده است.

ساختار سرمایه: در پژوهش حاضر، نسبت جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌های شرکت، متغیر معرف ساختار سرمایه شرکت در نظر گرفته شده است (احمدپور و سلیمی، ۱۳۸۶؛ کریمی و اشرفی، ۱۳۹۰؛ کیومرثی، ۱۳۹۱)؛

نسبت بازده دارایی‌ها: نسبت بازده دارایی‌ها بیان می‌دارد که مدیریت دارایی‌های شرکت را با چه میزان کارآیی و اثربخشی مورد استفاده قرار داده است. پایین بودن نسبت بازده دارایی‌ها، بیانگر عملکرد ضعیف مدیریت و وجود مشکلات نمایندگی است (دی، ۲۰۰۸)؛

نسبت به‌کارگیری دارایی‌ها: این نسبت، چگونگی بهره‌وری و استفاده از دارایی‌های شرکت توسط مدیران برای ایجاد فروش و سود بیشتر را اندازه‌گیری می‌کند و به عنوان معیار معکوسی برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. هر چه این نسبت بالاتر باشد، هزینه‌های نمایندگی پایین‌تر خواهد بود (هنری، ۲۰۱۰)؛

نسبت هزینه‌های اختیاری: این نسبت می‌تواند معیاری از افراط‌گرایی مدیریت در انجام هزینه‌های اختیاری باشد. نسبت هزینه‌های اختیاری، چگونگی کنترل هزینه‌های عملیاتی توسط مدیران را اندازه‌گیری می‌کند و به عنوان معیار مستقیم هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. هر چه این نسبت بالاتر باشد، هزینه‌های نمایندگی نیز بیشتر است (هنری، ۲۰۱۰)؛

نسبت کیوتوبین: این نسبت عموماً به عنوان معیاری از عملکرد مدیریت به کار می‌رود. اعتقاد بر این است که عملکرد ضعیف مدیریت، احتمالاً باعث اتخاذ تصمیم‌هایی می‌شود که هزینه‌های نمایندگی را افزایش خواهد داد. از این‌رو، نسبت کیوتوبین پایین‌تر، بیانگر عملکرد ضعیف مدیران است و می‌تواند نشان وجود مشکلات نمایندگی باشد (هنری، ۲۰۱۰). همچنین، رابطه بین حقوق مالکیت و ارزش شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تنوع تصمیم‌های مدیران (به نوعی بیانگر عملکرد مدیریت) با استفاده از نسبت کیوتوبین، قابل سنجش و ارزیابی است

(ولف، ۲۰۰۳)؛ نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری: دارایی‌های مشهودی هستند که برای تأمین مالی مبتنی بر بدهی می‌توانند به جای وثیقه مورد استفاده قرار گیرند. وقتی دارایی‌های مشهود شرکت زیاد باشند، این دارایی‌ها را می‌توان به جای وثیقه استفاده کرد و ریسک هزینه‌های نمایندگی، بدهی وام‌دهنده را کاهش داد. بنابراین ارزش وثیقه‌ای دارایی‌ها، همبستگی مثبتی با ساختار سرمایه دارد (گونی و همکاران، ۲۰۱۱)؛ فرصت‌های رشد: برای شرکت‌های در حال رشد، احتمالاً مسائل و مشکلات نمایندگی بیشتر و شدیدتر می‌باشد، زیرا آن‌ها در انتخاب سرمایه‌گذاری‌های آتی بسیار انعطاف‌پذیر هستند. می‌یرز (۱۹۷۷) فرصت‌های رشد را، به عنوان یکی از عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه معرفی می‌کند. همچنین، تیت‌من و ولس (۱۹۸۸) معتقدند که بین فرصت‌های رشد و استفاده از بدهی‌ها در ساختار سرمایه، رابطه معنی‌داری وجود دارد (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰). در نگاره (۱)، نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش ارائه شده است.

نگاره (۱): نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

متغیر	نحوه محاسبه
ساختار سرمایه	جمع دارایی‌ها / جمع بدهی‌ها
منبع: خدادادی و ویسی (۱۳۹۴)، حیدری و همکاران (۱۳۹۴)، احمدپور و سلیمی (۱۳۸۶)	
نسبت بازده دارایی‌ها	جمع دارایی‌ها / سود خالص
منبع: حیدری و همکاران (۱۳۹۴)، دی (۲۰۰۸)	
نسبت به‌کارگیری دارایی‌ها	جمع دارایی‌ها / جمع فروش
منبع: حیدری و همکاران (۱۳۹۴)، هنری (۲۰۱۰)، آنگ و همکاران (۲۰۰۰)	
نسبت هزینه‌های اختیاری	جمع فروش / جمع هزینه‌های اداری، توزیع و فروش
منبع: حیدری و همکاران (۱۳۹۴)، هنری (۲۰۱۰)، آنگ و همکاران (۲۰۰۰)	
نسبت کیوتوبین	جمع دارایی‌ها / (جمع بدهی‌های بلندمدت + ارزش بازار شرکت)
منبع: حیدری و همکاران (۱۳۹۴)، هنری (۲۰۱۰)	
نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری	جمع دارایی‌ها / جمع دارایی‌های مشهود
منبع: خدادادی و ویسی (۱۳۹۴)، ستایش و همکاران (۱۳۹۰)، گونی و همکاران (۲۰۱۱)	
فرصت‌های رشد	جمع ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام / ارزش بازار شرکت
منبع: باغومیان و مقدم (۱۳۹۳)، کیو و لا (۲۰۱۰)	

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی و تجزیه و تحلیل آن

به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش محاسبه و در نگاره (۲) ارائه گردیده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، بیشترین و کمترین مقدار میانگین به ترتیب متعلق به متغیرهای فرصت‌های رشد (۲/۶۷۶۴) و نسبت هزینه‌های اختیاری (۰/۰۶۵۵) می‌باشد. کمترین و بیشترین مقادیر انحراف معیار نیز به ترتیب مربوط به نسبت هزینه‌های اختیاری (۰/۰۴۸۹) و فرصت‌های رشد (۸/۷۰۱۹) است. همچنین، با توجه به مقادیر مربوط به آمار توصیفی متغیرهای پژوهش و مقایسه میانگین مشاهدات با مقادیر میانه و اختلاف اندک میان آن‌ها، می‌توان گفت که متغیرهای پژوهش برای اهداف پژوهش و آزمون فرضیه مناسب می‌باشند.

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر (نماد)	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
ساختار سرمایه (CS)	۰/۶۱۰۸	۰/۶۲۸۰	۰/۱۷۸۰	۰/۰۳۹۷	۱/۳۱۶۲
نسبت بازده دارایی‌ها (ROA)	۰/۱۵۱۱	۰/۱۳۲۰	۰/۱۲۳۹	-۰/۲۵۵۴	۰/۶۳۱۳
نسبت به‌کارگیری دارایی‌ها (ASSET-UT)	۰/۷۹۱۷	۰/۷۴۲۷	۰/۳۸۴۰	۰/۰۱۶۰	۲/۷۳۳۰
نسبت هزینه‌های اختیاری (DIS-EX)	۰/۰۶۵۵	۰/۰۵۴۶	۰/۰۴۸۹	۰/۰۱۱۶	۰/۵۶۱۲
نسبت کیوتوین (TQ)	۱/۱۲۶۲	۰/۸۴۶۳	۱/۰۶۰۳	۰/۰۸۴۵	۹/۸۹۱۰
نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری (CVA)	۰/۲۴۷۹	۰/۲۰۵۲	۰/۱۸۴۲	۰/۰۰۱	۰/۸۷۸۶
فرصت‌های رشد (GO)	۲/۶۷۶۴	۲/۲۰۵۶	۸/۷۰۱۹	-۰/۸۰۶۷	۳۸/۷۳۱۲

همبستگی بین متغیرهای پژوهش

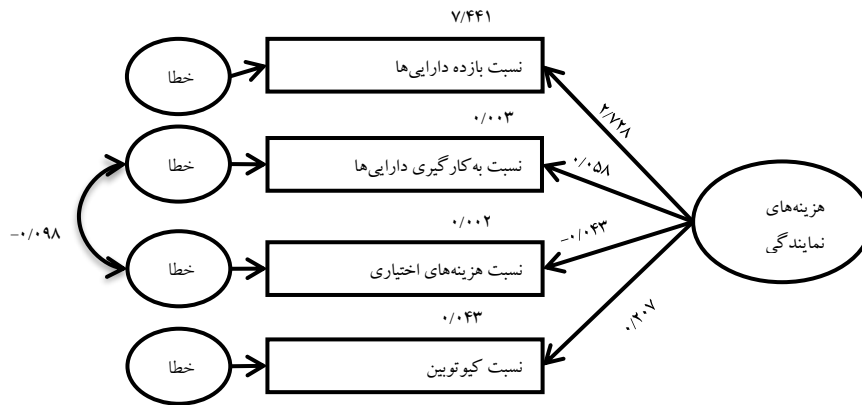
در نگاره (۳) همبستگی بین متغیرهای پژوهش ارائه گردیده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، همبستگی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. از این‌رو، آزمون فرضیه پژوهش با اطمینان بیشتری صورت می‌پذیرد.

نگاره (۳): ماتریس همبستگی بین متغیرهای پژوهش

	CVA	GO	CS	ROA	ASSET-UT	DIS-EX	TQ
CVA	۱						
GO	۰	۱					
CS	-۰/۰۸	۰/۰۷	۱				
ROA	-۰/۰۲	۰/۳۲	-۰/۴۴	۱			
ASSET-UT	-۰/۱۳	۰/۰۷	۰/۱۵	۰/۱۴	۱		
DIS-EX	۰/۱۷	-۰/۰۵	-۰/۱۰	-۰/۱۰	-۰/۱۰	۱	
TQ	۰/۱۰	۰/۶۲	-۰/۲۳	۰/۵۵	-۰/۰۲	۰	۱

اعتبارسنجی الگوی اندازه‌گیری پژوهش

پس از تعیین الگوی مفهومی پژوهش و گردآوری داده‌ها، مهم‌ترین مرحله الگوسازی معادلات ساختاری، اعتبارسنجی الگوی اندازه‌گیری است. اعتبار یک الگو با استفاده از معیارهای نیکویی برازش مورد بررسی قرار می‌گیرد. بنابراین، در این مرحله از تجزیه و تحلیل‌های آماری انتظار بر این است که برازش داده‌ها به الگوی مفهومی پژوهش بر اساس معیارهای علمی، قابل قبول باشد. شکل (۲)، الگوی اصلاح شده هزینه‌های نمایندگی به همراه بارکنش‌های مربوط به آن را نشان می‌دهد.



شکل (۲): الگوی اندازه‌گیری اصلاح شده هزینه‌های نمایندگی

با توجه به آماره‌های ستون معنی‌داری نگاره (۴)، مقادیر مربوط به سطح معناداری برای تمام متغیرهای مشاهده‌پذیر الگوی اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی، کمتر از ۵ درصد می‌باشد.

معنادار بودن برآوردهای الگو بدین معنا است که این روابط توسط الگو تأیید می‌شوند و باید در الگو باقی بمانند.

نگاره (۴): مقدار برآورد شده الگوی اصلاح شده هزینه‌های نمایندگی

معنی داری	ضریب رگرسیون ^۰	متغیر
۰/۰۰۰۱	۲/۷۲۸	هزینه‌های نمایندگی --- نسبت بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰۱	۰/۰۵۸	هزینه‌های نمایندگی --- نسبت به کارگیری دارایی‌ها
۰/۰۰۰۱	-۰/۰۴۳	هزینه‌های نمایندگی --- نسبت هزینه‌های اختیاری
-	۰/۲۰۷	هزینه‌های نمایندگی --- نسبت کیوتوبین
^۰ مقدار استاندارد شده رگرسیون		

همچنین، مقادیر مربوط به شاخص‌های نیکویی برازش ارائه شده در نگاره (۵) نشان می‌دهد که شاخص نیکویی برازش (۰/۲۴۳) بیشتر از ۵ درصد است. هنگامی که سطح پوشش آماره کای-مربع، بزرگ‌تر از ۵ درصد باشد، می‌توان ادعا نمود که الگوی مفروض، دارای نیکویی برازش قابل قبول است. سایر معیارهای نیکویی برازش نیز نشان می‌دهد که الگوی اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی از اعتبار کافی برای انجام آزمون فرضیه پژوهش برخوردار است.

نگاره (۵): معیارهای نیکویی برازش الگوی اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی

معیارهای نیکویی برازش	نام شاخص	الگوی اصلاح شده	سطح برازش قابل قبول
شاخص‌های	کای-مربع	۰/۲۴۳	بزرگ‌تر از ۵ درصد
برازش مطلق	شاخص نیکویی برازش	۰/۹۹۹	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص نیکویی برازش اصلاح شده	۰/۹۹۲	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
شاخص‌های برازش تطبیقی	شاخص برازش هنجار نشده	۰/۹۹۴	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش هنجار شده	۰/۹۹۶	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش تطبیقی	۰/۹۹۹	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش افزایشی	۰/۹۹۹	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
شاخص‌های برازش مقتصد	شاخص برازش نسبی	۰/۹۷۷	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش مقتصد هنجار شده	۰/۱۶۶	بزرگ‌تر از ۵۰ درصد
	ریشه میانگین مربعات خطای برآورد	۰/۰۲۱	کوچک‌تر از ۱۰ درصد
سایر شاخص‌ها	کای-مربع هنجار شده به درجه آزادی	۱/۳۶۶	کوچک‌تر از ۳
	شاخص هلتر (۰/۰۵)	۲۲۹۳	بیشتر از ۲۰۰

الگوی ساختاری پژوهش

در مرحله ارزیابی الگوی ساختاری و به هنگام بررسی روابط بین متغیر پنهان و متغیرهای مشاهده‌پذیر، بارکنش‌های عامل الگوی اندازه‌گیری دوباره تخمین زده می‌شود. به این صورت که بارکنش‌های عامل و خطای اندازه‌گیری در الگوی اندازه‌گیری و الگوی ساختاری، آزاد در نظر گرفته شده و تخمین زده می‌شوند. چنانچه مقادیر بارکنش‌ها در دو الگو، تفاوت آشکاری با یکدیگر داشته باشند، این امر مؤید وجود درماندگی در تفسیر است. مزیت این روش این است که می‌توان از نیکویی برازش الگوی اندازه‌گیری به عنوان مبنایی برای مقایسه استفاده نمود و نیکویی برازش الگوی ساختاری را با آن محک زد. این دیدگاه به صورت گسترده در الگوسازی معادلات ساختاری مورد استفاده قرار می‌گیرد (قاسمی، ۱۳۹۲؛ ابارشی و حسینی، ۱۳۹۱). در الگوی ساختاری، فرضیه پژوهش (روابط رگرسیونی و یا همبستگی بین متغیرها) مورد آزمون قرار می‌گیرد. شاخص‌های نیکویی برازش مربوط به الگوی ساختاری که در نگاره (۶) ارائه گردیده است، مبین برازش قابل قبول الگوی ساختاری و عدم مواجه با پدیده درماندگی در تفسیر است.

نگاره (۶): معیارهای نیکویی برازش الگوی ساختاری

معیارهای نیکویی برازش	نام شاخص	الگوی اصلاح شده	سطح برازش قابل قبول
شاخص‌های برازش مطلق	کای-مربع	۰/۶۸۲	بزرگ‌تر از ۵ درصد
	شاخص نیکویی برازش	۱/۰۰۰	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص نیکویی برازش اصلاح شده	۰/۹۹۶	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
شاخص‌های برازش تطبیقی	شاخص برازش هنجار نشده	۱/۰۱۲	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش هنجار شده	۰/۹۹۹	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش تطبیقی	۱/۰۰۰	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش افزایشی	۱/۰۰۱	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش نسبی	۰/۹۹۳	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
شاخص‌های برازش مقتصد	شاخص برازش مقتصد هنجار شده	۰/۰۹۵	بزرگ‌تر از ۵۰ درصد
	ریشه میانگین مربعات خطای برآورد	۰/۰۰۰	کوچک‌تر از ۱۰ درصد
سایر شاخص‌ها	کای-مربع هنجار شده به درجه آزادی	۰/۳۸۲	کوچک‌تر از ۳
	شاخص هلتر (۰/۰۵)	۶۳۸۴	بیشتر از ۲۰۰

پس از برآزش الگوی ساختاری و عدم وجود تفاوت آشکار بین شاخص‌های برآزش الگوی ساختاری و الگوی اندازه‌گیری، نتایج مربوط به آزمون فرضیه پژوهش، در نگاره (۷) ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد ساختار سرمایه شرکت اثر منفی و معنی‌داری بر هزینه‌های نمایندگی دارد. بنابراین، دلیلی بر رد فرضیه پژوهش وجود ندارد.

نگاره (۷): نتایج مربوط به آزمون فرضیه پژوهش

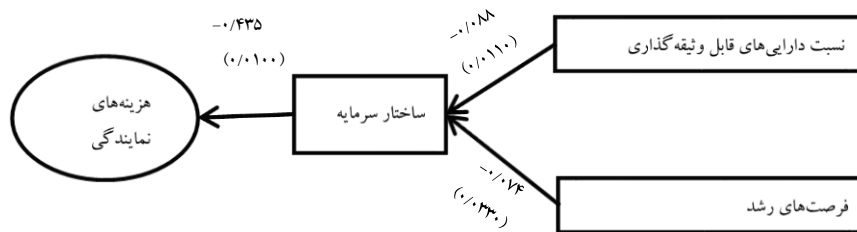
معنی‌داری	نسبت بحرانی	ضریب مسیر [*]	فرضیه پژوهش
۰/۰۱۰۰	-۲/۵۹۰	-۰/۴۳۵	ساختار سرمایه --- < هزینه‌های نمایندگی
* مقدار استاندارد شده رگرسیون			

در بررسی اثر عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه نیز، یافته‌ها حاکی از آن است که نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری و فرصت‌های رشد، اثر منفی و معنادار بر ساختار سرمایه شرکت‌ها دارند. در این خصوص می‌توان استدلال نمود که اهرم مالی حاوی هشدار حاکمی از اطلاعات درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. نظریه‌های ساختار سرمایه بیان می‌کنند که مدیران شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد مناسب باید اهرم مالی کمتری انتخاب نمایند، زیرا اگر آن‌ها میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند، قادر نخواهند بود از مزایای فرصت‌های سرمایه‌گذاری‌شان استفاده کنند و در نتیجه ارتباط منفی میان فرصت‌های رشد و اهرم ایجاد می‌شود؛ زیرا مدیران شرکت‌های با فرصت رشد بالا، اهرم پایین انتخاب خواهند کرد (نوروش و یزدانی، ۱۳۸۹). همچنین، وجود رابطه منفی بین نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری و ساختار سرمایه، پیش‌بینی نظریه سلسله‌مراتبی را در مورد گزینه‌های تأمین مالی تأیید می‌کند. به عبارتی در شرکت‌های مورد بررسی، هر چه دارایی‌های ثابت توان بیشتری برای وثیقه‌گذاری شرکت داشته باشند، در تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیرگذاری بیشتری خواهد داشت (اعتمادی و منتظری، ۱۳۹۲). در نگاره (۸) نتایج مربوط به آزمون عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه ارائه گردیده است.

نگاره (۸): نتایج مربوط به کنترل اثر عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه

معنی داری	نسبت بحرانی	ضریب مسیر ^۰	روابط
۰/۰۱۱۰	-۲/۵۴۰	-۰/۰۸۸	نسبت ارزش دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری <--- ساختار سرمایه
۰/۰۳۳۰	۲/۱۳۴	-۰/۰۷۴	فرصت‌های رشد <--- ساختار سرمایه
^۰ مقدار استاندارد شده رگرسیون			

در شکل (۳) الگوی آزمون فرضیه پژوهش یا همان الگوی ساختاری ارائه شده است.



شکل (۳): الگوی ساختاری پژوهش به همراه ضرایب رگرسیون استاندارد شده (سطح معناداری)

خلاصه و نتیجه‌گیری

تصمیم‌گیری در مورد روش‌های تأمین مالی، از بحث برانگیزترین مسائل پیش روی شرکت‌ها است که رشد و ادامه حیات بنگاه تجاری را تحت‌الشعاع خود قرار می‌دهد. این که شرکت‌ها منابع مورد نیاز خود را چگونه بین بدهی و حقوق صاحبان سهام تقسیم کنند و یا ساختار سرمایه خود را چگونه ترتیب دهند، می‌تواند ریسک و بازده شرکت و به طبع آن ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. بر اساس پارادایم نمایندگی، عملکرد تأمین مالی شرکت به صورت مستقیم منافع مدیران، سهامداران و اعتباردهندگان را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از این رو، در ادبیات نوین تأمین مالی، تعارض‌های نمایندگی و نظام راهبری شرکتی از عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها محسوب می‌شوند. لذا، هدف پژوهش حاضر این است که به صورت تجربی اثر ساختار سرمایه بر هزینه‌های نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران را مورد آزمون قرار دهد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که متغیر اهرم مالی به عنوان نماینده‌ای از ساختار سرمایه اثر

منفی و معنی‌داری بر هزینه‌های نمایندگی دارد و با افزایش حجم بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت، هزینه‌های نمایندگی کاهش پیدا می‌کند. در توضیح چرایی این کاهش می‌توان دلایل ذیل را برشمرد:

الف) افزایش حجم بدهی‌ها در ساختار سرمایه می‌تواند علامتی از تعهد مدیریتی به منظور بهبود عملکرد باشد، زیرا همان‌گونه که پیش‌تر عنوان شد، با بالا رفتن حجم بدهی‌ها در ساختار سرمایه، احتمال درماندگی مالی و ریسک ورشکستگی بیشتر می‌شود. از این‌رو، مدیریت مجبور خواهد بود کارآیی و بهره‌وری عملیات واحد سازمان متبوع خود را به سطحی بالاتر از هزینه‌های درماندگی مالی برساند، آن‌گاه شرکت‌هایی که بدهی‌های بیشتری دارند، عملکرد بهتری دارند (این مسئله می‌تواند توسط مدیریت به دلیل حفظ جایگاه شغلی، حفظ شهرت و اعتبار حرفه‌ای، دستیابی به پاداش و مزایا و... صورت گیرد).

ب) تأمین مالی از محل بدهی‌ها باعث می‌شود واحدهای تجاری دریافت‌کننده این منابع با محدودیت‌های قراردادی مواجه شوند، از جمله این محدودیت‌ها می‌توان به نگهداری وجوه نقد بیش‌تر، محدودیت در پرداخت سود سهام، محدودیت در صدور سهام جایزه و حق تقدم، اعمال مداخله در انتصاب مدیران ارشد، کنترل میزان بدهی‌های شرکت و فشار برای پایین آوردن هزینه‌های تولید و اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری اشاره نمود. بنابراین، انتظار می‌رود با افزایش بدهی‌ها، فعالیت‌های نظارتی اعتباردهندگان بیشتر شود و هزینه‌های نمایندگی مرتبط با ساختار سرمایه کاهش یابد.

ج) بالا بودن نسبت اهرمی می‌تواند منجر به کاهش جریان‌های نقد آزاد (یکی از موارد تشدیدکننده مسئله نمایندگی) شود. جریان‌های نقد آزاد نارسایی‌های داخلی و اتلاف منابع سازمانی را به همراه دارد. بالا بودن جریان وجوه نقد آزاد باعث می‌شود مدیریت جهت تأمین منابع مالی، کمتر اقدام به تأمین مالی از محل بدهی نماید که این امر توان نظارت بازار بر تصمیمات مدیریت را کاهش می‌دهد. از این‌رو، همان‌گونه که در بخش قبلی عنوان شد، بالا بودن نسبت بدهی باعث می‌شود محدودیت‌های از سوی اعتباردهندگان وضع گردد تا سطح منابعی که به صورت بالقوه این توانایی را به مدیران بدهد که در راستای منافع شخصی خود بردارند، کاهش یابد.

نتایج پژوهش، با نتایج پژوهش‌های جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶)، لی و سویی (۲۰۰۳)، ژانگ و لی (۲۰۰۸)، هیوآ و همکاران (۲۰۱۰)، استفان و همکاران (۲۰۱۱)، خان و همکاران (۲۰۱۲)،

راکش و لاکشمی (۲۰۱۳)، محمد (۲۰۱۳) و جباری و همکاران (۱۳۹۲) و برادران حسن‌زاده و بهشتی نهند (۱۳۹۴)، خدادای و ویسی (۱۳۹۴) همسو می‌باشد. چچت و آلی ولا (۲۰۱۴)، ماتوسین و همکاران (۲۰۱۴) و ستایش و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهش‌های خود، به نتایجی مغایر با نتیجه پژوهش حاضر دست پیدا کرده‌اند.

پیشنادهای پژوهش

پیشنادهای کاربردی

با توجه به نتایج پژوهش مبنی بر اهمیت بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها و همچنین نقش آن در کاهش مسائل نمایندگی: (۱) به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود، به منظور افزایش شفافیت مالی و حفظ منافع ذی‌نفعان، شرکت‌ها را ملزم نماید تا اطلاعات بیشتری را در رابطه با توان نقدینگی، انعطاف‌پذیری مالی و ظرفیت استقراض افشا نمایند؛ (۲) به اعتباردهندگان پیشنهاد می‌شود جهت اعطای اعتبار به شرکت‌ها، ساختار سرمایه و تأثیر آن بر عملکرد واحد تجاری را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند تا در خصوص مبلغ و زمان‌بندی بازگشت منابع سرمایه‌گذاری شده بهترین تصمیمات اخذ شود؛ (۳) به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود، نسبت اهرمی را به عنوان متغیری مفید در کنار مجموعه‌ای دیگر از متغیرها مورد استفاده قرار دهند.

پیشنادهایی برای پژوهش‌های آتی

با توجه به نتایج به‌دست آمده و نیز قابل‌اتکاتر شدن یافته‌های پژوهش، موارد مطروحه زیر می‌تواند به عنوان موضوع‌های پیشنهادی در پژوهش‌های آتی مد نظر قرار گیرد: (۱) با توجه به وجود رابطه منفی و معنی‌دار بین ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی، پیشنهاد می‌شود در پژوهشی جداگانه این رابطه برای شرکت‌های اهرمی و غیراهرمی مورد آزمون قرار گیرد تا مشخص گردد که آیا هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های اهرمی و غیراهرمی تفاوت معنی‌داری با یکدیگر دارند یا خیر؛ (۲) با توجه به نتایج به‌دست آمده مبنی بر نقش بدهی‌ها در کاهش تعارض‌های نمایندگی، پیشنهاد می‌شود تا در پژوهشی، اثر سیاست‌های تأمین مالی بر معیارهای عملکرد مالی و ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام مورد مطالعه قرار گیرد؛ (۳) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در اقتصادی دولت محور مشغول به فعالیت هستند به

گونه‌ای که حضور دولت در صنایع مختلف آن مشهود است و بسیاری از صنایع (به‌رغم تلاش‌های صورت گرفته در راستای خصوصی‌سازی) کماکان زیر نظر دولت مشغول به فعالیت هستند و اعمال نفوذ دولت در سیاست‌های مالی و عملیاتی آن مشاهده می‌شود، این امر موجب می‌گردد منابع مالی (به ویژه وام‌های بانکی) برای این شرکت‌ها با سهولت بیشتری فراهم گردد، لذا پیشنهاد می‌شود در پژوهشی رابطه بین درصد مالکیت دولتی و حضور افراد دارای ارتباط سیاسی با دولت و ساختار سرمایه از دیدگاه نظریه نمایندگی مورد بررسی قرار گیرد.

محدودیت‌های پژوهش

انجام هر پژوهشی ممکن است با محدودیت‌های همراه باشد که تحلیل، تفسیر و تعمیم‌دهی نتایج را می‌تواند تحت تأثیر قرار دهد. به منزله محدودیت پژوهش حاضر، اثر تورم و سایر متغیرهای اقتصادی بر ارقام صورت‌های مالی و روابط بین متغیرهای پژوهش منظور نشده که این مسئله خود می‌تواند بر نتایج پژوهش اثرگذار باشد. همچنین، در پژوهش حاضر کل مبلغ هزینه‌های عمومی، اداری و تشکیلاتی به عنوان هزینه‌های اختیاری تلقی گردید و بخش غیراختیاری آن قابل تفکیک نبود.

منابع

- ابارشی، احمد. و حسینی، سیدیعقوب. (۱۳۹۱). «مدل‌سازی معادلات ساختاری»، چاپ اول، تهران: انتشارات جامعه‌شناسان.
- احمدپور، احمد. و سلیمی، امین. (۱۳۸۶). «تأثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)»، *مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز*، ۲۶ (۱): ۳۵-۱۳.
- اعتمادی، حسین. و منتظری، جواد. (۱۳۹۲). «بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر رقابت بازار»، *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۰ (۳): ۱-۲۶.
- باغومیان، رافیک. و عزیززاده مقدم، کیوان. (۱۳۹۳). «رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه»، *مجله مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۱ (۴۳): ۱۱۱-۱۳۳.
- برادران‌حسن‌زاده، رسول. و بهشتی‌نهند، رضا. (۱۳۹۴). «تأثیر ساختار سرمایه بر محافظه‌کاری شرطی و هزینه‌های نمایندگی»، *مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۷ (۲۸): ۳۶-۵۳.
- جباری، حسین. رحمانی، حلیمه. و وفاپور، محمدعلی. (۱۳۹۲). «تأثیر سیاست‌های تأمین مالی بر هزینه‌های نمایندگی»، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۵ (۱۹): ۱۵۳-۱۷۲.

- حیدری، مهدی، حمزه، دیدار، قادری، بهمن، و خالق پرست اطهری، شبنم. (۱۳۹۴). «بررسی رفتار نامتقارن هزینه‌ها از دیدگاه نظریه نمایندگی: رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری»، *مجله دانش حسابداری مالی*، ۲ (۳): ۱۲۳-۱۴۴.
- حیدری، مهدی، دیدار، حمزه، و قادری، بهمن. (۱۳۹۴). «بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر معیارهای ارزیابی عملکرد: رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری»، *مجله حسابداری مالی*، ۷ (۲۷): ۷۷-۱۰۱.
- خدادادی، ولی. و ویسی، سجاد. (۱۳۹۴). «تبیین رابطه ساختار سرمایه، مسئله نمایندگی و عملکرد شرکت»، *مجله پژوهش حسابداری*، شماره ۱۹: ۱۵۰-۱۳۳.
- خلیفه سلطانی، سید احمد. و خواجوی، سیمین. (۱۳۹۵). «تأثیر مخاطرات اخلاقی بر ساختار سرمایه»، *مجله مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۲ (۴۹): ۱۷۱-۱۸۹.
- دارابی، رؤیا. (۱۳۹۲). «رابطه انعطاف‌پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه»، *مجله راهبرد مدیریت مالی*، ۱ (۱): ۱-۳۱.
- ستایش، محمدحسین. منفرد مهارلویی، محمد. و ابراهیمی، فهیمه. (۱۳۹۰). «بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی»، *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، ۳ (۱): ۵۵-۸۹.
- عربصالحی، مهدی. و کاظمی‌نوری، سپیده. (۱۳۹۳). «تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی»، *مجله دانش حسابداری*، ۵ (۱۷): ۹۷-۱۱۸.
- قاسمی، وحید. (۱۳۹۲). «مدل‌سازی معادله ساختاری در پژوهش‌های اجتماعی با کاربرد Amos Graphics»، چاپ اول، تهران: انتشارات جامعه‌شناسان.
- کریمی، فرزاد. و اشرفی، مهدی. (۱۳۹۰). «بررسی ارتباط بین ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران»، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳ (۲): ۷۹-۹۲.
- کیومرثی، زهره. (۱۳۹۱). «بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی و تصمیمات ساختار سرمایه بر هزینه‌های نمایندگی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد.
- مهرانی، ساسان. کرمی، غلامرضا. و سیدحسینی، سیدمصطفی. (۱۳۹۳). «تئوری حسابداری»، چاپ دوم، تهران: انتشارات نگاه دانش.
- نیثی بروجنی، حسین. و نوروزی، محمد. (۱۳۹۴). «بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نظریه سلسله مراتبی»، *مجله پژوهش حسابداری*، ۱۶: ۸۴-۶۶.
- نوروش، یزدانی. و یزدانی، سیما. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۲ (۲): ۳۵-۴۸.

- Chechet. I. L. and Olayiwola. A. J. (2014). "Capital Structure and Profitability of Nigerian Quoted Firms: The Agency Costs Theory Perspective". *American International Journal of Social Science*, 3 (1): 139-158.
- Dey, A. (2008). "Corporate Governance and Agency Conflicts". *Journal of Accounting Research*, 46 (5): 1143-1181.
- Easterbrook, F. (1984). "Two Agency Costs Explanations of Dividends". *American Economic Review*, 74: 605-659.
- Guney, Y. , Li, L. and Fairchild, R. (2011). "The Relationship between Product Market Competition and Capital Structure in Chinese Listed Firms". *International Review of Financial Analysis*, 2: 41-51.
- Hasan, A. and But, S. A. (2009). "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure", *International Journal of Business and Management*, 4 (2): 50-57.
- Henry, D. (2010). "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective". *Pacific-Basin Finance Journal*, 18: 24-46.
- Huang, G and Song, F. M. (2005). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China". *China Economics Review*, pp8.
- Jensen, M. C and Meckling, W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- Khan. A. , Kaleen. A. and Sajid. N. M. (2012). "Impact of Financial Leverage on Agency Costs of Free Cash Flow: Evidence from the Manufacturing Sector of Pakistan". *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2 (7): 6694-6700.
- Li, X. , and Cui, L. (2003). "Empirical Study of Structure on Agency Costs in Chinese Listed Firms". *Journal of Nature of Science*, 1 (1): 12-20.
- Marques, M. O. and Santos, M. C. (2004). "Capital Structure Policy and Determinants: Theory and Managerial Evidence." *Working Paper*, University of Porto, Portugal.
- Matusin. A. R. , Andryan. R. , Pamela. A. (2014). "The Impact Capital Structure on Agency Costs of Indonesian Listed Companies". *International Conference on Business, Economics and Accounting*, Hong Kong, 26-28 March.
- Mohammad. D. (2013). "A Dynamic Panel Model of Capital Structure and Agency Costs in Nigerian Listed Companies". *Journal of Accounting and Taxation*, 5 (2): 33-44.
- Rakesh. H. M. and Lakeshmi. P. (2013). "Capital Structure on Agency Costs: Evidence from Indian Public Companies". *Journal of Business and Management*, 15 (1): 50-53.
- Stephan, A. , Talavera, O. , Tsapin, A. (2011). "Corporate Debt Maturity Choice in Emerging Financial Markets". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51: 141-151.
- Vijayakumaran, R. (2015). "Capital Structure Decisions, Agency Conflicts and Corporate Performance: Evidence from SriLanka Listed Manufacturing Firms". Available Online at <http://www.ssrn.com>.
- Wolfe, J. (2003). "The Tobin'q as a Company Performance Indicator". *Journal of Development in Business Simulation and Experimental Learning*, 30: 155-160.

Zhang, H. and Li. S. (2008). "The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies". *16th Annual Conference on Pacific Basin Finance, Economics, Accounting and Management*, Australia, 2-4 July, 1-18