

بررسی رابطه بین سازوکارهای نظام راهبری شرکتی با عملکرد شرکت با رویکرد ارزیابی متوازن

المیرا ناطقی^۱، حسین کاظمی^۲

^۱ کارشناس ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی سهروردی، قزوین (نویسنده مسئول)

^۲ استادیار حسابداری، موسسه آموزش عالی سهروردی، قزوین

چکیده

هدف اصلی مطالعه بررسی ارتباط بین سازوکارهای نظام راهبری شرکتی با عملکرد شرکت است. عملکرد شرکت از طریق ارزیابی متوازن محاسبه شد. روش تحقیق این مطالعه تحلیلی توصیفی از نوع همبستگی می باشد، جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و نمونه گیری به روش حذفی صورت گرفته است، جهت تجزیه و تحلیل آماری از داده های ۱۰۵ شرکت در طی ۸ سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ استفاده شده است. پیش آزمون های مورد استفاده در این تحقیق مانایی و نرمالیت می باشند و پس از تأیید با توجه به آماره f لیمر و آزمون هاسمن، رگرسیون مطالعه به روش داده های پانل و با اثرات ثابت تخمین زده شد، نتایج رگرسیون نشان می دهد که بین تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، سهام شناور آزاد، استقلال هیأت مدیره و نوع حسابرسان با عملکرد شرکت ارتباط مثبت و معنی داری وجود دارد، اما بین اندازه ی هیأت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط معنی داری وجود ندارد و این فرضیه رد می شود. برازش تحقیق توسط نرم افزار ایویوز ۸ صورت گرفته است.

واژه های کلیدی: نظام راهبری شرکتی، عملکرد شرکت، ارزیابی عملکرد متوازن

۱. مقدمه

نظام راهبری شرکتی به دنبال ارتقای عدالت، شفافیت و پاسخگویی در شرکت است و بررسی عوامل تشکیل دهنده آن در شرکت ها از ضرورت خاصی برخوردار است. نظام راهبری شرکتی نوعی سازوکار اجتماعی برای کمک به نظارت و کنترل رفتار مدیران و نیز ابزار نظارتی سهامداران است. نظام راهبری شرکتی در روابط اقتصادی و قراردادهای منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و به تبع آن کاهش هزینه های نمایندگی می شود [۱]. مطالعات پیشین به صورت مجزا به بررسی هر یک از عوامل نظام راهبری شرکت پرداخته است اما تا کنون مطالعه جامعی که عوامل مؤثر نظام راهبری شرکت را بر عملکرد شرکت سنجیده باشد، یافت نشده است و این مطالعه از این بابت نوآور است و انجام مطالعه از اهمیت خاصی برخوردار می باشد [۲]. هدف از اعمال نظام راهبری شرکتی، اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذینفعان مختلف فراهم شود. نظام راهبری شرکتی بیش از هرچیز، حیات بنگاه اقتصادی در بلندمدت را هدف قرار داده و در صدد حفاظت از منافع سهامداران در مقابل مدیران شرکتها می باشد. استقرار نظام راهبری مؤثر و کارا باعث می گردد منافع مدیران و مالکان در یک راستا قرار گیرد، عملکرد شرکت بهبود یابد و زمینه رشد و گسترش آن فراهم شود [۳]. به عبارت دیگر، یک نظام راهبری مناسب به بنگاه در راستای ارزش آفرینی که از جمله اهداف اصلی خصوصی سازی است، کمک می کند. ایجاد ارزش برای یک بنگاه می تواند از منظر شاخص های حسابداری، بازار یا کاهش هزینه ی سرمایه مطرح گردد. بنابراین سازوکارهای راهبری شرکت مانند کیفیت افشای اطلاعات، ساختار مالکیت، اعضای غیر موظف هیات مدیره، کمیته حسابرسی و سهامداران نهادی می توانند شرکت را به سمت عملکرد بدتر رهنمون گردند [۴].

امروزه در اهمیت و جایگاه حاکمیت شرکتی برای موفقیت شرکتها تردیدی نیست چرا که این موضوع با توجه به رخدادهای سالهای اخیر و بحرانهای مالی شرکتها اهمیتی بیش از پیش یافته است. بررسی علل و آسیب شناسی فروپاشی برخی از شرکت های بزرگ که زیانهای کلانی به ویژه برای سهامداران داشته است مشخص نمود ناشی از ضعف سیستم های حاکمیت شرکتی آنان بوده است. تحقیقات نشان می دهد که حاکمیت شرکتی می تواند باعث ارتقاء استانداردهای تجاری شرکتها، تشویق، تأمین و تجهیز سرمایه ها و سرمایه گذاران و بهبود امور اجرایی آنان گردیده و یکی از عناصر اصلی در بهبود کارایی اقتصادی شرکتهاست چرا که ناظر بر روابط سهامداران، هیئت مدیره، مدیران و سایر ذینفعان آنان است [۵] و همچنین رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش و عملکرد شرکت از اهمیت اساسی بین دانشگاهیان، شاغلین و سیاستگذاران برخوردار است. اهمیت این موضوع از حجم قابل توجه ادبیات تجربی درباره ی حاکمیت شرکتی و تصمیمات متعدد نظارتی که بر ساختار حاکمیت تاثیرگذار است، واضح می باشد و این مطالعه به دنبال بررسی این ارتباط در شرکت های بورسی می باشد.

۲. بیان مسأله

ارزیابی موقعیت مالی یک شرکت در فرایند تصمیم گیری امری حیاتی و ضروری است، چراکه عملیات یک شرکت، ارگان و یا سازمان تا اندازه ی زیادی وابسته به موقعیت مالی آن است به گونه ای که یک شرکت ممکن است با وجود تولید محصول خوب، کنترل کیفیت منظم و ساختار تشکیلاتی منسجم و هماهنگ، به خاطر بحران مالی دچار ورشکستگی شود [۶]. ارزیابی عملکرد یکی از اقدامات اساسی و ضروری در امر برنامه ریزی و هدف گذاری مدیران بیان می شود، در واقع ارزیابی نه تنها در انتخاب استراتژی و ساختار مالی به مدیران کمک می کند، بلکه نشان می دهد که چگونه استراتژی ها و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام اثر می گذارد، لذا سنجش عملکرد شرکتها، ارزیابی کلی از وضعیت مالی و نتایج عملیات به منظور اخذ تصمیمات ضروری و منطقی می باشد. در این مطالعه سعی بر آن است که تاثیر مکانیسم های حاکمیت شرکتی داخلی بر عملکرد شرکت در یک بازار در حال ظهور که در آن سازوکارهای سازمانی ضعیف و انعطاف پذیر است مورد بررسی قرار گیرد و هم چنین بررسی این مسأله که آیا هرگونه روابط، در راستای نظریه های توسعه یافته در غرب دنبال می شوند یا در زمینه ی خاصی هستند. مقالات موجود، بر سه سیستم مختلف تاکید دارد: ۱/ مبتنی بر بازار (بیرونی) ۲/ مبتنی بر رابطه (خودی) ۳/ سیستم

ترکیبی. سیستم اول بیشتر در کشورهای آنگلو ساکسون (ایالات متحده آمریکا و انگلستان) دیده می شود که در آن حمایت از سهامداران اقلیت قوی است و تاکید زیادی بر به حداکثر رساندن ارزش سهامدار وجود دارد. از سوی دیگر، با سیستم دوم که سیستم متمایل به ذینفع یا مبتنی بر رابطه یا خودی که در اروپا و بخش هایی از آمریکای لاتین و آسیای شرقی دیده می شود، مواجه می شود. در این سیستم نقش شرکت بسیار گسترده تر از به حداکثر رساندن سود سهامدار است و تلاش می کند تا دامنه ی وسیعی از سهامداران نفع ببرند و در نهایت سیستم سوم که ترکیبی از ویژگی های دو مورد قبل است که ممکن است به حقوق مالکیت ضعیف تبدیل شود اما لزوماً تعرفه ها برای ذینفعان قوی تر نیست [۷]. در حال حاضر مجموعه ی گسترده ای از مقالات مربوط به رابطه ی بین ساختار مالکیت، ترکیب و ویژگی های هیأت مدیره و عملکرد شرکت وجود دارد. نکته ی مهم: بحث بر سر این است که تا چه حد چنین روابطی منعکس کننده ی اصول کلی است، مانند یک (تضاد بنیادی منافع بین سهامداران و مدیران) اینکه چگونه چارچوب های سازمانی ملی بر روی تضعیف یا تشدید هرگونه تنش آن تاثیر می گذارند و این که آیا گزینه های جایگزین، به طور بالقوه به همان اندازه رویکردهای معتبری هستند یا خیر و اینکه در واقع ممکن است در جایگاه های خاص بهتر کار کنند. مقالات موجود درباره ی هیأت مدیره، مالکیت و عملکرد، تمایل دارند بر تغییرات مکانیسم های حاکمیت شرکتی داخلی در چارچوب بازارهای آزاد و بر یافتن روش هایی که در آن حقوق سهامدار ممکن است برای به حداکثر رساندن ارزش سهامدار اعمال شود، متمرکز شود. می توان استدلال کرد که تأثیرات آرایش حاکمیت شرکتی داخلی ممکن است تقویت شود و از این رو بسیار قابل ملاحظه است، در شرایطی با نهادهای ضعیف و انعطاف پذیر، که در آن آرایش حاکمیت شرکتی خارجی کمتر تأثیر گذار هستند [۲]. علاقه به درک این که مؤسسات چگونه کار می کنند و تأثیر تغییرات در پوشش سازمانی در بازار های نو ظهور و در مواردی که مالکیت خانوادگی گسترده است، رو به رشد است. با این حال، محدودیت در بسیاری از مقالات سازمانی قیاسی موجود آن است که با شرکت، به عنوان چیزی شبیه به یک کمر بند انتقادی با ویژگی های زمینه ای، که به نتایج عملکرد می پردازد، رفتار می شود. با این وجود، آرایش سازمانی به طور مستقیم بر عمل و حاکمیت درون سازمانی تأثیر می گذارد [۸]. از این رو، این مطالعه تجزیه و تحلیل نزدیک رابطه بین مؤسسات، حاکمیت و عملکرد شرکت های داخلی را فراهم می کند و پیوندها و ارتباطات بین آن ها را مشخص می کند. علاوه بر این، بررسی ارتباط بین تأثیرات حاکمیت شرکتی خاص سازمانی و عملکرد شرکت، با استفاده از شاخص های عملکرد حسابداری و مبتنی بر بازار، یک روش شناختی را برای بیان بهتر عملکرد شرکت در پیوند با زمینه ی اقتصاد یک بازار نوظهور ارایه می دهد، که تنها تعداد کمی از مطالعات تاکنون به آن رسیده اند. می توان گفت، این مطالعه بر روی ارتباط بین پویایی زمینه ای و عمل درون شرکتی تمرکز دارد. از این رو بر هر دو تمرکز می کند، اینکه چگونه سازمان های در سطح ملی و اکوسیستم مرتبط با سرمایه گذاری، بر حاکمیت شرکتی داخلی تأثیر می گذارند، و چگونه مورد آخر ممکن است با حالت های پایدار رفتارهایی که منعکس کننده ی پویایی داخلی و خارجی هستند، مرتبط باشد. بدین ترتیب سوال اساسی این تحقیق عبارت است از اینکه آیا عوامل نظام راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت تأثیر معنی داری دارد؟

۳. پیشینه تحقیق

۳-۱- پیشینه تحقیق داخلی

[۹] نشان دادند عدم تأثیر معنادار تمرکز مالکیت بر عملکرد (بازده دارایی ها و کیوتوبین) در شرکت های خانوادگی (با مدیرعامل خانوادگی و مدیرعامل غیر خانوادگی) و نیز شرکتهای غیر خانوادگی می باشد. نتیجه دیگر پژوهش بیانگر این است که مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت های خانوادگی با مدیرعامل خانوادگی تأثیری معنادار ندارد. همچنین شواهدی مبنی بر تأثیرگذاری مالکیت خانوادگی بر عملکرد در شرکت های خانوادگی با مدیرعامل غیر خانوادگی یافت نشد.

[۱۰] نشان دادند که مؤلفه های حاکمیت شرکتی شامل حضور زن در هیأت مدیره، دوگانگی مدیر عامل، استقلال هیأت مدیره و بوده است. سرمایه ی انسانی، سرمایه ی ساختاری و سرمایه ی رابطه ای مؤلفه های سرمایه فکری بوده اند و عملکرد شرکت از طریق بازده دارایی ها محاسبه شده است. نتیجه نهایی این که سرمایه ی فکری بر رابطه ی بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت نقش مداخله گر داشته است.

[۱۱] در تحقیقی جهت محاسبه حاکمیت شرکتی از عوامل تاثیرگذار از جمله تفکیک پست مدیر عامل از رییس هیأت مدیره، نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره، میزان سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی، میزان نفوذ و مالکیت دولت و در نهایت برای محاسبه ساختار سرمایه شرکت از مدل مودیگیلیانی و میلر استفاده شده است. نتیجه ی نهایی اینکه شرکت هایی که کیفیت حاکمیت شرکتی مناسبی دارند ساختار سرمایه ای بهینه ای را نیز انتخاب می کنند اما رابطه ی معناداری بین سن شرکت و ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه مشاهده نگردد.

[۱۲] در پژوهش خود نشان می دهد که میان معیارهای تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و نوع حسابرِس با ارزش افزوده بازار ارتباط منفی معناداری وجود دارد، اما میان اندازه هیأت مدیره با ارزش افزوده بازار ارتباطی مثبت وجود دارد. نتایج مدل ارزش افزوده اقتصادی حاکی از وجود ارتباط منفی میان تمرکز مالکیت و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با ارزش افزوده اقتصادی است. در این مدل میان معیارهای مالکیت نهادی، اندازه هیأت مدیره و نوع حسابرِس با ارزش افزوده اقتصادی رابطه ای وجود ندارد. تخمین مدل ارزش افزوده نقدی نشان می دهد که معیارهای تمرکز مالکیت و اندازه هیأت مدیره با ارزش افزوده نقدی ارتباط مثبت معنی داری دارد و میان نوع حسابرِس با ارزش افزوده نقدی ارتباط منفی معناداری وجود دارد، در حالی که میان معیار دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مالکیت نهادی با ارزش افزوده نقدی رابطه ای وجود ندارد.

[۱۳] در تحقیقی نشان دادند شاخص توانایی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی که شامل تمامی ویژگی های ساختاری مورد بررسی در این پژوهش است، بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بی تأثیر است. به علاوه در بررسی تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی به صورت منفرد مشخص شد، تنها کیفیت گزارش حسابرسی بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت ها مؤثر بوده است.

۳-۲- پیشینه تحقیق خارجی

[۱۴] در تحقیقی نشان دادند که مسؤلیت پذیری هیأت مدیره و کمیته ی حسابرسی بر عملکرد شرکت ها که از روش ROE و Tobin Q اندازه گیری می شوند، تأثیر اندکی دارد. به طور مشابه، شفافیت و افشاء بر عملکرد شرکت ها که از روش Tobin Q اندازه گیری می شود، تأثیر منفی دارد. علاوه بر این، نتایج متغیرهای ساختگی کشور نشان می دهد که شرکت های هندی از نظر شیوه های حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی، عملکرد بهتری نسبت به کشورهای خلیج فارس دارند. مطالعه ی حاضر به عنوان یک محرک برای تحقیقات و مطالعات بیشتر بویژه در شرکت های بورسی هند و GCC در زمینه ی حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی عمل می کند.

[۱۵] در تحقیقی نتیجه گرفتند که این اثر میانجی در درجه ی اول بر نرخ بدهی کوتاه مدت در مقابل بلند مدت و نرخ بدهی مالی در مقابل غیر مالی تأثیرگذار است. روی هم رفته یافته ها نشان داد که دیدگاه ثروت اجتماعی عاطفی برای تشریح تصمیم گیری های بدهی در شرکت های خانوادگی بسیار مهم است. در نهایت با استفاده از این یافته ها محققان می توانند درک بهتری از ساختار سرمایه ی شرکت خانوادگی به دست بیاورند.

[۱۶] در مطالعه خود نشان دادند که تمرکز مالکیت خانوادگی موجب بهبود نظارت بر عملکرد مدیران شده و با ایجاد توازن بین منافع سهامداران عمده و اقلیت باعث بهبود عملکرد شرکت در بازارهای نوظهور می گردد.

[۱۷] در پژوهشی نشان دادند که مدیران دارای مالکیت خانوادگی و نیز مکانیسم های حاکمیت خانوادگی تأثیری مثبت بر عملکرد و نیز نسل‌های بعدی شرکت دارد. نتیجه دیگر پژوهش از تأثیر مثبت کنترل مستقیم مالکان غیرفعال بر مالکان خانوادگی فعال حکایت می‌کند.

[۱۸] در پژوهش خود نتیجه گرفتند که تمرکز مالکیت در کل نمونه (مجموع خانوادگی و غیرخانوادگی) بر عملکرد شرکت تأثیر مثبتی دارد و در شرکت‌های غیرخانوادگی نیز تأثیر آن مثبت است. این در حالی است که تأثیر تمرکز مالکیت در شرکت‌های خانوادگی بر عملکرد منفی می‌باشد

۴. روش تحقیق

این تحقیق از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، پیمایشی و همبستگی از نوع پس رویدادی می‌باشد. انجام این پژوهش در چهارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت گرفته است. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه ای کتابخانه ای و تحلیلی - علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی (پانل دیتا) نیز می‌باشد. داده ها از طریق صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و گزارش فعالیت شرکت‌ها و سایت بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده اند. جامعه آماری تحقیق از شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس تهران تشکیل شده است. نمونه آماری به روش حذفی و با در نظر گرفتن معیارهای چهار گانه انتخاب شده است:

۱. سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد. ۲. جزء شرکت های تولیدی باشد. ۳. وقفه ی معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشد و ۴. اطلاعات مورد نیاز آن‌ها در دسترس باشد. با توجه به روش نمونه گیری حذفی، تعداد شرکت های مورد مطالعه ۱۰۵ شرکت به دست آمد که برای ۸ سال از سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفته است.

۵. مدل و متغیرهای آن

با توجه به اینکه سازوکارهای نظام راهبری شرکتی را ۵ مولفه تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، سهام شناور آزاد، اندازه ی هیأت مدیره و نسبت استقلال هیأت مدیره تشکیل می‌دهد، این تحقیق شامل ۵ فرضیه به شرح زیر است:

فرضیه اول) بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت ارتباط مثبت وجود دارد.

فرضیه دوم) بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت ارتباط مثبت وجود دارد.

فرضیه سوم) بین سهام شناور آزاد و عملکرد شرکت ارتباط مثبت وجود دارد.

فرضیه چهارم) بین اندازه ی هیأت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط مثبت وجود دارد.

فرضیه پنجم) بین نسبت استقلال هیأت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط مثبت وجود دارد.

و مدل رگرسیونی مطالعه به شرح زیر است:

$$BSC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CONCEN_{i,t} + \beta_2 IO_{i,t} + \beta_3 FREE\ FLOAT_{i,t} + \beta_4 B-SIZE_{i,t} + \beta_5 B-IND_{i,t} + \beta_6 AUDIT_{i,t} + \beta_7 LEV + \beta_8 AGE_{i,t} + \beta_9 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در این رگرسیون: BSC: عملکرد شرکت از طریق ارزیابی متوازن، CONCEN it: تمرکز مالکیت، B-SIZE: تعداد اعضای هیأت مدیره، IO: مالکیت نهادی، FREE FLOAT: سهام شناور آزاد، AUDIT: نوع حسابرس، B-IND: ز عضویت مستقل هیأت مدیره، SIZE: اندازه شرکت، LEV: نسبت بدهی به دارایی ها، AGE: سن شرکت و ε جمله خطا یا پسماند می‌باشد.

۶. تجزیه و تحلیل داده ها

تعداد کل داده ها برای هر متغیر برابر ۸۴۰ داده می باشد که شامل ۱۰۵ شرکت در طی ۶ سال ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۶ می باشد. با توجه به جدول (۲)، بیشترین میانگین و انحراف معیار را متغیر BSC و کمترین میانگین و انحراف معیار را متغیر

نوع متغیر	نام متغیر	نماد	نحوه محاسبه
وابسته (ارزیابی متوازن)	ارزش افزوده ی اقتصادی	EVA	$EVA = (r-c) \times capital$ که در آن EVA: ارزش افزوده اقتصادی، c: نرخ بازده سرمایه، r: نرخ هزینه سرمایه و capital: سرمایه می باشد.
	هزینه تحقیق و توسعه	R & D	$\frac{\text{مبلغ هزینه تحقیق و توسعه}}{\text{جمع داراییها}}$
	هزینه آموزش کارکنان	Staff Training Cost	$\frac{\text{مبلغ هزینه آموزش کارکنان}}{\text{جمع داراییها}}$
	نرخ رشد فروش	SG	$\frac{\text{فروش سال قبل} - \text{فروش سال جاری شرکت}}{\text{فروش سال قبل}}$
	افزایش سهم بازار	Increase Market Share	ابتدا از تقسیم درآمد فروش شرکت بر درآمد فروش صنعت، سهم بازار شرکت به دست می آید، سپس از تفاوت سهم بازار سال جاری و سال قبل شرکت، افزایش سهم بازار محاسبه می گردد.
	بهره وری کل	PRODUCTIVITY	$\frac{\text{استانده ها (ارزش کالا و خدمات)}}{\text{داده ها (نیروی انسانی، انرژی، مواد)}}$
	بازده سرمایه گذاری	ROI	$\frac{\text{سود خالص}}{\text{جمع داراییها}}$
مستقل	تمرکز مالکیت (متغیر مستقل)	CONCEN	درصد سهام تحت مالکیت اشخاص حقیقی و حقوقی بالای ۵ درصد
	تعداد اعضای هیأت مدیره (متغیر مستقل)	B-SIZE	اندازه گیری توسط تعداد مدیران تعیین شده در هیئت مدیره
	مالکیت نهادی	IO	درصد سهام تحت تملک مالکان نهادی
	سهام شناور آزاد	FREE FLOAT	درصد سهامی که به طور مکرر معامله می شود
	نوع حسابرس (متغیر مجازی)	AUDIT	اگر حسابرس شرکت سازمان حسابرسی باشد برابر یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود
کنترلی	عضویت مستقل هیأت مدیره	B-IND	تقسیم تعداد مدیران مستقل بر تعداد کل مدیران
	نسبت بدهی به داراییها	LEV	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های متعلق به شرکت
	سن شرکت	AGE	$\frac{\text{بدهیها}}{\text{جمع داراییها}}$ لگاریتم طبیعی تفاوت بین تاریخ پذیرش شرکت در بورس تا تاریخ مورد نظر

Audit دارد همچنین چولگی همه متغیرها به جز Freefloat و b-ind مثبت است و کشیدگی همه متغیرها به جز concen، Age، Audit و b-ind مثبت است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای مستقل و وابسته

متغیرها	میانگین	میان	انحراف معیار	ماکزیمم	مینیمم	چولگی	کشیدگی
BSC	۱۴۴۸۰۰۹/۴	۱۱۱۸۴۴/۴	۷۵۰۰۶۱۱/۰۱	۱۲۹۲۷۰۵۴۲/۲	-۸۴۸۱۹۵۹/۶	۵۷/۶	۱۳۵/۹۷
Concen	۳۳/۰۴	۲۱/۱۹	۳۳/۱۸	۹۳/۲۸	۰	۰/۶۰	-۰/۵۷
Iio	۷/۴۳	۰	۱۵/۴۵	۸۴/۲۴	۰	۲/۶۲	۶/۵۷
Bsize	۵/۰۵	۵	۰/۳۲	۷	۵	۴/۵۴	۲۹/۴۸
Freefloat	۲۱/۶۳	۱۹/۲۸	۲۲/۵۰	۹۹/۷۵	۶/۲۹	-/۵۰	۵/۲۰
Audit	۰/۲۲	۰	۰/۴۱	۱	۰	۱/۳۸	-/۱۰
b-ind	۰/۶۷	۰/۶۰	۰/۱۸	۱	۰	-۰/۲۱	-۰/۳۰
Size	۱۴/۳۸۵	۱۴/۱۱۶	۱/۵۳۱	۱۹/۷۷۴	۱۱/۰۳۴	۰/۸۵۲	۱/۹۱۴
Lev	۰/۵۸۹	۰/۵۹۶	۰/۲۰۹	۲/۰۷۸	۰/۰۹۰	۰/۶۶۳	۴/۴۳۹
Age	۲/۹۴۱	۲/۸۹۰	۰/۵۵۸	۴/۱۴۳	۱/۳۸۶	۰/۱۶۱	-۰/۴۶۶

لازم است که قبل از تخمین مدل، مانایی متغیرهای آن مورد بررسی قرار بگیرد. یک متغیر، وقتی ماناست که میانگین، واریانس و کواریانس آن در طول زمان ثابت باقی بماند. به طور کلی اگر مبدأ زمانی یک متغیر، تغییر کند و میانگین و واریانس و کواریانس تغییری نکند، در آن صورت متغیرماناست و در غیر این صورت متغیر، نامانا خواهد بود.

جدول (۳): آزمون ریشه واحد متغیرهای تحقیق

نماد متغیر	نقش متغیر	آماره Levin, Lin & Chu	Prob
BSC	متغیر وابسته	-۵/۰۲	۰/۰۰۰۰
concen	متغیر مستقل	۳/۵۴	۰/۰۰۰۰
io	متغیر مستقل	-۳/۲۲	۰/۰۰۰۶
bsize	متغیر مستقل	-۱۱/۱۴	۰/۰۰۰۰
freefloat	متغیر مستقل	-۸/۶۶	۰/۰۰۰۰
Audit	متغیر مستقل	-۶/۷۳	۰/۰۰۰۰
b-ind	متغیر مستقل	۱۰/۴۱	۰/۰۰۰۰

همه متغیرها (مستقل و وابسته) در دوره پژوهش در سطح پایا بوده اند پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است. همانگونه که در جداول ملاحظه می شود همه متغیرها مانا هستند و نیازی به آزمون هم جمعی وجود ندارد. بنابراین مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت در رگرسیون کاذب معنی دار ضرایب به صورت کاذب است. برای بررسی و برآورد مدل کلی از تحلیل پانلی استفاده شده است. گام اول استفاده از آماره f لیمر است، اگر احتمال کوچکتر از ۰/۰۵ باشد از روش پانل دیتا و اگر بزرگتر از ۰/۰۵ باشد از روش پول دیتا استفاده می شود.

جدول (۴): نتایج آزمون F لیمر

مدل پژوهش	نوع آماره	مقدار آماره	احتمال	نتیجه
رگرسیون آماری	آماره F	۳.۱۸۴۸۰۲	۰.۰۰۰۰	روش پانل

در ادامه برای آزمون این که مدل با بهره‌گیری از روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی برآورد گردد، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن

مدل پژوهش	آماره خی دو	درجه آزادی	p-value	نتیجه آزمون
رگرسیون آماری	۴۳.۶۳۳۲	۵	۰.۰۰۰۰	پانل با اثرات ثابت

از طریق نرم افزار EViews معناداری رگرسیون با استفاده از روش اثرات ثابت آزمون شد، که نتایج آن در جدول زیر به همراه ضرایب، آماره t و سطح معناداری مربوط به آن، ضریب تعیین و ضریب تعیین استاندارد شده، آماره F و سطح معناداری مربوط به آن و نتیجه آزمون دوربین واتسون ارائه شده است. جدول (۶)، تخمین نهایی رگرسیون آماری است. همان طور که بیان شد اگر مقدار t محاسبه شده بزرگتر از ۱/۹۶ و یا کوچکتر از ۱/۹۶- باشد و یا سطح معنی داری متغیر (Prob) کوچکتر از ۰/۰۵ باشد، بدین ترتیب متغیر مورد نظر در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار می باشد، تمامی متغیرها به جز متغیر LEV و BSIZE در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار می باشند. برای قضاوت در مورد تأیید کلی و معناداری رگرسیون باید به مقدار آماره F یا سطح معناداری آن توجه نمود. نتایج آزمون نشان می‌دهد که مقدار آماره F در ناحیه رد فرضیه صفر قرار دارد. همچنین بر مبنای سطح معناداری نیز می‌توان این نتیجه را دریافت. از آنجا که سطح معناداری این آماره کمتر از ۵٪ است فرضیه صفر یعنی عدم وجود مدل معنادار رد می‌شود و فرضیه یک یعنی وجود رابطه معنادار تایید می‌شود. میزان ضریب تعیین اصلاح شده نیز در جدول ارائه گردید که نشان می‌دهد چه مقدار از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شوند. مقدار آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار گرفته است که دامنه مورد قابل می باشد. مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها دارد که یکی دیگر از فروض رگرسیون است.

جدول (۶): نتایج برآورد رگرسیون آماری

نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	انحراف استاندارد	t آماره	سطح معنی داری
عرض از مبدا	C	β_0	-۵.۷۲۰-۰	-۴.۴۰۷۲۴	۰.۰۰۰۰
تمرکز مالکیت	Concen	β_1	۰/۶۸۲۰۲۱	۲۸/۶۲۷۴۱	۰.۰۰۰۰
مالکیت نهادی	Io	β_2	۰/۰۳۳۴۷۲	۹/۷۲۱۷۵۱	۰.۰۰۰۰
تعداد اعضای هیأت مدیره	Bsize	β_3	-۶.۸۹۰-۰۱	-۰.۶۳۰۶۹۱	۰.۵۲۸۵
سهام شناور آزاد	Freefloat	β_4	۰/۰۰۷۴۰۱	۲/۰۰۷۱۴۱	۰/۰۴۵۱
نوع حسابرس	Audit	β_5	۰/۲۴۳۶۴۲	۲/۱۶۳۴۲۵	۰/۰۳۰۸
عضویت مستقل هیأت مدیره	Bind	B_6	-۰.۱۲۱۳۶	-۲.۶۶۵۲۰	۰.۰۰۰۰
اندازه شرکت	Size	B_7	۱.۲۱۰۸۶۹	۷.۸۱۰۷۷۳	۰.۰۰۰۰
اهرم مالی	Lev	B_8	-۰.۰۰۵۰۵۱	-۱.۱۸۶۸۷۴	۰.۲۳۵۸
سن شرکت	Age	B_9	۰.۰۰۰۷۷۸	۳.۱۶۰۷۸۳	۰.۰۰۰۱
ضریب تعیین		F آماره		۶۱.۲۵۸۳	
		P-Value		۰.۰۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده		آماره دوربین واتسون		۲.۲۱۸۷۰	
				۰.۶۷۴۹	
				۰.۶۳۳۵	

۷. نتیجه گیری و پیشنهادات

تخمین رگرسیون به شرح زیر حاصل شده است:

$$BSC = - ۵,۷۲ + ۰,۶۸ CONCENT_{it} + ۰,۰۳۳ IO_{it} - ۶,۸۹ FREE FLOAT_{it} + ۰,۰۰۷ BSIZE_{it} + ۰,۲۴ BIND_{it} - ۱۲,۰ AUDIT_{it} + ۱,۲۱ LEV_{it} - ۰,۰۰۵ AGE_{it} + ۰,۰۰۰۷ BSIZE_{it}$$

$$R^2 = 0/674$$

$$F = 61/258$$

$$D-W = 2/218$$

بررسی فرضیه های تحقیق را در این قسمت خواهیم داشت:

فرضیه اول) بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت ارتباط مثبت وجود دارد.

با توجه به این که سطح معنی داری آماره محاسبه شده (Ownership Concentration) با ضریب β_1 در رگرسیون در جدول ۶، $(\beta_1 = 0.682)$ که ضریب احتمال آن (برابر است با ۰/۰۰۰۰)، فرض صفر رد می شود. به عبارت دیگر مقدار آماره t برابر است با ۲۸/۲۶ که در ناحیه رد فرضیه صفر قرار می گیرد. بنابراین بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه ی مثبت و معناداری دارد و بدین ترتیب فرضیه اول تأیید می شود. نتایج این فرضیه با مطالعات [۹] و [۱۱] و [۱۲] و [۱۴] و [۱۸] همسو می باشد و پیشنهاد می شود هیئت مدیره و

سهامداران به توافق جامعی بر میزان تمرکز مالکیت برسند و این مقوله تأثیر منفی را در نظر بگیرند و حتی الامکان میزان تمرکز را کاهش دهند

فرضیه دوم) بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت ارتباط مثبت وجود دارد.

با توجه به این که سطح معنا داری آماره محاسبه شده (Institutional ownership) با ضریب β_2 در رگرسیون در جدول ۶، $\beta_2 = 0.033$ که ضریب احتمال آن (برابر است با ۰/۰۰۰۰)، فرض صفر رد می‌شود. به عبارت دیگر مقدار آماره t برابر است با ۹/۷۲ که در ناحیه رد فرضیه صفر قرار می‌گیرد. بنابراین بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه ی مثبت و معناداری دارد و بدین ترتیب فرضیه دوم تأیید می شود. نتایج این فرضیه با مطالعات [۵] و [۱۱] و [۱۲] و [۱۴] همسو می باشد و پیشنهاد می گردد که مکانیزمی فراهم گردد تا اطلاعات مربوط به سرمایه گذاران نهادی در اختیار استفاده کنندگان از صورت های مالی قرار گیرد. همچنین با توجه به اجرای اصل ۴۴ در رابطه با خصوصی سازی، پیشنهاد می شود ضمن واگذاری سهام شرکت ها به سرمایه گذاران نهادی، باعث تمرکز بیشتر مالکیت آن ها بر شرکت ها می شود و با ایجاد تنوع بین مالکان امکان رقابت بین آنها ایجاد می شود. اول، از این طریق اعمال نظارت بر عملکرد مدیریت انجام می شود و در ثانی ضمن انتقال اطلاعات از سوی آن ها به بازار، کارایی اطلاعاتی بازار بهبود یافته و معاملات سهام افزایش می باید.

فرضیه سوم) بین سهام شناور آزاد و عملکرد شرکت ارتباط مثبت وجود دارد.

با توجه به این که سطح معناداری آماره محاسبه شده (Freefloat) با ضریب β_4 در رگرسیون در جدول ۶، $\beta_4 = 0.007$ که ضریب احتمال آن (برابر است با ۰/۰۴۵۱)، فرض صفر رد می‌شود. به عبارت دیگر مقدار آماره t برابر است با ۲/۰۰۷ که در ناحیه رد فرضیه صفر قرار می‌گیرد. بنابراین بین سهام شناور آزاد و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه ی مثبت و معناداری دارد و بدین ترتیب فرضیه سوم تأیید می شود. نتایج این فرضیه با مطالعات [۱۳] و [۱۴] همسو می باشد، بدین ترتیب به سرمایه گذاران توصیه می‌شود به دنبال خرید سهام شرکت های بزرگی با سهام شناور زیاد باشند، چون عملکرد این شرکتها کمتر تحت تاثیر سهامداران استراتژیک قرار می‌گیرد. همچنین مشارکت سرمایه گذاران جزء باعث می‌شود سهام شناور بیشتر مورد معامله قرار گیرد. پس به سازمان بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود تصمیماتی اتخاذ کند که حضور سرمایه گذاران جزء بیشتر شود.

فرضیه چهارم) بین اندازه ی هیأت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط مثبت وجود دارد.

با توجه به این که سطح معنا داری آماره محاسبه شده (Bsize) با ضریب β_3 در رگرسیون در جدول ۶، $\beta_3 = -6/8$ که ضریب احتمال آن (برابر است با ۰/۵۲) و مقدار آماره t برابر است با ۰/۶۳- که در ناحیه فرضیه صفر قرار می‌گیرد. بنابراین بین سهام شناور آزاد و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه ی معناداری وجود ندارد و بدین ترتیب فرضیه چهارم رد می شود. نتایج این فرضیه مخالف با نتایج مطالعات [۱۲] و [۱۳] و [۱۴] می باشد.

فرضیه پنجم) بین نسبت استقلال هیأت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط مثبت وجود دارد.

با توجه به این که سطح معنا داری آماره محاسبه شده (Bind) با ضریب β_6 در رگرسیون در جدول ۶، $\beta_6 = -۰,۱۲$ که ضریب احتمال آن (برابر است با ۰/۰۰۰۰)، فرض صفر رد می‌شود. به عبارت دیگر مقدار آماره t برابر است با ۲/۶۶- که در ناحیه رد فرضیه صفر قرار می‌گیرد. بنابراین بین نسبت استقلال هیأت مدیره و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه ی مثبت و معناداری دارد و بدین ترتیب فرضیه پنجم تأیید می شود. نتایج این فرضیه با مطالعات [۱۰] و [۱۴] همسو می باشد و به اعضای موظف هیئت مدیره پیشنهاد می گردد که توجه بیشتری به موضوع عملکرد مالی و نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت نمایند. توضیح اینکه افزایش توجه به کارایی عملیاتی شرکت و عملکرد مدیریت که به صورت بالقوه می تواند افزایش عملکرد شرکت را در برداشته باشند، تأثی بر افزایش درآمدها و متعاقبا افزایش رقم سود شرکت خواهند داشت.

فرضیه ششم) بین نوع حسابرس و عملکرد شرکت ارتباط مثبت وجود دارد. با توجه به این که سطح معنا داری آماره محاسبه شده (Audit) با ضریب β_5 در رگرسیون در جدول ۶، $(\beta_5 = 0.24)$ که ضریب احتمال آن (برابر است با $0/0308$)، فرض صفر رد می‌شود. به عبارت دیگر مقدار آماره t برابر است با $2/16$ که در ناحیه رد فرضیه صفر قرار می‌گیرد. بنابراین بین نوع حسابرس و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سطح اطمینان 95% رابطه ی مثبت و معناداری دارد و بدین ترتیب فرضیه ششم تأیید می‌شود. نتایج این فرضیه با مطالعات [۱۲] و [۱۴] همسو می باشد، همچنین به جامعه حسابداران رسمی پیشنهاد می‌گردد بر روی مؤسسات حسابرسی نظارت بیشتری داشته باشند تا بتوانند کیفیت گزارش حسابرسی را افزایش دهند. همچنین با توجه به نتایج حاصل از این پژوهش به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با اطلاع رسانی صحیح، شرکت‌هایی را که دارای مکانیسم های حاکمیت های شرکتی بالاتری هستند، به سرمایه‌گذاران معرفی نماید تا آنها بتوانند آگاهانه و متناسب با اهداف خویش در آن شرکتها سرمایه گذاری نمایند و یک بانک اطلاعاتی در رابطه با اطلاعات مدیران برای دسترسی محققان و فعالان بازار راه اندازی شود.

مراجع

۱. اعتمادی، حسین، امیرخانی، کوروش، رضایی، محبت، (۱۳۹۰)، محتوای ارزشی افشا اجباری: شواهدی از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۴(۳)، ۲۳۵-۲۵۲.
2. Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance. *British Journal of Management*, 29, 171-190.
۳. همتی، حسن، کاظمی، حسین، رستمی، زینب. (۱۳۹۲). تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر عملکرد مالی و شفافیت اطلاعاتی. پژوهشهای کاربردی در گزارشگری مالی، ۲(۲)، ۱۴۸-۱۲۳.
۴. مجتهدزاده، ویدا، اثنی عشری، حمیده، (۱۳۹۲). رابطه‌ی خصوصی سازی و ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی با سرعت گزارشگری و عملکرد مالی. پیشرفت‌های حسابداری، ۶(۱)، ۱۴۰-۱۱۵.
۵. شورورزی، محمدرضا، خلیلی، محسن، سلیمانی، حمید، فروتن، امید، (۱۳۹۴)، ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۵)، ۱۴۵-۱۲۷.
۶. همتی، حسن، کاظمی، حسین، رستمی، زینب. (۱۳۹۲). تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر عملکرد مالی و شفافیت اطلاعاتی. پژوهشهای کاربردی در گزارشگری مالی، ۲(۲)، ۱۴۸-۱۲۳.
۷. Hamadi, M. and Heinen, A. (2015). "Firm Performance when Ownership is very Concentrated: Evidence from a Semiparametric Panel". *Journal of Empirical Finance*, 34, pp.172-194.
۸. Limpan, F. and Lipman, L. (2006). "Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private and Not-for-Profit Organizations." John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey
۹. شیروانی، حامد، سروش یار، افسانه، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر تمرکز مالکیت در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، ۷(۱)، ۱۸۴-۱۶۵.
۱۰. نسل، سید حسین ، موسوی ، ابراهیم ، جباری ، مهرداد و عنایت پور ، شیاده ، (۱۳۹۷) . "تأثیر سرمایه ی فکری بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران" ، حسابداری مدیریت ، مقاله حسابداری.
۱۱. فتاحی نافچی، حسن، خواجه وند کاجی، میلاد. (۱۳۹۷). تأثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۱(۴)، ۷۲-۸۵.

۱۲. سینایی، حسنعلی، مهرابی، علی، بهفرنیا، مرجان. (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط میان ساز و کارهای راهبری شرکتی و معیارهای عملکرد مالی ارزش محور، راهبرد مدیریت مالی، ۴(۲)، ۴۱-۶۳
۱۳. دارابی، رؤیا، پیری، مهناز، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، ۵(۹)، ۳۷-۲۵.
14. Waleed , M.Alahdal , Mohammad , H.Alsamhi , Mosab, I . Tabah and Najib , H.S Farhan , (2019) , “ The impact of corporate governance on financial performance: An empirical investigation”
15. Vincent , Molly , Lorraine , M.Uhlaner , Alfredo , De Massis and Eddy Laveren , (2018), Family – centered goals , family board representation , and debt financing.
16. Wang, K. C. and Shailer, G. (2017). “Family ownership and financial performance relations in emerging markets”. *International Review of Economics and Finance*, 51, pp.82-98.
17. Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E. and Delgado-García, J. B. (2016). “How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective”. *Journal of Family Business Strategy*, 7 (3), pp.167-177.
18. Hamadi, M. and Heinen, A. (2015). “Firm Performance when Ownership is very Concentrated: Evidence from a Semiparametric Panel”. *Journal of Empirical Finance*, 34, pp.172-194.

The Relationship between Mechanisms of Corporate Governance System with the Company's Performance with a Balanced Evaluation Approach

Elmira Nateghi¹, Hossein Kazemi²

1- Master of Accounting, Sohrevardi Higher Education Institute, Qazvin

2- Assistant Professor of Accounting, Sohrevardi Higher Education Institute, Qazvin

Abstract

The main purpose of this study is to investigate the relationship between corporate governance system mechanisms and company performance. Company performance was calculated through a balanced appraisal. The research method of this study is descriptive analytical type of correlation. The statistical population of the study is all companies active in Tehran Stock Exchange and sampling has been done by elimination method. For statistical analysis of data of 105 companies during 8 years from 2011 to 2018 has been used. The pretests used in this study are mana and normality and after confirmation according to Limer f statistic and Hausman test, the study regression was estimated by panel data method with fixed effects. The regression results show that between Concentrations of ownership, institutional ownership, free float, board independence and type of auditor have a positive and significant relationship with company performance, but there is no significant relationship between board size and company performance and this hypothesis is rejected. The fitting of the research was done by Eviews 8 software.

Keywords: Corporate Governance System - Company Performance - Balanced Performance Evaluation.