

بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی با بهره‌وری

دکتر حسین کاظمی^۱، زهره سعادت‌نی‌نژاد^۲

۱- استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی

واحد قزوین

۲- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۲/۰۵ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۵/۲۸

چکیده:

هدف از اجرای این تحقیق، بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی با بهره‌وری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور دستیابی به هدف تحقیق، نمونه‌ای شامل ۱۲۳ شرکت از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده و داده‌های مورد نیاز تحقیق طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۱ براساس اطلاعات شرکت‌های نمونه استخراج گردید. این تحقیق از لحاظ هدف، کاربردی می‌باشد و در آن از روش همبستگی استفاده می‌شود. همچنین از نظر زمانی نوعی تحقیق پس‌رویدادی است. تحلیل آماری داده‌ها با نرم افزار آماری Eviews و در سطح اطمینان ۹۵٪ انجام گرفت و برای آزمون فرضیه‌ها از روش آماری داده‌های تابلویی و الگوی رگرسیون چندگانه استفاده شده است. براساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق، بین بهره‌وری در شرکت‌های نمونه ی آماری با مالکیت سهامدار عمده، مالکیت سهامداران عمده، مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیئت مدیره و نسبت بدهی رابطه مثبت وجود دارد و همچنین بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره رابطه منفی است.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت، بهره‌وری، مالکیت نهادی، هیئت مدیره.



1-kazemiho@yahoo.com
2-saadatinejadzohreh@yahoo.com

* نویسنده مسئول



بیان مسأله و اهمیت آن

حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از روش‌ها، سیاست‌ها و اصول حقوقی است که برای حذف مشکلات نمایندگی مالکیت که ناشی از جداسازی مالکیت و کنترل در یک شرکت طراحی شده است. مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی مؤثر از منافع همه سهامداران و افراد ذینفع حمایت کرده و عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد و این اطمینان را ایجاد می‌کند که سرمایه‌گذاران بازده کافی از سرمایه‌های خود دریافت خواهند کرد [۱۱].

اخیراً موضوع حاکمیت شرکتی در سطح بین‌المللی توجه زیادی به خود جلب کرده است [۱۲]. درستی گزارشگری مالی دغدغه مشترک تدوین‌کنندگان استاندارد و افراد شاغل در این حرفه بوده است به ویژه پس از رسوایی‌های شرکت‌های معتبر و شناخته شده‌ای مثل انرون و ورلدکام. در خصوص کشورهای آسیایی حاکمیت شرکتی ضعیف به عنوان یکی از دلایل بحران مالی ۱۹۹۷ آسیا عنوان شده است [۱۰].

هیچ تعریف مورد توافقی در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد. تعریف‌های موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع قرار می‌گیرند. دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود. در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آن‌ها (سهامداران) بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذی‌نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان و دارندگان اوراق قرضه وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذی‌نفعان دیده می‌شود [۱].

ویژگی‌های حاکمیت شرکتی عبارتند از: تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، اتکای بر بدهی و مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره. بیشتر سرمایه‌گذاران و تدوین‌کنندگان قوانین اعتقاد دارند که برخی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (مانند وجود اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره) به حفظ منافع سهامداران کمک نموده و هرگونه تضاد منافع بین آنها و مدیریت را کاهش می‌دهند. نقش حاکمیت شرکتی زمانی مفیدتر است که مدیران انگیزه‌ای برای انحراف از منافع سهامداران داشته باشند [۱۶].

بحث حاکمیت شرکتی از دهه ۱۹۹۰ میلادی مورد توجه قرار گرفته است و بعد از آن بورس‌های اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان اصلی شرکت‌ها و حکومت‌ها، رهنمودها و دستورالعمل‌های حاکمیت شرکتی متعددی را تدوین کردند. در کشورمان نیز پیش‌نویس آیین‌نامه حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد توجه قرار گرفته است. شرکتی با مکانیزم‌های خوب حاکمیت شرکتی، اثربخشی بهتری را در نظارت و کنترل مدیران نشان می‌دهد [۹].

در حال حاضر سهامداران جزء هیچ‌گونه ابزاری جهت نظارت بر مدیران حتی اطلاع از مصوبات هیئت



مدیره و تسلطی به صورت‌های مالی کامل ندارند در حالی که در آیین نامه شرکتی پیش بینی شده، شرکت‌های بورسی که مشمول آئین نامه حاکمیتی شرکت‌ها می شوند باید دارای پایگاه اطلاع رسانی الکترونیکی باشند و کلیه ی اخبار و آمار و اطلاعات مالی را به موقع در اختیار همه سهامداران بگذارند و در هیئت رئیسه مجمع و همچنین در هیئت مدیره شرکت نیز از بین سهامداران جزء نماینده وجود داشته باشد تا احتمال تخلف کسر گردد و مضافاً بر آن که حاکمیت شرکتی در واقع به نوعی محدودیت برای سهامداران عمده و دسترسی سهامداران جزء به اطلاعات و اعمال کنترل مدیریت می باشد. مزایای آئین نامه حاکمیتی شفاف سازی اطلاعات، رعایت یکسان حقوق صاحبان سهام، برقراری سیستم کنترل‌های داخلی و ارتقای رابطه ی حسابرسان مستقل با شرکت می باشد [۷].

مروری بر پیشینه تحقیق

سو و هی (۲۰۱۲) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و کارایی تولیدی در چین پرداختند. این تحقیق در مورد یک نمونه ای که شامل ۷۴۴ شرکت تولیدی در چین است و بین سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۶ انجام شده است. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که اصلاح واحدهای تجاری از طریق بهبود حاکمیت شرکتی کارایی شرکت را تغییر داده است، اما خصوصی سازی بدون انتقال مالکیت و کنترل از جانب دولت به مالکیت عمومی هنوز به عنوان عامل عمده ی ناکارآمدی در چین است [۱۲].

مسنون و رثوف (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کراچی پرداختند. این تحقیق در مورد یک نمونه ای شامل ۳۰ شرکت مشهود در پاکستان است که در بورس اوراق بهادار کراچی پذیرفته شده اند و بین سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۱ انجام شده است. یافته‌ها حاکی از آن است که شیوه‌های عمل که حاکمیت خوب را نشان می دهند، می توانند به افزایش ارزش شرکت‌ها کمک کنند. این پژوهش نشان می دهد که حاکمیت شرکتی تأثیر معنی داری بر ساختار سرمایه ی شرکت‌ها دارد و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی به منظور توضیح تصمیمات مالی شرکت‌های پاکستانی مناسب هستند [۱۸].

تابینز کیولین (۲۰۰۴) نشان می دهد که اصلاح حاکمیت شرکتی باعث بهبود سودآوری، فروش و بازدهی کارگران شده، اما باعث افزایش بازده به سرمایه گذاران نمی شود. بعلاوه، مالکیت دولتی با عملکرد ضعیف واحد تجاری همراه بوده و مالکیت قانونی واحدهای جداگانه با عملکرد بهتر همراه است [۱۵].

مشایخی (۲۰۰۷) رابطه بین سه ویژگی حاکمیت شرکتی (اندازه هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، نمایندگان سهامداران نهادی در هیأت مدیره) و مدیریت سود را بررسی نمود و نتایج تحقیق او نشان می دهد که اندازه هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، نمایندگان سهامداران نهادی در هیأت مدیره با مدیریت سود رابطه معنی داری ندارند [۱۷].

میتون (۲۰۰۲) گزارشی داد که شرکتهای آسیای شرقی که مالکیت عمده ی (معاملات حجیم) خارجی دارند کاهش ارزش کمتری در قیمتتهای سهام در طی بحران‌ها تجربه می‌کنند [۱۹].

هاوی و همکاران (۲۰۰۳) رابطه ی تجربی بین ارزش بازار و مکانیسم‌های حاکمیتی شرکت‌های ثبت شده ی عمومی را از سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۱ مورد بررسی قرار دادند. آنها دریافتند که تمرکز مالکیت، نقش دو جانبه ی مدیریت عمومی یا مدیرعامل شرکت به عنوان رئیس هیأت مدیره، و مالکیت دولتی، اثرات منفی بر ارزش شرکت دارند [۱۴].

آقایی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه ی بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، اتکای بر بدهی و مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره) و محتوای اطلاعاتی سود در صورت وجود مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۸۶ می‌باشد. نتایج تحقیق حاکی از آن است که در بورس اوراق بهادار تهران، از بین هشت ویژگی حاکمیت شرکتی فقط مالکیت نهادی و استقلال هیئت مدیره در زمان وجود انگیزه مدیریت سود بالا با محتوای اطلاعاتی سود رابطه ی معنی دار دارند [۱].

بابایی زکلیکی و احمدوند (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران پرداختند. نمونه آماری نهایی تحقیق شامل ۵۶ شرکت در دوره ی زمانی سال‌های ۱۳۷۹-۱۳۸۳ می‌باشد که سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله شده است. یافته نهایی تحقیق مؤید آن است که ترکیبی از دو بخش خصوصی و دولتی در ترکیب مالکیت شرکت در افزایش سودآوری شرکت مثرالثر بوده است، به عبارتی دولت به عنوان یک ارگان کنترلی در بهبود بازده ROH شرکت‌ها تأثیرگذار بوده است. همچنین عملکرد شرکت‌های مورد بررسی بیشتر تحت تأثیر شرایط اقتصادی کشور و نوع صنعت است تا اینکه متأثر از اقدامات و تصمیمات مدیریتی باشد [۳].

باباجانی و عبدی (۱۳۸۹) به بررسی رابطه ی بین حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات ارزیابی شده پرداخته‌اند. در این پژوهش، رابطه بین برخی از معیارهای مهم حاکمیت شرکتی، از جمله درصد اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره، نقش ترکیبی مدیرعامل (دوگانگی وظایف مدیرعامل) و سهامداران نهادی با درصد اختلاف بین سود مشمول مالیات ابرازی و قطعی ارزیابی گردید. یافته‌ها حاکی از آن است که بین وجود یا عدم وجود معیارهای حاکمیت شرکتی و درصد اختلاف بین سود مشمول مالیات ابرازی و قطعی رابطه ی معنی داری وجود ندارد. نتایج بدست آمده از آزمون‌های تکمیلی نیز مؤید این مسأله است [۲].

سرهنگی و جلالی فراهانی (۱۳۹۳) رابطه میان ساختار مالکیت و پایداری سود را مورد بررسی قرار داده و در این راستا به جنبه‌های تمرکز و ترکیب ساختار مالکیت شرکت‌ها توجه کرده‌اند. میزان مالکیت بزرگترین سهامدار و ۵ سهامدار بزرگتر به عنوان شاخص‌های تمرکز مالکیت شرکت‌ها و مالکیت مدیریتی، نهادی و



انفرادی انواع مختلف ترکیب مالکیت شرکتها در نظر گرفته شده است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که ساختار مالکیت بر پایداری سود تأثیر معنیداری دارد. تأثیر مالکیت مدیریتی و ۵ سهامدار بزرگتر بر پایداری سود مثبت و معنی دار و تأثیر مالکیت انفرادی بر پایداری سود منفی و معنی دار است. [۷]

رضایی و مهدوی دوست (۱۳۹۱) تأثیر متغیرهای مالکیت و راهبری را روی هزینه های نمایندگی بررسی کردند. در این مطالعه، تعداد ۷۴ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۳ از میان ۱۶ گروه صنعت مختلف به عنوان نمونه آماری انتخاب گردیدند. در این مطالعه، تصدی همزمان دو پست مدیریت عامل و عضویت هیئت مدیره، مدت تصدی هیئت مدیره، درصد اعضای غیرموظف و مالکان نهادی را به عنوان فرضیه های تحقیق مورد بررسی قرار داده‌اند. یافته های تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معناداری بین متغیرهای نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره و مدت تصدی هیئت مدیره، و رابطه منفی و معنادار بین متغیر مالکان نهادی و هزینه نمایندگی است؛ ولی بین تصدی همزمان دو پست مدیریت عامل و عضویت هیئت مدیره رابطه معناداری یافت نشد. [۶]

خدادادی و تاگر (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر ویژگی های حاکمیت شرکتی شامل تمرکز مالکیت، سرمایه گذاری نهادی، مالکیت دولتی، مالکیت مدیریتی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و درصد مدیران غیرموظف در هیئت مدیره بر عملکرد مالی و ارزش شرکت های بورسی پرداخته شده است. در تحلیل ها از داده های ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۴ استفاده شده است. نتایج نشان داد که تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی با ارزش شرکتها دارای رابطه مثبت معنیداری است. دوگانگی وظیفه مدیرعامل با ارزش شرکت دارای رابطه منفی و معنی دار و ساختار حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی دار بوده است. [۵]

فرضیه های تحقیق

برای حصول به اهداف تحقیق، فرضیه هایی به شرح ذیل تبیین می شوند:

۱. میزان مالکیت سهامدار عمده بابهروری شرکت رابطه مثبت دارد.
۲. میزان مالکیت سهامداران عمده بابهروری شرکت رابطه مثبت دارد.
۳. میزان مالکیت نهادی بابهروری شرکت رابطه مثبت دارد.
۴. تمرکز مالکیت بابهروری شرکت رابطه مثبت دارد.
۵. دوگانگی وظیفه مدیرعامل بابهروری شرکت رابطه منفی دارد.
۶. نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضا (استقلال هیئت مدیره) با بهرهروری شرکت رابطه مثبت دارد.
۷. مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره شرکت بابهروری شرکت رابطه منفی دارد.

۸. نسبت بدهی بابت بهره‌وری شرکت رابطه مثبت دارد.

روش تحقیق و جامعه آماری

روش تحقیق به کار گرفته شده از نوع تحقیقات توصیفی - همبستگی است که سعی در توصیف روابط بین متغیرها با استفاده از آزمون‌های آماری دارد. نوع تحقیق کاربردی است و به این دلیل که وقایع اتفاق افتاده‌اند روش تحقیق حاضر پس رویدادی می‌باشد که بر اساس صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام می‌شود. از نظر موضوعی جزء تحقیقات تجربی حسابداری و از نظر مدل ترکیبی است.

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره مالی ده ساله بین سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۱ می‌باشد که نمونه‌ی مورد نظر با توجه به شرایط زیر از بین آن‌ها انتخاب گردیده است:

۱. شرکت‌ها تا ابتدای سال ۱۳۸۲ در بورس پذیرفته شده باشند.
 ۲. این شرکت‌ها در طول دوره مورد بررسی تغییر در دوره مالی نداشته باشند.
 ۳. پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه ۲۹ اسفندماه باشد.
 ۴. اطلاعات مربوط به آزمون فرضیه‌های تحقیق در دسترس باشد.
 ۵. جزء شرکت‌های غیر تولیدی نباشند (بانک‌ها، بیمه‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گر مالی، چندرشته‌ای، صندوق بازنگستی، نهاده مالی و بانکی).
- در نهایت با اعمال شرایط فوق تعداد ۱۲۳ شرکت حائز شرایط بوده و به عنوان نمونه انتخاب گردید.

تحلیل اطلاعات و بحث در یافته‌های پژوهش

مدل مورد استفاده پژوهش

الگوی کلی مورد استفاده جهت انجام تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

$$\begin{aligned} \mu_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{OWN}_{i,t} + \alpha_2 \text{GOV}_{i,t} + \alpha_3 \text{CON}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1) \\ \mu_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{BIG}_{i,t} + \alpha_2 \text{BBIG}_{i,t} + \alpha_3 \text{INST}_{i,t} + \alpha_4 \text{OWNCON}_{i,t} + \alpha_5 \\ &\text{DUAL}_{i,t} + \alpha_6 \text{BRDIND}_{i,t} + \alpha_7 \text{TENURE}_{i,t} + \alpha_8 \text{DEBTRL}_{i,t} + \alpha_9 \text{SIZE}_{i,t} \\ &+ \alpha_{10} \text{MB}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$



درالگوی فوق M_{it} به عنوان متغیر وابسته می‌باشد و نشان‌دهنده‌ی بهره‌وری است. OWN و GOV به عنوان متغیرهای مستقل و CON به عنوان متغیر کنترلی هستند. OWN بیانگر متغیرهای مربوط به ساختار مالکیت است که در این تحقیق از سهامدار عمده (BIG)، سهام داران نهادی (INST) و تمرکز مالکیت (OWNCON) به عنوان متغیرهای ساختار مالکیت استفاده شده است. GOV بیانگر متغیرهای مربوط به حاکمیت شرکتی است که در این تحقیق از دوگانگی وظیفه مدیرعامل (DUAL)، استقلال هیئت‌مدیره (BRDIND)، مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیئت‌مدیره شرکت (TENURE) و نسبت بدهی (DEBTRL) به عنوان متغیرهای حاکمیت شرکتی استفاده شده است. اندازه شرکت (SIZE) و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (MB) به عنوان متغیرهای کنترلی (CON) در نظر گرفته شده‌اند.

در مدل مورد استفاده، معنادار بودن (مثبت یا منفی) ضرایب $a_1, a_2, a_3, \dots, a_n$ بیانگر آن است که با افزایش (کاهش) متغیره ای ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی، متغیر وابسته تحقیق (بهره‌وری) نیز افزایش (کاهش) می‌یابد. در واقع تأیید یا رد فرضیه از طریق معنادار بودن ضریب متغیرهای فوق انجام می‌گیرد. به این ترتیب که فرضیه‌های تحقیق زمانی تأیید خواهند شد که متغیرهای ساختار مالکیت (سهامدار عمده، سهامداران عمده، سهامدار نهادی و تمرکز مالکیت) و حاکمیت شرکتی باشند.

تعریف و اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

در این پژوهش از سه دسته متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی استفاده می‌شود. نحوه‌ی اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش در نگاره شماره ۱ ارائه شده است.

نگاره شماره ۱- نحوه‌ی اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

ردیف	نام متغیر	متغیر مستقل	نماد	روش محاسبه
1	متغیر وابسته	بهره‌وری کل	M_{it}	ارزش افزوده / بهره‌وری کل دارایی‌های ثابت مشهود + حقوق و دستمزد
		بهره‌وری نیروی کار		ارزش افزوده / بهره‌وری نیروی کار حقوق و دستمزد
		بهره‌وری سرمایه		ارزش افزوده / بهره‌وری سرمایه دارایی‌های ثابت مشهود

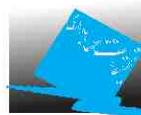


ادامه ی نگاره ۱

(حقیقت جو و رنگریز، 1391) [5]		بهره وری سرمایه		
درصد مالکیت بزرگترین سهامدار هر شرکت (به استثنای سهامداران نهادی)	$BIG_{i,t}$	مالکیت سهامدار عمده	متغیر مستقل	2
مجموع درصد مالکیت سهامداران بزرگ هر شرکت (به استثنای سهامداران نهادی)	$BBIG_{i,t}$	مالکیت سهامداران عمده		3
مجموع درصد مالکیت سهامداران نهادی هر شرکت	$INST_{i,t}$	مالکیت سهامداران نهادی		4
مجموع درصد تملک سهامدارانی که حداقل 5 درصد سهام شرکت را در اختیار دارند.	$OWNCON_{i,t}$	تمرکز مالکیت		5
اگر مدیرعامل، رئیس هیئت مدیره نیز باشد، برابر 1 در غیر اینصورت برابر 0 است.	$DUAL_{i,t}$	دوگانگی وظیفه مدیرعامل		6
تعداد اعضای غیرموظف (مستقل) در ترکیب هیئت مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیئت مدیره	$BRDIND_{i,t}$	استقلال هیئت مدیره		7
لگاریتم طبیعی مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره شرکت	$TENURE_{i,t}$	مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره شرکت		8
کل بدهی بلند مدت تقسیم بر کل دارایی ها	$DEBTRL_{i,t}$	نسبت بدهی		9
لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی ها	SIZE	اندازه شرکت		10
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام		متغیر کنترلی 11

آمار توصیفی

آمار توصیفی داده‌های جمع آوری شده که شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی است در نگاره شماره ۲ ارائه شده است. اعداد جدول آمار توصیفی بعد از استاندارد کردن تمامی متغیرها محاسبه شده



است تا مقادیر بیان شده در بین شرکت‌ها با اندازه‌ها، فعالیت‌ها و ویژگی‌های متفاوت معنادار باشد.

نگاره شماره ۲- جدول آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	تعداد	کمترین	بیشترین	انحراف معیار	میانگین
بهره‌وری	$\mu_{i,t}$	1230	1.90	8.76	1.04	0.76
مالکیت سهامدار عمده	$BIG_{i,t}$	1230	0	99.51	26.39	35.59
مالکیت سهامداران عمده	$BBIG_{i,t}$	1230	0	100	29.91	43.56
مالکیت سهامداران نهادی	$INST_{i,t}$	1230	0	99.09	31.23	32.27
تمرکز مالکیت	$OWNCON_{i,t}$	1230	0	100	17.70	73.18
استقلال هیئت مدیره	$BRDIND_{i,t}$	1230	0.20	0.86	0.17	0.60
مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره	$TENURE_{i,t}$	1230	0	2.48	0.72	0.99
نسبت بدهی	$DEBTRL_{i,t}$	1230	0	1.37	0.12	0.09
اندازه شرکت	SIZE	1230	8.21	15.40	2.30	10.50
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MB	1230	0.95	4.71	0.95	2.12

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه ۱: مالکیت سهامدار عمده و بهره‌وری رابطه‌ی مثبت دارد.

لذا فرضیه فوق به صورت آماری به شکل زیر بیان می‌شود:

H_0 : بین مالکیت سهامدار عمده و بهره‌وری رابطه مثبت وجود ندارد. ($\beta_1 = 0$)

H_1 : بین مالکیت سهامدار عمده و بهره‌وری رابطه مثبت وجود دارد. ($\beta_1 \neq 0$)

از آنجا که داده‌های تحقیق، تلفیقی از داده‌های مقطعی (شرکت‌ها) و سری زمانی (بازه زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۱) است، لذا قبل از تخمین الگوی شماره (۱)، برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی یا مقطعی از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. پذیرش فرض صفر به معنای چیدمان داده‌ها به روش مقطعی و رد آن



چیدمان داده‌ها به روش ترکیبی (تابلویی) است. نتیجه این آزمون در جدول ۳ ارائه شده است:

نگاره شماره ۳- نتیجه آزمون لیمر و هاسمن

نام آزمون	میزان آزمون	درجه آزادی	احتمال	نتیجه
F لیمر	6.8260	9.81	0.0000	استفاده از داده های پانل (Panel)
هاسمن	4.6176	8	0.7976	روش تخمین مدل، اثرات تصادفی است.

منبع: یافته‌های پژوهش

بنابراین به دلیل این که میزان احتمال آماره F لیمر کمتر از ۵٪ است، فرض صفر آزمون لیمر، مبنی بر کاربرد داده‌های مقطعی رد می شود و نشان دهنده ی این است که داده‌های تحقیق ما از نوع تابلویی می باشد. برای تعیین نوع تخمین الگوی رگرسیونی مورد نظر از آزمون هاسمن استفاده می شود. پذیرش فرضیه صفر این آزمون نشان دهنده ی این است که روش تخمین مدل مورد نظر در این تحقیق از نوع اثرات تصادفی خواهد بود که نتیجه آن در نگاره شماره ۴ ارائه شده است. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از یک مدل رگرسیونی خطی چندگانه استفاده می شود. متغیر وابسته مدل بهره وری و متغیرهای مستقل شامل مالکیت سهامدار عمده، مالکیت سهامداران عمده، مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، دوگانگی و وظیفه مدیر عامل، استقلال هیئت مدیره، مدت زمان دوره تصدی مدیر عامل در هیئت مدیره و نسبت بد می باشد، متغیرهای کنترلی نیز شامل اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری می باشد. از آن جا که ضریب بدست آمده برای مالکیت سهامدار عمده در جدول فوق ۰/۰۳۹۵، قدر مطلق آماره t برابر ۴/۰۳۳۳ و سطح معناداری این ضریب ۰/۰۰۰۱ کمتر از ۵٪ می باشد بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین مالکیت سهامدار عمده و بهره وری رابطه مثبت و معنا دار وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه ۲: بین مالکیت سهامداران عمده و بهره وری رابطه ی مثبت وجود دارد.

لذا فرضیه فوق به صورت آماری به شکل زیر بیان می شود:

H_0 : بین مالکیت سهامداران عمده و بهره وری رابطه ی مثبت وجود ندارد. ($\beta_2=0$)

H_1 : بین مالکیت سهامداران عمده و بهره وری رابطه ی مثبت وجود دارد. ($\beta_2 \neq 0$)

از آن جا که ضریب به دست آمده برای مالکیت سهامداران عمده در جدول فوق ۰/۰۱۸۹، قدر مطلق آماره



آبرابر ۲/۰۲۱۴ و سطح معناداری این ضریب ۰/۰۴۶۲ کمتر از ۵٪ می باشد بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین مالکیت سهامداران عمده و بهره وری رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

نگاره شماره ۴- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از یک مدل رگرسیون خطی چندگانه

$\mu_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{BIG}_{i,t} + \alpha_2 \text{BBIG}_{i,t} + \alpha_3 \text{INST}_{i,t} + \alpha_4 \text{OWNCON}_{i,t} + \alpha_5 \text{DUAL}_{i,t} + \alpha_6 \text{BRDIND}_{i,t} + \alpha_7 \text{TENURE}_{i,t} + \alpha_8 \text{DEBTRL}_{i,t} + \alpha_9 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_{10} \text{MB}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
نماد	ضرایب	t آماره	احتمال	(vif) شاخص تورم
β_0	0.4813	1.0233	0.3089	-
BIG	0.0395	4.0333	0.0001	1.863
BBIG	0.0189	2.0214	0.0462	1.681
INST	0.0071	2.۲۳۳۶	0.0158	1.731
OWNCON	0.0085	2.۰۲۵۱	0.0114	1.7565
DUAL	-0.7020	-2.7962	0.0063	2.736
BRDIND	0.0989	3.۱۹۳۲	0.0472	1.7655
TENURE	-0.0189	-3.۱۹۷۱	0.0442	1.8945
DEBTRL	2.1948	2.0528	0.0430	1.828
SIZE	1.471	2.421	0.027	1.421
MB	1.975	2.082	0.038	1.741
	مقدار	آزمون	مقدار	P-VALUE
R^2	0.65	K-S	0.395	0.077
R^2 تعدیل شده	0.64	F فیشر	5.1436	0.0000
D-W	1.9176			

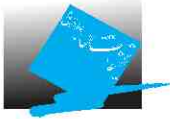
نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه ۳: بین مالکیت سهامداران نهادی و بهره وری رابطه مثبت وجود دارد.

لذا فرضیه فوق به صورت آماری به شکل زیر بیان می شود:

H_0 : بین مالکیت سهامداران نهادی و بهره وری رابطه مثبت وجود ندارد. ($\beta_3 = 0$)

H_1 : بین مالکیت سهامداران نهادی و بهره وری رابطه مثبت وجود دارد. ($\beta_3 \neq 0$)



از آن جا که ضریب به دست آمده برای مالکیت سهامداران نهادی در جدول فوق ۰/۰۰۷۱، قدرمطلق آماره t برابر ۲/۲۳۳۶ و سطح معناداری این ضریب ۰/۰۱۵۸ کمتر از ۵٪ می باشد بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین مالکیت سهامداران نهادی و بهره وری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه چهارم

فرضیه ۴: بین تمرکز مالکیت و بهره وری رابطه مثبت وجود دارد.

لذا فرضیه فوق به صورت آماری به شکل زیر بیان می شود:

H_0 : بین تمرکز مالکیت و بهره وری رابطه مثبت وجود ندارد. ($\beta_4 = 0$)

H_1 : بین تمرکز مالکیت و بهره وری رابطه مثبت وجود دارد. ($\beta_4 \neq 0$)

از آن جا که ضریب به دست آمده برای تمرکز مالکیت در جدول فوق ۰/۰۰۸۵، قدرمطلق آماره t برابر ۰/۲۵۱/۲ و سطح معناداری این ضریب ۰/۰۱۱۴ کمتر از ۵٪ می باشد بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین تمرکز مالکیت و بهره وری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه پنجم

فرضیه ۵: بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و بهره وری رابطه منفی وجود دارد.

لذا فرضیه فوق به صورت آماری به شکل زیر بیان می شود:

H_0 : بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و بهره وری رابطه منفی وجود ندارد. ($\beta_5 = 0$)

H_1 : بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و بهره وری رابطه منفی وجود دارد. ($\beta_5 \neq 0$)

از آن جا که ضریب به دست آمده برای دوگانگی وظیفه مدیرعامل در جدول فوق ۰/۷۰۲۰-، قدرمطلق آماره t برابر ۲/۷۹۶۲- و سطح معناداری این ضریب ۰/۰۰۶۳ کمتر از ۵٪ می باشد بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و بهره وری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

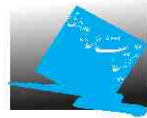
نتایج آزمون فرضیه ششم

فرضیه ۶: بین استقلال هیئت مدیره و بهره وری رابطه مثبت وجود دارد.

لذا فرضیه فوق به صورت آماری به شکل زیر بیان می شود:

H_0 : بین استقلال هیئت مدیره و بهره وری رابطه مثبت وجود ندارد. ($\beta_6 = 0$)

H_1 : بین استقلال هیئت مدیره و بهره وری رابطه مثبت وجود دارد. ($\beta_6 \neq 0$)



از آن جا که ضریب بدست آمده برای استقلال هیئت مدیره در جدول فوق ۰/۰۹۸۹، قدرمطلق آماره برابر ۱۹۳۲/۳ و سطح معناداری این ضریب ۰/۰۴۷۲ کمتر از ۵٪ می باشد بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین استقلال هیئت مدیره و بهره وری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه هفتم

فرضیه ۷: بین مدت زمان دوره تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره و بهره وری رابطه منفی وجود دارد.

لذا فرضیه فوق به صورت آماری به شکل زیر بیان می شود:

H_0 : بین مدت زمان دوره تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره و بهره وری رابطه منفی وجود ندارد. ($\beta_7=0$)

H_1 : بین مدت زمان دوره تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره و بهره وری رابطه منفی وجود دارد. ($\beta_7 \neq 0$)

از آن جا که ضریب به دست آمده برای مدت زمان دوره تصدی مدیرعامل در جدول فوق ۰/۰۱۸۹-، قدرمطلق آماره t برابر ۳/۱۹۷۱- و سطح معناداری این ضریب ۰/۰۴۴۲ کمتر از ۵٪ می باشد بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین مدت زمان دوره تصدی مدیرعامل و بهره وری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه هشتم

فرضیه ۸: بین نسبت بدهی و بهره وری رابطه مثبت وجود دارد.

لذا فرضیه فوق به صورت آماری به شکل زیر بیان می شود:

H_0 : بین نسبت بدهی و بهره وری رابطه مثبت وجود ندارد. ($\beta_8=0$)

H_1 : بین نسبت بدهی و بهره وری رابطه مثبت وجود دارد. ($\beta_8 \neq 0$)

از آن جا که ضریب به دست آمده برای نسبت بدهی در جدول فوق ۲/۱۹۴۸، قدرمطلق آماره t برابر ۰۵۲۸/۲ و سطح معناداری این ضریب ۰/۰۴۳۰ کمتر از ۵٪ است بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین نسبت بدهی و بهره وری رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

نتیجه گیری و ارائه پیشنهادها

در این پژوهش با استفاده از داده های تابلویی به بررسی اثر مالکیت سهامدار عمده، مالکیت سهامداران عمده، مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، استقلال هیئت مدیره، مدت زمان دوره تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره و نسبت بدهی بر بهره وری شرکت های بورسی پرداخته می شود. نتایج تحقیق گویای این واقعیت است که براساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق، بین بهره



وری در شرکت‌های نمونه ی آماری با مالکیت سهامدار عمده، مالکیت سهامداران عمده، مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیئت مدیره و نسبت بدهی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و همچنین بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره رابطه منفی و معنادار است. روش تحقیق مورد نظر از نوع توصیفی - همبستگی بوده چون که ارتباط بین متغیرهای توضیحی و وابسته را تشریح می کند و نوع تحقیق مورد نظر از جمله تحقیقات کاربردی می باشد. برای بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته از مدل رگرسیونی خطی جداگانه، و روش حداقل مربعات معمولی و تعمیم یافته برای هر فرضیه استفاده شده است.

در مقایسه این تحقیق با تحقیقات مشابه دیگر باید به نحوه محاسبه بهره وری توجه شود چون که برای محاسبه بهره وری شاخص‌های مختلفی وجود دارد که در تعمیم نتایج باید این نکته مد نظر قرار گیرد. یافته‌ها نشان می دهد که با افزایش و یا کاهش هر یک از متغیرهای مربوط به حاکمیت شرکتی و تغییر ترکیب ساختار مالکیت، به تبع آن بهره وری شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می دهد. بنابراین سرمایه گذاران و اعتباردهندگان و دیگر استفاده کنندگان از صورت‌های مالی می بایست به متغیرهای توضیحی آورده شده در تحقیق به عنوان یک ابزار مربوط در تصمیم گیری توجه خاصی مبذول دارند. از آنجا که متغیر ساختار مالکیت و مؤلفه‌های مربوط به حاکمیت شرکتی رابطه معناداری با بهره وری دارند بنابراین استفاده کنندگان از صورت‌های مالی باید به این متغیرها توجه خاصی مبذول نمایند زیرا در نظر گرفتن روابط فوق در تصمیم گیری باعث افزایش ثروت سهامداران و به تبع آن افزایش ارزش شرکت می شود.

موضوعاتی که برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می گردند عبارتند از:

- ۱- ارتباط بین ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی با توجه به نوع بهره وری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- ۲- ارتباط بین تغییر در ساختار مالکیت شرکت‌ها و بهره وری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- ۳- ارتباط بین حاکمیت شرکتی و نوع ساختار مالکیت شرکت‌ها و بهره وری در شرکت‌هایی که وابستگی به دولت دارند.



- محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نقش مدیریت سود». فصلنامه ی علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۶، صص ۲۷-۵۳.
- ۲- باباجانی، جعفر، عبدی، مجید. (۱۳۸۹). «رابطه ی حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکت ها». پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۵، صص ۶۵-۸۶.
- ۳- بابایی زکلیکی، محمدعلی، احمدوند، ژیللا. (۱۳۸۷). «بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران». تحقیقات مالی، شماره ۲۶، دوره ۱۰، صص ۴۱-۶۰.
- ۴- حقیقت جو، رضا، رنگریز، حسن. (۱۳۹۱). بهره وری و تجزیه و تحلیل آن در سازمان ها، تهران، انتشارات ترمه.
- ۵- خدادادی، ولی، تاکر، رضا. (۱۳۹۱). «تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۵، صص ۸۸-۱۰۹.
- ۶- رضایی، فرزین، مهدوی دوست، محبوبه. (۱۳۹۱). «تأثیر شاخصه های راهبری شرکتی و ساختار مالکیت بر هزینه های نمایندگی». فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۴، صص ۷۹-۱۰۱.
- ۷- سرهنگی، حجت، جلالی فراهانی، عباس. (۱۳۹۳). «بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۴، صص ۳-۲۴.
- ۸- مهدوی دوست، محبوبه. (۱۳۹۰). «تأثیر شاخصه های حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر هزینه های نمایندگی». پایان نامه ی کارشناسی ارشد رشته مدیریت بازرگانی، دانشکده ی مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد قزوین.

9- Bajaj, M, Chan, Y, Dasgupta, S. (2000). "The relationship between ownership, financing decision and firm performance: a signalling model". International Economic Review, Vol.39, No.1, PP.1-32.

10- Chen, Y. (2008). "International Dual Listing :An analytical Framework based on Corporate Governance Theory". Journal of American Academy of



Business, No.12(2), PP.187-194.

11-Dennis,Diane K., McConnell. John J. (2003). "International Corporate Governance". ECGI - Finance Working Paper; and Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance IssuesII Conference.

12-Dongwei Su, Xingxing He. (2012). "Ownership structure, corporate governance and productive efficiency in China". J Prod Anal, No.38, PP.303-318.

13-Gaa,J. (2007). "Corporate Governance, transparency and Secrecy: The Ethics of Earnings Management". University of Alberta, Working Paper.

14-Hovey M, Li L, Naughton A. (2003). "The relationship between valuation and ownership of listed firms in China". Corp Gov Int Rev, No.11, PP.112–123.

15-Lin TW, (2004). "Corporate governance in China: recent developments , key problems and solution". IAccount Corp Gov, No.1, PP.1-23.

16-Maher,M , Andersson,T. (2000). "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth". OECD working paper.

17-Mashayekhi,B. (2007). "Board of director characteristics and firms discretionary accruals management: the case of Iran". Fifth International Business Research.

18-Masnoon,M , Rauf,M. (2014). "Impact of corporate Governance on Capital Structure-A study of KSE listed Firms". Global Management Journal for Academic & Corporate studies, Vol.3, No.1, pp.94-110.

19-Mitton T. (2002). "A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asia financial crisis". J Financ Econ, No.64, PP.215–241.