

Corporate Governance and Holding Companies and Subsidiaries Performance in Tehran Stock Exchange

Abdorrezza Asadi¹

Abstract

The conflict of interest between firms' stockholders and managers is a noteworthy concern in corporate finance discussions today. The purpose of the present research is to investigate the effect of corporate governance criteria on performance of holding companies and subsidiaries in Tehran Stock Exchange. The study can be categorized as applied research regarding objective and descriptive and correlation research concerning research method. The study considers corporate governance criteria and market value added as research variables. Research sample contains holding companies and their subsidiaries in Tehran Stock Exchange which are selected via some criteria, including 27 holding companies and 89 subsidiaries over 2008 to 2015. For testing the research hypotheses, panel data analysis and multiple regression models are employed. The results indicate that board composition and ownership structure of holding companies significantly affect companies' performance. Moreover, holding companies performance has a significant effect on subsidiaries performance.

Keywords: Corporate Governance, Holding Companies, Subsidiaries, Ownership Structure, and Market Value Added.

JEL: G30, G32, G39

1. Department of Management, Neishabur Branch, Islamic Azad University, Neishabur, Iran,
Corresponding Author, Email: Abdorrezaasadi@yahoo.com

حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های هلدینگ و تابعه در بورس اوراق بهادار تهران^۱

عبدالرضا اسعدی^۲

چکیده

موضوع تضاد منافع بین سهامداران و مدیران و مکانیزم حاکمیت شرکتی بعنوان راه‌حل کاستن از هزینه‌های نمایندگی مرتبط با آن، امروزه از موضوع‌های مهمی است که به دلیل اثرگذاری آن بر عملکرد شرکت‌ها مورد توجه پژوهشگران و متخصصان بسیاری قرار گرفته است. هدف پژوهش حاضر نیز بررسی اثر مولفه‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های هلدینگ (مادر تخصصی) و تابعه در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از نظر هدف کاربردی است. چون نتایج آن می‌تواند مورد استفاده مدیران و مشارکت کنندگان بازار سرمایه قرار گیرد و از نظر روش اجرا در زمره پژوهش‌های توصیفی-همبستگی از نوع پس رویدادی قرار می‌گیرد. مولفه‌های حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده بازار به عنوان متغیرهای پژوهش در نظر گرفته شده‌اند. نمونه آماری مورد مطالعه شرکت‌های هلدینگ و تابعه آنها در بورس اوراق بهادار تهران هستند که با اعمال معیارهایی انتخاب شده‌اند که شامل ۲۷ شرکت هلدینگ و ۸۹ شرکت تابعه طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ می‌باشند. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش که با استفاده از داده‌های ترکیبی و رگرسیون‌های چندگانه انجام شده، نشان می‌دهد که ترکیب هیات مدیره و ساختار مالکیت شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد این شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد. همچنین اثر عملکرد شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد شرکت‌های تابعه آنها نیز معنی‌دار است.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، شرکت هلدینگ، شرکت تابعه، ساختار مالکیت، ارزش افزوده بازار

طبقه‌بندی موضوعی: G30, G32, G39

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2017.9108.1069

۲. استادیار مدیریت مالی، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نیشابور، ایران، نویسنده مسئول،

Email: Abdorrezaasadi@yahoo.com

مقدمه

در اواخر قرن نوزدهم، با گسترش شرکت‌ها و نیاز به مدیران متخصص برای اداره صحیح آنها، مسئله نمایندگی (تفکیک مالکیت از مدیریت) مطرح شد و پس از تفکیک بین مالکیت و مدیریت، از آنجا که این دو گروه بیشتر در پی رسیدن به اهداف شخصی خود بودند، این مساله بعنوان یکی از مشکلات اداره بنگاه‌های اقتصادی روز بروز بیشتر مورد توجه قرار گرفت. از این رو یکی از دغدغه‌های سرمایه‌گذاران، انتخاب شرکتی است که بتواند بهترین عملکرد را برای رسیدن به هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران داشته باشد. پس، ارزیابی عملکرد شرکت‌ها نیز از دغدغه‌های بزرگ سهامداران و مالکان شرکت‌ها شد. حاکمیت شرکتی که بدنبال مسئله جداسازی مالکیت و مدیریت مورد توجه پژوهشگران قرار گرفت، مجموعه معیارهایی را مطرح می‌کند که با کاهش قدرت مدیران، باعث بهبود عملکرد یک شرکت می‌شود. یکی از این معیارها، ساختار مالکیت است.

تفکیک مالکیت از مدیریت، علاوه بر مزایا، معایبی را نیز به دنبال دارد که مهم‌ترین آنها پدید آمدن هزینه‌های نمایندگی است. این هزینه‌ها بخاطر تضاد منافع بالقوه بین مدیران و مالکان بوجود می‌آید (تهرانی، ۱۳۸۸). در واقع مشکل اینجاست که کارگزاران همیشه به نفع کارگزاران تصمیم‌گیری نمی‌کنند. یکی از فرضیه‌های اصلی نظریه نمایندگی آن است که کارگزاران و کارگزاران با هم تضاد منافع دارند. در نظریه‌های مالی همواره یک فرض اساسی این است که هدف اولیه شرکت‌ها، افزایش ثروت سهامداران است، اما در عمل اینگونه نیست. علت آن است که مدیران شرکت ترجیح می‌دهند به دنبال تحقق اهداف خود باشند و در نتیجه بالاترین پاداش و مزایای ممکن را بدست آورند. مدیران شاید به افزایش منفعت شخصی تمایل دارند و این امر سبب تمرکز و سرمایه‌گذاری آنها بر طرح‌هایی می‌شود که منافع کوتاه‌مدت دارند (بویژه در مواردی که حقوق، مزایا و پاداش مدیران با سود مرتبط است) و بنابراین منافع بلندمدت و واقعی صاحبان شرکت را در نظر ندارند. یک پرسش مهم این است که چگونه سهامداران نمی‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت کنند. یک فرض اساسی و مهم دیگر در نظریه نمایندگی این است که تایید کارهای کارگزاران برای کارگزاران بسیار مشکل و پرهزینه است (سفیدگر، ۱۳۹۰).

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

برای اعمال حکمرانی اثربخش بر شرکت‌ها، مکانیسم‌های مختلفی را عنوان نموده‌اند. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست.

این بعد از حاکمیت در قالب ابعاد مختلف تعیین کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، وجود سهامداران جزء و عمده در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است (بابایی زکیلکی، ۱۳۸۷).

در یک نگاه کلی، حاکمیت شرکتی شامل ترتیب‌های حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. عناصر در این صحنه عبارتند از سهامداران و ساختار مالکیت ایشان و اعضای هیات مدیره و ترکیب آنها، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفع‌ها که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند. در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می‌کند، حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و تاثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حکمرانی بر سازمان‌ها و هم‌چنین عملکرد آنها داشته است. یافته‌های تجربی پژوهش‌های مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که متفاوت بودن ساختار شرکت‌های بورسی بر عملکرد آنها تاثیر دارد. یعنی اگر مالکان شرکت را گروه‌های مختلف مانند دولت، بانک‌ها، موسسه‌های مالی و سهامداران عمده تشکیل دهند، عملکرد آنها متفاوت خواهد بود (محمدی سپهرانی، ۱۳۹۰).

امروزه در جایگاه و اهمیت حاکمیت شرکتی برای موفقیت عملکرد شرکت‌ها و ایجاد رفاه اجتماعی هیچ تردیدی نیست. زیرا این موضوع با توجه به رخدادهای سال‌های اخیر و بحران‌های مالی شرکت‌ها اهمیت بیشتری یافته است. فروپاشی شرکت‌هایی از قبیل ورلد‌کام، انرون و ... که موجب زیان زیادی به سرمایه‌گذاران و ذینفعان شد و حاصل از سیستم‌های ضعیف حاکمیت شرکتی بود، موجب تاکید بیش از پیش بر ضرورت ارتقا و اصلاح حاکمیت شرکتی در سطح بین‌المللی شده است (سفیدگر، ۱۳۹۰).

اهمیت حاکمیت شرکتی در جهان به حدی است که موسسه رتبه‌بندی استاندارد اند پورز^۱ معیارهای چهارگانه، ساختار مالکیت، روابط ذینفعان مالی، ساختار و عملکرد هیات مدیره و پاسخگویی، شفافیت و افشای اطلاعات را برای حاکمیت شرکتی معرفی کرده است. ساختار مالکیت شرکت‌ها از آنجا که به عنوان یکی از مولفه‌های مهم حاکمیت شرکتی می‌تواند عملکرد مدیریت یک شرکت و دستیابی به منافع مالکان شرکت را نیز تحت تاثیر قرار دهد، تاکنون در پژوهش‌های متعددی مورد توجه قرار گرفته است. علاوه بر آن، وضعیت عملکردی شرکت‌ها در بازار سرمایه بویژه طی سال‌های اخیر (که اقتصاد کشور با چالش‌های داخلی و خارجی بسیاری

مواجهه بوده است و می‌توان یکی از آنها را حاکمیت و تسلط برخی بنگاه‌های اقتصادی بر بازار عنوان کرد که نشانی از وضعیت انحصار است) همگی حکایت از آن دارند که پرداختن به موضوع حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها هنوز می‌تواند از جمله مسائل مهم مورد بحث پژوهش‌های تجربی باشند. بویژه آن که ساختار بازار سرمایه در کشور ما بیشتر به شکل کنترل متقابل^۱ بوده و مالکیت بسیاری از شرکت‌ها در اختیار شرکت‌های بزرگتر صنعت است و این شرکت‌ها به عنوان شرکت‌های هلدینگ (مادر تخصصی) کنترل تعداد زیادی از شرکت‌های دیگر بازار را در اختیار داشته و بر فعالیت و عملکرد آنها تاثیرگذار هستند.

در کشور ما به علت فقدان قوانین و مقررات جامع و تکنیکی در زمینه شرکت‌های هلدینگ، اصطلاح شرکت هلدینگ و شرکت سرمایه‌گذاری را به طور یکسان به کار می‌برند و تصور عموم بر این است که شرکت هلدینگ، به ضرورت همان شرکت سرمایه‌گذاری است، در حالیکه از نظر حقوقی، ساختار این دو شرکت با یکدیگر متفاوت و متمایز است. شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نهادهای سود آفرین در امر خرید و فروش سهام هستند، ولی شرکت مادر، نهادی است که اداره شرکت‌های تابعه را بر عهده دارد.

شرکت‌های مادر، به لحاظ نوع عملکرد و ساختار حقوقی خود به دو دسته کلی تقسیم می‌شوند: نوع نخست آنها، شرکت‌های سهامی هستند که علاوه بر عملیات تجاری خود، بخشی از سرمایه خود را صرف خرید سهام شرکت‌های دیگر می‌کنند و به آنها شرکت کنترل کننده می‌گویند. اما نوع دوم آنها، شرکت‌های سهامی هستند که تمام سرمایه خود را صرف خرید سهام شرکت‌های دیگر می‌کنند و فعالیت تجاری خاصی برای خود ندارند و به آنها شرکت هلدینگ یا دارنده می‌گویند (ناصری رکاوندی، ۱۳۸۸).

پدیده تفکیک مالکیت از مدیریت در شرکت‌های سهامی، مزایای مختلفی همچون امکان تداوم فعالیت برای شرکت، سهولت بخشیدن به نقل و انتقال مالکیت بین سهامداران و امکان استفاده بیشتر از مدیران متخصص دارد. اما تفکیک مالکیت از مدیریت علیرغم مزایا، معایبی را نیز به دنبال دارد و مهم‌ترین آنها پدید آمدن هزینه‌های نمایندگی است که بخاطر تضاد منافع بالقوه بین مدیران و مالکان بوجود می‌آید. مالکان بخاطر نظارت بر عملکرد، فعالیتها و اقدامات مدیران، هزینه‌های نمایندگی را متحمل می‌شوند تا از عملکرد مدیران در راستای به حداکثر رساندن منافع آنها اطمینان پیدا کنند (تهرانی، ۱۳۸۸).

برخی از مطالعات انجام شده در حوزه نوع مالکیت، نشان دهنده بهبود در عملکرد موسسه‌هایی است که اقدام به تغییر در نوع مالکیت خود و یا انجام عملیات خصوصی‌سازی نموده‌اند.

خصوصی‌سازی در واقع انتقال مالکیت از بخش دولتی به سرمایه‌گذاران بیرونی است که تاکید بیشتری بر روی سود و کارایی دارند. تفاوت در انگیزه‌های مدیریتی و نظارتی، اهداف سیاسی و تعهدات اجتماعی واحدهای دولتی به طور عموم باعث می‌شود که واحدهای مزبور، عملکرد پایین‌تری نسبت به موسسه‌های مشابه داشته باشند. برخی از مالکان نهادی و شرکتی به لحاظ داشتن انگیزه‌های قویتری برای کسب سود و دسترسی به اطلاعات بیشتر ممکن است عملکرد بهتری داشته باشند. اما در مقابل، برخی دیگر از مالکان، نظیر بخش دولتی ممکن است دسترسی به اهداف سیاسی خاص، ایجاد اشتغال و یا توجه به صنایع استراتژیک را به کسب سود ترجیح دهند.

از سوی دیگر ساختار مالکیت بعنوان مولفه‌ای از مکانیزم حاکمیت شرکتی، سیاست‌های عملیاتی شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد و این سیاست‌ها به نوبه خود می‌توانند بر عملکرد شرکت از منظر داخلی و همچنین بازار سرمایه تاثیر چشمگیری داشته باشند. در واقع این مالکان عمده، نمایندگان خود را بعنوان اعضای هیات مدیره به شرکت می‌فرستند و آنها نیز با تصمیم‌های خود عملکرد شرکت را رقم می‌زنند. این عملکرد نیز دوباره توسط بازرسان و سیستم‌های کنترل داخلی به عنوان نماینده مالکان شرکت نیز مورد نظارت قرار می‌گیرد.

در ارتباط با مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و همچنین موضوع پر اهمیت عملکرد شرکت‌ها تاکنون پژوهش‌های تجربی قابل توجهی در داخل و خارج از کشور انجام شده و هر یک به بررسی ابعاد و ویژه‌ای از موضوع پرداخته است.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) بیان می‌کنند که رابطه‌ای معنادار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه‌ای معنادار و مثبت بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت منفی و معنی‌دار بر عملکرد تأثیر می‌گذارد و در مالکیت خصوصی بهتر است که مالکیت عمده در اختیار سرمایه‌گذاران شرکتی باشد. به طور کلی بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها رابطه معنی‌داری وجود دارد.

قائمی و شهریاری (۱۳۸۸) پژوهشی با هدف تعیین رابطه بین اجزای ساختار حاکمیت شرکتی شامل ترکیب هیات مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات با عملکرد شرکت‌ها انجام دادند. نمونه مورد بررسی این پژوهش شامل ۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سه ساله ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۴ بود. در این پژوهش درصد سهام شناور آزاد به عنوان معیار ساختار مالکیت در نظر گرفته شد و یافته‌های پژوهش نشان می‌داد که بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت همبستگی معناداری وجود ندارد.

فضلزاده و همکاران (۱۳۸۹) پژوهشی با هدف بررسی نقش ساختار مالکیت در عملکرد شرکت‌ها انجام داده و به این نتیجه رسیدند که از بین متغیرهای ساختار مالکیت، تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت ندارد، اما تأثیر مالکیت نهادی بر تمرکز مالکیت نهادی معنادار است. نتایج دیگر پژوهش بیان می‌کند که مالکیت نهادی به صورت مثبت و تمرکز مالکیت نهادی به صورت منفی بر عملکرد شرکت تأثیر گذار است.

وکیلی فرد و باوندپور (۱۳۸۹) طی مطالعه خود به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها پرداختند و به این منظور از معیارهای سهامداران نهادی، سهامداران عمده، اعضای غیر موظف هیات مدیره و کیفیت اطلاعات مالی برای حاکمیت شرکتی و از معیارهای کیوتوین و رشد سود خالص برای عملکرد استفاده کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که وجود سهامداران نهادی و ترکیب هیات مدیره با عملکرد شرکت‌ها رابطه معناداری دارد اما بین نسبت سهامداران عمده و کیفیت اطلاعات مالی با عملکرد شرکت‌ها رابطه معناداری دیده نشده است.

تهرانی، اسلامی بیدگلی و ویسی زاده (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی مدل‌های ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری ایرانی پرداختند. هدف پژوهش آنان، مقایسه عملکرد بر اساس نسبت‌های سستی و نسبت‌های جدید بود. نتایج نشان داد که رتبه بندی بر اساس معیار شارپ با رتبه بندی بر اساس معیارهای سورتینو، پتانسیل مطلوب و امگا ارتباط دارد. همچنین دریافته‌اند که توزیع بازده شرکت‌ها از نوع توزیع‌های بیضوی است و ضرایب همبستگی بین معیارهای عملکردی فوق را می‌توان به این توزیع بازده نسبت داد.

صادقی و رحیمی (۱۳۹۱) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که تمرکز و ساختار مالکیت، تأثیری بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد، اما برعکس، عملکرد شرکت‌ها می‌تواند بر ساختار مالکیت آنها تأثیر گذار باشد. همچنین بر اساس آزمون فرضیه فرعی این پژوهش، اندازه شرکت تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد. با بزرگتر شدن شرکت، نظارت بر آنها دشوارتر و عملکرد شرکت ضعیف‌تر می‌شود.

شهیکی تاش و همکاران (۱۳۹۱) دریافته‌اند که بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت، رابطه‌ای مثبت و معنادار و بین مالکیت حقیقی و عملکرد شرکت رابطه معنادار و منفی وجود دارد. در مورد تمرکز مالکیت نیز که بیانگر درصد سهام بزرگترین سهامدار شرکت می‌باشد، رابطه‌ای مثبت و معناداری با عملکرد شرکت دیده شد.

علامه حائری و حسینی (۱۳۹۱) در پژوهش خود به مقایسه عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری پرداخته و نشان دادند که بین عملکرد شرکت‌های

سرمایه‌گذاری و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در سهام تفاوت معنی‌داری وجود ندارد و همچنین عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری تفاوت معنی‌داری با عملکرد بازار سهام ندارند.

شورورزی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی ارتباط حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیون فازی پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین اعضای غیر موظف هیات مدیره و مالکان نهادی با عملکرد شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد، در حالی که بین نقش دوگانه مدیرعامل و عملکرد شرکت رابطه معناداری دیده نشده است.

می‌یو^۱ (۲۰۱۳) پژوهشی با هدف بررسی رابطه مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌ها بر روی ۱۰۶۳۹ شرکت چینی با استفاده از روش داده‌های پانلی طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۰ انجام داد. نتایج پژوهش وی نشان داد که مالکیت دولتی با عملکرد شرکت رابطه U شکلی دارد. به علاوه نتایج پژوهش‌های وی نشان داد که اصلاح ساختار سهام طی سال‌های ۲۰۰۵ - ۲۰۰۶ نقش مثبتی در بهبود رابطه بین مالکیت دولتی و نسبت سوددهی شرکت ایفا می‌کند؛ گرچه مالکیت دولتی در این دوره کاهش یافته است.

زیتون^۲ (۲۰۰۹) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها را با استفاده از مدل داده‌های ترکیبی بررسی و به این نتیجه رسید که مالکیت دولتی احتمال نکول را کاهش می‌دهد، اما یک اثر منفی بر عملکرد شرکت دارد. به اعتقاد او چون باید عملکرد شرکت را افزایش و ریسک نکول را کاهش دهیم، این کاهش مالکیت دولتی در مواردی منطقی است. بنابراین درجه خاصی از مالکیت دولتی مورد نیاز است تا عملکرد شرکت‌ها افزایش و در عین حال احتمال ورشکستگی شرکت کاهش پیدا کند.

الفاروق و دیگران^۳ (۲۰۰۷) در پژوهشی پیرامون ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها به این نتیجه رسیدند که مالکیت اثر مهمی بر عملکرد شرکت ندارد. گرچه عملکرد اثر منفی بر مالکیت دارد، اما این تأثیر معنی‌دار نیست. با این وجود به نظر می‌رسد که متغیرهای کنترل و عوامل نظارت دولتی بر عملکرد و مالکیت اثر معنی‌داری دارند. این نتیجه نشان می‌دهد که بر خلاف تفاوت مهم نظارت دولت بین بنگلادش و اقتصاد بازارهای توسعه یافته، شباهت‌های زیادی بین مکانیزم‌های دولتی داخلی و مفهوم نظریه نمایندگی وجود دارد.

لی^۴ (۲۰۰۸) در پژوهش خود، اثر ساختار مالکیت بر عملکرد مالی شرکت‌های کره‌ای را مورد بررسی قرار داد. نتایج این پژوهش نشان داد که عملکرد شرکت با افزایش تمرکز مالکیت بهبود

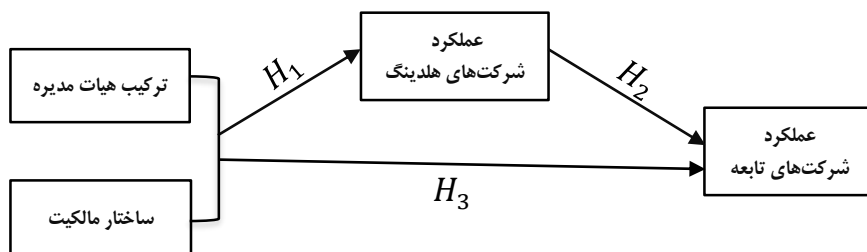
1. Mei Yu
2. Zeitun
3. Alfaroque Omar
4. Lee

می‌یابد، اما اثر مالکیت نهادی و مالکیت خارجی ناچیز است. هم چنین نتایج نشان داد که یک رابطه U شکل معکوس بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. یعنی عملکرد شرکت وقتی به اوج می‌رسد که تمرکز مالکیت در یک سطح متوسط باشد.

کوسندا^۱ و اسوجنار^۲ (۲۰۰۲) به پژوهشی پیرامون اثر مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها در برنامه خصوصی‌سازی جمهوری چک پرداخته و نشان دادند که در دوره پس از واگذاری مالکیت خصوصی، مالکیت دولتی به عملکرد بالاتر نسبی دست می‌یابد. به عبارتی مالکیت خصوصی عملکرد بهتر و یا در برخی موارد عملکرد همسان در مقایسه با مالکیت متمرکز در دست دولت دارد. تسسیا^۳ و ژنج^۴ (۲۰۰۷) ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت را مورد پژوهش قرار دادند. نتایج بررسی آنها نشان داد که سرمایه‌گذاری نهادی در کازینوها ممکن است به سرمایه‌گذاران این صنعت کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مالکیت و مدیریت را کاهش دهند. دمستر و همکاران^۵ (۲۰۰۱) با بررسی ۲۲۳ شرکت امریکایی و بکارگیری آزمون OLS و استفاده از نسبت کیو تو بین دریافتند که هیچگونه ارتباط معناداری بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود ندارد. در عین حال به بیان آنها نه تنها باید ساختار مالکیت به عنوان یک متغیر درونزا در نظر گرفته شود، بلکه بطور همزمان ترکیبی از سهامداری‌های افراد مختلف با منافع متفاوت مد نظر قرار گیرد.

بر اساس مبانی نظری و پیشینه مطالعات انجام شده می‌توان برای پژوهش حاضر، مدل مفهومی

زیر را تدوین نمود:



نمودار ۱. مدل مفهومی پژوهش

1. Kocenda
2. Svejnar
3. Tsasia
4. Zhenj
5. Demsetz

فرضیه‌های پژوهش

در پژوهش حاضر با توجه به مبانی نظری و مدل مفهومی تدوین شده، فرضیه‌هایی به صورت زیر در نظر گرفته شده‌اند:

۱. ترکیب هیات مدیره و ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های هلدینگ اثر معناداری دارد.
۲. عملکرد شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد شرکت‌های وابسته اثر معناداری دارد.
۳. ترکیب هیات مدیره و ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های وابسته اثر معناداری دارد.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از حیث هدف در زمره پژوهش‌های کاربردی است. چون نتایج آن می‌تواند مورد استفاده مدیران، سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران واقع شود و چون ارتباط بین متغیرهای حاکمیت شرکتی و عملکرد مورد بررسی قرار می‌گیرد، به لحاظ روش اجرا، از جمله پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قلمداد می‌شود. داده‌های مورد نیاز پژوهش نیز از طریق مطالعات کتابخانه‌ای مبانی نظری و اطلاعات گزارش‌های صورت‌های مالی سالانه شرکت‌ها و گزارش‌های معاملات روزانه در پایگاه‌های رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران مانند کدال استخراج شده است.

برای انتخاب شرکت‌های مورد مطالعه در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ و بر اساس موضوع پژوهش ابتدا شرکت‌هایی انتخاب شده‌اند که بعنوان شرکت‌های هلدینگ (مادر تخصصی) مالکیت و کنترل شرکت‌های دیگری را در اختیار داشته باشند و سپس برای انتخاب شرکت‌های وابسته معیارهای زیر در نظر گرفته شده است:

۱. سال مالی آنها منتهی به اسفند ماه هر سال باشد.
 ۲. جزو شرکت‌های زیان ده نباشند.
 ۳. نماد این شرکت‌ها بصورت طولانی در دوره زمانی مطالعه متوقف نشده باشد.
 ۴. اطلاعات مورد نیاز آنها در دسترس باشد.
- با اعمال محدودیت‌های گفته شده، ۲۷ شرکت هلدینگ (مادر تخصصی) و ۸۹ شرکت وابسته انتخاب شده و داده‌های آنها برای ۸ سال و به تعداد ۹۲۸ مشاهده برای آزمون فرضیه‌ها گردآوری شد. متغیرهای مورد مطالعه در این پژوهش عبارتند از حاکمیت شرکتی، عملکرد شرکت‌های هلدینگ و عملکرد شرکت‌های وابسته.

متغیرهای مستقل: برای سنجش متغیر حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل پژوهش از مولفه‌های زیر استفاده شده است:

ترکیب هیات مدیره (BOR): این متغیر با نسبت اعضای موظف به کل اعضای هیات مدیره در هر سال اندازه گیری می شود.

درصد مالکیت دولتی (GOW): این متغیر با نسبت سهام در اختیار سازمان های دولتی و شرکت های وابسته دولت به کل سهام منتشر شده شرکت در هر سال محاسبه می شود.

درصد مالکیت نهادی (IOW): این متغیر با نسبت سهام در اختیار بانک ها، شرکت های بیمه و صندوق های بازنشستگی به کل سهام منتشر شده شرکت در هر سال محاسبه می شود.

متغیر وابسته: عملکرد شرکت (MVA): که با ارزش افزوده بازار او بر حسب میلیون ریال به صورت زیر سنجیده می شود، متغیر وابسته این پژوهش است.

$$MVA=(N*P)-BEQ \quad (\text{رابطه ۱})$$

که در آن:

MVA: ارزش افزوده بازار،

N: تعداد سهام منتشر شده شرکت،

P: آخرین قیمت معاملاتی هر سهم،

BEQ: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

متغیرهای کنترلی: اندازه شرکت (SIZ): برای این متغیر از لگاریتم حجم کل دارایی های شرکت استفاده شده است:

$$SIZ= \ln (\text{Total Asset}) \quad (\text{رابطه ۲})$$

اهرم مالی (LEV): برای اندازه گیری این متغیر نیز از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت بصورت زیر استفاده شده است:

$$LEV= \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}} \quad (\text{رابطه ۳})$$

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش و با توجه به ساختار داده‌های ترکیبی^۱ مشتمل بر ۹۲۸ مشاهده، مدل‌های رگرسیون چندگانه زیر مورد استفاده قرار گرفته‌اند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به ترتیب از مدل‌های رگرسیون چندگانه رابطه‌های ۴، ۵ و ۶ استفاده شده است:

$$MVA_H = \beta_0 + \beta_1 BOR + \beta_2 GOW + \beta_3 IOW + \beta_4 SIZ + \beta_5 LEV + \varepsilon_{ij} \quad (\text{رابطه ۴})$$

$$MVA_S = \beta_0 + \beta_1 MVA_H + \beta_2 SIZ + \beta_3 LEV + \varepsilon_{ij} \quad (\text{رابطه ۵})$$

$$MVA_S = \beta_0 + \beta_1 BOR + \beta_2 GOW + \beta_3 IOW + \beta_4 SIZ + \beta_5 LEV + \varepsilon_{ij} \quad (\text{رابطه ۶})$$

که در آن؛

MVA_H : عملکرد شرکت‌های هلدینگ،

MVA_S : عملکرد شرکت‌های وابسته،

BOR : ترکیب هیات مدیره،

GOW : درصد مالکیت دولتی،

IOW : درصد مالکیت نهادی،

SIZ : اندازه شرکت،

LEV : اهرم مالی شرکت،

ε_{ij} : مقدار باقیمانده‌های مدل.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

نتایج آماره‌های توصیفی متغیرها برای شرکت‌های هلدینگ و وابسته در جدول ۱ نشان داده شده است. همان گونه که دیده می‌شود، میانگین ارزش افزوده بازار شرکت‌های وابسته ۱۱۵۶۰ میلیون ریال و شرکت‌های هلدینگ ۷۳۶۵ میلیون ریال است. یعنی شرکت‌های وابسته بطور میانگین ارزش

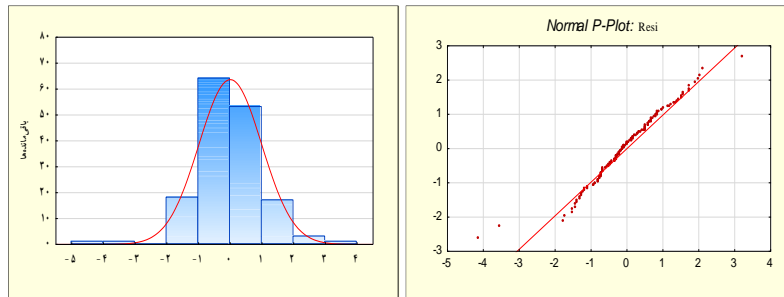
افزوده بیشتری نسبت به شرکت‌های هلدینگ داشته‌اند که یکی از دلایل آن می‌تواند اندازه بزرگتر این شرکت‌ها و حجم بالاتر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آنان باشد.

جدول ۱. آماره‌های توصیفی متغیرها در شرکت‌های هلدینگ و وابسته

متغیر	نوع شرکت‌ها	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
MVA	هلدینگ	۲۱۶	۷۳۶۵	۱۹۹۴۰	۰	۲۷۵۰۰۰
	وابسته	۷۱۲	۱۱۵۶۰	۲۹۱۵۰	-۲/۳۵	۲۷۰۰۰۰
BOR	هلدینگ	۲۱۶	۰/۶۶	۰/۲۱	۰/۲۲	۰/۸۶
	وابسته	۷۱۲	۰/۴۶	۰/۲۵	۰/۱۴۸	۰/۶۳
GOW	هلدینگ	۲۱۶	۷/۸	۱۵/۶۷	۰/۰۰	۵۶/۲۳
	وابسته	۷۱۲	۴/۴	۱۵/۰۷	۰/۰۰	۴۷/۳۴
IOW	هلدینگ	۲۱۶	۳۴/۷۶	۳۲/۱۸	۰/۰۰	۹۶/۶۵
	وابسته	۷۱۲	۶۴/۶	۳۵/۵	۰/۰۰	۹۷/۵۶
SIZ	هلدینگ	۲۱۶	۱۴/۷۵	۱/۵	۱۰/۵۸	۱۸/۸۵
	وابسته	۷۱۲	۶/۹	۱/۳۹	۴/۲۵	۹/۸۹
LEV	هلدینگ	۲۱۶	۰/۴۲	۰/۷۱	۰/۰۰	۶/۸۵
	وابسته	۷۱۲	۰/۵۳	۰/۶۲	۰/۰۱	۳/۳۸

با توجه به اینکه داده‌های پژوهش مشتمل بر ۹۲۸ مشاهده و دارای ساختار داده‌های ترکیبی است، پیش از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از مدل‌های رگرسیونی، فرض نرمال بودن جملات خطای مدل آزمون شده است. همچنین برای تشخیص اینکه آیا برازش مدل‌های رگرسیونی باید بصورت داده‌های ترکیبی برازش شود یا داده‌های جمعی، از آزمون قابلیت ادغام (F لیمر) استفاده شد. فرضیه صفر این پژوهش مبنی بر همگنی مقاطع و عرض از مبدأهای یکسان، به معنی این است که مدل رگرسیون با داده‌های ترکیبی مناسب نیست.

برای آزمون نرمال بودن مقادیر جملات خطای مدل رابطه ۴، از نمودارهای احتمال نرمال و هیستوگرام استفاده شد. همان‌طور که در نمودار ۲ دیده می‌شود، تجمع مقادیر جملات خطا اطراف خط ۴۵ درجه، نشان از تایید فرض نرمال بودن جملات خطای مدل نخست دارد.



نمودار ۲. نمودار احتمال نرمال و هیستوگرام جملات باقی مانده در مدل نخست

در جدول ۲، نتایج آزمون ادغام (F لیمر) برای تشخیص مدل مناسب گزارش شده است. با توجه به آن که آماره آزمون $۴/۳۸۵$ و بیش از مقدار بحرانی آن و سطح معناداری برآورد شده (P -Value) کوچک تر از $۰/۰۵$ است، فرضیه همگنی مقاطع و عرض از مبدأهای یکسان رد می‌شود و به عبارت دیگر می‌بایست برازش مدل رگرسیون بصورت داده‌های ترکیبی صورت گیرد.

جدول ۲. نتایج آزمون ادغام برای مدل نخست پژوهش

مقدار آماره F	درجات آزادی صورت	درجات آزادی مخرج	P -value
۴/۳۸۵	۲۰	۱۳۲	۰/۰۰۰

پس از آن آزمون هاسمن برای تشخیص ثابت یا تصادفی بودن اثرات عرض از مبدأ مدل، بکار گرفته شده و نتایج آن مطابق جدول ۳ نشان می‌دهد که چون سطح معناداری برآورد شده $۰/۷۳۳$ و بزرگتر از $۰/۰۵$ است، مدل پژوهش باید با آثار تصادفی برازش داده شود.

جدول ۳. نتایج آزمون هاسمن برای مدل نخست پژوهش

مقدار آماره کی دو	درجه آزادی	P -value
۱/۱۲۷	۴	۰/۷۳۳

با توجه به مطالب بیان شده، نتایج برازش مدل پژوهش به روش رگرسیون، کمترین مربعات معمولی (OLS) در جدول ۴ آورده شده است. همانطور که دیده می‌شود، آماره F مدل برابر $۳۴/۶۵$ و مقدار احتمال

آن کمتر از سطح معناداری (۰/۰۵) می‌باشد. بنابر این مدل نخست پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار است. ضریب تعیین بدست آمده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی می‌توانند معادل ۴۷ درصد تغییرات متغیر وابسته را بیان کنند. مقدار آماره دوربین-واتسون معادل ۱/۸۱ شده و نشان می‌دهد که در این مدل مشکل خودهمبستگی باقیمانده‌ها وجود ندارد. از آنجا که مقدار آماره VIF بیش از ۰/۱ و مقدار تلورانس همگن کمتر از ۱۰ شده‌اند، مشکل همخطی بین متغیرهای توضیحی مدل نیز وجود ندارد.

مقادیر آماره t و مقدار احتمال متناظر نیز با آن که برای هر یک از متغیرهای مستقل و کنترل در مدل برآورد شده است، به بیان تأثیر هر یک از این متغیرها بر عملکرد شرکت‌های هلدینگ می‌پردازد. با توجه به اینکه برای متغیر ترکیب هیات مدیره، مقدار آماره t برآورد شده برابر ۲/۵۶۸ و مقدار احتمال متناظر با آن برابر ۰/۰۱۵ و کوچکتر از ۰/۰۵ است، بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد که ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت‌های هلدینگ اثر معنی‌داری دارد. مثبت بودن پارامتر برآورد شده به این معنی است که با افزایش نسبت اعضای موظف هیات مدیره، عملکرد شرکت‌های هلدینگ بهبود می‌یابد.

مقدار آماره t مربوط به درصد مالکیت دولتی برابر ۲/۵۹۳- و مقدار احتمال متناظر با آن نیز ۰/۰۱۱ است که نشان می‌دهد این متغیر نیز با اطمینان ۹۵ درصد بر عملکرد شرکت‌های هلدینگ اثر معنی‌داری دارد. منفی بودن پارامتر برآورد شده نشان می‌دهد که افزایش نسبت مالکیت دولتی موجب کاهش وضعیت عملکردی شرکت‌های هلدینگ می‌شود.

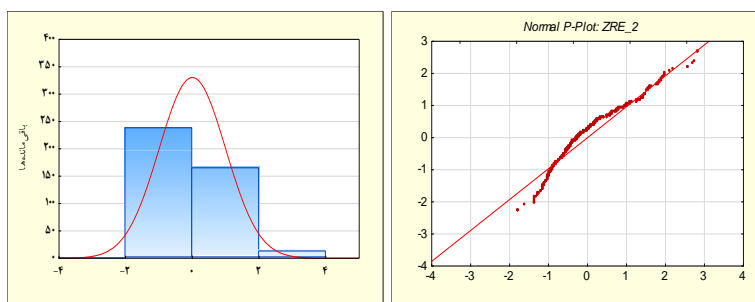
جدول ۴: نتایج مدل رگرسیون فرضیه نخست پژوهش (متغیر وابسته: عملکرد شرکت‌های هلدینگ)

آماره‌های همخطی		P -value	مقدار آماره t	برآورد پارامتر	متغیر
تلورانس	VIF				
-	-	۰/۰۰۰	-۸/۱۱۸	-۶/۳۵۶	ثابت رگرسیون
۱/۱	۰/۹۱	۰/۰۱۵	۲/۵۶۸	۰/۰۰۴	BOR
۱/۱۴	۰/۸۸	۰/۰۱۱	-۲/۵۹۳	-۰/۰۱۱	GOW
۱/۳۱	۰/۸۹	۰/۰۰۹	۳/۴۲	۰/۰۰۵	IOW
۱/۳۱	۰/۸۹	۰/۰۰۱	۱۰/۲۳	۰/۴۵۲	SIZ
۱/۰۹	۰/۹۲	۰/۶۷۲	۰/۱۲۵	۰/۰۰۵	LEV
۰/۴۷					(R^2)
۳۴/۶۵					مقدار آماره F
۰/۰۰۰					P -value
۱/۸۱					دوبین - واتسون

همچنین مقدار آماره t برآورد شده برای متغیر درصد مالکیت نهادی نیز برابر $۳/۴۲$ و مقدار احتمال آن نیز کمتر از $۰/۰۵$ است. بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که درصد مالکیت نهادی نیز بر عملکرد شرکت‌های هلدینگ اثر معنی‌داری دارد. به این معنی که با افزایش نسبت مالکیت نهادی نیز عملکرد شرکت‌های هلدینگ بهبود می‌یابد.

جدول ۳ نشان می‌دهد که اثر مولفه‌های حاکمیت شرکتی شامل ترکیب هیات مدیره، درصد مالکیت دولتی و درصد مالکیت نهادی همگن بر متغیر وابسته عملکرد شرکت‌های هلدینگ اثر معنی‌دار دارند. در نتیجه فرضیه نخست پژوهش مورد تایید قرار می‌گیرد.

همانند مدل نخست، در اینجا نیز پیش از آزمون مدل، ابتدا فرض نرمال بودن مقادیر جملات خطا و تشخیص مدل مناسب برآزش بصورت داده‌های ترکیبی یا داده‌های جمعی مورد آزمون قرار گرفته است. نمودار ۳، احتمال نرمال و هیستوگرام جملات باقیمانده مدل رابطه ۵ را نشان می‌دهد. از آنجا که مقادیر جملات خطای مدل حول خط ۴۵ درجه متمرکز شده‌اند، می‌توان نتیجه گرفت که فرض نرمال بودن تایید می‌شود.



نمودار ۳. نمودار احتمال نرمال و هیستوگرام جملات باقی مانده در مدل دوم

از آزمون قابلیت ادغام (F لیمر) نیز برای تشخیص مدل مناسب استفاده شده و نتایج آن در جدول ۵ آمده است. از آنجا که مقدار احتمال آزمون (P-Value) کوچکتر از $۰/۰۵$ است، فرض همگنی مقاطع و عرض از مبدأهای یکسان رد می‌شود. بنابراین باید برآزش مدل رگرسیون بصورت داده‌های ترکیبی صورت پذیرد.

جدول ۵. نتایج آزمون ادغام برای مدل دوم پژوهش

مقدار آماره F	درجات آزادی صورت	درجات آزادی مخرج	P -value
۱۲/۱۶۲	۲۰	۵۰۴	۰/۰۰۰

پس از تشخیص ترکیبی بودن داده‌ها برای برازش مدل، آزمون هاسمن مورد استفاده قرار گرفته و نتایج آن در جدول ۶ داده شده است. براساس نتایج این آزمون، چون مقدار احتمال برآورد شده کوچکتر از ۰/۰۵ است، فرضیه تصادفی بودن آثار مقاطع با اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود و باید مدل دوم پژوهش با آثار ثابت برازش شود.

جدول ۶. نتایج آزمون هاسمن برای مدل دوم پژوهش

مقدار آماره کی دو	درجه آزادی	P -value
۴۶/۳۹۰	۵	۰/۰۰۰

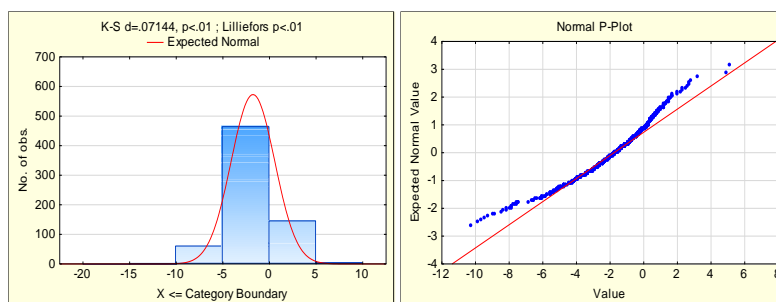
بنابراین مدل دوم پژوهش به روش رگرسیون کمترین مربعات ترکیبی و با آثار ثابت برازش یافته است. نتایج برازش این مدل در جدول ۷ آورده شده است. همان طور که دیده می‌شود، مقدار آماره F برآورد شده ۸/۳۷۵ و مقدار معنی داری آن کمتر از ۰/۰۵ شده است که نشان می‌دهد مدل برازش شده معنی دار است. مقدار ضریب تعیین ۰/۳۹ شده که نشان می‌دهد عملکرد شرکت‌های هلدینگ و متغیرهای کنترلی می‌توانند ۳۹ درصد تغییرات عملکرد شرکت‌های وابسته خود را توضیح دهند. از سوی دیگر آماره دوربین-واتسون ۱/۹۱ شده که نشان از عدم وجود مشکل خود همبستگی مقادیر باقیمانده‌های مدل است. آماره‌های بدست آمده VIF و تلورانس نیز نشان دهنده عدم وجود مشکل همخطی متغیرهای توضیحی در این مدل است.

همچنین با توجه به مقدار برآورد شده آماره t مربوط به عملکرد شرکت‌های هلدینگ به عنوان متغیر مستقل که معادل ۳/۵۷۲ و مقدار احتمال (P -Value) آن کمتر از ۰/۰۵ است، نشان می‌دهد که با اطمینان ۹۵ درصد، عملکرد شرکت‌های هلدینگ اثر معنی داری بر عملکرد شرکت‌های وابسته آنها دارد. ضریب برآورد شده متغیر نشان می‌دهد که با هر واحد افزایش در ارزش افزوده بازار شرکت‌های هلدینگ، ارزش افزوده بازار شرکت‌های وابسته به میزان ۰/۲۵۸ افزایش خواهد یافت. این نتیجه نشان می‌دهد که فرضیه دوم پژوهش نیز مورد تایید قرار می‌گیرد.

جدول ۷. نتایج مدل رگرسیون فرضیه دوم پژوهش (متغیر وابسته: عملکرد شرکت‌های وابسته)

آماره‌های همخطی		P-value	مقدار آماره t	برآورد پارامتر	متغیر
تورانس	VIF				
-	-	۰/۰۰۰	-۹/۲۵	-۳/۳۸۴	ثابت رگرسیون
۰/۷۶	۱/۳۱	۰/۰۱۲	۳/۵۷۲	۰/۲۵۸	MVA _H
۰/۷۸	۱/۲۸	۰/۰۰۲	۷/۴۵۵	۰/۱۸۸	SIZ
۰/۷۶	۱/۳۲	۰/۲۸۲	-۰/۱۶۹	۰/۰۶۵	LEV
۰/۳۹					(R ²)
۸/۳۷۵					مقدار آماره F
۰/۰۰۰					P-value
۱/۹۱					دوربین - واتسون

ابتدا برای آزمون نرمال بودن مقادیر جملات خطای مدل رابطه ۶ همچون مدل‌های قبل، از نمودارهای احتمال نرمال و هیستوگرام استفاده شد. همان‌طور که در نمودار ۴ دیده می‌شود، تجمع مقادیر جملات خطا در اطراف خط ۴۵ درجه، نشان از تایید فرض نرمال بودن جملات خطای مدل سوم پژوهش دارد.



نمودار ۴. نمودار احتمال نرمال و هیستوگرام جملات باقی مانده در مدل سوم

نتایج آزمون F لیمر در جدول ۸ نشان می‌دهد که مقدار احتمال آزمون (P-Value) کوچکتر از ۰/۰۵ است. بنابراین باید برازش مدل رگرسیون بصورت داده‌های ترکیبی صورت گیرد.

جدول ۸. نتایج آزمون ادغام برای مدل سوم پژوهش

مقدار آماره F	درجات آزادی صورت	درجات آزادی منخرج	P -value
۸/۴۵۲	۲۰	۴۷۵	۰/۰۰۱

جدول ۹، نتایج آزمون هاسمن را برای تشخیص مدل مناسب برازش نشان می‌دهد. چون مقدار احتمال برآورد شده کوچکتر از ۰/۰۵ است، فرضیه تصادفی بودن آثار مقاطع با اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود و باید مدل دوم پژوهش نیز با آثار ثابت برازش شود.

جدول ۹. نتایج آزمون هاسمن برای مدل سوم پژوهش

مقدار آماره کی دو	درجه آزادی	P -value
۳۸/۲۵۲	۵	۰/۰۰۰

نتایج برازش مدل سوم پژوهش در جدول ۱۰ آورده شده است. چنانچه در جدول دیده می‌شود، آماره F مدل برابر ۸/۹۶۴ و مقدار احتمال آن کمتر از سطح معناداری (۰/۰۵) می‌باشد. بنابر این مدل سوم پژوهش نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار است. ضریب تعیین معادل ۰/۶۷ و بیانگر آن است که متغیرهای توضیحی می‌توانند معادل ۶۷ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره دوربین-واتسون معادل ۱/۷۴ شده که نشان از عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده‌هاست. همچنین چون آماره‌های VIF بیش از ۰/۱ و مقادیر تلورانس کمتر از ۱۰ شده‌اند، مشکل همخطی بین متغیرهای توضیحی مدل نیز وجود ندارد.

با توجه به اینکه مقدار آماره t برآورد شده برای ترکیب هیات مدیره برابر ۴/۳۸۲ و مقدار احتمال متناظر با آن برابر ۰/۰۰۸ است، می‌توان ادعا کرد که ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت‌های وابسته اثر معنی‌داری دارد و پارامتر برآورد شده مثبت است. یعنی با افزایش نسبت اعضای موظف هیات مدیره شرکت‌های هلدینگ، عملکرد شرکت‌های وابسته نیز بهبود می‌یابد.

درصد مالکیت دولتی با آماره t برابر ۱/۱۸۵ و مقدار احتمال برابر ۰/۰۴۷ نشان می‌دهد که این متغیر نیز با اطمینان ۹۵ درصد بر عملکرد شرکت‌های وابسته اثر معنی‌داری دارد. پارامتر برآورد شده

عددی منفی است که نشان می‌دهد افزایش نسبت مالکیت دولتی در شرکت‌های هلدینگ می‌تواند موجب بدتر شدن عملکرد شرکت‌های وابسته شود.

آماره t برآورد شده برای متغیر درصد مالکیت نهادی نیز برابر $۵/۳۹۱$ و مقدار احتمال آن نیز کمتر از $۰/۰۵$ است. بنابراین درصد مالکیت نهادی نیز بر عملکرد شرکت‌های وابسته اثر معنی‌داری دارد. به این معنی که با افزایش نسبت مالکیت نهادی در شرکت‌های هلدینگ، عملکرد شرکت‌های وابسته بهبود می‌یابد.

جدول ۱۰. نتایج مدل رگرسیون فرضیه سوم پژوهش (متغیر وابسته: عملکرد شرکت‌های وابسته)

آماره‌های همخطی		<i>P-value</i>	مقدار آماره t	برآورد پارامتر	متغیر
تلورانس	<i>VIF</i>				
-	-	۰/۰۱۲	-۳/۵۱۴	-۴/۱۷۳	ثابت رگرسیون
۱/۳۱	۰/۷۶	۰/۰۰۸	۴/۳۸۲	۰/۰۶۴	<i>BOR</i>
۱/۴	۰/۷۱	۰/۰۴۷	۱/۱۸۵	-۰/۰۰۷	<i>GOW</i>
۱/۰۸	۰/۹۳	۰/۰۰۴	۵/۳۹۱	۰/۰۹۱	<i>IOW</i>
۱/۳۷	۰/۷۳	۰/۰۸۲	۲/۰۱۱	۰/۰۰۲	<i>SIZ</i>
۱/۲۲	۰/۸۲	۰/۴۳۵	۰/۳۸۸	۰/۰۱۴	<i>LEV</i>
۰/۶۷					(R^2)
۸/۹۶۴					مقدار آماره F
۰/۰۰۰					<i>P-value</i>
۱/۷۴					دوبین - واتسون

نتیجه‌گیری و بحث

مطابق نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌توان نتیجه‌گیری کرد که مولفه‌های حاکمیت شرکتی شامل ترکیب هیات مدیره و ساختار مالکیت شرکت‌های هلدینگ می‌تواند بر عملکرد این شرکت‌ها و به تبع آن عملکرد شرکت‌های وابسته اثر گذار باشند. همچنین بر اساس ضرایب برآورد شده مدل‌های پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که افزایش نسبت اعضای موظف هیات مدیره و نیز افزایش نسبت مالکیت نهادی بدلیل اعمال کنترل‌های بیشتر در شرکت‌های هلدینگ،

عملکرد آنها و سپس عملکرد شرکت‌های وابسته آنها را بهبود می‌بخشد. نتیجه بدست آمده با نتایج پژوهش‌های وکیلی فرد و باوندپور (۱۳۸۹)، شهیکی تاش و همکاران (۱۳۹۱)، شورورزی و همکاران (۱۳۹۴) و تسسیا و ژنج (۲۰۰۷) به طور کامل سازگار است، در حالی که نتایج پژوهش‌های نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، صادقی و رحیمی (۱۳۹۱) و لی (۲۰۰۸) خلاف این نتایج را نشان داده‌اند. از سوی دیگر نتایج نشان داد که افزایش نسبت مالکیت دولتی در شرکت‌های هلدینگ اثر معکوسی بر عملکرد این شرکت‌ها و به تبع آن بر عملکرد شرکت‌های وابسته آنها دارد. این نتایج به طور کامل با نتایج پژوهش‌های می‌یو (۲۰۱۳)، زیتون (۲۰۰۹) و کوسندا و اسوجنار (۲۰۰۷) سازگاری دارد.

نتایج همچنین نشان داد که بهبود عملکرد شرکت‌های هلدینگ می‌تواند به بهبود عملکرد شرکت‌های وابسته آنها بیانجامد و چنانچه شرکت‌های هلدینگ از عملکرد مناسبی برخوردار باشند، می‌توان انتظار داشت که شرکت‌های وابسته آنها نیز عملکرد مطلوبی از خود نشان دهند.

بر اساس نتایج بدست آمده از این پژوهش می‌توان پیشنهادهای زیر را به استفاده‌کنندگان داد:

۱. از آنجا که اثر ساختار هیات مدیره شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد آنها و نیز شرکت‌های وابسته آنها به تایید رسید، به سرمایه‌گذاران در بازار پیشنهاد می‌شود که در ارزیابی خود از عملکرد شرکت‌ها، ساختار هیات مدیره آنها را مورد توجه جدی قرار دهند.
۲. همچنین به سهام‌داران عمده شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که جهت بهبود عملکرد شرکت، به ساختار هیات مدیره توجه کرده و نسبت اعضای موظف هیات مدیره را افزایش دهند.
۳. با توجه به اینکه اثر مثبت مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های هلدینگ و وابسته آنها نیز مورد تایید قرار گرفت، به سرمایه‌گذاران خواهان عملکردهای بهتر شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که شرکت‌های با نسبت مالکیت نهادی بیشتر را مورد توجه قرار دهند.
۴. همچنین پیشنهاد می‌شود تحلیل گران بازار برای تحلیل عملکرد شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری در آنها به تحلیل عملکرد شرکت‌های هلدینگ آنها پردازند.
۵. به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد می‌شود، به بررسی رابطه مولفه‌های دیگر حاکمیت شرکتی مانند کیفیت اطلاعات و حسابرسی داخلی و سایر معیارهای عملکردی مانند نقدشوندگی سهام شرکت‌های هلدینگ پردازند.

منابع

- اعتمادی، حسن؛ باباخانی، جعفر؛ آذر، عادل و دیانتی دیلمی، زهرا (۱۳۸۸)، "تأثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۵، صص ۸۵-۵۹.
- بابایی زکیلکی، احمد و احمدوند، ژیللا (۱۳۸۷)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران"، تحقیقات مالی، دوره دهم، شماره ۲۶، صص ۶۰-۴۱.
- تهرانی، رضا (۱۳۸۸)، مدیریت مالی، انتشارات نگاه دانش، تهران.
- خاکی، غلامرضا (۱۳۸۷)، روش تحقیق در مدیریت، انتشارات بازتاب، تهران.
- دانایی فرد، حسن، الوانی، سید مهدی و آذر، عادل (۱۳۹۱)، روش‌شناسی پژوهش کمی در مدیریت: رویکردی جامع، انتشارات صفار-اشراقی، تهران.
- دموری، داریوش و مهدی‌آبادی، نرگس (۱۳۹۴)، "تجزیه و تحلیل رابطه بین حاکمیت شرکتی، هموارسازی سود و کیفیت گزارش‌گری مالی"، مجله راهبرد مدیریت مالی، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۴۹-۲۷.
- رحمان سرشت، حسین و مظلومی، نادر (۱۳۷۹)، "رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه مطالعات مدیریت، شماره ۴۷، صص ۱۶۰-۱۳۶.
- ساده، مهدی (۱۳۷۵)، روش‌های تحقیق، انتشارات مولف.
- سفیدگر، محمد (۱۳۹۰)، "بررسی تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج.
- سکاران، اوما (۱۳۸۵)، روش‌های تحقیق در مدیریت، ترجمه محمد صائبی و محمود شیرازی، انتشارات موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی.
- سینایی، حسنعلی، مهرابی، علی و بهفرنیا، مرجان (۱۳۹۵)، "بررسی ارتباط میان ساز و کارهای راهبردی شرکتی و معیارهای عملکرد مالی ارزش محور"، مجله راهبرد مدیریت مالی، سال ۴، شماره ۱۳، صص ۶۳-۴۱.

- شهیکی تاش، محمد نبی، کاظمی، مهدی و امینی، موسی (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل"، دو ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی، شماره‌های ۹ و ۱۰، صص ۲۴-۵.
- صادقی، حسین و رحیمی، پریسا (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس با استفاده از سیستم معادلات همزمان"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال چهارم، شماره ۱۴، صص ۱۰۲-۸۹.
- صالح‌آبادی علی و احمدپور، احمد (۱۳۸۹)، "همبستگی بین نسبت ارزش افزوده اقتصادی به سرمایه با نسبت ارزش افزوده بازار به سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهشنامه اقتصادی، دوره ۱۰، شماره ۴، صص ۲۷۱-۲۵۵.
- عباسی، ابراهیم (۱۳۹۱)، "بررسی روابط بین ریسک و شاخص‌های حسابداری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری"، مجله چشم‌انداز مدیریت مالی، شماره ۶، صص ۱۲۱-۱۰۷.
- فضل‌زاده، علیرضا، محمدزاده، پرویز و طهباز هندی، علی (۱۳۸۹)، "بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک صنعت"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره ۷، صص ۳۳-۵.
- قائمی، محمد حسین و شهریاری، مهدی (۱۳۸۸)، "حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها"، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره اول، شماره ۵۷، صص ۱۲۸-۱۱۴.
- قالیباف اصل، حسن و رنجبر درگاه، فائزه (۱۳۸۴)، "بررسی اثر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها (تجربه خصوصی سازی در ایران)"، نشریه تحقیقات مالی، شماره ۱۹، صص ۱۳۳-۱۱۷.
- محمدی سیاپرانی، خدیجه (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه ساختار سرمایه و ساختار مالکیت با ارقام حسابداری محافظه کارانه"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی نیشابور.
- مشایخ، شهناز و عبداللهی، مهین (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت و سیاست‌های تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۴، صص ۸۶-۷۷.
- مهدوی، ابولقاسم و میدری، احمد (۱۳۸۴)، "ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار تهران"، نشریه تحقیقات اقتصادی، شماره ۸۴، صص ۱۳۲-۱۰۳.

- میرعبداللہی، فرانک سادات، رحیمیان، نظام‌الدین و رضایی، فرزین (۱۳۹۲)، "ارتباط میان ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله راهبرد مدیریت مالی*، سال اول، شماره ۳، صص ۸۸-۶۵.
- نمازی، محمد و کرمانی، احسان (۱۳۸۷)، "تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *نشریه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳.
- Alfaroque, Omar, Keitha Dunstan, Tony Van Ziji & Waresul Karim (2007), "Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from Bangladesh", *Journal of Accounting and Economics*, Volume 14, pp 127-150.
- Demsetz, Harold & Villalonga, Belen, (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, Volume 7, pp 209-233.
- Kocenda, Evzen, & Svejnar, Jan (2002), "The Effects of Ownership forms and Concentration on Firm Performance after Large-Scale Privatization", William Davidson institute, *Working Paper*, No 471. pp 69-72.
- Lee, Sangoon (2008), "Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea", University of Utah, Department of Economics, *Working Paper*, No 17, pp 35-42.
- Tsasia, Henry & Zhenj, Gu (2007), "The Relationship between Institutional Ownership and Casino Firm Performance", *Journal of Hospitality Management*, Volume 26, pp 517-530.
- Mei, Yu (2013), "State Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies", *China Journal of Accounting Research*, No 6. pp 75- 87.
- Zeitun, Rami. (2009), "Ownership Structure, Corporate Performance and Failure: Evidence from Panel Data of Emerging Market the Case of Jordan", *Virtus*, Volume 6, Issue 4, pp 96-114.