فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/سال هفتم/ شماره ۲۷ /پاییز ۹٤/صفحات ۱۰۱- ۷۷

بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر معیارهای ارزیابی عملکرد: رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری

مهدی حیدری*
حمزه دیدار**
بهمن قادری***

تاریخ دریافت: ۹۴/۰۲/۲۰ تاریخ پذیرش: ۹۴/۰۹/۲۴

چکیده:

در این پژوهش اثر هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد واحد تجاری با استفاده از رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری مورد مطالعه قرار گرفته است. برای این منظور، اطلاعات مورد نیاز برای یک دوره ده ساله از صورت‌های مالی حسابرسی شده طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۱ برای ۶۸ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری گردیده است. برای اندازه‌گیری هزینه های نمایندگی (متغیر پنهان) به عنوان متغیر مستقل، از سنجه های مشاهده‌پذیر اندازه شرکت، نسبت بکارگیری دارایی‌ها، نسبت هزینه‌های اختیاری، نسبت جریان وجوه نقد آزاد و نسبت اهرمی استفاده شده است. به منظور ارزیابی عملکرد به عنوان متغیر وابسته نیز از معیارهای سود هر سهم، نرخ بازده دارایی‌ها، نسبت ارزش‌افزوده بازار و نسبت کیوتوبین استفاده شده است. هم‌چنین، نسبت دارایی‌های ثابت به عنوان متغیر کنترلی وارد الگوی پژوهش گردید. پس از اطمینان یافتن از برازش قابل‌قبول الگوهای اندازه‌گیری و ساختاری پژوهش، نتایج پژوهش حاکی از آن است که هزینه های نمایندگی اثر منفی و معناداری بر معیارهای منتخب ارزیابی عملکرد دارد. ازاین‌رو، در پژوهش حاضر شواهدی دال بر

* استادیار حسابداری، دانشگاه ارومیه، گروه حسابداری، ارومیه، ایران (نویسنده مسئول)
Email: m.heidary@urmia.ac.ir

** استادیار حسابداری، دانشگاه ارومیه، گروه حسابداری، ارومیه، ایران
*** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه ارومیه، گروه حسابداری، ارومیه، ایران

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

رد این فرضیه که هزینه‌های نمایندگی تأثیر منفی بر عملکرد شرکت خواهد گذاشت، در بورس اوراق بهادار تهران یافت نشد.

واژه های کلیدی: ارزیابی عملکرد، نظریه نمایندگی، هزینه‌های نمایندگی، رویکرد الگو سازی معادلات ساختاری

۱- مقدمه

نظریه نمایندگی[1] به بررسی رفتار کارفرما[2] (کارگمار) و نماینده[3] (کارگزار) در متن قراردادهای شرکت می‌پردازد. این نظریه، شرکت را شبکه‌ای از روابط قراردادی می‌داند و در جستجوی این موضوع است که چگونه طرف‌های درگیر در روابط نمایندگی، می‌کوشند تا مطلوبیت خود را حداکثر کنند. یکی از مهم‌ترین روابط نمایندگی، رابطه بین گروه مدیریت و مالکان شرکت است. مدیران استخدام می شوند تا فعالیت‌های شرکت را اداره نمایند. اما نکته اینجا ست که شاید اهداف مدیران و مالکان همسو نباشد. درواقع می‌توان گفت فرض اصلی نظریه نمایندگی نیز همین موضوع است که بین گروه مدیریت و مالکان شرکت به صورت بالقوه، تضاد منافع وجود دارد. درک این مسئله چندان دشوار نیست؛ زیرا توابع مطلوبیت مدیران و مالکان شرکت یک شکل نبوده و از رخدادهای مالی به نحو مشابهی تأثیر نمی‌پذیرد. مالکان بالفعل علاقه دارند بازده سرمایه‌گذاری و قیمت اوراق بهادار حداکثر شود، حال آن‌که الزاماً این موضوع نمی‌تواند منجر به حداکثر شدن تابع مطلوبیت مدیران گردد. وجود چنین تضادهایی می‌تواند هزینه‌هایی را در یک رابطه نمایندگی به همراه داشته باشد که برای هیچ‌یک از طرفین قرار داد (گروه مدیریت و مالکان شرکت) خوشایند نیست (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۳). این امر، موجب نگرانی مالکان (سهامداران) گردیده تا جایی که ایشان برای اطمینان از تخصیص بهینه منابع خود از سوی مدیران، اقدام به بررسی و ارزیابی عملکرد مدیران می‌نمایند. پژوهش‌های متعددی در زمینه شناسایی مشکلات ناشی از تفکیک مالکیت از مدیریت صورت گرفته و پژوهش‌گران به ریشه‌یابی دلایل تضاد منافع مدیران و سهامداران پرداخته‌اند و در جهت تعدیل تضاد منافع، معیارهایی را برای ارزیابی عملکرد مدیران ارائه داده‌اند (حیدرپور و مستوفی، ۱۳۸۸).

1 Agency Theory
2 Principal
3 Agent

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

هدف سهامداران (به عنوان مالک) استفاده بهینه و مطلوب از منابع کمیابی است که در اختیار مدیران قرار داده‌اند. سهامداران تمایل دارند این منابع را در جایی سرمایه‌گذاری نمایند که بیش‌ترین بازده را برای آنان به ارمغان بیاورد. بنابراین، گزینه‌هایی را انتخاب می‌کنند که منافع بیش‌تری را برای آنان به همراه داشته باشد. هم‌چنین، سهامداران نیاز دارند از عملکرد نمایندگان خود مطلع باشند تا به مقایسه پرداخته و در زمینه تداوم یا قطع سرمایه‌گذاری در آن واحد تصمیم‌گیری نمایند. سهامداران با انتخاب معیار مناسب ارزیابی عملکرد، علاوه بر اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهتر، می‌توانند با جهت‌بخشی به منافع مدیران در راستای منافع خود، بهتر و سریع‌تر به اهداف مدنظر خویش دست یابند (احمدپور و همکاران، ۱۳۸۵). معیارهایی که در این ارزیابی مورد توجه قرار می‌گیرند هم از دیدگاه سهامداران و هم از دیدگاه گروه مدیریت حائز اهمیت است. سهامداران و سرمایه‌گذاران ارزیابی عملکرد شرکت‌ها را به منظور شناسایی فرصت‌های مطلوب سرمایه‌گذاری مدنظر قرار می‌دهند و آنچه برای آن‌ها اهمیت دارد، عملکرد مطلوبی است که نتیجه آن افزایش ارزش شرکت و متعاقب آن افزایش ثروت سهامداران باشد. هم‌چنین، مدیران به سازوکارهایی که عملکرد شان مورد قضاوت قرار می‌گیرد، توجه دارند. زیرا، آن‌ها به دنبال اطلاعاتی درباره حساسیت مستقیم پاداش یا مجازات، نسبت به عملکرد هستند. بازار نیروی کار نیز فشارهای مستقیم زیادی بر شرکت‌ها وارد می‌کند تا مدیران را بر اساس عملکرد شان طبقه‌بندی نماید. مدیران نیز این امر را تشخیص می‌دهند که بازار کار مدیریت عملکرد آن‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد تا مشخص شود مدیران تا چه حدی توانسته‌اند در افزایش ثروت سهامداران نقش داشته باشند. از طرفی، ممکن است مدیریت برای تثبیت موقعیت خود، تا حدی تلاش کند که وضعیت را به صورت مطلوب حفظ نماید. با این حال، چنین تلاشی الزاماً در جهت دست‌یابی به بهترین وضعیت نیست. زیرا، مدیریت ممکن است از ریسک‌های قابل‌قبول اجتناب ورزد و در جهت حداکثر کردن منافع سهامداران حرکت نکند. اما در نهایت توجه به این امر ضروری است که سهامداران با انتخاب معیارهای مناسب ارزیابی عملکرد که در نهایت مبنای پاداش مدیران قرار می‌گیرد، علاوه بر اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهتر، می‌توانند با جهت‌بخشی به منافع مدیران در راستای منافع خود، بهتر و سریع‌تر به اهداف شان دست‌یابند (محمودی، ۱۳۹۰). از این‌رو، هدف اصلی این مطالعه تبیین رابطه هزینه‌های نمایندگی با معیارهای مختلف ارزیابی عملکرد مدیریت است تا به گونه تجربی، چگونگی این ارتباط در بازار سرمایه ایران برای سرمایه گذاران، گروه مدیریت و دیگر تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه، تشریح گردد.

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

۲.ادبیات پژوهش

۲. ۱. هزینه‌های نمایندگی

رابطه نمایندگی به قراردادی اطلاق می شود که به‌موجب آن، یک (یا چند نفر) مالک از جانب خود، شخص (یا اشخاصی) را به عنوان نماینده برمی‌گزینند و اختیار تصمیم‌گیری‌ها را به وی تفویض می‌نماید. با برقراری رابطه نمایندگی، هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خویش می‌باشند و به همین خاطر، رابطه نمایندگی به مشکلات و مسائل نمایندگی منتهی می شود که بر اساس نظریه نمایندگی، دارای هزینه است (بر اساس نظریه نمایندگی، این احتمال وجود دارد تا مدیریت جهت افزایش منافع خود از قرار خود عدول کند و با انجام فعالیت هایی در جهت عکس منافع سهامداران و به هزینه آن‌ها، منافع خود را افزایش دهد). در نتیجه مالکان باید مخارجی را متحمل شوند تا بتوانند منافع کارگزاران را با منافع خویش هم سو نمایند. از آنجا که چنین مخارجی به‌واسطه شکل‌گیری رابطه نمایندگی پدید می‌آید، هزینه‌های نمایندگی نامیده می شود (جنسن و مک‌لینگ[1]، ۱۹۷۶؛ نوروش و همکاران، ۱۳۸۸). بدیهی است که مشکلات نمایندگی ناشی از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت مانند مزایای مازاد بر حقوق، قبضه قدرت، قصور در انجام وظایف و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نادرست، منجر به اخذ تصمیم‌های غیر بهینه و تخصیص غیرکارای منابع واحد اقتصادی (منابع متعلق به مالکان) شده که در نهایت در عملکرد نامناسب مدیریت و کاهش ارزش شرکت نمود پیدا خواهد کرد.

۲. ۲. معیارهای ارزیابی عملکرد

با توجه به پژوهش‌های انجام‌شده توسط فوستر[2] (۱۹۸۶)، استوارت[3] (۱۹۹۱)، باسیدور[4] و همکاران (۱۹۹۷) و نیز بام[5] و همکاران (۲۰۰۴) می‌توان معیارهای ارزیابی عملکرد را با توجه به اطلاعات مورد استفاده جهت محاسبه این معیارها، طبقه‌بندی کرد. بر این اساس، رویکردهای ارزیابی عملکرد را می‌توان به شرح ذیل گروه‌بندی نمود:

1 Jensen and Meckling
2 Foster
3 Stewart
4 Bacidore et al
5 Baum et al

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

- **رویکرد حسابداری**: در ارزیابی عملکرد با استفاده از رویکرد حسابداری، معمولاً از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌ها استفاده می‌شود. معیارهای ارزیابی عملکرد در این رویکرد عبارت‌اند از: سود، نسبت جاری، نسبت آنی، نسبت گردش موجودی کالا، نسبت گردش دارایی‌ها، نسبت بهای تمام شده کالای فروش رفته به فروش، نسبت سود ناخالص و سود هر سهم (فوستر، ۱۹۸۶).
- **رویکرد مدیریت مالی**: در این رویکرد بیش‌تر از نظریه های مدیریت مالی و مفاهیم ریسک و بازده استفاده می‌شود. متغیرهای ارزیابی عملکرد در این رویکرد عبارت‌اند از: بازده هر سهم، بازده اضافی هر سهم، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام (بام و همکاران، ۲۰۰۴).
- **رویکرد اقتصادی**: در این رویکرد، بیش‌تر از مفاهیم اقتصادی استفاده می شود. عملکرد شرکت در این رویکرد با تأکید بر قدرت سودآوری دارایی‌های شرکت و با عنایت به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه به کارگرفته شده، ارزیابی می‌شود. معیارهای ارزیابی عملکرد در این رویکرد عبارت‌اند از: ارزش‌افزوده اقتصادی، ارزش‌افزوده بازار و ارزش‌افزوده اقتصادی تعدیل‌شده (استوارت، ۱۹۹۱؛ باسیدور و همکاران، ۱۹۹۷).
- **رویکرد تلفیقی**: در این رویکرد سعی می‌شود افزون بر استفاده از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی، از اطلاعات و ارزش بازار نیز استفاده شود تا ارزیابی‌های انجام شده مربوط‌تر باشند. معیارهای ارزیابی در این رویکرد عبارت‌اند از: نسبت قیمت به سود هر سهم، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری هر سهم و نسبت کیوتوبین (باسیدور و همکاران، ۱۹۹۷).

۳. پیشینه پژوهش

بن خدمت و رحمان (۲۰۱۴) در پژوهشی تأثیر جریان وجوه نقد آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پاکستان (بورس کراچی) را مورد مطالعه قرار دادند. در این پژوهش، داده‌های ۱۲۳ شرکت در بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۳ الی ۲۰۰۹ با روش رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت. نتایج به دست آمده حاکی از آن بود که رابطه معنی‌دار مثبتی بین هزینه‌های نمایندگی و جریان وجوه نقد آزاد وجود دارد. هم‌چنین،

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

نتایج نشـــان داد که هزینه های نمایندگی و جریان وجوه نقد آزاد، اثر منفی و معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارند.

جباری و همکاران (۲۰۱۳) تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار دادند. در این پژوهش اطلاعات ۷۲ شـــرکت در بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۶ الی ۲۰۱۰ با استفاده از روش رگرسیونی مورد مطالعه قرار گرفت و نتایج به دســـت آمده حاکی از آن بود که بین هزینه های نمایندگی و عملکرد شـــرکت، رابطه معنی داری وجود دارد که این امر نظریه نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران را مورد تأیید قرار می‌داد.

وانگ (۲۰۱۰) در پژوهشـــی به آزمون تجربی ارتباط بین جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی پرداخت و ســـپس اثر این دو متغیر را بر عملکرد شـــرکت مورد ارزیابی قرار داد. برای این منظور اطلاعات ۵۰۵ شـرکت از شـرکت‌های پذیرفته شـده در بورس اوراق بهادار تایوان در دوره مالی ۲۰۰۲ الی ۲۰۰۷ با اســـتفاده از رگرســـیون چند متغیره مورد مطالعه قرار گرفت. بخشـــی از نتایج این پژوهش حاکی از آن بود که هزینه‌های نمایندگی تأثیر منفی و معنی‌داری بر عملکرد عملیاتی و بازده سهام شرکت‌های مورد بررسی داشته است.

وکیلی‌فرد و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی تأثیر معیارهای ارزیابی عملکرد بر ارزش شرکت و هزینه های نمایندگی را مورد مطالعه قرار دادند. در این پژوهش اطلاعات ۱۱۲ شـــرکت طی سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ جمع‌آوری و با استفاده از الگوی رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت. بخشـــی از نتایج پژوهش حاکی از آن بود که نرخ بازده دارایی ها اثر مثبت و معنی‌داری بر هزینه‌های نمایندگی دارد ولی متغیرهای نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم، تأثیر معنی‌داری بر هزینه‌های نمایندگی نداشته‌اند.

رستگار و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی رابطه هزینه‌های نمایندگی و اندازه شرکت با نسبت‌های سودآوری پرداختند. در این پژوهش داده‌های مربوط به ۸۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۱ با استفاده از الگوی رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت و نتایج نشان داد بین هزینه‌های نمایندگی با حاشیه سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد اما بین اندازه شرکت و حاشیه سود رابطه معناداری مشاهده گردید.

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

محمودآبادی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشـــی تأثیر جریان های نقدی آزاد و هزینه های نمایندگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد ارزیابی قرار دادند. برای این منظور اطلاعات ۹۲ شرکت در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۹ با استفاده از روش داده‌های ترکیبی و الگوی رگرسیون چند متغیر مورد آزمون قرار گرفت. نتایج به‌دست آمده حاکی از آن بود که جریان‌های نقد آزاد با کلیه معیارهای ارزیابی عملکرد شامل نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت کیوتوبین و بازده سهام رابطه مثبت و معنی‌دار دارد. با این وجود، رابطه معناداری بین هزینه های نمایندگی و معیار های ارزیابی عملکرد پیش‌گفته به منظور تأیید نظریه نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران مشاهده نگردید.

۴. فرضیه‌های پژوهش

مشکل تضاد منافع با مدیران، دغدغه‌ای دائمی برای مالکان است. زیرا، رابطه نمایندگی سبب می شود اقدامات مدیریت کم‌تر قابل مشاهده باشد و شرکت در معرض یک محیط نامطمئن‌تر قرار گیرد (سجادی و همکاران، ۱۳۹۱). به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی، ارزیابی عملکرد مدیران و سازوکارهای کنترل رفتار آنان، نقش ویژه‌ای را ایفا می‌کند. ارزیابی عملکرد به عنوان موضـــوعی پراهمیت همواره با نظریه نمایندگی معنی و مفهوم پیدا نموده اســـت (محمودی، ۱۳۹۰). به منظور ارزیابی عملکرد مدیران، معیارهای مختلفی توسط پژوهش‌گران ارائه گردیده اســت که هر کدام از آن‌ها دارای نقاط ضـعف و قوت مخصـوص به خود می‌باشـند. از این‌رو، ســهامداران در انتخاب معیاری که بتواند برمبنای آن عملکرد مدیران در رابطه با منابع تحت مدیریت ایشان را مورد سنجش قرار دهند، جانب احتیاط را رعایت می‌نمایند. بر اساس مبانی نظری موجود، در پژوهش حاضـــر، ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی با چهار رویکرد ارزیابی عملکرد مدیران مورد بررسی قرار می‌گیرد که با عنایت به عنوان، هدف پژوهش و هم‌چنین ارائه پاسخ سؤال مطرح شده در مطالعه پیش‌رو، فرضیه‌های پژوهش در قالب یک فرضیه اصلی و چهار فرضیه فرعی به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه اصلی: هزینه‌های نمایندگی اثر منفی و معناداری بر معیارهای ارزیابی عملکرد دارد.
فرضیه فرعی ۱: هزینه‌های نمایندگی اثر منفی و معناداری بر سود هر سهم دارد.
فرضیه فرعی ۲: هزینه‌های نمایندگی اثر منفی و معناداری بر بازده دارایی‌ها دارد.
فرضیه فرعی ۳: هزینه‌های نمایندگی اثر منفی و معناداری بر نسبت ارزش‌افزوده بازار دارد.
فرضیه فرعی ۴: هزینه‌های نمایندگی اثر منفی و معناداری بر نسبت کیوتوبین دارد.

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

۵. روش پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به غیر از مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و بانک‌ها به دلیل متفاوت بودن افشای مالی و ساختارهای اصول راهبری آن‌ها) است. در این پژوهش، تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر معیارهای منتخب ارزیابی عملکرد مدیریت در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفته است. برای این منظور، اطلاعات مورد نیاز برای یک دوره ده ساله بر اساس صورت‌های مالی حسابرسی شده سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۱ جمع‌آوری شده است.

برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف هدفمند استفاده شده است. در این روش، شرکت‌هایی به عنوان نمونه پژوهش انتخاب می‌شوند که دارای شرایط زیر باشند:

۱. طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۲. پایان سال مالی آن‌ها منتهی به آخر اسفندماه هر سال باشد.
۳. اطلاعات مورد نیاز آن‌ها در دسترس باشد.
۴. طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۱ تغییر فعالیت نداده باشد.
۵. طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۱ تغییر سال مالی نداده باشد.
۶. توقف معاملاتی بیش از شش ماه در مورد معامله سهام شرکت صورت نگرفته باشد. از آنجا که در محاسبه نسبت کیوتوبین از قیمت سهام استفاده شده است، چنانچه توقف معاملاتی طی یک سال مالی زیاد باشد؛ روند واقعی شکل‌گیری قیمت سهام تحت تأثیر قرار می‌گیرد و این موضوع باعث می‌شود نسبت کیوتوبین محاسبه شده، تحت‌الشعاع این مسئله قرار بگیرد. از این‌رو، در پژوهش فعلی، شرکت‌هایی که توقف معاملاتی بیش از شش ماه را تجربه نموده بودند در زمره شرکت‌های انتخابی قرار نگرفته‌اند (حیدری و همکاران، ۱۳۹۴).

با در نظر گرفتن محدودیت های پیش‌گفته، ۶۸ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردیده است. روش کلی پژوهش از جهت هدف کاربردی و از جنبه طرح پژوهش، پس‌رویدادی است. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و ادبیات پژوهش از میان کتب و مقالات موجود در این زمینه و اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و صورت‌های مالی

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

حسابرسی شده جمع‌آوری شده است. مرتب کردن و طبقه‌بندی اولیه داده‌ها به‌وسیله نرم‌افزار Excel (نسخه ۲۰۱۰) و SPSS (نسخه ۲۲) و تجزیه و تحلیل آماری با استفاده از نرم‌افزار AMOS(نسخه ۱۶) انجام شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، یک فرایند دو مرحله طی می‌شود. ابتدا باید از برازش قابل‌قبول الگوی اندازه‌گیری[1] (هزینه نمایندگی) اطمینان حاصل شود و سپس برازش الگوی ساختاری[2] (تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر معیارهای منتخب ارزیابی عملکرد) مورد بررسی قرار گیرد. در تجزیه و تحلیل الگوسازی معادلات ساختاری[3]، الگوی معادلات ساختاری ترکیبی از الگوهای اندازه‌گیری (الگوهای عاملی تأییدی) و الگوی معادله ساختاری (الگوهای مسیر) است. تمایز بین الگوهای اندازه‌گیری و الگوی ساختاری در گام‌های بعدی فرایند الگوسازی معادلات ساختاری نقش مهمی را ایفا می‌نماید. درواقع، چنانچه الگوی اندازه‌گیری، برازش مناسبی از اندازه‌گیری متغیر پنهان[4] را نشان دهد، برازش[5] الگوی ساختاری با اطمینان بیش‌تری صورت خواهد گرفت. به همین دلیل، در الگو سازی معادلات ساختاری، آزمون الگوی اندازه‌گیری مقدم بر آزمون الگوی ساختاری است. برای رد یا عدم رد فرضیه‌های پژوهش نیز آزمون معنی‌داری هر یک از ضرایب مسیر استانداردشده الگوی ساختاری (آزمون تی- استیودنت) استفاده شده است. چنانچه احتمال آماره تی- استیودنت کم‌تر از ۵ درصد باشد، فرضیه پژوهش رد نمی‌شود.

۶. الگوی پژوهش و متغیرهای آن

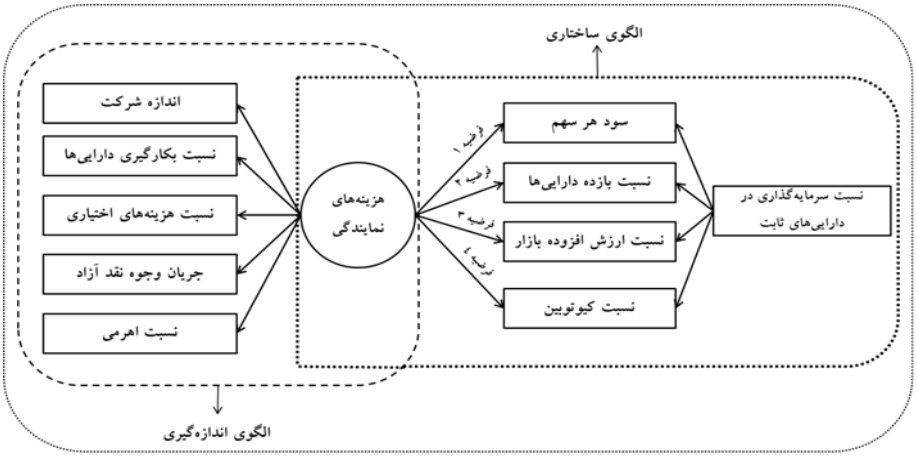
۶. ۱. الگوی پژوهش

در ادبیات مالیهٔ شرکتی و حسابداری، هزینه‌های نمایندگی جزء هزینه‌هایی به شمار می‌رود که برای مطالعه جنبه های متفاوت آن، به صورت مستقیم برای پژوهش گر قابل مشاهده و اندازه‌گیری نیست. از این‌رو، هزینه‌های نمایندگی به عنوان یک متغیر پنهان، باید برحسب نوع رفتاری که بیان گر آن متغیر است، تعریف گردد. بنابراین، از آنجا که در پژوهش حاضر رابطه متغیر پنهان (هزینه های نمایندگی) و مشاهده پذیر[6] (معیارهای ارزیابی عملکرد و نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت) مورد برر سی قرار می‌گیرد، در تجزیه و تحلیل‌های آماری و

1 Measurement Model
2 Structural Model
3 Structural Equation Modeling
4 Latent Variable
5 Goodness of Fit
6 Observed Variable

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

بررسی فرضیه های پژوهش از رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری استفاده شده است. بر این اساس، چارچوب الگوی مفهومی پژوهش در شکل (۱) بر اساس رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری نشان داده شده است (شکل دایره یا بیضی معرف متغیر پنهان و شکل مربع یا مستطیل معرف متغیر مشاهده‌پذیر است).



شکل ۱. الگوی مفهومی پژوهش

۶. ۲. متغیرهای پژوهش

در جدول (۱) نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش بیان گردیده است:

جدول ۱. متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آن‌ها

	متغیرهای پژوهش	نحوه محاسبه
متغیر مستقل (هزینه‌های نمایندگی)	اندازه شرکت	لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت
	نسبت بکارگیری دارایی‌ها	نسبت جمع فروش به جمع دارایی‌ها
	نسبت هزینه‌های اختیاری	نسبت هزینه‌های فروش، عمومی و اداری به جمع فروش
	جریان وجوه نقد آزاد	نسبت تفاوت بین جریان وجوه نقد عملیاتی و سود تقسیمی به جمع دارایی‌ها
	نسبت اهرمی	نسبت جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها
متغیر وابسته (معیارهای عملکرد)	سود هر سهم	نسبت سود خالص به میانگین موزون تعداد سهام عادی
	نرخ بازده دارایی‌ها	نسبت سود خالص قبل از بهره و مالیات به جمع دارایی‌ها
	نسبت ارزش‌افزوده بازار	نسبت تفاوت بین ارزش بازار و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به جمع حقوق صاحبان سهام
	نسبت کیوتوبین	نسبت جمع ارزش بازار شرکت و بدهی‌های بلندمدت به جمع دارایی‌ها
متغیر کنترل	نسبت دارایی‌های ثابت	نسبت جمع دارایی‌های ثابت به جمع دارایی‌ها

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

اندازه شرکت: در شرکت‌های سهامی بزرگ که سهام آن در اختیار افراد متعددی ا ست، به علت تضاد منافع بالقوه بین مالکان و مدیران، اهداف مدیریت سازمان از اهداف سهامداران جدا ا ست. لذا سهامداران نظارت ناچیزی بر مدیریت شرکت‌ها دارند. در این صورت زمینه‌ای فراهم می‌آید تا مدیران رأساً به نحوی عمل نمایند که از نظر ایشان بهترین است. هم‌چنین شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک در مقیاس بزرگ‌تری مشغول به فعالیت هستند و این خود انگیزه و فرصت‌هایی را برای شانه خالی کردن مدیران از وظایف محوله به آن‌ها را فراهم می‌کند (جلینک و استوئرک[1]، ۲۰۰۹؛ دی[2]، ۲۰۰۸). درواقع با افزایش اندازه شرکت‌ها، ساختار مالکیت پراکنده‌تر می‌گردد و حضور مدیران در عرصه مالکیت افزایش می‌یابد و به طبع آن مسأله نمایندگی از اهمیت بیش‌تری برخوردار می‌گردد (موسوی و همکاران، ۱۳۸۹). بنابراین هرچه اندازه شرکت وسیع‌تر باشد، سهامداران با هزینه‌های نمایندگی بیش‌تری مواجه خواهند بود. در این حالت ا صطلاحاً گفته می شود؛ سهامدار در ملاحظه اقدامات و عملیات مدیر، ناتوان ا ست (جنسن[3]، ۱۹۸۶).

نسبت بکارگیری دارایی ها: نسبت بکارگیری دارایی ها چگونگی بهره‌وری و استفاده از دارایی‌های شرکت تو سط مدیران برای ایجاد فروش و سود بیش‌تر را اندازه‌گیری می‌کند. این نسبت به عنوان معیار معکوسی برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. به این معنی که هر چه این نسبت بالاتر باشد، هزینه‌های نمایندگی پایین‌تر خواهد بود (هنری[4]، ۲۰۱۰؛ آنگ[5] و همکاران، ۲۰۰۰).

نسبت هزینه های اختیاری: نسبت هزینه های اختیاری می تواند معیاری از افراط گرایی مدیریت در انجام هزینه های اختیاری باشد. نسبت هزینه های اختیاری، چگونگی کنترل هزینه‌های عملیاتی توسط مدیران را اندازه‌گیری می‌کند و به عنوان معیار مستقیم هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. یعنی هر چه این نسبت بالاتر باشد، هزینه‌های نمایندگی نیز بیش‌تر است (هنری، ۲۰۱۰؛آنگ وهمکاران، ۲۰۰۰).

1 Jelinek and Stuerke
2 Dey
3 Jensen
4 Henry
5 Ang et al

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

جریان وجوه نقد آزاد: به عقیده جنسن (۱۹۸۶) میزان بیش‌ازحد جریان های نقدی آزاد، نارسایی های داخلی و اتلاف منابع سازمانی را به دنبال دارد. وی در تئوری جریان های نقدی آزاد بیان می دارد که مدیران به جای توزیع جریان های نقد آزاد بین مالکان، تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد آن در شرکت دارند؛ زیرا پرداخت وجه به سهامداران موجب کاهش منابع تحت کنترل مدیریت و در نتیجه کاهش قدرت وی می‌شود. هم‌چنین، مدیران تمایل به رشد شرکت بیش‌ازاندازه بهینه آن دارند؛ زیرا رشد شرکت با افزایش پاداش مدیریت و منابع تحت کنترل آنان خواهد شد (جنسن، ۱۹۸۶). بنابراین جریان وجوه نقد آزاد موجب می گردد که مدیریت از این وجوه جهت منافع شخصی خود استفاده کرده و موجب تضعیف عملکرد شرکت شود (هیونگ‌ها[1]، ۲۰۱۱؛ وانگ، ۲۰۱۰).

نسبت اهرمی: نسبت بدهی بالا، به افزایش فعالیت های نظارتی اعتباردهندگان منتهی می گردد، در نتیجه هزینه های نمایندگی کاهش می یابد. بنابراین مدیران تمایل دارند تا با کاهش جذب منابع خارجی، میزان نظارت بازار بر تصمیم ها و عملکرد خود را کاهش دهد. هم‌چنین، افزایش در بدهی‌ها ممکن است به افزایش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک بالا به منظور تأمین وجوه پرداختی بابت هزینه بهره بیانجامد. بنابراین، با افزایش نسبت بدهی، اعتباردهندگان از انگیزه بیش تری برای اعمال نظارت بر مدیریت و در نتیجه کاهش هزینه های نمایندگی برخوردار خواهند بود (مک‌کنل و سرواس، ۱۹۹۰). از این‌رو، نسبت اهرمی می‌تواند به عنوان معیار و نماینده‌ای برای سنجش هزینه‌های نمایندگی شناخته شود (یانگ و گاریگ‌لیا[2]، ۲۰۱۲).

سود هر سهم: سود هر سهم را می‌توان به عنوان معیاری از کارایی مدیریت تصور کرد. سود معیاری از مباشرت مدیریت بر منابع شرکت و کارایی مدیریت در انجام رساندن امور شرکت است. فرض بر این است که نخستین هدف مدیریت این است که سود هر سهم را به حداکثر ممکن برساند (دوستیان، ۱۳۸۵).

نرخ بازده دارایی‌ها: این نسبت منعکس کننده آن است که مدیریت دارایی‌های شرکت را با چه میزان کارایی و اثربخشی مورد استفاده قرار داده است. پایین بودن نسبت بازده دارایی‌ها بیان‌گر عملکرد ضعیف مدیریت و وجود مشکلات نمایندگی است (دی، ۲۰۰۸).

1 Hyung-Ha
2 Yang and Guariglia

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

ارزش‌افزوده بازار: ارزش‌افزوده بازار تفاوت بین ارزش بازار شرکت و ارزش سرمایه بکار گرفته شده در شرکت است. ارزش‌افزوده بازار حاصل ارزش فعلی طرح‌های گذشته و فرصت‌های سودآور آتی است و نشان می‌دهد که چگونه شرکت به‌طور موفقیت‌آمیز، سرمایه‌اش را به‌کار گرفته و فرصت‌های سودآور آتی را پیش‌بینی نموده و برای دست‌یابی به آن برنامه‌ریزی نموده است (حاجیها و احمدی، ۱۳۹۲). ارزش‌افزوده بازار، معیاری جهت ارزیابی عملکرد مدیریت با رویکرد ارزش خلق شده برای سهامداران است. هر اندازه که ارزش‌افزوده بازار مثبت‌تر باشد به معنای آن است که شرکت برای سهامداران خود، ثروت بیش‌تری ایجاد کرده است (استوارت، ۱۹۹۱).

نسبت کیو توبین: این نسبت عموماً به عنوان معیاری از عملکرد مدیریت به کار می‌رود. اعتقاد بر این است که عملکرد ضعیف مدیریت، احتمالاً باعث اخذ تصمیم‌هایی می شود که هزینه‌های نمایندگی را افزایش خواهد داد. از این رو نسبت کیوتوبین پایین تر، بیان گر عملکرد ضعیف مدیران است و می‌تواند بیان‌گر مشکلات نمایندگی باشد (هنری، ۲۰۱۰). هم‌چنین، با استفاده از آماره کیوتوبین، رابطه بین حقوق مالکیت و ارزش شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تنوع تصمیم‌های مدیریت که همگی بیان‌گر عملکرد مدیریت است، قابل سنجش و ارزیابی است (ولف[1]، ۲۰۰۳).

نسبت دارایی‌های ثابت: یکی از متغیرهای بنیادین مؤثر بر وضعیت آتی بازده سهام و عملکرد شرکت‌ها، میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت است. سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت می‌تواند زمینه‌ساز دست‌یابی به بازده و عملکرد مطلوب باشد و یا این‌که به دلیل تحمیل ریسک بیش‌تر بر وضعیت مالی شرکت که ناشی از سرمایه‌گذاری بیش‌تر است، قدرت شرکت برای حفظ بازده فعلی و رشد آن در دوره های آتی را کاهش و در بلندمدت می تواند منجر به افت بازده و عملکرد شرکت گردد (دارابی و کریمی، ۱۳۸۹).

۷. تحلیل یافته‌های پژوهش و آزمون فرضیه‌ها

۷. ۱. آمار توصیفی

به منظور بررسی و تحلیل اولیه داده‌ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش محاسبه و در جدول (۲) ارائه شده است. همان‌گونه که مشاهده می شود، از بین متغیرهای معرف هزینه نمایندگی و معیارهای ارزیابی عملکرد، به ترتیب بیش‌ترین میانگین متعلق به اندازه شرکت و سود هر سهم

1 Wolfe

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

اســـت. هم چنین، نســـبت هزینه های اختیاری و نرخ بازده دارایی ها کم ترین انحراف را در بین متغیرهای معرف هزینه نمایندگی و معیارهای ارزیابی عملکرد دارا می‌باشند.

جدول ۲. آماره‌های توصیفی پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
اندازه شرکت	SIZE	٥/٨٣٤٦	۰/٦٣٧٤	٤/٢٥٤٩	٧/٨١٨٨
نسبت بکارگیری دارایی‌ها	ASSET-UT	۰/٧٨٦٥	۰/٣٨۰١	۰/۰٢٥٥	٢/٧٣٣۰
نسبت هزینه‌های اختیاری	DIS-EX	۰/۰٦٤۰	۰/۰٤٥١	۰/۰١١٦	۰/٤٧٢٣
جریان وجوه نقد آزاد	FCF	۰/۰١٩٥	۰/١٣٦٨	-۰/٤٨٦٦	١/٦٩۰٥
نسبت اهرمی	LEV	۰/٦١١٧	۰/١٧۰٧	۰/۰٣٩٧	١/۰٥٦٢
سود هر سهم	EPS	١۰٤٨/٨٨	١١۰٧/٧١	-١٥٤٦	٧٩٨٧
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/١٧۰٦	۰/١٢٩٨	-۰/١٦٩٦	۰/٦٥٣۰
نسبت ارزش‌افزوده بازار	MVA	٢/۰٧٦٥	٣/٨٤٩٣	۰/۰۰٦١	٣٧/٧٣١٢
نسبت کیوتوبین	TQ	١/۰٧٤٦	١/۰٣٣١	۰/۰٨٤٥	٩/٨٩١۰
نسبت دارایی‌های ثابت	CVA	۰/٢٣٣٤	۰/١٧٦٧	۰/۰۰١۰	۰/٨٧٨٦

منبع: یافته‌های پژوهش

۷. ۲. همبستگی بین متغیرهای پژوهش

در جدول (۳) مقادیر همبســـتگی بین متغیرهای پژوهش ارائه گردیده اســـت. همان گونه که مشاهده می‌شود، همبستگی شدیدی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. از این‌رو، تفسیر نتایج به دست آمده با اطمینان بیش‌تری صورت خواهد گرفت.

جدول ۳. همبستگی بین متغیرهای پژوهش

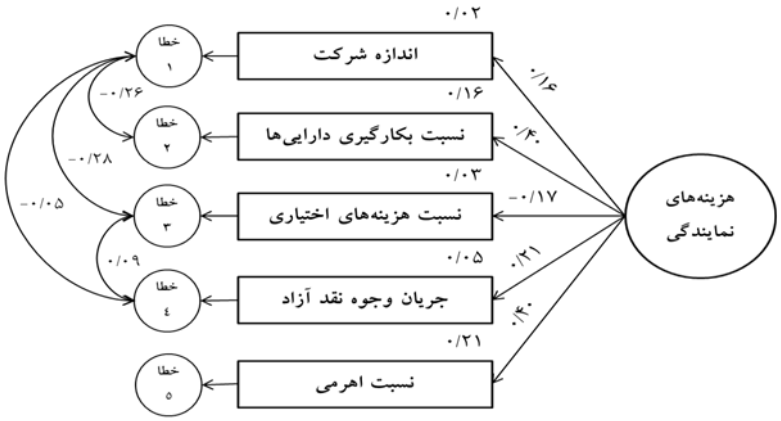
	CVA	EPS	ROA	MVA	TQ	SIZE	ASSET-UT	DIS-EX	FCF	LEV
CVA	١									
EPS	-۰/۰٨	١								
ROA	-۰/۰٣	۰/٧٤	١							
MVA	۰/۰١	۰/٣٩	۰/٣٦	١						
TQ	-۰/۰٤	۰/٥٢	۰/٥٩	۰/٧٣	١					
SIZE	۰/٢۰	۰/۰٢	-۰/۰٧	-۰/۰٦	-۰/١٦	١				
ASSET-UT	-۰/۰٩	۰/٢۰	۰/١٩	۰	۰	-۰/١٩	١			
DIS-EX	۰/٢۰	-۰/١۰	-۰/۰٨	-۰/۰٥	۰	-۰/٢٩	-۰/۰٤	١		
FCF	۰/٢٥	-۰/١۰	-۰/٧	-۰/۰٥	-۰/۰٨	-۰/۰٢	۰/۰٩	۰/٥٦	١	
LEV	۰	-۰/۰٦	-۰/٣٥	۰/١٨	-۰/١٦	۰/۰٢	۰/١٩	۰/٧٨	۰/١۰	۰

منبع: یافته‌های پژوهش

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

۷. ۳. اعتبار سنجی الگوی اندازه‌گیری

پس از تعیین الگو مفهومی پژوهش و گردآوری داده ها، مهم ترین مرحله الگو سازی معادلات ساختاری، اعتبار سنجی الگوی اندازه‌گیری است. در این مرحله، پژوهش‌گر به دنبال جواب این پر سش ا ست که آیا الگوی مفهومی، داده‌های پژوهش را نمایندگی می‌کند؟ اعتبار یک الگو[1] با استفاده از معیارهای نیکویی برازش[2] مورد بررسی قرار می گیرد. بنابراین، در این مرحله از تحلیل های آماری انتظار بر این است که برازش[3] داده ها به الگو مفهومی پژوهش بر اساس معیارهای علمی قابل‌قبول باشد. شکل (۲) و جدول (۴) به ترتیب الگوی اصلاح شده برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی و شاخص‌های برازش مربوط به آن را نشان می‌دهند.



شکل ۲. الگوی اندازه‌گیری اصلاح شده هزینه‌های نمایندگی

با توجه به آماره‌های ستون معنی‌داری جدول (۴)، مقادیر مربوط به سطح معنی‌داری برای تمام متغیرهای مشاهده‌پذیر کم‌تر از ۵ درصد است. معنادار بودن برآوردهای الگو بدین معنا است که این روابط توسط الگو تأیید می‌شوند و بایستی در الگو باقی بمانند.

1 Model Cross Validation
2 Goodness of Fit Indices
3 Fitness

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

جدول ٤. مقادیر برآورده شده الگوی اندازه‌گیری اصلاح شده هزینه‌های نمایندگی

متغیرهای الگوی اندازه‌گیری	ضریب رگرسیون استاندارد	نسبت بحرانی	معنی‌داری
هزینه نمایندگی---> نسبت اهرمی	۰/٤٦۲	–	۰/۰۰۰۱
هزینه نمایندگی---> جریان وجوه نقد آزاد	۰/۲۱٤	۲/۲٤۲	۰/۰۲٥۰
هزینه نمایندگی---> نسبت هزینه‌های اختیاری	-۰/۱٦۸	-۲/۱۱۱	۰/۰۳٥
هزینه نمایندگی---> نسبت بکارگیری دارایی‌ها	۰/٤۰٤	۲/٤۲٥	۰/۰۱٥
هزینه نمایندگی---> اندازه شرکت	۰/۱٥۷	۱/٤۸٤	۰/۰۳۸

منبع: یافته‌های پژوهش

در جدول (۵) مقادیر مربوط به ماتریس کوواریانس خطای باقی‌مانده ا ستاندارد شده ارائه شده ا ست. این کوواریانس ا ستاندارد شده دارای توزیع Z ا ست، چنانچه مقادیر خطای باقی‌مانده در بازه ۱/۹۶- و ۱/۹۶+ باشند، می‌توان نتیجه گرفت که برازش الگوی اندازه‌گیری در حد قابل‌قبول اســت. از آنجا که مقادیر به‌دســت آمده در بازه مطلوب قرار دارند، می‌توان ادعا کرد که ماتریس کوواریانس ضمنی و ماتریس کوواریانس نمونه از نظر آماری، تفاوت معناداری با یکدیگر ندارند.

جدول ۵. مقادیر کوواریانس باقی‌مانده استانداردشده

متغیرهای مشاهده‌پذیر	اندازه شرکت	نسبت بکارگیری دارایی‌ها	نسبت هزینه‌های اختیاری	نسبت جریان وجوه نقد آزاد	نسبت اهرمی
اندازه شرکت	۰/۰٤۱				
نسبت بکارگیری دارایی‌ها	-۰/۱۰۳	۰			
نسبت هزینه‌های اختیاری	-۰/۰۹٤	۰/۳٥٤	۰		
نسبت جریان وجوه نقد آزاد	-۰/۰۷۹	۰/۲۸٥	۰	۰	
نسبت اهرمی	۰/۰۸٦	۰	-۰/۲۹۱	-۰/۲۳۳	۰

منبع: یافته‌های پژوهش

هم‌چنین، مقادیر مربوط به شاخص‌های برازش ارائه شده در جدول (۶) نشان می‌دهد که شاخص نیکویی برازش (۰/۴۴۸) بیش‌تر از ۵ درصد است. هنگامی که سطح پوشش آماره کای-مربع، بزرگ‌تر از ۵ درصــد باشــد، می‌توان ادعا نمود که الگوی مفروض، دارای نیکویی برازش قابل‌قبول اســت. ســایر معیارهای نیکویی برازش ارائه شــده در جدول (۶) نیز بیان می‌دارند که الگوی اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی از اعتبار کافی جهت انجام آزمون فرضــیه‌های پژوهش برخوردار است.

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

جدول ٦. معیارهای نیکویی برازش برای الگوی اندازه‌گیری اصلاح شده هزینه‌های نمایندگی

معیارهای نیکویی برازش	نام شاخص	اختصار	الگوی اصلاح شده	برازش قابل‌قبول
شاخص‌های برازش مطلق[1] (Absolute Fit Indices)	کای اسکوئر	X^2	۰/۵۲۵	بزرگ‌تر از ۵ درصد
	شاخص نیکویی برازش	GFI	۱/۰۰۰	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص نیکویی برازش اصلاح شده	AGFI	۰/۹۹٦	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
شاخص‌های برازش تطبیقی[2] (Comparative Fit Indices)	شاخص برازش هنجار نشده	NNFI	۱/۰٤٦	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش هنجار شده	NFI	۰/۹۹۷	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش تطبیقی	CFI	۱/۰۰۰	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش افزایشی	IFI	۱/۰۰٤	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش نسبی	RFI	۰/۹۷۱	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
شاخص‌های برازش مقتصد[3] (Parsimonious Fit Indices)	شاخص برازش مقتصد هنجار شده	PNFI	۰/۱۰۰	بزرگ‌تر ۵۰ درصد
	ریشه میانگین مربعات خطای برآورد	RMSEA	۰/۰۰۰	کوچک‌تر از ۱۰ درصد
	کای اسکوئر بهنجار شده به درجه آزادی	CMIN/df	۰/٤۰۵	کوچک‌تر از ۳
سایر شاخص‌های برازش	شاخص هلتر (۰/۰۵)	Hoelter	٦٤٤۱	بیش‌تر از ۲۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

۷. ۴. الگوی ساختاری پژوهش

در مرحله ارزیابی الگوی ساختاری و به هنگام بررسی روابط بین متغیرهای پنهان، بارکنش‌های عامل[4] الگوی اندازه‌گیری دوباره تخمین زده می‌شود. به این صورت که بارکنش‌های عامل و خطای اندازه‌گیری[5] در الگوی اندازه‌گیری و الگوی ساختاری، آزاد در نظر گرفته شده و تخمین زده می‌شوند. چنانچه مقادیر بارکنش‌ها در دو الگو، تفاوت آشکاری با یکدیگر داشته باشند، این

۱ شاخص‌های برازش مطلق شاخص‌های هستند که بر مبنای تفاوت واریانس‌ها و کوواریانس‌ها مشاهده شده از یک طرف و واریانس‌ها و کوواریانس‌های پیش‌بینی شده بر مبنای پارامترهای الگوی پژوهش از طرف دیگر محاسبه می‌شوند.

۲ شاخص‌های برازش تطبیقی، الگوی پژوهش را با الگویی که در آن متغیرها از همدیگر مستقل هستند مورد مقایسه قرار می‌دهد. به‌بیان‌دیگر، در این حالت الگوی مفهومی پژوهش با الگویی مورد مقایسه قرار می‌گیرد که در آن هیچ رابطه‌ای بین متغیرها تعریف نشده است.

۳ در گروه شاخص‌های برازش مقتصد تلاش شده است تا مهم‌ترین نقاط ضعف شاخص‌های برازش مطلق یعنی بهبود مقدار شاخص‌های برازش با افزایش پارامتر به الگو جبران شود. مبنای اصلی در این گروه از شاخص‌های برازش آن است که به ازای هر پارامتر جدیدی که به الگو اضافه می‌شود، این شاخص‌ها جریمه می‌شوند.

4 Factor Loading
5 Measurement Error

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

امر مؤید وجود وضعیت درماندگی در تفسیر[1] است. مزیت این روش این است که می‌توان از نیکویی برازش الگوی اندازه‌گیری به عنوان مبنایی برای مقایسه استفاده نمود و نیکویی برازش الگوی ساختاری را با آن محک زد. این دیدگاه به صورت گسترده در الگوسازی معادلات ساختاری مورد استفاده قرار می گیرد. در الگوی ساختاری، فرضیه های پژوهش (روابط رگرسیونی و یا همبستگی بین متغیرها) مورد آزمون قرار می‌گیرد. شاخص‌های برازش الگوی ساختاری مربوط به آزمون فرضیه های پژوهش که در جدول (۷) ارائه گردیده است، مبین برازش قابل‌قبول الگوی ساختاری و عدم مواجه با پدیده درماندگی در تفسیر است.

جدول ۷. معیارهای نیکویی برازش برای الگوی ساختاری پژوهش

معیارهای نیکویی برازش	نام شاخص	اختصار	الگوی اصلاح شده	برازش قابل‌قبول
شاخص‌های برازش مطلق (Absolute Fit Indices)	کای اسکوئر	X^2	۰/۶۹۵	بزرگ‌تر از ۵ درصد
	شاخص نیکویی برازش	GFI	۰/۹۹۹	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص نیکویی برازش اصلاح شده	AGFI	۰/۹۹۰	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
شاخص‌های برازش تطبیقی (Comparative Fit Indices)	شاخص برازش هنجار نشده	NNFI	۱/۰۰۸	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش هنجار شده	NFI	۰/۹۹۸	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش تطبیقی	CFI	۱/۰۰۰	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش افزایشی	IFI	۱/۰۰۱	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
	شاخص برازش نسبی	RFI	۰/۹۸۶	بزرگ‌تر از ۹۵ درصد
شاخص‌های برازش مقتصد (Parsimonious Fit Indices)	شاخص برازش مقتصد هنجار شده	PNFI	۰/۱۳۳	بزرگ‌تر ۵۰ درصد
	ریشه میانگین مربعات خطای برآورد	RMSEA	۰/۰۲۰	کوچک‌تر از ۱۰ درصد
	کای اسکوئر بهنجار شده به درجه آزادی	CMIN/df	۰/۶۴۴	کوچک‌تر از ۳
سایر شاخص‌های برازش	شاخص هلتر (۰/۰۵)	Hoelter	۲۲۱۴	بیش‌تر از ۲۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

پس از برازش الگوی ساختاری و عدم وجود تفاوت آشکار بین شاخص‌های برازش الگوی ساختاری و الگوی اندازه‌گیری (عدم مواجه با پدیده درماندگی در تفسیر)، در جدول (۸) نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش به همراه آماره‌های مربوط به آن ارائه شده است.

1 Interpretational Confounding

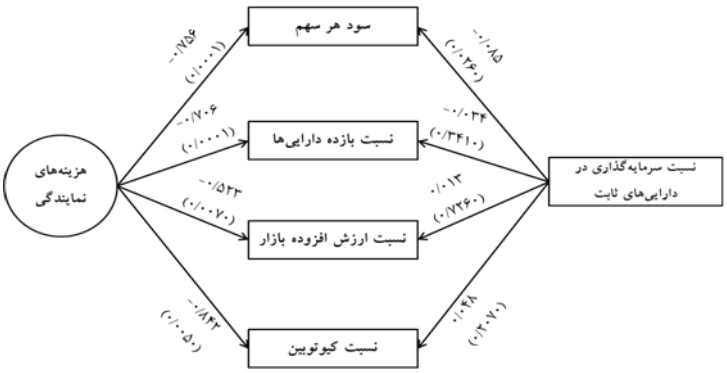
[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۸. نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌های فرعی پژوهش

متغیرهای الگو ساختاری	ضریب مسیر	نسبت بحرانی	معنی‌داری	نتیجه آزمون فرضیه
هزینه نمایندگی---> سود هر سهم	-۰/۷۵۶	-٤/۰٦۰	۰/۰۰۰۱	عدم فرضیه
هزینه نمایندگی---> بازده دارایی‌ها	-۰/۷۰٦	-٤/٤۹۰	۰/۰۰۰۱	عدم فرضیه
هزینه نمایندگی---> ارزش‌افزوده بازار	-۰/۵۲۳	-۲/٦۹۲	۰/۰۰۷۰	عدم فرضیه
هزینه نمایندگی---> نسبت کیوتوبین	-۰/۸٤۲	-۲/۷۷۸	۰/۰۰۵۰	عدم فرضیه
نسبت دارایی‌های ثابت---> سود هر سهم	-۰/۰۸۵	-۲/۲۲۵	۰/۰۲٦	-
نسبت دارایی‌های ثابت---> بازده دارایی‌ها	-۰/۰۳٤	-۰/۹۵۱	۰/۳٤۱	-
نسبت دارایی‌های ثابت---> نسبت ارزش‌افزوده بازار	۰/۰۱۳	۰/۳۵۰	۰/۷۲٦	-
نسبت دارایی‌های ثابت---> نسبت کیوتوبین	۰/۰٤۸	۱/۲٦۲	۰/۲۰۷	-

منبع: یافته‌های پژوهش

در شکل (۳) الگوی ساختاری پژوهش به همراه ضرایب استانداردشده رگرسیون ارائه گردیده است.



شکل ۳. الگوی ساختاری پژوهش به همراه ضرایب استانداردشده (سطح معنی‌داری) رگرسیون

۸. نتیجه‌گیری

مطابق با نتایج فر ضیه اول، هزینه‌های نمایندگی اثر منفی و معناداری بر سود هر سهم (معیار مبتنی بر رویکرد حسابداری) دارد. به این معنی که با افزایش هزینه های نمایندگی، سود هر

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

سهم کاهش پیدا می کند. این موضوع با هدف نهایی مدیریت که همان حداکثر کردن ثروت صاحبان سهام است در تضاد می‌باشد. زیرا، یکی از منابعی که سهامداران از آن منتفع می‌گردند، جریان وجوه نقد دریافت شده از محل سود تقسیمی هر سهم است. به این معنی که با افزایش هزینه های نمایندگی، کارایی مدیریت در استفاده بهینه از منابع تحت مدیریت ایشان کاهش می‌یابد، این امر منجر به کاهش سودآوری، سود هر سهم می‌گردد که متعاقباً سود تقسیمی هر سهم کاهش پیدا خواهد کرد. این یافته پژوهش با اظهارات دوستیان (۱۳۸۵) مبنی بر این‌که سود هر سهم را می‌توان به عنوان معیاری از کارایی مدیریت به تصور درآورد و نیز هدف مدیریت این است که بتواند به‌واسطه استفاده بهینه از منابع شرکت، سود هر سهم را افزایش بدهد، مطابقت دارد.

نتایج فرضیه سوم نشان می‌دهد هزینه‌های نمایندگی اثر منفی و معنی‌داری بر نسبت ارزش‌افزوده بازار (معیار مبتنی بر رویکرد اقتصادی) دارد. به این معنی که با افزایش تضاد منافع بین گروه مدیریت و سهامداران، ارزش‌افزوده بازار کاهش پیدا می‌کند. این یافته با اظهارات چو[1] (۱۹۷۷)، استوارت (۱۹۹۱)، لن و ماخیا[2] (۱۹۹۶) و لفکوتیس[3] (۱۹۹۹) سازگار است. چو (۱۹۹۷)، ارزش‌افزوده بازار را معیاری برای سنجش نحوه عملکرد مدیریت در رابطه با منابع تحت کنترل ایشان، می‌دانست. استوارت (۱۹۹۱) بیان داشت که با استفاده از این معیار، تضاد منافع بیان شده در نظریه نمایندگی در فرایند خلق ارزش برای سهامداران و شرکت، را می‌توان مورد سنجش و مطالعه قرارداد. لن و ماخیا (۱۹۹۶) نیز بیان نمودند که ارزش‌افزوده بازار معیاری مؤثر در ارزیابی عملکرد مدیریت بوده که حاوی اطلاعات با اهمیتی در مورد کیفیت تصمیم‌های راهبردی مدیریت است. هم‌چنین، مدیریت شرکت باید مسئولیت پایین بودن ارزش‌افزوده شرکت را بر عهده بگیرند و در مقابل آن پاسخ‌گو باشند. لفکوتیس (۱۹۹۹) نیز بیان داشت با استفاده از معیار ارزش‌افزوده بازار می توان رابطه بین سهامداران با گروه مدیریت را تبیین کرد.

نتایج به دست آمده از فرضیه فرعی دوم و چهارم بیان می‌دارد هزینه‌های نمایندگی اثر منفی و معناداری بر نرخ بازده دارایی ها و نسبت کیوتوبین (معیار ارزیابی عملکرد مبتنی بر رویکرد مدیریت مالی و رویکرد تلفیقی) دارد. این بدان معنی است که با افزایش تضاد منافع

1 Cho
2 Lehn and Makhija
3 Leftkowitz

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

بین سهامداران و مدیریت، مدیریت به شکل غیرکارآمد و غیراثربخش دارایی‌های تحت مدیریت خویش را به منظور خلق ارزش برای سهامداران بکار می‌گیرد و نیز این‌که تنوع تصمیم‌های مدیران، استفاده غیر مناسب از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را در پی خواهد داشت. این یافته پژوهش با نتایج پژوهش‌های هنری (۲۰۱۰)، ولف (۲۰۰۳) مطابقت دارد.

به صورت کلی، نتایج به دست آمده از پژوهش، با نتایج پژوهش‌های بن خدمت و رحمان (۲۰۱۴)، جباری و همکاران (۲۰۱۳) و وانگ (۲۰۱۰) مطابقت دارد ولی در تضاد با نتایج پژوهش‌های رستگار و همکاران (۱۳۹۳) و محمودآبادی و همکاران (۱۳۹۲) است. هم‌چنین، نتایج به دست‌آمده از پژوهش، شواهدی در رابطه با اثر منفی هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران را در اختیار قرار می‌گذارد، از این‌رو، دلیلی بر رد فرضیه اصلی پژوهش مبنی بر این‌که هزینه‌های نمایندگی اثری منفی و معنادار بر عملکرد شرکت دارد، وجود ندارد. بنابراین، به سهامداران پیشنهاد می شود به دنبال استقرار رویه‌های کنترلی مناسب به منظور کنترل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران باشند؛ چراکه در غیاب سازوکارهای نظارتی، احتمال این‌که مدیران منابع تحت کنترل خود (متعلق به سهامداران) را در راستای تأمین اهداف شخصی بکار گیرند بیش‌تر می‌شود.

۹. پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

با توجه به نتایج به دست آمده و نیز قابل‌اتکاتر شدن یافته‌های پژوهش، موارد مطروحه ذیل می‌تواند به عنوان موضوعات پیشنهادی در پژوهش‌های آتی مدنظر قرار گیرد:

الف) به منظور ارزیابی عملکرد مدیریت و تحلیل رابطه آن با هزینه های نمایندگی، دیگر شاخص‌های ارزیابی عملکرد همچون نرخ بازده هر سهم، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش‌افزوده اقتصادی، ارزش‌افزوده اقتصادی تعدیل‌شده، نسبت قیمت به سود هر سهم، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری هر سهم مورد توجه قرار گیرد.

ب) در پژوهش حاضر اثر نسبت اعضای موظف و غیرموظف هیئت‌مدیره و نیز دوره تصدی‌گری آنان به عنوان متغیرهای توضیح‌دهنده هزینه‌های نمایندگی مورد مطالعه قرار نگرفته است. زیرا ترکیب مناسبی از اعضای موظف و غیرموظف می‌تواند تعارضات مسئله نمایندگی را کاهش دهد و موجبات بهبود عملکرد سازمان را فراهم آورد. بنابراین پیشنهاد

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

می‌شـود در پژوهش‌های آتی این متغیرها نیز به مجموع متغیرهای معرف هزینه‌های نمایندگی اضافه گردد و اثر آن‌ها بر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیریت سنجیده شود.

۱۰. محدودیت پژوهش

انجام هر پژوهشی ممکن است با محدودیت‌هایی همراه باشد که تحلیل، تفسیر و تعمیم دهی نتایج را می تواند تحت تأثیر قرار دهد. به‌منزله محدودیت پژوهش حاضـــر، اثر تورم و ســـایر متغیرهای اقتصادی بر ارقام صورت‌های مالی و روابط بین متغیرهای پژوهش منظور نشده است که این مسـئله می تواند بر نتایج پژوهش اثرگذار باشـد. همچنین در پژوهش حاضـر کل مبلغ هزینه های عمومی و اداری به عنوان هزینه اختیاری تلقی گردید و بخش غیر اختیاری آن قابل‌تفکیک نبود.

منابع و مآخذ

۱- حاجیها، زهره و احمدی، مهدیه (۱۳۹۲)؛ "ارائه به‌موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای: بررسی تأثیر عملکرد مالی و اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه حسابداری مالی**، سال پنجم، شماره ۲۰، صص۱۷۲-۱۴۹.

۲- حیدرپور، فرزانه و مســتوفی، حمید (۱۳۸۸)؛ "بررســی رابطه بین نســبت کیوتوبین و ارزش‌افزوده اقتصادی پالایش شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله حسابداری مالی**، سال اول، شماره ۱، صص ۳۷-۲۰.

۳- حیدری، مهدی؛ قادری، بهمن و کفعمی، مهدی (۱۳۹۴)؛ "تبیین رابطه بین نظام راهبری شرکتی و ســرمایه فکری از دیدگاه نظریه نمایندگی: رویکرد الگوســازی معادلات ســاختاری"، **مجله دانش حسابداری**، سال ششم، شماره ۲۲، صص ۱۵۱-۱۳۱.

۴- دارابی، رؤیا و کریمی، اکرم (۱۳۸۹)؛ "تأثیر نرخ رشــد دارایی های ثابت بر بازده ســهام"، **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی**، دوره دوم، شماره ۸، صص ۱۳۰-۹۹.

۵- دوستیان، صدیقه (۱۳۸۵)؛ "مقایسه میزان تغییرات سود خالص و تغییرات جریان نقدی عملیاتی با تغییرات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پایان‌نامه کارشناسی ارشد**، دانشگاه الزهراء.

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

۶- رستگار، حسین؛ رضوی‌قمی، بهروز و گلزاده، حمید (۱۳۹۳)؛ "بررسی رابطه هزینه‌های نمایندگی و اندازه شرکت با نسبت‌های سودآوری"، **اولین همایش ملی حسابداری**، حسابرسی و مدیریت.

۷- سجادی، سید حسین؛ حاجی‌زاده، سعید و نیک‌کار، جواد (۱۳۹۱)؛ "تأثیر هزینه‌های نمایندگی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی"، **مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، سال نوزدهم، شماره ۶۹، صص ۴۲-۲۱.

۸- محمودآبادی، حمید؛ مهدوی، غلامحسین و فریدونی، مرضیه (۱۳۹۲)؛ "بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله دانش حسابداری**، دوره چهارم، شماره ۱۲، صص ۱۳۱-۱۱۱.

۹- محمودی، محمد (۱۳۹۰)؛ " سنجش متغیرهای مالی ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوریتم TOPSIS و تکنیک DEA"، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۷، صص ۱۴۳-۱۲۱.

۱۰- موسوی، زهرا؛ مریدی‌پور، حمید و جاری، اعظم (۱۳۸۹)؛ "ارزیابی تأثیر سازوکارهای نظام رهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۶، صص ۱۵۵-۱۴۱.

۱۱- مهرانی، ساسان؛ کرمی، غلامرضا و سیدحسینی، سیدمصطفی (۱۳۹۳)؛ **"تئوری حسابداری"**، جلد اول، انتشارات نگاه دانش

۱۲- نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و وافی‌ثانی، جلال (۱۳۸۸)؛ "بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله پژوهش‌های حسابداری**، شماره ۱، صص ۲۷-۴.

۱۳- وکیلی‌فرد، حمیدرضا؛ جمشیدی نوید، بابک و جمشیدی نوید، میثم (۱۳۹۳)؛ "مطالعه اثر معیارهای ارزیابی عملکرد بر ارزش شرکت و هزینه‌های نمایندگی"، **اولین کنفرانس بین‌المللی حسابداری**، اقتصاد و مدیریت مالی.

14- Ang, J., Cole, R. and Lin, J. (2000); "Agency Costs and Ownership Structure", **The Journal of Finance**, Vol. 55, No. 1, pp. 81-106.

15- Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T. and Thakor, A. V. (1997); "The Search for the Best Financial Performance Measure", **Financial Analysts Journal**, Vol. 53, No. 3, pp. 11-20.

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

16- Baum, Ch. L., Sarver, L., and Strickl, T. (2004); "EVA, MVA and CEO Compensation: Further Evidence", **American Business Review**, Vol. 22, No. 2, pp. 82-89.
17- Bin Khidmat, W. and Ur Rehman, M. (2014); "The Impact of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance: An Empirical Analysis of KSE Listed Companies of Pakistan", **Journal of Financial Engineering**, Vol.1, No. 3, pp. 1-25.
18- Dey, A. (2008); "Corporate Governance and Agency Conflicts", **Journal of Accounting Research**, Vol. 46, No. 5, pp. 1143–1181.
19- Foster, G. (1986); "Financial Statement Analysis", New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
20- Henry, D. (2010); "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective", **Pacific-Basin Finance Journal**, No. 18, pp. 24-46.
21- Hyung-Ha, J. (2011); "Agency Costs of Free Cash Flow and Conditional Conservatism", Ph.D. Dissertation, **Oklahoma State University**.
22- Jabbary, H., Hajiha, Z., and Hassanpour Labeshka, R. (2013); "Investigation of the Effect of Agency Costs on Firm Performance of Listed Firms in Tehran Stock Exchange", **European Online Journal of Natural and Social Sciences**, Vol. 2, No. 3, pp. 771-776.
23- Jelinek, K., and Stuerke, P. S. (2009); "The Nonlinear Relation between Agency Costs and Managerial Equity Ownership", **International Journal of Managerial Finance**, Vol. 5, No. 2, pp. 156–178.
24- Jensen, C. (1986); "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", **American Economic Review**, No. 76, pp. 323-339.
25- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976); "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, No. 3, pp. 305-360.
26- Leftkowitz, S. (1999); "The Correlation between Economic Value Added and the Market Value of Company", MD Dissertation, **California State University**.
27- Lehn, K. and Makhija, A. K. (1996); "EVA and MVA: As Performance Measures and Signals for Strategic". Journal of Strategy and Leadership, No. 24, pp. 34-38.

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

28- McConnel, J. J. and Servaes, H. (1990); "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", **Journal of Financial Economics**, No. 27, pp. 595- 612.

29- Stewart, G. B. (1991); "The Quest for Value: A Guide for Senior Manager", New York, **Harper Business**.

30- Wang, G. Y. (2010); "The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance", **Journal of Service Science and Management**, No. 3, pp. 408-418.

31- Wolfe, J. (2003); "The Tobin'q as a Company Performance Indicator", **Journal of Development in Business Simulation and Experimental Learning**, No. 30, pp. 155-160.

32- Yang, J. and Guariglia, A. (2012); "Is Investment Inefficiency Caused by Financial Constraints or Agency Costs? **Evidence from Chinese Firms**", Midwest Finance Association 2012 Annual Meetings Paper, Available Online at www.ssrn.com.

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