**تاثیر اندازه شرکت بر روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه شرکت­های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**

**چکیده**

هدف: هدف از انجام پژوهش حاضر بررسی تأثیر اندازه شرکت بر روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه شرکت­های دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می­باشد.

روش شناسی: در این پژوهش هزینه نمایندگی به‌عنوان متغیر مستقل، ساختار سرمایه به‌عنوان متغیر وابسته و اندازه شرکت به‌عنوان متغییر تعدیل‌کننده مورد بررسی قرار می‌گیرد. روش نمونه‌گیری، به‌صورت حذف سیستماتیک می‌باشد و بازه زمانی پژوهش سال­های ١٣87 تا ١٣94 بوده. همچنین شرکت‌های دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار 20 شرکت می‌باشند که به علت کمی جامعه آماری، تمامی آن‌ها را به‌عنوان نمونه آماری در نظر می‌گیریم. اهداف این پژوهش کاربردی و روش پژوهش از نوع توصیفی و همبستگی می‌باشد. بررسی داده­های گردآوری‌شده با نرم‌افزار (SPSS) انجام پذیرفته و تحلیل فرضیه‌ها با استفاده از آزمون کولموگوروف­– اسمیرنوف و تحلیل رگرسیون صورت می­گیرد.

یافته ها: نتایج حاصل بیانگر این موضوع است که بین اندازه شرکت و هزینه نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد، از طرفی بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه رابطه­ای معنادار وجود ندارد و در انتها می‌توان بیان داشت که اندازه شرکت بر روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه تأثیرگذار نیست.

دانش افزایی: باتوجه به اینکه ارتباط سه متغییر موضوع پژوهش در حوزه مالی داخلی به صورت عملیات کار نشده است، به نظر می رسد که بررسی ارتباط بین این سه مولفه گامی مفید در جهت تکمیل ادبیات مربوط به این سه موضوع در بازار سرمایه ایران باشد.

**واژهای کلیدی:** هزینه نمایندگی، ساختار سرمایه، اندازه شرکت، صنعت.

**طبقه بندی موضوعی: E44,D53,D51**

**مقدمه**

بسیاری از نظریه‏پردازان و محققان مانند آلشیان و دمستز[[1]](#footnote-1) (1972)، فاما[[2]](#footnote-2) (1980) و مک‏لینگ و جنسن[[3]](#footnote-3) (1976) شرکت‌ها و سازمان‌ها را به‌عنوان‏ مجموعه از قراردادهای پیچیده در نظر می‏گیرند که به‌صورت مصنوعی به آن شخصیت‏ حقوقی داده می‏شود. از بین موضوعات مختلف مربوط به شرکت‏ها، هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه نقش ویژه‏ای دارد.

بحث ساختار سرمايه[[4]](#footnote-4) به چگونگي تركيب منابع تأمین مالي شركت، از قبيل بدهی‌های کوتاه‌مدت، اوراق قرضه، بدهي بلندمدت، سهام ممتاز و سهام عادي اشاره دارد. برخي شرکت‌ها هيچ برنامه‌ی از پيش تعیین‌شده‌ای را براي ساختار سرمایه‌ی خود در نظر نمی‌گیرند و تنها به‌تناسب تصميمات مالي اتخاذشده توسط مديريت مالي، بدون هیچ‌گونه برنامه‌ریزی مشخصي اقدام به تغيير ساختار سرمایه‌ی شركت می‌کنند. اين شرکت‌ها اگرچه ممكن است در کوتاه‌مدت به موفقيت دست يابند، اما سرانجام در تأمین منابع مالي لازم براي فعالیت‌های خود با مشكلات عمده‌ای مواجه می‌شوند. چنين شرکت‌هایی ممكن است قادر نباشند استفاده‌ی بهینه‌ای از منابع موجود خود داشته باشند. درنتیجه، اين واقعيت بیش‌ازپیش محرز می‌شود كه يك شركت بايد ساختار سرمایه‌ی خود را به‌گونه‌ای برنامه‌ریزی نمايد كه قادر باشد ميزان بهره‌وری از وجوه را حداكثر نموده و وضعيت خود را با سهولت بيشتري با تغيير شرايط وفق دهد(وکیلی فرد، 1389: 76).

اهمیت این پژوهش بدان جهت است که به گونه تجربی به استفاده‌کنندگان درون‌سازمانی نشان دهد که متفاوت بودن ساختار سرمایه و هزینه نمایندگی با یکدیگر رابطه دارند، یعنی ساختار سرمایه متفاوت هزینه‌های نمایندگی آنان متفاوت خواهد بود. علاوه بر آن تأثیر اندازه شرکت بر روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه موردبررسی قرار می‌گیرد. اهميت بحث ساختار سرمايه از مطالعات موديلياني و میلر (١٩٥٨) بیشتر موردتوجه قرار گرفت. مهم‌ترین ويژگي شرکت‌های سهامي تفكيك مالكيت از مديريت آن‌هاست. در طی سال‌های گذشته موارد بسياري از تضاد منافع بين گروه‌ها و چگونگي مواجهه شرکت‌ها با این‌گونه تضادها از سوي اقتصاددانان مطرح‌شده است. رابطه نمايندگي قراردادي است كه بر اساس آن صاحب‌کار يا مالك، نماينده يا فرد ديگري را از جانب خود منصوب و اختيار تصمیم‌گیری را به او تفويض می‌کند. در این تئوري هدف مالكان حداکثر سازی ثروت است، بنابراين، به‌منظور دستيابي به اين هدف بر كار نماينده نظارت و عملكرد او را ارزيابي می‌کنند. يكي از مهم‌ترین مسائلي كه مديران مالي بايد براي حداكثر كردن ثروت سهامداران در نظر بگيرند، تعيين بهترين تركيب منابع شركت يا همان ساختار سرمايه است. معماي ساختار سرمايه از مهم‌ترین مسائل مديريت مالي شمرده می‌شود و حتي طبق نظر صاحب‌نظران از معماي سود سهام نيز پیچیده‌تر و مهم‌تر است. زیرا تصميمات ساختار سرمایه‌بر روي نرخ بازده و ريسك سهامداران تأثیرگذار بوده و ارزش بازار سهام نيز ممكن است به‌تبع تصميمات مختلف ساختار سرمايه تحت تأثیر قرار گيرد.

هزینه‌های نمایندگی به‌عنوان نشانه‌ای از وجود رابطه نمایندگی میان کارگزار و کارگمار در یک بنگاه اقتصادی می‌تواند حائز اهمیت باشد بدین واسطه در این پژوهش نیز سعی می‌گردد تا به‌کارگیری عواملی که در مطالعات پیشین و متون نظری حسابرسی به‌عنوان شاخص‌های هزینه‌های نمایندگی معرفی‌شده‌اند؛ به بررسی رابطه هزینه‌های نمایندگی با ساختار سرمایه پرداخته شود. مطالب عنوان‌شده فوق اهمیت و ضرورت انجام چنین پژوهشی را بیان می‌دارد.

همان­گونه که بیان گردید در این پژوهش رابطه ساختار سرمایه با هزینه‌های نمایندگی بررسی‌شده است. رابطه نمایندگی نوعی قرارداد است که طبق آن مالک نماینده‌ای را جهت انجام عملیاتی مأمور و در این راستا اختیاراتی در باب اتخاذ تصمیم به وی تفویض می‌کند. منظور از اصطلاح ساختار سرمايه، نوع و نسبت درصد انواع مختلف اوراق بهادار منتشرشده توسط واحد انتفاعي است. اگرچه چارچوب نظري ارائه‌شده در بحث‌های مديريت مالي منبع خوبي براي اين کار است، اما ترديدي نيست که در عمل ما را با مشکلات و مسائل زيادي مواجه خواهد کرد، زيرا ساختار سرمایه تحت تأثير عوامل متعددي قرار می‌گیرد که هزینه نمایندگی يکي از آن‌ها است. با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین طرفین ایجاد می‌شود. هزینه‌های نمایندگی اثر معکوس بر ارزش شرکت دارند و شرکت‌ها به دنبال کنترل و کاهش این هزینه‌ها هستند. مسئله اصلی بالا بودن هزینه‌های نمایندگی است و هرچه هزینه‌های نمایندگی شرکت‌ها پایین‌تر باشد برای آن‌ها مطلوب‌تر است؛ بنابراین در این پژوهش تلاش می‌شود تا رابطه ساختار سرمایه و هزینه نمایندگی بررسی شود. فلذا با توجه به مطالب فوق در این پژوهش به دنبال پاسخگویی به این سؤال هستیم که: اندازه شرکت تأثیری بر هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه در بین شرکت‌ها پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار دارد؟

**مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش**

**مفهوم هزینه نمایندگی**

تئوری نمایندگی از مباحثی است که پژوهش‌های فراوانی را در ادبیات مالی به خود اختصاص داده است. رابطه نمایندگی قراردادی است که بر اساس آن‌یک یا چند نفر مالک، شخص دیگری را به‌عنوان نماینده یا عامل از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به وی تفویض می‌کنند (جنسن و مکلین ، 1976: 308).

یکی از عواملی که بقای شرکت‌های سهامی را تضمین می‌کند، محدودیت‌هایی است که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و پرداخت سود سهام مدیران اعمال‌شده است؛ محدودیت‌هایی که مان (1965) آن‌ها را بازار کنترل شرکت‌های سهامی می‌نامد. جنسن و روبک (1983) معتقدند که این بازار عرصه‌ای است که در آن گروه‌های مدیریت رقیب برای کسب حق اداره منابع شرکت‌های سهامی با یکدیگر رقابت می‌کنند، و در این میان، سهام‌داران نقشی نسبتاً انفعالی می‌پذیرند، و به این بسنده می‌کنند که پیشنهادها قبضه مدیریت را قبول یا رد کنند. طی ده سال اخیر، مطالعات گسترده‌ای در مورد آثار قبضه مالکیت شرکت‌های سهامی از طریق ادغام، پیشنهادهای مزایده، و مبارزه برای کسب حق وکالت در مجامع عمومی بر قیمت‌های سهام انجام‌شده است. شواهد حاکی از آن است که پیشنهاد مزایده‌های موفق باعث شده است که به‌طور غیرمعمول قیمت سهام شرکت‌های هدف تقریباً ٣٠% و قیمت سهام شرکت‌های برنده مزایده تقریباً ٤% افزایش یابد. این ارقام در مورد ادغام‌ها به ترتیب ٢٠ و ٤ درصد است. جنسن و روبک مقاله‌های مربوط به این موضوع را بررسی کرده‌اند(جان سن و اسمیت، 1375: 35).

**مفهوم ساختار سرمایه**

بلكويي (1381) ساختار سرمايه را ادعاي كلي بر دارایی‌های شركت معرفي می‌کند. وي ساختار سرمايه را شامل اوراق بهادار منتشرشده عمومي، سرمایه‌گذاری خصوصي، بدهي بانكي، بدهي تجاري، قراردادهاي اجاره، بدهي مالياتي، بدهي­هاي مزاياي بازنشستگي، پاداش معوق براي مديران و كاركنان، سپرده‌های حسن انجام كار، تعهدات مرتبط با كالا و ساير بدهی‌های احتمالي می‌داند (مشایخ و شاهرختی، 1385: 53). ترکیب بدهی­ها و حقوق صاحبان سهام را ساختار سرمایه می‌گویند (انواری رستمی و همکاران، 1383: 8).

بحث ساختار سرمايه به چگونگي تركيب منابع تأمین مالي شركت، از قبيل بدهي­هاي کوتاه‌مدت، اوراق قرضه، بدهي بلندمدت، سهام ممتاز و سهام عادي اشاره دارد. برخي شرکت‌ها هيچ برنامه‌ی از پيش تعیین‌شده‌ای را براي ساختار سرمایه‌ی خود در نظر نمي­گيرند و تنها به‌تناسب تصميمات مالي اتخاذشده توسط مديريت مالي، بدون هیچ‌گونه برنامه‌ریزی مشخصي اقدام به تغيير ساختار سرمایه‌ی شركت می‌کنند. اين شركت­ها اگرچه ممكن است در کوتاه‌مدت به موفقيت دست يابند، اما سرانجام در تأمین منابع مالي لازم براي فعالیت‌های خود با مشكلات عمده‌ای مواجه می‌شوند. چنين شركت­هايي ممكن است قادر نباشند استفاده‌ی بهینه‌ای از منابع موجود خود داشته باشند. درنتیجه، اين واقعيت بیش‌ازپیش محرز مي­شود كه يك شركت بايد ساختار سرمايه­ي خود را به‌گونه‌ای برنامه‌ریزی نمايد كه قادر باشد ميزان بهره‌وری از وجوه را حداكثر نموده و وضعيت خود را با سهولت بيشتري با تغيير شرايط وفق دهد(وکیلی فرد، 1389: 23).

**مفهوم اندازه شركت**

اندازه شركت در مطالعات متعدد نمايانگر جنبه هاي مختلفي از شركت است . اندازه شركت مي تواند نمايانگر اهرم شركت باشد . اهرم عبارت از وجود هزينه هاي ثابت در فهرست هزينه هاي شركت است . اهر م عملياتي بر هزينه هاي ثابت عملياتي شركت (همه هزينه هاي ثابت غير از بهره بدهي ها) متكي است و اهرم مالي بر هزينه هاي ثابت مالي از قبيل بهره يا سود ثابت وامها متكي است . اهرم عملياتي و مالي وسيله دستيابي به سود بيشتر است . اندازه شركت مي تواند نمايانگر برتري رقابتي باشد. از آنجايي كه سهم بيشتر از بازار نياز به توليد و فروش بيشتر دارد لذا داشتن منابع مالي كافي و اندازه بزرگتر مي تواند شركت را در توليد بيشتر و صرف هزينه هاي توليد و بازاريابي بيشتر ياري كند تا بتواند مزيتهاي رقابتي ايجاد نمايد . اندازه شركت مي تواند نمايانگر توانايي مديريت و كيفيت طرح هاي حسابداري باشد. توسعه اندازه شركت نشانگر مديريت قوي است كه با استفاده از طرحهاي حسابداري سعي در افزايش منابع اقتصادي شركت داشته باشد (پارساييان، 1381) . اندازه شركت مي تواند نمايانگر كارائي اطلاعاتي باشد . معمولاً شركتهاي بزرگتر توجه بيشتري از تحليلگران و سرمايه گذاران مي باشند به همين جهت اطلاعات حسابداري فرآيند كاراتري در شركتهاي بزرگتر دارند . بالاخره اندازه شركت مي تواند نمايانگر ميزان ريسك كلي شركت باشد . توان مالي بيشتر مي تواند سبب كاهش ريسك كلي شركت شود زيرا شركتهاي بزرگتر در معرض ايمني عمومي بيشتري مي باشند، زيرا از نظر تحليلگران مالي ، شناخته شده تر هستند (موسس، 1987)

**رابطه صنعت و ساختار سرمایه**

تحقیقات مختلف نشان داده است که هر صنعت دارای اهرم خاص خود می­باشد.دلیل اینکه هر صنعت دارای اهرم مالی خاصی می‌باشد. آن است که هر صنعت دارای ریسک تجاری خاص خود می‌باشد ازآنجایی‌که ریسک تجاری هر صنعت فرق می‌کند، بنابراین اهرم مالی هر صنعت نیز با صنعت دیگر متفاوت می‌باشد. ارتباط میان شرکت‌های هر صنعت و ساختار سرمایه به‌طور چشم‌گیری موردبررسی قرارگرفته است و تأثیر نوع صنعت روی ساختار سرمایه دارای اهمیت است. افزون بر آن، ویژگی‌هایی مانند پوشش مالیاتی بدهی، هزینه‌های پژوهش و گسترش، میزان دارایی‌های ثابت، نوع محصولات انحصاری بودن آن­ها ازجمله مواردی هستند که روی ساختار سرمایه موثراند.

اختر (2005) عوامل مؤثر بر تعيين ساختار سرمايه شرکت‌های چندملیتی و داخلي استراليا را طي سال‌های ١٩٩٢ تا ٢٠٠٠ با استفاده از رگرسيون مقطعي- زماني موردمطالعه قرارداد. نتايج حاكي است كه در تمامي اين شرکت‌ها، فرصت‌های رشد، سودآوري و نيز اندازه شركت، مؤلفه‌های تعیین‌کننده نسبت بدهي است. هنگامی‌که وي مطالعه خود را به تفكيك صنايع انجام داد، متوجه شد كه اين عوامل در برخي صنايع اهميت بيشتري می‌یابد.

نجار و تيلور (2008) در تحقيقي به بررسي رابطه بين ساختار مالكيت و ساختار سرمايه براي نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار اردن پرداختند. نتايج تحقيق ايشان نشان داد كه بين ساختار سرمايه و سرمایه‌گذاران نهادي، رابطه منفي و معنی‌داری نيست. آن‌ها بيان كردند كه يكي از سازوكارهاي كنترل بيروني مؤثر بر حاكميت شركتي، ظهور سرمایه‌گذاران نهادي به‌عنوان مالكان سرمايه است. سرمایه‌گذاران نهادي از طريق جمع‌آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصميمات مديريت به‌طور ضمني و از طريق اداره نحوه عمل شركت به‌طور صريح بر شركت نظارت می‌کنند. علاوه بر اين، بر اساس یافته‌های آن‌ها نقدينگي، اندازه و ساختار دارايي رابطه مثبت و معنی‌دار و سودآوري رابطه منفي و معنی‌دار با بدهي شرکت‌ها دارد.

**نظریه‌های ساختار سرمایه**

**رویکرد سنتی**

به نظر می‌رسد که ماهیت رویکرد یا نظریۀ سنتی مالی اثباتی گرایانه[[5]](#footnote-5) است (یعنی نشان‌دهندۀ تلاش برای شرح پدیده‌ها، به همان‌گونه‌ای که وجود دارند). به‌عبارت‌دیگر، در رویکرد اخیر بیشتر به بررسی مجموعۀ قواعد مورداستفاده در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و مدیران و کمتر به شرح دلایل به‌کارگیری قواعد مذکور و پیامدهای حاصل از آن پرداخته‌شده است. هدف رویکرد سنتی شناخت تصمیم‌گیری‌های مالی ارزشمند در طی زمان و مشخص کردن ویژگی‌های شرکت­هایی بوده که اقدام به چنین تصمیم‌گیری‌هایی کرده‌اند. زیرا در آن زمان تصور می‌کردند که اتخاذ چنین رویکردی به تدوین مجموعه قواعدی برای تصمیم‌گیری‌های مالی خواهد انجامید(مرومار و لونکارسکی، 2002).

درزمینۀ ساختار سرمایۀ شرکت­ها نیز باور رایج در رویکرد سنتی این بوده که هر شرکت، با توجه به ویژگی­هایش، از ظرفیتی، عادی، برای بدهی برخوردار است. منظور از ظرفیت مذکور سطحی از بدهی است که موجب کاهش هزینه‌های مالی شرکت می‌شود. در آن زمان، تصور بر این بود که تغییرات هزینۀ سرمایۀ شرکت تا آستانۀ ظرفیت مزبور بسیار کم است. چون تعیین ظرفیت بدهی شرکت نیز عملی نبود، تصمیم‌گیری‌های مالی به تجربه و «حس درونی» مدیران مالی شرکت بستگی داشت. شکل‌گیری حس درونی مذکور نیز بر اساس مجموعه‌ای از «قواعد طلائی» صورت می­گرفت که در تصمیم‌گیری‌های مالی «برای مثال، تطابق تاریخ سررسید بدهی­ها و عمر مفید دارایی­ها» و عواملی مانند ارزش دارایی­های شرکت (عمدتاً املاک و مستغلات)، توانایی بازپرداخت بدهی­ها در آینده، روش مدیریت بدهی­ها درگذشته و غیره از آن‌ها استفاده می‌شد (دونالدسون[[6]](#footnote-6) ، 1961).

**الگوي دادوستد**

هزینه‌های نمايندگي: تضاد منافعي ميان سهامداران، دارندگان اوراق قرضه و مديران وجود دارد، زيرا تصميماتي كه رفاه يكي از اين گروه‌ها را افزايش می‌دهد غالبا رفاه سايرين را كاهش می‌دهد.

احتمالابرخي از اين تعارض‌ها مربوط به زماني است كه مدير مقدار زيادي وجه نقد در اختيار داشته باشد، مديراني كه در ورود جریان‌های نقدي آزاد محدودیت‌هایی دارند، مانند داشتن تعهد براي پرداختن بهره و اصل وام، نمی‌توانند پول‌ها را بيهوده خرج كنند. اين پديده را «قیدوبند گذاشتن» بر جریان‌های نقدي آزاد می‌نامند. وام بیش‌تر مدير را ناگزير می‌کند كه نسبت به پول‌های سهام‌داران دقت بیش‌تری كند، ولي حتي شرکت‌هایی كه از مديريت عالي برخوردارند اگر رويدادي وراي كنترل آن‌ها رخ دهد، ورشكسته می‌شوند، بنابراين بدهي زياد می‌تواند به‌مثابه يك خنجر دو لبه عمل كند. گنجاندن هزينه بحران مالي و هزينه نمايندگي به الگوي ميلر و موديلياني مبتني بر ماليات شركت و يا در الگوي ميلر باعث می‌شود كه الگوي جديدي به نام الگوي دادوستد به دست آيد. در اين الگو هزينه نهايي و منافع حاصل از وام يكديگر را خنثي می‌کند; درنتیجه يك ساختار مطلوب به وجود می‌آید و روي طيفي قرار می‌گیرد كه از ٠ تا ١٠٠ درصد است(عزیزیان، 1385: 63).

**پیشینه پژوهش**

* بادآور نهندی(1393). در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی» به این نتیجه رسیدند که تفکیک پست مدیرعامل از ریاست هیات مدیره تأثیر منفی بر هزینه‌های نمایندگی دارد. همچنین درصد سهام شناور آزاد، بر هزینه‌های نمایندگی تأثیر مثبت می‌گذارد و استقلال هیات مدیره، درصد مالکیت دولتی، اندازه هیات مدیره، درصد مالکیت هیات مدیره و درصد مالکیت نهادی بر هزینه نمایندگی تأثیر ندارد.
* ستایش و کریمی(1391)، در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به این نتیجه رسیدند که از بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی موردبررسی، تنها بین ساختار سرمایه و استقلال هیئت‌مدیره رابطه معنادار وجود داشته است.
* شورورزی و پهلوان(1389)، در پژوهشی با عنوان «تاثير رقابتي بودن بازار محصول بر هزينه هاي نمايندگي» که در بین شركت های پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طي سال های 1381-1385 انجام شده بود، به این نتیجه رسیدند كه بين اندازه شركت و هموارسازي سود ارتباط مثبتي وجود دارد.
* حسن پور بهابادي (1384) در پایان‌نامه خود «بررسي ارتباط بين تغييرات ساختار سرمايه و تغييرات ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» می‌نویسد: درنهایت این نتیجه حاصل گردید که تأثیر تغییرات ساختار سرمایه‌بر ارزش شرکت در بین صنایع منتخب یکسان نیست و در هر صنعت متفاوت است. در بین صنایع منتخب، بیشترین ارتباط مشاهده‌شده ارتباط بین تغییرات نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و تغییرات ارزش شرکت، مربوط به صنعت کانی غیرفلزی و کمترین ارتباط مربوط به صنعت مواد غذایی و دارویی می‌باشد. بااین‌حال در اکثر موارد بین تغییرات نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و تغییرات ارزش شرکت در صنایع منتخب رابطه معنی‌داری وجود ندارد.
* حشمتی (1385) در پایان‌نامه خود «بررسي تأثیر اطلاعات گذشته بر ساختار سرمايه شركت‌هاي پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» می‌نویسد: نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین سودآوری، بازده سهام، کسری مالی و نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت با ساختار سرمایه رابطه معنی‌داری وجود دارد. این رابطه در مورد سودآوری از قوت بالایی برخوردار بوده و پایداری تأثیر آن بر اهرم بازار تا دو سال ادامه می‌یابد. همچنین در مورد کسری مالی نیز، تأثیر آن بر اهرم دفتری تا دو سال ادامه می‌یابد. تأثیر بازده سهام بر اهرم دفتری تا یک سال پایدار می‌باشد، اما نسبت به ارزش بازار بر ارزش دفتری دارایی‌های شکرت تنها متغیری می‌باشد که دارای تأثیر کوتاه‌مدت هم بر اهرم بازار و هم بر اهرم دفتری می‌باشد و تأثیر آن بر دوره‌های دیگر تسری پیدا نمی‌کند.
* احمدي (1380)، ارتباط ساختار سرمایه و انواع روش‌های تأمین مالي کوتاه‌مدت و بلندمدت را از طریق بدهی‌ها با بازده شرکت‌های پذیرفته‌شده دربورس اوراق بهادار تهران ، موردبررسی قرارداد. درمجموع ٥٠ شركت را از١٣ صنعت انتخاب كرد و با استفاده از رگرسیون ساده و ضریب همبستگي به اين نتيجه رسيد كه يك استنتاج قطعي در مورد وجود رابطه‌ی معنی‌داری بين نسبت ساختار سرمایه و نسبت‌های بازده به دست نيامده است، اما چنين به نظر می‌رسد كه وجود اين رابطه به‌طور کامل نیز منتفی نباشد.
* مک نایت و ویر (2009)، افزایش در مالکیت مدیران به کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند. نتایج به‌دست‌آمده در رابطه با تأثیر نسبت بدهی، نسبت به روش اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی حساس بود. با اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی، رابطه معکوس و معنادار برقرار بود. اینکه در صورت استفاده از تعامل جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد به‌عنوان هزینه‌های نمایندگی، چنین رابطه‌ای معنادار نبود. در صورت اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی به روش سوم افزایش درصد اعضای غیرموظف به کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌نماید.
* راجان و زينگالز (1995)، عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمايه شرکت‌های سهامي عام هفت‌کشور بزرگ دنيا (آمريكا، انگليس،كانادا، فرانسه، آلمان ، ايتاليا و ژاپن) را موردبررسی قراردادند. یافته‌های پژوهش حاكي از آن است كه اهرم مالي با سودآوري و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري رابطه منفي و باارزش دارایی‌های ثابت مشهود و اندازه شرکت‌ها رابطه مثبت دارد.
* باس و همكاران (2001)، عوامل مؤثر بر ساختار سرمايه ده كشور درحال‌توسعه را موردبررسی قراردادند. آنان شواهدي را فراهم نمودند مبني بر این‌که تصميمات ساختار سرمايه اين كشورها متأثر از متغيرهاي مشابه كشورهاي توسعه‌یافته است. نتايج حاصله بيانگر آن است كه شركت­هاي سودآورتر، نسبت بدهي پایین‌تری دارند.

**فرضیه‌های پژوهش**

با توجه به موارد مشروحه در قسمت­های قبل و در جهت نیل به اهداف پژوهش، فرضیه‌های این پژوهش بر اساس سؤال اصلی آن به شرح ذیل بیان‌ گردیده است:

فرضیه اصلی: اندازه شرکت بر روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه تأثیرگذار است.

فرضیه فرعی اول: بین اندازه شرکت و هزینه نمایندگی رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه رابطه وجود دارد.

**روش‌شناسی پژوهش**

این پژوهش از نوع توصیفی- همبستگی باهدف کاربردی و روش‌شناسی آن از نوع پس رویدادی(استفاده از اطلاعات گذشته) است. پژوهش حاضر به‌طورکلی بر اساس روش کتابخانه‌ای و اسناد کاوی صورت پذیرفته است. چارچوب و مبانی نظری از روش کتابخانه‌ای و همچنین اطلاعات لازم برای انجام محاسبات از راه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به قلمرو زمانی جمع‌آوری‌شده و با استفاده از روش‌های آماری رابطه متغیرها با یکدیگر مورد آزمون قرار می‌گیرد.

جامعه مطالعاتی پژوهش شامل شرکت‌های دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دورۀ زمانی سال‌های 1387 تا ١٣94، كه با شرايط زير انتخاب‌شده‌اند:

١-قبل از سال ١٣٨7 در سازمان بورس اوراق بهادار پذیرفته‌شده باشند.

٢-تا پايان سال ١٣94 در سازمان بورس اوراق بهادار فعال باشند.

٤-سال مالي آن‌ها منتهي به ٢٩/١٢ هرسال باشد.

٥-طی سال‌های بررسی اطلاعات مالی آن‌ها کامل باشد

در ادامه از بین شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ٢٩ اسفندماه بود، شرکت‌هایی که وقفه‌های معاملاتی بیش از ٦ ماه داشتند از جامعه مطالعاتی حذف و با احراز شرايط ذکرشده دربندهای فوق شرکت‌های حائز شرایط انتخاب گردید.

درمجموع تعداد شرکت‌های دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران 20 شرکت می‌باشند که به علت کمی جامعه آماری تمامی آن‌ها را به‌عنوان نمونه آماری در نظر می‌گیریم. علت انتخاب این صنایع نیز بالا بودن ارزش جایگزینی شرکت‌ها، ریسک سرمایه‌گذاری پایین و بازدهی بالای آن‌ها در سال‌های 1387 تا 1394 می‌باشد.

**اجزا، مدل و شیوه اندازه‌گیری متغیرها**

**متغیر مستقل: هزینه نمایندگی**

در این پژوهش از معیارهای زیر برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی استفاده‌شده است که این تقسیم‌بندی از پژوهش هنری (2010) انتخاب‌شده است.

نسبت های کارایی: این نسبت ها که اولین بار توسط آنگ و همکاران (2000) برای سنجش هزینه های نمایندگی مورد استفاده قرار گرفت، عبارتند از 1) نسبت هزینه های عملیاتی به فروش که معیاری از افراط گرایی مدیریت در انجام مخارج اختیار است و 2) نسبت گردش دارایی ها که معیاری از کیفیت مدیریت دارایی های شرکت هاست. آنها معتقدند که نسبت هزینه های عملیاتی به فروش سالانه، چگونگی کنترل هزینه های عملیاتی توسط مدیران را اندازه گیری می کند و به عنوان معیار مستقیم هزینه های نمایندگی به کار می رود. یعنی، هرچه این نسبت بالاتر باشد، هزینه نمایندگی بالاتر خواهد بود. نسبت گردش دارایی ها نیز که از تقسیم فروش سالانه به مجموع دارایی ها بدست می آید، چگونگی بهره وری و استفاده از دارایی های شرکت توسط مدیران برای ایجاد فروش بیشتر را اندازه گیری می کند. این نسبت به عنوان معیار معکوسی برای هزینه های نمایندگی به کار می رود. به این معنی که هرچه این نسبت بالاتر باشد، هزینه نمایندگی پایین تر خواهد بود (انگ و همکاران،2000).

نسبت Q-توبین (فرصت های رشد): این نسبت عموماً به عنوان معیاری از عملکرد مدیریت به کار می رود. اعتقاد بر این است که عملکرد ضعیف مدیریت، احتمالاً باعث اخذ تصمیم هایی می شود که هزینه های نمایندگی را افزایش خواهد داد. از این رو، نسبت Q – توبین پایین تر که بیانگر عملکرد ضعیف مدیران است، نشان دهنده وجود مشکلات نمایندگی است (هنری، 2010).

**متغیر وابسته ساختار سرمایه**

به‌طورکلی، ساختار سرمايه به تركيب منابع مورداستفاده براي تأمين مالي اشاره دارد. معمولاً ساختار سرمايه از طريق نسبت‌هایی از قبيل نسبت بدهي به مجموع دارایی‌ها، نسبت حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی‌ها، نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام و نسبت حقوق صاحبان سهام به بدهی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. در این پژوهش به‌طور مشخص نسبت کل بدهی[[7]](#footnote-7) به‌کل دارایی[[8]](#footnote-8) را بررسی نموده‌ایم. ساختار سرمایه در این پژوهش شامل مجموع بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت می‌باشد. بنابراین مدل موردنظر در این بررسی به شرح زیر می‌باشد:

$$سرمایه ساختار نسبت=\frac{ها بدهی مجموع}{ها داریی مجموع}$$

**متغیر تعدیل‌کننده: اندازه شرکت**

اعتقاد بر ین است که شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت بدهی بالاتری دارند. چراکه فعالیت‌های این شرکت‌ها متنوع‌تر بوده و ریسک عدم پرداخت بدهی آن‌ها پایین‌تر است. هم‌چنین، شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً دارای اعتبار و شهرت بیشتری هستند و نسبت به شرکت‌های کوچک اطلاعات بیشتری را افشا می‌کنند. بنابراین، هزینه‌های نمایندگی کمتری متوجه اعتباردهندگان شرکت است (سوتو، 2003). در این پژوهش از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، به‌عنوان معیاری از اندازه شرکت‌ها استفاده می‌شود.

**نتایج پژوهش**

**آمار توصیفی داده‌های پژوهش**

در روش‌های توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه نگاره و استفاده از ابزارهای آمار توصیفی نظیر شاخص‌های مرکزی و پراکندگی، به توصیف داده‌های پژوهش پرداخته شود ، تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره ذیل آمده است

نگاره1- توصيف شاخص‌های مركزي و پراکندگی داده‌های متغیرها

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | هزینه نمایندگی | ساختار سرمایه | اندازه شرکت |
| ميانگين | 3526/157463 | 5423/0 | 3243/4 |
| ميانه | 0289/29012 | 5112/0 | 4514/4 |
| انحراف معیار | 0138/427312 | 3719/0 | 3218/0 |
| کشیدگی | 712/4 | 158/7 | 581/0 |
| چولگی | 141/28 | 623/83 | 523/0 |
| مينيمم | -793/562 | 0005/0 | 5240/1 |
| ماكزيمم | 139/3363012 | 0723/5 | 8320/5 |

**تجزیه‌وتحلیل استنباطی داده‌ها**

در این بخش ابتدا آزمون نرمالیته و سپس با استفاده از آزمون­های عنوان شده فرضیه‌های پژوهش موردبررسی قرار می‌گیرد.

**نرمال بودن جامعه (کلموگوروف – اسمیرنوف)**

فرضیه آماری:

 :H0بعد X دارای توزیع نرمال نیست

H1 : بعد X دارای توزیع نرمال هست.

نگاره2- توزیع نرمال بودن در جامعه برای متغیرها و ابعاد

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| متغیر و بعد | تعداد نمونه | آماره Z | سطح معنی‌دار |
| هزینه نمایندگی | 20 | 021/4 | 060/0 |
| ساختار سرمایه | 20 | 070/3 | 110/0 |
| اندازه شرکت | 20 | 109/1 | 188/0 |

قضاوت: با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از نگاره بالا به این نتیجه می‌رسیم که: در همه ابعاد چون سطح معنی‌داری بیشتر از (05/0) می‌باشد، درنتیجه جامعه دارای توزیع نرمال می‌باشد. درنتیجه این متغیرها دارای توزیع نرمال می‌باشد بنابراین از آزمون رگرسیون استفاده می‌شود.

**آزمون رگرسیون برای فرضیه‌ها**

بررسی تأثیر اندازه شرکت بر روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه شرکت­های دارویی، هدف نهایی پژوهش حاضر بوده است و فرضیه‌های پژوهش نیز بر این اساس صورت‌بندی شده‌اند. به‌موجب تجزیه‌وتحلیل‌های صورت گرفته، تحلیل نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها به شرح زیر ارائه می‌شود:

**فرضیه اصلی پژوهش:** اندازه شرکت بر روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه تأثیرگذار است.

: اندازه شرکت بر روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه تأثیرگذار است

 : اندازه شرکت بر روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه تأثیرگذار نیست.

و با نگاره‌های آماري ذيل نمايش داده می‌شود:

نگاره 3- ضريب همبستگي، تعيين، تعيين تعدیل‌شده و آزمون دوربين- واتسون فرضیه اصلی پژوهش

| ضريب همبستگي | ضريب تعيين | ضريب تعيين تعدیل‌شده | خطاي معيار تخمين | دوربين- واتسون | مدل |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 0.114 | 0.013 | 0.003 | 0.4522801 | 1.63 | 1 |

طبق نگاره بالا ضريب همبستگي پيرسون بين دو متغير اندازه شرکت و روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه 0114/0 است. اين عدد در سطح خطاي 05/0 رابطه معنی‌داری رابین دو متغير نشان نمی‌دهد. با توجه به خروجی‌های نرم افزار SPSS؛ جداول نشان می‌دهد. يکي از مفروضات رگرسيون استقلال خطاهاست؛ درصورتی‌که فرضيه استقلال خطاها رد شود و خطاها با يکديگر همبستگي داشته باشند، امکان استفاده از رگرسيون وجود ندارد.آماره دوربين- واتسون به‌منظور بررسي استقلال خطاها از يکديگر استفاده می‌شود که اگر مقدار آماره دوربين – واتسون در فاصله 5/1 تا 5/2 باشد فرض همبستگي بين خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسيون استفاده کرد. مقدار آماره دوربين- واتسون طبق نگاره بالا 1.63 می‌باشد و اين عدد نشان می‌دهد که خطاها از يکديگر مستقل هستند و بين خطاها خودهمبستگی وجود ندارد و فرض همبستگي بين خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسيون استفاده کرد.

نگاره 4- تحليل واريانس رگرسيون براي فرضیه اصلی پژوهش

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| مدل | Sum of Squares | درجه آزادي | میانگین | Fآماره | سطح معنی‌داری |
| رگرسيون | 0.498 | 2 | 0.269 | 1.303 | 0.259 |
| عدد ثابت | 39.422 | 192 | 0.246 |  |  |
| جمع | 39.956 | 194 |  |  |  |

نگاره بالا نشان‌دهنده تحليل واريانس بين متغير اندازه شرکت به‌عنوان متغير مستقل و روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه متغير وابسته می‌باشد، طبق اين خروجي، ازآنجاکه sig (259/0) بیشتر از پنج درصد است، فرض H0 در سطح خطاي 05/0 رد می‌شود و وجود همبستگي بين اين متغيرها تائید نمی‌شود.

نگاره5- خلاصه یافته‌های رگرسيون چندگانه فرضيه اصلی پژوهش

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| مدل | ضرايب استاندارد نشده | ضرايب استانداردشده | آماره t)) | سطحمعنی‌داری |
| B | Std.Error |
| (Constant) | 5.613 | 0.055 |  | 96.803 | 0.000 |
| هزینه | 1.121- | 0.000 | 0.109- | 1.517- | 0.128 |
| ساختار | 0.034 | 0.070 | 0.035 | 0.483 | 0.630 |

با توجه به نگاره بالا در مورد مقدار ثابت و ضريب B مربوط به هر متغير، در مدل كلي نيز با توجه به سطح معنی‌داری تصمیم‌گیری شده است. ازآنجاکه در اين خروجي، سطح معنی‌داری آزمون تساوي ضريب رگرسيون مربوط به متغير اندازه شرکت ثابت بزرگ‌تر از 05/0 است؛ و هم‌چنین سطح معنی‌داری (برای هزینه 128/0 و ساختار 630/0) بزرگ‌تر از 05/0 می‌باشد درنتیجه اندازه شرکت بر روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه تأثیرگذار نیست.

**فرضیه فرعی اول:** بین اندازه شرکت و هزینه نمایندگی رابطه وجود دارد.

: بین اندازه شرکت و هزینه نمایندگی همبستگی وجود دارد.

 : بین اندازه شرکت و هزینه نمایندگی همبستگی وجود ندارد.

و با نگاره‌های آماري ذيل نمايش داده می‌شود:

نگاره 6- ضريب همبستگي، تعيين، تعيين تعدیل‌شده و آزمون دوربين- واتسون فرضیه فرعی اول

| ضريب همبستگي | ضريب تعيين | ضريب تعيين تعدیل‌شده | خطاي معيار تخمين | دوربين- واتسون | مدل |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 0.012 | 0.013 | 0.007 | 0.437451 | 1.820 | 1 |

طبق نگاره بالا ضريب همبستگي پيرسون بين دو متغير اندازه شرکت و هزینه نمایندگی 012/0 است. اين عدد در سطح خطاي 05/0 رابطه معنی‌داری را بين دو متغير نشان می‌دهد. با توجه به خروجی‌های نرم‌افزار SPSS؛ جداول نشان می‌دهد. يکي از مفروضات رگرسيون استقلال خطاهاست؛ درصورتی‌که فرضيه استقلال خطاها رد شود و خطاها با يکديگر همبستگي داشته باشند، امکان استفاده از رگرسيون وجود ندارد.آماره دوربين- واتسون به‌منظور بررسي استقلال خطاها از يکديگر استفاده می‌شود که اگر مقدار آماره دوربين – واتسون در فاصله 5/1 تا 5/2 باشد فرض همبستگي بين خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسيون استفاده کرد. مقدار آماره دوربين- واتسون طبق نگاره بالا 82/1 می‌باشد و اين عدد نشان می‌دهد که خطاها از يکديگر مستقل هستند و بين خطاها خودهمبستگی وجود ندارد و فرض همبستگي بين خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسيون استفاده کرد.

نگاره7- تحليل واريانس رگرسيون براي فرضیه فرعی اول

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| مدل | Sum of Squares | درجه آزادي | میانگین | Fآماره | سطح معنی‌داری |
| رگرسيون | 4.545 | 1 | 4.539 | 2.126 | 0.011 |
| عدد ثابت | 3.406 | 193 | 1.612 |  |  |
| جمع | 3.642 | 194 |  |  |  |

نگاره بالا نشان‌دهنده تحليل واريانس بين متغير اندازه شرکت به‌عنوان متغير مستقل و هزینه نمایندگی متغير وابسته می‌باشد، طبق اين خروجي، ازآنجاکه sig (011/0) کمتر از پنج درصد است، فرض H0 در سطح خطاي 05/0 تائید نمی‌شود و وجود همبستگي بين اين متغيرها تائید می‌شود.

نگاره8- خلاصه یافته‌های رگرسيون چندگانه فرضيه فرعی اول

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| مدل | ضرايب استاندارد نشده | ضرايب استانداردشده | آماره t)) | سطحمعنی‌داری |
| B | Std.Error |
| (Constant) | 764480 | 371020 |  | 2.023 | 0.046 |
| اندازه شرکت | 106334- | 66211 | 0.121- | 1.562- | 0.012 |

با توجه به نگاره بالا در مورد مقدار ثابت و ضريب B مربوط به هر متغير، در مدل كلي نيز با توجه به سطح معنی‌داری تصمیم‌گیری شده است.

ازآنجاکه در اين خروجي، سطح معنی‌داری آزمون تساوي ضريب رگرسيون مربوط به متغير اندازه شرکت ثابت کوچک‌تر از 05/0 است؛ بنابراين فرض تساوي ضريب رگرسيون با صفر(فرض H0)، رد می‌شود و نبايد آن‌ها را از معادله رگرسيون خارج کرد. هم‌چنین سطح معنی‌داری (012/0) کوچک‌تر از 05/0 می‌باشد درنتیجه رابطه معناداری بین اندازه شرکت و هزینه نمایندگی وجود دارد که نهایتاً مدل رگرسيون مربوطه به شكل زیر خواهد بود.

(اندازه شرکت) 106334-764480=у (هزینه نمایندگی)

**فرضیه فرعی دوم:** بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه در شرکت‌ها رابطه وجود دارد.

: بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه همبستگی وجود دارد.

 : بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه همبستگی وجود ندارد.

و با نگاره‌های آماري ذيل نمايش داده می‌شود:

نگاره9- ضريب همبستگي، تعيين، تعيين تعدیل‌شده و آزمون دوربين- واتسون فرضیه فرعی دوم

| ضريب همبستگي | ضريب تعيين | ضريب تعيين تعدیل‌شده | خطاي معيار تخمين | دوربين- واتسون | مدل |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 0.063 | 0.002 | 0.003- | 0.4532411 | 1.820 | 1 |

طبق نگاره بالا ضريب همبستگي پيرسون بين دو متغير اندازه شرکت و ساختار سرمایه 063/0 است. اين عدد در سطح خطاي 05/0 رابطه معنی‌داری رابین دو متغير نشان نمی‌دهد. با توجه به خروجی‌های نرم‌افزار SPSS؛ جداول نشان می‌دهد. يکي از مفروضات رگرسيون استقلال خطاهاست؛ درصورتی‌که فرضيه استقلال خطاها رد شود و خطاها با يکديگر همبستگي داشته باشند، امکان استفاده از رگرسيون وجود ندارد.آماره دوربين- واتسون به‌منظور بررسي استقلال خطاها از يکديگر استفاده می‌شود که اگر مقدار آماره دوربين – واتسون در فاصله 5/1 تا 5/2 باشد فرض همبستگي بين خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسيون استفاده کرد. مقدار آماره دوربين- واتسون طبق نگاره بالا 820/1 می‌باشد و اين عدد نشان می‌دهد که خطاها از يکديگر مستقل هستند و بين خطاها خودهمبستگی وجود ندارد و فرض همبستگي بين خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسيون استفاده کرد.

نگاره10- تحليل واريانس رگرسيون براي فرضیه فرعی دوم

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| مدل | Sum of Squares | درجه آزادي | میانگین | Fآماره | سطح معنی‌داری |
| رگرسيون | 0.054 | 1 | 0.053 | 0.311 | 0.564 |
| عدد ثابت | 42.460 | 193 | 0.209 |  |  |
| جمع | 42.524 | 194 |  |  |  |

نگاره بالا نشان‌دهنده تحليل واريانس بين متغير اندازه شرکت به‌عنوان متغير مستقل و ساختار سرمایه متغير وابسته می‌باشد، طبق اين خروجي، ازآنجاکه sig (564/0) کمتر از پنج درصد نیست، فرض H0 در سطح خطاي 05/0 تائید می‌شود و وجود همبستگي بين اين متغيرها تائید نمی‌شود.

نگاره11- خلاصه یافته‌های رگرسيون چندگانه فرضيه فرعی دوم

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| مدل | ضرايب استاندارد نشده | ضرايب استانداردشده | آماره t)) | سطحمعنی‌داری |
| B | Std.Error |
| (Constant) | 0.419 | 0.412 |  | 1.008 | 0.312 |
| اندازه شرکت | 0.041 | 0.070 | 0.038 | 0.0558 | 0.572 |

با توجه به نگاره بالا در مورد مقدار ثابت و ضريب B مربوط به هر متغير، در مدل كلي نيز با توجه به سطح معنی‌داری تصمیم‌گیری شده است.

ازآنجاکه در اين خروجي، سطح معنی‌داری آزمون تساوي ضريب رگرسيون مربوط به متغير اندازه شرکت ثابت بزرگ‌تر از 05/0 است؛ و هم‌چنین سطح معنی‌داری (572/0) بزرگ‌تر از 05/0 می‌باشد درنتیجه رابطه معناداری بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه وجود ندارد.

**بحث و نتیجه‌گیری**

در این پژوهش، رابطه بین تأثیر اندازه شرکت بر روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه در شرکت‌های گروه دارویی ارزیابی گردید. نتایج حاصل از تحلیل فرضیه‌ها با استفاده از آزمون کولموگوروف – اسمیرنوف و تحلیل رگرسیون نشان می‌دهد که: بین اندازه شرکت و هزینه نمایندگی رابطه وجود دارد ،این در حالی است که ایرج نوروش، غلامرضا کرمی، جلال وافی ثانی (1388)، در مقاله خود «بررسي رابطه سازوکارهاي نظام راهبري شرکت و هزینه‌های نمايندگي شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» می‌نویسند: در اين تحقيق به بررسي تأثیر سازوکارهاي نظام راهبري شرکت بر هزینه‌های نمايندگي شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌شده است. رابطه نمايندگي نوعي قرارداد است که طبق آن مالک، نماینده‌ای را جهت انجام عملياتي مامور و در اين راستا اختياراتي در باب اتخاذ تصميم به وي تفويض می‌کند. با شکل‌گیری رابطه نمايندگي، هزینه‌های نمايندگي ناشي از تضاد منافع بين طرفين، ايجاد می‌شود. هزینه‌های نمايندگي اثر معکوسي بر ارزش شرکت دارند. از اين روش شرکت‌ها به دنبال کنترل و کاهش چنين هزینه‌هایی می‌باشند. در تحقيق حاضر هزینه‌های نمايندگي تابعي از تعامل بين فرصت‌های رشد شرکت و جریان‌های نقد آزاد تعریف‌شده و از شاخص Q توبين به‌عنوان معياري براي اندازه‌گیری فرصت‌های رشد استفاده شده است. از بين سازوکارهاي کنترل هزينه نمايندگي، مالکيت سرمایه‌گذاران نهادي، درصد اعضاي غیرموظف هيات مديره و نسبت بدهي به‌عنوان متغيرهاي مستقل بررسی‌شده است. همچنين براي آزمون فرضیه‌های تحقيق از رگرسيون مقطعي ترکيبي استفاده‌شده است. یافته‌های تحقيق حاکي از وجود رابطه منفي و معنادار بين درصد اعضاي غيرموظف هيات مديره همچنين درصد مالکيت سرمایه‌گذاران نهادي با هزینه‌های نمايندگي می‌باشد. از طرفي نتايج تحقيق با فرض ارتباط بين نسبت بدهي شرکت‌ها با هزينه نمايندگي، مطابقت ندارد.

از دیگر سو بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه رابطه وجود ندارد، سينايي(1384) در پژوهشی به بررسي تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمايه پرداختند و از اندازه شرکت، سودآوري، فرصت‌های رشد و دارایی‌های مشهود به‌عنوان مهم‌ترین پارامترهای درون شرکتي مؤثر بر اهرم مالي شرکت‌ها نام بردند. و در انتها در یک نتیجه‌گیری کلی می‌توان بیان داشت که اندازه شرکت بر روابط هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه تأثیرگذار نیست.

فلذا با توجه به مطالب فوق به مدیران و سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان از اطلاعات شرکت‌های دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و کسانی که برنامه‌ریزی‌های مختلفی برای این شرکت‌ها دارند می‌توان پیشنهاد نمود: اگر می­خواهند برنامه‌های خود را برای شرکت‌هایی که در صنایع دارویی هستند و یا دارای هزینه نمایندگی مختلف می‌باشند، در نظر بگیرند حتماً باید به ساختار سرمایه این‌گونه شرکت‌ها توجه خاصی داشته باشند و ساختار سرمایه آن‌ها را موردبررسی قرار دهند، چراکه رابطه معناداری باهم دارند. از دیگر سو می‌توان به این افراد پیشنهاد نمود که: اگر می‌خواهند برنامه‌های خود را برای شرکت‌هایی در نظر بگیرند که دارای مالکیت شرکتی می‌باشند نیازی نیست که به رابطه بین ارزش‌افزوده بازار و ارزش‌افزوده اقتصادی با ساختار سرمایه آن‌ها دقت نظری داشته باشند و برنامه‌های خود را برای هرکدام از متغیرهای عنوان‌شده می‌توانند به‌طور مجزا اعمال نمایند. لذا بهتر است ترکیب و تلفیق با سایر ابزارهای پیش‌بینی و سنجش عملکرد مالی مورداستفاده قرار گیرد و این متغیرها به‌تنهایی ابزاری قوی و مطمئنی برای بررسی عملکرد شرکت‌ها نخواهند بود.

**منابع و مأخذ**

1. احمدي ،م.ر.(1380). ارتباط **ساختار سرمايه و بازده شرکت‌های بورس تهران**. پایان‌نامه كارشناسي ارشد حسابداري ،دانشگاه آزاد اسلامي واحد تهران مركزي.
2. انواری رستمی ، ع.ا. و تهرانی، ر. و سراجی، ح. (١٣٨٣)، **بررسی ارتباط میان ارزش‌افزوده اقتصادی، سود قبل ازبهرِ و مالیات، جریان نقدی عملیاتی فعالیت‌های عملیاتی باارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده دربورس اوراق بهادار تهران**، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ٣٧. 3-22.
3. بادآور نهندی، ی. و برادران حسن‌زاده، ر.و شریف‌زاده، غ. (1393). **بررسی تأثیر ساختارهای مدیریتی و مالکیتی حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی.** فصلنامه حسابداری مالی. سال ششم، شماره 24، 143-169.
4. بلکونی، ا.ر. (١٣٨١) ، **تئوری‌های حسابداری**، ترجمه: علی پارسائیان، تهران: انتشارات پژوهش‌های فرهنگی.
5. پارساييان , ع.(1381), تئوريهاي حسابداري , دفتر پژوهشهاي فرهنگي ، چاپ اول.
6. جان سن، ام سی. و اسمیت، سی وی(1375). ***مروری تاریخی بر نظریه امور مالی شرکت‌ها*.** ترجمه: حسین عبده تبریزی و فردین صادقی زنجانی. مجله حسابدار. شماره 113. 31-40.
7. جنسن، م.(1983). **نظریة سازمان و روش‌شناسی**، مجلة حسابداری، شماره ٥٨، ٣٣٩-٣١٩.
8. حسن پور بهابادي، د. (1384). **بررسي ارتباط بين تغييرات ساختار سرمايه و تغييرات ارزش شركتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**، پايان نامه كارشناسي ارشد، دانشگاه تهران.
9. حشمتي، م.(1385). **بررسي تأثير اطلاعات گذشته بر ساختار سرمايه شركت­هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.** پايان نامه كارشناسي ارشد، دانشگاه شيراز، بخش مديريت و حسابداري.
10. ستایش، م.ح. و کریمی، ز. (1391). **بررسی تاثیر برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.** فصلنامه حسابداری مالی. سال چهارم، شماره 15، 44-66.
11. سینایی، ح.ع. و رضاییان ، ع. ( 1384 ) "بررسی تاثیر ویژگی هاي شرکت ها بر ساختار سرمایه ". مجله علمی پژوهشی علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز- پاییز ، 123-148.
12. شورورزی، م.ر. و پهلوان،ر. (1389). تاثير اندازه شركت بر هموارسازي سود. مجله پژوهش هاي مديريت. شماره 87. 69-80.
13. عزیزیان، ا. (1385). **بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه**. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
14. مشايخ، ش. و شاهرخي، س. (١٣٨٥)، **عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه ،** مجله حسابدار، سال بيست و يكم، شماره ١٧٦.
15. نوروش، ا. وكرمي، غ.ر. و وافي ثاني، ج. (1388). **بررسي رابطه سازوکارهاي نظام راهبري شرکت و هزينه هاي نمايندگي شرکت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**. نشریه تحقیقات حسابداری.دوره 1، شماره 1، 4-27.
16. وكيلي فرد، ح. ر. (١٣٨٩)، **تصميم گيري در مسائل مالي**، جلد دوم، تهران: انتشارات علمي فوج.
17. Akhtar, S, (2005),"The Determinant of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations,” *Australian Journal of Management*, Vol. 3.
18. Alchian, A. A.; H, Demsetz (1972). "Production Information Costs and Economic Organization", *American Economic Review*, (62)5, 777-795.
19. Ang, J. Cole, R. and Lin, J., (2000), Agency Costs and Ownership Structure. The Journal of Finance, Vol.55, No. 1, pp. 81-106.
20. Booth L; Aivazian V, Demirguc A; V, Maksimovic (2001). "Capital structures in Developing Countries", *Journal of Finance* 2001, 16(1): 87-130.
21. Donaldson G. (1961), *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Boston, MA: Harvard University Press.
22. Fama, Eugene F (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal* *of* *Political* *Economy* 88, 288-307.
23. Henry, D. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 18, pp. 24–46.
24. Jensen, M.C; w, Mekling (1976). "Theory of the firm: Managerial Behavior; Agency costs, and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
25. Maan. H. (1965*).* "Integrations and the Controlling Market of Joint Stock Companies", *Political* *Economy Journal*, (74), 110-120.
26. McKnight, P. J; C, Weir (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, 139-158.
27. Mromar D.; I. Lancarski (2002), "Traditional, Modern and New Approach to Finance", Working Paper, Faculty of Economics, University of Tax Advantages of Equity", *Journal of Financial Economics*, 67 (2).
28. Moses, O.D. 1987 , “Income smoothing and incentives, Emperical tests using Accounting changes” , The Accounting Review , No, 2. April 358-375
29. Najjar, B; P Taylor (2008), “The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure”, *Managerial Finance*, 12, 919-933.
30. Rajan R.G; L, Zingales (1995). "What do We Know about Capital Structure? Some evidence from International Data", *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

**The company size on relations of agency costs and structure of pharmaceutical companies accepted in Tehran Stock Exchange**

**Abstract**

Purpose: Main purpose of this research is to study the effect of company size on agency costs and structure of pharmaceutical companies accepted in Tehran Stock Exchange.

Methodology: agency costs as independent variable, the capital structure as dependent variable, and company size as mediator variable are studied. Sampling method is systematic elimination, and time interval of the research is 2008 to 2013. Also, 20 companies have been accepted in stock exchange, so because of small this statistical society, we consider all of them as statistical sample. Purposes of this applied research and its methodology is of descriptive and correlative kind. For investigating the collected data, SPSS software has been used, and hypothesizes have been analyzed by Smirnov-Kolmogorov and regression analysis.

Findings: The results show that there is a relation between company size and agency costs, and company size and capital structure has no relation. At the end, we can say that the company size has no effect on agency costs and the capital structure.

Innovation: Considering that the relationship between the three variables of the research topic in the field of internal finance has not been worked out, it seems that the study of the relationship between these three components is a useful step towards the completion of the literature on these three issues in the capital market of Iran.

**Keywords**: agency costs, the capital structure, the company size, industry.

**JEL**: D51, D53, E44.

1. Alchain & Demsetz [↑](#footnote-ref-1)
2. Fama [↑](#footnote-ref-2)
3. Mackling & jensen [↑](#footnote-ref-3)
4. Graham&Lemmon&Sehallheim [↑](#footnote-ref-4)
5. Positivistic [↑](#footnote-ref-5)
6. Donaldson [↑](#footnote-ref-6)
7. total liability [↑](#footnote-ref-7)
8. total assets [↑](#footnote-ref-8)