

## تاثیر افق دید سرمایه گذاران نهادی بر هزینه های نمایندگی در قراردادهای

### بدهی

یسنا رحمتی

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، واحد الکترونیکی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)  
srahmatidehkordi@yahoo.com

دکتر علی اصغر طاهرآبادی

استادیار گروه حسابداری، واحد کنگاور، دانشگاه آزاد اسلامی، کنگاور، ایران.  
taherabady@yahoo.com

شماره ۳۲ / پاییز ۱۳۹۹ (جلد چهارم) / صص ۱۸۰-۱۹۳  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

### چکیده

در تامین مالی از طریق بدهی‌ها براساس تئوری نمایندگی دو طرف قرارداد یعنی اعتبار گیرنده و اعتبار دهنده متحمل هزینه‌های نمایندگی می‌گردند. ساز و کار نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند در قراردادهای بدهی نقش آفرینی کند. از اینرو هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر افق سرمایه‌گذاران نهادی بر قراردادهای بدهی می‌باشد. بدین منظور از اطلاعات مالی ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در فاصله سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ استفاده گردید. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون چند متغیره با رویکرد داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد که افق دید سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت بر هزینه بدهی تاثیر مثبت دارد. همچنین افق دید سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت بر هزینه بدهی تاثیر منفی دارد.

**کلید واژگان:** افق سرمایه‌گذاران نهادی، هزینه بدهی، قراردادهای بدهی، هزینه نمایندگی.

### مقدمه

یکی از مهمترین تصمیمات در حوزه مدیریت مالی، تصمیمات تامین مالی است. تامین مالی عمدتاً از طریق سهام یا بدهی می‌باشد. شرکت‌ها به دنبال دستیابی به ساختار سرمایه مطلوب هستند، ترکیب ساختار سرمایه باید به حدی تعادل داشته باشد که ضمن افزایش ارزش شرکت، کمترین هزینه سرمایه را در برداشته باشد. طبق نظریه میلر و مودیگلیانی<sup>۱</sup> (۱۹۵۸) شرکت‌ها از منابع مختلف تامین مالی، ترجیحاً از استقراض استفاده می‌کنند زیرا استفاده بیش‌تر از استقراض مزیت مالیاتی برای آن‌ها ایجاد می‌کند. در این دیدگاه اگر شرکت برای تامین مالی از بدهی استفاده کند، ارزش شرکت افزایش می‌یابد. مشکلی که در این شیوه تامین مالی وجود دارد این است که اگر وام‌دهندگان نسبت به وام‌گیرنده ابهام داشته باشند، هزینه‌های مالی را افزایش می‌-

<sup>1</sup> Miller and Modigliani

دهند و تامین مالی از طریق بدهی گران تر خواهد بود. دومین مشکل این است که افزایش بدهی، اهرم مالی را افزایش می‌دهد و منجر به افزایش ریسک می‌گردد. با افزایش ریسک مسلماً هزینه سرمایه افزایش می‌یابد و ارزش شرکت به شدت کاهش خواهد یافت (ساندر، ساندر و وانگ سانویی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). افزایش هزینه بدهی می‌تواند ناشی از تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران و اعتباردهندگان و سهامداران باشد (اسمیت و وارنر<sup>۲</sup>، ۱۹۷۹).

اعتباردهندگان همواره نگران وصول اصل و فرع وام‌های اعطایی به شرکت هستند و همواره میان آنها با مدیران و سهامداران تضاد منافع وجود دارد. اعتباردهندگان همواره نگران توزیع وام‌های دریافتی بین سهامداران بوده و در مقابل اخذ وام جدید توسط شرکت و اولویت دادن به تسویه آنها در مقابل وام‌های قبلی حساسیت نشان می‌دهند (اعتمادی، نوروش، آذر و سراجی، ۱۳۸۹). بر اساس فرضیه بدهی این احتمال وجود دارد که مدیران برای جلب نظر مساعد اعتباردهندگان از روش‌های حسابداری استفاده کنند که سودآوری شرکت را مطلوبتر نشان دهند تا ضمن تامین مالی بتوانند هزینه بدهی را کاهش دهند (دیفاند و جیامبولو<sup>۳</sup>، ۱۹۹۴). زیرا اعتباردهندگان هر قدر اطمینان کمتری نسبت به وصول اصل و فرع وام‌های اعطایی داشته باشند، هزینه بهره را افزایش می‌دهند.

در ادبیات تئوری نمایندگی، مفهوم نظارت به حل مشکل نمایندگی اعتباردهندگان و شرکت کمک می‌کند. از این رو این احتمال وجود دارد که سرمایه‌گذاران نهادی به سبب مکانیزم نظارت‌گری خود بر هزینه‌های نمایندگی ناشی از قراردادهای بدهی نقش آفرینی کنند. پژوهش‌های مختلفی نظیر نوروش و همکاران (۱۳۸۴)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷)، کوکی و کایزانی<sup>۴</sup> (۲۰۰۹)، ویبرگ<sup>۵</sup> (۲۰۰۸)، شرت و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۲) و ... به بررسی تاثیر ساختار مالکیت و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت پرداخته‌اند. غالب یافته‌های پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه موید این است که نقش سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان یک مکانیزم حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت چشمگیر است. انگیزه‌های متفاوت سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت و بلند مدت نشان می‌دهد که هر کدام تاثیر متفاوتی در هزینه نمایندگی بدهی دارد.

در کشور ما نیز در سال‌های اخیر با گسترش روند واگذاری سهم شرکت‌های دولتی روبرو بوده‌ایم. در فرایند این انتقال مالکیت، شاهد حضور سازمان‌ها و موسسه‌هایی هستیم که با عنوان سرمایه‌گذاران نهادی شناخته شده و در قالب مالکان و صاحبان سهام جدید سهم بیشتری از ارزش ویژه شرکت‌های در حال انتقال را به خود اختصاص می‌دهند. از طرفی تامین مالی شرکت‌ها اکثراً از طریق سیستم بانکی است و بازار پول از کارکرد اصلی خود دور مانده است. با توجه به تبیین عوامل موثر بر هزینه‌های نمایندگی ناشی از قراردادهای بدهی پژوهش حاضر به دنبال بررسی تاثیر افق سرمایه‌گذاران نهادی بر هزینه‌های نمایندگی بدهی می‌باشد.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بر اساس تئوری نمایندگی (کارگزاری) یک نفر مسؤولیت تصمیم‌گیری درخصوص توزیع منابع مالی و اقتصادی و یا انجام خدمتی را طی قرارداد مشخصی به شخص دیگری واگذار می‌نماید. شخص اول را در اصطلاح، صاحبکار (مالک) و شخص دوم را اصطلاحاً نماینده (کارگزار) می‌نامند (نمازی، ۱۳۸۴). براساس این تئوری واحد تجاری مجموعه‌ای از قراردادهاست که

<sup>1</sup> Sunder, Sunder & Wongsunwai

<sup>2</sup> Smith & Warner

<sup>3</sup> Defond & Jiambolv.

<sup>4</sup> Kouki and Guizani

<sup>5</sup> Wibreg

<sup>6</sup> Short

بین گروه‌های ذینفع منعقد شده است. برای مثال قرارداد با مدیر، اعتباردهندگان و کارکنان. طرف‌های قرارداد به دنبال افزایش منافع شخصی خود هستند این موضوع منجر به تضاد منافع میان طرف‌های قرارداد و مشکل نمایندگی می‌گردد. طرف‌های درگیر قرارداد جهت همسوکردن منافع یکدیگر ناچار به پرداخت هزینه هستند. این هزینه‌ها در تئوری نمایندگی، هزینه نمایندگی نامیده می‌شود (جنسن و مک‌کلینگ<sup>۱</sup>، ۱۹۷۶). به عنوان مثال در رابطه نمایندگی مدیر- سهامدار، پرداخت هزینه حسابرسی به عنوان یک هزینه نمایندگی محسوب می‌گردد.

طبق نظریه نمایندگی، تامین مالی از طریق بدهی موجب کاهش جریان‌های نقد آزاد در اختیار مدیران می‌گردد، بنابراین منجر به همسو شدن منافع سهامداران و مدیران می‌گردد. زیرا مدیران از طریق جریان‌های نقدی آزاد سعی دارند منافع خود را افزایش دهند. اما تامین مالی از طریق بدهی منجر به افزایش هزینه‌های نمایندگی بین سهامداران و اعتباردهندگان می‌گردد مانند تغییرات ریسک و سرمایه‌گذاری کمتر از حد. برای کاهش هزینه‌های نمایندگی معمولاً اعتباردهندگان محدودیت‌هایی در قراردادهای بدهی به‌عنوان یک مکانیزم نظارتی می‌گنجانند. معمولاً این محدودیت‌ها به گونه‌ای طراحی می‌شوند که انگیزه مدیران برای سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های پر مخاطره یا رفتارهای کوتاه بینانه را کاهش می‌دهد. این محدودیت‌های شامل انواع محدودیت‌های مالی (محدودیت در نسبت‌های مالی کلیدی) و محدودیت‌های غیرمالی (محدودیت در تقسیم سود یا وثیقه) هستند (کیم، کیم و مانتکن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹).

زمانیکه تضاد منافع میان شرکت و اعتباردهندگان رخ می‌دهد، اعتباردهندگان محدودیت‌هایی در قراردادهای وام خود اضافه می‌کنند که برای طرف‌های درگیر قرار داد اثرات زیانباری دارد. اول اینکه نظارت بر قراردادهای محدود کننده به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی میان وام دهنده و وام گیرنده دارای هزینه است. دوم اینکه قراردادهای محدود کننده توسط وام دهنده می‌تواند انعطاف‌پذیری عملیات شرکت را کاهش دهد و مدیران شرکت‌ها را از آغاز پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت منصرف کند. سوم اینکه وقتی مفاد قراردادهای بدهی نقض می‌گردد، وام گیرنده و وام دهنده مجبور هستند شرایط بدهی را تغییر دهند که مستلزم هزینه است. در این شرایط تنها راه حل مشکل نمایندگی نظارت بر قراردادهای بدهی است. بنابراین نقش سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان نظارت‌کننده ضروری است. بر اساس تعریف بوشی<sup>۳</sup> (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند و معمولاً دارای نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر هستند. براساس فرضیه نظارت فعال این دسته از سرمایه‌گذاران بدلیل مالکیت بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌ها، دارای انگیزه و منابع کافی برای نظارت بر فعالیت‌های و سیاست‌های مدیران و کاهش تضادهای نمایندگی بین مدیران و سهامداران، مدیران و اعتبار دهندگان هستند در نتیجه ارزش ویژه افزایش می‌یابد (شیفر و ویشنی<sup>۴</sup>، ۱۹۸۶؛ گراسمن و هارت<sup>۵</sup>، ۱۹۸۰).

اگرچه تاثیر مالکیت نهادی بر کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از حقوق صاحبان سهام دارای ادبیات گسترده‌ای است اما تاثیر آن در هزینه‌های نمایندگی ناشی از بدهی‌ها کمتر مورد توجه واقع شده است. نکته حائز اهمیت این است که هر کدام از این سرمایه‌گذاران ویژگی‌های متفاوتی دارند و ناهمگون هستند. به عنوان مثال صندوق‌های بازنشستگی دارای افق بلندمدت هستند در حالی که صندوق‌های سرمایه‌گذاری افق کوتاه مدت دارند. سرمایه‌گذاران نهادی با افق بلندمدت تمایل به نظارت

<sup>1</sup> Jensen, & Meckling.

<sup>2</sup> Kim, Kim & Mantecon

<sup>3</sup> Bushee

<sup>4</sup> Grossman & Hart.

<sup>5</sup> Shleifer & Vishny.

دارند تا سیاست‌هایی را دنبال کنند که ارزش شرکت را در بلندمدت افزایش می‌دهد، اعتبار دهندگان باید از این سیاست‌ها برای اعطای وام بهره‌مند شوند (هارفورد و مانسی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). از سوی دیگر، سهامداران نهادی با افق کوتاه‌مدت، با تأثیرگذاری بر سیاست‌های شرکت و بهره‌برداری از مزایای اطلاعاتی که می‌تواند به ارزش بلندمدت شرکت آسیب برساند، به دنبال سود کوتاه‌مدت هستند (گراهام، هاروی و راجاپول<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت اغلب مدیریت شرکت را به فروش دارایی‌ها، بازخرید سهام و افزایش سود سهام مجبور می‌کنند، که می‌تواند با کاهش نقدینگی و دارایی‌های موجود برای تضمین تعهدات بدهی، ریسک اعتباری را افزایش دهد (ساندر، ساندر و وانگ سانویی، ۲۰۱۴).

نظارت سرمایه‌گذاران نهادی بلند مدت ظرفیت شرکت برای تولید جریان‌های نقدی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و وام‌دهندگان را کاهش می‌دهد در نتیجه هزینه نمایندگی بدهی کاهش می‌یابد. در مقابل سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت، به دلیل تاکید بیش از حد روی سودهای جاری در مقابل سودهای آینده از انجام نظارت غافل می‌شوند؛ زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه‌مدت نصیب آن‌ها شود. این دسته از سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند موجب ایجاد محرک‌های مختلف برای مدیران شرکت‌ها برای انجام مدیریت سود فزاینده به جهت بالابردن عایدات جاری شوند در این شرایط مشکل نمایندگی اعتباردهندگان افزایش می‌یابد. درنهایت وام‌دهندگان هزینه‌های بهره وام را افزایش می‌دهند (کیم، کیم و مانکن، ۲۰۱۹).

کیم، کیم و مانکن (۲۰۱۹)، در پژوهشی با عنوان، سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت و هزینه نمایندگی بدهی به بررسی این موضوع پرداختند که سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت، تضاد نمایندگی بین اعتبار دهندگان و سهامداران را در شرکت‌های آمریکایی متاثر می‌کنند. آنها به این نتیجه رسیدند که افق سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر منفی بر تعداد محدودیت‌های قراردادی و تعداد وام‌های دریافتی دارد. همچنین آنها به این نتیجه رسیدند که مالکیت نهادی کوتاه مدت تأثیر مثبت بر تعداد قراردادهای محدود کننده دارد و بانک‌ها هزینه‌های بیشتری برای تسهیلات شرکت‌های با مالکیت نهادی منظور می‌کنند. سان، دیانگ، گئو و لی<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و اهرم مالی پرداخته‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها به روش توصیفی-همبستگی، حاکی از آن بود که رابطه‌ای غیریکنواخت بین مالکیت سهام مدیریتی و اهرم مالی شرکت وجود دارد و به دلیل قوی‌تر شدن ساختار کنترلی و حاکمیت شرکتی ضریب متغیر اهرم مالی مثبت و معنی‌دار است.

لیم، هو و ورهون<sup>۴</sup> (۲۰۱۴)، در پژوهشی با عنوان، بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ارتباط آن با انتخاب روش‌های تأمین مالی از طریق وام در ۹۸۳۱ شرکت در ۲۰ کشور از ابتدای سال ۲۰۰۱ تا پایان ۲۰۱۰ انجام پرداختند. در این پژوهش از رگرسیون چند متغیره با به‌کارگیری داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج گویای آن بود که تنوع در حقوق مالکانه و کنترلی در شرکت‌های با ساختار مالکیت نهادی کمتر به سمت تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی می‌روند. همچنین سایر نتایج بیانگر آن است که تنوع در ساختار مالکیت روی دیگر جنبه‌های ساختار بدهی در شرکت از جمله سررسید پرداخت و یا وثایق موردنیاز نیز اثرگذار خواهد بود. به عبارتی شرکت‌های با ساختار مالکیت نهادی بیش‌تر به سمت تأمین اعتبار از محل بدهی‌های عمومی تمایل دارند.

<sup>1</sup> Harford, Keckes & Mansi

<sup>2</sup> Graham, Harvey & Rajgopal

<sup>3</sup> Sun, Ding, Guo & Li

<sup>4</sup> Lim, How, & Verhoeven

یوتکایر (۲۰۱۲)، تحقیقی با عنوان، رابطه بین مالکیت نهادی، هزینه بدهی‌ها و اجتناب مالیاتی در بین شرکت‌های مالزی در بین سالهای ۲۰۰۵ الی ۲۰۰۹ انجام داد. نمونه تحقیق وی شامل ۱۱۰ شرکت بوده است. نتایج تحقیق وی نشان داد، بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه بدهی‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد. مالکیت نهادی رابطه بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه بدهیها را تعدیل می‌کند.

الیاسانی و جیا (۲۰۱۰)، در پژوهشی با عنوان، ثبات سرمایه گذاران نهادی و هزینه بدهی به بررسی نقش ثبات سرمایه گذاران نهادی بر هزینه بدهی شرکت‌های امریکایی پرداختند. جهت انجام تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش رگرسیونی استفاده نمودند. نتایج آنها سه نکته را متذکر می‌شد. اول اینکه یک رابطه منفی بین هزینه بدهی و ثبات مالکیت نهادی وجود دارد. دوم اینکه مالکیت نهادی نسبت به دیگر ساختارهای مالکیت نقش بزرگتری در هزینه‌های بدهی دارد. سوم اینکه مالکیت نهادی در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی بالاتر تاثیر بیشتری در هزینه بدهی دارد.

جلالی کندلوسی (۱۳۹۷) به بررسی ارتباط بین ترکیب سهامداران و هزینه نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. برای آزمون فرضیه‌ها از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی با هزینه نمایندگی رابطه منفی معناداری وجود دارد. این در حالی است که هیچ شواهدی مبنی بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت شرکتی و هزینه نمایندگی شرکت‌ها یافت نشد.

حیدری و حسن پور (۱۳۹۶) نشان داد که بین ساختار سهامداران نهادی و جریانهای نقد استاندارد شده شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهی به سرمایه و جریانهای نقد استاندارد شده شرکتها رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. در ادامه نتایج پژوهش نشان از آن داشت که بین بازده سرمایه‌گذاری و جریانهای نقد استاندارد شده شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین به این نتیجه رسیدند که بین نرخ رشد فروش و جریانهای نقد استاندارد شده شرکتها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد و در نهایت نشان دادند که بین نوسان پذیری سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقد استاندارد شده شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

مرادی، پرنده و مرندی (۱۳۹۶)، پژوهشی با عنوان، ارتباط افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی غیرمنتظره در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. روش انجام پژوهش توصیفی-همبستگی است. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون به روش داده‌های پانل استفاده گردید. یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که افق دید سهامداران نهادی در حالت کلی و افق دید کوتاه مدت و بلندمدت آنان بر سود تقسیمی غیرمنتظره به عنوان معیاری از محتوای اطلاعاتی سودهای غیر منتظره، تاثیر معکوس و معناداری دارد. لذا بهبود افق سرمایه‌گذاران نهادی باعث کاهش اختلاف مقدار سود پیش بینی شده و سود تقسیمی واقعی می‌گردد.

حساس یگانه، مرادی و اسکندر (۱۳۸۷) رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت را با رگرسیون خطی چندگانه مورد آزمون قرار دادند. یافته‌های پژوهش مبین ارتباط مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به انگیزه‌هایی که برای بهبود عملکرد شرکت‌های سرمایه‌پذیر دارند، نظارتی مؤثر بر آن‌ها اعمال نموده و مدیران این شرکت‌ها را با اتخاذ تصمیمات بهینه و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت ترغیب می‌کنند.

با توجه به مبانی نظری پژوهش فرضیه‌های به شرح زیر تدوین گردید:

**فرضیه اول:** افق دید سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت بر هزینه بدهی تاثیر مثبت دارد.

فرضیه دوم: افق دید سرمایه گذاران نهادی بلند مدت بر هزینه بدهی تاثیر منفی دارد.

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع کاربردی است، چراکه نتایج آن مستقیماً می‌تواند توسط افراد مختلف استفاده گردد. بر اساس روش، از نوع توصیفی-همبستگی است. از بعد ماهیت داده‌ها، نوع پژوهش کمی است، یعنی با یک نگرش عینی به جمع‌آوری و تحلیل داده‌های کمی می‌پردازد. افزون بر این، از بعد نوع استدلال، یک پژوهش استقرایی-قیاسی است؛ یعنی درصدد طراحی یک مدل کلی بر اساس مشاهدات تجربی و جمع‌آوری داده‌های کمی است. از نظر بعد زمانی نیز یک پژوهش گذشته‌نگر و از نظر بعد طول زمان، یک پژوهش ترکیبی (مقطعی-سری زمانی) است. از لحاظ روش‌ها و فنون جمع‌آوری اطلاعات از نوع اسنادکاوی می‌باشد. از بعد روش شناخت یک پژوهش تجربی است چراکه به اثبات یا رد فرضیه‌ها از طریق تجربه می‌پردازد. از لحاظ ماهیت پژوهش نیز اصیل (دست‌اول) است. و نهایتاً، بر اساس طرح پژوهش، نیمه تجربی با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. زمانی از روش پس رویدادی استفاده می‌شود که محقق پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد، افزون بر این، امکان دست‌کاری متغیر مستقل وجود ندارد.

جامعه مورد مطالعه پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ است. از بین کلیه شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نباشند، حذف شده و در نهایت کلیه شرکت‌های باقی‌مانده جهت انجام آزمون انتخاب خواهند شد.

۱) به منظور قابل مقایسه بودن، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و طی دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی نداشته باشند.

۲) در بازه زمانی پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته باشند.

۳) جزء صنایع واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشند. زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختار این‌گونه شرکت‌ها با سایر شرکت‌ها متفاوت است.

۴) صورت‌های مالی آن‌ها حسابرسی شده باشد.

۵) معاملات سهام آن‌ها بیش از سه ماه وقفه نداشته باشد.

۶) کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز، از جمله یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی در دسترس باشد.

با توجه به محدودیت‌های در نظر گرفته، تعداد ۱۱۸ شرکت (۵۹۰ سال-شرکت)، شرایط حضور در جامعه آماری را دارا بوده‌اند. لذا، همه‌ی شرکت‌هایی که شرایط مورد بررسی در جامعه آماری را داشته‌اند، به‌عنوان نمونه‌ی آماری در نظر گرفته شده‌اند.

### متغیر وابسته

متغیر وابسته در پژوهش حاضر هزینه نمایندگی بدهی (Cost of debt) می‌باشد، در تئوری نمایندگی اینگونه استنباط می‌شود که هر چقدر تضاد منافع میان شرکت و اعتبار دهندگان افزایش پیدا کند، اعتبار دهندگان نرخ استقراض را افزایش داده یا مبلغ وام را کاهش می‌دهند تا آثار نبود هسویی را تعدیل کنند بنابراین هزینه‌های نمایندگی شرکت افزایش خواهد یافت. در این پژوهش طبق پژوهش‌های هو و لیان (۲۰۱۶) از مدل‌های هزینه بدهی برای برآورد هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام استفاده می‌شود. مبنای نظری این مدل بر این نکته استوار است که متغیرهایی مانند هزینه بهره، متوسط وام‌های دریافتی طی

دوره باید هزینه‌های تأمین مالی از طریق وام را توجیه کند. در این پژوهش برای اندازه‌گیری هزینه‌های بدهی برگرفته از تهرانی (۱۳۹۰) و رابطه‌های ذیل محاسبه می‌گردد.

$$\text{هزینه بهره} = \frac{\text{هزینه بهره}}{\text{متوسط وامهای دریافتی طی دوره}} = \text{هزینه بدهی}$$

$$\text{وام اول دوره} + \text{وام آخر دوره} = \frac{\text{متوسط وامهای دریافتی طی دوره}}{\text{متوسط وامهای دریافتی}}$$

### متغیرهای مستقل

شامل سهامداران نهادی کوتاه‌مدت (Short-term Institutional) که برابر است با اختلاف درصد مالکیت سهامداران نهادی در سال جاری منهای سال قبل و سهامداران نهادی بلندمدت (LONG-term Institutional) که برابر است با سهامداران نهادی که در طی دوره پژوهش در لیست سهامداران شرکت حضور داشته‌اند و درصد مالکیت آنها کاهش پیدا نکرده است (بوش، ۲۰۰۸).

### متغیرهای کنترلی

دلیل استفاده از متغیرهای کنترلی در این پژوهش، کنترل تأثیر عوامل شناخته‌شده بر متغیر وابسته است. این متغیرها که در پژوهش‌های پیشین مورد استفاده واقع شده‌اند عبارت‌اند از:

- اندازه شرکت (Firm size): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها
- نسبت بازده دارایی‌ها (ROA): برابر است با حاصل تقسیم سود خالص به کل دارایی‌ها در آخر سال.
- اهرم مالی (Leverage): برابر است با حاصل تقسیم بدهی‌ها آخر سال به کل دارایی‌های آخر سال.
- ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (Market-to-book): برابر است با حاصل تقسیم ارزش بازار سهام شرکت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.
- مشهود بودن دارایی (Tangibility): دارایی‌های ثابت مشهود تقسیم بر کل دارایی‌ها.
- زیان ده بودن شرکت (Loss): متغیر مجازی است اگر شرکت در سال مورد نظر زیان گزارش کند عدد یک در غیر اینصورت عدد صفر.
- نرخ رشد فروش (Sales\_ growth): نرخ رشد فروش شرکت از تفاوت فروش اول دوره و آخر دوره تقسیم بر فروش اول دوره بدست می‌آید.
- متغیر ورشکستگی آلتمن (Z-score):

$$\text{Altman's Z-score} = 1.2 * (X_1) + 1.4 * (X_2) + 3.3 * (X_3) + 0.6 * (X_4) + 1.0 * (X_5)$$

$X_1$ : تفاوت دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری،

$X_2$ : سود باقی مانده تقسیم بر کل دارایی‌های آخر دوره،

$X_3$ : سود عملیاتی تقسیم بر کل دارایی های آخر دوره،

$X_4$ : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری کل بدهی ها و

$X_5$ : فروش تقسیم بر کل دارایی ها.

### مدل آزمون فرضیه های پژوهش

در پژوهش حاضر، تجزیه و تحلیل داده‌ها در دو بخش آمار توصیفی و آمار استنباطی با استفاده از نرم‌افزار Stata صورت می‌گیرد. در بخش آمار توصیفی، با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین، میانه و شاخص پراکندگی انحراف معیار، به تجزیه و تحلیل داده‌ها پرداخت شده است. همچنین در بخش استنباطی، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی برگرفته از پژوهش کیم و همکاران (۲۰۱۹) استفاده شد.

$$\text{Cost of debt } i,t = \beta_0 + \beta_1 \text{ Short-term Institutional} + \beta_2 \text{ Firm size} + \beta_3 \text{ ROA} + \beta_4 \text{ Leverage} + \beta_5 \text{ Market-to-book} + \beta_6 \text{ Tangibility} + \beta_7 \text{ Loss} + \beta_8 \text{ Z-SCORE} + \beta_9 \text{ Sales growth} + \epsilon$$

$$\text{Cost of debt } j,t = \beta_0 + \beta_1 \text{ LONG-term Institutional} + \beta_2 \text{ Firm size} + \beta_3 \text{ ROA} + \beta_4 \text{ Leverage} + \beta_5 \text{ Market-to-book} + \beta_6 \text{ Tangibility} + \beta_7 \text{ Loss} + \beta_8 \text{ Z-SCORE} + \beta_9 \text{ Sales growth} + \epsilon$$

متغیرهای به کار رفته در مدل های فوق در قسمت های قبلی بیان گردیده است.

### یافته های پژوهش

تحلیل آماره‌های توصیفی در هر پژوهشی یک دید کلی از داده‌ها در اختیار پژوهشگر قرار می‌دهد. لذا، به منظور مطالعه‌ی بیشتر به تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش پرداخته شده است. جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را بعد از ترمیم داده‌ها نشان می‌دهد.

جدول (۱): آماره های توصیفی

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشترین	کمترین	چولگی	کشیدگی
هزینه بدهی	COD	۵۹۰	۰/۱۴۷	۰/۱۲۹	۰/۰۶۵	۰/۲۵۲	۰/۰۷۰	۰/۴۱۳	۱/۶۰۷
لگاریتم اندازه وام	LOAN	۵۹۰	۱۱/۸۴۷	۱۱/۸۳۳	۱/۷۹۵	۱۴/۹۱۵	۷/۸۱۱	-۰/۳۶۱	۲/۹۱۹
سهامداران نهادی کوتاه مدت	Short	۵۹۰	۰/۰۶۱	۰/۰۳۸	۰/۰۶۵	۰/۱۸۶	۰	۰/۶۸۳	۲/۰۵۱
سهامداران نهادی بلند مدت	Long	۵۹۰	۰/۵۷۸	۰/۶۸۷	۰/۲۴۹	۰/۸۸۷	۰/۰۵۵	-۰/۹۱۹	۲/۵۱۸
اندازه شرکت	SIZE	۵۹۰	۶/۰۹۳	۶/۰۲۳	۰/۵۸۷	۷/۴۸۳	۵/۱۷۲	۰/۶۹۹	۳/۱۱۹



۲/۴۶۷	۰/۶۴۵	-۰/۰۵۷	۰/۴۹۰	۰/۱۵۳	۰/۱۳۵	۰/۱۶۶	۵۹۰	ROA	نرخ بازده دارایی
۲/۱۶۷	-۰/۲۸۶	۰/۲۳۹	۰/۸۲۶	۰/۱۶۶	۰/۵۸۵	۰/۵۷۴	۵۹۰	LEV	اهرم مالی
۳/۴۴۳	۱/۱۶۱	۱/۱۳۸	۹/۸۱۴	۲/۳۹۸	۲/۹۶۵	۳/۷۵۷	۵۹۰	MTB	ارزش بازار به ارزش دفتری
۳/۲۰۱	۱/۰۳۸	۰/۰۴۱	۰/۶۹۱	۰/۱۸۳	۰/۱۹۶	۰/۲۵۳	۵۹۰	TANG	دارایی ثابت مشهود
۶/۱۹۰	۲/۰۵۶	-۰/۳۳۴	۱۰/۵۹۵	۲/۹۲۰	۰/۵۶۶	۱/۷۹۴	۵۹۰	Z-SCORE	ورشکستگی
۲/۴۵۴	۰/۴۶۷	-۰/۱۰۲	۰/۵۲۴	۰/۱۷۰	۰/۱۳۸	۰/۱۵۹	۵۹۰	Sgrowth	رشد فروش

مطابق با جدول (۱) میانگین اهرم مالی نیز حدود ۵۷٪ است و بیانگر این است که به طور میانگین حدود ۵۷ درصد از دارایی-های شرکت توسط بدهی‌ها تامین شده است. کمترین انحراف معیار مربوط به متغیر سهامداران نهادی کوتاه‌مدت و هزینه بدهی (۰/۰۶۵) و بیشترین انحراف معیار مربوط به متغیر ورشکستگی (۲/۹۲) است. اگر متغیرهای پژوهش کیفی باشند آرایه توزیع فراوانی آنها ضروری است. در جدول (۲) توزیع فراوانی متغیرهای مجازی آورده شده است.

جدول (۲): توزیع فراوانی متغیر کیفی

زیان ده بودن (LOSS)		
شرح	فراوانی	درصد فراوانی
عدم گزارش زیان	۵۶۶	۹۵/۹۳
گزارش زیان	۲۴	۴/۰۷
کل	۵۹۰	۱۰۰

همانطور که در جدول (۲) مشاهده می‌گردد توزیع فراوانی متغیر زیان نشان می‌دهد که از تعداد ۵۹۰ سال- شرکت تعداد ۲۴ سال- شرکت گزارش زیان وجود داشته است. نتایج آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش در جدول (۳) و (۴) ارائه شده است:

جدول (۳): نتایج آزمون  $\Phi$  لیمر (چاو)

نام مدل	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
مدل اول	۷/۱۱	۰/۰۰۰	تابلویی (پانل ثابت)
مدل دوم	۶/۴۰	۰/۰۰۰	تابلویی (پانل ثابت)

با توجه به جدول (۳)، سطح معنی داری ( $p$ -value) آزمون F لیمر، برای مدل‌های پژوهش کم‌تر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر تایید داده‌های تابلویی (پانل دیتا) می‌باشد.

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن

نام مدل	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
مدل اول	۶۳/۴۳	۰/۰۰۰	پانل ثابت
مدل دوم	۵۲/۸۹	۰/۰۰۰	پانل ثابت

مقدار سطح معنی داری آزمون هاسمن برای هر دو مدل کمتر از ۵ درصد است و روش آثار ثابت انتخاب می شود.

### آزمون تشخیص ناهمسانی واریانس جملات خطا

جهت بررسی ناهمسانی واریانس پسماندها، از آزمون والتعدیل شده استفاده شده است. خلاصه نتایج این آزمون در جدول (۵) ارائه شده است:

جدول (۵): آزمون تشخیص ناهمسانی واریانس جملات خطا

نام مدل	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
مدل اول	۲/۰۷e+05	۰/۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
مدل دوم	۴/۰۱e+05	۰/۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل در جدول (۵) نشان می دهد که سطح معنی داری آزمون والتعدیل شده در مدل های پژوهش کمتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می باشد. لازم به توضیح است که این مشکل در تخمین نهایی مدل از طریق برآورد مدل به روش خطای استاندارد تصحیح شده پانل<sup>۱</sup> (PCSE) رفع گردیده است.

### آزمون تشخیص خودهمبستگی سریالی جملات خطا

جهت تشخیص خودهمبستگی در داده های پانل از آزمون والتدریج استفاده می شود.

جدول (۶): آزمون تشخیص خودهمبستگی سریالی

نام مدل	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
مدل اول	۰/۶۵۰	۰/۴۲۱	عدم وجود خودهمبستگی
مدل دوم	۰/۷۳۲	۰/۳۹۴	عدم وجود خودهمبستگی

همانطور که در جدول (۶) مشاهده می شود، سطح معنی داری آزمون والتدریج برای مدل های پژوهش بیشتر از ۵٪ است که بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی در جملات خطا است.

### تخمین نهایی آزمون فرضیه اول

نتایج موجود در جدول ۷ مربوط به تخمین نهایی مدل فرضیه اول می باشد.

<sup>1</sup> panel-corrected standard errors

جدول (۷): تخمین نهایی مدل اول

Xtpcse CoD <sub>i,t</sub> = β0 + β1 Short <sub>i,t</sub> + β2 size <sub>i,t</sub> + β3 ROA <sub>i,t</sub> + β4 Lev <sub>i,t</sub> + β5 MtB <sub>i,t</sub> + β6 Tang <sub>i,t</sub> + β7 Loss <sub>i,t</sub> + β8 Z-SCORE <sub>i,t</sub> + β9 S growth <sub>i,t</sub> + ε					
متغیر وابسته	هزینه بدهی	نحوه تخمین	خطای استاندارد تصحیح شده		
آماره والد	۸۴/۳۶	تعداد مشاهدات	۵۹۰		
سطح معنی داری	۰,۰۰۰	ضریب تعیین	۰/۱۲۲		
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی داری (p-value)
سهامداران نهادهای کوتاه مدت	Short	۰/۶۹۵	۰/۱۴۳	۴/۸۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۹۵	۰/۰۱۸	۵/۱۳	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی ها	ROA	۰/۳۳۲	۰/۱۳۷	۲/۴۱	۰/۰۱۶
اهرم مالی	LEV	۰/۸۷۵	۰/۱۴۴	۶/۰۷	۰/۰۰۰
ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	-۰/۰۵۰	۰/۰۱۷	-۲/۸۲	۰/۰۰۵
دارایی ثابت مشهود	TANG	۰/۵۴۳	۰/۱۰۵	۵/۱۴	۰/۰۰۰
زبان ده بودن	LOSS	۰/۱۹۰	۰/۱۴۶	۱/۳۱	۰/۱۹۲
ورشکستگی	Z-SCORE	-۰/۰۲۳	۰/۰۱۱	-۲/۰۷	۰/۰۳۸
رشد فروش	Sgrowth	۰/۱۸۱	۰/۱۱۹	۱/۵۱	۰/۱۳۰
(عرض از مبدا)	Cons	۰/۸۹۷	۰/۱۴۵	۶/۱۵	۰/۰۰۰

نتایج آزمون فرضیه اول یعنی تاثیر افق دید سرمایه گذاران نهادهای کوتاه مدت بر هزینه بدهی مطابق با جدول ۷ نشان دهنده این است که سطح معنی داری (p-value) متغیر سرمایه گذار نهادهای کوتاه مدت کمتر از ۵ درصد است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرضیه صفر رد می شود و فرضیه پژوهش تایید می گردد. از آنجایی که ضریب به دست آمده برای این متغیر ۰/۶۹۵ است، می توان بیان کرد که هر چقدر سرمایه گذاران نهادهای کوتاه مدت افزایش پیدا کند، هزینه بدهی نیز افزایش می یابد. ضریب تعیین نشان می دهد که ۱۲٪ از تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات رخ داده در متغیرهای توضیحی است یا به عبارتی متغیرهای مستقل حدود ۱۲٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند. سطح معنی داری آزمون والد برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۵٪ می باشد لذا اعتبار کل مدل نیز تایید می گردد. سطح معنی داری متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، نرخ بازده دارایی ها، ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، دارایی ثابت مشهود، ورشکستگی کمتر از ۵٪ است لذا در سطح خطای مورد انتظار معنی دار هستند و بر متغیر وابسته اثر دارند، بنابراین کنترل آنها در پژوهش های آتی لازم است.

### تخمین نهایی آزمون فرضیه دوم

نتایج موجود در جدول ۸ مربوط به تخمین نهایی مدل فرضیه دوم می باشد.

جدول (۸): تخمین نهایی مدل دوم

Xtpcse CoD <sub>i,t</sub> =β0 + β1 Long <sub>i,t</sub> + β2 size <sub>i,t</sub> + β3 ROA <sub>i,t</sub> + β4 Lev <sub>i,t</sub> + β5 MtB <sub>i,t</sub> + β6 Tang <sub>i,t</sub> + β7 Loss <sub>i,t</sub> + β8 Z-SCORE <sub>i,t</sub> + β9 S growth <sub>i,t</sub> +ε					
متغیر وابسته	هزینه بدهی	نحوه تخمین	خطای استاندارد تصحیح شده		
آماره والد	۱۴۳/۰۰	تعداد مشاهدات	۵۹۰		
سطح معنی داری	۰,۰۰۰	ضریب تعیین	۰/۱۸۸		
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی داری (p-value)
سهامداران نهادی بلند مدت	Long	-۰/۴۳۸	۰/۱۰۱	-۴/۳۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۹۴	۰/۰۱۹	۴/۸۰	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی ها	ROA	۰/۴۱۴	۰/۱۳۱	۳/۱۴	۰/۰۰۲
اهرم مالی	LEV	۰/۷۱۱	۰/۱۳۲	۵/۳۶	۰/۰۰۰
ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	-۰/۰۳۹	۰/۰۱۷	-۲/۲۵	۰/۰۲۵
دارایی ثابت مشهود	TANG	۰/۴۹۹	۰/۰۹۹	۵/۰۱	۰/۰۰۰
زیان ده بودن	LOSS	۰/۱۶۴	۰/۱۴۵	۱/۱۲	۰/۲۶۱
ورشکستگی	Z-SCORE	-۰/۲۲۳	۰/۰۳۵	-۶/۲۹	۰/۰۰۰
رشد فروش	Sgrowth	۰/۰۱۵	۰/۱۱۸	۰/۱۳	۰/۸۹۶
(عرض از مبدا)	Cons	۰/۴۵۵	۰/۱۶۷	۲/۷۱	۰/۰۰۷

نتایج آزمون فرضیه دوم یعنی تاثیر افق دید سرمایه گذاران نهادی بلند مدت بر هزینه بدهی مطابق با جدول (۸) نشان دهنده این است که سطح معنی داری (p-value) متغیر سرمایه گذار نهادی بلند مدت کمتر از ۵ درصد است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرضیه صفر رد می شود و فرضیه پژوهش تایید می گردد. از آنجایی که ضریب به دست آمده برای این متغیر -۰/۴۳۸ است، می توان بیان کرد که هر چقدر سرمایه گذاران نهادی بلند مدت افزایش پیدا کند، هزینه بدهی کاهش می یابد. ضریب تعیین نشان می دهد که ۱۸٪ از تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات رخ داده در متغیرهای توضیحی است یا به عبارتی متغیرهای مستقل حدود ۱۸٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند. سطح معنی داری آزمون والد برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۵٪ می باشد لذا اعتبار کل مدل نیز تایید می گردد. سطح معنی داری متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، نرخ بازده دارایی ها، ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، دارایی ثابت مشهود، ورشکستگی کمتر از ۵٪ است لذا در سطح خطای مورد انتظار معنی دار هستند و بر متغیر وابسته اثر دارند، بنابراین کنترل آنها در پژوهش های آتی لازم است.

### بحث، نتیجه گیری و پیشنهادها

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که افق دید سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت بر هزینه بدهی تاثیر مثبت دارد. یافته های این دو فرضیه منطبق با تئوری نمایندگی است. سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت اغلب مدیریت شرکت را به فروش دارایی ها، باز خرید سهام و افزایش سود سهام مجبور می کنند، که می تواند با کاهش نقدینگی و دارایی های موجود برای تضمین تعهدات بدهی، ریسک اعتباری را افزایش دهد. سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت به دلیل اینکه بر سودهای جاری تاکید دارند اغلب تصمیمات کوتاه مدت می گیرند و بر مدیریت نیز این اندیشه را القا می کنند. در این شرایط اعتبار دهندگان با ابهام در خصوص این شرکت ها روبرو می شوند که آنان را وادار می کند اولاً بر نرخ بهره خود بیفزایند در ثانی از دادن اعتبار به این

شرکت‌ها پرهیز کنند. نتایج این فرضیه با پژوهش کیم و همکاران (۲۰۱۹) در خارج از ایران منطبق است. آنها نشان دادند که سهامداران نهادی کوتاه‌مدت بر هزینه بدهی شرکت می‌افزایند. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد که افق دید سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت بر هزینه بدهی تاثیر منفی دارد. به عبارتی وجود سرمایه‌گذاران نهادی باعث کاهش هزینه های بدهی شرکت می‌شود. یعنی با افزایش سرمایه‌گذاران نهادی بلند مدت میزان وام‌های دریافتی شرکت افزایش می‌یابد. بر اساس فرضیه نظارت فعال این دسته از سرمایه‌گذاران به دلیل مالکیت بخش عمده ای از سهام شرکت‌ها، دارای انگیزه و منابع کافی برای نظارت بر فعالیت‌های و سیاست‌های مدیران و کاهش تضادهای نمایندگی بین مدیران و سهامداران، مدیران و اعتبار دهندگان هستند در نتیجه ارزش ویژه افزایش می‌یابد. نظارت سرمایه‌گذاران نهادی بلند مدت ظرفیت شرکت برای تولید جریان‌های نقدی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و وام دهندگان را کاهش می‌دهد در نتیجه هزینه نمایندگی بدهی کاهش می‌یابد. سرمایه‌گذاران نهادی به سبب نظارت فعال تر شرکت به منزله یک سوپاپ اطمینان برای اعتباردهندگان محسوب می‌شوند زیرا وجود آنها سیاست های شرکت را جهت می‌دهد و به شرکت اعتبار می‌بخشد. در این شرایط ریسک اطلاعاتی شرکت، کاهش پیدا خواهد کرد و در نتیجه هزینه‌ی بدهی نیز کاهش خواهد یافت. یافته‌های پژوهش با تحقیق پرساکیس و آیت‌ریدیس (۲۰۱۵) و کیم و همکاران (۲۰۱۹) نیز منطبق است. به سرمایه‌گذاران بالقوه پیشنهاد می‌شود که باتوجه به نتایج این پژوهش، تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بهبود بخشند و اطلاع بیشتری از شکل تأثیرگذاری انواع مالکین نهادی حاضر در شرکتها بر امور شرکت موردنظر خود داشته باشند. کارگزاران بورس و مشاوران مالی نیز که وظیفه آنها تجزیه و تحلیل وضعیت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و تشریح وضعیت مالی آینده شرکت‌ها (همچنین میزان هزینه بدهی آنها) برای متقاضیان خرید سهام شرکت‌ها می‌باشد، می‌توانند مدل‌ها و نتایج این پژوهش را در ارزیابی وضعیت مالی شرکت‌ها مدنظر قرار دهند و نوع مالکیت شرکت را نیز در تحلیل‌های خود لحاظ نمایند. از آنجا که مشخص شد نوع سهامداران نهادی بر هزینه بدهی شرکت اثرگذاری متفاوتی دارد به بانک‌ها، موسسات تامین مالی و سایر اعتباردهندگان پیشنهاد می‌گردد درخصوص تصمیمات اعطای اعتبار میزان درصد مالکیت نهادی و همچنین کوتاه‌مدت و بلندمدت بودن آن را در تصمیمات خود لحاظ کنند.

## منابع

- ✓ اعتمادی، حسین، نوروش، ایرج، آذر، عادل، سراجی، حسن، (۱۳۸۹)، طراحی و تبیین مدل پیش بینی محافظه کاری حسابداری با تاکید بر ارتباط آن با میانگین موزون هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات حسابداری، دوره ۵، شماره ۲، صص ۱۱۲-۱۲۵.
- ✓ جلالی کندلوسی، هوشیار، (۱۳۹۷)، بررسی ارتباط بین ترکیب سهامداران و هزینه نمایندگی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد به راهنمایی دکتر ابوالفضل مومنی و مشاوره دکتر بزرگمهر خاندوزی، موسسه آموزش عالی حکیم جرجانی.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد، اسکندر، هدی، (۱۳۸۷)، بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- ✓ مرادی، مهدی، پرنده، الهام، مرندي، زکيه، (۱۳۹۶)، ارتباط افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی غیر منتظره، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۳۳، صص ۲۰۷-۲۲۷.

- ✓ نمازی، محمد، (۱۳۸۴)، بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره ۲، صص ۱۴۷-۱۶۴.
- ✓ DeFond, Mark L. & Jiambalvo, J (1994) "Debt covenant violation and manipulation of accruals," *Journal of Accounting and Economics*, Elsevier, vol. 17(1-2) 145-176.
  - ✓ Elyasiani, E. Jia, J. (2010), "Distribution of institutional ownership on corporate operating performance ", *Journal of Banking & Finance* 34: 606-620.
  - ✓ Grossman, S., & Hart, O. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
  - ✓ Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
  - ✓ Harford, J., Kecskes, A., & Mansi, S. (2018). Do long-term investors improve corporate decision making? *Journal of Corporate Finance*, 50, 424-452.
  - ✓ Kim, H. D., Kim, Y., & Mantecon, T. (2019). Short-term institutional investors and agency costs of debt. *Journal of Business Research*, 95, 195-210.
  - ✓ Jensen, M. W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol.3: PP.305-360
  - ✓ Lim, M. How, J & Verhoeven, P.(2014) "Corporate ownership, corporate governance reform and timeliness of earnings: Malaysian evidence". *Journal of Contemporary Accounting & Nankai University, Institute of Finance and Development*, No.84.
  - ✓ Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
  - ✓ Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.
  - ✓ Sun, J., Ding, L., Guo, J., Li, Y., (2015) "Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from the UK, *The British Accounting Review*, doi: 10.1016/j.bar.2015.04.001.
  - ✓ Sunder, J., Sunder, S., & Wongsunwai, W. (2014). Debtholder responses to shareholder activism: Evidence from hedge fund interventions. *Review of Financial Studies*, 27, 3318-3342.