

بررسی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر هزینه‌های نمایندگی

محمد بنافی *

علی غیوری مقدم **

محمد مهدی دانا ***

چکیده

هدف پژوهش حاضر پاسخ به این سؤال است که آیا معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند تأثیر معناداری بر هزینه‌های نمایندگی داشته باشد یا خیر. به این منظور دو تعریف از هزینه‌های نمایندگی شامل اندازه‌گیری آن از طریق نسبت Q توبین و تعامل بین فرصت رشد و جریان وجه نقد آزاد، در نظر گرفته شد و با توجه به هر یک از این تعاریف به بررسی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر هزینه‌های نمایندگی پرداخته شد. به این منظور ۵۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۰ ساله ۱۳۸۳-۱۳۹۲ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از این بود که هنگامی که هزینه‌های نمایندگی از طریق نسبت Q توبین اندازه‌گیری می‌شود، تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر هزینه‌های نمایندگی مثبت و معنادار است و هنگامی که تعریف دوم یعنی تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان وجه نقد آزاد مبنای اندازه‌گیری قرار می‌گیرد، این تأثیر معنادار نیست. نتیجه کلی پژوهش بیانگر آن است که معاملات با اشخاص وابسته از تئوری تضاد منافع پیروی می‌کند، به این معنی که این معاملات می‌تواند رفتار فرصت طلبانه مدیر را تقویت کرده و باعث خروج منافع به ضرر مالکان شود.

واژگان کلیدی: معاملات با اشخاص وابسته، هزینه‌های نمایندگی، تئوری تضاد منافع، تئوری

معاملات کارا

* دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

** عضو هیأت علمی گروه حسابداری دانشگاه خلیج فارس، بوشهر (نویسنده مسئول) ali.ghauory@gmail.com

*** عضو هیأت علمی گروه حسابداری دانشگاه خلیج فارس، بوشهر

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۲/۱۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۶/۹

مقدمه

معامله با اشخاص وابسته عموماً به صورت «انتقال منابع، خدمات یا تعهدات بین اشخاص وابسته صرف‌نظر از مطالبه یا عدم مطالبه بهای آن» تعریف می‌شود. معامله با اشخاص وابسته از ویژگی‌های معمول واحد تجاری است، به این دلیل که بسیاری از شرکت‌ها فعالیت‌های خود را از طریق واحدهای فرعی، مشارکت خاص و شرکت‌های وابسته انجام می‌دهند. در چنین شرایطی شرکت‌ها قادر هستند که بر سیاست‌های مالی و عملیاتی شرکتی که در آن سرمایه‌گذاری کرده‌اند از طریق کنترل، کنترل مشترک یا نفوذ قابل ملاحظه تأثیر بگذارند. از آنجا که اشخاص وابسته می‌توانند معاملاتی با شرکت انجام دهند که از توان اشخاص غیر وابسته خارج است، ارتباط با اشخاص وابسته اثر مهمی بر نتایج و وضعیت مالی واحد تجاری خواهد گذاشت. به علاوه نتایج و وضعیت مالی شرکت به خاطر صرف وجود اشخاص وابسته (حتی اگر معامله‌ای صورت نگیرد) تحت تأثیر قرار می‌گیرد (کولاشیا و تودور، ۲۰۱۱).

برای تشریح دلایل انجام معاملات با اشخاص وابسته دو تئوری متضاد (تئوری تضاد منافع در مقابل تئوری معاملات کارا) وجود دارد. با توجه به تئوری تضاد منافع، گاهی انگیزه برای انجام معاملات با اشخاص وابسته این است که دارایی‌ها به نفع اشخاص وابسته از تملک شرکت خارج شوند. اما تئوری معاملات کارا حاکی از آن است که گاهی برای دسترسی به تجربه، تخصص و مهارت منحصر به فرد اشخاص وابسته یا جبران خدمات، بهتر است با آن‌ها معامله‌ای صورت گیرد (گوردون و هنری، ۲۰۰۵).

تحلیل‌گران مسائل مالی یکی از دلایل بحران‌های مالی در شرکت‌ها را انجام معاملات با اشخاص وابسته و پوشش آن از طریق صورت‌های مالی می‌دانند. معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند فرصت مناسبی برای مدیران و اشخاص وابسته برای خروج وجوه نقد از شرکت به وسیله فعالیت‌های زیرزمینی فراهم آورد (جانکو و همکاران، ۲۰۰۸). تجربه نشان داده است که معاملات با اشخاص وابسته نه تنها می‌تواند باعث ایجاد اختلال در امر ارزش آفرینی برای سهامداران شود، بلکه می‌تواند موجبات فروپاشی شرکت‌ها را نیز فراهم آورد. به همین دلیل بود که پس از ورشکستگی انرون کنگره آمریکا قانون سارینز آکسلی را به تصویب رسانید که در بخشی از آن به معاملات با اشخاص وابسته اشاره دارد و بر همین اساس بود که سازمان بورس اوراق بهادار آمریکا قوانین سخت‌گیرانه درباره لزوم افشای معاملات با اشخاص وابسته برای شرکت‌های پذیرفته شده وضع کرد (گوردون و همکاران،

(۲۰۰۵). از سوی دیگر معاملات با اشخاص وابسته می تواند به عنوان بخشی از عملیات اصلی واحد تجاری قلمداد شود که در این صورت نه تنها مضر نمی باشد، بلکه می تواند کمک شایانی به مدیریت در راستای هدف ارزش آفرینی برای سهامداران کند (فریدمن و همکاران، ۲۰۰۳).

می توان گفت که معاملات با اشخاص وابسته و در نتیجه ی آن امکان بروز رفتار فرصت طلبانه مدیر، ناشی از تضاد نمایندگی است. شکل گیری رابطه نمایندگی، همراه با منافع متضادی است که در نتیجه جدایی مالکیت از مدیریت، هدف های متفاوت و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران رخ می دهد (دی، ۲۰۰۸).

یکی از مفروضات اساسی تئوری نمایندگی این است که مدیریت برای به حداکثر رساندن منافع شخصی خود، منابع شرکت را به نفع خود به مصرف می رساند و معاملات با اشخاص وابسته که غالباً به نفع مدیران و به زیان سهامداران می باشد از این نوع محسوب می شود (کلپک و می هو، ۲۰۰۴). این سوء رفتارهای مدیریت علاوه بر ایجاد اختلال در امر ارزش آفرینی برای سهامداران می تواند امنیت شغلی مدیران را نیز به خطر اندازد. به همین دلیل مدیران برای محفوظ ماندن از اثرات سوء این معاملات ممکن است اقدام به تحریف صورت های مالی نمایند که این مسئله باعث اختلال در امر ارزش آفرینی برای سهامداران می شود چرا که امکان تصمیم گیری آگاهانه را از مالکان به دلیل ارائه اطلاعات تحریف شده سلب می کند (هنری و گوردون، ۲۰۰۷).

لذا، این پژوهش به دنبال آزمون تجربی این مسئله است که معاملات با اشخاص وابسته چه تأثیری بر هزینه های نمایندگی دارد؟ به گفته دیگر، پژوهش حاضر در پی دستیابی به پاسخ این سؤال است که آیا معاملات با اشخاص وابسته می تواند باعث افزایش یا کاهش هزینه های نمایندگی شود؟

قابل ذکر است که تاکنون مطالعات زیادی در مورد عوامل تأثیرگذار بر هزینه های نمایندگی انجام شده است. برخی از این عوامل عبارت اند از سازوکارهای نظام راهبری شرکت، رقابتی بودن بازار محصول، اندازه و استقلال هیأت مدیره، دوره تصدی مدیریت و سیاست های تأمین مالی (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸؛ سروستانی و همکاران، ۱۳۹۱؛ مرادی و همکاران، ۱۳۹۲؛ مظاهری و همکاران، ۱۳۹۲؛ جباری و همکاران، ۱۳۹۲). از بازنگری پژوهش های انجام شده چنین استنباط می شود که تأثیر مؤلفه های مختلفی بر هزینه های نمایندگی مورد بررسی و آزمون قرار گرفته، ولی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته در

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، هنوز مورد بررسی و آزمون قرار نگرفته است.

ادبیات پژوهش

ادبیات نظری

می‌توان معاملات با اشخاص وابسته را با تئوری نمایندگی که در آن به نقش مدیریت در مصرف منابع به نفع خود اشاره دارد مرتبط دانست. بر این اساس معاملات با اشخاص وابسته که غالباً به نفع مدیران و به زیان سهامداران است نوعی مصرف منابع در راستای تأمین منافع مدیران محسوب می‌شود. مدیران و یا سایر اشخاص وابسته می‌توانند از نفوذ خود جهت کسب منافع شخصی به واسطه روی آوردن به چنین معاملاتی استفاده کنند و موجب انتقال ثروت از شرکت به سمت خود شوند. همچنین این گونه معاملات می‌تواند قابلیت اتکای صورت‌های مالی را کاهش داده و اثرات مخربی بر فرآیند ارزش آفرینی واحد تجاری در بلندمدت داشته باشند (کلبک و می‌هو، ۲۰۰۴).

نمونه‌هایی از تأثیر هزینه‌های نمایندگی را می‌توان در شرکت انرون مشاهده نمود که در آن به علت ضعف ساختار کنترلی، مدیران به کسب منافع شخصی از طریق انجام معاملات با اشخاص وابسته می‌پرداختند و به منظور در امان ماندن از عواقب سوء این اقدام، به تحریف صورت‌های مالی مبادرت می‌ورزیدند. چرا که بسیاری از این گونه معاملات در صورت‌های مالی این شرکت افشاء نمی‌شد و همین امر یکی از دلایل ورشکستگی انرون در سال ۲۰۰۱ محسوب می‌شود (کلبک و می‌هو، ۲۰۰۴).

معاملات با اشخاص وابسته را می‌توان از دو دیدگاه بررسی کرد که هر دیدگاه جنبه‌های متفاوتی از این معاملات را بیان می‌کند. دیدگاه اول با مسئله نمایندگی سازگار است و بیان می‌دارد که این گونه معاملات به جهت کسب منافع شخصی برای مدیران به کار گرفته می‌شوند و باعث متضرر شدن شرکت و سهامداران می‌گردد. از طرفی مدیران جهت پوشاندن اثرات سوء این معاملات اقدام به تحریف صورت‌های مالی می‌نمایند (گوردون و همکاران، ۲۰۰۴؛ چئونگ و همکاران، ۲۰۰۶؛ ژیانگ و همکاران، ۲۰۰۸؛ آهرونی و همکاران، ۲۰۰۹).

دیدگاه دوم معاملات با اشخاص وابسته را بخشی از تقاضای واحد تجاری قلمداد می‌کند و آن را تضمین‌کننده کار مدیران در شرکت می‌داند. دیدگاه اثربخشی معاملات با اشخاص وابسته مفهوم هزینه‌های معاملات ارائه شده توسط کواس (۱۹۳۷) و ویلیامسون

(۱۹۷۵) را دنبال می کند. این دیدگاه معاملات با اشخاص وابسته را نه تنها مضر نمی داند بلکه بیان می کند که این گونه معاملات ممکن است برای سهامداران سودمند نیز باشد (استین، ۱۹۹۷؛ چانگ و هونگ، ۲۰۰۰؛ خانا و پالپو، ۲۰۰۰ و ژیان و وونگ، ۲۰۱۰).

تصاحب منابع شرکت از طریق معاملات با اشخاص وابسته، در کشورهای توسعه یافته مرسوم است، اما به دلیل نقص بازارهای خارجی و ضعف راهبری شرکتی، این رخداد در اقتصادهای نوظهور بیشتر مشاهده می شود. در بسیاری از موارد، معاملات با اشخاص وابسته گریزناپذیر و سودمند است و در چرخه عملیات شرکت تکرار می شود. ولی در شرایط خاص، به سهامداران عمده یا مدیران شرکت ها این امکان را می دهد که به هزینه سهامداران خرد، منافع شخصی خود را افزایش دهند (حمیدی و شعری، ۱۳۹۱).

در هر صورت چه این معاملات با تئوری نمایندگی مرتبط دانسته شود و چه این معاملات به عنوان انگیزه ای برای مدیران جهت انجام بهتر وظایفشان در نظر گرفته شود، باید به این نکته توجه داشت که این معاملات می توانند بر وضعیت مالی و عملکرد مطلوب شرکت تأثیر منفی بگذارند. این امر الزاماً نه به دلیل خود معامله بلکه می تواند به دلیل تصور استفاده کننده صورت های مالی از ماهیت این گونه معاملات باشد (گوردون و همکاران، ۲۰۰۵).

اگرچه تئوری نمایندگی می تواند علت بروز رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را در روی آوردن به معاملات با اشخاص وابسته شرح دهد، اما در همه موارد مصداق ندارد. چرا که ممکن است انجام این معاملات موجب کسب منفعت برای شرکت و سهامداران گردد. به عنوان مثال برخی از شرکت ها ممکن است استراتژی سرمایه گذاری خود را بر روی سرمایه گذاری های مشترک با سایر شرکت ها قرار دهند، که در این صورت معامله با این گونه شرکت ها، با وجود این که در زمره معاملات با اشخاص وابسته قرار می گیرد، نه تنها امری اجتناب ناپذیر است بلکه به نفع شرکت و سهامداران آن نیز می باشد (کلبک و می هو، ۲۰۰۴).

ادبیات تجربی پژوهش

کلبک و می هو (۲۰۰۴) اظهار داشتند که بر اساس نظریه نمایندگی، معاملات با اشخاص وابسته نگرانی را افزایش می دهد. چرا که مدیران با انتقال نامناسب ثروت، قابلیت

اعتماد صورت‌های مالی را کاهش داده و موجب کاهش اثر قراردادهای انگیزشی طراحی شده برای کاهش تضاد نمایندگی و در نهایت خسارت سهامداران شرکت‌ها می‌شوند. نتایج پژوهش گوردون و همکاران (۲۰۰۴) نیز تأییدی بر دیدگاه تضاد منافع بین مدیران، اعضای هیئت مدیره و سهامداران ناشی از معاملات با اشخاص وابسته است.

چئونگ و همکاران (۲۰۰۸) معاملات با اشخاص وابسته را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ مورد بررسی قرار دادند. پژوهشگران به این نتیجه رسیدند که به طور متوسط، شرکت‌ها در زمان اعلام معاملات با اشخاص وابسته و نیز مدت ۱۲ ماه پس از آن بازده منفی کسب کرده‌اند. این بازده در مقایسه با بازده معاملات منصفانه مشابه، به طور معناداری کمتر است.

چن و سو (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط میان معاملات با اشخاص وابسته و عملکرد شرکت و نیز، بررسی اینکه آیا راهبری شرکتی اثری مثبت بر رابطه معاملات با اشخاص وابسته و عملکرد شرکت دارد یا خیر پرداختند. نتایج نشان داد مکانیزم‌های راهبری شرکتی، این معاملات را از معاملات فرصت طلبانه به معاملات کارا تغییر می‌دهد و استقلال هیات مدیره، در این معاملات نقش تعدیل کننده را بازی می‌کند.

مسکاریلو (۲۰۱۰) انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته را با هدف شناسایی دلایل پشت پرده انجام معاملات با اشخاص وابسته و کارا بودن یا فرصت طلبانه بودن این معاملات مورد بررسی قرار داد. شواهد نشان از رفتار فرصت طلبانه در این معاملات داشت و رابطه معناداری بین مبلغ این معاملات با متغیرهایی که انگیزه‌ها و هزینه‌های تصاحب اموال را تحت تأثیر قرار می‌دهد مشاهده گردید.

سرینی وازان (۲۰۱۳) معاملات با اشخاص وابسته را در شرکت‌های هندی مورد بررسی قرار داد. وی طی بررسی خود به این نتایج دست یافت که (۱) بین معاملات با اشخاص وابسته و عملکرد شرکت رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. (۲) میزان معاملات با اشخاص وابسته در شرکت‌هایی که توسط مؤسسه‌های بزرگ، حسابرسی می‌شوند کمتر از بقیه شرکت‌ها بود. (۳) هیچ گونه رابطه معناداری بین ساختار مالکیت و معاملات با اشخاص وابسته یافت نشد.

پازولی و وین یوتی (۲۰۱۴) ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و عملکرد مالی شرکت‌های ایتالیایی را برای مورد بررسی قرار دادند که در نهایت هیچ شواهدی از وجود رابطه علت و معلولی بین این دو یافت نشد.

کلیک و می هو (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و تجدید ارائه بعد از تاریخ ترازنامه پرداختند تا ارزیابی کنند که آیا این گونه معاملات یک هشدار برای افزایش ریسک تحریف بااهمیت صورت های مالی برای حسابرسان و استفاده کنندگان صورت های مالی هست یا خیر؟ پژوهشگران دریافتند که ۱) یک همبستگی مثبت و قوی بین این گونه معاملات و تجدید ارائه بعد از تاریخ ترازنامه وجود دارد و احتمال تجدید ارائه بعد از تاریخ ترازنامه زمانی که شرکت ها معاملاتی با اشخاص وابسته دارند ۱۵٪ بیشتر از زمانی است که شرکت ها معاملاتی با اشخاص وابسته ندارند. ۲) به طور خاص، معاملات با کارمندان و مدیران یک ارتباط مثبت قوی با تجدید ارائه بعد از تاریخ ترازنامه دارد.

شعری و حمیدی (۱۳۹۱) به بررسی انگیزه های معاملات با اشخاص وابسته با استفاده از مدل مسکاریلو (۲۰۱۰) پرداختند. آزمون فرضیه ها نشان داد که بین میزان این گونه معاملات و متغیرهای سطح تمرکز مالکیت، نسبت مدیران غیرموظف و اهرم مالی رابطه معنادار مورد انتظار وجود دارد. پژوهشگران به این نتیجه رسیدند که فرضیه وجود رفتار فرصت طلبانه در معاملات با اشخاص وابسته رد نمی شود و نشانه هایی از فرصت طلبانه بودن این معاملات در محیط کسب و کار ایران قابل مشاهده است.

اکبری و سرلک (۱۳۹۲) در پژوهشی ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و مدیریت سود را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که رابطه مثبت و معنی داری بین معاملات با اشخاص وابسته با مدیریت سود وجود دارد.

فرضیه های پژوهش

بر اساس مبانی نظری و پیشینه مطرح شده، فرضیه های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است.

الف. فرضیه اصلی:

بین معاملات با اشخاص وابسته و هزینه های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد.

ب. فرضیه های فرعی:

۱. بین معاملات با اشخاص وابسته و نسبت Q توبین (فرصت های رشد) رابطه معناداری

وجود دارد.

۲. بین معاملات با اشخاص وابسته و معیار تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان نقد آزاد رابطه معناداری وجود دارد.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته: در پژوهش حاضر، متغیر وابسته هزینه‌های نمایندگی می‌باشد برای اندازه-گیری هزینه‌های نمایندگی از معیارهای زیر که از پژوهش هنری (۲۰۱۰) استخراج شده است استفاده می‌شود.

نسبت Q توبین (فرصت‌های رشد): این نسبت معمولاً به عنوان معیاری از عملکرد مدیریت به کار می‌رود. اعتقاد بر این است که ضعف در عملکرد مدیریت ممکن است باعث گرفتن تصمیم‌هایی شود که هزینه‌های نمایندگی را افزایش خواهد داد. از این رو، نسبت Q توبین پایین‌تر که بیانگر ضعف در عملکرد است دال بر وجود مشکلات نمایندگی است (هنری، ۲۰۱۰). این نسبت به عنوان معیار معکوسی برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. به این معنی که هرچه این نسبت بیشتر باشد هزینه‌های نمایندگی کمتر خواهد بود.

در این پژوهش مطابق با پژوهش‌های دوکاس و همکاران (۲۰۰۰) و جرکوس و همکاران (۲۰۱۰) نسبت Q توبین با استفاده از مدل ۱ محاسبه می‌شود.

مدل ۱:

$$\text{Tobin's } Q = \frac{MVOCE + PSLV + BVOLTD - (BVOSHTA - BVOSHTL)}{BVOTA}$$

MVOCE: ارزش بازار سهام عادی در پایان سال

PSLV: ارزش نقدینگی سهام ممتاز در پایان سال

BVOLTD: ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت در پایان سال

BVOSHTA: ارزش دفتری دارایی‌های جاری در پایان سال

BVOSHTL: ارزش دفتری بدهی‌های جاری در پایان سال

BVOTA: ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال

تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان نقد آزاد: در این پژوهش همچنین همانند پژوهش‌های دوکاس و همکاران (۲۰۰۰)، دوکاس و همکاران (۲۰۰۵)، مک‌نایت و ویر (۲۰۰۸) و جرکوس و همکاران (۲۰۱۰) هزینه‌های نمایندگی به عنوان تابعی از تعامل بین

نسبت Qتوین (نماینده فرصت های رشد) و جریان های نقد آزاد در نظر گرفته شده است. ترکیب جریان های نقد آزاد با فرصت های رشد پایین، باعث ایجاد هزینه های نمایندگی می گردد. انباشت جریان های نقد آزاد باعث کاهش توان نظارت بازار سرمایه بر تصمیم های مدیران شده و به همین دلیل افزایش جریان های نقد آزاد موجب افزایش منابع تحت کنترل مدیران می شود که نتیجه آن افزایش هزینه های نمایندگی خواهد بود (جنسن، ۱۹۸۶). این معیار به عنوان معیاری مستقیم از هزینه های نمایندگی به شمار می رود. یعنی هرچه این معیار بیشتر باشد هزینه های نمایندگی بیشتر خواهد بود.

در پژوهش حاضر، برای هر سال از شرکت های مورد بررسی با استفاده از میانه نسبت Qتوین شرکت های مورد بررسی به دو گروه شرکت های با رشد بالا و شرکت های با رشد پایین تقسیم می شوند. سپس به شرکت هایی که نسبت Qتوین آنها بالاتر از میانه باشد عدد صفر و به شرکت هایی که نسبت Qتوین آنها پایین تر از میانه باشد عدد یک اختصاص داده می شود. همچنین برای اندازه گیری جریان های نقد آزاد از مدل لی هن پولسن (۱۹۸۹) به شرح مدل ۲ استفاده می گردد.

$$\text{FCF} = (\text{OIBD} - \text{CITAXP} - \text{INTEXP} - \text{DIVP}) / \text{TA} \quad \text{مدل ۲}$$

FCF: جریان های نقدی آزاد

OIBD: سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک

CITAXP: مالیات بر درآمد پرداختی شرکت

INTEXP: هزینه های بهره

DIVP: سودهای پرداختی به سهامداران

TA: جمع ارزش دفتری دارایی ها

در نهایت با ضرب دو عامل بالا در یکدیگر (نسبت Qتوین و جریان های نقد آزاد) هزینه نمایندگی به دست می آید. در نتیجه بالاتر بودن حاصل ضرب فوق نشان دهنده هزینه های نمایندگی بالاتری برای شرکت است.

متغیر مستقل: در این پژوهش، معاملات با اشخاص وابسته به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته می شود. مقدار این معاملات از لگاریتم طبیعی جمع کل مبالغ معاملات با اشخاص

وابسته افشاء شده در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی سالانه شرکت‌های مورد بررسی به دست می‌آید.

متغیرهای کنترلی: به منظور کنترل دیگر عوامل احتمالی مؤثر بر هزینه‌های نمایندگی مشابه پژوهش‌های آنک و همکاران (۲۰۰۰)، ترونک (۲۰۰۶)، جرکوس و همکاران (۲۰۱۰) و نروش و همکاران (۱۳۸۸) اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی فروش) و نسبت بدهی (نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شد.

جامعه و نمونه پژوهش

جامعه این پژوهش متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۲ است. با در نظر گرفتن محدودیت‌های زیر نمونه مورد بررسی انتخاب شد.

- ۱- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به اسفندماه باشد.
 - ۲- سال مالی خود را طی دوره موردنظر تغییر نداده باشند.
 - ۳- در طی دوره زمانی مورد بررسی، نماد معاملاتی آن‌ها از تابلو بورس خارج نشده باشد.
 - ۴- به دلیل اینکه برای محاسبه Q توبین ارزش بازار سهام مورد نیاز است می‌بایست شرکت‌های مورد نظر طی دوره زمانی مورد بررسی فعالیت مستمر داشته و سهام آن‌ها بدون وقفه با اهمیت مورد معامله قرار گرفته باشد.
 - ۵- ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها در هیچ سالی منفی نباشد.
- با توجه به شرایط ذکر شده، تعداد ۵۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۲ و به عبارتی ۵۵۰ (سال- شرکت) به عنوان نمونه انتخاب شد.

روش‌شناسی پژوهش

با توجه به هدف پژوهش که بررسی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر هزینه‌های نمایندگی در میان ۵۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی ۱۰ سال است، پژوهش حاضر هم با سری زمانی و هم با مقاطع سروکار دارد. لذا با داشتن داده‌های ترکیبی استفاده از رگرسیون داده‌های ترکیبی (پانلی) الزامی است. چارچوب کلی آماری داده‌های ترکیبی به صورت مدل ۳ می‌باشد (بالتاجی، ۲۰۰۵).

$$Y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + U_{it} \quad \text{مدل ۳:}$$

$$i = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, N$$

در مدل ۳، i نشان دهنده مشاهدات نمونه‌ای و t بیانگر تعداد مشاهدات سری زمانی می‌باشد. α اسکالر و β دارای بعد $K \times 1$ که در آن K تعداد متغیر توضیحی است و X'_{it} در بر گیرنده K متغیر توضیحی می‌باشد. و U_{it} جمله اختلال است که فرم مدل ۴ را دارد.

$$u_{it} = \mu_i + v_{it} \quad \text{مدل ۴:}$$

که μ_i تأثیرات فردی غیر قابل مشاهده و v_{it} باقیمانده است. در اینجا دو حالت زیر به وجود می‌آید:

نخستین حالت این است که آثار فردی غیر قابل مشاهده (μ_i) در مدل وجود نداشته باشد و جمله خطا فقط از جمله خطای باقیمانده (v_{it}) تشکیل شده باشد.

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_{N-1} = 0$$

حالت دوم این است که آثار فردی غیر قابل مشاهده در مدل وجود دارد، به عبارتی:

$$H_1: \mu \text{ مخالف‌ها صفر است}$$

به منظور آزمون فرضیه H_0 در مقابل H_1 از آزمون چاو استفاده می‌شود. فرض‌های این آزمون به صورت زیر بیان می‌شود:

$$H_0: \text{مدل داده‌های تلفیق شده}$$

$$H_1: \text{مدل اثرات ثابت}$$

فرض H_0 بر پایه عدم وجود آثار فردی غیر قابل مشاهده است و فرض H_1 بر پایه وجود آثار فردی غیر قابل مشاهده قرار دارد. اگر فرض H_0 پذیرفته شود، به این معناست که مدل فاقد آثار فردی غیر قابل مشاهده است. بنابراین، می‌توان آن را از طریق مدل رگرسیونی تلفیقی تخمین زد. اما اگر فرض H_1 پذیرفته شود به این معناست که در مدل، آثار فردی غیر قابل مشاهده وجود دارد. در این صورت باید آزمون شود که آیا این آثار فردی با متغیرهای توضیحی مدل همبستگی دارند یا خیر. بدین منظور، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. آزمون هاسمن بر پایه وجود یا عدم ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل مدل قرار دارد. اگر چنین ارتباطی وجود داشته باشد، مدل اثرات ثابت و اگر این ارتباط وجود نداشته باشد، مدل اثرات تصادفی کاربرد خواهد

داشت. فرضیه H_0 نشان دهنده عدم ارتباط متغیرهای مستقل و خطای تخمین و فرضیه H_1 نشان دهنده وجود ارتباط است.

مدل اثرات تصادفی: H_0

مدل اثرات ثابت: H_1

لازم به ذکر است که داده‌های مورد استفاده در این پژوهش، از طریق مراجعه به صورت‌های مالی اساسی حسابرسی شده و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکتهای مورد بررسی گردآوری شده است. به همین منظور بخش عمده اطلاعات از طریق سایت‌های www.rdis.com (متعلق به مرکز مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران) و www.codal.ir و سایر اطلاعات نیز از طریق سایت اینترنتی www.tsetmc.com (متعلق به شرکت مدیریت فناوری بورس تهران) دریافت و مورد استفاده قرار گرفت.

یافته‌های پژوهش

قبل از بررسی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر هزینه‌های نمایندگی نیاز است آزمون چاو و هاسمن برای هر یک از فرضیه‌های فرعی پژوهش اجرا شود. چرا که برای بررسی هر یک از فرضیه‌های مذکور نیاز به برازش یک مدل جداگانه است. لذا نتایج مربوط به اجرای آزمون چاو برای هر یک از فرضیه‌های فرعی ۱ و ۲ به شرح نگاره ۱ می‌باشد.

نگاره (۱): نتایج آزمون چاو

فرضیه	Statistic	d.f.	Prob.
1	2.2937	-9.537	0.0157
2	0.8635	-9.538	0.5578

آزمون چاو به منظور انتخاب از بین مدل داده‌های ترکیبی (پانلی) و مدل برآورد داده‌های تلفیقی مورد استفاده قرار می‌گیرد. نتایج این آزمون برای هر یک از فرضیه‌های فرعی پژوهش در نگاره ۱ آمده است. مقدار سطح معناداری ۰/۰۱۵ و ۰/۵۵ بیانگر این است که فرضیه صفر مبنی بر داده‌های تلفیقی (مدل داده‌های تلفیق شده: H_0) در سطح احتمال ۰/۹۵ برای فرضیه ۱ را می‌توان رد و برای فرضیه ۲ نمی‌توان رد کرد. این مورد نشان‌دهنده لزوم

استفاده از روش داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه ۱ و روش داده‌های تلفیقی برای فرضیه ۲ است. بنابراین آزمون هاسمن فقط برای فرضیه ۱ نیاز است اجرا شود که نتیجه آن در نگاره ۲ ارائه شده است.

نگاره (۲): نتایج آزمون هاسمن

فرضیه	Statistic	d.f.	Prob.
1	17.672	3	0.0005

آزمون هاسمن به منظور انتخاب از بین مدل اثرات ثابت با مدل اثرات تصادفی انجام می‌شود. همان‌گونه که در نگاره ۲ مشخص است سطح معناداری ۰/۰۰۰۵ بیانگر رد شدن فرضیه صفر مبنی بر مدل اثرات تصادفی (مدل اثرات تصادفی: H_0) است. بنابراین، با توجه به نتایج آزمون چاو و هاسمن باید از رگرسیون داده‌های ترکیبی (پانلی) با اثرات ثابت برای فرضیه ۱ استفاده کرد.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون داده‌ها ترکیبی و تلفیقی به ترتیب برای هر یک از فرضیه‌های ۱ و ۲ به شرح نگاره ۳ و ۴ می‌باشد.

نگاره (۳): مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت (فرضیه فرعی ۱)

(متغیر وابسته نسبت Q تویین)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.235207	0.816559	1.512698	0.1309
RPT	-0.04092	0.019881	-2.05799	0.0401
SIZE	0.023403	0.033324	0.702294	0.4828
LEV	0.400551	0.105265	3.805181	0.0002
Weighted Statistics				
R-squared	0.075088	Mean dependent var		1.473944
Adjusted R-squared	0.05442	S.D. dependent var		1.592366
S.E. of regression	1.548112	Sum squared resid		1287.001
F-statistic	3.632981	Durbin-Watson stat		1.839694
Prob(F-statistic)	0.00003			

C عدد ثابت، RPT معاملات با اشخاص وابسته، SIZE اندازه واحد تجاری و LEV اهرم مالی

نگاره (۴): مدل رگرسیون داده‌های تلفیقی (فرضیه فرعی ۲)

(متغیر وابسته تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان نقد آزاد)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.020355	0.049294	0.412922	0.6798
RPT	-0.00074	0.00122	-0.60373	0.5463
SIZE	0.000377	0.002005	0.188275	0.8507
LEV	0.027999	0.006179	4.531079	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.006279	Mean dependent var	0.050456	
Adjusted R-squared	0.000809	S.D. dependent var	0.100093	
S.E. of regression	0.100049	Sum squared resid	5.455361	
F-statistic	1.147834	Durbin-Watson stat	1.173096	
Prob(F-statistic)	0.329183			

نتایج ارائه شده در نگاره ۳ و ۴ بیانگر این است که سواى تأثیر متغیرهای کنترلی (اهرم مالی و اندازه شرکت) هنگامی که هزینه نمایندگی از طریق نسبت Q توبین اندازه‌گیری می‌شود، معاملات با اشخاص وابسته تأثیر مثبت و معناداری بر هزینه‌های نمایندگی دارد اما اگر هزینه نمایندگی به صورت تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان نقد آزاد در نظر گرفته شود این تأثیر معنادار نیست.

همان‌طور که در نگاره ۳ مشاهده می‌شود، ضریب متغیر معاملات بر اشخاص وابسته (RPT) عدد منفی ۰/۰۴- است. پیش از این بیان گردید که "نسبت Q توبین معمولاً به عنوان معیاری از عملکرد مدیریت به کار می‌رود. اعتقاد بر این است که ضعف در عملکرد مدیریت ممکن است باعث گرفتن تصمیم‌هایی شود که هزینه‌های نمایندگی را افزایش دهد. از این رو، نسبت Q توبین پایین‌تر که بیانگر ضعف در عملکرد است دال بر وجود مشکلات نمایندگی است. این نسبت به عنوان معیار معکوسی برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. به این معنی که هرچه این نسبت بیشتر باشد هزینه‌های نمایندگی کمتر خواهد بود." لذا تأثیر منفی معاملات با اشخاص وابسته بر نسبت Q توبین به معنی تأثیر مثبت این

معاملات بر هزینه های نمایندگی است. به طور کلی باید گفت که فرضیه فرعی ۱ مورد تأیید و فرضیه ۲ رد می شود.

به منظور بررسی اینکه آیا معادله رگرسیون به دست آمده در نگاره ۴ ساختگی نیست و آیا می شود به نتایج آزمون t و F اعتماد کرد باید آزمون هایی را انجام داد. در حقیقت باید بررسی کرد که اگر باقیمانده های رگرسیون به صورت ساکن باشد (دارای طول موج یکسانی باشد) می توان به نتایج رگرسیون سنتی شامل آزمون های t و F اعتماد کرد. در این راستا مفاهیم ارزشمند ریشه واحد، هم انباشتگی و غیره کمک خواهند کرد تا ساکن بودن پسماندهای رگرسیون مورد بررسی قرار گیرد. روشی که می توان برای آزمون هم انباشتگی استفاده کرد روش یا آزمون ADF است که نتایج آن در نگاره ۵ ارائه شده است (گجراتی، ۱۹۹۵).

نگاره (۵): نتایج اجرای آزمون هم انباشتگی (فرضیه ۱)

Method	Statistic	Prob.	Cross-sections	Obs
ADF - Fisher Chi-square	127.023	0.000	38	304

با توجه به مقدار Prob که $0/000$ به دست آمده می توان گفت که فرضیه صفر مبنی بر ساکن نبودن پسماندها و وجود ریشه واحد رد شده و فرضیه مقابل مبنی بر ساکن بودن پسماندها پذیرفته می شود. این نتیجه بیان می کند که به نتایج به دست آمده در نگاره ۳ می شود اعتماد کرد و معادله رگرسیون ساختگی نیست.

بحث و نتیجه گیری

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر هزینه های نمایندگی بود. به این منظور ۵۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۰ ساله ۱۳۸۳-۱۳۹۲ مورد بررسی قرار گرفت. در این راستا اطلاعات لازم از صورت های مالی واحدهای مورد بررسی جمع آوری و با استفاده از رگرسیون داده های تلفیقی، فرضیه های پژوهش مورد آزمون قرار گرفت.

در این پژوهش هزینه های نمایندگی به دو شیوه نسبت Q توپین و تعامل بین فرصت های رشد و جریان نقد آزاد مورد اندازه گیری قرار گرفت. سپس تأثیر معاملات بر اشخاص وابسته بر هزینه های نمایندگی با توجه به هر شیوه بررسی شد. لذا دو فرضیه طراحی و مورد

آزمون قرار گرفت. فرضیه نخست بیانگر وجود تأثیر معنادار معاملات با اشخاص وابسته بر نسبت Q توبین و فرضیه دوم نیز بیانگر وجود تأثیر معنادار معاملات با اشخاص وابسته بر هزینه‌های نمایندگی که با استفاده از تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان نقد آزاد اندازه‌گیری شده بود، می‌باشد.

نتایج بررسی فرضیه ۱ حاکی از وجود تأثیر معنادار معاملات با اشخاص وابسته بر نسبت Q توبین بود. لذا این رابطه را می‌توان این‌گونه تفسیر کرد که معاملات با اشخاص وابسته تأثیر مستقیمی بر هزینه‌های نمایندگی دارد. به این معنی که در واحدهای مورد بررسی معاملات بر اشخاص وابسته توانسته است هزینه‌های نمایندگی را افزایش دهد. این نتیجه بر وجود تضاد منافع در معاملات با اشخاص وابسته تأکید می‌کند. چرا که توانسته عملکرد شرکت (نسبت Q توبین) را تضعیف نموده و هزینه‌های نمایندگی را افزایش دهد. همان‌طور که در ادبیات نظری پژوهش اشاره شد، در باب تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر هزینه‌های نمایندگی دو تئوری تضاد منافع و تئوری معاملات کارا وجود دارد. تئوری تضاد منافع بر این موضوع تأکید دارد که گاهی معاملات با اشخاص وابسته به جهت سوء استفاده مدیر از منافع مالکان انجام می‌شود. لذا نتایج این پژوهش بیانگر این است که معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند شرایط لازم برای بروز رفتار فرصت طلبانه را فراهم نماید. این نتیجه با نتایج به دست آمده در پژوهش‌های گوردون و همکاران (۲۰۰۴)، چئونگ و همکاران (۲۰۰۸)، مسکاریلو (۲۰۱۰)، کلبک و می‌هو (۲۰۱۴) و تا حدودی شعری و حمیدی (۱۳۹۱) هم‌راستا است. تأیید وجود تضاد منافع و رفتارهای فرصت طلبانه می‌تواند ناشی از مکانیزم‌های نظارتی نامناسب یا حتی عدم وجود چنین مکانیزم‌هایی حداقل در باب معاملات با اشخاص وابسته در شرکت‌های مورد بررسی باشد. مکانیزم‌هایی از قبیل نظارت مناسب هیئت مدیره بر عملکرد مدیر یا سیستم انگیزشی مناسب که بتواند تضاد منافع را حداقل کند، می‌تواند راه حل مناسبی جهت رفع تضاد منافع ناشی از معاملات با اشخاص وابسته پیشنهاد شود.

نتایج بررسی فرضیه دوم بیانگر آن بود که معاملات با اشخاص وابسته هیچ تأثیر معناداری بر هزینه‌های نمایندگی وقتی که این هزینه‌ها از طریق تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان نقد آزاد اندازه‌گیری می‌شوند، وجود ندارد.

منابع

- نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا؛ جلال وافی ثانی (۱۳۸۸). بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری*، شماره اول، بهار، ۲۷-۴.
- سروستانی، ا؛ پورحیدری، ا؛ هوشمند، ر (۱۳۹۱). تأثیر رقابتی بودن بازار محصول بر هزینه های نمایندگی. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)*، دوره ۵، شماره ۱۶، زمستان ۹۱، ۲۸-۱۳.
- مرادی، م؛ سعیدی، م؛ رضایی، ح (۱۳۹۲). بررسی تأثیر اندازه و استقلال هیات مدیره بر هزینه های نمایندگی، *فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری*، دوره ۲، شماره ۷، بهار ۹۲، ۵۳-۳۵.
- مظاهری، ع؛ دیانتی دیلمی، ز؛ مرادزاده فرد، م (۱۳۹۲). اثر دوره تصدی مدیریت بر ارزش شرکت، هزینه های نمایندگی و ریسک اطلاعاتی. *فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری*، دوره ۳، شماره ۹، پاییز ۹۲، ۳۹-۲۱.
- جباری، ح؛ رحمانی، ح؛ باوفاپور، م (۱۳۹۲). سیاست های تأمین مالی بر هزینه های نمایندگی. *پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی*، دوره ۵، شماره ۱۹، پاییز ۹۲، ۱۷۲-۱۵۳.
- حمیدی، ا؛ شعری، ص (۱۳۹۱). شناسایی انگیزه های معاملات با اشخاص وابسته. *فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری*، ۲(۲)، ۶۴-۴۹.
- حمیدی، ا؛ شعری، ص (۱۳۹۲). کفایت افشای معاملات با اشخاص وابسته. *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال یازدهم، شماره ۳۷، بهار ۹۲، ۵۷-۳۹.
- اکبری، مینا؛ سرلک، نرگس (۱۳۹۲). رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و مدیریت سود. *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴، زمستان، ۹۲-۷۷.

Corlacia, a. and Tudor, a. (2011). *Related Party Transaction Overview. Annales Universitatis Series Oeconomica*, 13(2), 248-241.

Gordan, Elizabeth A. And Elaine Henry. (2005). *Related Party Transactions and Earnings Management. rutgers university.*

Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=612234&rec=1&srcabs=993532&alg=1&pos=1)

abstract_id = 612234&rec = 1&srcabs = 993532&alg = 1 &pos = 1

- Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A Shleifer. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465.
- Friedman, E., S. Johnson, and T. Mitton (2003) Propping and tunneling. *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 732-450.
- Dey, A. (2008). Corporate Governance and Agency Conflicts, *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181.
- Kohlbeck, Mark and Brian Mayhew, (2004). Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions, University of Wisconsin-Madison .
- Kohlbeck, Mark and Brian W. Mayhew. (2004) *Related Party Transactions*. University of Wisconsin- madison.
- Henry, Elaine., Elizabeth A. Gordon., Brad Reed., and Tim Louwers. (2007). *The Role of Related Party Transactions in Fraudulent Financial Reporting*. University of Miami. Available at SSRN.
- Gordon, E. A., Henry, E. and Palia, D. (2004) *Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value*. Retrieved mfrom [http:// papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=558983](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=558983).
- Cheung, Y.-L., P. R. Rau, and A. Stouraitis. (2006) Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong, *Journal of Financial Economics*, 82(2), 343-386.
- Jiang, G., C. M. C. Lee, and H. Yue. (2008). *Tunneling in China: The remarkable case of inter-corporate loans*. Working paper, Peking University.
- Aharony, J., J. Wang, H. Yuan. (2009). Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China, *Journal of Accounting and Public Policy*(forthcoming).
- Coase, r.h.(1937). *The nature of the firm*, *Economics*, 4(16), 386-405.
- Williamson, o.e. (1975). *Markets and hierarchies; analysis and antitrust implications; a study in the economics of internal organization*. new York, ny; the free press.
- Stein, J. C. (1997). Internal capital markets and the competition for corporate resources . *The Journal of Finance*, 52(1), 111-133.
- Chang, S. J., and J. Hong. (2000). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transaction. *Academy of Management Journal*, 43(3), 429-448.
- Khanna, T., and K. Palepu. (2000) Is group affiliation profitable in emerging markets? An analyss of diversified Indian business groups. *The Journal of Finance*, 55(2), 867-891.
- Jiang, M., and T. J. Wong. (2010). Propping through related party transactions, *Review of Accounting Studies*.

- Cheung Y, Jing L., Lu T., Rau P. R., Stouratis A. (2008). *Tunneling and Propping Up: An Analysis of Related Party Transactions by Chinese Listed Companies*. Social Science Research Network, www.ssrn.com, working paper series.
- Chen C. U., Hsu. J. (2010). *The Role of Corporate Governance in Related Party Transactions*. Working Paper, National Yunlin University of Science and Technology
- Moscariello N. (2010). *Related Party Transactions: Opportunistic or Efficient Behavior? Evidence From The Italian Listed Company*. Working Paper, Second University of Naples.
- Srinivasan, P. (2013). *An Analysis of Related-Party Transactions in India*. Indian Institute of Management Bangalore .no 402.
- Pozzoli, Matteo and Venuti, Marco. (2014). Related Party Transaction and Financial Performance Is There a Correlation? Empirical Evidence From Italian Listed Companies. *Open Journal Of Accounting*, 3(1).
- Khol back, Mark j .and Mayhew, brianw. (2014). *Are Related Party Transaction Red Flags?* Available at ssrn: [http:// ssrn. com/ abstract=2427439](http://ssrn.com/abstract=2427439).
- Henry ,D. (2010). Agency Costs , Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, 24-46.
- Doukas, J.Kim, C., & Pantzalis, C. (2000). Security analysts, agency costs ,and company characteristics. *Financial Analysts Journal*, 56, 54-63.
- Jurkus, A.; Park, J. C. & Woodard, L. S.(2010). Women in Top Management and Agency Costs. *Journal of Business Research*, 1-7.
- Doukas, J.A.,P.J.Mcknight and C.Pantzalis. (2005). Security analysis, agency costs and UK firm characteristics. *International Review of Financial Analysis*, 14, 493-507.
- Mcknight, F.Weir, C.(2008). 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*.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economics Review*, 76, 323-339.
- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stock holder gains in going private transactions, *Journal of Finance*, 44, 774-789.
- Ang ,J.;Cole , r .& Lin , J .(2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*. 55 (1), 81-106.
- Truong, T. (2006). *Corporate Boards, Ownership and Agency Costs: Evidence from Australia*. The Business Review, Cambridge; 5(2), 163-167.

Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. Britain: John Wiley & Sons Ltd.