

فصلنامه علمی و پژوهشی «تحقیقات مالی»

سال اول، شماره سوم، تابستان ۱۳۷۳

ص ص ۵۸ - ۴۴

کاربرد «تئوری نمایندگی» در مدیریت مالی^۱

نویسندگان: Amir Jassim^۲

Aman Sidhu^۳

ترجمه: احمد مدرس سبزواری^۴

مقدمه

در این مقاله، نظریات مختلف در باره ماهیت مسأله و کاربردهای «تئوری نمایندگی» در مدیریت مالی مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. تئوری مالی، هدف واحدهای تجاری را حداکثر نمودن ثروت سهامداران (حداکثر نمودن قیمت بازار سهام) می‌داند (۱۱).

1- Agency Theory: Implications for Financial Management, *Managerial Finance*, Vol 14, November 1988, PP. 1 - 5.

2- California State University - Fresno Carolyn R. Dexter, The Pennsylvania State University Harrisburg.

3- California State University - Fresno.

۴- مدرس داسکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی

بدیهی است در صورتی که مدیران، مالکین مؤسسه نیز باشند دستیابی به این هدف، مسأله قابل بحثی نیست. ولی از جنگ جهانی دوم، مالکیت شرکتهای سهامی در سطح جهان به نحو چشمگیری گسترده شده است و درصد کمی از شرکتهای بزرگ در تملک مدیران آن قرار دارد. این تغییر، موجب بحث در باره روابط مالکین و مدیران شده است. مدیران تا چه حد همه کوششهای خود را، آن گونه که تئوری مالی مطرح نموده، در جهت منافع مالکان بکار می‌برند؟ بررسیهای متعدد نشان می‌دهد که مدیران اجرایی، منافع خود را جایگزین خواسته‌های سهامداران می‌کنند. (۱۱، ۱۶ و ۲۰) و این عمل بدان جهت امکان پذیر است که آنها، اطلاعات زیادی درباره شرکت دارند و می‌توانند در انتخاب هیأت مدیره (در مجمع عمومی) نقش اساسی به عهده داشته باشند، در حالی که سهامداران پراکنده هستند. این پدیده «مسأله نمایندگی» نامیده می‌شود. به نظر جنسن^۱ و مکلینگ^۲ (۱۶) مسأله نمایندگی زمانی وجود دارد که مدیران کمتر از ۱۰۰٪ شرکت را در مالکیت خود دارند. با مالکیت کمتر از ۱۰۰٪، مدیریت می‌تواند با جابجا نمودن برخی هزینه‌ها، منافع شخصی خود را تأمین نماید و این موضوع بطور آشکار در شرکتهای بزرگ موجود در سطح جهان مشاهده می‌شود.

در این مقاله، ابتدا مسأله نمایندگی بررسی شده، سپس اثر آن بر برخی از تصمیمات مدیریت نظیر: پاداش مدیریت، تصاحب، خرید و ادغام شرکت، ساختار سرمایه و بودجه بندی سرمایه‌ای، گزارشگری مالی و شرکتهای سهامی خاص، مورد بحث قرار می‌گیرد.

مسأله نمایندگی: واقعیت یا تصور

صاحب نظران مالی نسبت به دامنه تضاد بین منافع مدیران و سهامداران اختلاف نظر دارند. جنسن (۱۴) مدعی است مدیران بجای حداکثر نمودن ثروت سهامداران، بدنبال کسب قدرت و اعمال کنترل بر شرکت هستند.

نویسندگانی که به وجود تضاد منافع بین مدیریت و سهامداران اعتقاد دارند، برای حل

1- Jensen.

2- Meckling.

مسأله نمایندگی، استقرار مکانیزیمهایی نظیر «اختیار خرید سهام» یا سایر طرحهای تشویقی مبتنی بر عملکرد شرکت را مطرح می‌کنند تا از این طریق منافع شخصی مدیران در جهت منافع سهامداران قرار گیرد (۲۵). لولین^۱ (۲۰) عقیده دارد «آنچه برای مدیریت مناسب است برای شرکت مفید می‌باشد» دونالدسون^۲ (۸) در رد این عقیده بیان می‌کند که سهامداران گروه‌های متنوع با منابع مانی کلان هستند. در حالی که درآمد و ثروت مدیران تا حد زیادی به سرنوشت شرکتی که در آن مشغول به کار هستند، بستگی دارد.

لولین (۲۰) همچنین متذکر می‌شود که پرداخت پاداش به مدیران، بر مبنای فروش شرکت نمی‌تواند منافع مدیران و سهامداران را همسو نماید.

مخالفین وجود «مسأله نمایندگی» از تفکیک مدیریت و کنترل حمایت می‌نمایند. فاما^۳ (۱۱) یک شرکت را مجموعه‌ای از قراردادها، بین عوامل تولید می‌داند که صاحبان این عوامل به دنبال منافع خود می‌باشند. بنظر وی تفکیک مالکیت و کنترل، با ایجاد رقابتی منظم بین شرکتها، موجب می‌شود که عملکرد افراد و سازمان به نحو مؤثری مورد نظارت قرار گیرد. به عقیده دمستز^۴ (۷) از طریق انتقال مدیریت شرکت از سرمایه‌داران یا مالکین، که به افزایش ثروت خود می‌اندیشند، به مهندسان یا مدیران، که در ارتباط با عملکرد کلی شرکت هستند، کارایی بدست می‌آید. صاحبان رسته مدیریت، گروه‌های ذی‌نفع بیشماری را نام می‌برند که سهامداران یکی از آنها هستند. از دیدگاه آنها، ذی‌نفع هر فردی است که تحت تأثیر فعالیت شرکت قرار می‌گیرد. این تعریف تمام گروه‌ها و افراد ذی‌نفع داخلی و خارجی اعم از کارکنان، فروشندگان کالا، مشتریان و دولت را در بر می‌گیرد. (۳۳). در نتیجه وظیفه مدیریت رفع تضاد بین گروه‌های ذی‌نفع و برانگیختن آنها به منظور دستیابی به هدف مشترک سازمان می‌باشد.

1- Laxwell.

2- Donaldson.

3- Fama.

4- Demsets.

پاداش مدیریت

عموماً پاداش مدیریت، راه حل اصلی مسأله نمایندگی تصور می‌شود. بر اساس این اعتقاد، در صورت استقرار الگوی مناسب برای پرداخت پاداش: مدیران در جهت منافع سهامداران و وام دهندگان فعالیت می‌نمایند. دلیل اصلی طرح پرداخت پاداش، آن است که باید به مدیران به خاطر مسؤولیتهای سازمانی، که به عهده دارند پاداش داد و انگیزه لازم را برای عملکرد بهتر در آنها ایجاد نمود. به عقیده منتقدین، طراحی و استقرار چنین سیستمی مشکل می‌باشد، و احتمالاً مؤثر نخواهد بود (۱۹). به نظر کاسرمن^۱ و بلیر^۲ (۴) همسویی منافع مدیران و منافع سهامداران مشکل می‌باشد زیرا هزینه و وقت مصرفی سهامداران، به منظور بهبود عملکرد و تعویض مدیریت نالایق، بیشتر از آن مقداری است که آنها مایلند و می‌توانند تحمل نمایند. بنظر لولین (۱۹) سهامداران، عملکرد مدیریت را به نحو مناسبی بررسی نمی‌نمایند. لذا پاداش مدیران اجرایی، غالباً با عملکرد سازمانی آنها تناسب ندارد. و تنوع منافع سهامداران نیز شکاف بین منافع سهامداران و مدیران را بیشتر می‌نمایند.

نوع پاداشی که بتواند تعارض بین مدیران و سهامداران را کاهش دهد، موضوع دیگر مورد بحث است. هر چند روش معمول پاداش مدیران بر مبنای فروش (بجای سود) قادر به تحقق این هدف نیست (۲۲، ۱۸). ولی طرحهای سهامدار نمودن مدیران، بین منافع مدیران و سهامداران همسویی ایجاد می‌نماید. بنستون^۳ (۳) اثبات می‌کند که مدیران اجرایی شرکتهای بزرگ، که باندازه کافی دارای سهام شرکت هستند، به تصمیماتی علاقه دارند که به افزایش قیمت سهام منجر می‌شود.

بر خلاف عقیده مذکور، فاما (۱۱) معتقد است مدیران، بخشی از بازار نیروی کار هستند و بر اساس عملکرد فردی و سازمانی که در آن کار می‌کنند، پاداش می‌گیرند و عملکرد آنان توسط بازار نیروی کار، نظم می‌گیرد. لذا در صورت عدم تناسب پاداش با عملکرد؛ مدیری که

1- Kaserman.

2- Blair.

3- Benston.

کمتر از عملکرد خود دریافت نموده، شرکت را ترک می‌کند. در نتیجه مدیران در جهت منافع سهامداران کار می‌کنند، زیرا در غیر این صورت ارزش شرکت و ارزش مدیر در بازار کار، کاهش می‌یابد. دمستز (۷) با این نظریه موافق است. سیتز^۱ (۳۰)، بین ارزیابی مبتنی بر آینده و ارزیابی مبتنی بر گذشته، تفاوت قائل می‌شود و عقیده دارد فرضیات فاما فقط زمانی صحیح است که اطلاعات مربوط به آینده بازار نیروی کار، وجود داشته باشد که این امر غیرممکن به نظر می‌رسد.

تصاحب، خرید و ادغام

امروزه در دنیای تجارت، تصاحب، خرید و ادغام شرکتها معمول می‌باشد. بسیاری از صاحبانظران عقیده دارند که تصاحب شرکت، ثروت سهامداران را حداکثر می‌سازد ولی تأثیر آن را بر مدیران نادیده می‌گیرند. (۲۴) به نظر کافی^۲ (۶) زمانی که بین ارزش انحلال سهام شرکت و ارزش بازار سهام شرکت، تفاوت قابل ملاحظه‌ای وجود داشته باشد، زمینه برای تصاحب شرکت فراهم می‌شود و تصاحب خصمانه زمانی اتفاق می‌افتد که کاهش ارزش دارائیه‌ها و قیمت بازار سهام شرکت برای مدت زمان طولانی تداوم یابد. با این حال تئوریهای سنتی که ادعا می‌کنند با تصاحب شرکت، مدیریت کاردان جایگزین مدیریت نالایق می‌گردد، قادر نیست تصاحب خصمانه شرکت‌های دارای مدیران خوب را توجیه نماید. همچنین با مدل استاندارد سینرژی (synergy) نیز نمی‌توان توجیه نمود که چرا خریداران بجای تصحیح و تکمیل عملیات دو شرکت، عملاً تمایل دارند شرکت مورد نظر را منحل و دارائیه‌های آنرا بفروشند؛ نهایتاً کافی (۶) تئوری اطلاعات محرمانه را بررسی نموده است و اعلام می‌دارد که خریداران به اطلاعاتی دسترسی دارند که در بازار وجود ندارد. با این حال میزان و وجود اینگونه اطلاعات محرمانه به اندازه کافی نیست که بتوان حجم تصاحب‌های خصمانه تجربه شده در سالهای قبل را، توضیح داد.

1- Seitz.

2- Coffee.

تئوری پرتفوی، توضیحی برای تصاحب و خرید شرکتها ارائه می‌نماید. براساس این تئوری، سرمایه‌گذاران تلاش می‌کنند از طریق متنوع ساختن مجموعه سرمایه‌گذاری و کاهش نوسانات بازده حاصل از صنایع مختلف، ریسک خود را حداقل نمایند (۳۱،۲۱). اصول تئوری پرتفوی را می‌توان برای پیش بینی رفتار مدیریت، در شرایط عدم اطمینان نیز بکار برد (۳۴) زیرا همانند سرمایه‌گذاران، مدیران نیز تمایل دارند از طریق خرید شرکت‌هایی با فعالیت‌های مختلف، ریسک ناشی از سرمایه‌گذاریهای خود را کاهش دهند (۳۴). در این شیوه مدیریت برای کاهش ریسک شرکت خود اقدام به خرید و تصاحب شرکت‌های دیگر می‌کند. از طرف دیگر، مدیریت با افزایش اندازه شرکت، از نظر روانی منتفع می‌شود. زیرا احتمال تصاحب شرکت را کاهش، قدرت و ثبات شغلی خود را افزایش می‌دهد (۱)، در نتیجه مدیران بدون توجه به سودآوری، از خرید سایر شرکتها استقبال می‌نمایند.

طبق تئوری پرتفوی، سهامداران به عنوان سرمایه‌گذاران منطقی، همواره با متنوع ساختن سرمایه‌گذاری، ریسک پرتفوی خود را کاهش می‌دهند، لذا خرید و ادغام شرکتها، معامله‌ای است که سودی برای سهامداران در بر ندارد (۲۳) و این عقیده عملاً ثابت شده است. زیرا در بلند مدت عملکرد شرکت‌های خریداری شده از شرکت‌هایی که خریداری نشده‌اند بالاتر نمی‌باشد.

اگر شرکت اقدام بر تقسیم سود نماید کنترل مدیریت بر منابع مالی شرکت کاهش می‌یابد، اگر سود تقسیم نشود این وجوه، احتمالاً مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری می‌شود، به نحوی که قدرت مدیریت (و نه ثروت سهامداران) را افزایش می‌دهد. دونالدسون (۸) عقیده دارد که مدیران شرکت‌های بزرگ تمایل دارند، «مجموع قدرت مالی» خود را برای هدف‌های استراتژیک افزایش دهند (۹) و خرید سایر شرکتها، وسیله‌ای برای نیل به این هدف است، لذا به جای توزیع سود بین سهامداران، وجوه نقد اضافی صرف خرید سایر شرکتها می‌شود و شرکت‌هایی که وجوه نقد بلااستفاده قابل توجهی دارند، بسوی ادغام‌های کم سود متمایل می‌شوند. که جنسن (۱۴) از آن به عنوان «خط مشی از بین بردن ارزش» نام می‌برد. به عقیده وی، مدیران به حداکثر ساختن اندازه سازمان تمایل دارند؛ لذا تصمیماتی اتخاذ می‌نمایند که اندازه و رشد شرکت را حداکثر نماید. در نتیجه، با اخذ تصمیمات غیر بهینه، نیاز روانی خود را از لحاظ

دستیابی به قدرت و ارزش اجتماعی در شرکتهای بزرگتر، ارضاء می‌نمایند. جنسن و روباک^۱ (۱۵) تصاحب شرکت را وسیله‌ای برای همسو کردن منافع سهامداران و مدیران می‌شمارند. به عقیده آنها مدیران ارشد شرکتهای خریدار، از طریق منابع مالی شرکتهای خود، کنترل شرکتهای دیگر را بدست می‌آورند و با وجود آنکه سهامداران شرکت خریداری شده، از این عمل بهره‌مند می‌شوند، ولی مدیران اینگونه شرکتهای ممکن است مشاغل خود را از دست بدهند، یا به نحو قابل ملاحظه‌ای میزان کنترل آنها کاهش یابد. در نتیجه مدیران ممکن است، بر خلاف منافع سهامداران سعی کنند از خرید شرکت توسط شرکتهای دیگر جلوگیری نمایند.

به طور خلاصه، تصاحب شرکت، ثروت را از مدیریت به سهامداران آن شرکت منتقل می‌کند؛ در حالی که کارکنان آن شرکت متحمل زیان می‌شوند. کافی (۶) عقیده دارد سود سهامداران به نحو قابل ملاحظه‌ای بیشتر از زیان کارکنان است.

ساختار سرمایه

رابطه بین منافع سهامداران و مدیران بر ساختار سرمایه شرکت نیز تأثیر می‌گذارد، زیرا این دو گروه در رجحان منابع مالی بلند مدت، با یکدیگر اختلاف نظر دارند. بسیاری از واحدهای تجاری، سود انباشته را بر سایر منابع وجوه ترجیح می‌دهند. دونالدسون (۸، ۹) مدعی است مدیریت، این منبع وجوه را به دلیل کم هزینه بودن و سهولت تأمین مالی شرکت ترجیح می‌دهد. در حالی که چنین تصمیمی می‌تواند با هدف به حداکثر رساندن ارزش شرکت در تضاد باشد زیرا، در صورتی که هزینه بدهی کمتر از بازده بعد از مالیات سهامداران باشد؛ سهامداران ترجیح می‌دهند که شرکت به جای اندوخته نمودن سود، سود را تقسیم و نیاز مالی خود را از طریق وام تأمین نماید. دونالدسون (۸) عقیده دارد که تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه مبتنی بر هزینه مشاهده شده و نه هزینه واقعی وجوه است.

در بررسی تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه، با تأکید بر هزینه نسبی هر یک از راه‌های

تأمین مالی، منطق استفاده از بدهی یا حقوق صاحبان سهام مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد و ساختار سرمایه‌ای که «هزینه‌های نمایندگی» را حداقل می‌سازد بهترین ساختار سرمایه تلقی می‌شود. جنسن و مک‌لینگ (۱۶)، هزینه نمایندگی حقوق صاحبان سهام را به عنوان هزینه استفاده بیش از حد مدیریت از مزایای جنبی (دفتر کار بزرگ، اتومبیل شرکت ...) تعریف می‌کند و سهامداران از طریق کاهش قیمت بازار سهام، این هزینه را متحمل می‌شوند. بدیهی است فروش سهام اضافی، هزینه مؤثر استفاده از مزایای جنبی را برای هر سهامدار، کاهش می‌دهد. لذا می‌توان ادعا کرد که چه مالکیت شرکت پراکنده‌تر و گسترده‌تر باشد، هزینه نمایندگی حقوق صاحبان سهام کاهش یافته و این منبع وجوه برای مدیریت جذاب‌تر می‌شود. کیم^۱ و سورنسون^۲ (۱۷) با نظر اخیر موافق هستند، به عقیده آنها شرکتهای بزرگی که مالکیت سهامشان متمرکز است؛ با احتمال بیشتری پروژه‌های خود را با بدهیهای بلند مدت تأمین مالی می‌نمایند تا آنهایی که مالکیت سهامشان پراکنده و گسترده می‌باشد. این نظریه را می‌توان به دو شکل تفسیر نمود. اول آنکه با این شیوه تأمین مالی، کنترل مالکین موجود حفظ می‌شود و تفسیر دیگر آن است که در شرکتهای بزرگ سهامداران عمل کنترل شرکت را در دست دارند هزینه نمایندگی بدهی کمتر است و این موضوع بدهی را جذاب‌تر می‌سازد.

ویلیامز^۳ (۳۶) مفاهیم ریسک و مزایای جنبی را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده است. به نظر وی مدیران در شرکتهای دارای مالکیت متمرکز سعی می‌کنند وجوه حاصل از وام را در پروژه‌های پر ریسک سرمایه‌گذاری کنند. اثر هزینه نمایندگی بر تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه، به هدفهای مدیریت بستگی دارد و اگر هدف مدیریت حداکثر ساختن ارزش بازار سهام باشد، پروژه‌های دارای ریسک بیشتر انتخاب شده و مدیریت کمتر و لخرجی نموده و از مزایای جنبی کمتری استفاده می‌نماید. بنابر این اگر مدیران شرکت خود سهامدار عمده باشند و یا با افزایش قیمت سهام منافع اضافی بدست آورند، بجای و لخرجی و بهره‌گیری شخصی

1- Kim.

2- Sorensen.

3- Williams.

از امکانات شرکت سعی می‌کنند که پروژه‌های سرمایه‌گذاری را اجراء نموده و آنها را از طریق وام تأمین مالی نمایند.

از طرف دیگر، در انتخاب ضابطه بودجه‌بندی سرمایه‌ای نیز تضاد بین منافع مدیریت و سهامداران ملاحظه می‌شود. از روشهای معمول بودجه‌بندی سرمایه‌ای می‌توان دوره برگشت سرمایه، نرخ بازده داخلی و ارزش فعلی خالص را نام برد. روشهای ارزش فعلی خالص و نرخ بازده داخلی در جهت حداکثر نمودن ثروت سهامداران، روشهای برتری می‌باشند.

صاحب‌نظران مالی در مؤثر بودن روش دوره برگشت سرمایه برای دستیابی به هدفهای سهامداران اختلاف نظر دارند. با این حال روش اخیر به نحو گسترده‌ای مورد استفاده قرار می‌گیرد. دونالدسون (۹،۸) ثابت می‌کند که روش دوره برگشت سرمایه کاملاً با هدفهای مدیریت همسویی دارد. زیرا بازگشت سرمایه در کوتاه مدت، جریان نقدی و نتیجتاً منابع مالی تحت کنترل مدیریت را افزایش می‌دهد. (به جای آنکه ثروت سهامداران را حداکثر سازد). لذا مدیرانی که انتظار دارند فقط دوره کوتاهی در شرکت بمانند یا با توجه به عملکرد کوتاه مدت خود، پاداش می‌گیرند روش دوره برگشت سرمایه را ترجیح می‌دهند. به نظر دونالدسون تصمیمات بودجه‌بندی سرمایه‌ای به جای دوره برگشت باید مبتنی بر درآمدهای مورد انتظار طی عمر مفید پروژه باشد.

هزینه سرمایه، هزینه منابع مالی پروژه است و معیاری برای ارزیابی پروژه‌های مشابه می‌باشد. دونالدسون (۸) عقیده دارد تضاد بالقوه‌ای که بین مدیران و سهامداران وجود دارد ناشی از تعریف متفاوتی است که این دو گروه از هزینه سرمایه دارند. زیرا، مدیران هزینه سرمایه را به عنوان مخارج و هزینه‌های نقدی که صورت سود و زیان را تحت تأثیر قرار می‌دهد، تعریف می‌کنند. در حالی که به نظر سهامداران تمامی هزینه‌های فرصت از دست رفته، هزینه‌های مربوط می‌باشد.

اطلاعات حسابداری

موضوع دیگر مورد بحث، گسترش دامنه دسترسی سهامداران به اطلاعات صحیح و به موقع، برای ارزیابی عملکرد شرکت و مدیریت می‌باشد. هر چند بسیاری از نویسندگان از

افشای بیشتر اطلاعات حمایت می‌کند؛ ولی به ادعای منتقدین افشای اطلاعات حسابداری، هزینه‌ای غیر ضروری را به شرکت تحمیل می‌نماید. به عقیده وبلین^۱ سهامداران، سرمایه دارانی هستند که صرفاً به حداکثر نمودن ثروت خود علاقه دارند و به اطلاعات مربوط به عملیات شرکت نیازمند نیستند. با این حال، به نظر سالمون^۲ و اسمیت^۳ (۲۹) مدیران شرکتهای بزرگ برای بهتر نشان دادن عملکرد شرکت، اطلاعات را دستکاری می‌نمایند و به دلیل آنکه تفاوت بین ارزش شرکت و قیمت سهام در بازار، محرکی برای تصاحب و خرید شرکت است، این تهدید موجب می‌شود مدیریت با کنترل افشای اطلاعات از این تهدید دوری جسته و موجب اطمینان خاطر سهامداران گردد.

تحقیق دیگر سالمون و اسمیت (۲۹) در زمینه استفاده از تغییر روشهای حسابداری، به منظور دستیابی به هدفهای مدیریت است. آنها دریافته‌اند که تصمیمات مربوط به انتخاب روشهای حسابداری، بر قیمت سهام شرکت تأثیر می‌گذارد. به تصور آنها، مدیریت برای نشان دادن رشد ثابت سود سهام، تحت فشار قرار دارد. به عقیده دونالدسون (۸) کاربرد روشهای تسریعی استهلاک، عملکرد شرکت را صحیح نشان نمی‌دهد و همسو با حداکثر نمودن ثروت سهامداران نیست. زیرا مدیریت با استفاده از این روش سود ابرازی و مالیات شرکت را در سالهای اولیه کمتر و وضعیت نقدینگی را بیشتر از مقدار واقعی نشان می‌دهد. در سالهای بعدی که هزینه استهلاک کمتر می‌گردد سود و مالیات شرکت بیشتر و وضعیت نقدینگی شرکت کمتر نشان داده می‌شود.

شرکتهای سهامی خاص

شرکتهای سهامی خاص در مقایسه با سازمانهای بزرگ و با مالکین متنوع، دارای مشکل متفاوتی هستند. روابط نمایندگی که تاکنون مورد بحث قرار گرفت در شرکتهای کوچک،

1- Weblen.

2- Salmon.

3- Smith.

کاربرد محدودی دارد. (۱۲) شرکتهای کوچک شرکتهایی هستند که مدیران آن احتمالاً مالکین عمده آن بوده، سهام آنها در بازار بورس معامله نمی شود. به نظر واکر^۱ و پتی^۲ (۳۵) به دلیل محدود بودن مالکین، می توان فرض نمود که شرکت ریسک بیشتری را بپذیرد. همچنین یکی بودن مدیریت و مالکیت این فرصت را در اختیار مدیران قرار می دهد که جریان نقدی سایر گروه های ذی نفع دیگر را به نفع خود منتقل نمایند.

شرکتهای کوچک برای هدایت عملکرد مدیریت، هزینه بالایی را متحمل می شوند و در این شرکتها نیز بین مالکان فعال و مالکان غیر فعال، مسأله نمایندگی وجود دارد. با این حال، به عقیده بلیر و کاسرمن (۴) در حالی که با تنوع مالکین هزینه های هدایت مدیریت افزایش می یابد، برای ارزیابی عملکرد مدیریت نیز زمان و تلاش بیشتری لازم است.

خلاصه

اگر سهامداران و مدیران نسبت به هدف شرکت، نظر مشترکی داشته باشند وضعیت مطلوب خواهد بود. اما، عملاً مدیران به جای منافع سهامداران، به دنبال منافع خود هستند. بررسی نظرات مختلف از دیدگاه مدیریت و مدیریت مالی نشان می دهد که جنبه های متفاوتی از شرکت تحت تأثیر تضاد نمایندگی قرار دارد. مانند: پاداش مدیریت، تصاحب، ادغام و خرید شرکت، ساختار سرمایه، تصمیمات سرمایه گذاری و گزارشگری مالی. این مقاله خلاصه ای از نظرات مختلف درباره تأثیر مسأله نمایندگی بر عملکرد شرکت بود، با این هدف که مکانیزمی برای کاهش تضاد بین منافع مدیریت و سهامداران بدست آید.

Bibliographic Sources

- 1- "The Conflict Between Managers and Shareholders Diverisfying Acquisitions : A Portfolio Theory Approach *Yale Law Journal* , v88n6 , 1979 ,

1- Walker.

2- Petty.

PP. 1238 - 1253 .

2 - Barnea , Amir , Robert Haugen , and Senbet (1981) , "Market Imperfections , Agency Problems , and Capital Structure : A Review", **Financial Management** , PP. 7 - 22.

3 - Benston , George J. (1985), " The Self-Serving Management Hypothesis: Some Evidence", **Journal of Accounting and Economics**, v7, PP. 67-84.

4- Blair, Roger D. and David Kaserman (1983), "Ownership and Control in the Modern Corporation: Antitrust implication", **Journal of Business Research**, v11n3, PP. 333-3.

5- Brigham, Eugene F. (1985), **Financial Management Theory and Practice**, 4th ed., The Drydent Press, P. 3.

6- Coffee, John C. Jr. (1986), "Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web", **Michigan L Review**, v85: 1, PP. 1-109.

7- Demsetz. Harold (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", **The Journal of Law and Economics**, v26, PP. 375-390.

8- Donaldson, Gordon (1963), "Financial Goals: Management vs. Stockholders", **Harvard Business Review**, 116-126.

9- Donaldson, Gordon (1984), **Managing Corporate Wealth**, New York: Praeger, PP. 3,21-22.

10- Fama and Miller, **The Theory of Finance**, Hold Rien hart and Winston, New York, NY 1972.

11- Fama, Eugene F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", **Journal of Political Economy**, PP. 228-307.

12- Hand, John H., William Lloyd, and Rogow (198) "Agency

Relationships in the Close Corporation", **Financial Management**, PP. 25-30.

13- Hangen and Langetieg (1975), "An Empirical Test of Synergism in Merger", **Journal of Finance**, PP. 1003-10.

14- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", **American Economic Review**, v76n2, PP. 323-329.

15- Jensen, Michael C. and Richard Ruback (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", **Journal of Financial Economics**, v11, PP. 5-50.

16- Jensen, Michael C. and W. H. Meckling (1976), "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics** v4, PP. 305-360.

17- Kim, Wisaeng and Eric Sorensen (1986), "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v21n2, PP. 131-144.

18- Lambert, R. A. and Larcker, D. F. (1985), "Executive Compensation, Corporate Decision - Making and Share holder Wealth: A Review of the Evidence" in **Midland Corporate Financial Journal**.

19- Lawler, Edward E. III (1971), **Pay and Organizational Effectiveness: A Psychological View**, McGraw - Hill, New York.

20- Lewellen, Wilbur G. (1969), "Management and Ownership in the Large Firm", **The Journal of Finance**, v.24, PP. 299-322.

21- Markowitz, Harry (1956), **Portfolio Selection**, Yale University Press, New Haven, Connecticut.

22- McGuire, Joseph W., John Chiu, and Elbing (1962), "Executive

Incomes, Sales and Profits", **American Economic Review**, 4vL 11, PP. 753-761.

23- Mossin, Jan (1973), **Theory of Financial Markets**, Prentice Hall, Inc.

24- Mueller, A. (1969), "Theory of Conglomerate Mergers", **The Quarterly Journal of Economics**, v83, PP. 643-657.

25- Oviatt, B. M. "Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager - Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests", **The Academy of Management Review** 13, - PP. 214-225.

26- Pike, Richard H. (1985), "Owner - Manager Conflict and the Role of the Payback Method", **Accounting and Business Research**, PP. 47-51.

27- Rappaport, Alfred (1978), "Executive Incentives vs. Corporate Growth," **Harvard Business Review**, July-August, PP. 81-88.

28- Rappaport, Alfred (1983), "How to Design Value Contributing Executive Incentives", **Journal of Business Strategy**.

29- Salamon, Gerald L. and Dan Smith, "Corporate Control and Managerial Misrepresentation of Firm Performance", **The Bell Journal of Economics**, v10, PP. 319-328.

30- Seitz, Neil (1982), "Shareholder Goals, Firm Goals and Firm Financing Decisions", **Financial Management**, PP. 20-26.

31- Sharpe, William (1964), "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", **Journal of Finance**, PP. 425-442.

32- Statman, M. and J. F. Sepe (1984), "Managerial Incentive Plans and the Use of the Payback Method", **Journal of Business Finance and Accounting**, PP. 61-65.

33- Steiner, G. A., Miner, J. B., and Gray, E. R. **Management Policy and Strategy**, 3rd Ed. New York: MacMillan Publishing Company, 1986.

34- Van Horne, J. (1977), **Financial Management and Policy**, 4th ed., PP. 5-6.

35- Walker, Ernest W. and William Petty II (1978), "Financial Differences Between Large and Small Firms", **Financial Management**, PP. 61-68.

36- Williams, Joseph (1987), "Perquisites, Risk, and Capital Structure", **The Journal of Finance**, PP. 29-48.