

بررسی تطبیقی شاخص‌های راهبری شرکتی با عملکرد شرکت‌ها، در نمونه شرکت‌های جامع و نمونه شرکت‌های ارزش آفرین

ناصر ایزدی نیا*

استادیار دانشگاه اصفهان

خدیجه ابراهیمی

دانشجوی دکتری دانشگاه علوم تحقیقات آزاد اسلامی اصفهان

چکیده

در سال‌های اخیر، موضوع راهبری شرکتی به عنوان یکی از مباحث مهم، مورد توجه قرار گرفته است. امروزه نتایج عملکرد شرکت‌ها منافع گروه کثیری از آحاد جامعه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. برای بررسی رابطه میان شاخص‌های راهبری شرکتی و معیارهای ارزیابی عملکرد پژوهش‌هایی در ایران انجام شده است. اما همچنان نتیجه واحدی در این مورد حاصل نشده است. به نظر می‌رسد که سطح ارزش آفرینی یک شرکت به لحاظ اعتبار و ارزشی که برای شرکت فراهم می‌آورد، می‌تواند به عنوان یک عامل مؤثر در ارتباط میان راهبری شرکتی و عملکرد، رفتار نماید. لذا در این پژوهش علاوه بر بررسی ارتباط میان شاخص‌های راهبری شرکتی و عملکرد شرکت‌های نمونه، از میان این شرکت‌ها، شرکت‌های ارزش آفرین با توجه به معیار ارزش افزوده بازار انتخاب شده و فرضیات پژوهش در این نمونه شرکت‌ها نیز مورد آزمون قرار گرفتند و نتایج حاصل به صورت مقایسه‌ای ارائه شده است. این فرضیه ضمنی وجود دارد که نتایج حاصل از شرکت‌های ارزش آفرین مشابهت بیشتری با نتایج حاصل در کشورهای توسعه یافته داشته باشد و یکی از دلایل تفاوت نتایج پژوهش‌های مختلف وجود نمونه‌های متفاوت از نظر ارزش آفرینی شرکت‌ها باشد. برای ارزیابی عملکرد در این پژوهش از بازده دارایی‌ها استفاده شده است. شاخص‌های راهبری شرکتی شامل، ساختار هیئت مدیره، سهامداران نهادی و تمرکز مالکیت است. نتایج حاصل شده در نمونه شرکت‌های ارزش آفرین غالباً مطابق با تئوری‌های مطرح است، اما در نمونه‌ی دیگر شرکت‌ها نتایج متفاوتی مشاهده شده است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت، که ارزش آفرینی شرکت‌ها یکی از عوامل مؤثر در تعیین نوع ارتباط معیارهای ارزیابی عملکرد و شاخص‌های راهبری شرکتی می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت، سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، ارزش افزوده بازار، نرخ بازده دارایی‌ها

مقدمه

آنچه در پژوهش‌های مربوط به ارتباط معیارهای راهبری شرکتی و عملکرد، باید مورد توجه قرار گیرد، حصول نتایج متفاوت از بررسی‌های انجام شده، است. تا حدی تفاوت در این نتایج را می‌توان به میزان سیستم‌های قانونی حمایت‌کننده از منافع سهامداران در جوامع مختلف دانست. در اقتصادهای توسعه یافته معمولاً مشاهده می‌شود که در سطح معقولی به مبحث راهبری شرکتی پرداخته شده است و این مسئله به صورتی اعمال می‌شود که از جریان مبالغ عظیم سرمایه، سودآوری شرکت و تأمین منافع سرمایه‌گذاران اطمینان حاصل شود.

در این اقتصادها، در میان ترکیب‌های متفاوتی از افشای داوطلبانه و حداقل قوانین مورد نیاز برای اعمال یک نظام راهبری مناسب، به میزان کافی به هدف "حمایت از سرمایه‌گذاران" توجه شده است. (پروین، ۲۰۰۹)

با توجه به موج جهانی خصوصی سازی و ضرورت اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشور بر مبنای عدالت اجتماعی و فقرزدایی، دست‌یابی به نتایج قابل اطمینان و یکسان در این زمینه و تدوین و به‌کارگیری اصول نظام راهبری شرکتی در کشور ما نیز برای توسعه بازار سرمایه، مهم و اجتناب‌ناپذیر است.

با مطالعه پژوهش‌های انجام شده در بازار سرمایه ایران، در مورد رابطه نظام راهبری شرکت‌ها و عملکرد، مشاهده می‌شود در بازه‌های زمانی متفاوت و یا در نمونه‌های آماری مختلف، نتایج متفاوتی حاصل شده است. این نتایج گاه هم جهت با نتایج پژوهش‌های انجام شده در اقتصادهای توسعه یافته و گاه مخالف آن است.

از طرفی همچنان که ارزش آفرینی در عملیات واحدهای تجاری مورد توجه قرار می‌گیرد، الزام توجه به این عامل در روابطی که مورد پژوهش قرار می‌گیرند نیز احساس می‌شود. به نظر می‌رسد برای بررسی دقیق‌تر این مسئله و اختلاف‌های موجود در این زمینه، لازم است ابتدا از شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران ارزیابی به عمل آید و سپس در مورد وجود این رابطه در این شرکت‌ها بحث شود. از این رو در این پژوهش تلاش شده است به این پرسش پاسخ داده شود که، بررسی روی یک نمونه یکنواخت از نظر ارزش آفرینی تا چه حد می‌تواند در نتایج حاصل نسبت به نمونه شامل همه‌ی شرکت‌های ارزش آفرین و زایل‌کننده ارزش تأثیرگذار باشد.

بنابراین ارتباط بیان شده علاوه بر این که در نمونه جامع شرکت ها مورد آزمون قرار گرفته است (همانند سایر پژوهش ها)، در نمونه ی شرکت های ارزش آفرین نیز به صورت جداگانه بررسی شده و اطلاعات آن به صورت مقایسه ای ارائه شده است.

ادبیات پژوهش

سانقون لی (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط میان نظام راهبری شرکت ها و عملکرد پرداخته است، وی در پژوهش خود راهبری شرکتی را از دو دیدگاه رویکرد سهامداران و رویکرد ذینفعان مورد بررسی قرار می دهد، و برای ارزیابی عملکرد در شرکت های کره ای نسبت سود خالص به جمع دارایی ها^۱ و نسبت سود عملیات عادی به جمع دارایی ها^۲ را به کار برده است. نتایج بررسی سانقون لی نشان می دهد که تمرکز مالکیت می تواند به عنوان مکانیسم مناسبی از معیارهای راهبری شرکت ها عمل کند و اثر مثبت بر عملکرد شرکت ها داشته باشد؛ همچنین سهامداران کنترل کننده تمایل به افزایش ثروت خود از طریق استثمار و استفاده از حقوق سهامداران اقلیت دارند، لذا پیشنهاد می شود که بهتر است در کشورها یک سیستم قانونی بر اعمال این سهامداران نظارت داشته باشد. (سانقون لی، ۲۰۰۹)

آندرس^۳ (۲۰۰۸) رابطه بین سهامداران و عملکرد شرکت ها را در حیطه مالکیت خانوادگی بررسی کرده است. معیار ارزیابی عملکرد استفاده شده در این پژوهش، Q توبین و بازده دارایی ها می باشد. نتایج این پژوهش نشان می دهد، مالکیت خانوادگی به صورت موفقیت آمیزی می تواند دو مشکل نمایندگی (۱) تضاد منافع بین مالکان و مدیران (۲) مالکیت سهامداران اقلیت را متوازن کند. هرچند این نوع مالکیت ضرورتاً برای همه شرکت ها، بهینه نمی باشد. این بررسی نشان می دهد که مالکیت خانوادگی در شرایط خاص منجر به عملکرد بهتر می شود و این شرایط به نقش خانواده در شرکت بستگی دارد. چنانچه اعضای خانواده به عنوان مدیر اجرایی و یا مشاور در هیئت مدیره عمل کنند، عملکرد شرکت بهتر می شود.

سرکار^۴ (۲۰۰۸)، معیارهای تعیین کننده حقوق و پاداش مدیریتی را با تأکید بر رابطه بین حقوق، پاداش و عملکرد بررسی نموده است. نتایج این پژوهش نشان می دهد، با توجه به ترکیب هیئت مدیره، عضو غیر موظف هیئت مدیره نقش نظارتی قوی ایفا نمی کند. زمانی که شرکت اعضای غیر

موظف داشت، سطح حقوق و پاداش بالاتر بود، در حالی که در شرکت‌هایی که عضو غیر موظف نداشتند، هم سویی بهتری بین منافع مدیران و سهامداران وجود داشته است.

بائر^۵ و همکاران (۲۰۰۷)، ارتباط بین نظام راهبری شرکت و عملکرد را در ژاپن بررسی کرده‌اند. در این بررسی از شش معیار نظام راهبری شرکت که شامل: (۱) پاسخگویی هیئت مدیره (۲) افشای مالی و کنترل‌های داخلی (۳) حقوق سهامداران (۴) پاداش مدیران (۵) بازار برای کنترل شرکت و (۶) وضعیت شرکت، استفاده شده است. این پژوهش نشان می‌دهد، عملکرد شرکت‌های با نظام راهبری خوب، به اندازه ۱۵٪، بیش از شرکت‌های با نظام راهبری ضعیف است.

زیتون^۶ و همکاران (۲۰۰۷) به بررسی این مسئله پرداخته‌اند که "آیا در میان شرکت‌های اردنی، تمرکز مالکیت بر عملکرد و احتمال عدم توانایی در پرداخت بدهی‌ها در سررسید تأثیرگذار است؟" معیارهای ارزیابی عملکرد، بازده دارایی‌ها، بازده سرمایه، Q توبین و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، و معیارهای انتخاب شده برای بررسی تمرکز مالکیت، درصد سهام بزرگ‌ترین سهامدار، درصد سهام دو سهامدار عمده، درصد سهام سه سهامدار عمده و درصد سهام پنج سهامدار عمده می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد میان تمرکز مالکیت متناسب با پنج سهامدار عمده و معیارهای بازده دارایی‌ها و بازده سرمایه، ارتباط معنادار وجود دارد، و همچنین ارتباط معنادار منفی میان مالکیت دولتی و Q توبین وجود دارد.

تسای^۷ (۲۰۰۵)، اثر مالکیت نهادی را بر عملکرد شرکت‌ها، در پخش رستوران، هتل و تفریحگاه‌های عمومی طی سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ آزمون کرده است. در این بررسی متغیر وابسته، عملکرد شرکت می‌باشد که با معیار Q توبین اندازه‌گیری شده است. متغیر مستقل نیز، مالکیت نهادی و متغیرهای کنترلی، شامل معیار اندازه شرکت (لگاریتم جمع دارایی‌ها)، جمع بدهی شرکت، ریسک سیستماتیک (بتا) و نسبت تقسیم سود می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، در بخش رستوران و تفریحگاه‌های عمومی، عملکرد شرکت با درصد مالکیت نهادی دارای ارتباط معنادار است، اما در بخش هتل داری، ارتباط منظم و معناداری بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت وجود ندارد.

ایزدی نیا و رساییان (۱۳۸۹) به بررسی معیارهای حسابداری و اقتصادی ارزیابی عملکرد و کیفیت راهبری شرکتی پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش بیانگر (۱) رابطه مثبت و معنادار بین نرخ بازده دارایی‌ها و درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و درصد سرمایه گذاران نهادی، (۲) رابطه مثبت

و معناداری بین Q توبین و درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و سرمایه گذاران نهادی، و (۳) رابطه مثبت و معنادار بین ارزش افزوده بازار و درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و درصد سرمایه گذاران نهادی است.

صادقی و بهادری (۱۳۸۸) به ارزیابی ارتباط میان ساختار مالکیتی و نسبت پرداخت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. نتایج نشان می دهد، میزان مالکیت بزرگ ترین سهامدار و هم چنین میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگ تر بر نسبت پرداخت سود شرکت تأثیر مثبت دارد. یعنی شرکت هایی که بیشتر مالکیت آن ها در اختیار یک سهامدار است و یا این که بیشتر مالکیت در اختیار ۵ سهامدار بزرگ تر آن است نسبت به شرکت هایی که مالکیت آن ها پراکندگی بیشتری دارد، نسبت پرداخت سود بیشتری دارند و تمرکز مالکیت باعث افزایش نسبت پرداخت سود شرکت می شود.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را ارزیابی نموده اند. نتایج پژوهش آن ها نشان می دهد که مالکیت نهادی با عملکرد شرکت ها ارتباط منفی و معنادار دارد، لذا پیشنهاد شده است که مالکیت در دست سهامداران نهادی نباشد. اما ارتباط سرمایه گذاران شرکتی و عملکرد به صورت مثبت و معنادار مشاهده شده است، به عبارتی، مالکان شرکتی موجب بهبود عملکرد شرکت ها می شوند. میان مالکیت خصوصی و عملکرد نیز ارتباط معنادار مشاهده شده است. در مورد سرمایه گذاران مدیریتی نتایج معکوس مشاهده گردیده، یعنی با وجود سرمایه گذاران مدیریتی در ساختار مالکیت شرکت ها، عملکرد آن ها ضعیف تر می شود.

قنبری و حساس یگانه (۱۳۸۶) تأثیر عوامل راهبری شرکتی را بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نموده اند. Q توبین و رشد سود خالص، به عنوان متغیر های وابسته این پژوهش انتخاب شده است، و نسبت اعضای غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره، حسابرس داخلی و شفافیت اطلاعاتی و سرمایه گذاران نهادی متغیرهای وابسته این پژوهش می باشد. نتایج این پژوهش نشان می دهد که، نسبت اعضای مدیران غیر موظف بر عملکرد تأثیری ندارد، وجود حسابرس داخلی رابطه مستقیم بر عملکرد داشته، شفافیت اطلاعاتی ارتباطی با عملکرد ندارد و سرمایه گذاری نهادی با عملکرد رابطه مستقیم دارد.

اهمیت و هدف تحقیق

در این تحقیق معیارهای راهبری شرکتی مناسب مشخص گردند و تأثیرگذاری آن‌ها بر عملکرد شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد. هدف تحقیق این است که کدام یک از معیارهای راهبری شرکتی در جهت حمایت از سرمایه‌گذاران و بهبود عملکرد شرکت‌ها عمل می‌کنند. ادبیات انجام شده در این زمینه به نتیجه واحدی دست نیافته‌اند و هنوز مشخص نشده است که برای مثال سهامداران نهادی منجر به بهبود عملکرد شرکت‌ها خواهند شد یا خیر

هدف اصلی این پژوهش بررسی علت این اختلاف‌ها است. این فرض ضمنی وجود دارد که شاید همگن نبودن سطح ارزش آفرینی شرکت‌ها در نمونه‌های متفاوت شرکت‌ها در تحقیقات قبلی، منجر به ایجاد این تفاوت گشته است. بدین منظور ابتدا ارتباط میان معیارهای مورد نظر این پژوهش در نمونه جامع شرکت‌ها مورد ارزیابی قرار گرفته است. سپس از شرکت‌های مورد آزمون، شرکت‌های زایل‌کننده ارزش حذف شده، و روابط در نمونه شرکت‌های یکنواخت از نظر ارزش آفرینی مورد بررسی قرار گرفته است.

روش پژوهش

با توجه به اهمیت و کاربرد نتایج این پژوهش که می‌تواند زمینه مناسب‌تری برای اتخاذ تصمیم‌های راهبری شرکتی فراهم آورد، لذا پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی-همبستگی است.

فرضیه‌های پژوهش

ارتباط ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران با معیارهای تعریف شده برای راهبری شرکتی در این پژوهش، به کمک سه فرضیه کلی سنجیده می‌شود. این فرضیات ابتدا در نمونه جامع از همه‌ی شرکت‌های مورد بررسی و سپس در نمونه شرکت‌های ارزش آفرین انتخاب شده از نمونه جامع آزمون می‌شود. فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

۱. بین عملکرد شرکت ها با ساختار هیئت مدیره آن ها ارتباط معنادار دارد.
 ۲. بین عملکرد شرکت ها، با درصد سهامداران نهادی آن ها ارتباط معنادار دارد.
 ۳. عملکرد شرکت ها، با تمرکز مالکیت آن ها ارتباط معنادار دارد.
- عملکرد شرکت ها در این پژوهش به کمک بازده دارایی ها سنجیده می شود .

قلمرو و نمونه آماری تحقیق

قلمرو مکانی این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دلیل انتخاب شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دسترسی آسان به اطلاعات مالی شرکت ها، قابلیت اتکای بالای اطلاعات و قابل مقایسه بودن این گونه اطلاعات است. بازه زمانی مورد استفاده در این پژوهش، از سال ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ می باشد.

نمونه انتخابی شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که شرایط زیر را دارا باشند:

- سال مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
- طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- اطلاعات صورت های مالی آن ها از سال ۱۳۸۳ به طور کامل و پیوسته، در دسترس باشد.
- جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی (بانک ها و لیزینگ) نباشند.
- صورت های مالی و یادداشت های توضیحی همراه آن ها قابل دسترس باشد.
- اطلاعات مربوط به هیئت مدیره و ترکیب سهامداران آن ها در دسترس باشد.

بر اساس شرایط فوق، ۹۳ شرکت انتخاب گردیدند. بررسی این ۹۳ شرکت در دوره مالی ۶ ساله، در حقیقت بررسی اطلاعات ۵۵۶ سال- شرکت می باشد، که به عنوان نمونه جامع تعریف می شود بررسی روی ۴۵۳ سال شرکت نمونه، که شرکت های ارزش آفرین می باشند، انجام شده است. شرکت های ارزش آفرین، شرکت هایی با ارزش افزوده بازار مثبت می باشند.

روش آماری مورد استفاده برای آزمون فرضیات

اطلاعات و داده های مورد نیاز این تحقیق از منابع و پایگاه های اطلاعاتی مختلف به ویژه نرم افزار تدبیر پرداز و پایگاه های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار و همچنین گزارشات معرفی ترکیب هیئت مدیره بورس و صورت های مالی شرکت ها گردآوری گردیدند.

در این پژوهش از تحلیل رگرسیون و داده های ترکیبی، برای آزمون فرضیات استفاده می شود .

برای تعیین رگرسیون از رابطه زیر استفاده گردید:

$$\text{Performance} = (\text{management structure, Institutional ownership, Controlling shareholder}) + \alpha_i + \delta t + \varepsilon_{it}$$

در رابطه بالا، اصطلاحات، به شرح زیر تعریف می گردند:

Performance، عملکرد شرکت، که در این پژوهش به کمک بازده دارایی ها (ROA)

سنجیده می شود.

management structure، ساختار هیئت مدیره، که توسط دو متغیر درصد مدیران غیر

موظف (UEM)^۸ و اندازه هیئت مدیره (MS)^۹ سنجش می شود (جونگ و همکاران، ۲۰۰۲).

مدیران غیر موظف، اعضای غیر موظف هیئت مدیره می باشند که در شرکت کار اجرایی ندارند

و حقوق ثابت ماهانه یا سالانه دریافت نمی کنند. اندازه هیئت مدیره بر مبنای تعداد اعضای هیئت مدیره در زمان مجمع عمومی عادی شرکت تعیین شده است.

Institutional ownership، سهامداران نهادی (INS)، شرکت های بیمه، صندوق های

سرمایه گذاری، مؤسسات مالی و بانک ها تعریف شده اند، که در سایر شرکت های سهامی عام سرمایه گذاری می کنند.

Controlling shareholder، تمرکز مالکیت که در این پژوهش مورد آزمون قرار

می گیرد، به کمک سه معیار سهامداران با مالکیت بیشتر از ۵٪ (CR₁)، مالکیت بیشتر از ۲۰٪ (CR₂)،

و مالکیت بیشتر از ۵۰٪ (CR₃) سهام شرکت تعریف می شود.

متغیرهای کنترلی:

CS: اندازه شرکت^۱، که لگاریتم طبیعی جمع دارایی های شرکت می باشد، به عنوان متغیر کنترلی این پژوهش وارد مدل شده است.
و ε_0 : خطای مدل می باشد.

آزمون فرضیات**رابطه عملکرد و ساختار هیئت مدیره**

در آزمون فرضیه اول، رابطه بین متغیرهای بازده دارایی ها و ساختار مدیریت به شرح رابطه (۴)-۱) برآورد می شود. در این پژوهش ساختار مدیریت با دو شاخص اندازه هیئت مدیره و درصد مدیران غیر موظف تعریف شده است. توجه شود که این ارتباط ابتدا در نمونه شرکت های جامع و سپس در نمونه شرکت های ارزش آفرین مورد آزمون قرار گرفته است.

$$ROA = \gamma_0 + \gamma_1 Uem + \gamma_2 Ms + \gamma_3 Cs + \varepsilon_0 \quad \text{رابطه (۴)-۱}$$

نگاره (۱): رابطه عملکرد شرکت و ساختار هیئت مدیره

$ROA = \gamma_0 + \gamma_1 Uem + \gamma_2 Ms + \gamma_3 Cs + \varepsilon_0$							
نمونه	متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	ضریب تعیین R^2 تعیین تعدیل شده	آماره F معناداری	آماره - دوربین - واتسون
نمونه شرکت	عرض از مبدأ	-۳,۵۷۴۵۴۴	-۴,۳۹۴۳۹۷	۰,۰۰۰	۰,۱۱۱۸۶۸ ۰,۱۰۶۷۵۴	۲۱,۸۷۴۸۸ ۰,۰۰۰۰	۱,۶۰۸۷۵۴
	مدیران غیر موظف	-۰,۱۴۸۰۴۶	-۱,۱۲۲۷۸۳	۰,۲۶۲۰			
	اندازه هیئت مدیره	-۰,۷۶۰۳۷۶	-۲,۰۲۵۵۳۷	۰,۰۴۳۳			
	اندازه شرکت	۴,۴۶۰۵۶۰	۱۶,۸۸۰۱۷	۰,۰۰۰			
نمونه شرکت های ارزش آفرین	عرض از مبدأ	-۳۵,۷۱۱۰۰	-۵,۴۸۳۵۱۹	۰,۰۰۰	۰,۰۴۳۴۱۳ ۰,۰۳۷۰۳۵	۳۴,۶۷۷۲۲ ۰,۰۰۰۰	۱,۷۶۱۱۷۳
	مدیران غیر موظف	۰,۰۴۹۲۳۴	۲,۰۴۱۳۸۵	۰,۰۴۱۸			
	اندازه هیئت مدیره	۱,۳۱۲۰۷۵	۱,۰۴۳۴۱۴	۰,۲۹۷۳			
	اندازه شرکت	۷,۲۱۸۲۹۸	۸,۸۹۴۸۰۳	۰,۰۰۰			

در کل نمونه شرکت ها احتمال F لیمر صفر است و لذا از روش داده های تابلویی استفاده می شود. در مرحله ی بعد احتمال آماره ی حاصل از آزمون هاسمن، $0,3279$ به دست می آید و چون این مقدار بیشتر از $0/05$ است، لذا از روش اثرات تصادفی استفاده می شود.

پس از انتخاب روش داده های تابلویی و اثرات تصادفی در نمونه شرکت های جامع، رابطه (۴) - (۱) برآورد شده است. با توجه به اطلاعات ارائه شده در جدول (۱) آماره دوربین واتسون بیانگر عدم وجود خود همبستگی در مدل است. سطح معناداری آماره F نیز 99 درصد است و مدل معنادار می باشد. در کل نمونه شرکت های جامع سطح معناداری متغیر اندازه هیئت مدیره $0,4333$ است، که نشانگر وجود ارتباط میان این متغیر و بازده شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. رابطه ی (۴) - (۱) در نمونه شرکت های ارزش آفرین نیز آزمون شده است و نتایج حاصل از آن در جدول (۱) ارائه شده است. مشاهده می شود که در نمونه شرکت های ارزش آفرین متغیر درصد مدیران غیر موظف با بازده دارای ارتباط معنادار می باشد. به عبارتی فرضیه ی اول این پژوهش در نمونه شرکت ها برای اندازه هیئت مدیره برای درصد مدیران غیر موظف تأیید می شود.

رابطه عملکرد و سهام داران عادی

در فرضیه ی دوم، رابطه بین متغیرهای بازده دارایی ها و درصد سهامداران نهادی به شرح رابطه (۴) - (۲) برآورد می شود. این ارتباط هم در کل نمونه شرکت ها و هم در نمونه شرکت های ارزش آفرین مورد بررسی قرار گرفته و نتایج آن در جدول شماره (۲) ارائه شده است.

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 Ins + \beta_2 CS + \varepsilon_0 \quad \text{رابطه (۴) - (۲)}$$

در آزمون این فرضیه در نمونه شرکت های جامع، ابتدا آزمون F لیمر انجام شد که احتمال F لیمر 0 است، لذا از روش داده های تابلویی استفاده می شود. در آزمون هاسمن نیز احتمال آماره $0,4275$ است و لذا از روش اثرات تصادفی استفاده می شود.

نمایه ۲: نتایج برآورد رابطه (۴-۲)

$ROA = \beta_0 + \beta_1 Ins + \beta_2 CS + \varepsilon_0$							
نمونه مورد بررسی	متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	ضریب تعیین R^2 - تعیین تعدیل شده	آماره F - معناداری آماره F	آماره دوربین-واتسون
کل نمونه شرکت‌ها	عرض از مبدأ	-۵,۴۴۸۷۵۶	-۵,۶۸۶۵۸۳	۰	۰,۱۰۳۳۰	۲۹,۸۳۶۸۱	۱,۶۰۴۸۴۱
	سرمایه گذار عادی	۰,۰۲۹۲۶۶	۰,۳۹۶۸۴۷	۰,۶۹۱۶	۰,۰۹۹۸۳۸	۰,۰۰۰۰	
	اندازه شرکت	۴,۴۲۵۷۳۳	۷,۴۹۲۶۴۱	۰			
نمونه شرکت‌های ارزش آفرین	عرض از مبدأ	-۲۵,۰۵۷۱۹	-۵,۷۲۸۱۴۱	۰	۰,۰۴۲۴۰۱	۵۱,۹۵۸۰۶	۱,۷۴۷۱۴۰
	سرمایه گذار عادی	۰,۰۳۶۴۰۱	۵,۲۶۶۲۸۶	۰,۰۲۳۹	۰,۰۲۸۱۶۳	۰,۰۰۰۰	
	اندازه شرکت	۶,۷۴۴۲۶۷	۷,۷۷۴۲۴۷	۰			

آماره دوربین واتسون در کل نمونه شرکت‌ها برابر با ۱,۶۰۴۸۴۱ می‌باشد که بیانگر عدم وجود خود همبستگی در مدل می‌باشد. معناداری آماره F نیز ۰ حاصل شده است که به مفهوم معنادار بودن مدل ارائه شده است. سطح معناداری مرتبط با سهامداران نهادی در کل نمونه شرکت‌ها برابر با ۰,۶۹۱۶ می‌باشد، میان سهامداران نهادی و بازده ارتباط معنادار وجود ندارد و فرضیه اول در کل پذیرفته نمی‌شود. اما با آزمون انجام شده در نمونه شرکت‌های

ارزش آفرین مشاهده می شود، سطح معناداری متغیر درصد سهامداران نهادی برابر با ۰,۰۲۳۹ است و بنابراین متغیر سهامداران نهادی و بازده دارای ارتباط معنادار می باشند.

رابطه عملکرد در تمرکز مالکیت

برای آزمون فرضیه سوم، رابطه بین متغیرهای بازده دارایی ها و تمرکز مالکیت به شرح رابطه (۴-۶) برآورد می شود. در این پژوهش تمرکز مالکیت با سه شاخص درصد سهامداران با مالکیت بیشتر از ۵٪ (Cr_1)، درصد سهامداران با مالکیت بیشتر از ۲۰٪ (Cr_2) و سهامداران با مالکیت بیشتر از ۵۰٪ (Cr_3) (تعریف می شود. توجه شود که این ارتباط ابتدا در کل نمونه شرکت ها و سپس در نمونه شرکت های ارزش آفرین مورد آزمون قرار گرفته است.

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 Cr_1 + \alpha_2 Cr_2 + \alpha_3 Cr_3 + \alpha_4 CS + \varepsilon_0 \quad \text{رابطه (۴-۳)}$$

ابتدا این فرضیه در نمونه شرکت های جامع مورد بررسی قرار گرفته است. احتمال آماره F لیمر حاصل شده در مرحله اول ۰ است، لذا از روش داده های تابلویی استفاده می شود .

سپس آزمون هاسمن انجام شده که احتمال آماره ۰,۴۲۷۰ است و چون این مقدار بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا از روش اثرات تصادفی استفاده می شود. پس از این مرحله مدل به روش داده های تابلویی با اثرات ثابت برآورد می شود. نتایج حاصل شده در این مرحله در جدول شماره (۶) ارائه شده است.

نگاره (۳): رابطه عملکرد و تمرکز مالکیت

ROA = $\alpha_0 + \alpha_1 Cr_1 + \alpha_2 Cr_2 + \alpha_3 Cr_3 + \alpha_4 CS + \varepsilon_0$						
نمونه	متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	ضریب تعیین R ² - تعیین ضریب تعیین شده	آماره F- معناداری آماره F واتسون
نمونه شرکت‌های جامع	عرض از مبدأ	-۵,۵۴۱۷۰۵	-۵,۷۹۸۶۸۲	۰		۱,۵۵۷۰۶۲ ۱۷,۶۵۳۲۷ ۰,۰۰۰۰
	تمرکز مالکیت ٪۵	۰,۳۰۶۸۹	۰,۴۱۶۰۷۰	۰,۶۷۷ ۵	۰,۱۲۰۱۶۹	
	تمرکز مالکیت ٪۲۰	-۰,۰۴۷۰۸۳	-۰,۷۹۵۷۱۱	۰,۴۲۶ ۶	۰,۱۱۳۳۶۲	
	تمرکز مالکیت ٪۵۰	۰,۰۸۷۵۸۲	۲,۴۲۴۸۹۲	۰,۰۱۵ ۷		
	اندازه شرکت	۴,۴۹۱۷۳۹	۷,۶۱۲۲۸۹	۰		
نمونه شرکت‌های ارزش آفرین	عرض از مبدأ	-۲,۹۳۷۹۶۲	-۴,۴۳۹۶۵۹	۰		۱,۶۷۹۴۵۰ ۲۵,۵۹۳۶۴ ۰,۰۰۰۰
	تمرکز مالکیت ٪۵	۰,۱۱۷۹۷۱	۲,۶۲۰۴۶۳	۰,۰۰۹ ۱	۰,۱۹۶۳۵۵	
	تمرکز مالکیت ٪۲۰	-۰,۰۲۷۰۰۷	-۰,۸۳۳۶۰۴	۰,۴۰۵ ۰	۰,۱۸۸۶۸۳	
	تمرکز مالکیت ٪۵۰	۰,۰۶۴۲۹۲	۳,۱۰۱۲۷۵	۰,۰۰۲ ۱		
	اندازه شرکت	۲,۸۵۹۵۱۴	۶,۷۸۵۶۴۳	۰		

همان طور که در نگاره (۳) مشاهده می‌شود، دوربین واتسون نمونه کل شرکت‌ها برابر با ۱,۵۵۷۰۶۲ می‌باشد، و لذا خود همبستگی وجود ندارد. معناداری آماره F نیز بیانگر معنادار بودن مدل ارائه شده است. سطح معناداری متغیر سهامداران با مالکیت بیشتر از ۵۰٪ برابر با ۰,۰۱۵۷

می باشد. بنابراین فرضیه‌ی ششم در کل نمونه شرکت‌ها در ارتباط با سهامداران با مالکیت بیشتر از ۵۰٪ پذیرفته می شود.

برآورد این مدل در نمونه شرکت‌های ارزش آفرین، نتایج دقیق‌تری ارائه می دهد. با توجه به ارقام ارائه شده در جدول (۳) در نمونه شرکت‌های ارزش آفرین، متغیر سهامداران با مالکیت بیشتر از ۵٪ و سهامداران با مالکیت بیشتر از ۵۰٪ با بازده، دارای ارتباط معنادار می باشند، به این مفهوم که فرضیه‌ی ششم در نمونه شرکت‌های ارزش آفرین در ارتباط با سهامداران با مالکیت بیشتر از ۵٪ و سهامداران با مالکیت بیشتر از ۵۰٪ پذیرفته می شود و برای سهامداران با مالکیت بیشتر از ۲۰٪ پذیرفته نمی شود.

نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف انجام این پژوهش بررسی ارتباط میان شاخص‌های راهبری شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. علاوه بر این بررسی شد که، اثبات این مسئله بود که ممکن است نتایج پژوهش‌های انجام شده در بورس اوراق بهادار تهران تحت تأثیر عواملی همچون عدم یکنواختی و ناهمگن بودن نمونه مورد بررسی باشد. به همین منظور بررسی فرضیه های این پژوهش علاوه بر کل نمونه منتخب از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار یک نمونه شرکت‌های ارزش آفرین از کل نمونه انتخاب شد. تفاوت نتایج حاصل شده از برآورد مدل‌ها در دو نمونه مورد بحث، بیانگر لزوم انجام پژوهش‌ها در نمونه های همگن تر می باشد و این فرض را ایجاد می کند که شاید یکی از علل تفاوت نتایج حاصل از تحقیقات انجام شده در دوره‌ها و نمونه های متفاوت، تفاوت در نمونه های مورد بررسی از نظر ارزش آفرینی باشد.

از دیدگاه تئوری نمایندگی، می توان چنین فرض کرد که مدیران غیر موظف وظیفه نظارت بر سایر اعضای هیئت مدیره را دارا می باشند، لذا می توانند باعث کاهش تضاد منافع شوند. و استقلال هیئت مدیره بستگی به تعداد اعضای آن دارد، زیرا یک هیئت مدیره با تعداد اعضای کم ممکن است توسط بالاترین مقام اجرایی و بر اساس وجود زمینه انسجام اجتماعی آسان تر کنترل شود، در حالی که نفوذ و سیطره بالاترین مقام اجرایی بر یک هیئت مدیره با تعداد اعضای بیشتر، دشوارتر است. (جونگ و همکاران، ۲۰۰۲)

در نمونه شرکت‌های ارزش آفرین ارتباط مثبت و معنادار میان درصد مدیران غیر موظف و عملکرد مشاهده می‌شود که بر اساس تئوری نمایندگی، این نتیجه تأیید می‌شود. این نتیجه مشابه یافته‌های استیکورس، کریوگورسکی، کیربو، ایزدی نیا و دیگران می‌باشد. مورفی در پژوهش خود نشان می‌دهد که میان درصد مدیران غیر موظف و عملکرد ارتباط معنادار اما معکوس وجود دارد که برخلاف نتیجه‌ی حاصل در شرکت‌های ارزش آفرین می‌باشد.

قنبری و حساس یگانه و رئیسی و حساس یگانه، عدم وجود ارتباط معنادار میان ترکیب هیئت مدیره و عملکرد را اثبات نموده‌اند، این نتیجه گیری الزام بیشتر برای بررسی و مقایسه معیارهای راهبری شرکتی و عملکرد، در نمونه‌های یکنواخت را روشن می‌سازد. بر اساس نتایج این فرضیه مشاهده می‌شود که نتیجه حاصل در کل نمونه شرکت‌ها با نتیجه حاصل در نمونه شرکت‌های ارزش آفرین متفاوت می‌باشد. به نظر می‌رسد در این مورد، تأثیر گذاری نمونه شرکت‌های زایل کننده ارزش، نسبت به شرکت‌های ارزش آفرین، در نتایج حاصل از نمونه شرکت‌های جامع بیشتر می‌باشد.

در بررسی فرضیه دوم، سرمایه گذاران نهادی، شامل شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه گذاری، مؤسسات مالی و بانک‌ها تعریف شده است. این مالکان نهادی، از طریق نظارت بر اقدامات مدیریت، رابطه پاسخگویی را بهبود بخشیده و باعث کاهش تضاد منافع می‌گردند، لذا می‌توانند عملکرد شرکت را بهبود بخشند.

با توجه به بررسی انجام شده، مشاهده می‌شود که در نمونه شرکت‌های ارزش آفرین این ارتباط به صورت معنادار و مثبت وجود دارد. اما در کل نمونه شرکت‌ها هیچ ارتباط معناداری میان سهامداران نهادی و بازده داریها مشاهده نشده است.

نمازی و کرمانی وجود رابطه منفی و معنادار، و ایزدی نیا و رسائیان ارتباط مثبت و معنادار میان سهامداران نهادی و عملکرد را اثبات نموده‌اند. رئیسی و حساس یگانه ارتباط معناداری را میان سهامداران نهادی و عملکرد مشاهده ننموده‌اند.

در بررسی انجام شده برای فرضیه سوم، مشاهده می‌شود که، در نمونه شرکت‌های جامع میان سهامداران با مالکیت بیشتر از ۵۰٪ و بازده داریها ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد. در نمونه شرکت‌های ارزش آفرین میان سهامداران با مالکیت بیشتر از ۵٪ و مالکیت بیشتر از ۵۰٪ و بازده داریها ارتباط مثبت و معنادار مشاهده می‌شود.

محمدی، سانقون لی، آندرس و زیتون نیز به نتیجه مشابهی در این مورد دست یافته‌اند. اما عمران در پژوهش خود ارتباط معناداری میان تمرکز مالکیت و عملکرد مشاهده نموده است.

در ارتباط با تمرکز مالکیت به تئوری سواری مجانی که در این مورد مطرح شده است، اشاره نمود. بر اساس این تئوری در یک شرکت همه‌ی سهامداران از رفتار سهامداری که منجر به بهبود عملکرد شرکت شود، منتفع خواهند شد، لذا در مالکیت پراکنده هر سهامدار انتظار دارد سایر سهامداران نظارت کافی داشته باشند و خود تلاش چندانی نمی‌کند. همچنین می‌توان بیان کرد که سهامداران توانایی نظارت بر کارایی مدیریت را ندارند. سهامداران عادی تخصص و مهارت اداره‌ی یک شرکت و در نتیجه توانایی نظارت بر یک شرکت را ندارند و از این رو تمرکز مالکیت با عملکرد شرکت‌ها ارتباط مستقیم دارد .

فرضیه‌ی ضمنی این پژوهش که وجود تفاوت در نتایج حاصل از نمونه همگن و نمونه جامع بود، نیز تأیید شد و با توجه به تفاوت نتایج حاصل شده در این پژوهش و همچنین پژوهش‌های قبلی که به اظهار نظر واحدی دست نیافته‌اند، نیاز بررسی دقیق‌تر این مسئله در نمونه‌های یکنواخت احساس می‌شود. در حالت کلی نتایج حاصل از بررسی در نمونه شرکت‌های ارزش آفرینی از قابلیت اطمینان بیشتری برخوردار می‌باشند. بنابراین با توجه به نتایج این پژوهش در این نمونه از شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود، همواره درصدی از مدیران غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره شرکت‌ها وجود داشته باشد. علاوه بر آن حضور سهامداران نهادی نیز در شرکت‌ها به بهبود عملکرد این شرکت‌ها منجر می‌شود. همچنین پیشنهاد می‌شود درصدی از تمرکز مالکیت برای شرکت‌ها حفظ شود، با توجه به نتایج این پژوهش و همچنین تئوری سواری مجانی پراکندگی زیاد تأثیر منفی بر عملکرد شرکت‌ها خواهد داشت.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آینده

- در این پژوهش برای بررسی عملکرد شرکت‌ها از بازده دارایی‌ها و برای بررسی ارزش شرکت، از ارزش دارایی‌ها استفاده شده است. ارزش بازار را می‌توان به کمک معیارهای دیگری نیز ارزیابی نمود و برای بررسی بازده نیز می‌توان معیارهای دیگری را استفاده کرد.

- در این پژوهش انتخاب نمونه‌ی همگن‌تر، بر اساس معیار ارزش آفرینی بوده است، می‌توان با تفکیک شرکت‌ها بر اساس صنعت، نیز این بررسی را انجام داد و ارتباط میان معیارهای مختلف راهبری شرکتی و عملکرد را در صنایع مختلف مورد بررسی قرار داد.

پی‌نوشت

^۱ income to total assets ratio

^۲ ordinary income to total assets ratio

^۳ andres

^۴ sarkar

^۵ Bauer

^۶ Zeitun

^۷ Tsai

^۸ UEM: Un employment management

^۹ MS: Management `size

^{۱۰} Corporation size

منابع و مآخذ

۱. ایزدی‌نیا، ن. و رسائیان، ا. ۱۳۸۹. رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد. دانش حسابداری. سال اول، شماره ۱، ص ۵۳-۷۲.
۲. حساس یگانه، ی. رئیسی، ز. و حسینی، م. ۱۳۸۸، رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۳، ص ۷۵-.
۳. خاکی، غ. ۱۳۸۷. روش پژوهش با رویکرد پایان نامه نویسی، تهران: مرکز پژوهشات علمی کشور.
۴. سرمد، ز. بازرگان، ع. و حجازی، ا. ۱۳۷۸. روش پژوهش در علوم رفتاری. تهران. انتشارات آگاه

۵. صادقی شریف، ج. و بهادری، ح. ۱۳۸۸، بررسی تأثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۷.
۶. صمدی، ا. ۱۳۷۸، معیار های اندازه گیری عملکرد در سازمان ها، تدبیر، شماره ۱۴۰.
۷. قنبری، ف. و حساس یگانه، ی. ۱۳۸۶، بررسی تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء، تهران.
۸. گجراتی، د. ۱۳۸۶. مبانی اقتصاد سنجی، ترجمه حمید ابریشمی. انتشارات دانشگاه تهران، چاپ چهارم
۹. محمدی، ش. ۱۳۸۸. بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۸، ص ۶۹-۸۸.
۱۰. نمازی، م. و کرمانی، ا. ۱۳۸۷. تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۵۳)، ص ۸۳-۱۰۰.
11. Andres, C. ۲۰۰۸. Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance* ۱۴, ۴۴۵-۴۳۱.
12. Andres, C. ۲۰۰۸. Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance* ۱۴, ۴۴۵-۴۳۱.
13. Anne, A., Parveen, P., G. ۲۰۰۹. A cross-country comparison of corporate governance and firm performance: Do financial structure and the legal system matter?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* ۶۱-۷۹.
14. Bauer, R., Bart, F., Rogér, O., and Tourani, A. ۲۰۰۸. The impact of corporate governance on corporate performance: evidence from Japan, Pacific-Basin Finance Journal ۱۶: ۲۳۶-۲۵۱

15. Joong, D., A., Carles, G., Rezaul, K. ۲۰۰۲. International corporate governance and firm performance: An Empirical Analysis, Working paper.
16. Kiran, P. ۲۰۱۰. Corporate governance, conservatism and the agency problem, A Dissertation Presented to The Faculty of the C.T. Bauer College of Business University of Houston, for the Degree of Doctor of Philosophy.
17. Kyereboah, T. ۲۰۰۶. Relationship between corporate governance and firm performance: an American perspective, A dissertation for the degree of PH.D, University of Stellenbosch.
18. Lawrence, P., K. ۲۰۰۹. Fraudulent financial reporting, corporate governance and ethics. Review of Accounting and Finance Vol. ۸ No. ۲, pp. ۲۰۹-۱۸۷.
19. Murphy, K., J. ۱۹۹۹. Executive compensation. In: Ashenfelter, O., Card, D. (Eds.), Handbook of Labor Economics, Vol. ۳. North-Holland, Amsterdam, ۲۵۶۳-۲۴۸۵.
20. Murphy, S., A. and McIntyre, M., L. ۲۰۰۷. Board of directors: a group dynamics perspective, Corporate Governance, Vol. ۷ No. ۲, pp. ۲۴-۲۰۹
21. Omran, M., M., Bolbol, A., and Ayten, F. ۲۰۰۸. Corporate governance and firm performance in Arab equity markets: does ownership concentration matter?, International Review of Law and Economics ۲۸: ۳۲-۴۵.
22. Ozden, D. ۲۰۱۰. Reforming corporate governance: protecting minority shareholder rights through a strong corporate law system. Submitted to the Faculty of the Washington College of Law of American University in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Juridical Sciences (S.J.D)
23. Sanghoon, L. ۲۰۰۹. Corporate governance and firm performance. Dissertation submitted to the faculty of The University of Utah
24. Sarkar, J., and Subrata, S. ۲۰۰۹. Multiple board appointments and firm performance in emerging economies: evidence from India, Pacific-Basin Finance Journal Volume ۱۷, Issue ۲, April ۲۰۰۹, Pages ۲۹۳-۲۷۱

-
25. Shleifer, A., and Vishny, R., W. ۱۹۹۷. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* ۵۲ (۱۹۹۷ ۷۸۳-۷۳۷).
26. Staikouras, P., Staikouras, C., and Agoraki, M.E. ۲۰۰۷. The effect of board size and composition on European bank performance. *European Journal of Law and Economics*, ۲۳: ۲۷-۱.
27. Tsaia, H., and Gu, Z. ۲۰۰۷. The relationship between institutional ownership and casino firm performance. *Hospitality Management*. Vol. ۲۶, pp. -۵۱۷ ۵۳۰.

