

نقش تعدیل‌کنندگی اندازه هیئت‌مدیره در رابطه بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت

هاشم ولی‌پور^۱

لادن زارع^۲

اسماعیل خرم^۳

تاریخ پذیرش: ۹۱/۳/۱

تاریخ دریافت: ۹۰/۱۲/۱۲

چکیده

هدف این پژوهش آزمون اثرات مکانیزم‌های راهبری شرکتی از قبیل انواع ساختار مالکیت و تعداد اعضای هیئت‌مدیره بر روی ارزش شرکت است. در این پژوهش، نقش تعدیل‌کنندگی تعداد اعضای هیئت‌مدیره با انواع ساختار مالکیت و تاثیر آنها بر روی ارزش شرکت بررسی شده است. به منظور دسترسی به هدف بالا یک دوره ۹ ساله (۱۳۸۸-۱۳۸۰) در نظر گرفته شد، که نهایتاً ۹۸ شرکت از شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران در این مطالعه انتخاب شدند. پژوهش حاضر از نوع تحقیقات توصیفی-همبستگی بوده و روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های مطرح شده در پژوهش "داده‌های پانل" است. نتایج بدست آمده حاکی از این است که مالکیت دولتی، مالکیت مدیریتی و تعداد اعضای هیئت‌مدیره تاثیر مثبت و معنی‌داری بر ارزش شرکت دارند. همچنین نتایج حاصله نشان می‌دهد که با افزایش تعداد اعضای هیئت‌مدیره، رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت کمتر و تأثیری بر رابطه مالکیت‌های متمرکز و مدیریتی با ارزش شرکت ندارد.

واژه‌های کلیدی: راهبری شرکتی، ارزش شرکت، ساختار مالکیت، تعداد اعضای هیئت‌مدیره.

۱- دکتری حسابداری، مدرس دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت

۲- کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت

۳- کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شهید بهشتی (مسئول مکاتبات) khorram83@yahoo.com

۱- مقدمه

پایه و اساس مطالعات راهبردی شرکتی، تئوری نمایندگی است و مسایل نمایندگی نیز ناشی از مجزاسازی مالکیت از کنترل می‌باشد. فرض تئوری نمایندگی بر این است که بین منافع سهامداران و مدیریت یک تعارض بالقوه وجود دارد و مدیران به دنبال کسب حداکثر منافع خود از طریق سهامداران شرکت هستند، که این منافع ممکن است در تضاد با منافع سهامداران باشد. طبق تعریف جنسن و مک-لینگ^۱، رابطه نمایندگی به عنوان تعاملی بین یک یا چند سهامدار (مالک) و یک یا چند نماینده است. نماینده از طرف سهامدار مسئولیت انجام یک سری خدمات را عهده‌دار می‌شود (فرث^۲ و همکاران، ۲۰۰۲). کیسی، تامپسون و رایت (۱۹۹۷) برای اعمال حکمرانی اثربخش بر شرکت‌ها، مکانیسم‌های ساختار مالکیت، ترکیب هیئت مدیره، پرداخت پاداش به اعضای هیئت مدیره، حسابرسی و عوامل کنترلی بیرونی در بازار نظیر حمایت‌های قانونی از سهامداران اقلیت را عنوان نموده‌اند. لذا تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست. این بعد از حاکمیت در قالب ابعاد مختلف تعیین‌کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، وجود سهامداران جزء، اقلیت و عمده در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است. همچنین ترکیب سهامداری شرکت‌ها از الگوهای متفاوتی نظیر سهامداران حقوقی، مالکیت مدیریتی، سهامداران خصوصی و دولتی تبعیت می‌کند (بابایی و احمدوند، ۱۳۸۸). ساختارهای مالکیت مورد بررسی در این پژوهش نیز شامل سه گروه مالکیت متمرکز، مالکیت دولتی و مالکیت مدیریتی می‌باشد. به طور کلی عمده-ترین مسائل در راهبردی شرکتی ازدو مسئله اساسی تفکیک مالکیت از کنترل، به منظور کاهش هزینه‌ها و

تفکیک عوامل متضاد در منافع بین مدیران و مالکان با هدف حداکثرسازی ارزش سرمایه‌گذاری سهامداران ناشی می‌شود. جدایی مالکیت از مدیریت، شرایطی را فراهم ساخته است تا " تفویض اختیارات " به عنوان راهکار گریزناپذیر اداره شرکت‌ها در جوامع پیشرو مطرح گردد (رایان و ویگنز^۳، ۲۰۰۱).

در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می‌دهند (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷). در این صورت، سؤال مطرح شده این است که: آیا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌ها بر ارزش شرکت تأثیر دارد؟ اگر مالکان شرکت را گروه‌های مختلف، مانند دولت، مؤسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های دیگر در نظر بگیریم، عملکرد و ارزش شرکت چگونه خواهد بود؟ و وجود کدامیک از این ترکیب‌های متفاوت مالکیت، در بهبود ارزش شرکت مؤثرتر است؟

با توجه به مطالب فوق، سؤال دیگری که در این پژوهش به دنبال پاسخ به آن هستیم این است که، افزایش تعداد اعضای هیئت مدیره چه تأثیری بر ارزش شرکت با ساختارهای متفاوت مالکیت خواهد داشت؟ با دستیابی به جواب این سؤال‌ها می‌توان به منظور بهبود عملکرد و ارزش شرکت، اقدامات مناسب‌تری را به عمل آورد. تصمیم‌گیران و سرمایه‌گذاران نیز به منظور دستیابی به عملکرد بهینه برای واحدهای اقتصادی، به ترکیب مالکان شرکت‌ها توجه خواهند کرد. بنابراین، بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت برای ارزیابی بهتر و دقیق‌تر استفاده-کنندگان از عملکرد مدیران ضروری به نظر می‌رسد.

اغلب مطالعات گذشته در حوزه ساختار مالکیت به طور کلی تأثیر عوامل راهبردی شرکتی از قبیل تعداد اعضای هیئت مدیره که ممکن است اثرات مستقیم انواع ساختار مالکیت بر روی ارزش شرکت را تعدیل

صورت کامل در شرکت‌ها از یکدیگر تفکیک می‌شوند. اغلب کنترل‌کنندگان درصدی از مالکیت شرکت‌هایی را که کنترل می‌کنند در اختیار دارند، در حالی که برخی از مالکان به میزان سرمایه‌شان دارای نفوذ موثر می‌باشند. بنابراین ساختار مالکیت از جمله مالکان سرمایه و اندازه سرمایه آن‌ها به عنوان یکی از عناصر مهم راهبری شرکتی تلقی می‌شود. همپوشی بین مالکیت و کنترل منجر به کاهش تضاد منافع و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می‌شود. در عین حال مالکیت می‌تواند در جهت همسویی منافع مدیر و سهامدار مورد استفاده قرار بگیرد. سهامداران جزء انگیزه‌ای برای نظارت بر مدیران ندارند؛ در حالی که سهامداران عمده و نهادی می‌توانند شرکت را در جهت افزایش ارزش سهامداران تحت تاثیر قرار دهند (سولانگ، مت‌نور، ۲۰۱۰).

۲-۲- اثر تعدیلی اندازه هیئت مدیره با رابطه بین

ساختار مالکیت و ارزش شرکت

یرمک^۴ در پژوهشی که در سال ۱۹۹۶ انجام داد به این نتیجه رسید که، ارزش شرکت، تابع نزولی از اندازه هیئت مدیره می‌باشد. مطالعات پیشین سه منبع اصلی برای اثرات اندازه هیئت مدیره بیان می‌کند: ۱. افزایش ارتباطات و مشکلات هماهنگی ۲. کاهش توانایی هیئت مدیره در کنترل مدیریت ۳. افزایش هزینه‌های ناشی از تصمیم‌گیری ضعیف در گروه‌های بزرگتر. همانطور که اندازه ساختار هیئت مدیره افزایش می‌یابد، بهره‌وری و کارایی به علت به وجود آمدن مشکلات و هماهنگی کاهش می‌یابند. بدین ترتیب موارد ذکر شده منجر به کنترل و نظارت غیر-موثر توسط اعضای هیئت مدیره بر روی مدیریت می‌شود. هیئت مدیره در تلاش است که بوسیله نظارت و جبران خدمات مدیران سطوح بالا، هزینه‌های نمایندگی در شرکت را کاهش دهد تا مطمئن شود

نماید، نادیده گرفته‌اند که این موضوع خود، انگیزه‌ای برای انجام مطالعه حاضر می‌باشد. بدین جهت، پژوهش حاضر سعی دارد از طریق منظور نمودن تعداد اعضای هیئت مدیره به عنوان یکی از مهم‌ترین ارکان ساختارهای راهبری شرکتی به بررسی رابطه بین انواع ساختار مالکیت و ارزش شرکت بپردازد.

با توجه به توضیحات فوق، هدف اولیه این پژوهش آزمون ارتباط بین انواع ساختار مالکیت و تعداد اعضای هیئت مدیره بر ارزش شرکت می‌باشد. هدف ثانویه این پژوهش رسیدگی به اثرات تعدیلی برخی از متغیرهای راهبری شرکتی از قبیل تعداد اعضای هیئت مدیره می‌باشد که ممکن است اثرات مستقیم انواع ساختار مالکیت بر روی ارزش شرکت را تعدیل نماید.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- ساختار مالکیت

ساختار مالکیت در راهبری شرکتی دارای جایگاهی محوری و مشخص می‌باشد. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکتهاست. این مسئله بعد از راهبری در قالب ابعاد مختلف تعیین‌کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، وجود سهامداران جزء، اقلیت و عمده در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است. همچنین ترکیب سهامداری شرکت‌ها از الگوی متفاوتی نظیر سهامداران نهادی، مالکیت مدیریتی، سهامداران خصوصی و دولتی تبعیت می‌کند.

بررسی نقش ساختار مالکیت در حل مشکلات نمایندگی و بهبود عملکرد شرکت ریشه در تزلزل و میز (۱۹۳۲) دارد. اولین بار آنها بودند که ادعا کردند بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد (گیلان، ۲۰۰۶). مالکیت و کنترل به ندرت به

ثروت صاحبان سهام حداکثر شده است (بوزج^۵ و همکاران، ۲۰۱۰). از طرف دیگر هیئت مدیره کوچکتر در محدود کردن فعالیت‌های غیر سود آور و کم-کاری‌های مدیریت موثرتر عمل می‌کند. زیرا کنترل کردن اعضاء راحت‌تر است و فرایند تصمیم‌گیری می‌تواند سریعتر انجام شود. به همین دلیل انتظاری-رود که اندازه هیئت‌مدیره بزرگتر باعث ارتباط ضعیف بین انواع ساختار مالکیت با ارزش شرکت شود (سولانگ و مت‌نور، ۲۰۱۰).

پیشینه پژوهش

آکیموا و اسکودیانر^۶ (۲۰۰۶) در پژوهشی اثر ساختار مالکیت بر راهبری شرکتی و عملکرد مؤسسات خصوصی شده در کشور اوکراین را مورد بررسی قرار دادند. نتایج مطالعه ایشان نشان داد که ساختار مالکیت اثر با اهمیتی بر عملکرد دارد.

تسای و گو^۷ (۲۰۰۷) در پژوهشی ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها برای سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ را مورد پژوهش قرار دادند. این پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاری نهادی در شرکت‌ها ممکن است به سرمایه‌گذاران کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند. بعلاوه، مؤسسات مالی مایل هستند تا در شرکت‌های بزرگتر با اهرم مالی پایین‌تر، سرمایه‌گذاری کنند.

عمران^۸ (۲۰۰۸) به بررسی اثر تمرکز مالکیت بر عملکرد در بازار سرمایه کشورهای عربی پرداخت. - معیار ارزیابی عملکرد در این پژوهش Q توین بود. یافته‌های پژوهش نشان داد که تمرکز مالکیت اثر مشخصی بر سود و عملکرد شرکت ندارد. سولانگ و مت‌نور^۹ (۲۰۱۰) به بررسی اثرات مکانیزم‌های راهبری شرکتی (انواع ساختار مالکیت و هیئت مدیره) و سیاست تقسیم سود، روی ارزش شرکت پرداختند.

یافته‌های پژوهش حاکی از رابطه مثبت و معنی‌دار بین مالکیت متمرکز، مالکیت دولتی و تعداد اعضای هیئت‌مدیره با ارزش شرکت می‌باشد. از دیگر نتایج این پژوهش رابطه منفی و معنی‌دار بین مالکیت مدیریتی با ارزش شرکت می‌باشد. بوزج و بوزج (۲۰۱۰) به بررسی راهبری شرکتی و ارزش شرکت پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد که ارتباط مثبت و قابل توجهی بین منابع راهبری شرکتی و Qtobin به عنوان معیاری برای ارزش شرکت وجود دارد

در این زمینه مطالعات چندانی در ایران صورت نگرفته است. لیکن، برخی از پژوهش‌هایی که به صورت مستقیم و یا غیرمستقیم با موضوع پژوهش حاضر در ارتباط هستند و به نحوی به بررسی ساختار مالکیت و ارزش شرکت می‌پردازند، به شرح زیر است:

مشایخ و اسماعیلی^{۱۳۸۵} (۱۳۸۵) به بررسی رابطه بین برخی از اصول راهبری شرکتی و کیفیت سود پرداختند. در این پژوهش متغیرهای راهبری شرکتی شامل درصد مالکیت مدیران و نسبت اعضای غیر-موظف در هیئت‌مدیره بود. نتایج پژوهش نشان داد که بین کیفیت سود و درصد مالکیت مدیران و نسبت اعضای غیرموظف در هیئت مدیره هیچ رابطه‌ای وجود ندارد. قنبری در سال ۱۳۸۶ به بررسی رابطه عملکرد و راهبری شرکتی پرداخت. نتایج حاصل از پژوهش این است که: نسبت حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره بر عملکرد تأثیری ندارد و رابطه سرمایه‌گذاران نهادی با عملکرد مستقیم و مثبت است.

نمازی و کرمانی^{۱۳۸۷} (۱۳۸۷)، در مطالعه‌ای به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه معنی‌دار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت وجود دارد. در

۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی ۱ - بین انواع ساختار مالکیت و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۱ - بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲ - بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت رابطه معنی‌دار وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۳ - بین مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه اصلی ۲ - بین تعداد اعضای هیئت‌مدیره و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه اصلی ۳ - هرچه تعداد اعضای هیئت‌مدیره بیشتر باشد، رابطه بین انواع ساختار مالکیت و ارزش شرکت بیشتر است.

فرضیه فرعی ۳-۱ - هرچه تعداد اعضای هیئت‌مدیره بیشتر باشد، رابطه بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت ضعیف‌تر است.

فرضیه فرعی ۳-۲ - هرچه تعداد اعضای هیئت‌مدیره بیشتر باشد، رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت ضعیف‌تر است.

فرضیه فرعی ۳-۳ - هرچه تعداد اعضای هیئت‌مدیره بیشتر باشد، رابطه بین مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت ضعیف‌تر است.

۴- روش‌شناسی پژوهش

روش تحقیق در پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر نوع، توصیفی-همبستگی است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده‌های پانل انجام شده است. داده‌های پانل، روشی برای تلفیق داده‌های سری زمانی و مقطعی است. این روش محیط بسیار مناسبی را برای گسترش روش‌های تخمین و نتایج نظری فراهم می‌سازد و محققان قادر به استفاده از ترکیبی از روش‌های مقطعی و سری

پژوهشی دیگر ساختار مالکیت از دو دیدگاه، تعداد سهامداران عمده و نوع مالکیت آن‌ها بر عملکرد شرکت‌ها توسط بابایی و احمدوند (۱۳۸۷) مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش مؤید این است که ترکیبی از دو بخش خصوصی و دولتی در ترکیب مالکیت شرکت در افزایش سودآوری شرکت موثر است.

فعلی (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین راهبری شرکتی و ارزش شرکت پرداخت. هدف او بررسی نقش سهامداران نهادی و درصد مدیران غیرموظف بر ارزش شرکت بوده است، نتایج پژوهش نشان داد که با توجه به آن که میزان مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران زیاد می‌باشد رابطه معنی‌داری بین سهامداران نهادی و ارزش شرکت وجود ندارد. فضل‌زاده و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک صنعت پرداختند. یافته‌های کلی پژوهش نشان می‌دهد تمرکز مالکیت تأثیر معنی‌داری بر عملکرد شرکت ندارد، اما تأثیر مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی معنی‌دار است. واعظ و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی عملکرد شرکت و راهبری شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که ساختار راهبری بر عملکرد شرکت به طور معنی‌دار و سیستماتیک تأثیر ندارد و اثر مالکیت دولتی بر بازده سهام مثبت و معنی‌دار می‌باشد، اثر مالکیت متمرکز بر ارزش شرکت معنی‌دار و منفی است و اثر مالکیت نهادی و دولتی بر نسبت پرداخت سود معنی‌دار و مثبت می‌باشد.

برای انتخاب بین روش داده‌های پانل و داده‌های تجمیعی از آزمون F لیمر استفاده شده است. در این آزمون فرضیه H_0 یکسان بودن عرض از مبدأها (روش داده‌های تجمیعی) در مقابل فرضیه H_1 ، ناهمسانی عرض از مبدأها (روش داده‌های پانل) قرار می‌گیرد. بنابراین، در صورت رد فرضیه H_0 روش داده‌های پانل پذیرفته می‌شود. با توجه به نتیجه آزمون برابری عرض از مبدأها که در آن فرضیه صفر برابری عرض از مبدأها برای مقاطع مختلف است، با پذیرفته نشدن فرض صفر، دلیلی بر یکسان فرض نمودن عرض از مبدأ واحدهای مختلف مقطعی وجود ندارد، لذا از روش رگرسیون تلفیق داده‌های مقطعی - زمانی (داده‌های پانل) استفاده می‌گردد.

برای انتخاب از بین روش‌های آثار تصادفی و آثار ثابت برای برآورد مدل رگرسیون در روش داده‌های پانل، از آزمون هاسمن استفاده گردید؛ به این ترتیب که از آزمون هاسمن برای ارزیابی روش آثار تصادفی استفاده می‌شود. فرضیه صفر هاسمن براساس ناهمبسته بودن آثار تصادفی با متغیرهای توضیحی شکل می‌گیرد. بنابراین، در صورت رد فرضیه صفر، روش آثار ثابت بر آثار تصادفی ارجحیت دارد و در غیر این صورت از روش آثار تصادفی استفاده می‌شود. به عبارتی دیگر، در صورتی که نتیجه آزمون مؤید استفاده از روش آثار تصادفی باشد، برآوردهای این روش قابل استناد است و در غیر این صورت، از روش آثار ثابت استفاده می‌شود. جدول شماره (۱) نتایج حاصل از این آزمون‌ها را برای مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد:

همان‌طور که بیان گردید، در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از تخمین مدل رگرسیون استفاده می‌کنیم و نتایج به دست آمده را بر اساس معنی‌دار بودن یا عدم معنی‌داری آماری ضرایب، تجزیه و تحلیل می‌نماییم. به این منظور، پس از تعیین روشی که دقیقترین

زمانی برای بررسی مسایلی می‌شوند که امکان مطالعه آنها در محیط‌های فقط مقطعی و سری زمانی وجود ندارد.

جامعه‌ی آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸ (دوره ۹ ساله) است. برای تعیین نمونه مورد مطالعه، شرکت‌هایی از جامعه آماری یاد شده، انتخاب شده‌اند که دارای ویژگی‌های زیر باشند: ۱. قبل از سال مالی ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرش شده باشند، ۲. برای رعایت قابلیت مقایسه دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد، ۳. در دوره‌ی مورد بررسی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند، ۴. شرکت‌های بیمه، بانک، سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند. بدین ترتیب، ۹۸ شرکت به عنوان نمونه پژوهش برای ۹ سال، انتخاب شده است.

از آنجا که این پژوهش به صورت میدانی، با داده‌های واقعی شرکت‌ها سر و کار دارد، برای فراهم کردن اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و با توجه به متغیرهای پژوهش، از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، نرم افزار تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین، سایت اطلاع رسانی شرکت بورس و سازمان بورس مورد استفاده قرار گرفته است. لازم به ذکر است که به منظور اطمینان از صحت داده‌های مربوط به ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت نظیر تعداد سهامدار عمده در تاریخ مجمع، نوع مالکیت عمده در تاریخ مجمع و تعداد اعضای هیات‌مدیره از اسناد و مدارک مکتوب مربوط به شرکت‌ها نظیر گزارشات سالانه هیئت مدیره به مجمع عمومی نیز استفاده شده است. پس از حصول اطمینان از صحت اطلاعات اکتسابی، برای پردازش اطلاعات از نرم‌افزارهای Excel و Eviews استفاده شده است.

با استفاده از ضریب تعیین (R^2) مربوط به هرکدام از شاخص‌ها نتایج آماری تجزیه و تحلیل گردید.

۵- مدل های پژوهش و متغیرهای آن

متغیرهای به کار گرفته شده در این پژوهش شامل سه گروه متغیرهای مستقل اصلی که شامل ساختار مالکیت که خود به سه بخش مالکیت متمرکز، مالکیت دولتی و مالکیت مدیریتی تقسیم می‌شود و متغیر وابسته ارزش شرکت می‌باشد. گروه سوم از متغیرهای پژوهش، متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، رشد، اهرم و سودآوری می‌باشد.

متغیر شاخص برای اندازه‌گیری ارزش شرکت، Q توین است که، از طریق جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و کل بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها حاصل می‌شود. همچنین در پژوهش حاضر متغیرهای ساختار مالکیت فوق‌الاشاره به صورت زیر تعریف شده‌اند:

مالکیت متمرکز بوسیله شاخص هرفیندال هریشمن اندازه‌گیری شده که برابر است با توان دوم جمع سهام در دست ۵ سهامدار عمده.

مالکیت دولتی (GOWN) شامل شرکت‌هایی است که سهام آنها بوسیله دولت نگهداری می‌شود. مالکیت مدیریتی (MOWN) از طریق جمع درصد سهام نگهداری شده بوسیله مدیران موظف وابسته یا داخلی شرکت اندازه‌گیری می‌شود. در این پژوهش، برای نشان دادن متغیر اندازه هیئت‌مدیره (LOG-BSIZE) از لگاریتم تعداد کل مدیران حاضر در هیئت‌مدیره که در گزارش سالانه شرکت‌ها ذکر شده، استفاده شده است.

به منظور آزمون فرضیه‌های اول، دوم پژوهش، مدل رگرسیون چندمتغیره زیر (مدل اول) برازش شده است:

برآورد را نشان می‌دهد، با استفاده از آماره t ضرایب برآوردی متغیرهای مستقل مدل رگرسیون مورد استفاده برای فرضیه‌ها آزمون می‌شوند. برای انجام این آزمون از فرضیه کلی زیر استفاده می‌شود:

$$H_0: \beta = 0$$

$$H_1: \beta \neq 0$$

فرض H_0 بدان معنی است که ضریب متغیر مستقل معادل صفر است و به عبارتی، بین تغییرات متغیر وابسته و متغیر مستقل مورد آزمون هیچ گونه ارتباطی وجود ندارد. فرض H_1 نیز حاکی از وجود ارتباط بین تغییرات متغیر مستقل و متغیر وابسته است. در اینجا فرضیه‌ها در سطح خطای 5 درصد آزمون می‌شوند. در صورتی که p value کمتر از 0/05 باشد، وجود همبستگی در سطح اطمینان 95 درصد تأیید می‌شود و در غیر این صورت رد می‌شود. پس از انجام آزمون t ، معنی‌داری کلی مدل رگرسیون با استفاده از آماره F (آزمون فیشر) آزمون شده است. به منظور تشخیص وجود یا عدم خودهمبستگی بین اجزای اخلال از آزمون خود همبستگی و آماره دوربین - واتسون (DW) استفاده شده است.

به منظور بررسی فرضیه سوم پژوهش و نقش تعداد اعضای هیئت‌مدیره و همچنین اثرات تعدیلی آنها بر انواع ساختار مالکیت و ارزش شرکت، دو شاخص به صورت زیر تعریف شد که تعداد مشاهدات مربوط به شاخص اول مشتمل بر ۶۳۴ سال-شرکت و تعداد مشاهدات مربوط به شاخص دوم ۲۴۸ سال-شرکت بود.

شاخص اول: تعداد اعضای هیئت‌مدیره شرکت - های نمونه که تعداد آنها ۵ نفر می‌باشد.

شاخص دوم: تعداد اعضای هیئت‌مدیره شرکت - های نمونه که تعداد آنها ۶ نفر یا ۷ نفر می‌باشد.

پس از تعیین شاخص‌های مذکور، تمامی آزمون‌های آماری فوق به صورت جداگانه برای هرکدام از آنها انجام و مدل‌های مناسب تخمین زده شد. سپس

مدل اول:

$$QRATIO_i = \beta_0 \pm \sum_{j=1}^3 \beta_j OS_j \pm \beta_k SIZE_k \pm \sum_{m=1}^4 \beta_m CV_m + \varepsilon_i$$

در این مدل:

QRATIO_i: بیانگر ارزش شرکت برای شرکت *i* می باشد.

OS_j: بیانگر انواع ساختار مالکیت (متمرکز (HI5)، دولتی (GOWN) و مدیریتی (MOWN) می باشد).

SIZE: بیانگر اندازه هیئت مدیره می باشد.

CV_m: بیانگر متغیرهای کنترلی پژوهش شامل اندازه شرکت (LOGTA)، رشد (MTBR)، اهرم (LEV) و سودآوری (EPS) می باشد.

متغیر اندازه شرکت: لگاریتم کل دارایی ها

متغیر رشد: نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام
متغیر اهرم شرکت: نسبت جمع کل بدهی به جمع کل دارایی ها

متغیر سودآوری: سود هر سهم

با توجه به مدل رگرسیونی فوق جهت آزمون فرضیه سوم از مدل دوم به شرح زیر استفاده می گردد:

مدل دوم:

$$QRATIO_i = \beta_0 \pm \sum_{j=1}^3 \beta_j OS_j \pm \beta_k SIZE_k \pm \sum_{j=1}^3 \beta_j (OS_j \times SIZE) \pm \sum_{m=1}^4 \beta_m CV_m + \varepsilon_i$$

∑_{j=1}³ β_j (OS_j X SIZE): عکس العمل متقابل بین انواع ساختار مالکیت و تعداد اعضای هیئت مدیره است.

توضیح سایر متغیرهای بکار رفته در مدل دوم، در مدل اول تبیین شده است.

۶- یافته های پژوهش

جدول شماره (۱) نشان دهنده نتایج آزمون های F لیمر و هاسمن در برآورد مدل های رگرسیونی است. همانگونه که ملاحظه می شود، در تمامی مدل های بکاررفته در سطح معنی داری ۵ درصد، آماره آزمون

کمتر از ۰.۰۵ است. مدل مناسب این آزمون ها، مدل تجمیعی نبوده، لذا از مدل داده های پانل استفاده شد. با توجه به آماره آزمون هاسمن در تمامی مدل های رگرسیونی، مدل با اثرات ثابت برگزیده شد.

جدول شماره (۲) نشان دهنده نتایج تخمین فرضیه های اول و دوم پژوهش با مدل اثرات ثابت است. به منظور بررسی فرضیه اول، سه فرضیه فرعی جداگانه بر اساس هر یک از متغیرهای مستقل تدوین گردید. در فرضیه فرعی ۱-۱ متغیر وابسته ارزش شرکت با متغیر مستقل مالکیت متمرکز همراه با متغیرهای کنترل مورد بررسی قرار گرفت. همانگونه که در جدول شماره (۲) ملاحظه می گردد ضریب متغیر مالکیت متمرکز (HI5) در مدل مذکور از ۰/۰۵ بیشتر و معنی دار نبوده، لذا نتیجه می گیریم که مالکیت متمرکز بر ارزش شرکت تاثیرگذار نیست و فرضیه ۱-۱ مورد تایید قرار نگرفت. تمرکز مالکیت از لحاظ تئوری آثار مثبت و منفی خاص خود را دارد. از آثار مثبت آن می توان به اثرات کنترلی و از آثار منفی آن می توان به مواردی همچون تضییع حقوق سهامداران اقلیت توسط سهامداران اکثریت اشاره کرد. به نظر می رسد که تلفیق جنبه های مثبت و منفی تمرکز مالکیت، دلیلی بر نتیجه به دست آمده در این پژوهش باشد. نتیجه این فرضیه مطابق با پژوهش عمران (۲۰۰۸) می باشد که به این نتیجه رسید که تمرکز مالکیت اثر مشخصی بر سود و ارزش شرکت ندارد. همچنین در پژوهش های مشابهی در ایران فضل زاده و همکاران (۱۳۸۸) و صادقی شریف و پنجه شاهی (۱۳۸۸) دریافتند که، تمرکز مالکیت تاثیر معنی داری بر عملکرد و ارزش شرکت ندارد. نتایج فرضیه فوق مغایر با نتیجه پژوهش سولانگ و مت نور (۲۰۱۰) می باشد. نتایج پژوهش آن ها نشان داد که ارتباط معنی داری بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت در شرکت های مالزی وجود دارد.

جدول شماره ۱. نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن		آزمون F لیمر		شاخص	فرضیه
مدل انتخابی	P- Value	مدل انتخابی	P- Value		
مدل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانل	۰/۰۰۰۰		فرضیه ۱-۱
مدل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانل	۰/۰۰۰۰		فرضیه ۲-۱
مدل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۳	داده‌های پانل	۰/۰۰۰۲		فرضیه ۳-۱
مدل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانل	۰/۰۰۰۰		فرضیه ۲
مدل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانل	۰/۰۰۰۰	اول	فرضیه ۱-۳
مدل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانل	۰/۰۰۰۷	دوم	
مدل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۱	داده‌های پانل	۰/۰۰۰۰	اول	فرضیه ۲-۳
مدل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۵	داده‌های پانل	۰/۰۰۰۰	دوم	
مدل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانل	۰/۰۰۰۰	اول	فرضیه ۳-۳
مدل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۷	داده‌های پانل	۰/۰۰۰۰	دوم	

جدول شماره ۲. تخمین مدل با اثرات ثابت فرضیه‌های اول و دوم پژوهش

فرضیه اصلی ۲		فرضیه اصلی ۱						متغیرها
		فرضیه فرعی ۳-۱		فرضیه فرعی ۲-۱		فرضیه فرعی ۱-۱		
آماره t		آماره t		آماره t		آماره t		
P-Value	ضریب متغیر	P-Value	ضریب متغیر	P-Value	ضریب متغیر	P-Value	ضریب متغیر	
۰/۰۰۰	۷/۰۱	۰/۰۰۰	۱۵/۵۴	۰/۰۰۰	۱۵/۲۷	۰/۰۰۰	۸۷۵/۳	مقدار ثابت
						۰/۰۷۰۴	۱/۰۸	مالکیت متمرکز
				۰/۰۰۰	۰/۷۶			مالکیت دولتی
		۰/۰۰۷	۰/۸۹					مالکیت مدیریتی
۰/۰۰۰	۱۴/۳۸							تعداد اعضای هیئت مدیره
۰/۰۰۱	-۱/۱۶	۰/۰۰۰	-۲/۷۶	۰/۰۰۰	-۱/۳۸	۰/۰۰۰	-۱۴۸/۰۷	اندازه شرکت
۰/۷۹	۹/۴۱	۰/۸۵۹	-۷/۶۶	۰/۷۰۰	۰/۰۰۰۲	۰/۸۷۰	-۰/۰۰۵	رشد
۰/۰۰۵	۰/۰۰۷	۰/۰۰۰۱	۰/۰۱۱	۰/۰۰۹۳	۰/۰۰۷	۰/۰۰۰۰	-۰/۸۷۶	اهرم
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۲	۰/۹۵۶	-۰/۰۰۰۳	سودآوری
۰/۶۸		۰/۶۵		۰/۶۳		۰/۴۳		R ² تعدیل شده
۱/۹۸		۱/۹۱		۱/۷۴		۱/۸۷		دوربین واتسون
۱۴/۶۶		۱۳/۲۴		۱۴/۴۶		۲/۸۶		آماره فیشر
تأیید فرضیه		تأیید فرضیه		تأیید فرضیه		تأیید نشد		نتیجه فرضیه

شماره (۲) ملاحظه می‌گردد، علامت ضریب متغیر مستقل مثبت و آماره آزمون کمتر از ۵ درصد می‌باشد و این به معنی آن است که مالکیت دولتی بر ارزش

در فرضیه ۲-۱ متغیر وابسته ارزش شرکت با متغیر مستقل مالکیت دولتی همراه با متغیرهای کنترل مورد بررسی قرار گرفت. همانگونه که در جدول

شرکت اثر مستقیم دارد. بنابراین فرضیه ۱-۲ مورد تایید قرار گرفت. توضیحی که می توان درباره مداخله دولت در مالکیت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران ارائه داد این است که انتظار داریم این امر باعث بهبود نظارت و عملکرد بهتر شرکت ها شود. علاوه بر آن مدیران شرکت هایی که به طور غیر مستقیم تحت نظر دولت کنترل می شوند می توانند عملکرد شرکت را کنترل کنند. از این طریق که بهبود در آینده نگری آنها می تواند بر روی عملکرد شرکت موثر باشد. از طرف دیگر، نتایج حاصل در این پژوهش از نتایج بدست آمده توسط سولانگ و مت-نور (۲۰۱۰) که بیان کردند بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت در شرکت های مالزیایی ارتباط مثبت وجود دارد، حمایت می کند. واعظ و همکاران (۱۳۸۹) نیز در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که مالکیت دولتی بر ارزش شرکت تاثیر مثبت و معنی داری دارد. به عبارتی هرچه درصد مالکیت دولتی در شرکتی افزایش یابد بازده سهام آن نیز افزایش می یابد. نتایج فرضیه فوق مغایر با نتیجه پژوهش خدابخشی (۱۳۸۵) می باشد. شرکت های تحت مالکیت و کنترل دولت تمایل دارند کم کارآمدتر باشند. به همین علت دولتی بودن شرکت مورد بررسی یا تحت کنترل و نفوذ بودن از سوی دولت یا سازمانها و نهادهای دولتی و شبه دولتی دارای رابطه منفی با شاخص های ارزش شرکت می باشد.

در فرضیه ۱-۳ متغیر وابسته ارزش شرکت با متغیر مستقل مالکیت مدیریتی همراه با متغیرهای کنترل مورد بررسی قرار گرفت. همانگونه که در جدول شماره (۲) ملاحظه می گردد علامت ضریب متغیر مستقل مثبت و آماره آزمون کمتر از ۵ درصد می باشد و این به معنی آن است که مالکیت مدیریتی بر ارزش شرکت اثر مستقیم دارد. بنابراین فرضیه ۱-۳ مورد تایید قرار گرفت. نتیجه این فرضیه مطابق با

فرضیه همگرایی منافع می باشد که از ارتباط مثبت بین مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت حمایت می کند. تحت این فرضیه، با افزایش مالکیت مدیریتی، هزینه های نمایندگی کاهش می یابد. زیرا مدیران سهم بیشتری از هزینه هایی که باعث کاهش ارزش شرکت می شود را تقبل می کنند. با کاهش هزینه های نمایندگی، ارزش شرکت افزایش می یابد. نتیجه این فرضیه مطابق با پژوهش خدابخشی (۱۳۸۵) می باشد. نتایج پژوهش وی حاکی از این است که میانگین سهامداری توسط مدیران ارشد شرکت (اعضاء هیئت مدیره شرکت) دارای تاثیر مثبت در بالا بردن ارزش شرکت ها در سطح شرکت های ایرانی گردیده است. شرکت هایی که عمده سهامداران آن همان اعضای هیئت مدیره شرکت می باشند یا به بیانی دیگر شرکت هایی که اعضای هیئت مدیره از میان سهامداران عمده شرکت انتخاب گردیده اند؛ از ارزش بازار بالاتری نیز برخوردار می باشند. و این نشان می دهد مدیرانی که خود نیز مالک شرکت باشند، اهتمام و کوشش بیشتری را در جهت راهبری مناسب شرکت و در نتیجه افزایش ارزش شرکت، مصروف خواهند داشت. نتیجه این فرضیه مغایر با پژوهش های سولانگ و مت نور (۲۰۱۰)، واعظ و همکاران (۱۳۸۹) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) می باشد. آنها به این نتیجه رسیدند که تمرکز مالکیت مدیریتی با ارزش شرکت رابطه منفی و معنی داری دارد. به عبارتی هرچقدر مالکیت در دست مدیران اجرایی یا اعضای هیئت مدیره باشد ارزش شرکت کاهش می یابد.

در فرضیه اصلی دوم متغیر وابسته ارزش شرکت با متغیر مستقل تعداد اعضای هیئت مدیره همراه با متغیرهای کنترل مورد بررسی قرار گرفت. با عنایت به جدول شماره (۲) نتایج حاصله نشان داد که علامت ضریب متغیر مستقل مثبت و مقدار احتمال آن کمتر از ۵ درصد می باشد و این به معنی آن است که تعداد

اعضای هیئت‌مدیره بر ارزش شرکت اثر مستقیم دارد. بنابراین نتایج حاصل از این فرضیه از تصور رایجی که معتقد است هیئت مدیره کوچکتر باعث افزایش اثرگذاری فعالیت های کنترلی و در نهایت افزایش ارزش شرکت می شود، حمایت نمی کند. نتیجه این فرضیه مطابق با پژوهش سولانگ و مت‌نور (۲۰۱۰) و قنبری (۱۳۸۶) می باشد.

به منظور بررسی فرضیه سوم، سه فرضیه جداگانه بر اساس هر یک از متغیرهای مستقل با در نظر گرفتن تعداد اعضای هیئت‌مدیره به همراه متغیرهای کنترل مورد بررسی قرار گرفت. در این ارتباط لازم به توضیح می باشد که هر یک از فرضیه‌ها با توجه به شاخص‌های مطرح شده در بررسی فرضیه سوم به گونه جداگانه تحلیل و نتیجه‌گیری می شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش در جدول شماره (۳) نشان داده شده است. در بررسی فرضیه فرعی دوم مشخص گردید که بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود ندارد. از این رو در فرضیه فرعی ۱-۳ رابطه بین ارزش شرکت با متغیر مستقل مالکیت متمرکز با در نظر گرفتن تعداد اعضای هیئت‌مدیره به همراه متغیرهای کنترل مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصله از تخمین مدل رگرسیونی با استفاده از مدل با اثرات ثابت حاکی از این است که حتی با متمایز کردن شرکت‌های نمونه از نظر تعداد اعضای هیئت‌مدیره (شاخص‌های اول و دوم) هیچ رابطه‌ای بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت وجود ندارد. با توجه به توضیحات فوق فرضیه فرعی ۱-۳ تأیید نمی‌گردد.

در فرضیه ۲-۳ متغیر وابسته ارزش شرکت با متغیر مستقل مالکیت دولتی با در نظر گرفتن تعداد اعضای هیئت‌مدیره به همراه متغیرهای کنترل مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصله از تخمین مدل رگرسیونی با استفاده از مدل با اثرات ثابت حاکی از

این است که چون ضریب متغیر مستقل مالکیت دولتی در هر دو مدل مثبت و معنی‌دار شد، پس می‌توان نتیجه گرفت که بین ارزش شرکت و مالکیت دولتی رابطه مستقیم وجود دارد. همچنین با توجه به مقادیر R^2 در هر دو مدل با شاخص‌های فوق‌الذکر می‌توان گفت که هر چه تعداد اعضای هیئت‌مدیره افزایش پیدا کند، رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت کمتر می‌گردد. بنابراین فرضیه فوق مبنی بر اینکه هر چه اندازه هیئت‌مدیره بزرگتر باشد، رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت ضعیف‌تر است، تأیید می‌گردد.

در فرضیه فرعی ۳-۳ متغیر وابسته ارزش شرکت با متغیر مستقل مالکیت مدیریتی با در نظر گرفتن تعداد اعضای هیئت‌مدیره به همراه متغیرهای کنترل مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصله از تخمین مدل رگرسیونی با استفاده از مدل با اثرات ثابت حاکی از این است که در شرکت‌هایی که تعداد اعضای هیئت‌مدیره آنها ۵ نفر است هیچ رابطه معنی‌داری بین مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت وجود ندارد. لیکن در شرکت‌هایی که تعداد اعضای هیئت‌مدیره آنها ۶ و ۷ نفر است، رابطه مستقیم و معنی‌داری بین مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت وجود دارد. با توجه به توضیحات فوق فرضیه فرعی ۳-۷ تأیید نمی‌گردد.

۷- نتیجه‌گیری و بحث

مکانیزم‌های راهبری شرکتی به علت تضاد منافع بین مالکان و مدیران و برای از بین بردن مشکلات نمایندگی و همچنین اطمینان خاطر سهامداران از این مسئله که وجوه آنها در اثر سرمایه‌گذاری بر روی فعالیت‌های غیرسودآور به هدر نمی‌رود، بوجود آمدند. بهبود راهبری شرکتی در کاهش هزینه‌های نمایندگی موثر است و باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. این پژوهش به دنبال یافتن رابطه بین انواع

متمركز و ارزش شركت وجود ندارد و حتى با متمايز كردن شركت‌هاي نمونه از نظر تعداد اعضاي هيئت- مديره هيچ رابطه‌اي بين مالكيته متمركز و ارزش شركت مشاهده نشد.

علاوه بر موارد اشاره شده، به منظور استفاده هر چه بهتر از نتايج پژوهش و نيز كمك به روشن شدن تاثير ويژگيهاي راهبري شركتي بر ارزش شركت مي توان اين پژوهش را پس از تصويب و اجرايي شدن آيين نامه راهبري شركت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و با توجه به تاثير نوع صنعت بر روابط بين ويژگيهاي راهبري شركتي و ارزش شركت تكرر نمود. در خاتمه پيشنهاده مي‌گردد ساير پژوهشگران ساير عوامل راهبري شركت‌ها و همچنين تاثير تعداد اعضاي موظف و غيرموظف هيئت‌مديره بر بهبود ارزش و عملکرد شركت‌ها را در پژوهش- هاي آتي مورد بررسي و تحليل قرار دهند.

ساختار مالكيته با ارزش شركت در شركت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. در اين راستا در پژوهش حاضر اثريخشي مكانيزم‌هاي نظارت و كنترل از طريق تعداد اعضاي هيئت‌مديره و ساختار مالكيته بر روي ارزش شركت آزمون گرديد. نتايج اين پژوهش بيانگر رابطه مثبت و معني‌دار بين مالكيته دولتي، مالكيته مديرיתי و تعداد اعضاي هيئت‌مديره با ارزش شركت مي‌باشد و هر چه تعداد اعضاي هيئت‌مديره افزايش پيدا كند، رابطه بين مالكيته دولتي و ارزش شركت كمتر مي‌گردد. نتايج اين پژوهش بيانگر اين است كه هرچه اندازه هيئت مديره افزايش مي‌يابد، بهره‌وري و كارايي به علت به وجود آمدن مشكلات و هماهنگي كاهش مي‌يابند. بدين ترتيب موارد ذكر شده منجر به كنترل و نظارت غيرموثر توسط اعضاي هيئت‌مديره بر روي مديريته مي‌شود. از طرفي با توجه به يافته هاي پژوهش حاضر مي توان ادعا كرد كه ارتباط معني‌داري بين مالكيته

جدول شماره ۳. تخمين مدل با اثرات ثابت مربوط به فرضيه سوم پژوهش

فرضيه اصلي ۳						شاخص	متغيرها
فرضيه فرعي ۳-۳		فرضيه فرعي ۲-۳		فرضيه فرعي ۱-۳			
آماره t		آماره t		آماره t			
P-Value	ضريب متغير	P-Value	ضريب متغير	P-Value	ضريب متغير		
۰/۰۰۰	۱۵/۵۶	۰/۰۰۰	۱۳/۱۳	۰/۰۰۰	۱۴/۱۰	اول	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۷/۰۲	۰/۰۰۰	۶/۶۷	۰/۰۰۰	۸/۲۵	دوم	
				۰/۶۹	-۰/۰۷	اول	مالكيته متمركز
				۰/۹۲	۰/۰۲۱	دوم	
		۰/۰۰۰	۰/۸۲			اول	مالكيته دولتي
		۰/۰۰۰	۰/۶۳			دوم	
۰/۴۴	۰/۳۰					اول	مالكيته مديرיתי
۰/۰۰۰	۲/۱۱					دوم	
۰/۰۰۰	-۲/۶۵	۰/۰۰۰	-۲/۱۳	۰/۰۰۰	-۲/۳۱	اول	اندازه شركت
۰/۰۰۰	-۱/۲۴	۰/۰۰۴	-۰/۹۲	۰/۰۰۰	-۱/۳۱	دوم	
۰/۰۰۰	۰/۰۵۱	۰/۰۰۰	۰/۰۴	۰/۰۰۰	۰/۰۵	اول	رشد
۰/۵۰	۰/۰۰۰۱	۰/۴۴	۰/۰۰۰۱	۰/۷۲	۸/۶۵	دوم	

فرضیه اصلی ۳						شاخص	متغیرها
فرضیه فرعی ۳-۳		فرضیه فرعی ۲-۳		فرضیه فرعی ۱-۳			
آماره t		آماره t		آماره t			
P-Value	ضریب متغیر	P-Value	ضریب متغیر	P-Value	ضریب متغیر		
۰/۱۴	۰/۰۰۵	۰/۸۴	-۰/۰۰۰۶	۰/۶۸	۰/۰۰۱	اول	اهرم
۰/۸۵	-۰/۰۰۱	۰/۷۱	۰/۰۰۱	۰/۴۸	۰/۰۰۲	دوم	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۲	اول	سودآوری
۰/۰۰۳	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۱	دوم	
۰/۶۲		۰/۷۲		۰/۶۴		اول	R ² تعدیل شده
۰/۶۷		۰/۶۴		۰/۵۷		دوم	
۱/۹۴		۱/۸۳		۱/۶۰		اول	دوربین واتسون
۱/۶۱		۱/۶۸		۱/۶۶		دوم	
۱۴/۷۷		۱۵/۱۴		۱۳/۷۶		اول	آماره فیشر
۱۴/۰۹		۱۲/۸۴		۱۰/۳۶		دوم	
تأیید نشد		تأیید فرضیه		تأیید نشد		نتیجه فرضیه	

فهرست منابع

- ۱) بابایی زکلیکی، محمد علی. احمدوند. (۱۳۸۷). "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". تحقیقات مالی، دوره ۱۰، شماره ۲۶، ص ۴۱-۶۰.
- ۲) خدابخشی، علی (۱۳۸۵)، "رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و ارزش بازار"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
- ۳) صادقی شریف، سید جلال. کفاش پنجه شاهی، محمد (۱۳۸۸)، بررسی ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۵.
- ۴) فعلی، مریم (۱۳۸۷)؛ "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت"؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه تهران.
- ۵) فضل‌زاده، علیرضا، محمدزاده، پرویز، طهباز هندی، علی (۱۳۸۸)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک صنعت"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۷.
- ۶) قنبری، فرحناز (۱۳۸۶)؛ "بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه الزهراء.
- ۷) مشایخ، شهناز و اسماعیلی مریم (۱۳۸۵)؛ "بررسی رابطه کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبردی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲.
- ۸) نمازی، محمد و کرمانی، احسان (۱۳۸۷)، "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳.
- ۹) واعظ، سید علی، کرراهی مقدم، سیروس، الهایی سحر، مهدی (۱۳۸۹)، "بررسی عملکرد شرکت

یادداشت‌ها

و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۷.

¹ - Modigliani & Miller

² - Firth

³ - Ryan & Wiggins

⁴ - Yermack

⁵ - Bozec

⁶ - Akimova & Schwodianer

⁷ - Tsai & Gu

⁸ - Omran

⁹ - Sulong & Mat Nor

- 10) Akimova, I, Schwodianer, G(2006), "Ownership structure, corporate governance and Enterprise performance: Empirical result for Ukraine", International Advances in Economic, Vol. 10, pp.28-42.
- 11) Bozec, Y, Bozec,R(2010), "Overall governance, firm value and deviation from one share", International Journal of Managerial Finance, Vol. 6 No. 4, pp. 305-328.
- 12) Firth, M, Peter, M, Oliver, M(2002), "Simultaneous Relationship among Ownership, Corporate Governance and Financial performance", Faculty of business and information systems, Hong Kong Polytechnic Univesity, pp 3-5,10-14.
- 13) Gillan, S,L(2006), " Recent Development in Corporate Governance: An Overview", Journal of corporate finance, Vol. 12, pp.381- 402.
- 14) Omran, M(2008), " Corporate Governance and Firm Performance in Arab Equity Markets: Does Ownership Concentration Matter? ", International Review of Law and Economics, Vol. 28, pp. 1-42.
- 15) Ryan, H, Wiggins, R(2001), "The influence of firm and manager specific characteristics on the structure of executive compensation", Journal of corporate finance.7, pp.101
- 16) Sulong, Z, Mat Nor,F(2010), " Corporate governance mechanisms and firm valuation in Malaysian listed", Journal of Modern Accounting and Auditing, Vol.6, No.1.
- 17) Tsai, H, Gu, Z (2007), "The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance", Hospitality Management, 26, PP. 517-530