فصلنامه حسابداری مالی/سال دهم/ شماره ۳۸ /تابستان ۹۷/صفحات ۸۹- ٤٦

ارائه مدل هزینه‌های نمایندگی در رابطه مدیر- مالک با استفاده از دیدگاه سیستمی

محمدحسین ستایش*
علی غیوری مقدم **

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۴/۱۶ تاریخ پذیرش: ۰۶/ ۱۳۹۷/۰۷

چکیده

انگیزه اولیه این پژوهش بر اساس خلأ موجود در پژوهش‌های پیشین شامل عدم توجه به همه مکانیسم‌ها و متغیرهای مرتبط در رابطه نمایندگی مدیر- مالک، عدم توجه به همبستگی و رابطه جایگزینی بین مکانیسم‌های تعدیل‌کننده هزینه‌های نمایندگی و از همه مهم‌تر عدم توجه به آثار بازخوردی بین متغیرها و مکانیسم‌های مختلف و در نتیجه قابل‌اتکا نبودن نتایج به‌دست‌آمده ایجاد گردید. لذا، نویسندگان درصدد برآمدند تا با ارائه مدلی کلی‌نگر با استفاده از دیدگاه سیستمی، راه‌حلی قابل‌اتکا برای نقایص مذکور ارائه کنند. در این پژوهش ابتدا با روش شناخت تاریخی در چارچوب مطالعات کتابخانه‌ای، به استخراج متغیرها، مکانیسم‌ها و روابط موجود آن‌ها به‌صورت نظام‌مند پرداخته شد. سپس با استفاده از نرم‌افزار ونسیم دی‌اس‌اس مدلی کاربردی در خصوص بهینه‌سازی هزینه‌های نمایندگی در رابطه مدیر و مالک ارائه گردید. با پیشینه کاوی و مطالعه مبانی نظری سازوکارهای مهمی شامل هیئت‌مدیره، حسابرسی مستقل، بدهی، سود تقسیمی، بازار کار مدیران، بازار کنترل شرکت، رقابت در بازار محصول، پاداش مدیران، تحلیلگران مالی، هویت‌سازمانی و جنسیت مدیر که می‌توانند نقش بسزایی در فرونشاندن تضاد نمایندگی داشته باشند شناسایی و در مدل استفاده شد. مدل ارائه‌شده نشان می‌دهد روابط بین متغیرها و مکانیسم‌های مرتبط با هزینه‌های نمایندگی در رابطه مدیر-مالک بسیار پیچیده‌تر از آن است که بتوان با روش‌هایی چون رگرسیون مورد بررسی قرار داد.

* استاد حسابداری، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران (نویسنده مسئول)
Email: Setayesh@shiraz.ac.ir

**دانشجوی دکترای حسابداری، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران
Email: Ali.ghauory@gmail.com

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

واژه‌های کلیدی: هزینه‌های نمایندگی در رابطه مدیر-مالک، دیدگاه سیستمی، مکانیسم‌های تعدیل‌کننده تضاد نمایندگی و طراحی مدل.

۱- مقدمه

... بسیاری از مسائل و مشکلاتی که امروزه با آن رو به رو می‌شویم آثار جانبی پیش‌بینی نشده اقدامات خودمان در گذشته است. بسیاری از مواقع، سیاست‌هایی که برای حل مسائل مهم به کار می‌بندیم شکست می‌خورند، مسئله را وخیم‌تر می‌کنند، یا حتی مشکلات جدیدی پدید می‌آورند. برای تصمیم‌گیری و یادگیری مؤثر در جهانی که پیچیدگی‌های پویای آن پیوسته در حال افزایش است، لازم است که تفکری سیستمی داشت تا بتوان مرزهای مدل‌های ذهنی را توسعه داد، ابزارهایی ایجاد کرد که با استفاده از آن‌ها بتوان ساختار سیستم‌های پیچیده و رفتار آن‌ها را درک کرد. (استرمن[1]، ۱۳۹۴: ۱۷).

به جرأت می‌توان گفت این تفکر حلقه مفقوده‌ای است کـه در اکثر قریب بـه اتفاق پژوهش‌های حسابداری نادیده انگاشته شده است. به عبارتی، پژوهش‌های انجام شده تک بعدی هستند و قابلیت تطبیق با دنیای واقعی را ندارند. روابط در دنیای واقعی بسیار پیچیده‌تر از روابطی است که در پژوهش‌ها مورد توجه قرار می‌گیرد و بسیاری از روابط و بازخوردهای دنیای واقعی در پژوهش‌ها نادیده گرفته می‌شوند.

یکی از حوزه‌هایی که در حسابداری، این تفکر در آن نادیده انگاشته شده، پژوهش‌های انجام شده در زمینه تئوری نمایندگی و به طور خاص‌تر هزینه‌های نمایندگی در چارچوب رابطه مدیر-مالک است. در این حوزه می‌توان گفت پژوهش‌های بی‌شماری انجام شده که هیچ‌کدام از آن‌ها رویکرد کل‌گرایانه و نگاه سیستمی را مورد توجه قرار نداده‌اند که متعاقب آن، هیچ‌کدام نتوانسته‌اند درک عمیقی از موضوع را به تصویر کشیده و نتیجه جامع و قابل اتکایی ارائه نمایند. لذا، در حوزه مذکور و به طور کلی در حسابداری توجه به این موضوع می‌تواند نگاه جدیدی را معرفی کند.

بررسی پیشینه پژوهش در حوزه تضاد نمایندگی مؤید توضیح بالا است. برای مثال جنسن[2] (۱۹۸۶)، هاروی و شریوز[3] (۲۰۰۱)، برگر و پاتی[4] (۲۰۰۶)، دملو و میراندا[5] (۲۰۱۰) و بلقیتار و کلارک[6] (۲۰۱۵)، مکانیسم بدهی؛ زخاسر و پوند[7] (۱۹۹۰)، جنسن، سولبرگ و زورن[8] (۱۹۹۲)

[1] Sterman
[2] Jensen
[3] Harvey and Shrieves
[4] Berger and Patti
[5] D'Mello and Miranda
[6] Belghitar and Clark
[7] Zeckhauser and Pound
[8] Jensen, Solberg and Zorn

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

و آفیسر[1] (۲۰۱۱)، مکانیسم سود نقدی، فاما و جنسن[2] (۱۹۸۳)، بیسلی[3] (۱۹۹۶)، دیچو، اسلون و اسوینی[4] (۱۹۹۶)، اندرسون، مانسی و ریپ[5] (۲۰۰۴) و بلقیتار و کلارک (۲۰۱۵)، مکانیسم ساختار و فرایند هیئت‌مدیره؛ بروش، بروملی و هندریکس[6] (۲۰۰۰)، دوکاس، کیم و پانتزالیس[7] (۲۰۰۰)، اورتز- ملونیا[8] (۲۰۰۶)، بروکمن، مارتین و آنلو[9] (۲۰۱۰) و آیونا و لیونیدا[10] (۲۰۱۶)، مکانیسم مالکیت داخلی و پاداش مدیران؛ کارامانیز و لینوکس[11] (۲۰۰۸)، گریفن و همکاران،[12] (۲۰۱۰)، کوایب و جاربوی[13] (۲۰۱۴) و ایلوید و جاربوی[14] (۲۰۱۷) مکانیسم حسابرسی و ... را به عنوان مکانیسم‌های نظم‌دهنده تضاد نمایندگی بدون توجه به نگرش سیستمی، مورد بررسی قرار داده‌اند. به طور کلی، می‌توان مشکلات و خلأ موجود در این پژوهش‌ها و سایر پژوهش‌های انجام شده در این حوزه را به شرح زیر فهرست کرد.

۱. نگرش تک‌بعدی و عدم توجه به همه متغیرها و مکانیسم‌ها[15]: به طور نمونه بروش و همکاران (۲۰۰۰) نشان دادند که مالکیت داخلی می‌تواند اثر نامساعد وجه نقد آزاد را کاهش دهد. در حالی کـه مـالکیت داخلی بـه عنوان یک مکانیسم پـاداش، از طریـق افـزایش **ریسک-پذیری مدیر**، منجر به افزایش **بدهی** شده و وجه نقد آزاد را کاهش می‌دهد. لذا، عدم توجه به این دو متغیر واسطه‌ای، کار سیاست‌گذاری را با شکست مواجه خواهد کرد. همچنین، نادیده گرفتن روابط و متغیرهای دیگر از جمله، اثر بدهی بر هزینه بهره و وجه نقد، اثر بدهی بر کم سرمایه‌گذاری (مایرز[16]، ۱۹۷۷)، اثر بدهی بر نامتقارنی اطلاعات (فوسو و همکاران[17]، ۲۰۱۶)، اثر کیفیت حسابرسی بر نامتقارنی اطلاعات (کوایب و جاربوی، ۲۰۱۴) و .... نیز از قابلیت اتکا نتایج این‌گونه پژوهش‌ها به منظور سیاست‌گذاری در جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی به شدت می‌کاهد.

۲. عدم توجه به همبستگی بین متغیرها و مکانیسم‌ها: همان‌طور که اگراول و کنوبر[18] (۱۹۹۶) نشان می‌دهد بین متغیرها و مکانیسم‌های مرتبط با تضاد نمایندگی همبستگی وجود دارد؛ بنابراین، حتی اگر پژوهشی همه متغیرها را نیز مورد توجه قرار دهد باز با مشکلات مرتبط

[1] Officer
[2] Fama and Jensen
[3] Beasley
[4] Dechow, Sloan and Sweeney
[5] Anderson, Mansi and Reeb
[6] Brush, Bromiley and Hendrickx
[7] Doukas, Kim and Pantzalis
[8] Ortiz-Molina
[9] Brockman, Martin and Unlu
[10] Iona and Leonida
[11] Caramanis and Lennox
[12] Grifen et al
[13] Kouaib and Jarboui
[14] Elaoud and Jarboui
[15] متغیرها هزینه‌های نمایندگی را عمدتا افزایش و مکانیسم‌ها عمدتا آن را کاهش می‌دهند.
[16] Myers
[17] Fosu, Danso, Ahmad and Coffie
[18] Agrawal and Knoeber

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

با همبستگی متغیرها و ناتوانی روش‌های تجزیه تحلیل (مانند رگرسیون) در حل مشکل مواجه خواهد شد.

۳. عدم توجه به روابط بازخوردی: نگاه غالب در این پژوهش‌ها (مانند کوایب و جاربوی، ۲۰۱۴) عمدتاً خطی بوده و در نتیجه توانایی سنجش تأثیرات بازخوردی ناشی از سیاست‌گذاری‌ها را نداشته‌اند. برای مثال نامتقارنی اطلاعات هزینه‌های نمایندگی را افزایش داده (مایرز و ماجلوف[1]، ۱۹۸۴) افزایش در هزینه‌های نمایندگی منجر خواهد شد هیئت‌مدیره کیفیت حسابرسی بالاتری رو طلب کند (گریفن و همکاران، ۲۰۱۰)، افزایش کیفیت حسابرسی نیز می‌تواند نامتقارنی اطلاعات را کاهش دهد (کوایب و جاربوی، ۲۰۱۴). این چرخه صرفاً نمونه‌ای ساده از یک رابطه بازخوردی موجود بود، روابط همان‌طور که در ادامه این پژوهش نشان داده خواهد شد بسیار پیچیده‌تر از این هستند.

پژوهش‌های داخلی انجام شده تاکنون نیز از این انتقاد مبرا نیستند. پژوهش‌های متعددی در خصوص هزینه‌های نمایندگی مدیر- مالک در ایران انجام شده که به طور نمونه می‌توان به ولی‌پور و خرم (۱۳۹۰)، جباری، رحمانی و وفاپور (۱۳۹۲)، غیوری مقدم و حاجب (۱۳۹۴) و رحیمیان، قادری و رسولی (۱۳۹۵)، مکانیسم بدهی، نوروش، کرمی و وافی ثانی (۱۳۸۸)، تنانی و رجبی (۱۳۹۳)، حیدری، قادری و کفعمی (۱۳۹۵)، ساختار و فرایند هیئت‌مدیره و ناظمی و نصیری (۱۳۹۳)، باغومیان و نقدی (۱۳۹۳) و مهدوی و علیزاده طلاتپه (۱۳۹۴) نامتقارنی اطلاعات و .... را مورد بررسی قرار دادند، اشاره کرد.

با توجه به موارد بالا، خلأ پژوهشی که بتواند این مشکلات را برطرف کرده و نتایج قابل اتکایی ارائه کند بیش از پیش احساس می‌شود. لذا، این مشکلات زمانی می‌تواند مرتفع شود که با دید سیستمی به موضوع هزینه‌های نمایندگی در چارچوب رابطه مدیر-مالک نگاه شود.

بنابراین، هدف این پژوهش به‌کارگیری دیدگاه سیستمی به منظور طراحی مدل علّی هزینه‌های نمایندگی در چارچوب مدیر-مالک است. مدلی که بتوان در آن عمده متغیرها و مکانیسم‌های مهم و مؤثر در هزینه‌های نمایندگی را در نظر گرفت. چنین مدلی با در نظر گرفتن همه روابط موجود بین متغیرها و مکانیسم‌ها، می‌تواند در صورت اجرا، سیاست‌های قابل توجه و قابل اتکایی را به منظور حداقل سازی هزینه‌های نمایندگی ارائه کند؛ بنابراین، مدل مذکور می‌تواند برای سهامداران و مالکان ارزش‌افزوده قابل‌توجهی داشته باشد.

در ادامه به بیان مسئله و روش پژوهش و طراحی مدل علی هزینه‌های نمایندگی پرداخته می‌شود و در پایان نتیجه‌گیری ارائه خواهد شد.

[1] Myers and Majluf

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۲. بیان مسئله پژوهش

ریشه تضاد منافع بین مدیر و مالک را می‌توان در توزیع قدرت بین سهامداران که مالک شرکت هستند و مدیران که کنترل دارایی‌های شرکت را در اختیار دارند جستجو کرد. این موضوع به عنوان "تضاد نمایندگی[۱]" شناخته می‌شود و از تفاوت اساسی در موقعیت سهامداران و مدیران نشأت می‌گیرد. در حالی که سهامداران در موقعیتی قرار دارند که به سرعت ثروت خود را متنوع می‌کنند، مدیران عمدتاً سرمایه انسانی و اغلب سهم بزرگی از ثروتشان را به شرکت گره زده‌اند و لذا، ثروتشان از تنوع پایینی برخوردار است. مدیران غیر متنوع[۲] و ریسک‌گریز[۳] از انگیزه کافی جهت کاهش ریسک و هزینه‌های خود برخوردار بوده و صرفاً سرمایه‌گذاری‌های با ریسک کم یا بدون ریسک را می‌پذیرند. این موضوع می‌تواند منافع مالکان را به خطر اندازد (بلقیتار و کلارک، ۲۰۱۵ و اورتز-ملونیا، ۲۰۰۶). چنانچه شرکت ورشکسته شود، ثروت مدیران از بین خواهد رفت؛ بنابراین، دور از انتظار نیست که مدیران ریسک‌گریز بر خلاف منافع مالکان دست به اقداماتی بزنند که از چنان ریسکی رهایی یابند (مانند، استفاده کمتر از بدهی) (مهران[۴]، ۱۹۹۲ و فاسبرگ[۵]، ۲۰۰۴). برای رفع این مشکل و همراستا کردن منافع، مکانیسم‌های متعدد همانطور که در مقدمه ارائه شد، مورد بررسی قرار گرفته است. یکی از این مکانیسم‌ها استفاده از پاداش است. مکانیسم پاداش تلاش می‌کند میزان ریسک‌پذیری مدیر را افزایش دهد. در حقیقت، با سهیم کردن مدیر در بازده شرکت از طریق مالکیت سهام، مدیر تلاش خواهد کرد با افزایش کارایی خود، بهترین عملکرد را نشان دهد؛ اما همانطور که اگراول و کنوبر (۱۹۹۶) بیان می‌کنند، افزایش پاداش به این شکل می‌تواند هزینه‌هایی را نیز در بر داشته باشد. چرا که با افزایش مالکیت، مجدداً به دلیل کاهش تنوع سبد دارایی، میزان ریسک‌پذیری مدیر کاهش می‌یابد یا به اصطلاح مدیر به دنبال استحکام طلبی خواهد رفت. در نتیجه، با افزایش استحکام طلبی، مجدداً کارایی مدیر کاهش یافته و تضاد نمایندگی افزایش می‌یابد. در چنین شرایطی مدیر بدهی کمتری را در ساختار سرمایه می‌پذیرد (فلوراکیس و اوزکان، ۲۰۰۹ و سان، دینگ، گائو و لی[۶]، ۲۰۱۶)؛ بنابراین، با توجه به هزینه‌ها و منافع، لازم است میزان بهینه‌ای برای پاداش مشخص کرد. از طرفی پاداش تنها یکی از مکانیسم‌هایی است که به کنترل تضاد نمایندگی بین مدیر و مالک کمک می‌کند. مکانیسم‌های دیگری چون بازار کار مدیران (فاما[۷]، ۱۹۸۰)، بازار کنترل شرکت

[1] Agency Conflict
[2] Under-Diversified
[3] Risk-Averse
[4] Mehran
[5] Fosberg
[6] Sun, Ding, Guo and Li
[7] Fama

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

(آتاناسو[1]، ۲۰۱۳)، رقابت در بازار محصول (لونتیس، ویتمن و کارامانیس[2]، ۲۰۱۱)، تحلیلگران مالی (دوکاس و همکاران، ۲۰۰۵) و ... نیز وجود دارند که به عنوان مکانیسم‌های نظارتی، می‌توانند کارایی مدیر را افزایش و از تضاد منافع بکاهند؛ بنابراین، برآیند این مکانیسیم‌ها و سایر مکانیسم‌هایی که در بخش بعدی به صورت مفصل ارائه خواهند شد می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد. در نتیجه، باز هم میزان استفاده بهینه از هر مکانیسم به خصوص مکانیسم‌هایی که هزینه‌بر هستند مانند پاداش، بدهی، سود تقسیمی، کیفیت حسابرسی و ... باید در تقابل با میزان استفاده از سایر مکانیسم‌ها مشخص گردد. چرا که هزینه‌های مرتبط با اجرا و پیاده‌سازی مکانیسم‌های نظارتی و انگیزشی نیز خود به هزینه‌های نمایندگی می‌افزاید. این شیوه نگاه به مسئله نمایندگی و مکانیسم‌های تعدیل‌کننده آن در چارچوب دیدگاه و نگرش سیستمی قرار می‌گیرد.

مطابق با نگرش سیستمی، ویژگی‌های مهم یک سیستم از تعامل بین اجزاء آن به وجود می‌آید نه از فعالیت‌های جداگانه آن‌ها؛ بنابراین، وقتی سیستم تجزیه شود، ویژگی‌های مهم خود را از دست می‌دهد (رضاییان، ۱۳۸۳). به عبارتی، اگر مکانیسم پاداش به‌تنهایی به منظور فرونشاندن تضاد نمایندگی مورد استفاده قرار گیرد نه تنها نخواهد توانست به حل مشکل کمک کند بلکه ممکن است به دلیل هزینه‌هایی که می‌تواند به شرکت تحمیل کند وضع را وخیم‌تر کند. مسئله‌ای که پژوهش‌های پیشین آن را مورد توجه قرار نداده‌اند و صرفاً با بررسی یک یا چند مکانیسم، به دنبال تدوین سیاست‌های کاهش هزینه‌های نمایندگی مدیر-مالک بوده‌اند. لذا، نتیجه پژوهشی که نه به همه مکانیسم‌ها توجه کرده و نه به همه روابط موجود بین آن‌ها (به طور ویژه روابط بازخوردی) نمی‌تواند اطمینان لازم برای بهبود شرایط را فراهم کند، البته اگر وضعیت را بدتر از آنچه بوده است نکند؛ بنابراین، برای رفع این خلأ، در بررسی هزینه‌های نمایندگی مدیر-مالک لازم است آن را به عنوان یک سیستم مورد توجه قرار داد.

در صورتی که هزینه‌های نمایندگی مدیر-مالک به عنوان یک سیستم در نظر گرفته شود، اجزای آن متشکل از همه مکانیسم‌ها (بدهی، حسابرسی، رقابت در بازار محصول، هیئت‌مدیره و ...) و متغیرهای (نامتقارنی اطلاعات، وجه نقد آزاد، استحکام مدیر، بیش و کم سرمایه‌گذاری و ...) مهمی است که یا آن را کنترل می‌کنند و یا منجر به افزایش آن می‌گردند. با در نظر گرفتن اینکه این اجزا با یکدیگر نیز ممکن است روابطی داشته باشند (مانند اثر وجه نقد آزاد بر بیش سرمایه‌گذاری، اثر بدهی بر کم سرمایه‌گذاری، اثر هیئت‌مدیره بر بدهی، اثر حسابرسی بر نامتقارنی اطلاعات و ...) که می‌تواند این روابط بازخوردی نیز باشد (مانند اثر هزینه‌های نمایندگی بر

[1] Atanassov

[2] Leventis, Weetman and Caramanis

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

حسابرسی، حسابرسی بر نامتقارنی اطلاعات و نامتقارنی اطلاعات بر هزینه‌های نمایندگی) پیچیدگی غیرقابل‌تصوری بر مسئله حاکم می‌گردد؛ بنابراین، پرواضح است که بررسی چنین مسئله پیچیده‌ای از توان روش‌هایی چون رگرسیون که عمده پژوهش‌های پیشین از آن استفاده نموده‌اند نه تنها خارج است بلکه در صورت استفاده از آن نتیجه به‌دست‌آمده، با دید خوش‌بینانه، نمی‌تواند تب هزینه‌های نمایندگی را فرونشاند. لذا، ضروری است بررسی جزیره‌ای به گوشه‌ای رانده شده و طرحی نو درانداخته شود. طرحی که نگرش سیستمی مرکز ثقل آن را تشکیل می‌دهد.

۳. روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر جهت‌گیری‌های پژوهشی، از نوع پژوهش توسعه‌ای می‌باشد (محمدی، خلیفه، عباسی، علی محمدلو و اقتصادی فرد، ۱۳۹۶). چرا که به دنبال ارائه الگوی مفهومی و مشخص کردن نحوه ارتباط بین عوامل مؤثر بر اساس مبانی تئوریکی و تجربی است و نتیجه آن تسهیل جریان تئوری در عینیت و ظهور و تجلی آن می‌باشد. با توجه به اهداف و فرایند پژوهش، می‌توان دو مرحله کلی برای این پژوهش متصور بود. در مرحله اول (شامل ۴ گام نخست ارائه شده در جدول ۱) مشابه رهنمای‌رودپشتی و گودرزی (۱۳۹۲)، خواجوی، حلاج و گنجی (۱۳۹۵) و خواجوی و محمدیان (۱۳۹۷) از طریق شناخت تاریخی در چارچوب مطالعات کتابخانه‌ای به بررسی جامع پیشینه پژوهش و استخراج متغیرهـای مهم و روابط آن‌ها در مسئله نمایندگی به طور خاص رابطه مدیر-مالک پرداخته می‌شود. شایان ذکر است در این مرحله به صورت نظام‌مند پیشینه تجربی پژوهش مورد بررسی قرار گرفت. به این منظور از پایگاه داده‌ای اسکوپوس[1] به عنوان یک پایگاه داده‌ای برتر جهت استخراج پژوهش‌های مورد نیاز استفاده شد. مطابق نوریس و اوپنهیم[2] (۲۰۰۷)، پایگاه داده اسکوپوس دارای بهترین پوشش نسبت به سه پایگاه داده شبکه علم[3]، الیومینا[4] و گوگل اسکولار[5] است. لذا، می‌تواند جایگزین مناسبی برای آن‌ها باشد و به عنوان ابزاری برای بررسی پژوهش‌های علوم اجتماعی استفاده شود.

در هر صورت، جهت جستجو در اسکوپوس کلید واژه‌های هزینه‌های نمایندگی[6]، تضاد نمایندگی، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیر[7] و استحکام سازی مدیر[8] مورد توجه قرار گرفت. این کلیدواژه‌ها با بررسی اولیه منابع، شامل بیش از ۱۰۰ پژوهش مرتبط، انتخاب شدند. نتایج جستجو تعداد ۵۳۸ پژوهش را معرفی کرد. با بررسی آن‌ها، تعداد ۸۶ پژوهش مرتبط تشخیص داده شد

[1] Scopus
[2] Norris and Oppenheim
[3] Web Of Science
[4] Illumina
[5] Google Scholar
[6] Agency Costs
[7] Manager Opportunistic Behavior
[8] Manager Entrenchment

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

و در شناسایی متغیرها و مکانیسم‌ها مورد استفاده قرار گرفت. نتایج این بخش در جدول ۲ ارائه شده است. شایان ذکر است در پیشینه پژوهش به متغیر روان‌شناختی فاصله قدرت نیز اشاره‌شده بود که به دلیل موضوعیت نداشتن این متغیر، در این پژوهش مورد استفاده قرار نگرفت. چرا که با توجه به تفویض قدرت مالک به مدیر، فاصله قدرت بین مدیر و مالک نمی‌تواند مفهومی داشته و بر هزینه‌های نمایندگی مؤثر واقع شود. این متغیر می‌تواند برای مثال در بررسی هزینه‌های نمایندگی سهامداران خرد و بزرگ مهم باشد.

در مراحل بعدی (شامل گام‌های ۵ و ۶ ارائه شده در جدول ۱) دیدگاه سیستمی به منظور ترسیم دیاگرام حلقه‌های علی متغیرهای شناسایی‌شده به کار گرفته می‌شود. دیدگاه سیستمی برای شناسایی و تبیین رفتار غیرخطی سیستم‌های پیچیده و چگونگی تعامل آن‌ها با یکدیگر مطرح شده (موسوی حقیقی و خلیفه، ۱۳۹۴) و با تمرکز بر فرآیند بازخورد و روابط علت و معلولی[1]، قادر به شناخت و تبیین روابط بین سیستم‌های مختلف است (مصلح‌شیرازی و خلیفه، ۱۳۹۶). دیدگاه سیستمی یک روش‌شناسی است که به صورت ویژه برای تحلیل سیستم‌های پیچیده، بزرگ، غیرخطی و سیستم‌های کیفی اقتصادی اجتماعی به کار رفته (بهرامی، یادگارزاده و پرند، ۱۳۸۶) و با دید کل‌نگر، مسائل دنیای واقعی را مورد مطالعه قرار می‌دهد.

جدول (۲): گام‌های پژوهش

گام‌های پژوهش	شرح
گام اول	بررسی اولیه پیشینه پژوهش که در این مرحله بالغ بر ۱۰۰ پژوهش مورد بررسی قرار گرفت
گام دوم	انتخاب کلید واژه‌های مرتبط با هزینه‌های نمایندگی مدیر-مالک شامل هزینه‌های نمایندگی، تضاد نمایندگی، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیر و استحکام‌سازی مدیر، بر اساس گام نخست
گام سوم	جستجوی کلید واژه‌های انتخاب شده در پایگاه داده اسکوپوس که بر اساس آن تعداد ۵۳۸ پژوهش در دسترس قرار گرفت
گام چهارم	بررسی ۵۳۸ پژوهش به منظور شناسایی مکانیسم‌ها و متغیرهای مهم در ارتباط با هزینه‌های نمایندگی مدیر –مالک که نتیجه این مرحله در جدول ۲ ارائه شده است
گام پنجم	استخراج مبانی نظری و تجربی به منظور مشخص کردن نحوه ارتباط و برهم‌کنش بین این مکانیسم‌ها و متغیرها، از جمله روابط مستقیم، غیرمستقیم و بازخوردی
گام شش	طراحی مدل علت و معلولی هزینه‌های نمایندگی مدیر –مالک

دیدگاه سیستمی نه تنها آنچه اتفاق می‌افتد بلکه چرا اتفاق می‌افتد را نیز قادر به ارائه است. آن برای تطابق با آنچه در جهان واقعی در حال اتفاق است یا ممکن است در حال اتفاق باشد، طراحی می‌شود. دیدگاه مذکور با ساخت جریان چرخه‌های علّی، به تشریح رفتار رایج می‌پردازد و بـر اساس اصل علّت و معلولی با بازخورد و یا تأخیر وابسته به پیچیدگی‌های سیستم، کار می‌کند (رسوبوو، بالیوانگی، آرتانا و دیناریانا[2]، ۲۰۱۴).

[1] Cause and Effect Relationships

[2] Resobowo, Baliwangi, Artana and Dinariyana

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

بارزترین ویژگی دیدگاه سیستمی زمانی آشکار می‌گردد که رابطه علّی متعدد و درهم تنیده با یکدیگر آمیخته شوند و یک بازخورد چرخشی را شکل دهند. این نوع بازخورد، تحت عنوان "چرخه یا حلقه بازخوردی" شناخته می‌شود. در حقیقت، رفتار پویایی کـه از سیستم‌های پیچیده بـروز می‌کند ناشی از نوع تعاملاتی است که بین حلقه‌های بازخوردی در جریان است (سوشیل، ۱۳۹۳). همانطور که در بخش مقدمه نیز اشاره شد روش‌های مانند روش رگرسیون نمی‌توانند پاسخگوی مسائل و پیچیدگی‌های دنیای واقعی باشند.

روابط در دنیای واقعی از ابعاد مختلف و پیچیده‌ای برخوردار است. در دنیای واقعی تعداد متغیرهای مرتبط با موضوع و مسئله می‌تواند زیـاد و روابط پیچیده‌ای بین آن‌هـا برقرار باشد کـه در نظر گرفتن چنین روابطی از تـوان روش‌های چون رگرسیون خارج است. به طور ویژه رابطه همبستگی و بازخوردی بین متغیرها که به جز داشتن نگرش سیستمی نمی‌توان این روابط را در پژوهش مورد توجه و بررسی قرار داد.

در این پژوهش به منظور طراحی مدل سیستمی از نرم‌افزار ونسیم دی‌اس‌اس[1] استفاده می‌گردد. در حوزه حسابداری و مالی آکرمنز و اورسچوت[2] (۲۰۰۵)، بالیونگی، آریما، آرتانا و آیشیدا[3] (۲۰۰۷)، موسوی حقیقی و خلیفه (۱۳۹۴) و مصلح‌شیرازی و خلیفه (۱۳۹۶) نیز از این نرم‌افزار استفاده کرده‌اند. ونسیم عبارت است یک محیط نرم‌افزار تعاملی که از کل فرایند مدل‌سازی، از مفهوم‌سازی[4] تـا بهینه‌سازی را پشتیبانی می‌کند.

این ابزار طراحی اجازه می‌دهد تا ارائه بازخورد و علیت[5] به سادگی و با حداقل محدودیت‌ها انجام شود. داده‌ها به راحتی به سیستم اضافه می‌شوند و مفهوم‌سازی مبتنی بر داده‌ها با استفاده از ابزار طراحی پشتیبانی می‌شود. زبان مدل‌سازی ساده است، اما دارای تعدادی ویژگی پیشرفته است که از ساختارهای پیچیده پشتیبانی می‌کند. این سیستم شامل بهینه‌سازی برای اهداف واسنجی[6]، آزمایش حساسیت و تجزیه و تحلیل سیاست است.

ونسیم یک گام تکاملی در توسعه یک سیستم است که اجازه می‌دهد مدل‌سازان غیر حرفه‌ای بدون هیچ گونه کمک از حرفه‌ای‌ها به توسعه و درک مدل‌هایی که به مشکلات مهم مربوط می‌شود، بپردازند (ابرلین و پترسون[7]، ۱۹۹۲). نرم‌افزار مذکور در این پژوهش صرفاً به منظور طراحی مدل و ترسیم نوع رابطه بین متغیرها و مکانیسم‌ها به کار گرفته می‌شود. لذا، از سایر قابلیت‌های این نرم افزار شامل تحلیل حساسیت، سیاست‌گذاری و بهینه‌سازی استفاده نمی‌شود

[1] Vensim DSS
[2] Akkermans and Oorschot
[3] Baliwangi, Arima, Artana and Ishida
[4] Conceptualization
[5] Feedback and Causality
[6] Calibration
[7] Eberlein and Peterson

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

چرا که هدف این پژوهش صرفاً طراحی مدل هزینه‌های نمایندگی مدیر-مالک است که در ادامه به آن پرداخته می‌شود.

جدول (۲): نتایج بررسی نظام‌مند پیشینه پژوهش و شناسایی متغیرها و مکانیسم‌های پژوهش

مکانیسم ها و متغیرها	منابع
مکانیسم بدهی	جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶)، لاسفر (۱۹۹۵)، چن و استینر[1] (۱۹۹۹)، هاروی، لینز و روپر[2] (۲۰۰٤)، ژیانگ گیو، وی-فنگ و شا-شا[3] (۲۰۰۷)، فلوراکیس[4] (۲۰۰۸)، مائو، لیو، ژائو و ژائو[5] (۲۰۰۸)، مکنایت و ویر[6] (۲۰۰۹)، فلوراکیس و اوزکان (۲۰۰۹)، چو[7] (۲۰۱۰)، هوا و یانگ-ژینگ و دونگ-پینگ[8] (۲۰۱۰)، ولالاگ و لوک[9] (۲۰۱۱)، حیجازی و کونوور[10] (۲۰۱۱)، یزدانفر[11] (۲۰۱۲)، ابراهیم، آدین، موهد و مینای[12] (۲۰۱۳)، هاستور، سریگل، سیمبل و مائولنا[13] (۲۰۱۵)، پیو و شین[14] (۲۰۱۵)، آلام[15] (۲۰۱۸)
متغیر نامتقارنی اطلاعات	دونتر و وارتر[16] (۱۹۹۸)، چانگ، فرث و کیم[17] (۲۰۰۵)، پاولینا و رینبوگ[18] (۲۰۰۵)، داگلاس[19] (۲۰۰۹)، چانگ، ژیائونگ و لی[20] (۲۰۱۰)، هوانگ و ژانگ[21] (۲۰۱۲)، گیسبرت و ناوالاس[22] (۲۰۱۳)، ناپولی[23] (۲۰۱۳)، مکینا و وال[24] (۲۰۱٦)، کیو، لی، ژائو و سان[25] (۲۰۱۷)
مکانیسم سود تقسیمی	جنسن و مکلینگ (۱۹۷٦)، روزف[26] (۱۹۸۲)، لوید، جاهرا و پج[27] (۱۹۸۵)، بورن و ریمبی[28] (۱۹۹۳)، دونتر و وارتر (۱۹۹۸)، اسکولی و بارنی جر[29] (۱۹۹٤)، چن و استینر (۱۹۹۹)، جاگاناتان و سرینیواسان[30] (۲۰۰۰)، بجاج، ویج و وسترفیلد[31] (۲۰۰۲)، برانارسکی، هارمان و کهر[32] (۲۰۰٤)، بروخوویچ، برانسکی و هارمان[33] (۲۰۰۵)، فلوراکیس و اوزکان (۲۰۰۹)، لیانگ و تونگینگ[34] (۲۰۱۲)، چو، هاردین، هیل و همکاران[35] (۲۰۱۳)، قوش و سان[36] (۲۰۱۳)، خان و همکاران[37] (۲۰۱۳)، هاستوری و همکاران (۲۰۱۵)، آلام (۲۰۱۸)

[1] Chen and Steiner
[2] Harvey, Lins and Roper
[3] Zhao-Guo, Wei-feng and Sha-Sha
[4] Florackis
[5] Mao, Liu, Zhao and Zhou
[6] McKnight and Weir
[7] Chu
[8] Hua, Yun-Zhe and Dong-Ping
[9] Wellalage and Locke
[10] Hijazi and Conover
[11] Yazdanfar
[12] Ibrahim, Uddin, Mohd, and Minai
[13] Hastori, Siregar, Sembel and Maulana
[14] Pyo and Shin
[15] Allam
[16] Dewenter and Warther
[17] Chung, Firth and Kim
[18] Pawlina and Renneboog
[19] Douglas
[20] Chuang , Xiuhong and Lei
[21] Huang and Zhang
[22] Gisbert and Navallas
[23] Napoli
[24] Makina and Wal
[25] Qi, Li, Zhou and Sun
[26] Rozeff
[27] Lloyd, Jahera and Page
[28] Born and Rimbey
[29] Schooley and Barney Jr
[30] Jagannathan and Srinivasan
[31] Bajaj, Vijh and Westerfield
[32] Brunarski, Harman and Kehr
[33] Borokhovich, Brunarski and Harman
[34] Liang and Tongying
[35] Chou, Hardin, Hill and Kelly
[36] Ghosh and Sun
[37] Khan et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مکانیسم کارایی هیئت‌مدیره	کولیر و گرگوری[1] (۱۹۹۹)، یوگرلو[2] (۲۰۰۰)، سینگ و داویتسون[3] (۲۰۰۳)، برانارسکی و همکاران (۲۰۰٤)، بروخوویچ و همکاران (۲۰۰۵)، فیرس و روی[4] (۲۰۰۷)، فلوراکیس (۲۰۰۸)، دی[5] (۲۰۰۸)، مکنایت و ویر (۲۰۰۹)، حیجازی و کونوور (۲۰۱۱)، پینگ و جی کیونگ[6] (۲۰۱۲)، گیسبرت و ناوالاس (۲۰۱۳)، ترانگ و هینی[7] (۲۰۱۳)، راشید[8] (۲۰۱٤)، هاستوری و همکاران (۲۰۱۵)، آراس و فورچنا[9] (۲۰۱۵)، کای و همکاران[10] (۲۰۱۵)، آلام (۲۰۱۸)، اووسی و ویر[11] (۲۰۱۸)
مکانیسم کیفیت حسابرسی	جنسن (۲۰۰۵)، دی (۲۰۰۸)، دانگ و فانگ[12] (۲۰۱۱)، هوپ و همکاران[13] (۲۰۱۲)، آیاتریدس[14] (۲۰۱۲)، چیانگ[15] (۲۰۱۳)، آراس و فورچنا (۲۰۱۵)
مکانیسم رقابت در بازار محصول	باگز و دی بتیگنس[16] (۲۰۰۷)، لونتیس و همکاران (۲۰۱۱)، بسونووا و گونچار[17] (۲۰۱۷)
مکانیسم تجلیلگران مالی	جنسن و مکلینگ (۱۹۷٦)، مویر و همکاران[18] (۱۹۸۹)، فریس و همکاران[19] (۱۹۹۵)، دوکاس و همکاران (۲۰۰۰)، دوکاس و همکاران (۲۰۰۵)
مکانیسم پاداش	جنسن و مکلینگ (۱۹۷٦)، اسکولی و بارنی جر (۱۹۹٤)، چن و استینر (۱۹۹۹)، الکساندر و کوهن[20] (۱۹۹۹)، آنگ و همکاران[21] (۲۰۰۰)، یوگرلو (۲۰۰۰)، جوزف و ریچاردسون[22] (۲۰۰۲)، سینگ و داویتسون (۲۰۰۳)، پاولینا و رینبوگ (۲۰۰۵)، بریان و همکاران[23] (۲۰۰٦)، داویدسون و همکاران[24] (۲۰۰٦)، نام و همکاران[25] (۲۰۰٦)، لین و چانگ[26] (۲۰۰۷)، فلوراکیس (۲۰۰۸)، جلینک و استورک[27] (۲۰۰۹)، نیسکانن و نیسکانن[28] (۲۰۱۰)، حیجازی و کونوور (۲۰۱۱)، ولالاگ و لوک (۲۰۱۱)، پانتزالیس و پارک[29] (۲۰۱٤)، یحیی و غزلی[30] (۲۰۱۵)، راشید (۲۰۱۵)، بلقیتار و کلارک (۲۰۱۵)، بسونووا و گونچار (۲۰۱۷)، اووسی و ویر (۲۰۱۸)، آلام (۲۰۱۸)،
مکانیسم کنترل شرکت	برانارسکی و همکاران (۲۰۰٤)، بروخوویچ و همکاران (۲۰۰۵)، تامپکین و هندرشوت[31] (۲۰۱۲)، جورملی و ماتسا[32] (۲۰۱٦)
مکانیسم بازار کار مدیر	فاما (۱۹۸۰)
متغیر بیش و کم سرمایه گذاری	هاروی و همکاران (۲۰۰٤)، پاولینا و رینبوگ (۲۰۰۵)، کیو و لی جیان[33] (۲۰۰۷)، مورلک و اسمیت جر[34] (۲۰۰۷)، گاریجلیا و یانگ[35] (۲۰۱٦)
متغیر فردگرایی[36]	فیدرموک و جاکوب[37] (۲۰۱۰)، فیور و مکدونالد[38] (۲۰۱۵)

[1] Collier and Gregory
[2] Ugurlu
[3] Singh and Davidson
[4] Firth and Rui
[5] Dey
[6] Ping and Jie-qiong
[7] Truong and Heaney
[8] Rashid
[9] Aras and Furtuna
[10] Cai et al.
[11] Owusu and Weir
[12] Dang and Fang
[13] Hope et al.
[14] Iatridis
[15] Chiang
[16] Baggs and Bettignies
[17] Bessonova and Gonchar
[18] Moer et al
[19] Ferris et al.
[20] Alexander and Cohen
[21] Ang et al.
[22] Josegh and Richardson
[23] Bryan et al.
[24] Davidson et al.
[25] Nam et al
[26] Lin and Chang
[27] Jelinek and Stuerke
[28] Niskanen and Niskanen
[29] Pantzalis and Park
[30] Yahya and Ghazali
[31] Tompkins and Hendershott
[32] Gormley and Matsa
[33] Qi and Li-jian
[34] Morellec and Smithir
[35] Guariglia and Yang
[36] Individualism
[37] Fidrmuc and Jacob
[38] Fauver and McDonald

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیر پرهیز از ابهام[1]	فیدرموک و جاکوب (۲۰۱۰)
مکانیسم جنسیت مدیر	جرکوس و همکاران[2] (۲۰۱۱)
مکانیسم هویت‌سازمانی[3]	بویوی و همکاران[4] (۲۰۱۱)
مکانیسم فرصت‌های رشد	جنسن و مکلینگ (۱۹۷٦)، لاسفر (۱۹۹۵)، هاروی و همکاران (۲۰۰٤)، چانگ و همکاران (۲۰۰۵)، فلوراکیس (۲۰۰۸)، قوش و سان (۲۰۱۳)، آلام (۲۰۱۸)،
متغیر استحکام مدیر	اسکولی و بارنی جر (۱۹۹٤)، جوزف و ریچاردسون (۲۰۰۲)، پاولینا و رینبوگ (۲۰۰۵)، کیو و لی جیان (۲۰۰۷)، لین و چانگ (۲۰۰۷)، فلوراکیس و اوزکان (۲۰۰۹)، جلینک و استورک (۲۰۰۹)، نیسکانن و نیسکانن (۲۰۱۰)، بتیگنس و روس[5] (۲۰۱٤)، راشید (۲۰۱۵)
متغیر وجه نقد آزاد	لاسفر (۱۹۹۵)، جوزف و ریچاردسون (۲۰۰۲)، پاولینا و رینبوگ (۲۰۰۵)، چانگ و همکاران (۲۰۰۵)، چو (۲۰۱۰)، ابراهیم و همکاران (۲۰۱۳)، خان و همکاران (۲۰۱۳)، مکینا و وال (۲۰۱٦)

۴. طراحی مدل علی هزینه‌های نمایندگی در رابطه مدیر- مالک

این بخش ابتدا با نحوه محاسبه هزینه‌های نمایندگی که تقابل جریان وجه نقد آزاد و فرصت‌های رشد است شروع می‌شود. به عبارتی، ابتدا هسته مدل ارائه و سپس مکانیسم‌های دیگر که می‌توانند نقش تعدیل‌کنندگی هزینه‌های نمایندگی را داشته باشند به مدل اضافه می‌گردند.

در این پژوهش همانند پژوهش‌های دوکاس و همکاران (۲۰۰۰)، دوکاس و همکاران (۲۰۰۵)، مک‌نایت و ویر (۲۰۰۹) و جرکوس و همکاران (۲۰۱۱) هزینه‌های نمایندگی به عنوان تابعی از تعامل بین نسبت Q توبین (نماینده فرصت‌های رشد) و جریان‌های نقد آزاد در نظر گرفته شده است. همانطور که جنسن (۱۹۸۶) بیان می‌کند ترکیب جریان‌های نقد آزاد با فرصت‌های رشد پایین، باعث ایجاد هزینه‌های نمایندگی می‌گردد. این معیار به عنوان معیاری مستقیم از هزینه‌های نمایندگی به شمار می‌رود و در صورت عدم وجود مکانیسم‌های انگیزشی و نظارتی، هرچه این معیار بیش‌تر باشد هزینه‌های نمایندگی نیز بیش‌تر خواهد بود.

نسبت کیوتوبین[6] شاخصی است که فرصت‌های رشد و عملکرد مالی بلندمدت شرکت را از چشم‌انداز بازار سهام نشان می‌دهد (سریواستاوا و لاپلوم[7]، ۲۰۱۴). به عبارتی، نسبت کیوتوبین انتظارات سرمایه‌گذاران از آینده شرکت را نشان می‌دهد که چنانچه آینده شرکت فرصت‌های رشد و رونق را نوید دهد ارزش شرکت فراتر از ارزش جایگزینی دارایی‌های آن خواهد بود. این نسبت به عنوان معیار معکوسی برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود.

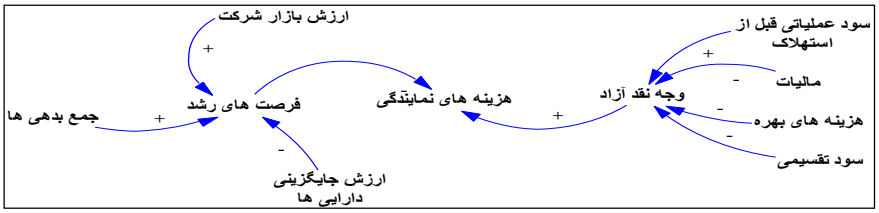
مشابه ایوازیان و همکاران[8] (۲۰۰۵)، جونز و همکاران[9] (۲۰۱۱) و میک و همکاران[10] (۲۰۱۸) نسبت Q توبین عبارت است از جمع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی‌های شرکت

[1] Uncertainty Avoidance
[2] Jurkus et al
[3] Organizational Identification
[4] Boivie et al
[5] Bettignies and Ross
[6] Tobin's q
[7] Srivastava and Laplume
[8] Aivazian er al.
[9] Joneset et al.
[10] Meike et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

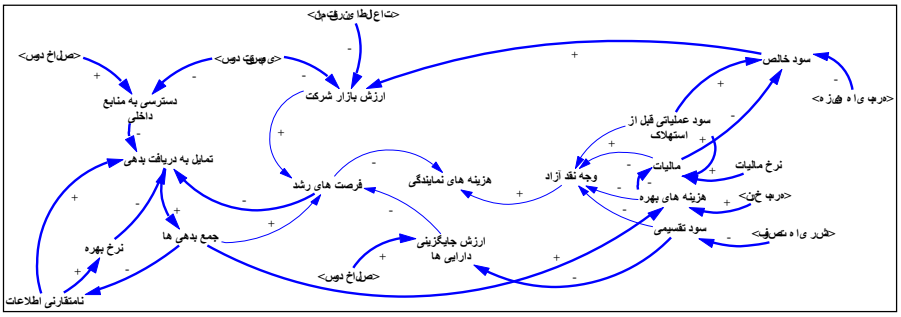
تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌های آن. هر چه این نسبت از عدد "یک" بزرگتر باشد، بیانگر فرصت‌های رشد بیش‌تری است. در محیط‌های با تورم مزمن لازم است در مخرج کسر به جای ارزش دفتری از ارزش جاگزینی دارایی‌ها استفاده شود (لولن و بادریناس[1]، ۱۹۹۷).

وجه نقد آزاد نیز مشابه لیهن و پولسن[2] (۱۹۸۹)، چو[3] (۲۰۱۱) و کارپاویشز و یو[4] (۲۰۱۷) عبارت است از سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک منهای مالیات، هزینه‌های بهره و سود تقسیمی. با توجه به نحوه محاسبه هزینه‌های نمایندگی، می‌توان شکل ۱ را ترسیم کرد.



شکل ۱: هسته اصلی مدل هزینه‌های نمایندگی منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که در شکل ۱ مشاهده می‌شود، عوامل مؤثر در محاسبه هزینه‌های نمایندگی متناسب با تعاریف ارائه شده از فرصت‌های رشد و وجه نقد آزاد لحاظ شده است. به طور نمونه سود تقسیمی اثر معکوسی بر روی وجه نقد آزاد داشته و وجه نقد آزاد به صورت مستقیم هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد. از طرفی افزایش فرصت‌های رشد نیز می‌تواند هزینه‌های نمایندگی ناشی از وجه نقد آزاد را همانطور که در شکل ۱ نشان داده شده است خنثی کند. در ادامه مکانیسم‌هایی که می‌توانند در کنترل هزینه‌های نمایندگی نقش مؤثری داشته باشد اضافه می‌شود.



شکل ۲: مکانیسم‌های بدهی و سود تقسیمی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

[1] Lewellen and Badrinath
[2] Lehn and Poulsen
[3] Chu
[4] Karpavičius and Yu

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۴-۱. مکانیسم بدهی

در شکل ۲ موارد برجسته شده نسبت به شکل ۱ جدید است. در شکل ۲ تعدادی از روابط و متغیرها که به مدل اضافه شده‌اند به صورت بدیهی وجود دارد. برای مثال اثر سود عملیاتی و نرخ مالیات بر مالیات و یا سود خالص بر ارزش بازار که در سمت راست شکل ۲ نمایان گردیده‌اند.

همانطور که جنسن (۱۹۸۶) بیان می‌کند بدهی یکی از ابزارهای مهم در کاهش هزینه‌های نمایندگی به شمار می‌آید. بدهی با افزایش هزینه‌های بهره می‌تواند وجه نقد آزاد را کاهش و منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی شود (همانطور که در شکل ۲ ترسیم شده است). به صورت مشابه برگر و پاتی (۲۰۰۶)، فلوراکیس (۲۰۰۸)، مارگاریتز و پسیلاکی[1] (۲۰۱۰) و بلقیتار و کلارک (۲۰۱۵) نیز بر نقش نظم‌دهندگی بدهی تأکید داشتند.

جنسن (۱۹۸۶) برای مؤثر واقع شدن بدهی در کاهش هزینه‌های نمایندگی شرط قایل می‌شود و بیان می‌کند نقش کنترلی بدهی در واحدهایی که وجوه نقد آزاد بیش‌تری را تولید و رشد پایینی دارند از اهمیت بیش‌تری برخوردار است؛ بنابراین، در اینجا جنسن (۱۹۸۶) بیان می‌کند که فرصت‌های رشد زیاد می‌تواند جایگزینی برای مکانیسم بدهی باشد. در همین راستا، لاسفر[2] (۱۹۹۵)، هاروی و همکاران (۲۰۰۴) و فلوراکیس و اوزکان[3] (۲۰۰۹) نیز این موضوع را تأیید کردند. مایرز (۱۹۷۷) نیز بیان می‌کند انتظار می‌رود شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا برای کاهش کم‌سرمایه‌گذاری از اهرم مالی کم‌تری استفاده کنند. لذا، همانطور که در شکل ۲ نشان داده شده است فرصت‌های رشد با تمایل به دریافت بدهی رابطه معکوس دارد.

۴-۲. متغیر نامتقارنی اطلاعات

نقش نامتقارنی اطلاعات در شکل ۲ رسم شده است. هنگامی که نامتقارنی اطلاعات وجود داشته باشد، تأمین مالی از طریق انتشار سهام در اولویت آخر قرار می‌گیرد. لذا، با افزایش نامتقارنی اطلاعات انتظار می‌رود منبع تأمین مالی که نسبت به اطلاعات حساسیت کم‌تری دارد (مانند بدهی) مورد استفاده قرار گیرد (بهاراس و همکاران[4]، ۲۰۰۹ و فوسو و همکاران، ۲۰۱۶). به عبارتی، نامتقارنی اطلاعات همانطور که هی و همکاران[5] (۲۰۱۳) نشان می‌دهند موجب افزایش هزینه سرمایه شده و تأمین مالی از طریق انتشار سرمایه را گران می‌کند و در نتیجه، اشتیاق به دریافت بدهی را افزایش می‌دهد. در همین راستا، بهاراس و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند که با افزایش نامتقارنی اطلاعات میزان بدهی افزایش می‌یابد. گائو و ژو[6] (۲۰۱۵)، شین[7] (۲۰۱۴) و

[1] Margaritis and Psillaki
[2] Lasfer
[3] Florackis and Ozkan
[4] Bharath et al.
[5] He et al.
[6] Gao and Zhu
[7] Shen

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

پاتاسچی[1] (۲۰۱۵) نیز به نتیجه مشابهی دست یافتند. همچنین، دور از انتظار نیست که نامتقارنی اطلاعات نرخ بهره را نیز افزایش داده و تأثیر منفی بر تمایل دریافت بدهی بگذارد (مشابه شکل ۲).

از طرفی انتشار بدهی می‌تواند پیام‌هایی را به بازار منتقل کرده، منجر به کاهش هزینه‌های مرتبط با انتخاب نامطلوب شده و نامتقارنی اطلاعات را (البته با تأخیر زمانی) کاهش دهد. استفاده از بدهی می‌تواند منجر به بهبود مشاهده‌پذیری عملکرد شود چرا که توانایی شرکت در محقق کردن تعهدات قراردادی مرتبط با بدهی به خودی خود پیامی را در باب وضعیت مالی شرکت به بازار منتقل می‌کند (هاروی و شریوز، ۲۰۰۱). در همین راستا فوسو و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند که اهرم مالی می‌تواند اثر معکوس نامتقارنی اطلاعات بر روی ارزش شرکت را کاهش دهد؛ بنابراین، در شکل ۲ رابطه معکوسی برای بدهی و نامتقارنی اطلاعات ترسیم شده است.

۴-۳. مکانیسم سود تقسیمی

مطابق شکل ۲ فرصت‌های رشد می‌تواند سود تقسیمی را کاهش دهد. در واقع، انتظار می‌رود بین فرصت‌های رشد و سود تقسیمی ارتباط معکوسی و رابطه جایگزینی وجود داشته باشد؛ زیرا ممکن است شرکت‌های سودآور بر سر دوراهی پرداخت سود نقدی یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید برای حفظ سهم از بازار خود باشند (جنسن و همکاران، ۱۹۹۲). در همین راستا، گول[2] (۱۹۹۹)، فاما و فرنچ[3] (۲۰۰۱)، فاطمی و بیلدیک[4] (۲۰۱۲) و هوانگ و پوال[5] (۲۰۱۷) نشان دادند که سود تقسیمی به طور معکوس تحت تأثیر فرصت‌های رشد قرار می‌گیرد.

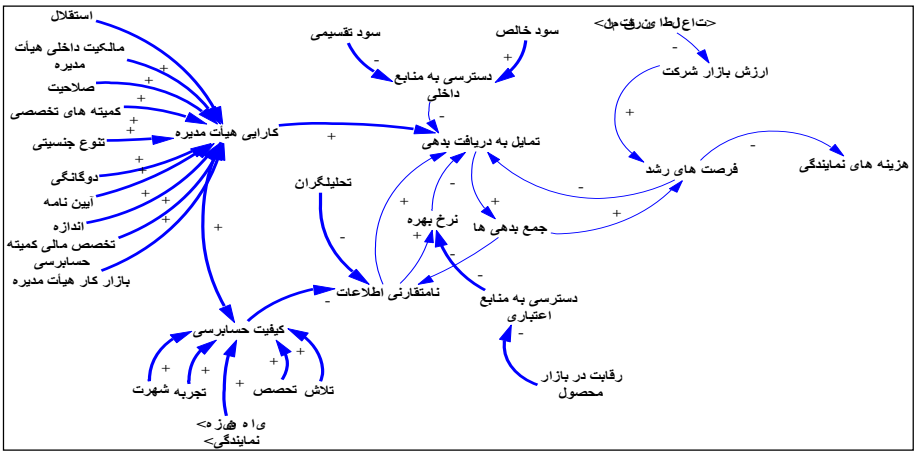
در شکل ۲ فرصت‌های رشد از طریق کاهش سود تقسیمی وجه نقد آزاد را افزایش می‌دهد که در نتیجه، می‌تواند منجر به افزایش هزینه‌های نمایندگی شود. البته کاهش سود تقسیمی به دلیل وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری در سایه وجود هیئت‌مدیره کارا نمی‌تواند جای نگرانی داشته باشد؛ زیرا همانطور که مشاهده می‌شود، کارایی هیئت‌مدیره بر روی تقسیم سود اثر می‌گذارد. در حقیقت، هیئت‌مدیره با در نظر گرفتن میزان فرصت‌های رشد در خصوص میزان تقسیم سود تصمیم می‌گیرد. پژوهش‌های متعددی نشان داده‌اند که سهامداران بزرگ سود تقسیمی را کاهش می‌دهند (مانند مانسینلی و ازکان[6]، ۲۰۰۶؛ خان[7]، ۲۰۰۶؛ ترانگ و هینی، ۲۰۰۷؛ هارادا و نگوین[8]، ۲۰۱۱؛ کارپاویشز و یو، ۲۰۱۷ و گنزالز و همکاران[9]، ۲۰۱۷). این اثر سهامداران بزرگ بر سود تقسیمی می‌تواند به خاطر هزینه‌های مرتبط با سود تقسیمی از جمله افزایش مالیات و کاهش

[1] Petacchi
[2] Gul
[3] Fama and French
[4] Fatemi and Bildik
[5] Huang and Paul
[6] Mancinelli and Ozkan
[7] Khan
[8] Harada and Nguyen
[9] Gonzalez et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

انعطاف‌پذیری شرکت در فرصت‌های سرمایه‌گذاری باشد (کارپاویشز و یو، ۲۰۱۷). لذا، انتظار می‌رود سهامداران بزرگ میزان سود تقسیمی را با توجه به فرصت‌های رشد تنظیم کنند. در همین راستا، هوانگ و پوال (۲۰۱۷) نشان دادند که سهامداران بزرگ سود تقسیمی را به طور معکوس با سطح فرصت‌های رشد تنظیم می‌کنند. در این پژوهش سهامداران بزرگ جزئی از مکانیسم کارایی هیئت‌مدیره لحاظ شده است، چرا که قطعا این سهامداران از طریق نماینده خود در هیئت‌مدیره بر روی مدیر و عملکرد وی نظارت خواهند داشت؛ بنابراین، این نتیجه‌گیری که یک هیئت‌مدیره کارا با توجه به فرصت‌های رشد میزان سود تقسیمی را مشخص می‌کند نیز منطقی به نظر می‌رسد. در شکل ۲ موارد بدیهی نیز وجود دارد، مانند اثر سود تقسیمی و سود خالص بر دسترسی به منابع داخلی که از پرداختن به آن‌ها صرف نظر می‌گردد.

نظم‌دهی مکانیسم بدهی یکی از مواردی بود که در شکل ۲ به آن اشاره شد. همانطور که برگر و همکاران[1] (۱۹۹۷) نشان می‌دهند مدیران ریسک‌گریز به خودی خود تمایلی به استفاده از بدهی ندارند (فاسبرگ، ۲۰۰۴). لذا، برای دست‌یابی به سطح بهینه بدهی لازم است مکانیسم‌های دیگری مانند هیئت‌مدیره، حسابرسی، تحلیل‌گران مالی، رقابت در بازار محصول و پاداش وارد عمل شوند؛ که در ادامه این مکانیسم‌ها در شکل ۳ به مدل اضافه می‌شود. شایان ذکر است این مکانیسم‌ها تنها بر بدهی تأثیر ندارند و از ابعاد دیگری نیز برخوردارند که به آن پرداخته خواهد شد.



شکل ۳: مکانیسم‌های هیئت‌مدیره، حسابرسی، تحلیلگران مالی و رقابت در بازار محصول

منبع: یافته‌های پژوهشگر

[1] Berger et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۴-۴. مکانیسم هیئت‌مدیره

هیئت‌مدیره وظیفه دارد در خصوص اینکه آیا شرکت توسط مدیر صلاحیت‌دار و در راستای منافع سهامداران اداره می‌شود یا خیر اطمینان کسب کند. برای انجام چنان وظیفه‌ای هیئت‌مدیره باید علاوه بر فراهم‌آوری مکانیسم‌های انگیزشی، به نظارت و کنترل عملکرد مدیر نیز بپردازد (کورنلی و همکاران[۱]، ۲۰۱۳).

در صورت وجود یک هیئت‌مدیره کارا، اعتباردهندگان اعتماد بیش‌تری به شرکت خواهند کرد؛ بنابراین، انتظار می‌رود ارتباط مثبتی بین اهرم مالی و کارایی هیئت‌مدیره برقرار باشد (فلوراکیس و اوزکان، ۲۰۰۹). در حقیقت، اعتباردهندگان نگران رفتارهای فرصت طلبانه مدیران هستند و در صورت وجود یک هیئت‌مدیره کارا نگرانی آن‌ها کم‌تر می‌شود. در همین راستا قوما[۲] (۲۰۱۷) نشان می‌دهد که با افزایش فعالیت‌های استحکام‌سازی و مدیریت سود، رتبه اعتباری شرکت کاهش می‌یابد. در این صورت می‌توان انتظار داشت توان تأمین مالی از طریق بدهی کاهش یابد چرا که رتبه اعتباری ظرفیت تأمین مالی شرکت را از طریق بدهی نشان می‌دهد.

اشبوق‌اسکایفی و همکاران[۳] (۲۰۰۶) نشان می‌دهند که کاهش نامتقارنی اطلاعات، افزایش در استقلال، مالکیت داخلی و تخصص و صلاحیت هیئت‌مدیره و وجود دوگانگی می‌تواند مانعی در مقابل فعالیت‌های فرصت‌طلبانه مدیر بوده و رتبه اعتباری شرکت را بهبود دهند. همچنین، بهوجراج و سنگوپتا[۴] (۲۰۰۳) نشان می‌دهند که استقلال هیئت‌مدیره از طریق نظارت بر عملکرد مدیر و کاهش نامتقارنی اطلاعات رتبه اعتباری را افزایش و هزینه بدهی را کاهش می‌دهد. برگر و همکاران (۱۹۹۷) نیز به نتیجه مشابهی دست یافتند؛ بنابراین، دور از انتظار نیست که همانند شکل ۳ کارایی هیئت‌مدیره رابطه مستقیم با بدهی داشته باشد.

همانطور که در شکل ۳ نمایان است کارایی هیئت‌مدیره به ۱۰ متغیر دیگر وابسته است که در پیشینه پژوهش به ارتباط مستقیم این متغیرها با کارایی هیأت مدیره اشاره شده است. این متغیرها عبارتند از: ۱. استقلال (بیسلی، ۱۹۹۶)، ۲. مالکیت داخلی یا پاداش هیئت‌مدیره (یرماک[۵]، ۲۰۰۴؛ اندرسون و همکاران، ۲۰۰۴ و اشبوق‌اسکایفی و همکاران، ۲۰۰۶)، ۳. صلاحیت و شایستگی (اشبوق‌اسکایفی و همکاران، ۲۰۰۶)، ۴. کمیته‌های تخصصی (کلین[۶]، ۱۹۹۸؛ داویدسون و همکاران[۷]، ۲۰۰۵ و پروتی و همکاران[۸]، ۲۰۱۸)، ۵. تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره (کارتر

[1] Cornelli et al.
[2] Ghouma
[3] Ashbaugh-Skaife et al.
[4] Bhojraj and Sengupta
[5] Yermack
[6] Klein
[7] Davidson et al.
[8] Poretti et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

و همکاران[۱]، ۲۰۰۳؛ آدامز و فریرا[۲]، ۲۰۰۹؛ ترجسن و همکاران[۳]، ۲۰۱۵؛ کیاو و همکاران[۴]، ۲۰۱۵؛ آرن و همکاران[۵]، ۲۰۱۵؛ آهمد و همکاران[۶]، ۲۰۱۷؛ عباد و همکاران[۷]، ۲۰۱۷ و زالاتا و همکاران، ۲۰۱۸)، ۶. دوگانگی (فاسبرگ، ۲۰۰۴؛ اشبوق‌اسکایفی و همکاران، ۲۰۰۶ و بادآورنهندی و همکاران، ۱۳۹۳)، ۷. آیین نامه هیئت‌مدیره (اشبوق اسکایفی و همکاران، ۲۰۰۶)، ۸. اندازه هیئت‌مدیره (اندرسون و همکاران، ۲۰۰۴ و تنانی و رجبی، ۱۳۹۳)، ۹. تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره عضو کمیته حسابرسی (آبوت و همکاران[۸]، ۲۰۰۴؛ بدارد و همکاران[۹]، ۲۰۰۴؛ آگراول و چادها[۱۰]، ۲۰۰۵؛ زالاتا و همکاران، ۲۰۱۸؛ بیلال و همکاران[۱۱]، ۲۰۱۸ و باجرا و کادز[۱۲]، ۲۰۱۸) و ۱۰. بازار کار (بیسلی، ۱۹۹۶ و اندرسون و همکاران، ۲۰۰۴).

۴-۵. مکانیسم حسابرسی

مکانیسم بعدی که در شکل ۳ نیاز به توضیح دارد مکانیسم حسابرسی است. پژوهش‌های انجام شده در این حوزه عمدتاً به این موضوع پرداخته‌اند که کیفیت حسابرسی به عنوان یک مکانیسم نظارتی مستقل، بر کیفیت اطلاعات اثر می‌گذارد. در این زمینه پژوهش‌های انجام شده از معیارهای متفاوتی به منظور در نظر گرفتن کیفیت حسابرسی استفاده کرده‌اند. گروهی به کیفیت حسابرسی را در عضو چهار بزرگ بودن دانسته‌اند و گروهی دیگر ساعات کاری، دستمزد و تعداد مشتریان در صنعت و ... استفاده کرده‌اند. به طور کلی، اثر کیفیت حسابرسی بر نامتقارنی اطلاعات و انتخاب عوامل تخصص، تجربه، شهرت و تلاش بر اساس کارامانیز و لینوکس (۲۰۰۸)، گریفن و همکاران، (۲۰۱۰)، کوایب و جاربوی (۲۰۱۴) و ایلوید و جاربوی (۲۰۱۷) و اثر هزینه‌های نمایندگی بر کیفیت حسابرسی نیز بر اساس گریفن و همکاران، (۲۰۱۰) و بلقیتار و کلارک (۲۰۱۵) بوده است.

۴-۶. مکانیسم رقابت در بازار محصول

رقابت در بازار محصول به عنوان مکانیسم دیگر ارائه شده در شکل ۳، می‌تواند بر ریسک نکول و ارزش انحلال دارایی‌های وام گیرنده (دو معیار تعیین کننده هزینه بدهی) تأثیر بگذارد، به عبارتی، می‌تواند هزینه بدهی را نیز تغییر دهد (والتا[۱۳]، ۲۰۱۲).

[1] Carter et al.
[2] Adams and Ferreira
[3] Terjesen et al.
[4] Kyaw et al.
[5] Arun et al.
[6] Ahmed et al.
[7] Abad et al.
[8] Abbott et al.
[9] Bédard et al.
[10] Agrawal and Chadha
[11] Bilal et al.
[12] Bajra and Čadež
[13] Valta

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

در همین راستا والتا (۲۰۱۲) نشان دادند که رقابت در بازار محصول می‌تواند منجر به افزایش هزینه استقراض از بانک شود. به طور کلی رقابت در بازار محصول، دسترسی به منابع مالی را محدود می‌کند. به عبارتی، از یک سو به دلیل افزایش ریسک اعتباردهندگان و از دیگر سو به دلیل افزایش رقابت در تحصیل منابع محدود، دسترسی به منابع اعتباری را سخت و هزینه‌های آن را افزایش می‌دهد. همانطور که شکل ۳ نشان می‌دهد رقابت در بازار با کاهش دسترسی به منابع اعتباری و افزایش نرخ بهره، از طریق کاهش بدهی هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد. رقابت در بازار اثر معکوسی نیز بر هزینه‌های نمایندگی دارد که در جای دیگر به آن پرداخته خواهد شد.

۴-۷. مکانیسم تحلیلگران مالی

مکانیسم دیگری که در شکل ۳ نیاز به توضیح دارد، مکانیسم تحلیلگران مالی است. این بحث وجود دارد که تجزیه تحلیل اوراق بهادار می‌تواند مانند مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری یا اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره به عنوان یک مکانیسم نظارتی مهم هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد (جنسن و مکلینگ[1]، ۱۹۷۶؛ و دوکاس و همکاران، ۲۰۰۵). در حقیقت، تحلیلگران مالی با جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات و در نتیجه کاهش نامتقارنی اطلاعات است که می‌توانند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهند (دوکاس و همکاران، ۲۰۰۵). لذا، انتظار می‌رود وجود تحلیلگران مالی در بازار به عنوان یک مکانیسم نظارتی بتواند در فرونشاندن هزینه‌های نمایندگی مؤثر واقع شود. در ادامه به ارائه سایر مکانیسم‌های باقی مانده، در شکل ۴ پرداخته می‌شود.

۴-۸. مکانیسم پاداش

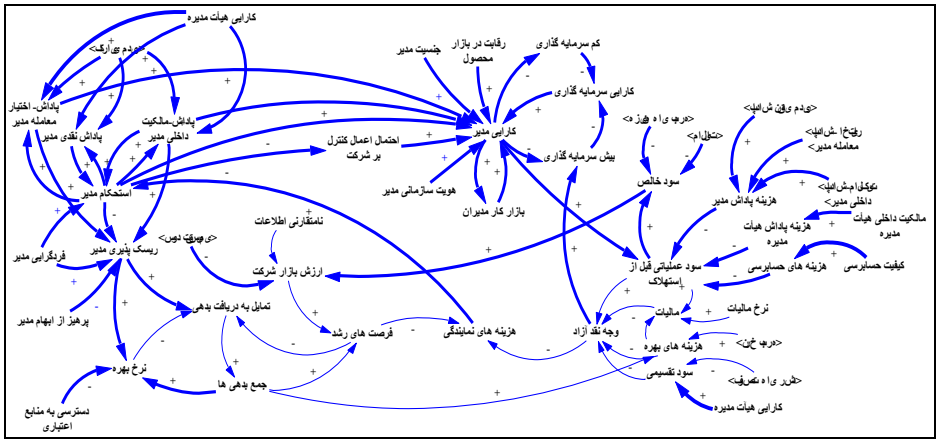
پاداش مدیر اشکال و ترکیب‌های متنوعی می‌تواند داشته باشد که در اینجا به سه نوع رایج و متداول پرداخته می‌شود. سه نوعی که عمده ادبیات تجربی به آن‌ها پرداخته و مورد بررسی قرار داده‌اند. این سه نوع عبارتند از پاداش به شکل مالکیت سهام، اعطای اختیار معامله و یا پاداش نقدی که در شکل ۴ ارائه شده‌اند.

در پژوهش‌های اخیر دو فرضیه همراستایی منافع و استحکام‌سازی مورد بررسی قرار گرفته است و بر اساس این فرضیه‌ها پیش‌بینی می‌شود رابطه بین مالکیت داخلی مدیر (به عنوان اولین مکانیسم پاداش) و اهرم مالی غیر خطی باشد. به عبارتی، انتظار بر این است هنگامی که مالکیت مدیریتی پایین است فرضیه همراستایی منافع غالب شده و اهرم مالی زیاد شود و هنگامی که مالکیت داخلی مدیر زیاد است فرضیه استحکام‌سازی نقش مؤثرتری داشته باشد و سطح اهرم مالی کاهش یابد (فلوراکیس و اوزکان، ۲۰۰۹ و سان و همکاران، ۲۰۱۶). در همین راستا

[1] Jensen and Meckling

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

برایلاسفورد و همکاران[1] (۲۰۰۲)، سان و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند که ارتباط بین مالکیت مدیریتی و اهرم مالی به صورت غیر خطی است.



شکل ۴: مکانیسم‌های پاداش، بازار کار مدیر و بازار اعمال کنترل شرکت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

پذیرش دو فرضیه همسویی منافع و استحکام‌سازی در مفهوم ریسک‌گریزی مدیر نهفته است. هنگامی که عمده ثروت مدیران به صورت غیر متنوعی در شرکت سرمایه‌گذاری می‌شود، میزان بهینه پذیرش ریسک توسط مدیران ممکن است از میزان مطلوب سهامداران کم‌تر باشد؛ بنابراین، با افزایش مالکیت سهام مدیران، انتظار می‌رود پذیرش ریسک آن‌ها افزایش و منافع‌شان با منافع سهامداران همسو شود. البته تا وقتی که میزان مالکیت مدیران نسبت به کل ثروتشان خیلی زیاد نشود، چرا که در چنین شرایطی به دلیل افزایش عدم تنوع سبد دارایی‌شان، نسبت به ریسک غیر سیستماتیک شرکت نگران‌تر می‌شوند (اورتز-ملونیا، ۲۰۰۶) و دست به فعالیت‌هایی می‌زنند که منجر به کاهش ریسک شرکت شود، رفتاری که لزوما همراستا با منافع سهامداران نیست.

همانطور که در شکل ۴ نشان داده شده است پاداش-مالکیت داخلی مدیر یکبار مستقیما ریسک‌پذیری مدیر را افزایش داده و بار دیگر از طریق افزایش استحکام مدیر منجر به کاهش ریسک‌پذیری وی می‌گردد. ریسک‌پذیری مدیر نیز می‌تواند از طریق تمایل به دریافت منابع اعتباری منجر به افزایش اهرم مالی و در نهایت هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد.

[1] Brailsford et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مطابق شکل ۴ استحکام‌سازی مدیر تأثیرات مخرب دیگری نیز دارد. مشابه یافته‌های استالز (۱۹۸۸) یک مدیر با جایگاه مستحکم می‌تواند مانع اعمال کنترل بر شرکت شود.

بسته پاداش اختیار معامله مبتنی بر نوسان بازده سهم به عنوان مکانیسم دیگر پاداش، می‌تواند ریسک را در نظر مدیر ارزشمندتر جلوه دهد. لذا، با افزایش آن، مدیر سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری ریسکی‌تر و نوسان بیش‌تر بازده را می‌پسندد (کولز و همکاران[1]، ۲۰۰۶). در همین راستا، کولز و همکاران (۲۰۰۶)، اورتز-ملونیا (۲۰۰۶) و بروکمن و همکاران (۲۰۱۰) نشان دادند که بسته پاداش مبتنی بر اختیار معامله پذیرش ریسک مدیر را افزایش می‌دهد. در شکل ۴ نشان داده شده است که پاداش مبتنی بر اختیار معامله به چه شکل می‌تواند منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی گردد.

مطابق شکل ۴، سومین نوع از مکانیسم پاداش، پاداش نقدی است. پاداش نقدی بر خلاف پاداش وابسته به عملکرد و قیمت سهام هیچ ریسکی را به مدیر تحمیل نمی‌کند. انتظار می‌رود سطح بالای پاداش نقدی منجر به استحکام جایگاه مدیریت گردد. به عبارتی، مدیران ریسک‌گریز در چنین شرایطی بیش‌تر درگیر سیاست‌هایی در شرکت خواهند شد که منافع خودشان به هزینه مالکان تأمین شود (بلقیتار و کلارک، ۲۰۱۵).

۴-۹. مکانیسم بازار کنترل شرکت

مکانیسم بازار کنترل شرکت از طریق افزایش احتمال اعمال کنترل، همانطور که در شکل ۴ ارائه شده است، می‌تواند کارایی مدیر را افزایش دهد. به عبارتی، اگر مدیر ناکارا باشد، ارزش شرکت کاهش می‌یابد که در نتیجه آن احتمال اعمال کنترل شرکت افزایش می‌یابد. چرا که یک مهاجم آگاهی لازم در این خصوص دارد که دلیل ارزش پایین شرکت، شرایط بد محیطی است یا عملکرد مدیر (اسکارفستین[2]، ۱۹۸۸). لذا، مکانیسم بازار کنترل شرکت می‌تواند به عنوان یک عامل بازدارنده عمل کند. به این صورت که در نتیجه عملکرد ضعیف یک مدیر احتمال تحصیل آن شرکت افزایش یافته و با تغییر مالکان، جابه‌جایی مدیر نیز محتمل می‌گردد؛ بنابراین، در چنین شرایطی مدیر از انگیزه کافی برای کاهش تضاد منافع برخوردار خواهد بود (جنسن و روباک، ۱۹۸۳ و آتاناسو، ۲۰۱۳). فاما و جنسن (۱۹۸۳) نیز بر اهمیت این مکانیسم در کنترل هزینه های‌نمایندگی تأکید داشتند.

۴-۱۰. مکانیسم رقابت در بازار محصول

در بخش‌های قبل یک بار اثر این مکانیسم بر بدهی شرح داده شد. اکنون اثر آن بر کارایی مدیر مورد توجه قرار می‌گیرد. مکانیسم رقابت در بازار محصول می‌تواند با افزایش کارایی مدیر در حل

[1] Coles et al.

[2] Scharfstein

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تضاد نمایندگی کمک کند. با افزایش رقابت در بازار محصول در صورت ضعیف عمل کردن مدیر، شرکت با خطر انحلال مواجه می‌شود. لذا این خطر، مدیران را به کار و تلاش بیش‌تری برای بهبود کارایی شرکت و حفظ جایگاه شغلی خود وادار می‌کند. اثر انحلال بر تلاش مدیر با توجه به محدودیت ثروت مدیر و عدم تنوع آن منطقی به نظر می‌رسد (اسچمیدت[1]، ۱۹۹۷). در همین راستا، هارت[2] (۱۹۸۳)، باگز و دی بتیگنس (۲۰۰۷) و لونتیس و همکاران (۲۰۱۱) نشان دادند که افزایش رقابت در بازرا محصول منجر به افزایش کارایی و عملکرد مدیر می‌شود.

۴-۱۱. مکانیسم بازار کار مدیران

مکانیسم دیگری که نقش مهمی را می‌تواند در فرونشاندن هزینه‌های نمایندگی ایفا کند بازار کار مدیران است. سوابق عملکرد یک مدیر شامل موفقیت‌ها و شکست‌ها، اطلاعاتی هستند که میزان توانایی و استعداد آن مدیر را به بازار کار مخابره می‌کنند. لذا، اگرچه منافع مدیران ممکن است تحت تأثیر عملکرد جاری‌شان قرار نگیرد اما میزان موفقیت یا شکست آن‌ها در میزان دستمزد آینده‌شان تأثیر خواهد داشت (فاما، ۱۹۸۰)؛ بنابراین، همانطور که در شکل ۴ نشان داده شده است انتظار می‌رود این مکانیسم بتواند نقش مؤثری در افزایش کارایی مدیران داشته باشد. رابطه بین مکانیسم بازار کار و کارایی مدیر دوسویه پیش‌بینی می‌شود چرا که بهبود عملکرد مدیر شرایط بهتری را برای وی در بازار کار رقم خواهد زد.

۴-۱۲. متغیر بیش و کم‌سرمایه‌گذاری

بیش و کم‌سرمایه‌گذاری آفت منافع سهامداران است که توسط مدیر انجام می‌شود. یک مدیر می‌تواند با صرف وجوه نقد آزاد در مسیر بیش‌سرمایه‌گذاری دست به استحکام جایگاه خود بزند (شلیفر و ویشنی[3]، ۱۹۸۹). در همین راستا شلیفر و ویشنی (۱۹۸۹) بیان می‌کنند، اعضای هیئت‌مدیره می‌تواند منافع را همراستا کند.

اما کم‌سرمایه‌گذاری از دیگر موضوع‌هایی است که درحوزه نمایندگی به آن پرداخته شده است. مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) بیان کردند در هنگام تأمین مالی، اگر ناتقارنی اطلاعاتی برطرف نشود، بازار مدیر را با کاهش قیمت سهام یا افزایش نرخ بهره جریمه خواهد کرد که نتیجه آن افزایش هزینه سرمایه است. در نتیجه، آثار ناتقارنی اطلاعات محدودیت در تأمین مالی و رد کردن پروژه‌های سودآور خواهد بود که در ادبیات تئوری نمایندگی تحت عنوان کم‌سرمایه‌گذاری یاد می‌شود. به بیان دیگر، نامتقارنی اطلاعات منجر به افزایش تأمین مالی از طریق بدهی شده و هنگامی که یک شرکت از اهرم مالی بالایی برخوردار باشد، سهامداران انگیزه‌ای برای تأمین

[1] Schmidt
[2] Hart
[3] Shleifer and Vishny

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سرمایه جدید حتی جهت پروژه‌های با ارزش خالص بازیافتنی مثبت را نیز ندارند (کاشفی پور و خانسالار[1]، ۲۰۱۵)، از طرفی ظرفیت بدهی نیز محدود شده و هزینه‌های آن افزایش یافته که تأمین مالی از این طریق نیز مقرون به صرفه نخواهد بود که در نتیجه، این انعطاف‌پذیری مالی کم منجر به کم‌سرمایه‌گذاری خواهد شد؛ بنابراین، انتظار می‌رود افزایش نامتقارنی اطلاعات و متعاقب آن افزایش بدهی (با تأخیر زمانی) منجر به کم‌سرمایه‌گذاری شده و با کاهش کارایی مدیر هزینه‌های نمایندگی را افزایش دهد.

انتظار می‌رود بتوان از طریق مکانیسم پاداش مشکل بیش و کم‌سرمایه‌گذاری را کنترل کرد. در همین راستا، هادلوک و همکاران[2] (۱۹۹۸) نشان دادند که یک رابطه غیر خطی بین مالکیت داخلی مدیر و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت وجود دارد. به عبارتی، هنگامی که سطح مالکیت داخلی پایین است سرمایه‌گذاری‌ها کارا و هنگامی که مالکیت داخلی زیاد می‌شود، استحکام‌سازی مدیریت افزایش یافته و کارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. این رابطه در شکل ۴ به صورت غیر مستقیم از طریق تأثیر پاداش بر کارایی مدیر نشان داده شده است.

۴-۱۳. متغیر فردگرایی

پیشینه پژوهش در این حوزه نشان داده است که سطح بالای فردگرایی با اعتماد به نفس بیش از حد[3] همراه خواهد بود و ریسک‌پذیری بیش‌تری را در پی خواهد داشت. لذا، انتظار می‌رود در یک جامعه با ویژگی غالب فردگرایی، فعالان بازار اطمینان بیش‌تری به منطق و تحلیل‌های خود داشته باشند و منطق جمعی در تصمیمات سرمایه‌گذاری را کمتر مورد استفاده قرار دهند (فیور و مکدونالد، ۲۰۱۵). در یک جامعه فردگرا، افراد بیشتر به دنبال اهداف و منافع شخصی خواهند بود تا منافع سایر افراد؛ بنابراین در چنین جامعه‌ای رفتارهای فرصت‌طلبانه از افراد داخل شرکت نیز افزایش می‌یابد (فیدرموک و جاکوب، ۲۰۱۰)؛ بنابراین، از یک مدیر فردگرا مطابق شکل ۴ انتظار می‌رود هم ریسک‌پذیر باشد و هم به استحکام و رفتارهای فرصت‌طلبانه بپردازد.

۴-۱۴. متغیر پرهیز از ابهام

به سطح اضطراب جامعه در مواجه با آینده ناشناخته مربوط می‌شود. در یک جامعه، امتیاز بالا برای این بعد فرهنگی بیانگر آن است که افراد نسبت به بازده بالقوه یک فعالیت ریسکی تردید بیشتری داشته و در صورتی ریسک را می‌پذیرند که بازده بالاتری دریافت کنند. در مقابل در یک جامعه با پرهیز از ابهام پایین، پذیرش ریسک به سولت بیشتری صورت می‌گیرد (فیدرموک و

[1] Kashefi Pour and Khansalar
[2] Hadlock et al.
[3] Overconfidence

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جاکوب، ۲۰۱۰)؛ بنابراین، از یک مدیر با پرهیز از ابهام بالا مطابق شکل ۴ انتظار می‌رود ریسک-پذیری کمتری داشته باشد.

۴-۱۵. مکانیسم جنسیت مدیر

به طور کلی وجود زن در پست مدیریت استقلال و کارایی آن را افزایش می‌دهد. این بهبود مطابق با تئوری‌های جامعه‌شناسی و روانشناسی اقتصادی می‌تواند به خاطر تفاوت‌های بارز رفتاری میان زن و مرد رخ دهد. برای مثال زنان در مقایسه با مردان، تمایل دارند مهارت‌های فردی بهتری داشته باشند، قابلیت اعتماد[1] بیشتری را نشان دهند و سبک ارتباطی[2] آن‌ها بیشتر مشارکتی و روندگرا[3] است که می‌تواند فرایند تصمیم‌گیری را به وسیله خلق فضای ارتباطی بیشتر و ملاحظه دیدگاه‌های مختلف به منظور یکجا کردن اظهار نظرهای معتبر در یک موضوع، بهبود بخشد (عباد و همکاران، ۲۰۱۷). لذا، در صورتی که مدیر شرکت زن باشد انتظار می‌رود مطابق شکل ۴ کارایی وی نسبت به یک مرد بیش‌تر و هزینه‌های نمایندگی کاهش یابد. در همین راستا، جرکوس و همکاران (۲۰۱۱) نشان دادند که وجود زنان در پست مدیریت شرکت منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌گردد. لازم به ذکر است در شکل ۴ منظور از مکانیسم جنسیت، زن بودن مدیر است.

۴-۱۶. مکانیسم هویت‌سازمانی

هویت‌سازمانی به این معنا است که افراد یک سازمان (در هر سطحی)، حتی اگر کنترل و نظارتی وجود نداشته باشد تا چه میزان منافع سازمان را بر منافع شخصی خود ترجیح می‌دهند. مدیری که از هویت‌سازمانی بالایی برخوردار است فشار بر سلامت مالی سازمان را خطری برای عزت نفس خود احساس می‌کند. انگیزه بنیادی انسان برای فرونشاندن خطری که عزت نفس را تهدید می‌کند، منجر خواهد شد که مدیر از اعمالی (مانند دریافت پاداش و مزایا بدون داشتن عملکرد مناسب و یا استفاده شخصی از خودرو شرکت) که به صورت منفی بر سازمانش تأثیر می‌گذارد پرهیز کند (بویوی و همکاران،۲۰۱۱)؛ بنابراین انتظار می‌رود در صورت بالا بودن هویت‌سازمانی مدیر، کارایی وی مطابق شکل ۴ افزایش یابد.

سایر مواردی که در شکل ۴ ارائه شده و از توضیح آن‌ها صرف نظر گردیده، موارد بدیهی هستند؛ مانند اثر هزینه‌های پاداش بر سود عملیاتی.

اکنون می‌توان شکل‌های ۱، ۲، ۳ و ۴ را با یکدیگر تجمیع کرده و مدل و چارچوبی واحد برای روابط میان متغیرها و مکانیسم‌های مرتبط با هزینه‌های نمایندگی ارائه کرد. این مدل در

[1] Trustworthiness
[2] Communication
[3] Process-Oriented

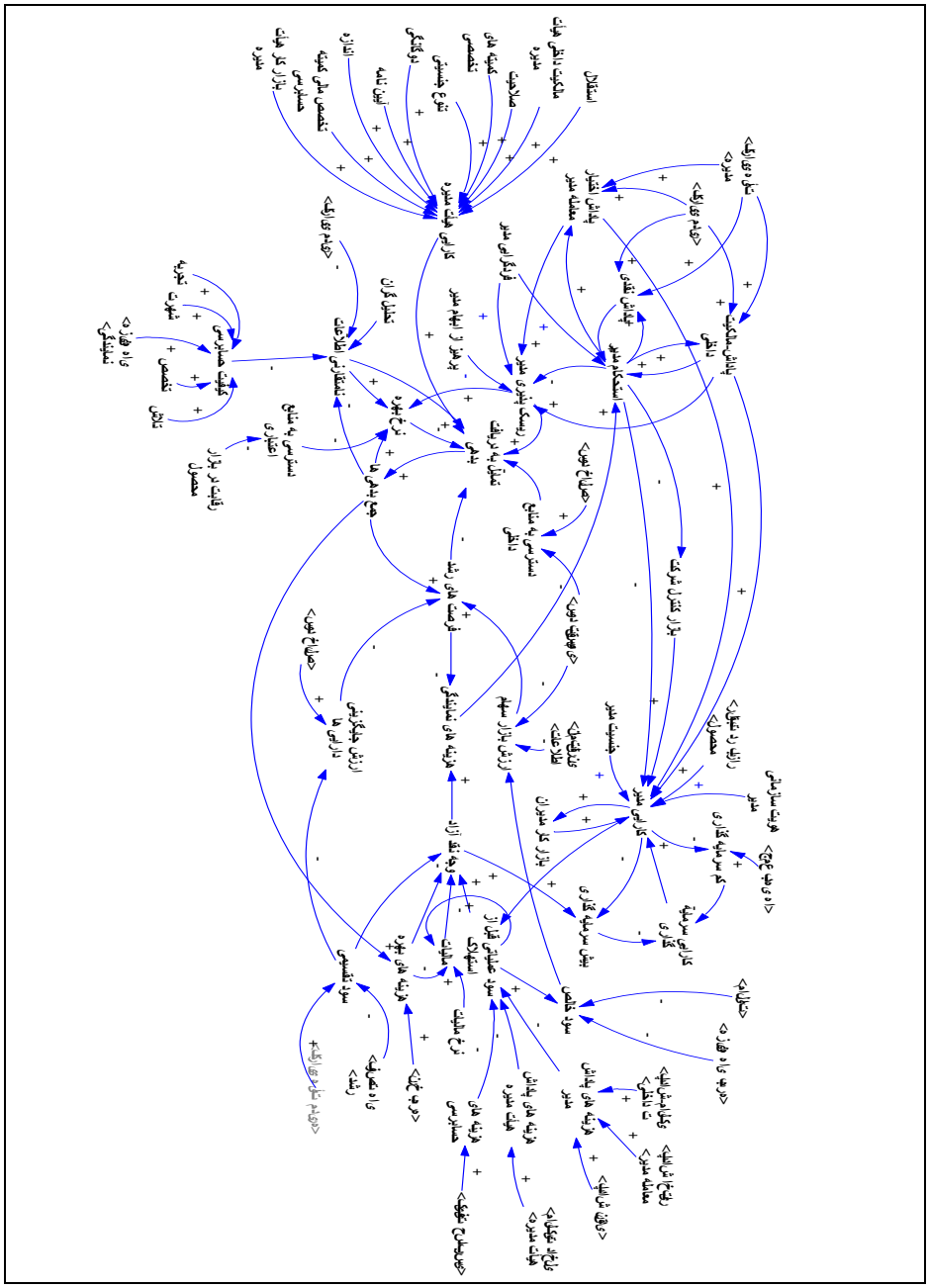
[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

شکل ۵ ارائه شده است. همانطور که ملاحظه می‌شود، مدل مذکور همه مکانیسم‌ها و متغیرهای اثرگذار بر هزینه‌های نمایندگی را به صورت یکجا و با در نظر گرفتن همه روابط ممکن از جمله روابط بازخوردی نشان می‌دهد.

در هنگام تشریح شکل‌های ۱، ۲، ۳ و ۴ مبانی نظری و تجربی پشتوانه مدل ارائه گردید. در شکل ۵ با تشریح نمونه‌ای از روابط و چرخه‌های ایجاد شده بین متغیرها و مکانیسم‌های موجود، اهمیت و ضرورت کاربرد بررسی‌های سیستمی برجسته خواهد شد و ضعف بررسی‌های جزیره‌ای پیشین نمایان خواهد گردید.

چرخه ۱: کارایی هیئت‌مدیره به چند طریق بدهی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. ابتدا با تنظیم میزان پاداش، فعالیت مدیر را به سمت کارایی بیش‌تر جهت داده و با افزایش سودآوری، بر ارزش شرکت افزوده و با تضمین آینده‌ای بهتر برای شرکت، فرصت‌های رشد را افزایش می‌دهد. افزایش در فرصت‌های رشد مانع افزایش بدهی خواهد شد، زیرا همانطور که مبانی نظری و تجربی تأکید داشتند در این شرایط افزایش اهرم مالی می‌تواند منجر به کم‌سرمایه‌گذاری شود (اثر غیر مستقیم که در شکل ۵ ترسیم شده). شایان ذکر است که تأثیر اهرم مالی در این رابطه با تأخیر همراه خواهد بود که می‌توان در مدل آن را در نظر گرفت؛ اما چنانچه فرصت‌های رشد به هر دلیلی (مثلا افزایش استحکام مدیر و متعاقبا کاهش کارایی مدیر و ارزش شرکت) کاهش یابد، انتظار می‌رود کارایی هیئت‌مدیره با در نظر گرفتن سطح پایین فرصت‌های رشد، اقدام به افزایش بدهی نماید (اثر مستقیمی که در شکل ۵ ترسیم شده). اثر غیر مستقیم دیگری نیز وجود دارد. هیأت مدیره با تعیین میزان پاداش مدیر، در حقیقت میزان ریسک‌پذیری وی را تعیین خواهد کرد. مدیر نیز با توجه به میزان ریسک‌پذیری خود اقدام به تأمین مالی می‌کند. نکته‌ای که در این بین حائز اهمیت است نقش بی چون چرای هیئت‌مدیره است. به عبارتی، اگر کارایی هیئت‌مدیره وجود نداشته باشد شیرازه مدل از هم پاشیده و کنترل تضاد نمایندگی با دشواری امکان‌پذیر می‌گردد. برای مثال همان‌طور که قبلا اشاره شد مدیر به خودی خود تمایلی به افزایش بدهی ندارد اعم از اینکه فرصت‌های رشد بالا باشد یا نباشد. به بیان دیگر اولویت وی در افزایش بدهی میزان ریسک خود است نه میزان فرصت‌های رشد شرکت؛ بنابراین، ساز و کار هیئت‌مدیره در نظم‌دهی به رفتار مدیر حائز اهمیت است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]



شکل ۵: مدل هزینه‌های نمایندگی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

کسی می‌تواند بگوید که هیئت‌مدیره از طریق افزایش سودآوری می‌تواند وجه نقد آزاد را افزایش و وضعیت تضاد نمایندگی را بدتر نماید؛ اما این یک برداشت سطحی از شکل ۵ است، چرا که اگر توجه شود با افزایش وجه نقد آزاد، بیش‌سرمایه‌گذاری به شرطی افزایش می‌یابد که کارایی مدیر کم باشد و کارایی مدیر وقتی کم است که کارایی هیئت‌مدیره کم باشد (البته کارایی مدیر تحت تأثیر عوامل دیگری نیز قرار می‌گیرد که مهمترین آن کارایی هیئت‌مدیره است که از طریق تعیین پاداش بر کارایی مدیر اثر می‌گذارد). لذا، هیئت‌مدیره به عنوان یک عامل کنترل کننده و بازدارنده بر سر کار حاضر است.

کارایی هیئت‌مدیره بر سود تقسیمی نیز اثر می‌گذارد. به عبارتی، یک هیئت‌مدیره کارا با در نظر گرفتن سطح فرصت‌های رشد میزان سود تقسیمی را مشخص خواهد کرد. لذا انتظار می‌رود که اگر فرصت‌ها بالا باشد، هیئت‌مدیره سود تقسیمی را کاهش دهد. در این حالت مجدداً وجه نقد آزاد زیاد شده که فرایندی مشابه توضیح بالا تکرار خواهد شد؛ اما. در صورتی که فرصت‌ها پایین باشد با افزایش سود تقسیمی و یا بدهی ها و یا هر دو به کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک خواهد کرد.

چرخه ۲: اثر مکانیسم پاداش بر بدهی به این صورت است که مکانیسم پاداش چقدر توانسته است ریسک‌پذیری مدیر را افزایش دهد. ریسک‌پذیری بیش‌تر، تمایل مدیر به دریافت بدهی را زیاد می‌کند و به این شیوه می‌تواند منجر به افزایش فرصت‌های رشد شده و از هزینه‌های نمایندگی بکاهد. ریسک‌پذیری مدیر می‌تواند از طریق افزایش نرخ بهره یا هزینه بدهی اثر معکوس نیز بر بدهی و فرصت رشد داشته باشد. در هر صورت این اثر پاداش بر بدهی مجدداً از طریق میزان هزینه‌های نمایندگی به صورت یک اثر بازخوردی به خودش باز می‌گردد. به این معنی که اگر پاداش بتواند در مجموع با افزایش بدهی، هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد، میزان استحکام مدیر نیز کاهش می‌یابد، با کاهش استحکام مدیر کارایی مدیر افزایش یافته و میزان پاداش مدیر نیز متعاقبا افزایش می‌یابد.

البته پاداش مدیر را هیئت‌مدیره با توجه به میزان کارایی و استحکام وی تعیین می‌کند. اگر به دلیل وجود سایر مکانیسم‌ها مانند رقابت در بازار محصول و یا بازار کار مدیر، عملکرد مدیر از کارایی لازم برخوردار باشد، هیأت مدیره می‌تواند هزینه‌های پاداش را کاهش دهد. با کاهش هزینه‌های پاداش همانطور که در شکل ۵ مشخص است، سودآوری و ارزش شرکت رشد کرده و در نهایت هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد. در شکل ۵ علامت اثر کارایی هیئت‌مدیره بر روی پاداش مثبت است. این علامت به این معنی نیست که همواره با افزایش کارایی هیئت‌مدیره

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

پاداش مدیر افزایش می‌یابد. بلکه می‌توان برای مدل در هنگام اجرا شرط گذاشت که اگر کارایی و استحکام مدیر کم بود هیئت‌مدیره پاداش را زیاد کند.

چرخه‌های ارائه شده در بالا صرفاً نمونه‌ای از روابط موجود بین متغیرها و مکانیسم‌های ارائه شده در مدل بود. بیان همه روابط واقعا کار طاقت فرسایی است و کل پژوهش را به حاشیه برده و قطعا از حوصله خواننده خارج خواهد شد. لذا، در اینجا به همین سه نمونه اکتفا کرده و هدف از ارائه این سه نمونه نیز روشن نمودن اهمیت مدل ارائه شده و به طور کلی استفاده از دیدگاه سیستمی در پژوهش‌های حوزه حسابداری و مالی بود. همانطور که مشاهده می‌شود بدون داشتن یک نگرش سیستمی نمی‌توان چنین مدل و روابطی را ترسیم و به بوته آزمایش سپرد.

۵. نتیجه‌گیری

از یافته‌های مهم این پژوهش می‌توان به ارائه مدلی کلی نگر به منظور حداقل‌سازی هزینه‌های نمایندگی اشاره کرد. مدلی که تاکنون مورد توجه پژوهش‌های پیشین قرار نگرفته است و در حقیقت، نقطه ضعف و خلأ آن‌ها محسوب می‌شده است. چرا که عمدتاً به بررسی جزیره‌ای مکانیسم‌ها و متغیرهای مختلف می‌پرداخته‌اند و همه روابط موجود را در نظر نمی‌گرفته‌اند. به طور کلی این پژوهش توانسته است بر ضعف‌ها و خلاءهای موجود در پژوهش‌های پیشین از جمله، بررسی جزیره‌ای متغیرها و مکانیسم‌ها و عدم در نظر گرفتن همه روابط موجود بین آن‌ها، عدم توجه به آثار بازخوردی بین متغیرها و مکانیسم‌ها و عدم توجه به رابطه جایگزینی بین مکانیسم‌های مختلف با استفاده از دیدگاه سیستمی فایق آید.

چنین مدل سیستمی از هزینه‌های نمایندگی مدیر- مالک جهت بهبود تصمیم‌گیری و سیاست‌گذاری می‌تواند دارای برتری فوق‌العاده‌ای نسبت به بررسی‌های جزیره‌ای باشد. برای مثال، هنگامی که سیاست افزایش بدهی مد نظر قرار می‌گیرد، مدل پس از در نظر گرفتن آثار سایر مکانیسم‌های موجود مانند، بازار کار مدیر، رقابت در بازار محصول، کیفیت حسابرسی و ... نقش افزایش بدهی بر هزینه‌های نمایندگی را مورد توجه قرار داده و سپس نسبت به تغییر سطح بدهی سیاست وضع می‌کند. لذا، ممکن است اگر سایر مکانیسم‌ها توانسته باشند هزینه‌های نمایندگی را کنترل کنند، مثلا مدیر به خاطر ترس از دست دادن آینده شغلی خود و بازار کارش از تضاد منافع بپرهیزد، دیگر نیازی به تغییر سطح بدهی و یا پاداش مدیر نباشد. یا اگر میزان بدهی شرکت افزایش یافته دیگر نیاز به افزایش پاداش مدیر یا افزایش سود نقدی نباشد؛ بنابراین، اهمیت دیدگاه سیستمی در اینجا است که برجسته می‌شود. چرا که بدون در نظر گرفتن آثار سایر مکانیسم‌ها و متغیرها و همچنین همه آثار یک مکانیسم و یک متغیر نمی‌توان با اطمینان در مورد افزایش یا کاهش یک مکانیسم به منظور کنترل تضاد نمایندگی صحبت کرد. چرا که به

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

طور نمونه، افزایش کیفیت حسابرسی علاوه بر اینکه می‌تواند نقش نظم دهندگی داشته باشد از طریق افزایش هزینه‌های نظارت می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را افزایش دهد یا افزایش مالکیت مدیریتی همواره نمی‌تواند آثار مثبت داشته باشد. از طرفی اگر هزینه‌های نمایندگی به واسطه وجود تحلیلگران مالی یا رقابت در بازار کار محصول و یا به خاطر بازار کار مدیر کنترل شده است، شرکت می‌تواند در هزینه‌های نظارت خود از جمله هزینه‌های حسابرسی، پاداش مدیر و یا سود نقدی صرفه جویی کند. البته تصمیم‌گیری در خصوص میزان بهینه هر کدام از مکانیسم‌ها در گرو اجرای مدل است که در این پژوهش هدف، صرفاً طراحی و ارائه مدل بوده است.

به طور کلی، نتایج ارائه شده در این پژوهش می‌تواند نگرش به پژوهش‌ها در حوزه حسابداری را دگرگون کند. این موضوع می‌تواند از مهمترین کاربردهای آن تلقی گردد. از کاربردهای دیگر آن، استفاده از مدل ارائه شده در راستای تدوین سیاست‌های مناسب جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های مختلف است. همانطور که در پاراگراف قبلی شرح داده شد، تصمیم‌گیری در خصوص تدوین سیاست‌های مختلف به منظور کنترل و کاهش هزینه‌های نمایندگی از پیچیدگی‌های زیادی برخوردار است و مستلزم توجه به مکانیسم‌ها و متغیرهای متعدد و همه آثار و روابط آن‌ها است. به عبارتی دیگر، مستلزم در نظر گرفتن هزینه‌های نمایندگی به عنوان یک سیستم است. لذا، با این نوع نگرش مالکان و سهامداران یک شرکت می‌توانند بهترین سناریو را برای کنترل هزینه‌ها و تضاد موجود بین خود و مدیر را طراحی و پیاده کنند. سناریویی که در آن به آثار مکانیسم‌ها و متغیرها متعددی توجه شده است.

به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود مدل ارائه شده در این پژوهش به صورت موردی برای شرکت‌های مختلف مورد استفاده قرار گرفته و برای آن‌ها بهترین سیاست‌هایی که می‌تواند هزینه‌های نمایندگی در چارچوب رابطه مدیر- مالک را حداقل کند ارائه کنند. همچنین، پیشنهاد می‌شود برای روابط نمایندگی دیگر از جمله مالکان و اعتباردهندگان، مدیر و کارکنان و ... نیز مدل علی با استفاده از دیدگاه سیستمی طراحی شود.

در این پژوهش به جز موارد خیلی اندک و انگشت شمار عدم دسترسی به متن پیشینه پژوهشف محدودیت دیگری وجود نداشته است. در هر صورت، مواردی که متن پژوهش در دسترس نبود به ناچار به چکیده آن اکتفا گردید.

۷. منابع و مآخذ

استرمن، جان د. (۱۳۹۴). **پویایی شناسی کسب و کار تفکر سیستمی و مدل‌سازی برای جهانی پیچیده**. ترجمه کوروش برارپور؛ بنفشه بهزاد؛ لاله رضایی عدل؛ پریسا موسوی اهرنجانی؛ مرضیه امامی و حسن فغانی، تهران: سمت.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

بادآور نهندی، یونس؛ برادران حسن زاده، رسول و شریف زاده، غفور (۱۳۹۳). بررسی تأثیر ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی. **حسابداری مالی**، ۲۴، ۱۶۹-۱۴۳.

باغومیان، رافیک و نقدی، سجاد (۱۳۹۳). تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر میزان افشای اختیاری در گزارش‌گری سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **دانش حسابداری**، ۱۶، ۱۱۹-۱۳۶.

بهرامی، آرش؛ یادگارزاده، غلامرضا و پرند، کوروش (۱۳۸۶). تعیین خط مشی‌ها و عوامل اثرگذار در ارزشیابی درونی گروه‌های آموزشی: رویکردی بر اساس پویایی سیستم. **پژوهش و برنامه‌ریزی در آموزش عالی**، ۴۴، ۴۹-۸۴.

تنانی، محسن و رجبی، هادی (۱۳۹۳). بررسی تأثیر اندازه و استقلال هیأت مدیره بر هزینه‌های نمایندگی. **حسابداری مالی**، ۲۳، ۱۰۳-۸۶.

جباری، حسین؛ رحمانی، حلیمه و وفاپور، محمد علی (۱۳۹۲). تأثیر سیاست‌های تأمین مالی بر هزینه‌های نمایندگی، **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی**، ۱۹، ۱۵۳-۱۷۲.

حیدری، مهدی؛ قادری، بهمن و کفعمی، مهدی (۱۳۹۵). بررسی تأثیر راهبری شرکتی در تقلیل هزینه‌های نمایندگی: رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری، **پژوهش‌های حسابداری مالی**، ۲۸، ۱۰۱-۱۲۴.

خواجوی، شکراله؛ حلاج، محمد و گنجی، کیانوش (۱۳۹۵). مقایسه نظریه دامنه و نظریه روش در پژوهش‌های حسابداری مدیریت: با تأکید بر نظریه کنشگر-شبکه. **حسابداری مدیریت**، ۲۹، ۷۲-۵۳.

خواجوی، شکراله و محمدیان، محمد (۱۳۹۷). الگوی مفهومی حسابداری شهروندی مبتنی بر تفکر انتقادی، **حسابداری مدیریت**، ۳۷، ۱۰۶-۹۷.

رحیمیان، نظام الدین؛ قادری، بهمن و رسولی، پیمان (۱۳۹۵). ساختار سرمایه و نظریه نمایندگی: شواهدی تجربی از بورس اوراق بهادار تهران، **پژوهش حسابداری**، ۲۳، ۴۱-۶۴.

رضاییان، علی (۱۳۸۳). **تجزیه و تحلیل سیستم‌ها**. تهران: سمت

رهنمای رودپشتی، فریدون و گودرزی، احمد (۱۳۹۲). حسابداری مدیریت انتقادی. **دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت**، ۵، ۱۴-۱.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سوشیل، شارما (۱۳۹۳). **پویایی های سیستم رویکردی کاربردی برای مسائل مدیریتی. ترجمه ابراهیم تیموری؛ علیرضا نورعلی و نریمان ولی زاده. تهران:** دانشگاه علم و صنعت ایران.

غیوری مقدم، علی و حاجب، حمید رضا (۱۳۹۴). تأثیر ساختار سرمایه بر کارایی سود شرکت‌های پذیرفته شده صنعت خودرو و ساخت قطعات بورس اوراق بهادار تهران، **مدیریت دارایی و تأمین مالی**، ۸، ۹۱ -۱۰۶.

محمدی، علی؛ خلیفه، مجتبی؛ عباسی، عباس؛ علی محمدلو، مسلم و اقتصادی فرد، محمود (۱۳۹۶). طراحی زنجیره تأمین با رویکرد یکپارچه‌سازی مالی و عملیاتی. **چشم‌انداز مدیریت**، ۲۶، ۱۶۸-۱۳۹.

مصلح‌شیرازی، علی نقی و خلیفه، مجتبی (۱۳۹۶). شبیه‌سازی و سیاست‌گذاری درونی و بیرونی مشکلات تامین مالی SME ها با رویکرد پویایی‌شناسی سیستمی. **مدیریت دارایی و تامین مالی**، ۲، ۶۲-۹۲.

موسوی‌حقیقی، محمد هاشم و خلیفه، مجتبی (۱۳۹۴). شبیه‌سازی الگوی تاثیر اهرم مالی بر ارزش شرکت با رویکرد پویایی‌شناسی سیستمی. **مدیریت دارایی و تامین مالی**، (۳)۳، ۸۳-۱۰۴.

مهدوی، غلامحسین و علیزاده طلاتپه، وحید (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و سطح افشای داوطلبانه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **پیشرفت-های حسابداری**، ۶۸/۳، ۲۰۳-۲۳۰.

ناظمی، امین و نصیری، طاهره (۱۳۹۳). بررسی ارتباط میان کیفیت حاکمیت شرکتی و میزان مالکیت نهادی با افشای اطلاعات، **حسابداری مالی**، ۲۴، ۹۹-۱۲۰.

نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و وافی ثانی، جلال (۱۳۸۸). بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهاار تهران، **تحقیقات حسابداری**، ۱، ۱-۲۴.

ولی پور، هاشم و خرم علی (۱۳۹۰). اثربخشی ساز و کارهای نظام راهبری شرکت به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی، **حسابداری مدیریت**، ۸، ۶۱-۷۵.

Abad, D., Lucas-Pérez, M. E., Minguez-Vera, A., and Yagüe, J. (2017). Does gender diversity on corporate boards reduce information asymmetry in equity markets?. **BRQ Business Research Quarterly**, 20(3), 192-205.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Abbott, L. J., Parker, S., and Peters, G. F. (2004). Audit committee characteristics and restatements. **Auditing: A Journal of Practice and Theory**, 23(1), 69-87.

Adams, R. B., and Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. **Journal of financial economics**, 94(2), 291-309.

Ahmed, A., Monem, R. M., Delaney, D., and Ng, C. (2017). Gender diversity in corporate boards and continuous disclosure: Evidence from Australia. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, 13(2), 89-107.

Aivazian, V. A., Ge, Y., and Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. **Journal of corporate finance**, 11(1-2), 277-291.

Alexander, C. R., and Cohen, M. A. (1999). Why do corporations become criminals? Ownership, hidden actions, and crime as an agency cost. **Journal of Corporate Finance**, 5(1), 1-34.

Anderson, R. C., Mansi, S. A., and Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of accounting and economics**, 37(3), 315-342.

Ang, J. S., Cole, R. A., and Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. **The Journal of Finance**, 55(1), 81-106.

Agrawal, A., and Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. **The Journal of Law and Economics**, 48(2), 371-406.

Agrawal, A., and Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of financial and quantitative analysis**, 31(3), 377-397.

Akkermans, H. A., and Van Oorschot, K. E. (2005). Relevance assumed: a case study of balanced scorecard development using system dynamics. **Journal of the Operational Research Society**, 56(8), 931-941.

Allam, B. S. (2018). The impact of board characteristics and ownership identity on agency costs and firm performance: UK evidence. Corporate Governance: **The International Journal of Business in Society.**

Aras, G., and Kutlu Furtuna, O. (2015). Does governance efficiency affect equity agency costs? Evidence from Borsa Istanbul. **Emerging Markets Finance and Trade**, 51(sup2), S84-S100.

Arun, T. G., Almahrog, Y. E., and Aribi, Z. A. (2015). Female directors and earnings management: Evidence from UK companies. **International Review of Financial Analysis**, 39, 137-146.

Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., and LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. **Journal of accounting and economics**, 42(1-2), 203-243.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Atanassov, J. (2013). Do hostile takeovers stifle innovation? Evidence from antitakeover legislation and corporate patenting. **The Journal of Finance**, 68(3), 1097-1131.

Baggs, J., and De Bettignies, J. E. (2007). Product market competition and agency costs. **The Journal of Industrial Economics**, 55(2), 289-323.

Bajaj, M., Vijh, A. M., and Westerfield, R. W. (2002). Ownership structure, agency costs and dividend policy. **Research in Finance**, 19, 1-28.

Bajra, U., and Čadež, S. (2018). Audit committees and financial reporting quality: The 8th EU Company Law Directive perspective. **Economic Systems**, 42(1), 151-163.

Baliwangi, L., Arima, H., Artana, K. B., and Ishida, K. (2007, May). Risk modification through system dynamics simulation. **Proceedings of the 18th conference on Proceedings of the 18th IASTED International Conference: modelling and simulation**.

Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. **Accounting review**, 443-465.

Bédard, J., Chtourou, S. M., and Courteau, L. (2004). The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. **Auditing: A Journal of Practice and Theory**, 23(2), 13-35.

Belghitar, Y., and Clark, E. (2015). Managerial risk incentives and investment related agency costs. **International Review of Financial Analysis**, 38, 191-197.

Berger, A. N., and Di Patti, E. B. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. **Journal of Banking and Finance**, 30(4), 1065-1102.

Berger, P. G., Ofek, E., and Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. **The journal of finance**, 52(4), 1411-1438.

Bessonova, E., and Gonchar, K. (2017). Incentives to innovate in response to competition: The role of agency costs. **Economic Systems**, 41(1), 26-40.

Bharath, S. T., Pasquariello, P., and Wu, G. (2009). Does asymmetric information drive capital structure decisions?. **The Review of Financial Studies**, 22(8), 3211-3243.

Bhojraj, S., and Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. **The Journal of Business**, 76(3), 455-475.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Bilal, Chen, S., and Komal, B. (2018). Audit committee financial expertise and earnings quality: A meta-analysis. **Journal of Business Research**, 84, 253-270.

Boivie, S., Lange, D., McDonald, M. L., and Westphal, J. D. (2011). Me or we: The effects of CEO organizational identification on agency costs. **Academy of Management Journal**, 54(3), 551-576.

Borokhovich, K. A., Brunarski, K. R., Harman, Y., and Kehr, J. B. (2005). Dividends, corporate monitors and agency costs. **Financial Review**, 40(1), 37-65.

Brailsford, T. J., Oliver, B. R., and Pua, S. L. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. **Accounting and Finance**, 42(1), 1-26.

Brunarski, K., Harman, Y., and Kehr, J. B. (2004). Agency costs and the dividend decision. **Corporate Ownership and Control,** 1(3), 44-60.

Born, J. A., and Rimbey, J. N. (1993). A test of the Easterbrook hypothesis regarding dividend payments and agency costs. **Journal of Financial Research**, 16(3), 251-260.

Brockman, P., Martin, X., and Unlu, E. (2010). Executive compensation and the maturity structure of corporate debt. **The Journal of Finance**, 65(3), 1123-1161.

Brush, T. H., Bromiley, P., and Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. **Strategic Management Journal**, 21, 455-472.

Bryan, S., Nash, R., and Patel, A. (2006). Can the agency costs of debt and equity explain the changes in executive compensation during the 1990s?. **Journal of Corporate Finance,** 12(3), 516-535.

Cai, C. X., Hillier, D., Tian, G., and Wu, Q. (2015). Do audit committees reduce the agency costs of ownership structure?. **Pacific-Basin Finance Journal**, 35, 225-240.

Caramanis, C., and Lennox, C. (2008). Audit effort and earnings management. **Journal of accounting and economics**, 45(1), 116-138.

Carter, D. A., Simkins, B. J., and Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. **Financial review**, 38(1), 33-53.

Chen, C. R., and Steiner, T. L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. **Financial review**, 34(1), 119-136.

Chiang, H. (2013). Agency conflicts and choice of specialist audit firms and audit partners: signaling or substantial monitoring? **Corporate Ownership and Control**, 10(3), 114-128.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Chou, W. H., Hardin, W. G., Hill, M. D., and Kelly, G. W. (2013). Dividends, values and agency costs in REITs. **The Journal of Real Estate Finance and Economics**, 46(1), 91-114.

Chu, J. (2011). Agency cost under the restriction of free cash flow. **Journal of Service Science and Management,** 4(01), 79.

Chu, J. (2010, August). The Relationship between Agency Cost and Capital Structure: A Study with the Restriction of Free Cash Flow. **In Management and Service Science (MASS), 2010 International Conference on** (pp. 1-4). IEEE.

Chuang, L., Xiuhong, L., and Lei, Z. (2010, May). Notice of Retraction Earnings Quality and the Agency Costs of Controlling Shareholder. **E-Business and E-Government (ICEE), 2010 International Conference on** (pp. 5132-5135). IEEE.

Chung, R., Firth, M., and Kim, J. B. (2005). FCF agency costs, earnings management, and investor monitoring. **Corporate Ownership and Control,** 2(4), 51-61.

Coles, J. L., Daniel, N. D., and Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. **Journal of financial Economics**, 79(2), 431-468.

Collier, P., and Gregory, A. (1999). Audit committee activity and agency costs. **Journal of Accounting and Public Policy**, 18(4-5), 311-332.

Cornelli, F., Kominek, Z., and Ljungqvist, A. (2013). Monitoring managers: Does it matter?. **The Journal of Finance**, 68(2), 431-481.

Dang, L., and Fang, Q. (2010). Audit quality and owner-manager agency costs: Evidence from China. **International Journal of Business Innovation and Research,** 5(1), 46-62.

Davidson, W. N., Bouresli, A. K., and Singh, M. (2006). Agency costs, ownership structure, and corporate governance in pre-and post-IPO firms. **Corporate Ownership and Control**, 3(3), 88-95.

Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., and Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management. **Accounting and Finance**, 45(2), 241-267.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., and Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary accounting research**, 13(1), 1-36.

Dewenter, K. L., and Warther, V. A. (1998). Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms. **The journal of finance,** 53(3), 879-904.

Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. **Journal of Accounting Research**, 46(5), 1143-1181.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

D'Mello, R., and Miranda, M. (2010). Long-term debt and overinvestment agency problem. **Journal of Banking and Finance**, 34(2), 324-335.

Douglas, A. V. (2009). Interactions between corporate agency conflicts. **Financial Review**, 44(2), 151-178.

Doukas, J. A., Kim, C., and Pantzalis, C. (2000). Security analysis, agency costs, and company characteristics. **Financial Analysts Journal**, 56(6), 54-63.

Doukas, J. A., McKnight, P. J., and Pantzalis, C. (2005). Security analysis, agency costs, and UK firm characteristics. **International Review of Financial Analysis**, 14(5), 493-507.

Eberlein, R. L., and Peterson, D. W. (1992). Understanding models with Vensim™. **European journal of operational research**, 59(1), 216-219.

Elaoud, A., and Jarboui, A. (2017). Auditor specialization, accounting information quality and investment efficiency. **Research in International Business and Finance**, 42, 616-629.

Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. **Journal of political economy**, 88(2), 288-307.

Fama, E. F., and French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. **Journal of Financial economics**, 60(1), 3-43.

Fama, E. F., and Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. **The journal of law and Economics**, 26(2), 301-325.

Fatemi, A., and Bildik, R. (2012). Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence. **Journal of Banking and Finance**, 36(3), 662-677.

Fauver, L., and McDonald, M. B. (2015). Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. **Pacific-Basin Finance Journal**, 34, 1-23.

Fidrmuc, J. P., and Jacob, M. (2010). Culture, agency costs, and dividends. **Journal of Comparative Economics,** 38(3), 321-339.

Firth, M., and Rui, O. M. (2007). Voluntary audit committee formation and agency costs. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, 4(2), 142-160.

Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms. **International Journal of Managerial Finance**, 4(1), 37-59.

Florackis, C., and Ozkan, A. (2009). Managerial incentives and corporate leverage: evidence from the United Kingdom. **Accounting and Finance**, 49(3), 531-553.

Fosberg, R. H. (2004). Agency problems and debt financing: leadership structure effects. Corporate Governance: **The International Journal of Business in Society**, 4(1), 31-38.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., and Coffie, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter?. **International Review of Financial Analysis**, 46, 140-150.

Ferris, S. P., Kumar, R., and Sarin, A. (1995). The role of corporate groupings in controlling agency conflicts: The case of keiretsu. **Pacific-Basin Finance Journal,** 3(2-3), 319-335.

Gao, W., and Zhu, F. (2015). Information asymmetry and capital structure around the world. **Pacific-Basin Finance Journal**, 32, 131-159.

Ghosh, C., and Sun, L. (2014). Agency cost, dividend policy and growth: The special case of REITs. **The Journal of Real Estate Finance and Economics,** 48(4), 660-708.

Ghouma, H. (2017). How does managerial opportunism affect the cost of debt financing?. **Research in International Business and Finance**, 39, 13-29.

Gisbert, A., and Navallas, B. (2013). The association between voluntary disclosure and corporate governance in the presence of severe agency conflicts. **Advances in Accounting**, 29(2), 286-298.

Gonzalez, M., Molina, C. A., Pablo, E., and Rosso, J. W. (2017). The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America. **Emerging Markets Review**, 30, 1-18.

Gormley, T. A., and Matsa, D. A. (2016). Playing it safe? Managerial preferences, risk, and agency conflicts. **Journal of Financial Economics,** 122(3), 431-455.

Griffin, P. A., Lont, D. H., and Sun, Y. (2010). Agency problems and audit fees: further tests of the free cash flow hypothesis. **Accounting and Finance**, 50(2), 321-350.

Guariglia, A., and Yang, J. (2016). A balancing act: managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market. **Journal of Corporate Finance**, 36, 111-130.

Gul, F. A. (1999). Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. **Journal of Corporate Finance**, 5(2), 141-168.

Hadlock, C. J. (1998). Ownership, liquidity, and investment. The Rand Journal of Economics, 487-508.

Harada, K., and Nguyen, P. (2011). Ownership concentration and dividend policy in Japan. **Managerial Finance**, 37(4), 362-379.

Hart, O. D. (1983). The market mechanism as an incentive scheme. **The Bell Journal of Economics**, 366-382.

Harvey, C. R., Lins, K. V., and Roper, A. H. (2004). The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. **Journal of Financial Economics**, 74(1), 3-30.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Harvey, K. D., and Shrieves, R. E. (2001). Executive compensation structure and corporate governance choices. **Journal of Financial Research**, 24(4), 495-512.

Hastori, H., Siregar, H., Sembel, R., and Maulana, T. N. A. (2015). Agency costs, corporate governance and ownership concentration: The case of agro-industrial companies in Indonesia. **Asian Social Science,** 11(18), 311.

He, W. P., Lepone, A., and Leung, H. (2013). Information asymmetry and the cost of equity capital. **International Review of Economics and Finance**, 27, 611-620.

Hijazi, B. M., and Conover, J. A. (2011). Empirical performance of accounting measures of direct agency costs. **Research in Finance** (pp. 223-272). Emerald Group Publishing Limited.

Hope, O. K., Langli, J. C., and Thomas, W. B. (2012). Agency conflicts and auditing in private firms. **Accounting, Organizations and Society**, 37(7), 500-517.

Huang, W., and Paul, D. L. (2017). Institutional holdings, investment opportunities and dividend policy. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 64, 152-161.

Huang, P., and Zhang, Y. (2012). Does enhanced disclosure really reduce agency costs? Evidence from the diversion of corporate resources. **The Accounting Review**, 87(1), 199-229.

Hua, Z., Yun-zhe, G., and Dong-ping, H. (2010, November). Debt level and equity agency costs: Evidence from public listed companies in China. **In Management Science and Engineering (ICMSE), 2010 International Conference on** (pp. 1337-1345). IEEE.

Iatridis, G. E. (2012). Audit quality in common-law and code-law emerging markets: evidence on earnings conservatism, agency costs and cost of equity. **Emerging Markets Review**, 13(2), 101-117.

Ibrahim, Y., Uddin, M. M., Mohd, K. N. T., and Minai, M. S. (2013). Agency costs and the long-run performance of debt issuers. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance,** 9(1), 67-87.

Iona, A., and Leonida, L. (2016). Suboptimal financial policies and executive ownership in the UK: evidence from a pre-crisis. Corporate Governance: **The International Journal of Business in Society**, 16(1), 187-210.

Jagannathan, R., and Srinivasan, S. B. (2000). Does product market competition reduce agency costs? **National bureau of economic research**. (No. w7480).

Jelinek, K., and Stuerke, P. S. (2009). The nonlinear relation between agency costs and managerial equity ownership: Evidence of decreasing benefits

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

of increasing ownership. **International Journal of Managerial Finance,** 5(2), 156-178.

Jensen, G. R., Solberg, D. P., and Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. **Journal of Financial and Quantitative analysis**, 27(2), 247-263.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, 76(2), 323-329.

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.

Jensen, M. C., and Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. **Journal of Financial economics**, 11(1-4), 5-50.

Jones, J. S., Miller, S. A., and Yeager, T. J. (2011). Charter value, Tobin's Q and bank risk during the subprime financial crisis. **Journal of Economics and Business**, 63(5), 372-391.

Joseph, K., and Richardson, V. J. (2002). Free cash flow, agency costs, and the affordability method of advertising budgeting. **Journal of Marketing**, 66(1), 94-107.

Jurkus, A. F., Park, J. C., and Woodard, L. S. (2011). Women in top management and agency costs. **Journal of Business Research**, 64(2), 180-186.

Karpavičius, S., and Yu, F. (2017). How institutional monitoring creates value: Evidence for the free cash flow hypothesis. **International Review of Economics and Finance**, 52, 127-146.

Kashefi Pour, E., and Khansalar, E. (2015). Does debt capacity matter in the choice of debt in reducing the underinvestment problem?. **Research in International Business and Finance**, 34, 251-264.

Khan, T. (2006). Company dividends and ownership structure: Evidence from UK panel data. **The Economic Journal**, 116(510), C172-C189.

Khan, A., Kaleem, A., and Nazir, M. S. (2013). Dividend policy and the agency cost of free cash flow: evidence from non-financial sector of Pakistan. **Актуальні проблеми економіки**, (4), 513-522.

Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. **The Journal of Law and Economics**, 41(1), 275-304.

Kouaib, A., and Jarboui, A. (2014). External audit quality and ownership structure: interaction and impact on earnings management of industrial and commercial Tunisian sectors. **Journal of Economics Finance and Administrative Science**, 19(37), 78-89.

Kyaw, K., Olugbode, M., and Petracci, B. (2015). Does gender diverse board mean less earnings management?. **Finance Research Letters**, 14, 135-141.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Lasfer, M. A. (1995). Agency costs, taxes and debt: The UK evidence. **European Financial Management**, 1(3), 265-285.

Lehn, K. and Poulsen, A. (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. **Journal of Finance**, Vol. 44, No. 3: pp. 771-787.

Leventis, S., Weetman, P., and Caramanis, C. (2011). Agency costs and product market competition: The case of audit pricing in Greece. **The British Accounting Review**, 43(2), 112-119.

Lewellen, W. G., and Badrinath, S. G. (1997). On the measurement of Tobin's q. **Journal of financial economics**, 44(1), 77-122.

Liang, Y., and Tongying, L. (2012, October). The performance of dividend policy—Based on financing constraints and agency cost trade-off. **In Information Management, Innovation Management and Industrial Engineering (ICIII), 2012 International Conference on** (Vol. 1, pp. 455-459). IEEE.

Lin, F.L., and Chang, T. (2007). Does managerial ownership reduce agency cost in Taiwan? A panel threshold regression analysis. **Corporate Ownership and Control**, 5(1), 119-127.

Lloyd, W. P., Jahera, J. S., and Page, D. E. (1985). Agency costs and dividend payout ratios. **Quarterly Journal of Business and Economics**, 19-29.

Makina, D., and Wale, L. E. (2016). The source of investment cash flow sensitivity in manufacturing firms: is it asymmetric information or agency costs?. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, 19(3), 388-399.

Mancinelli, L., and Ozkan, A. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. **European Journal of Finance**, 12(03), 265-282.

Mao, L., Liu, D., Zhao, Z., and Zhou, L. (2008, October). Empirical Research on Debt Governance, Agency Costs and Performance: Evidence from Hunan Listed Companies. **In Wireless Communications, Networking and Mobile Computing, 2008. WiCOM'08. 4th International Conference on** (pp. 1-8). IEEE.

Margaritis, D., and Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. **Journal of Banking and Finance**, 34(3), 621-632.

McKnight, P. J., and Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. **The quarterly review of economics and finance**, 49(2), 139-158.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of financial economics**, 38(2), 163-184.

Mehran, H. (1992). Executive incentive plans, corporate control, and capital structure. **Journal of Financial and Quantitative analysis**, 27(4), 539-560.

Meike, A., Wolfgang, D., and Tatjana, X. P. (2018). Cyclicality of Growth Opportunities and the Value of Cash Holdings. **Journal of Financial Stability**. Accepted Manuscript.

Morellec, E., and Smith Jr, C. W. (2007). Agency conflicts and risk management. **Review of Finance,** 11(1), 1-23.

Moyer, R. C., Chatfield, R. E., and Sisneros, P. M. (1989). Security analyst monitoring activity: Agency costs and information demands. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 24(4), 503-512.

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. **Journal of financial economics**, 5(2), 147-175.

Myers, S. C., and Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, 13(2), 187-221.

Nam, J., Tang, C., Thornton Jr, J. H., and Wynne, K. (2006). The effect of agency costs on the value of single-segment and multi-segment firms. **Journal of Corporate Finance**, 12(4), 761-782.

Napoli, F. (2013). Voluntary disclosure reduces agency conflicts: an empirical analysis of Italian listed companies with substantial intangible assets. **Corporate ownership and control**, 11(1), 576-599.

Niskanen, M., and Niskanen, J. (2010). Small business borrowing and the owner–manager agency costs: Evidence on Finnish data. **Journal of Small Business Management**, 48(1), 16-31.

Norris, M., and Oppenheim, C. (2007). Comparing alternatives to the Web of Science for coverage of the social sciences' literature. **Journal of informetrics**, 1(2), 161-169.

Officer, M. S. (2011). Overinvestment, corporate governance, and dividend initiations. **Journal of Corporate Finance**, 17(3), 710-724.

Ortiz-Molina, H. (2006). Top management incentives and the pricing of corporate public debt. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 41(2), 317-340.

Owusu, A., and Weir, C. (2018). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms in Ghana. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation,** 14(1), 63-84.

Pantzalis, C., and Park, J. C. (2014). Agency costs and equity mispricing. **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, 43(1), 89-123.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Pawlina, G., and Renneboog, L. (2005). Is investment-cash flow sensitivity caused by agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK. **European Financial Management**, 11(4), 483-513.

Petacchi, R. (2015). Information asymmetry and capital structure: Evidence from regulation FD. **Journal of Accounting and Economics**, 59(2-3), 143-162.

Ping, T., and Jie-qiong, H. (2012, September). Empirical study on board characteristics and agency costs. **Management Science and Engineering (ICMSE), 2012 International Conference on** (pp. 1509-1516). IEEE.

Poretti, C., Schatt, A., and Bruynseels, L. (2018). Audit committees' independence and the information content of earnings announcements in Western Europe. **Journal of Accounting Literature**, 40, 29-53.

Pyo, U., Shin, Y. J., and Thompson, H. E. (2015). Reducing agency conflicts with target debt ratios. **Journal of Economics and Finance**, 39(3), 431-453.

Qi, L., and Li-jian, L. (2007, August). Is investment-cash flow sensitivity caused by financing constraints or agency conflicts? Evidence from China. **Management Science and Engineering, 2007. ICMSE 2007. International Conference on**(pp. 1713-1718). IEEE.

Qi, B., Li, L., Zhou, Q., and Sun, J. (2017). Does internal control over financial reporting really alleviate agency conflicts?. **Accounting and Finance**, 57(4), 1101-1125.

Rashid, A. (2015). Managerial ownership and agency cost: evidence from Bangladesh. **Journal of business ethics,** 137(3), 609-621.

Rashid, A. (2014). Revisiting agency theory: Evidence of board independence and agency cost from Bangladesh. **Journal of Business Ethics**, 130(1), 181-198.

Resobowo, D. S., Baliwangi, L., Artana, K. B., and Dinariyana, A. (2014). Sensitivity analysis of crew skill to maintenance cost and reliability for main engine support systems using system dynamics. **Journal of Theoretical and Applied Information Technology**, 64(3), 667-674.

Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. **Journal of financial Research**, 5(3), 249-259.

Scharfstein, D. (1988). The disciplinary role of takeovers. The **Review of Economic Studies**, 55(2), 185-199.

Schmidt, K. M. (1997). Managerial incentives and product market competition. **The Review of Economic Studies**, 64(2), 191-213.

Schooley, D. K., and Barney Jr, L. D. (1994). Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs. **Journal of Financial Research**, 17(3), 363-373.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. **Journal of financial economics**, 25(1), 123-139.

Shen, C. H. H. (2014). Pecking order, access to public debt market, and information asymmetry. **International Review of Economics and Finance**, 29, 291-306.

Singh, M., and Davidson III, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. **Journal of Banking and Finance**, 27(5), 793-816.

Srivastava, M. K., and Laplume, A. O. (2014). Matching technology strategy with knowledge structure: Impact on firm's Tobin's q in the semiconductor industry. **Journal of Engineering and Technology Management**, 33, 93-112.

Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. **Journal of financial Economics**, 20, 25-54.

Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., and Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: evidence from the UK. **The British Accounting Review**, 48(4), 448-463.

Terjesen, S., Couto, E. B., and Francisco, P. M. (2015). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. **Journal of Management and Governance**, 20(3), 447-483.

Tompkins, J., and Hendershott, R. (2012). Outside director-shareholder agency conflicts: Evidence from bank consolidation. Corporate Governance: **The International Journal Of Business In Society**, 12(3), 378-391.

Truong, T. T., and Heaney, R. (2007). Largest shareholder and dividend policy around the world. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 47(5), 667-687.

Truong, T. T., and Heaney, R. (2013). The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia. **Journal of Multinational Financial Management,** 23(4), 314-326.

Uğurlu, M. (2000). Agency costs and corporate control devices in the Turkish manufacturing industry. **Journal of economic studies**, 27(6), 566-599.

Valta, P. (2012). Competition and the cost of debt. **Journal of Financial Economics**, 105(3), 661-682.

Wellalage, N. H., and Locke, S. (2011). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms: A case study in New Zealand

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

unlisted small companies. **International Research Journal of Finance and Economics**, 78, 178-192.

Yahya, F., and Ghazali, Z. (2015). A contemporary approach for mitigating agency conflicts: a conceptual review. **Corporate Ownership and Control**, 13(1), 635-643.

Yazdanfar, D. (2012). Agency costs theory and the financing life cycle empirical evidence from Swedish firm-level data. **International Journal of Business and Globalization**, 8(2), 226-238.

Yermack, D. (2004). Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. **The Journal of Finance,** 59(5), 2281-2308.

Zalata, A. M., Tauringana, V., and Tingbani, I. (2018). Audit committee financial expertise, gender, and earnings management: Does gender of the financial expert matter?. **International Review of Financial Analysis**, 55, 170-183.

Zhao-guo, Z., Wei-feng, H., and Sha-sha, Z. (2007, August). Capital structure and agency costs. **In Management Science and Engineering, 2007. ICMSE 2007. International Conference on** (pp. 1238-1247). IEEE.

Zeckhauser, R. J., and Pound, J. (1990). Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance. **In Asymmetric information, corporate finance, and investment**, 149-180.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]