

مطالعه ارتباط بین هزینه نمایندگی و شکاف عرضه و تقاضای سهام

مهرداد قنبری^(۱)، آرزو شهبازی^(۲)

(۱) گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران.

(۲) گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران.

ایمیل نویسنده اصلی: mehrdadghanbary@yahoo.com

چکیده - هدف اصلی پژوهش حاضر مطالعه ارتباط بین هزینه نمایندگی و شکاف عرضه و تقاضای سهام می‌باشد. پژوهش حاضر از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف نوعی پژوهش کاربردی، از نظر ارتباط بین متغیرها همبستگی، از نظر نوع داده کمی، از نظر نحوه اجرا توصیفی - پیمایشی، از نظر منطق اجرا استقرایی و از نظر زمان گذشته‌نگر می‌باشد. جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره زمانی پنج ساله (۱۳۹۴-۱۳۹۰) تشکیل می‌دهد؛ که از ۸۵۶ شرکت پذیرفته شده در بورس ۱۴۲ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شد. در این پژوهش پس از وارد نمودن داده‌های اطلاعاتی در کاربرگ‌های نرم افزار با استفاده از نرم افزار Excel با توجه به تعاریف صورت گرفته شاخص‌های این مقادیر محاسبه و سپس با استفاده از نرم افزار EViews ویراست ۹ داده‌های جمع‌آوری شده مورد آزمون قرار گرفتند. جهت آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد؛ رابطه مثبت و معنی‌دار بین هزینه نمایندگی و شکاف عرضه و تقاضا وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: هزینه نمایندگی، شکاف عرضه و تقاضای سهام.

مقدمه

رشد روزافزون فعالیت‌های تجاری و بازرگانی واحدهای اقتصادی و حضور فعال آن‌ها در بازار سرمایه از یک‌طرف و تخصصی شدن اداره شرکت‌ها و افزایش تعداد سهامداران از طرف دیگر، باعث شد که مالکان مانند گذشته قادر به کنترل و اداره شرکت‌ها نباشند. همچنین با بزرگ‌تر شدن اندازه بنگاه‌ها و افزایش تعداد

¹ ghanbary@iauksh.ac.ir (نویسنده مسئول)

سهامداران شرکت‌ها، که هدف آن‌ها از سرمایه‌گذاری افزایش ثروت شخصی می‌باشد، انتخاب مدیران حرفه‌ای‌تر و آگاه به مسائل پیچیده اقتصادی و مالی برای اداره‌ی شرکت‌ها را ضروری کرده است. این امر خود منجر به بروز پدیده جدایی مدیریت از مالکیت شده است. با انتخاب مدیران به‌عنوان نماینده مالکان (سهامداران) برای اداره‌ی شرکت‌ها، رابطه نمایندگی شکل گرفته است. رابطه نمایندگی نوعی قرارداد است که بر طبق آن یک یا چند نفر مالک، نماینده یا مدیری را مأمور به اجرای عملیاتی می‌کنند. شکل‌گیری رابطه-ی نمایندگی، همراه با منافع متضادی است که در نتیجه جدایی مالکیت از مدیریت، اهداف متفاوت و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران رخ می‌دهد (نصیرزاده و رستمی، ۱۳۹۱).

رابطه میان معیارهای عملکرد شرکت و نقدشوندگی بازار سهام از دیدگاه‌های متفاوتی مورد مطالعه قرار گرفته است، دیدگاه‌هایی که همگی بر این عقیده هستند که با بهبود عملکرد واحد تجاری، نقدشوندگی سهام آن نیز افزایش خواهد یافت. تئوری‌های نمایندگی و بازخورد نمونه‌ای از این دیدگاه‌ها هستند. یکی از فرضیه-های تئوری نمایندگی این است که مدیریت می‌کوشد، با پایین آوردن هزینه‌های مختلف نمایندگی ناشی از نظارت، ثروت خود را به بالاترین حد برساند. البته این امر معادل آن نیست که بگوییم مدیریت شرکت به دنبال حداکثر کردن ارزش شرکت است، بلکه مدیریت سعی در حداکثر کردن پاداش خود دارد و این کار باید در چارچوب افزایش سود خالص، بازده سرمایه‌گذاری‌ها یا سایر معیارهای حسابداری و همچنین، تلاش در جهت ایجاد تغییرات مثبت در قیمت اوراق بهادار شرکت انجام شود (فانگ و همکاران^۱، ۲۰۰۹).

رابطه بین سهامدار و مدیر، مدیرعامل و مدیران دایره‌های مختلف سازمان، شخص (حقیقی یا حقوقی) با وکیل قانونی و بیمه‌گر و بیمه‌گذار نمونه‌هایی از تئوری نمایندگی هستند. یکی از یافته‌های مهم نظریه نمایندگی این است که به‌منظور کاهش اثرات عدم تقارن اطلاعات، یعنی نماینده و مالک، انطباق اهداف و جلوگیری از منافع شخصی مدیر، باید روش‌های کنترل مناسبی در سازمان ایجاد گردد. سهامداران به‌خاطر محدودیت ساختار حاکمیتی، شرکتی و سایر محدودیت‌ها، قادر به نظارت و کنترل مدیر نیستند (داس^۲، ۱۹۹۴). مدیر نیز به‌منظور ایفای نقش مباشرتی خود، نیازمند گواهی حسابرسان است. از طرف دیگر، کارایی، اثربخشی و استقلال حسابرس مستلزم نهاد دیگری مانند کمیته حسابرسی است (شریفی قطب‌آبادی، ۱۳۸۶). در واقع، سهامداران از طریق سازوکار تعیین هیئت‌مدیره شرکت، به‌صورت غیرمستقیم بر عملکرد مالی شرکت

¹ Fang & et al

² Dase

نظارت می‌کنند و مدیر با تایید و ارزیابی حسابرس به ایفای مسئولیت پاسخگویی عملکرد خود می‌پردازد. در نهایت، کمیته حسابرسی است که به ایجاد ارتباط مناسب بین هیئت‌مدیره، حسابرسان مستقل و حسابرسان داخلی شرکت کمک می‌کند (ابدلسالم^۱، ۲۰۰۸).

فعالیت‌هایی که شرکت‌ها انجام می‌دهند معمولاً به سه دسته تقسیم می‌شوند، فعالیت‌های عملیاتی، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های تامین مالی. به‌رغم تفاوت‌های مهمی که این سه دسته فعالیت دارند یک ویژگی مشترکشان این است که انجام آن‌ها موجب ورود و خروج وجه نقد از شرکت می‌شود. به‌عبارت دیگر انجام این فعالیت‌ها از یک‌طرف مستلزم صرف وجه نقد (خروج وجه نقد) است و از طرف دیگر در آینده جریان‌های نقدی به شرکت وارد خواهد شد. جریان نقدی در خصوص فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تامین مالی در بلندمدت صورت می‌گیرد. لذا قابلیت برنامه‌ریزی بیشتری دارند. در حالی که فعالیت‌های عملیاتی معمولاً در کوتاه‌مدت انجام می‌شود و ورودی جریان نقدی آن‌ها هم در کوتاه‌مدت صورت می‌گیرد (جهان‌خانی و طالبی، ۱۳۸۷).

قابلیت نقدشوندگی یک ورقه سهام به معنای امکان فروش سریع آن است هر چقدر سهمی را بتوان سریع‌تر و با هزینه کمتر به فروش رساند می‌توان گفت که آن سهم از نقدشوندگی بیشتری برخوردار است اوراق بهاداری که به‌صورت روزانه و به دفعات مکرر معامله می‌شوند نسبت به اوراق بهاداری که به دفعات محدود و یا دفعات کم معامله می‌شوند، قابلیت نقدشوندگی بیشتر و در نهایت ریسک کمتری دارند نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها حائز اهمیت است زیرا سرمایه‌گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی‌های خود را به فروش رسانند؛ آیا بازار مناسبی برای آن‌ها وجود دارد یا خیر؟ هر چقدر قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت مگر اینکه بازده بیشتری عاید دارنده آن شود (آیتکن و کامرتون‌فورد^۲، ۲۰۰۳). نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها ناشی از تبلور مفهوم ریسک عدم نقدشوندگی دارایی در ذهن خریدار است که می‌تواند باعث انصراف سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری شود. هر چه ریسک ناشی از یک دارایی افزایش یابد، سرمایه‌گذار انتظار دریافت بازده بیشتری خواهد داشت و یکی از عوامل مهم مؤثر بر ریسک دارایی قابلیت نقدشوندگی آن است. با آنکه این عامل در تصمیم‌گیری‌ها نقش مهمی را ایفا می‌کند، ولی با وجود این تبدیل

¹ Abdolsalem

² Itken & Kamertonfourd

آن به عاملی عینی و کمی و اندازه‌گیری آن قدمت چندانی ندارد (یحیی‌زاده‌فر و همکاران، ۱۳۸۹). با توجه به مطالب فوق مسأله اصلی پژوهش حاضر این است که؛ رابطه بین هزینه نمایندگی و شکاف عرضه و تقاضای سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟

مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش

تئوری نمایندگی در متون مختلف از جمله اقتصاد، بیمه، مدیریت و حسابداری ظاهر شده است. این نظریه مربوط به موردی است که یک نفر مسئولیت تصمیم‌گیری در خصوص توزیع منابع مالی و اقتصادی و یا انجام خدمتی را طی قرارداد مشخصی به شخص دیگری واگذار می‌نماید. شخص اول را در اصطلاح، صاحبکار (مالک) و شخص دوم را اصطلاحاً نماینده (کارگذار) می‌نامند. رابطه بین سهامدار و مدیر، مدیرعامل و مدیران دایره‌های مختلف سازمان، شخص (حقیقی یا حقوقی) با وکیل قانونی و بیمه‌گر و بیمه‌گذار نمونه‌هایی از تئوری نمایندگی هستند (نمازی، ۱۳۸۴).

اولین مشکل مربوط به نمایندگی، وجود تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است. یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه‌گذاری است و مدیر نیز در وهله اول به دنبال افزایش ثروت خود می‌باشد، بنابر این، این احتمال وجود دارد که مدیر، در راستای منافع سهامدار عمل ننماید (جنسن، ۲۰۰۸).

دومین مشکل نمایندگی، مربوط به ناتوانی سهامدار، در ملاحظه اقدام و عملیات مدیر است. سهامدار نمی‌تواند، اقدامات مدیر را به‌طور روزانه دنبال کند تا مطمئن شود که آیا تصمیم‌گیری‌های مدیر، منطبق با منافع سهامدار است یا خیر، بنابر این سهامدار فاقد اطلاعات لازم در خصوص عملیات مدیر است. این حالت را در اصطلاح تئوری نمایندگی عدم تقارن اطلاعات می‌نامند (داکاس و کیم^۱، ۲۰۰۰).

سومین مشکل نمایندگی، به اصطلاح، اثرات انتخاب نامطلوب می‌باشد. این مورد زمانی اتفاق می‌افتد که اشخاص تمایل دارند با دارا بودن اطلاعات خصوصی درباره چیزی که نفع آن‌ها را فراهم می‌سازد، با طرف مقابل، قرارداد منعقد نمایند. این مشکل در چارچوب رابطه بین مدیر و سهامدار نیز ممکن است به وجود آید و مدیر به نحوی رفتار نماید تا اطلاعات نادرست و یا غیر کامل به سهامدار منتقل نماید (فلوراکس^۲، ۲۰۰۸).

¹ Dakas & Kim

² Floraks

چهارمین مشکل نمایندگی، در اصطلاح خطر اخلاقی نام گرفته است. این مشکل وقتی به وجود می‌آید که نماینده، طبق نفع شخصی خود، انگیزه پیدا می‌کند تا از شرایط قرارداد منعقد شده خارج شود، زیرا مالک اطلاعات لازم در خصوص اجرای قرارداد و انجام عملیات لازم توسط نماینده را ندارد (آنگ و لین^۱، ۲۰۰۹).

پنجمین مشکل مربوط به نمایندگی، این است که قرارداد بین سهامدار و مدیر، در شرایط عدم اطمینان نسبت به حالات طبیعی آینده منعقد می‌گردد، یعنی قرارداد به‌طور معمول در زمان یک جهت اجرای عملیاتی تنظیم می‌گردد، اما نتیجه نهایی که ممکن است محصول یا سود باشد، دست کم نیاز به گذشت یک دوره مالی دارد. طی زمان یک و دو اتفاق‌های زیادی ممکن است رخ دهد که روی محصول نهایی یا سود اثر می‌گذارند. در متن تئوری نمایندگی، این اتفاق‌ها به دو گروه عوامل غیرقابل کنترل و عوامل قابل کنترل طبقه‌بندی می‌شوند، بنابراین، دسترسی به محصول یا سود نهایی، همیشه بر اساس احتمالات می‌باشد و در حقیقت، مبنای قرارداد ارزش مورد انتظار سود است، نه سود مطلق (نمازی، ۱۳۸۴).

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در تحقیقات مختلف به‌صورت مطلق و یا به‌صورت نسبی مورد استفاده قرار گرفته است اختلاف بین خرید و فروش مطلق یا واقعی سهام عبارتند از اختلاف قیمت پیشنهادی فروش به قیمت پیشنهادی خرید سهام می‌باشد. در بورس خرید و فروش سهام، برخلاف اکثر مکان‌های معاملاتی دیگر، در آن خریدار و فروشنده قیمت سهام را تنظیم می‌کند، در این جا خریدار بیان می‌کند که چه قیمتی را می‌خواهد بخرد که این قیمت خرید است، فروشنده هم قیمتی دارد که قیمت درخواست است. این نقشی از بورس سهام و همه سیستم‌های مالی دلال / متخصص برای موزون کردن قیمت‌های درخواست است. هرچند که این خدمت بدون قیمت ایجاد نمی‌شود زمانی که سیستم های قیمت گذاری صحیح دسترسی پیدا کنیم می‌توانیم قیمت‌های پیشنهادی خرید و درخواستی فروش را بینیم. باید توجه داشت که قیمت خرید و درخواست هیچ‌گاه مشابه نخواهند بود. همیشه قیمت درخواست بالاتر از قیمت خرید است. این موضوع به این معنی است که اگر شما سهامی را می‌خرید قیمت درخواست را می‌پردازید و اگر می‌فروشید، قیمت خرید را دریافت می‌کنید در این جا سوالی مطرح می‌باشد و آن به این موضوع اختصاص دارد که چه اتفاقی بین تفاوت دو قیمت می‌افتد؟ این تفاوت شکاف است و به‌عنوان سود دلال / متخصص که معامله را انجام می‌دهد، نگه داشته می‌شود. در حقیقت شکاف برای پرداخت شماری از دستمزد به‌علاوه حق کمیسیون به‌وجود می‌آید. باید توجه داشت که این حق کمیسیون مانند کمیسینی نیست که به دلال خرده‌فروش می‌پردازیم چرا که

¹ Ang & Lin

قیمت دائما تغییر می‌کند، به خصوص برای سهام‌های معاملاتی فعال، نمی‌توان دانست چه قیمتی را به فروشنده یا خریدار خواهید داد مگر این که از سفارشات بازار خاص استفاده کنیم. روش‌هایی در مورد شکاف قیمت پیشنهادی بین اجزا و تقاضا وجود دارد، ولی بیشتر سرمایه‌گذاران به سهام‌های تثبیت شده تمایل دارد چون به خوبی کار می‌کند حتی اگر سود کمی داشته باشد (لیتل،^۱ ۲۰۰۴).

پیشینه‌ی پژوهش

عربی و ربیعی (۱۳۹۵)، در پژوهشی به بررسی تئوری نمایندگی، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. مقاله درصدد بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت می‌باشد که برای این منظور دو فرضیه (رابطه منفی معناداری بین نسبت بدهی (کوتاه‌مدت و بلندمدت) و بازده حقوق صاحبان سهام / بازده دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد) مطرح شد که هر دو فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد قابل رد شدن نبودند. نتایج حاصل از این پژوهش، رابطه معکوسی بین نسبت بدهی و عملکرد شرکت نشان داد؛ یعنی استفاده بیشتر از اهرم مالی، سودآوری شرکت را تضعیف می‌کند، گرچه توقع بر آن است که نظارت قوی مؤثر بانک در سیستم بانکی بدون ربا موجب بهبود عملکرد شرکت‌های تسهیلات‌گیرنده از بانک باشد؛ ولی متأسفانه نتایج، چنین انتظاری را برآورده نمی‌کند. مرادی و کشاورز (۱۳۹۵)، در پژوهشی به بررسی پیامدهای کوتاه‌بینی مدیران از دیدگاه تئوری نمایندگی و فرضیه جریان‌های نقد آزاد پرداختند. نتایج نشان می‌دهد جریان‌های نقدی آزاد با بازده سهام در کوتاه‌مدت و بلندمدت رابطه منفی و معناداری برقرار می‌کند. همچنین حساسیت بازدهی نسبت به جریان‌های نقدی آزاد در شرکت‌های کوتاه‌بین بیشتر است و با افزایش جریان نقد آزاد، کاهش بیشتری در بازدهی این شرکت‌ها مشاهده می‌شود. بنابراین کوتاه‌بینی مدیران و جریان‌های نقدی آزاد، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را افزایش می‌دهد و این رفتارهای فرصت‌طلبانه بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. جباری، رحمانی و وفاپور (۱۳۹۲)، در پژوهشی به بررسی تأثیر سیاست‌های تامین مالی بر هزینه نمایندگی پرداختند. نتایج نشان‌دهنده رابطه منفی و معنادار بین نسبت بدهی با هزینه نمایندگی می‌باشد. حکیم و عمری (۲۰۱۵)^۲، رابطه کیفیت حسابرس مستقل، عدم تقارن اطلاعاتی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش

¹ Little

² Omri M.A، Hakim F

سهام، معیار کیفیت حسابرس مستقل در پژوهش آنها حساب‌رسان چهار شرکت بزرگ، تخصص صنعتی حسابرس و دوره تصدی حسابرس است. هم‌چنین آن‌ها دریافتند اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با حساب‌رسان چهار شرکت بزرگ و تخصص صنعتی حسابرس رابطه منفی و با دوره تصدی حسابرس رابطه مثبت دارد.

روش پژوهش

روش پژوهش از نظر هدف کاربردی است. از نظر منطق اجرا استقرائی است. از نظر زمان گذشته‌نگر است. از نظر نوع داده‌ها کمی است. از نظر نحوه اجرا توصیفی پیمایشی و از نظر ارتباط بین متغیرها ترکیبی از پژوهش‌های علی و همبستگی است.

جامعه آماری تحقیق را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد. قلمرو زمانی تحقیق، با در نظر گرفتن اطلاعات نزدیک به زمان انجام پژوهش و در دسترس بودن اطلاعات، یک دوره ۵ ساله از ابتدای سال ۱۳۹۰ لغایت پایان سال ۱۳۹۴ تعیین شده است:

نمونه آماری به روش حذفی و با در نظر گرفتن قلمرو مکانی و زمانی تحقیق براساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

۱. طی سال‌های مالی مذکور تغییر فعالیت نداشته باشند.
 ۲. طی سال‌های مالی مذکور تغییر سال مالی نداشته باشند.
 ۳. داده‌های مورد نظر شرکت در دوره تحقیق و اطلاعات صورت‌های مالی ۶ سال قبل از دوره تحقیق (برای اندازه‌گیری برخی از متغیرهای کنترلی) در دسترس باشد.
 ۴. موضوع فعالیت شرکت سرمایه‌گذاری، هلدینگ، بانک و نهاد مالی نباشد.
 ۵. سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند باشد.
- براساس معیارهای فوق نمونه آماری تحقیق ۱۴۲ شرکت را در بر می‌گیرد.

فرضیه پژوهش

بین هزینه نمایندگی شرکت‌ها و شکاف عرضه و تقاضا رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

مدل‌های اندازه‌گیری متغیرها و آزمون فرضیه‌ها

هزینه نمایندگی

طبق تعریف جنسن و مک لینگ «رابطه نمایندگی قراردادی است که براساس آن صاحب کار یا مالک، نماینده یا عامل را از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض می‌کند» در روابط نمایندگی هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و لذا به‌منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می‌دهند (جنسن و مک لینگ^۱، ۱۹۷۶: ۳۱۵).

برای محاسبه هزینه نمایندگی از حاصل ضرب نسبت Q توین در جریان نقد آزاد استفاده می‌گردد:

$$\text{Tobins } Q = \frac{(\text{Market Value of Equity} + \text{Book Value of Liabilities})}{(\text{Book Value of Equity} + \text{Book Value of Liabilities})}$$

Market Value of Equity (MVE_{it}): ارزش بازار سهام شرکت i در دوره t

Book Value of Liabilities (BVL_{it}): ارزش دفتری بدهی‌های شرکت i در دوره t

Book Value of Equity (BVE_{it}): ارزش دفتری سرمایه شرکت i در دوره t

متغیر جریان نقد آزاد با توجه به فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{FCF}_{i,t} = (\text{CFO}_{i,t} - \text{INT}_{i,t} - \text{T}_{i,t} - \text{DVI}_{i,t}) / A_{i,t-1}$$

FCF = جریان نقد آزاد شرکت i در سال t

CFO = جریان نقد عملیاتی شرکت i در سال t

INT = سود عملیاتی شرکت i در سال t

T = مالیات پرداختی شرکت i در سال t

DVI = سود تقسیمی شرکت i در سال t

A = ارزش دفتری دارایی‌ها شرکت i در سال t

¹ Jensen & Maklinge

شکاف عرضه و تقاضای سهام

تفاوت بین پایین‌ترین قیمت پیشنهادی فروش و بالاترین قیمت پیشنهادی خرید به شکاف عرضه و تقاضا مرسوم است. در واقع هرچه شکاف عرضه و تقاضا کمتر باشد، سهام از قابلیت نقدشوندگی بالاتری برخوردار است (کرمی و همکاران، ۱۳۸۹). که برای محاسبه شکاف عرضه و تقاضا از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$\text{Bid Ask Spread}_{it} = \frac{\text{Ask price} - \text{Bid price}}{(\text{Ask price} + \text{Bid price})/2} \times 100$$

Ask price: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت t ام در دوره t می‌باشد.

Bid price: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت t ام در دوره t می‌باشد.

مدل رگرسیونی جهت آزمون فرضیه

$$\text{sdg}_{it} = \beta_0 \pm \beta_1 \text{ca} \pm \varepsilon$$

یافته‌ها

اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین، بانک‌های اطلاعاتی تدبیرپرداز و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شد و سپس با جمع‌بندی و محاسبات موردنیاز در صفحه گسترده نرم‌افزار اکسل برای تجزیه و تحلیل آماده شده است. تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم‌افزار آماری Eviews انجام گردیده است. با استفاده از قضیه حد مرکزی نتیجه گرفته شده که توزیع متغیرها نرمال می‌باشد.

برای انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر^۱ استفاده شد. در آزمون F لیمر، فرضیه H_0 یکسان بودن عرض از مبداها (داده‌های تلفیقی) در مقابل فرضیه مخالف H_1 ، ناهمسانی عرض از مبداها (روش داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد. نتیجه این آزمون نشان می‌دهد که روش‌های ترکیبی مناسب‌تر می‌باشند. خلاصه نتایج آزمون F لیمر، به شرح ذیل ارائه شده است.

نتایج آزمون چاو

| شرح | آماره F | p-value | نتیجه آزمون | روش |
|---|-----------|---------|-----------------|------------------|
| مدل پژوهش | ۸/۲۰۰ | ۰/۰۰۰۱ | H_0 رد می‌شود | ترکیبی (تابلویی) |
| $\text{sdg}_{it} = \beta_0 \pm \beta_1 \text{ca} \pm \varepsilon$ | | | | |

¹ Fleamer

آزمون هاسمن از معیار کای-دو استفاده می‌کند در صورتی که احتمال آماره آزمون بیش از ۰/۰۵ باشد در سطح معنی‌داری ۹۵ درصد می‌توانیم اثرات تصادفی را به اثرات ثابت ترجیح دهیم در غیر این صورت اثرات ثابت انتخاب می‌شود.

نتایج آزمون هاسمن

| شرح | آماره خی دو | p-value | نتیجه آزمون | روش |
|--|-------------|---------|-----------------------------|------------|
| ترکیبی (تابلویی) | ۱۲/۹۶۰ | ۰/۰۱۱ | H ₀ تایید می‌شود | اثرات ثابت |
| $sdg_{it} = \beta_0 \pm \beta_1ca \pm \varepsilon$ | | | | |

با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون هاسمن روش اثرات ثابت برای مدل پژوهش از روش اثرات ثابت، برای برازش مدل رگرسیونی انتخاب می‌گردد.

جهت بررسی بیش تر به برازش مدل رگرسیونی پرداخته می‌شود:

ضرایب معادله رگرسیون

| $sdg_{it} = \beta_0 \pm \beta_1ca \pm \varepsilon$ | | | | | |
|--|-------------|----------------------|------------|----------|---------------|
| متغیر وابسته | متغیر مستقل | B | خطای معیار | آزمون T | سطح معنی‌داری |
| شکاف عرضه و تقاضا | CA | ۰/۳۰۴۷۷۸ | ۰/۱۲۶۳۰۹ | ۲/۴۱۲۹۵۷ | ۰/۰۱۶۱ |
| | C | ۰/۰۶۷۷۷۰ | ۰/۱۷۹۱۷۹ | ۰/۳۷۸۲۲۷ | ۰/۷۰۵۴ |
| | | ضریب تعیین | | ۰/۴۰۸ | |
| | | ضریب تعیین تعدیل شده | | ۰/۲۵۵ | |
| | | مقدار فیشر | | ۲/۶۸۲ | |
| | | سطح معنی‌داری فیشر | | ۰/۰۰۰ | |
| | | مقدار دوربین واتسون | | ۲/۳۶۷ | |
| $sdg_{it} = \beta_0 \pm \beta_1ca \pm \varepsilon$ | | | | | |
| $sdg_{it} = 0.067 + 0.304ca$ | | | | | |

در این فرضیه میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۴۰۸ است که این مقدار نشان می‌دهد متغیر مستقل توانایی پیش‌بینی متغیر وابسته را به میزان ۴۰ درصد دارد. آماره دوربین - واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها مورد استفاده قرار می‌گیرد. در صورتی که مقدار آماره دوربین - واتسون در فاصله ۱/۵ تا ۲/۵ باشد فرض همبستگی

بین خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد که در این فرضیه مقدار آن برابر $2/36$ بوده که بین این رنج قرار می‌گیرد بنابراین فرض استقلال خطاها پذیرفته می‌شود. از طرفی سطح معنی‌داری آزمون فیشر کمتر از ۵ درصد است، که این بدین معنا است مدل این فرضیه معنی‌داری شده است.

بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی پژوهش مشخص گردید که آماره‌ی t معادل $2/41$ و سطح معنی‌داری آزمون $0/016$ بوده که از $0/05$ کمتر است. لذا در سطح اطمینان $0/95$ می‌توان نتیجه گرفت که هزینه نمایندگی شرکت‌ها و شکاف عرضه و تقاضا با یکدیگر رابطه‌ی معناداری دارند.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه بین هزینه نمایندگی و شکاف عرضه و تقاضا رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و میزان شدت آن $0/30$ است، به علت وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و جلوگیری از جریان نقدی آزاد زیاد بدون برخورداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب که سبب می‌شود مدیران، زیاده‌روی نموده و در راستای تامین منافع و اهداف شخصی برآمده و حتی به زیردستان خود حقوق و مزایای بیش از حد پرداخت کنند که باعث افزایش شکاف عرضه و تقاضا می‌شود. بنابراین با توجه به اینکه به منظور اعتدال و تقارن اطلاعات بین مدیریت و سرمایه‌گذاران هزینه نمایندگی ایجاد می‌شود، به سهامداران پیشنهاد می‌شود با ایجاد سازوکارهای نمایندگی و پذیرش هزینه‌های آن نسبت به ایجاد تقارن اطلاعاتی بیشتر اقدام کنند. از طرف دیگر به تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود که برای تشخیص شکاف عرضه و تقاضای سهام، متغیر هزینه نمایندگی را در مدل‌های تحلیلی خود وارد کنند.

منابع

۱. جباری، حسین، رحمانی، حلیمه، وفاپور، محمدعلی، (۱۳۹۲)، تاثیر سیاست‌های تامین مالی بر هزینه نمایندگی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، دوره ۵، شماره ۱۹، صص ۱۵۳-۱۷۲.
۲. جهانخانی، علی و طالبی، محمد، (۱۳۸۷)، "بررسی و نقد انواع شاخص‌های نقدینگی"، مجله پژوهش‌های مالی، شماره ۱۳ و ۱۴، صص ۳۱-۶.

۳. شریفی قطب‌آبادی، مهدی (۱۳۸۶)، بررسی مقایسه‌ای تاثیر محتوا و بار اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و وجه نقد حاصل از عملیات در پیش‌بینی سودهای آتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
۴. عربی، سیدهادی و ربیعی، ریحانه (۱۳۹۵). تئوری نمایندگی، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. دو فصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی ایران. مقاله ۶، دوره ۱۳، شماره ۲۵، بهار و تابستان، صفحه ۱۲۱-۱۴۲.
۵. کرمی، غلامرضا؛ نظری، محسن و سیدمجتبی شفیع‌پور، (۱۳۸۹)، ارزش افزوده اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام، تحقیقات مالی، دوره ۱۲، شماره ۳۰، صص ۱۱۷-۱۳۲.
۶. مرادی، جواد و کشاورز، فاطمه (۱۳۹۵). بررسی پیامدهای کوتاه‌بینی مدیران از دیدگاه تئوری نمایندگی و فرضیه جریان‌های نقد آزاد. فصلنامه علمی- پژوهشی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. مقاله ۵، دوره ۲۳، شماره ۴، زمستان، صفحه ۵۴۶-۵۲.
۷. نصیرزاده، فرزانه، رستمی، امین (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین شاخص‌های نقدینگی نوین و مبتنی بر صورت جریان وجه نقد با سودآوری شرکت‌ها (معیارهای مالی و مبتنی بر بازار) اقتصاد پولی، مالی (دانش و توسعه)، دوره ۱۹، شماره ۳، صص ۲۸-۵۲.
۸. نمازی، محمد. (۱۳۸۴)؛ "بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت"، علوم اجتماعی و انسانی شیراز، شماره ۲، صص ۱۶۴-۱۴۷.
۹. یحیی‌زاده‌فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین؛ لاریمی، سیدجعفر. (۱۳۸۹)، بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی دوره دوازده، شماره بیست و نه، صص ۱۱۸-۱۱۲.

10. Abdolsalem, M.C, (2008); "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* (October): 305-360.
11. Ang, J. Cole, R. and Lin, J., (2000), Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, pp. 81-106.
12. Dakas, J. A. Kim, C. and Pantzalis, C., (2009), Security Analysis, Agency Costs and Company Characteristics, *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, No.6, pp. 54-63.

13. Dase, J. S (1994); "Agency costs and ownership structure", *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 81-106.
14. Fang, B.; de Jong, F.; Nicodano, G.; Ibolya, S. (2009). "Privatization and Stock Market Liquidity", *Journal of Banking & Finance*, Social Science Electronic Publishing.
15. Florackis, C., (2008), Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4 No. 1, pp. 37-59.
16. Hakim F, Omri M.A. (2015). Quality of the external, information asymmetry, and Bid-ask spread. *The Journal of Accounting and Information Management*; 18: 5-18.
17. Itken, D. & Kamertonfourd, F. (2003). "Earnings Predictability, Information Asymmetry, and Market Liquidity". *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 3, pp. 561-583.
18. Jensen, M. C. and Mackling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structures. *Journal of Financial Economics* (3): 305-360.
19. Littel, H. (2004), "Inferring the Components of the Bid-Ask Spread: Theory