

## ارتباط هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران

### اقلیت با تأکید بر نقش کیفیت گزارشگری مالی

یونس بادآور نهندي<sup>۱</sup>، فیروز نظاری ابر<sup>۲</sup>، رقیه دهقان<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۲/۰۴

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۵/۱۵

#### چکیده

تئوری نمایندگی بیان می‌کند که هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌باشد که ممکن است پیامدهایی مانند سلب منافع سهامداران اقلیت را در پی داشته باشد. در این مقاله با بررسی ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت، با تأکید بر نقش کیفیت گزارشگری مالی، چالش‌های پیش رو مورد بررسی قرار گرفته است. جامعه آماری پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و از میان آنها، تعداد ۱۰۲ شرکت، طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ به‌عنوان نمونه، انتخاب و مورد پژوهش واقع شده است. برای سنجش هزینه‌های نمایندگی از تعامل شاخص کیوتوین و جریان‌های نقد آزاد، برای اندازه‌گیری سلب منافع سهامداران اقلیت از مجموع شاخص هرفیندال برای تمرکز مالکیت و معاملات با اشخاص وابسته و برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی از مدل فرانسیس و همکاران استفاده گردیده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت، ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی بر ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت شرکت‌ها، تأثیر معنادار و منفی دارد.

**واژه‌های کلیدی:** هزینه‌های نمایندگی، سلب منافع سهامداران اقلیت، کیفیت گزارشگری مالی.

طبقه‌بندی موضوعی: M41, G18

DOI: 10.22051/ijar.2019.20058.1398

<sup>۱</sup> دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران، نویسنده مسئول، (yb\_nahandi@yahoo.com)

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد حسابداری، واحد مرند، دانشگاه آزاد اسلامی، مرند، ایران، (acc.nezari@yahoo.com)

<sup>۳</sup> کارشناس ارشد حسابداری، واحد مرند، دانشگاه آزاد اسلامی، مرند، ایران، (rdehghan90@gmail.com)

### مقدمه

با جدایی مالکیت از مدیریت، تعداد ذینفعان شرکت نیز افزایش می‌یابد که پیامد چنین شرایطی بروز تضاد منافع است. در نتیجه تضاد منافع، افراد ذینفع، جهت همسو ساختن منافع مالکین با خود یا به حداقل رساندن آثار ناشی از تضاد منافع، متحمل هزینه‌های نمایندگی می‌شوند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). مدیر که در کانون این تضاد منافع قرار دارد، با ارائه اطلاعات مالی شرکت سعی می‌کند تا هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد. با جدا شدن مالکیت از مدیریت در شرکت‌ها، این امکان بالقوه وجود دارد که مدیران تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در جهت منافع مالکان و یا در جهت عکس منافع آنان، بخصوص سهامداران اقلیت باشد. یکی از موضوعات مهم در حقوق تجارت، بخصوص در بحث شرکت‌های سهامی، حقوق سهامداران اقلیت در این شرکت‌ها است که متأسفانه تاکنون در این باره مطالعات چندان گسترده‌ای صورت نپذیرفته و همان مواردی نیز که اکنون در حقوق و قانون تجارت ایران در این رابطه وجود دارد، ترجمه‌ای از قانون تجارت اروپاییان به ویژه فرانسه است. منظور از اقلیت در شرکت سهامی، سهامدارانی هستند که مجموع رای آنها نسبت به سایر سهامداران (رای اکثریت) ناچیز است و قادر به اعمال نفوذ محسوس در اداره شرکت نیستند. سهامداران اقلیت دارای نسبت‌های گوناگونی بوده که هر یک قابل تامل است. مبنای این تفکر که این اقلیت ناچیز دارای حقوقی در انتخاب مسیر دارایی خود در شرکت است، از ذات وجودی شرکت سرچشمه می‌گیرد و اولین و مهمترین نکته‌ای که از جمله "مشارکت در شرکت به صورت مشاع است" قابل درک است، این است که در دارایی، که در آن افرادی شریک هستند، تمام شرکا حقی در آن دارایی دارند و می‌توانند دارایی خود را به نحو دلخواه اداره نمایند، اما با شکل‌گیری رابطه نمایندگی و به واسطه وجود تضاد منافع بین طرفین، هزینه‌های نمایندگی ایجاد می‌گردد (ولی‌پور و همکاران، ۱۳۹۰). به عبارت دیگر، وقتی تضاد منافع بین سهامداران و مدیران به وجود می‌آید، سهامداران باید مخارجی را متحمل شوند تا از همسویی مدیران با منافع خود اطمینان حاصل نمایند و از آنجا که چنین مخارجی به واسطه شکل‌گیری رابطه نمایندگی به وجود می‌آید، به این هزینه‌ها، هزینه‌های نمایندگی گفته می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). گزارش‌های مالی از مهمترین منابع اطلاعاتی است که هدف آن فراهم آوردن اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی است و بخشی از نیاز اطلاعاتی بازار سرمایه را تامین می‌کند (پیری و همکاران، ۱۳۹۳). اطلاعات باعث تخصیص کارا و بهینه منابع در بازار سرمایه می‌شود و سازمان‌ها و نهادهای ایجاد شده

جهت تسهیل افشاء بین مدیران و سرمایه‌گذاران نقش مهمی را در برطرف کردن این مشکلات بازی می‌کنند. واضح است که قانون‌گذاران و سرمایه‌گذاران برای داشتن گزارشگری مالی با کیفیت بالا هم رأی هستند، زیرا اعتقاد غالب این است که کیفیت گزارشگری مالی مستقیماً روی بازارهای سرمایه تاثیر می‌گذارد. در این راستا به هر میزان که اطلاعات حسابداری با کیفیت بالاتری تهیه شده باشند، تصمیم‌های اقتصادی به شکل بهینه‌تری اتخاذ خواهند شد. پس این امکان وجود دارد، کیفیت گزارشگری مالی از تضييع منافع سهامداران بخصوص سهامداران اقلیت جلوگیری نماید. با توجه به پژوهشات محدودی که در این زمینه در سطح بین‌المللی و به خصوص در ایران انجام شده است، در این پژوهش به بررسی دقیق‌تر این موضوع که ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟، پرداخته خواهد شد. آنچه در این بررسی درخور توجه است، این است که به طور تجربی به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت تاثیرگذار است یا خیر؟ بنابراین با توجه به مبانی نظری پژوهشات انجام شده و سوالات مطرح شده، بررسی ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت با تأکید بر نقش کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از اهمیت ویژه‌ای برخوردار بوده و می‌تواند تأثیر بسزایی در آگاهی سرمایه‌گذاران داشته و راهگشای پژوهشات آتی باشد.

### مبانی نظری پژوهش

گسترش روز افزون فعالیت‌های اقتصادی و مالی در دهه‌های اخیر موجب شده است که اداره و هدایت شرکت‌های تجاری بیش از پیش، پیچیده شود. به طور کلی، شرکت‌های سهامی با سه منشأ اصلی بروز مشکل و ناهماهنگی روبه‌رو هستند که شامل تعارض میان مدیران و سهامداران، تعارض منافع سهامداران اصلی و سهامداران اقلیت و تعارض منافع سهامداران قدیمی و جدید است. بر اساس تئوری نمایندگی، در ترکیب ساختار مالکیت شرکت، بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران اقلیت قرار دارد. این گروه برای تصمیم‌گیری و نظارت بر عملکرد مدیران شرکت‌ها، تنها به اطلاعات برون‌سازمانی همانند صورت‌های مالی منتشره، دسترسی دارند. سهامداران اقلیت جهت اتخاذ سیاست‌های مالی خود از جمله سرمایه‌گذاری، واگذاری سهام و... فقط بر اطلاعات برون‌سازمانی شرکت اتکا می‌کنند. از طرف دیگر سهامداران حقیقی

شرکت به دلیل جزئی بودن میزان سهام تحت تملک آنها، همچنین به دلیل عدم توان کافی جهت اعمال نظارت بر عملکرد مدیران شرکت، عدم آگاهی و تجربه حرفه‌ای کافی و همچنین عدم وجود انگیزه کافی جهت کنترل مدیران، نمی‌تواند اقدامات مدیران را به طور مستمر دنبال نمایند (نمازی، ۱۳۸۴). در مقابل، سهامداران عمده بخش عمده‌ای از سهام شرکت و همچنین کنترل آن را در اختیار دارند. همچنین آنها معمولاً در هیات مدیره شرکت حضور دارند و بنابراین در تعیین سمت و سوی جلسات هیات مدیره موثر هستند. بنابراین، درصد بیشتر سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران عمده، برابر با این است که آنها روی مدیریت نفوذ بیشتری دارند. در این ارتباط، دو دیدگاه متضاد شامل فرضیه نظارت فعال و فرضیه منافع شخصی، درباره نقش مالکان بزرگ در شرکت‌ها وجود دارد.

در فرضیه نظارت فعال، مالک اصلی در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت رفتار می‌کند. محققان ادعا می‌نمایند که سرمایه‌گذاران دارای مالکیت زیاد، انگیزه زیادی برای نظارت عملکرد شرکتی دارند، زیرا آنها به طور بالقوه بیشترین منفعت را از این نظارت می‌برند و از حق رأی بیشتری برخوردار هستند که این امر اقدامات لازم را در صورت لزوم سهولت می‌بخشد. هنگامی که مالکیت سهامدار اصلی زیاد باشد، نظارت او بر شرکت و فرایند کلی گزارشگری مالی به دلیل منافع شخصی افزایش می‌یابد. طرفداران فرضیه منافع شخصی بر این باورند که احتمال بیشتری وجود دارد که سرمایه‌گذاران بزرگ از منافع خاصی، همچون دسترسی به اطلاعات محرمانه که می‌تواند در جهت اهداف معاملاتی و کسب منافع شخصی مورد استفاده قرار گیرد، بهره‌برند (مرادی و همکاران، ۱۳۹۵).

راه‌حل تمام این تعارض‌ها، مشارکت و همکاری تمام عوامل تأثیرگذار بر عملکرد شرکت یا همان راهبری شرکتی است. بازارهای پرتلاطم و رو به رشد اوراق بهادار در دنیا نیز متکی بر سیستم‌های پیچیده حمایت‌کننده‌ای هستند که نظام راهبری را در شرکت‌های سهامی عام بهبود می‌بخشند. ویژگی‌های اصلی این نظام راهبری شامل (۱) به سهامداران اقلیت این اطمینان را می‌دهد که اطلاعاتی قابل اتکا در رابطه با ارزش شرکت دریافت کرده و از جانب مدیران شرکت و سهامداران بزرگ دیگر مورد خیانت و سوء استفاده قرار نگیرند، (۲) مدیران را اینگونه تشویق می‌کند که به جای پرداختن به اهداف شخصی خود، به دنبال حداکثر کردن ارزش و منافع شرکت باشند، است.

بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به عنوان نمایندگان سهامداران ممکن است به گونه‌ای عمل نمایند یا تصمیماتی را اتخاذ نمایند که لزوماً در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نباشد. مطابق این تئوری، باید سازوکارهای کنترلی یا نظارتی کافی برای محافظت از سهامداران در مقابل تضاد منافع ایجاد شود (چن و همکاران، ۲۰۱۱). موضوع کیفیت گزارشگری مالی و اطلاعات ارائه شده در آن به عنوان یک راهکار عملی مورد توجه قرار گرفته است. گزارش‌های مالی مهمترین منابع اطلاعاتی است که هدف آن فراهم کردن اطلاعات لازم برای تصمیمات اقتصادی بوده و بخشی از نیاز اطلاعاتی بازار سرمایه را تأمین می‌کند. کیفیت گزارشگری مالی بالاتر، عدم تقارن اطلاعاتی بین واحدهای تجاری و تامین کنندگان خارجی را کاهش می‌دهد که در نتیجه آن هزینه تامین مالی کاهش می‌یابد و همچنین با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و مدیران به کاهش هزینه‌های نمایندگی منجر می‌شود (نینگ ژانگ لی و همکاران، ۲۰۱۶). هرچه تقاضای نمایندگی بین مدیران و صاحبان سرمایه بزرگتر باشد، هزینه‌های نمایندگی بیشتر و نیاز به اطلاعات با کیفیت بالاتر افزونتر خواهد بود. عبدالحمید و همکاران (۲۰۱۶) معتقدند حاکمیت شرکتی قوی باعث حفظ حقوق سهامداران اقلیت شرکت‌ها می‌شود. فاسیو و همکاران (۲۰۰۱)، جانسون و همکاران (۲۰۰۰)، لاپورتا و همکاران (۲۰۰۰) نشان دادند که سهامداران کنترلی (سهامداران اکثریت) انگیزه زیادی برای استفاده از منابع شرکت در جهت منافع شخصی خود به جای منافع سهامداران اقلیت دارند که به آن تونل زدن گویند. با توجه به مبانی نظری مطرح شده از آنجایی که کیفیت اطلاعات حسابداری از تضييع منافع سهامداران بخصوص سهامداران اقلیت جلوگیری می‌کند، بنابراین محقق نتایج بدست آمده در پژوهشات ذکر شده در بالا را به عنوان پشتوانه‌ای بر مفروضات خود تلقی نموده و بیان داشته که کیفیت گزارشگری مالی بر ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت تأثیر دارد. بنابراین بررسی این موضوع از اهمیت ویژه‌ای برخوردار بوده و می‌تواند تأثیر بسزایی در آگاهی سرمایه‌گذاران داشته و راهگشای پژوهشات آتی باشد.

### پیشینه پژوهش

برکمن (۲۰۰۹) نشان داد که شرکت‌های چینی با حاکمیت شرکتی ضعیف در پاسخ به قوانین جدیدی که از سهامداران اقلیت حمایت می‌کند، بازده بازار غیرطبیعی بیشتری نشان می‌دهد و معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند به عنوان شاخص معکوسی برای کیفیت حاکمیت شرکتی

مورد استفاده قرار گیرد. چونگ و همکاران (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیدند که سهامداران اقلیت در شرکت‌های چینی که دارای معاملات با اشخاص وابسته با سهامداران کنترلی خود هستند، در معرض تونل زدن هستند. او و چونیان (۲۰۱۰) در پژوهشی به بررسی رابطه بین افشای داوطلبانه و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که هنگام وجود هزینه‌های نمایندگی بالاتر مدیران شرکت‌ها کمتر اقدام به افشای داوطلبانه مربوط به پرداختهای نقدی عملیاتی خاص می‌کنند.

ایدلن و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی به بررسی نقش افشای اطلاعات در حل تعارضات نمایندگی ناشی از واگذاری مدیریت سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش آنان با استفاده از اطلاعات مربوط به شرکت‌های آمریکایی در بازه زمانی ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۹ نشان داد که شفافیت در ارائه اطلاعات مالی در نشاندهی هزینه‌های نمایندگی ناشی از واگذاری مدیریت سرمایه‌گذاری‌ها عامل بسیار مهمی است. بون و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت در مالزی پرداختند. نتایج این بررسی نشان داد بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد. مینجونگ و همکاران (۲۰۱۴) در تحقیقی تحت عنوان رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و مالکیت کنترل به این نتیجه رسیدند که معاملات با اشخاص وابسته در شرکت‌های کره‌ای بطور میانگین ارزش شرکت را کاهش داده، اما این کاهش زمانی قابل مشاهده است که کنترل مالکیت زیاد است. عبدالحمید و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و سلب منافع سهامداران اقلیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مالزی پرداخته‌اند. بدین منظور تعداد ۷۳ شرکت طی بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۹ الی ۲۰۱۱ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج پژوهش آنان نشان داد حاکمیت شرکتی قوی باعث کاهش سلب منافع سهامداران اقلیت می‌گردد.

شعری و همکاران (۱۳۹۱) در تحقیقی تحت عنوان شناسایی انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته، انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته را با استفاده از مدل مسکاریلو (۲۰۱۰) مورد بررسی قرار دادند. نمونه آنها شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۹ بود. یافته‌ها نشان می‌دهد فرضیه وجود رفتار فرصت‌طلبانه در معاملات با اشخاص وابسته رد نمی‌شود و نشانه‌هایی از فرصت‌طلبانه بودن این معاملات در محیط کسب

و کار ایران قابل مشاهده است. نمازی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی اثرات کیفیت ارقام تعهدی و مربوط بودن اطلاعات مالی بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شامل ۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفته است. از تحلیل‌های آماری رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شد. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که بین کیفیت ارقام تعهدی، کیفیت ارقام تعهدی اصلاح شده بر اساس عملکرد و مربوط بودن اطلاعات مالی با معیارهای هزینه‌های نمایندگی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. دارابی و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین معاملات با اشخاص وابسته و ارزش شرکت رابطه‌ی معنادار و منفی وجود دارد. خواجه‌ی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های حاصل از بررسی ۶۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ بیانگر آن است که بین نسبت هزینه عملیاتی به فروش و نسبت کیوتوین با سطح افشای داوطلبانه به ترتیب رابطه منفی و مثبت معناداری وجود دارد؛ اما بین نسبت گردش دارایی‌ها و سطح افشای داوطلبانه شرکت‌ها رابطه معناداری مشاهده نشد. بادآور نهندی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و سلب منافع سهامداران اقلیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. جامعه آماری تحقیق، تعداد ۱۰۰ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ بود. نتایج پژوهش نشان داد که بین کیفیت حسابرسی و سلب منافع سهامداران اقلیت شرکتها ارتباط معنادار و منفی وجود دارد. به عبارتی، با افزایش کیفیت حسابرسی سلب منافع سهامداران اقلیت در شرکت‌های مورد بررسی کاهش یافته است.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به دیدگاه‌های نظری ارائه شده، برای دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول: بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت ارتباط وجود دارد.

فرضیه دوم: کیفیت گزارشگری مالی بر ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت تأثیر دارد.

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش تلاش دارد که ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت با تأکید بر نقش کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهد. بنابراین از آنجا که نتایج این پژوهش می‌تواند در تدوین قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار مورد استفاده قرار گیرد، از نوع پژوهش‌های بنیادی است. همچنین با توجه به اینکه این پژوهش در پی یافتن ارتباط بین چندین متغیر است، از نوع همبستگی و روش شناسی آن از نوع پس رویدادی است. برای تخمین مدل‌های پژوهش از روش داده‌های تلفیقی استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است. علت آنکه جامعه آماری تا سال ۱۳۹۴ می‌باشد، این است که در محاسبه کیفیت گزارشگری مالی به اطلاعات یک سال بعد هم نیاز است که از اطلاعات سال ۱۳۹۵ نیز استفاده خواهد شد. به دلیل گستردگی حجم جامعه آماری و دشواری‌های خاص حاصل از آن و همچنین وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه در ارتباط با داده‌های مورد نیاز پژوهش، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و نمونه آماری پژوهش به روش حذف نظام مند انتخاب شده است: شرکت‌های مورد نظر باید قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد. شرکت‌های مورد نظر جزو بانک‌ها و واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ و سرمایه‌گذاری نباشند. شرکت‌ها نایستی سال مالی خود را در طی دوره مورد نظر تغییر داده باشند. سهام شرکت‌های مورد بررسی دارای وقفه معاملاتی بیش از شش ماه متوالی نباشد. اطلاعات مالی شرکت‌های مورد بررسی طی دوره پژوهش در دسترس باشد. پس از در نظر گرفتن محدودیت‌ها و شرایط مورد نظر، تعداد ۱۰۲ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان نمونه آماری انتخاب شد که در نهایت با احتساب دوره ۶ ساله پژوهش، تعداد داده‌های تلفیقی به کار رفته در آزمون فرضیات، ۶۱۲ سال/ شرکت است.



## متغیرهای پژوهش

### متغیر مستقل

- هزینه‌های نمایندگی

هزینه‌های نمایندگی هزینه‌هایی هستند که مالکان به خاطر اعمال نظارت بر عملکرد، فعالیت و اقدامات مدیران متحمل می‌شوند تا اطمینان پیدا نمایند که مدیران در راستای حداکثر رساندن منافع آنها کار می‌کنند. در این پژوهش، شاخص اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی، تابعی از تعامل بین شاخص کیوتوین (نماینده فرصت‌های رشد) و جریان‌های نقد آزاد است که بصورت رابطه ۱ محاسبه خواهد شد.

- فرصت‌های رشد

$$Q\_TOBINS = \frac{VOC_{SILOY} + BVLT_{LILOY} + BVCL_{ILOY}}{BVT_{AILOY}} \quad (1)$$

VOC: ارزش سهام عادی در پایان سال

BVC: ارزش دفتری بدهی‌های جاری در پایان سال

BVT: ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال

BVL: ارزش دفتری بدهی‌های بلند مدت در پایان سال

- جریان‌های نقدی آزاد

برای محاسبه جریان نقد آزاد از مدل لن و پولسن (۱۹۸۹) استفاده شده است که براساس این مدل، جریان‌های نقد آزاد از سود عملیاتی قبل از استهلاک و به کسر مجموع مالیات‌ها، به اضافه هزینه بهره و سود تقسیمی پرداختی به دست می‌آید و با تقسیم بر مجموع دارایی‌ها، استاندارد می‌گردد و از طریق رابطه ۲ محاسبه می‌گردد.

$$FCF = \frac{(INC - TAX - INTEXP - CSDIV)}{TOTAL ASSETS} \quad (2)$$

FCF = جریان‌های نقد آزاد

INC = سود عملیاتی

TAX = مالیات بر درآمد

INTEXP = هزینه بهره

CSDIV = سود پرداختی به سهامداران عادی

TOTAL ASSETS = کل دارایی ها

نحوه محاسبه هزینه‌های نمایندگی بدین صورت است که پس از محاسبه جریان‌های نقد آزاد و کیوتوین، اگر جریان‌های نقدی آزاد بالای میانه و کیوتوین پایین میانه باشد، شرکت دارای هزینه‌های نمایندگی بالا در نظر گرفته شده و برای آن عدد ۱ اختصاص می‌یابد در غیر اینصورت عدد صفر اختصاص داده خواهد شد.

### متغیر وابسته

#### • سلب منافع سهامداران اقلیت

شرکت‌های تجاری که بر اساس نظر اکثریت سهامداران خود اداره می‌شوند اغلب نیازمند جذب سرمایه اشخاص خارج از شرکت هستند که این جذب سرمایه می‌تواند به شکل خرید سهام توسط اقلیتی باشد که اداره شرکت را در دست نداشته و از اوضاع شرکت بی‌اطلاع هستند. اینجاست که با اداره شرکت بر اساس نظر اکثریت، کمتر به حفظ حقوق اقلیت توجه می‌شود و در مواردی منجر به سوء استفاده اکثریت از قدرت خود علیه اقلیت می‌شود که در این صورت احتمال سلب منافع سهامداران اقلیت وجود دارد. در این پژوهش از مجموع شاخص هرfindal (HHI) که سهام مهم را اندازه می‌گیرد و معاملات با اشخاص وابسته (RPT) برای عملیاتی کردن سلب منافع سهامداران اقلیت استفاده شده است. شاخص هرfindal - هیرشمن برای درصد مالکیت بزرگتر و مساوی ۵ درصد اندازه‌گیری خواهد شد. این شاخص در رابطه ۳ نشان داده شده است:

$$HHI = \sum_{i=1}^N (SHARE_i)^2 \quad (3)$$

معاملات با اشخاص وابسته از جمع کل مبالغ معاملات با اشخاص وابسته تقسیم بر کل دارایی‌ها در پایان سال بدست می‌آید (یانگ، ۲۰۱۱). شاخص سلب منافع سهامداران اقلیت به پیروی از پژوهش عبدالحمید و همکاران (۲۰۱۶) تحت رابطه ۴ اندازه‌گیری می‌شود که هر چه مقدار EMSI بالاتر باشد، سلب منافع سهامداران اقلیت هم بالاتر خواهد بود.

$$EMSI = HHI + RPT \quad (4)$$

## متغیر تعدیل گر

## • کیفیت گزارشگری مالی

در بسیاری از مطالعات حسابداری و مالی، کیفیت گزارشگری مالی میزان صداقت مدیران در ارائه اطلاعات منصفانه و حقیقی برای تصمیم گیرندگان تعریف شده است. به عبارتی، هرگاه مدیران در ارائه اقلام مندرج در صورت‌های مالی دو واژه بی طرفی و عینیت را رعایت کرده باشند، می‌توان گفت کیفیت گزارشگری مالی وجود دارد (برندت و همکاران، ۲۰۱۰). در این پژوهش به منظور ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی از کیفیت اقلام تعهدی استفاده شده است. دلیل انتخاب این معیار، آن است که اقلام تعهدی، عامل اصلی پیش بینی جریان های نقد آتی هستند و در صورتی که در برآورد آنها میزان خطا کمتر باشد، سودها نشانه بهتری از جریان های نقدی آتی خواهند بود (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). همچنین استفاده از کیفیت اقلام تعهدی بر این ایده استوار است که اقلام تعهدی توان اطلاع‌دهندگی سود را از طریق هموارسازی نوسان‌های جریان‌های نقدی بهبود می‌بخشد و هنگامی که از اقلام تعهدی به منظور برآورد جریان‌های نقدی و سودهای آتی استفاده می‌شود، در صورتی که خطای اندکی در فرآیند تخمین اقلام تعهدی وجود داشته باشد (کیفیت اقلام تعهدی بالا باشد)، این برآوردها بسیار قابل اتکا هستند. برای اندازه‌گیری کیفیت اقلام تعهدی، ابتدا باید کل اقلام تعهدی تشکیل دهنده سود محاسبه شود. کل اقلام تعهدی از تفاوت بین سود عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی حاصل می‌شود که در رابطه ۵ نشان داده شده است.

$$TAC_{i,t} = E_{i,t} - CFO_{i,t} \quad (5)$$

سپس برای محاسبه کیفیت گزارشگری مالی از مدل فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) به شرح رابطه ۶ استفاده شده است.

$$\frac{TAC_{i,t}}{assets_{i,t}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{CFO_{i,t-1}}{assets_{i,t}} + \alpha_2 \frac{CFO_{i,t}}{assets_{i,t}} + \alpha_3 \frac{CFO_{i,t+1}}{assets_{i,t}} + \alpha_4 \frac{\Delta REV_{i,t}}{assets_{i,t}} + \alpha_5 \frac{PPE_{i,t}}{assets_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$TAC_{i,t}$  = کل اقلام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$

$CFO_{i,t-1}$  = وجه نقد حاصل از عملیات شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$CFO_{i,t}$  = وجه نقد حاصل از عملیات شرکت  $i$  در سال  $t$

$$CFO_{i,t+1} = \text{وجه نقد حاصل از عملیات شرکت آدر سال } t+1$$

$$\Delta REV_{i,t} = \text{تغییرات در آمد شرکت آدر سال } t$$

$$PPE_{i,t} = \text{ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت آدر سال } t$$

قدر مطلق باقی مانده مدل بالا در منفی یک ضرب شده و به عنوان نماینده کیفیت گزارشگری مالی در نظر گرفته می‌شود. هرچه ارزش بدست آمده بیشتر باشد، کیفیت بالای گزارشگری مالی را نشان می‌دهد.

### متغیرهای کنترلی

دلیل استفاده از متغیرهای کنترلی در مدل پژوهش، کنترل تأثیر عوامل شناخته شده و ناشناخته در رابطه بین متغیر مستقل و متغیرهای وابسته است. مبتنی بر ادبیات پژوهشی در این حوزه، با افزایش اندازه و فرصت‌های رشد شرکت‌ها، احتمال تئوری نمایندگی و رفتارهای فرصت طلبانه مدیران بیشتر شده و سلب منافع سهامداران اقلیت نیز بیشتر رخ خواهد داد. همچنین شرکت‌هایی که از اهرم بالایی برخوردار هستند، دارای هزینه نمایندگی بالاتر و کیفیت گزارشگری پایین هستند. بنابراین منافع سهامداران اقلیت با ساختار تأمین مالی شرکت در ارتباط است. علاوه بر این، انگیزه‌های گزارشگری شرکت‌هایی با بازدهی زیاد با انگیزه‌های شرکت‌هایی با بازدهی کم متفاوت است که این نیز بر منافع سهامداران اقلیت شرکت اثرگذار است عبدالحمید و همکاران (۲۰۱۶). در این مقاله اندازه شرکت برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها، سودآوری معادل سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌ها، اهرم مالی برابر با نسبت کل بدهی بر کل دارایی‌ها و فرصت‌های رشد شرکت نیز معادل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است.

### آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

ابتدا برای تجزیه و تحلیل داده‌ها، آماره‌های توصیفی داده‌های تحت مطالعه محاسبه شده است. نگاره (۱)، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر بصورت مجزا است.

## نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرها

| شرح                       | تعداد نمونه | میانگین | میانه  | انحراف معیار | حداقل  | حداکثر |
|---------------------------|-------------|---------|--------|--------------|--------|--------|
| سلب منافع سهامداران اقلیت | ۶۱۲         | ۰/۶۵۹   | ۰/۶۵۸  | ۰/۲۲۲        | ۰/۱۶۲  | ۱/۵۸۹  |
| کیفیت گزارشگری مالی       | ۶۱۲         | -۰/۰۹۲  | -۰/۰۶۹ | ۰/۰۸۶        | -۰/۴۹۶ | ۰      |
| اندازه شرکت               | ۶۱۲         | ۱۴/۰۰۵  | ۱۳/۹۴۶ | ۱/۲۴۴        | ۱۰/۲۲۶ | ۱۷/۸۳۶ |
| بازده دارایی‌ها           | ۶۱۲         | ۰/۱۵۲   | ۰/۱۲۳  | ۰/۱۲         | -۰/۰۶۷ | ۰/۶۲۱  |
| اهرم مالی                 | ۶۱۲         | ۰/۵۷۶   | ۰/۵۹۶  | ۰/۱۶۷        | ۰/۱۴۶  | ۰/۹۳۷  |
| فرصت‌های رشد              | ۶۱۲         | ۲/۴۲۹   | ۱/۹۷۷  | ۱/۶۶۷        | ۰/۲۹۸  | ۱۰/۳۷۸ |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در نگاره (۱)، اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر سلب منافع سهامداران اقلیت برابر با (۰/۶۵۹) است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. میانه متغیر سلب منافع سهامداران اقلیت برابر با (۰/۶۵۸) می‌باشد که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. بطور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر فرصت‌های رشد برابر با (۱/۶۶۷) و برای متغیر کیفیت گزارشگری مالی برابر با (۰/۰۸۶) است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای فرصت‌های رشد و کیفیت گزارشگری مالی به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی است. حداقل و حداکثر، به ترتیب کمترین و بیشترین عدد متغیر در جامعه آماری را نشان می‌دهد. برای مثال مقدار حداقل و حداکثر متغیر اهرم مالی به ترتیب برابر با (۰/۱۴۶ و ۰/۹۳۷) می‌باشد، این مطلب حکایت از این دارد که متغیر اهرم مالی، کمترین مقدار (۰/۱۴۶) و بیشترین مقدار (۰/۹۳۷) را به خود اختصاص داده است. لازم به ذکر است که متغیر هزینه‌های نمایندگی با عدد صفر و یک در این پژوهش معرفی شده است. در نگاره (۲)، فراوانی متغیر فوق ارائه شده است.

## نگاره (۲): نگاره فراوانی متغیر هزینه‌های نمایندگی

| درصد تجمعی | درصد  | فراوانی | آماره | معتبر |
|------------|-------|---------|-------|-------|
| ۷۳         | ۷۳    | ۴۴۷     | ۰     |       |
| ۱۰۰        | ۲۷    | ۱۶۵     | ۱     |       |
|            | ۰.۱۰۰ | ۶۱۲     | کل    |       |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نگاره (۲) نشان می‌دهد که کل داده‌های مربوط به متغیر هزینه‌های نمایندگی ۶۱۲ عدد است که از این تعداد ۴۴۷ عدد شامل صفر و ۱۶۵ عدد شامل یک است.

## آزمون مانایی (ایستایی) متغیرهای پژوهش

برای بررسی مانایی (پایایی) متغیرهای پژوهش، از آزمون لوین، لین و چوی استفاده شده است، که نگاره (۳)، مانایی تمامی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

## نگاره (۳): آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

| تشخیص | آزمون لوین، لین و چوی |          | متغیرها                   |
|-------|-----------------------|----------|---------------------------|
|       | احتمال                | آماره    |                           |
| مانا  | ۰/۰۰۰                 | -۳۴۰/۳۰۶ | سلب منافع سهامداران اقلیت |
| مانا  | ۰/۰۰۰                 | -۲۵/۰۸۶۷ | کیفیت گزارشگری مالی       |
| مانا  | ۰/۰۰۰                 | -۱۰/۰۹۶۶ | اندازه شرکت               |
| مانا  | ۰/۰۰۰                 | -۹/۶۶۵۶۱ | بازده دارایی‌ها           |
| مانا  | ۰/۰۰۰                 | -۵/۳۷۱۰۹ | اهرم مالی                 |
| مانا  | ۰/۰۰۰                 | -۲۳/۰۵۰۸ | فرصت‌های رشد              |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در نگاره (۳)، با توجه به اینکه سطح معناداری متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد است، بنابراین تمامی متغیرهای پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد از مانایی برخوردار هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه شرکت‌های مورد بررسی تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

### آزمون ناهمسانی واریانس فرضیه‌های پژوهش

جهت بررسی ناهمسانی واریانس پسماندها، از آزمون بروش-پاگان-گادفری استفاده شده که نتایج آن در نگاره (۴) ارائه شده است.

نگاره (۴): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس فرضیه‌های پژوهش

| تشخیص               | آزمون بروش-پاگان-گادفری |             | فرضیه‌های پژوهش |
|---------------------|-------------------------|-------------|-----------------|
|                     | احتمال                  | آماره آزمون |                 |
| مشکل ناهمسانی ندارد | ۰/۰۷۴۲                  | ۲/۰۱۸۷۵۸    | اول             |
| مشکل ناهمسانی ندارد | ۰/۲۵۴۸                  | ۱/۲۸۵۶۳۰    | دوم             |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

اطلاعات مندرج در نگاره (۴) نشان می‌دهد که احتمال آزمون فرضیه‌های پژوهش بیشتر از ۵ درصد است. بنابراین فرض ناهمسانی واریانس جملات خطاها رد می‌شود.

### آزمون هم خطی فرضیه‌های پژوهش

در اقتصادسنجی هم خطی چندگانه زمانی اتفاق می‌افتد که دو یا بیش از دو متغیر توضیح دهنده (مستقل) در یک رگرسیون چندمتغیره نسبت به یکدیگر از همبستگی بالایی برخوردار باشند. منظور از همبستگی در اینجا وجود یک ارتباط خطی بین متغیرهای مستقل است، بسته به شدت همبستگی بین متغیرهای مستقل، میزان و نوع هم خطی متفاوت خواهد بود. نتایج آزمون هم خطی برای فرضیه‌های پژوهش به ترتیب در نگاره (۵) ارائه شده است.

نگاره (۵): آزمون هم خطی فرضیه‌های پژوهش

| دوم      | اول      | فرضیه‌ها |
|----------|----------|----------|
| VIF      | VIF      | ابعاد    |
| ۱/۳۸۰۲۹۳ | ۱/۵۸۷۷۷  | ۱        |
| ۱/۰۹۴۹۰۸ | ۱/۰۷۱۰۸۷ | ۲        |
| ۱/۳۶۰۶۵۸ | ۱/۵۷۲۴۹۷ | ۳        |
| ۱/۰۷۱۵۲۹ | ۱/۵۴۰۹۸۱ | ۴        |
| ۱/۶۲۵۱۲۵ | ۱/۱۰۸۹۱۸ | ۵        |
| ۱/۵۴۶۹۸۹ | -        | ۶        |
| ۱/۱۱۳۸۲۰ | -        | ۷        |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

یکی از شیوه‌های تشخیص وجود هم خطی که کاربرد زیادی دارد، استفاده از عامل تورم واریانس (VIF) است. این عامل نشان می‌دهد که واریانس ضرایب تخمینی تا چه حد نسبت به حالتی که متغیرهای تخمینی همبستگی خطی ندارند، متورم شده است. در صورتی که مقدار عامل تورم واریانس (VIF) بیشتر از عدد ۱۰ باشد، این موضوع نشان دهنده این است که میان متغیرهای معادله رگرسیون هم خطی شدیدی وجود دارد. در مدل‌های مورد بررسی، تمام مقادیر مربوط به عامل تورم واریانس (VIF) کمتر از عدد ۱۰ است و این بدان معنی است که میان متغیرهای پژوهش هم خطی وجود ندارد.

برای انتخاب مدل مناسب جهت آزمون داده‌ها در این پژوهش آزمون F لیمر و هاسمن انجام شده است که نتایج این آزمون‌ها به شرح زیر است.

گام اول: تشخیص همگن یا ناهمگن بودن داده‌ها، با استفاده از آزمون لیمر (چاو)

نگاره (۶): نتایج آزمون F لیمر (همسانی عرض از مبدأ) مقاطع

| نتیجه آزمون                   | p-value | Statistic | مدل فرضیه | فرضیه صفر (H <sub>0</sub> ) |
|-------------------------------|---------|-----------|-----------|-----------------------------|
| فرض H <sub>0</sub> رد می‌شود. | ۰/۰۰۰   | ۳۸/۳۱۶۳۰۷ | فرعی اول  | یکسان بودن عرض از مبدأ      |
| فرض H <sub>0</sub> رد می‌شود. | ۰/۰۰۰   | ۳۷/۴۳۰۵۱۲ | فرعی دوم  | یکسان بودن عرض از مبدأ      |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در آزمون F لیمر، فرضیه H<sub>0</sub> استفاده از روش داده‌های تلفیقی را در مقابل فرضیه H<sub>1</sub>، یعنی استفاده از روش داده‌های تابلویی نشان می‌دهد. با توجه به سطح معناداری به دست آمده از نگاره (۶)، نتیجه این آزمون، بیانگر این مطلب است که مقاطع مورد بررسی، ناهمگن و دارای تفاوت‌های فردی است. بنابراین، استفاده از روش داده‌های تابلویی برای هر دو مدل مناسب‌تر است.

گام دوم: بعد از انتخاب روش داده‌های تابلویی از طریق آزمون لیمر، آزمون هاسمن انجام گرفت. در این آزمون، در صورت پذیرفته شدن H<sub>0</sub> از مدل اثرات تصادفی و در صورت پذیرفته شدن H<sub>1</sub> از مدل اثرات ثابت استفاده می‌شود. خلاصه، نتایج آزمون هاسمن، به شرح نگاره (۷) ارائه شده است.



## نگاره (۷): نتایج آزمون هاسمن (انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی)

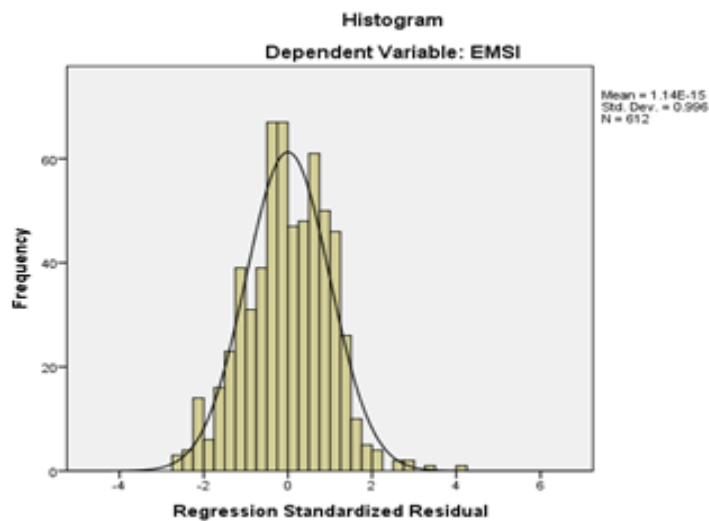
| نتیجه آزمون               | p-value | Statistic | مدل فرضیه | فرضیه صفر (H <sub>0</sub> )    |
|---------------------------|---------|-----------|-----------|--------------------------------|
| H <sub>0</sub> رد می‌شود. | ۰/۰۰۳۱  | ۱۷/۹۱۶۷   | فرعی اول  | تفاوت در ضرایب سیستماتیک نیست. |
| H <sub>0</sub> رد می‌شود. | ۰/۰۰۱۲  | ۲۳/۸۰۴۸   | فرعی دوم  | تفاوت در ضرایب سیستماتیک نیست. |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در نگاره (۷) نشان داده شده است که مقدار این آماره برای هر دو مدل معنادار است و بیانگر رد فرضیه H<sub>0</sub> و پذیرش فرضیه H<sub>1</sub> در سطح اطمینان ۹۵ درصد است و بر استفاده از روش اثرات ثابت دلالت دارد.

## تفسیر نتایج پژوهش

آزمون فرضیه اول: بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت ارتباط وجود دارد. یکی از مفروضات مدل رگرسیون خطی فرض نرمال بودن توزیع خطاها است؛ بدین معنی که خطاها دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشند. بدیهی است که در صورت عدم برقراری این پیش فرض، نمی‌توان از رگرسیون استفاده کرد. نتایج آزمون بررسی نرمال بودن توزیع خطاها در شکل (۱) ارائه شده است.



شکل (۱): آزمون نرمال بودن توزیع خطاها برای فرضیه اول

با توجه به شکل (۱)، مقدار میانگین بسیار کوچک (نزدیک به صفر) و انحراف معیار خطاها که نزدیک به یک است، می‌توان دریافت که خطاها دارای توزیع نرمال هستند، بنابراین می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. مدل اول برای آزمون فرضیه اول، یعنی بررسی ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت شرکت‌ها به کار گرفته شده است.

نگاره (۸): ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت

| $EMSI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 AGENCY\_COSTS_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 ROA_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 MTB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ |                    |           |           |               |
|---|--------------------|-----------|-----------|---------------|
| متغیرها   | ضرایب غیراستاندارد | میزان خطا | آماره t   | سطح معنی داری |
| مقدار ثابت  | ۰/۳۷۹۱۴۷           | ۰/۱۰۱۳۸۴  | ۳/۷۳۹۷۲۷  | ۰/۰۰۰۲        |
| هزینه‌های نمایندگی  | ۰/۰۷۲۵۰۶           | ۰/۰۲۰۰۷۹  | ۳/۶۱۰۹۷۴  | ۰/۰۰۰۳        |
| اندازه شرکت   | ۰/۰۰۵۰۵۹           | ۰/۰۰۷۲۰۹  | ۰/۷۰۱۷۸۰  | ۰/۴۸۳۱        |
| بازده دارایی‌ها   | -۰/۰۰۴۸۶۴          | ۰/۰۹۰۲۰۴  | -۰/۰۵۳۹۲۷ | ۰/۹۵۷۰        |
| اهرم مالی   | ۰/۲۹۳۴۳۵           | ۰/۰۶۴۴۱۷  | ۴/۵۵۵۲۸۱  | ۰/۰۰۰         |
| فرصت‌های رشد  | ۰/۰۰۸۸۲۰           | ۰/۰۰۵۴۷۴  | ۱/۶۱۱۲۱۵  | ۰/۱۰۷۷        |
| ضریب تعیین  |                    | ۰/۰۸۱۲۳۶  |           |               |
| ضریب تعیین تعدیل شده  |                    | ۰/۰۷۳۶۵۶  |           |               |
| آماره F   |                    | ۱۰/۷۱۶۳۷  |           |               |
| احتمال آماره F  |                    | ۰/۰۰۰     |           |               |
| دوربین واتسون   |                    | ۱/۵۴۲۸۸۵  |           |               |
| مدل اثرات ثابت  |                    |           |           |               |

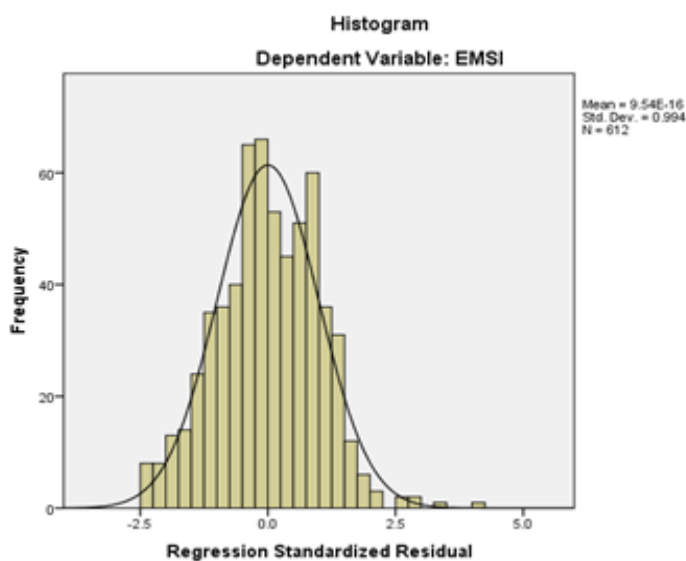
منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج نگاره (۸) نشان می‌دهد که بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد. با توجه به اینکه مقدار سطح معنی داری آن (۰/۰۰۰۳)، کمتر از ۵ درصد است، بنابراین، فرضیه صفر ( $H_0$ ) مربوط به این فرضیه رد و فرضیه مقابل آن ( $H_1$ ) تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل، بیانگر این است که حدود ۸ درصد از تغییرات سلب منافع سهامداران اقلیت شرکت‌ها از طریق متغیر مستقل هزینه‌های نمایندگی و متغیرهای کنترلی قابل توجیه است. همچنین یکی از شروط استفاده از رگرسیون، استقلال باقیمانده‌ها است. از آنجا که آماره دوربین - واتسون برای فرضیه اول، (۱/۵۴۲۸۸۵)، بین ۱/۵ و ۲/۵ است، بنابراین فرض عدم

همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود. همان‌طور که مشاهده می‌شود، سطح معناداری آماره  $F$  برابر  $(0/000)$  و کمتر از ۵ درصد است، بنابراین می‌توان گفت مدل رگرسیون اعتبار دارد. درباره متغیرهای کنترلی هم نتایج نشان می‌دهد، بین اهرم مالی و سلب منافع سهامداران اقلیت ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد. با توجه به اینکه مقدار سطح معنی‌داری متغیر فوق کمتر از ۵ درصد است، بنابراین فرضیه صفر ( $H_0$ )، مربوط به این فرضیه رد و فرضیه مقابل آن ( $H_1$ ) تأیید می‌شود. به عبارتی اهرم مالی عاملی تعیین‌کننده در سلب منافع سهامداران اقلیت است.

آزمون فرضیه دوم: کیفیت گزارشگری مالی بر ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت تأثیر دارد.

یکی از مفروضات مدل رگرسیون خطی فرض نرمال بودن توزیع خطاها است؛ بدین معنی که خطاها دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشند. بدیهی است که در صورت عدم برقراری این پیش فرض، نمی‌توان از رگرسیون استفاده کرد. نتایج آزمون بررسی نرمال بودن توزیع خطاها در شکل (۲) ارائه شده است.



شکل (۲): آزمون نرمال بودن توزیع خطاها برای فرضیه دوم پژوهش

با توجه به شکل (۲)، مقدار میانگین بسیار کوچک (نزدیک به صفر) و انحراف معیار خطاها که نزدیک به یک است، می‌توان دریافت که خطاها دارای توزیع نرمال می‌باشند، پس می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. مدل دوم برای آزمون فرضیه دوم، یعنی بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت شرکت‌ها به کار گرفته شده است.

نگاره (۹): تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع

سهامداران اقلیت

| $EMSI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 AGENCY\_COSTS_{i,t} + \alpha_2 FRQ_{i,t} + \alpha_3 FRQ_{i,t} * AGENCY\_COSTS_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 MTB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ |           |           |           |              |
|---|-----------|-----------|-----------|--------------|
| متغیرها   | ضرایب     | میزان خطا | آماره t   | سطح معناداری |
| مقدار ثابت  | ۰/۳۸۰۶۷۸  | ۰/۱۰۰۸۰۸  | ۳/۷۷۶۲۵۵  | ۰/۰۰۰۲       |
| هزینه‌های نمایندگی  | ۰/۰۵۱۴۶۶  | ۰/۰۲۲۷۶۷  | ۲/۲۶۰۵۳۱  | ۰/۰۲۴۱       |
| کیفیت گزارشگری مالی   | -۰/۲۱۸۲۴۶ | ۰/۱۰۴۳۲۲  | -۲/۰۹۲۰۳۳ | ۰/۰۳۶۹       |
| هزینه‌های نمایندگی * کیفیت گزارشگری مالی  | -۰/۳۳۱۸۰۴ | ۰/۱۶۴۶۲۸  | -۲/۰۱۵۴۷۸ | ۰/۰۴۴۳       |
| اندازه شرکت   | ۰/۰۰۴۵۸۹  | ۰/۰۰۷۱۶۱  | ۰/۶۴۰۸۵۰  | ۰/۵۲۱۹       |
| بازده دارایی‌ها   | -۰/۰۵۰۴۳۳ | ۰/۰۹۱۰۶۴  | -۰/۵۵۳۸۱۹ | ۰/۵۷۹۹       |
| اهرم مالی   | ۰/۲۸۰۴۹۷  | ۰/۰۶۴۰۹۴  | ۴/۳۷۶۳۴۷  | ۰/۰۰۰        |
| فرصت‌های رشد  | ۰/۰۰۷۷۳۳  | ۰/۰۰۵۴۴۸  | ۱/۴۱۹۴۳۵  | ۰/۱۵۶۳       |
| ضریب تعیین  | ۰/۰۹۶۹۳۸  |           |           |              |
| ضریب تعیین تعدیل شده  | ۰/۰۸۶۴۷۲  |           |           |              |
| آماره F   | ۹/۲۱۲۶۹۰  |           |           |              |
| احتمال آماره F  | ۰/۰۰۰     |           |           |              |
| دوربین واتسون   | ۱/۵۵۶۶۶۱  |           |           |              |
| مدل اثرات ثابت  |           |           |           |              |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج نگاره (۹) نشان می‌دهد بین کیفیت گزارشگری مالی و سلب منافع سهامداران اقلیت ارتباط معنادار و منفی وجود دارد. با توجه به اینکه مقدار سطح معنی‌داری آن (۰/۰۳۶۹) کمتر

از ۵ درصد است، بنابراین فرضیه صفر ( $H_0$ ) مربوط به این فرضیه رد و فرضیه مقابل آن ( $H_1$ ) تأیید می‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی بر ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت تأثیر معنادار و منفی دارد. باتوجه به اینکه مقدار سطح معنی‌داری آن (۰/۰۴۴۳)، کمتر از ۵ درصد است، بنابراین فرضیه صفر ( $H_0$ ) مربوط به این فرضیه رد و فرضیه مقابل آن ( $H_1$ ) تأیید می‌شود. همچنین یکی از شروط استفاده از رگرسیون، استقلال باقیمانده‌ها است. از آنجا که آماره دورین - واتسون برای فرضیه دوم، (۱/۵۵)، بین ۱/۵ و ۲/۵ است، بنابراین فرض عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود. همان‌طور که مشاهده می‌شود، سطح معناداری آماره F برابر (۰/۰۰۰) و کمتر از ۵ درصد است، بنابراین مدل رگرسیون اعتبار دارد. درباره متغیرهای کنترلی هم نتایج نشان می‌دهد، بین اهرم مالی و سلب منافع سهامداران اقلیت ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد. باتوجه به اینکه مقدار سطح معنی‌داری متغیر فوق کمتر از ۵ درصد است، بنابراین فرضیه صفر ( $H_0$ ) مربوط به این فرضیه رد و فرضیه مقابل آن ( $H_1$ ) تأیید می‌شود. به عبارتی، اهرم مالی عاملی تعیین‌کننده در سلب منافع سهامداران اقلیت است.

### نتیجه‌گیری

در این تحقیق سعی شده ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت با تأکید بر نقش کیفیت گزارشگری مالی مطالعه شود. بنابراین تعداد ۱۰۲ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ انتخاب و مورد پژوهش واقع شد. نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد که بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت شرکت‌ها ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد. به عبارتی، با افزایش هزینه‌های نمایندگی، سلب منافع سهامداران اقلیت شرکت‌ها نیز افزایش یافته است. همچنین نتایج فرضیه دوم پژوهش نشان داد، بین کیفیت گزارشگری مالی و سلب منافع سهامداران اقلیت ارتباط معنادار و منفی وجود دارد. به عبارتی، افزایش کیفیت گزارشگری مالی به کاهش سلب منافع سهامداران اقلیت منجر می‌گردد. علاوه بر این نتایج فرضیه دوم نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی بر ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت شرکت‌ها تأثیر معنادار و منفی دارد. پس می‌توان گفت، کیفیت گزارشگری مالی بالاتر، عدم تقارن اطلاعاتی بین واحدهای تجاری و تامین کنندگان خارجی را کاهش می‌دهد که در نتیجه آن هزینه تامین مالی کاهش می‌یابد و همچنین با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و

مدیران به کاهش هزینه‌های نمایندگی منجر می‌شود که این امر نهایتاً به کاهش سلب منافع سهامداران اقلیت منجر می‌گردد. بنابراین، کیفیت گزارشگری مالی در بازار اوراق بهادار ایران می‌تواند نقش پررنگی در تبیین ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت شرکت‌ها ایفا کند که نتایج پژوهش نیز بر همین استدلال دلالت دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های انجام یافته توسط بون و همکاران (۲۰۱۲)، عبدالحمید و همکاران (۲۰۱۶)، نمازی و همکاران (۱۳۹۳) و بادآور نهندي و همکاران (۱۳۹۶) مطابقت دارد.

### پیشنهادات پژوهش

با توجه به نتایج پژوهش به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که هنگام تصمیم‌گیری، کیفیت گزارشگری مالی را به عنوان عاملی که منجر به کاهش سلب منافع سهامداران اقلیت می‌شود، لحاظ نمایند. همچنین به جامعه حسابداران رسمی پیشنهاد می‌گردد که به افزایش کیفیت گزارشگری مالی از طریق افزایش کیفیت حسابرسی توجه بیشتری نمایند، زیرا با افزایش کیفیت گزارشگری مالی ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت تضعیف شده و این باعث می‌گردد که حقوق سهامداران اقلیت ضایع نشود و شرکت‌ها مسئولیت اجتماعی خود را به نحو احسن انجام دهند. علاوه بر این شایسته است سازمان حسابرسی و دیگر نهادهای قانون‌گذاری و نظارتی، در تدوین استانداردهای حسابداری و قوانین مالی، مقوله کاهش هزینه‌های نمایندگی را مورد عنایت بیشتر قرار دهند و با ارائه رهنمودهای لازم (برای محدود کردن هر چه بیشتر هزینه‌های نمایندگی)، استفاده کنندگان از اطلاعات مالی را جهت اتخاذ تصمیم‌های بهینه و آگاهانه، یاری نمایند.

### منابع

- Badavar Nahandi, Y. , Nezari Abr, F. , Dehghan, R. (2017). The relationship between audit quality and expropriation of minority shareholder interests. *The first National Conference on Accounting, Economics and Management in Sustainable Development with Emphasis on Resistance Economics*, Tabriz University (In Persian).
- Berkman, H. , Cole, R. A. , & Fu, L. J. (2009). Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 33 (1) , 141-156.

- Brandt, M. W. , Brav, A. , Graham, J. R. , & Kumar, A. (2009). The idiosyncratic volatility puzzle: Time trend or speculative episodes? *The Review of Financial Studies*, 23 (2) , 863-899.
- Chen, F. , Hope, O. K. , Li, Q. , & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The accounting review*, 86 (4) , 1255-1288.
- Darabi, R. , Davood Khani, M. (2015). The effects of related party transactions on the value of the company. *Financial Accounting and Audit Research*, 7 (28) (In Persian).
- Edelen, R. M. , Evans, R. B. , & Kadlec, G. B. (2011, February). Disclosure and agency conflict in delegated investment management: Evidence from mutual fund commission bundling. In AFA 2009 San Francisco Meetings Paper.
- Faccio, M. , Lang, L. H. , & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91 (1) , 54-78.
- Francis, J. , LaFond, R. , Olsson, P. , & Schipper, K. (2003). Earnings quality and the pricing effects of earnings patterns. Available at SSRN 414142.
- Hamid, M. A. , Ting, I. W. K. , & Kweh, Q. L. (2016). The relationship between corporate governance and expropriation of minority shareholders' interests. *Procedia Economics and Finance*, 35, 99-106.
- 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, S. , La Porta, R. , Lopez-de-Silanes, F. , & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American economic review*, 90 (2) , 22-27.
- Kang, M. , Lee, H. Y. , Lee, M. G. , & Park, J. C. (2014). The association between related-party transactions and control-ownership wedge: Evidence from Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*, 29, 272-296.
- Khajavi, S. , Alizadeh, V. (2014). The relationship between the level of voluntary disclosure and agency cost. *Quarterly Journal of Asset Management and Financing*, 3 (1) (In Persian).
- Khayati Nejhad, E. (2013). The relationship between optional disclosure, information asymmetry and capital cost. Master Thesis, Julfa University College of International Affairs (In Persian).
- La Porta, R. , Lopez-de-Silanes, F. , Shleifer, A. , & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55 (1) , 1-33.
- Lehn, K. , & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *The Journal of Finance*, 44 (3) , 771-787.
- Li, N. , Lou, Y. , Otto, C. A. , & Wittenberg Moerman, R. (2016). Accounting quality and debt concentration: Evidence from internal control weakness disclosures. *HEC Paris Research Paper*, (2015-1078).
- Lim, B. L. , & Yen, S. H. (2017). Agency problem and expropriation of minority shareholders. *Malaysian Journal of Economic Studies*, 48 (1) , 37-59.
- Moradi, M. , Omidfar, M. (2017). The relationship between ownership and the decision to change the auditor. *Financial Economics*, 2 (In Persian).

- Namazi, M. (2005). Investigating the applications of representation theory in management accounting. Social Sciences and Human Sciences University of Shiraz, 23 (2) (In Persian).
- Namazi, M. , Rezai, G. (2014). The quality of accruals and the relevance of financial information to agency costs. *Quarterly Journal of Empirical Studies in Financial Accounting*, 11 (4) (In Persian).
- Piri, P. , Didar, H. , Kodayar Yeganeh. S. (2014). The Impact of Managerial Capacity on Financial Reporting Quality in Company Life Cycle. *Financial Accounting Research*, 6 (3) (In Persian).
- Sheri, S. , Hamidi, E. (2012). Identify incentives related party transactions. *Empirical Accounting Research*, 2 (2) (In Persian).
- Valipour, H. , Khorram, A. (2011). Effectiveness of the company's corporate governance mechanisms in order to reduce the agency cost. *Management Accounting*, 4 (8) (In Persian).
- Wei, L. , & Chunyan, Z. (2010). Agency Costs and Corporate Voluntary Disclosure [J]. *Economic Research Journal*, 10, 110-123.



# The Relationship between Agency Costs and Stripping the Minority Shareholder's Interests with focused on the Role of Financial Reporting Quality

Younes Badavar Nahandi<sup>1</sup>, Firooz Nezari Abr<sup>2</sup>, Roghayeh Dehghan<sup>3</sup>

Received: 2018/04/24

Accepted: 2018/08/06

## Abstract

Agency theory states that agency cost is resulted from conflict of interests between managers and shareholders that there may be consequences such as Expropriation of Minority Shareholders' Interests interest. This study examines the relationship between agency costs and expropriation of minority shareholders' interests with emphasis on the role of financial reporting quality among listed companies in Tehran Stock Exchange. This study in terms of target is applied and the method is Ex post facto research. The sample used in our research includes 102 firms listed on the Tehran stock exchange during the period 2011-2016. In this study, to measure the agency costs and Expropriation of Minority Shareholder interests, it was used the interaction between of the Q-Tobin index and free cash flows and the summation of a Herfindal index for ownership concentration and the related party transactions respectively. Also, Francis et al (2005) model is used to measure financial reporting quality. In this study to test the hypothesis, multivariate regression model was used. The results of this study show that there is a positive and significant relationship between agency costs and expropriation of minority shareholders. Also, the results show that, financial reporting quality have a negative and significant impact on the relationship between agency costs and expropriation of minority shareholders' interests.

**Keywords:** Agency Costs, Expropriation of Minority Shareholders Interests, Financial Reporting Quality.

**JEL classification:** M41, G18

---

DOI: 10.22051/ijar.2019.20058.1398

<sup>1</sup> Associate Professor of Accounting, Islamic Azad University, Tabriz Branch, Tabriz, Iran.  
Corresponding Author(yb\_nahandi@yahoo.com)

<sup>2</sup> Msc of Accounting, Islamic Azad University, Marand, Branch, Maran,  
Iran(acc.nezari@yahoo.com)

<sup>3</sup> Msc of Accounting, Islamic Azad University, Marand, Branch, Maran,  
Iran(rdehghan90@gmail.com)