

# تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر ولی خدادادی

استادیار حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

رضا تاگر

کارشناس ارشد حسابداری اهواز

## چکیده

در این تحقیق به بررسی تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی شامل تمرکز مالکیت، سرمایه-گذاران نهادی، مالکیت دولتی، مالکیت مدیریتی، دوگانگی وظیفه مدیر عامل و درصد مدیران غیر موظف در هیات مدیره بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های بورسی پرداخته شده است. در تحلیل‌ها از داده‌های ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله‌ی زمانی ۱۳۸۴-۱۳۸۷ استفاده شده است. روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها، روش رگرسیونی داده‌های ترکیبی است. نتایج تحقیق نشان داد که تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش شرکت‌ها دارای رابطه مثبت معنی‌داری هستند. سرمایه‌گذار نهادی عمده با ارزش شرکت دارای رابطه مثبت و با عملکرد شرکت دارای رابطه منفی است. دوگانگی وظیفه مدیر عامل با ارزش شرکت دارای رابطه منفی معنی‌دار بوده و با عملکرد شرکت‌ها دارای رابطه منفی معنی‌دار نیست. هم‌چنین ساختار حاکمیت شرکتی که شامل تمام ویژگی‌های ساختاری مورد بررسی در این تحقیق بود با ارزش شرکت و عملکرد آن دارای رابطه مثبت و معنی‌داری است.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام،

نسبت کیو تو بین

### مقدمه

تا دهه (۱۹۸۰) تعارض نمایندگی بین سهامداران و مدیران موضوع اصلی در ادبیات حاکمیت شرکتی بود. به طور کلی این موضوع مورد قبول همگان بود که تمرکز مالکیت موجب کاهش مسایل نمایندگی می‌شود و این خود موجب بهبود عملکرد شرکت خواهد شد [۹]. محققین این عامل را این طور توجیه می‌کردند که افزایش تمرکز مالکیت موجب خواهد شد تا سرمایه‌گذاران بزرگ وارد ساختار مالکیت شرکت‌ها شوند. این سرمایه‌گذاران انگیزه و قدرت کافی برای نظارت مدیران دارند، نظارت آنان موجب خواهد شد تا مدیران در جهت اهداف بلندمدت شرکت گام بردارند [۱۵]. رسوایی‌های انرون و ولدکام در سال (۲۰۰۲) موجب شد تا تحقیقات زیادی در زمینه حاکمیت شرکتی انجام شود. بسیاری از محققین یافته‌اند که ساختار حاکمیت شرکتی مناسب بر عملکرد شرکت و ارزش بازار آن تاثیر مثبت دارد [۴ و ۷]. حاکمیت شرکتی در برگیرنده مجموعه روابط بین سهامداران، مدیران، حساب‌رسان و سایر افراد ذی‌نفع است که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای صحیح مصوبات مجمع و جلوگیری از سوء استفاده احتمالی است. ماگک [۱۳] به این نتیجه رسید که استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی‌هایشان برای نظارت بر مدیریت تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آنها است. هر چه میزان سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود و این یک ارتباط مستقیم است، در نتیجه موجب بهبود عملکرد و ارزش شرکت می‌شود. شرکت‌ها معتقدند که حاکمیت شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثربخش واحدهای تجاری را تسهیل می‌کند و از اینرو قادر به ارائه بازده بهینه برای کلیه ذی‌نفعان می‌باشند. تحقیقات انجام شده در زمینه حاکمیت شرکتی بر مبنای تئوری نمایندگی است و بر مساله تضاد منافع تمرکز می‌کند. تضاد منافع زمانی پیش می‌آید که منافع مدیران و

مالکان در یک راستا نباشند. تئوری نمایندگی بیان می‌دارد، شرکت‌های با داشتن ساختار حاکمیت شرکتی بهتر، دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند و این امر را ناشی از پایین بودن هزینه‌های نمایندگی می‌داند. تئوری نمایندگی هم‌چنین بیان می‌دارد که شرکت‌ها زمانی بهتر اداره و نظارت می‌شوند که دارای تمرکز مالکیت باشند، زیرا سهامداران عمده دارای انگیزه و توانایی کافی برای نظارت مدیر و افزایش کارایی شرکت هستند [۱۱]. هم‌چنین انتظار می‌رود که اگر مدیرعامل و رییس هیات مدیره یکی باشد، این ساختار به مدیرعامل اجازه می‌دهد تا اطلاعات در دسترس سایر اعضای هیات مدیره را به طور موثری کنترل کند و بنابراین ممکن است از نظارت موثر جلوگیری به عمل آورد [۸]. بروان و کایلر [۴]، دیتمار و اسمیث [۵] در تحقیقات انجام شده خود نشان دادند، شرکت‌های با داشتن مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بهتر دارای عملکرد بهتر و ارزش بازار بالاتری هستند. هدف این تحقیق بررسی تاثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت دولتی، درصد مدیران غیر موظف و دوگانگی وظیفه مدیرعامل) بر عملکرد مالی (نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام) و ارزش شرکت (نسبت کیو تو بین) است.

### پیشینه تحقیق

ژو و وانگ (۱۹۹۹) در تحقیقی به بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی در بورس چین پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که وجود سرمایه‌گذاران نهادی بر میزان سوددهی شرکت‌ها تاثیر مثبت دارد [۱۶].

گداجلویک و شاپیرو (۲۰۰۲) در تحقیقی به بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد مالی در شرکت‌های ژاپنی پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که بین این دو متغیر رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد [۶]. جو (۲۰۰۳) نیز در تحقیقی نشان داد که کاهش تمرکز مالکیت منجر به کاهش سودآوری در شرکت‌های کره‌ای می‌شود.

گامپرز و دیگران (۲۰۰۳) در تحقیقی به بررسی رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتی پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که شرکت‌های با داشتن رژیم حاکمیت شرکتی بهتر دارای عملکرد بهتر، ارزش بالاتر و بازده سهام بالاتری هستند [۷].

بای و دیگران (۲۰۰۴) به بررسی رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و ارزش بازار شرکت‌های بورسی در چین پرداختند. یافته‌های تحقیق آنان نشان داد که مالکیت دولتی با ارزش بازار شرکت رابطه‌ی منفی معنی‌داری دارد [۳].

میولر و اسپیتز (۲۰۰۶) ارتباط بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌های خصوصی متوسط و کوچک را در آلمان مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های تحقیق نشان داد که عملکرد شرکت‌های با درصد مالکیت مدیریتی بالای ۴۰ درصد، در حال بهبود است [۱۴].

کاپالوس و لازاریو (۲۰۰۷) تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که ساختار مالکیت متمرکزتر با سودآوری شرکت رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری دارد [۱۲].

وانگ و دیگران (۲۰۰۹) در تحقیق خود به بررسی تاثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های چینی پرداختند. آنها در تحقیق خود از دو رویکرد حاکمیت شرکتی استفاده کردند. ابتدا به بررسی تاثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند و سپس به بررسی تاثیر تمام ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که شرکت‌های با داشتن رژیم حاکمیت شرکتی بهتر دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند. هم‌چنین بین تمرکز مالکیت، سرمایه-گذاران نهادی، مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش بازار رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری وجود دارد [۱۱].

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری آن‌ها شامل ۶۶ شرکت طی سال‌های

۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ بود. نتایج تحقیق آنان نشان داد که بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آن-ها رابطه معنی‌داری وجود دارد [۲].

حساس یگانه و دیگران (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند. آن‌ها برای آزمون فرضیه تحقیق خود از رگرسیون خطی چندگانه استفاده کردند. نتایج تحقیق آنان نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت بود [۱].

### فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: تمرکز مالکیت با عملکرد و ارزش شرکت رابطه‌ی معنی‌داری دارد.  
فرضیه دوم: شرکت‌هایی که عمده‌ترین سهامدارشان، سرمایه‌گذار نهادی است، دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند.  
فرضیه سوم: شرکت‌هایی که عمده‌ترین سهامدارشان، سرمایه‌گذار دولتی است، دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند.  
فرضیه چهارم: بین درصد مدیران غیر موظف در هیات مدیره با عملکرد و ارزش شرکت رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.  
فرضیه پنجم: بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل با عملکرد و ارزش شرکت رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه ششم: بین ساختار حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکتی و ارزش بازار شرکت رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

### روش تحقیق

#### جامعه آماری و انتخاب شرکتها

جامعه آماری مورد نظر در این تحقیق حاضر، کلیه‌ی شرکت‌هایی می‌باشند که از سال ۱۳۸۴ و یا قبل از آن در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

در این تحقیق، برای انتخاب نمونه، از کل داده‌های در دسترس استفاده شده است. نخست تمام شرکت‌هایی که می‌توانستند در نمونه‌گیری شرکت کنند، انتخاب شدند، سپس از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نیستند، حذف شده و در نهایت کلیه شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند.

۱- سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.

۲- در طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.

۳- در طی دوره زمانی تحقیق به طور فعال در بورس حضور داشته باشد.

۴- اطلاعات مورد نظر برای استخراج داده‌ها در دسترس باشد.

۵- شرکت سرمایه‌گذاری و یا واسطه‌گری مالی نباشد.

در نهایت، برای آزمون فرضیه‌های این تحقیق از اطلاعات ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. در این تحقیق از داده‌های سالانه دوره‌ی زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۷ استفاده شده است.

## روش جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق برای گردآوری داده‌های مورد نظر از آمارنامه‌های بورسی، اطلاعات ارائه شده به بورس، اطلاعات حسابداری شرکت‌های بورسی و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط استفاده شده است. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون داده‌های ترکیبی و نرم افزار Eviews استفاده شده است.

## متغیرها و مدل تحقیق

برای آزمون فرضیه‌ها، ابتدا از رویکرد تک بعدی حاکمیت شرکتی استفاده شده است. بدین ترتیب که ابتدا به بررسی تاثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد و ارزش شرکت‌ها پرداخته شده و سپس به بررسی تمام ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد و

ارزش شرکت‌ها پرداخته می‌شود. برای آزمون فرضیه‌های اول تا پنجم از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است (بای و دیگران، ۲۰۰۳) [۳]:

$$ROA/ROE/Tobin's Q = \alpha_0 + \alpha_1 TOP1 + \alpha_2 TOP2\_5 + \alpha_3 INSTITUTION + \alpha_4 STATE + \alpha_5 INDEPENDENT + \alpha_6 DUAL + \alpha_7 LASSETS + \alpha_8 CSRATIO + \alpha_9 ISRATIO + \alpha_{10} LEVERAGE + \varepsilon$$

### متغیرهای وابسته مدل

ROA: نرخ بازده دارایی‌ها، برابر با سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌ها

ROE: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، برابر با سود خالص تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

Tobin Q: نسبت کیو توین، برای بدست آوردن نسبت کیو توین از معادله زیر استفاده شده است (بای و دیگران، ۲۰۰۴) [۳]:

$$Tobin's Q = (MVCS + BVPS + BVLTD + BVINV + BVCL - BVCA) / BVTA$$

که در آن، MVCS برابر با ارزش بازار سهام عادی شرکت، BVPS برابر با ارزش دفتری سهام ممتاز، BVLTD برابر با ارزش دفتری تسهیلات مالی دریافتی بلندمدت، BVINV برابر با ارزش دفتری موجودی کالا، BVCL برابر با ارزش دفتری بدهی‌های جاری، BVCA برابر با ارزش دفتری دارایی‌های جاری و BVTA برابر با ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها.

### متغیرهای مستقل مدل

TOP1: برابر با عمده‌ترین سهامدار شرکت

TOP2\_5: برابر با مجموع درصد سهام عمده‌ترین سهامداران از شماره ۲ تا ۵.

INSTITUTION: اگر عمده‌ترین سهامدار، سرمایه‌گذار نهادی باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.

STATE: اگر عمده‌ترین سهامدار، دولتی باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.

**INDEPENDENT**: درصد مدیران غیرموظف در هیات مدیره  
**DUAL**: اگر مدیر عامل و رئیس هیات مدیره یکی نباشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.

### متغیرهای کنترلی مدل

**LASSETS**: برابر با لگاریتم مجموع دارایی‌ها

**CSRATIO**: برابر با نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به فروش

**ISRATIO**: برابر با نسبت سود عملیاتی به فروش

**LEVERAGE**: برابر با ارزش دفتری کل وامها به کل دارایی‌ها

برای آزمون فرضیه ششم از مدل رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است (بروان و کایلر، ۲۰۰۶):  
 [۴]:

$$ROA/ROE/Tobin's Q = \alpha_0 + \alpha_1 GOV-SCR + \alpha_2 LASSETS + \alpha_3 CSRATIO + \alpha_4 ISRATIO + \alpha_5 LEVERAGE + \varepsilon$$

**GOV-SCR**: برابر با رژیم حاکمیت شرکتی است و شامل موارد زیر می‌باشد:

درصد مدیران غیرموظف در هیات مدیره، درصد مالکیت دولتی، درصد مالکیت سرمایه-گذران نهادی، درصد مالکیت سهام توسط سهامداران عمده، درصد مالکیت مدیریتی. سهامداران نهادی شامل بانک‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان‌ها، نهادها و شرکت‌های دولتی می‌باشند.

### یافته‌های تحقیق آمار توصیفی

نتایج نگاره یک نشان می‌دهد که میانگین نرخ بازده دارایی‌ها برابر (۰/۱۰۴)، میانگین نرخ بازده حقوق صاحبان سهام برابر (۰/۳۲۷) و میانگین نسبت کیو توین برابر (۱/۱۰۲) می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که میانگین متغیرهای وابسته تحقیق در دوره مورد بررسی همگی مثبت است



و این نشان دهنده این مطلب است که شرکت‌ها در دوره مورد بررسی روند روبه رشدی داشته‌اند. هم‌چنین بیشترین انحراف استاندارد در بین متغیرهای وابسته مربوط به نسبت کیو تو بین است و نشان می‌دهد که ارزش شرکت‌ها در دوره ۴ ساله تحقیق دارای نوسان زیادی بوده است. میانگین سرمایه‌گذاران نهادی برابر با ۵۵ درصد است و نشان می‌دهد که در دوره مورد بررسی به طور میانگین بیش از نصف سرمایه شرکت‌ها در دست سرمایه‌گذاران نهادی است که با توجه به نتایج تحقیقات گذاشته می‌تواند یکی از عوامل بهبود عملکرد و ارزش شرکت‌ها تلقی گردد. نتایج سایر متغیرهای تحقیق نشان می‌دهد که در بیشتر شرکت‌های مورد بررسی (حدود ۹۳ درصد) مدیر عامل و رییس هیات مدیره از هم تفکیک هستند. اما میانگین درصد مدیران غیرموظف نشان می‌دهد که در اکثر شرکت‌ها، اعضای هیات مدیره، موظف هستند. میانگین سهامداران عمده برابر با ۷۷ درصد است. تحقیقات گذشته نشان داده‌اند که تمرکز مالکیت موجب نظارت موثر بر فعالیت‌های مدیران شده و بهبود عملکرد شرکت را منجر خواهد شد. هم‌چنین در میان شرکت‌ها به طور میانگین ۳۲ درصد از دارایی‌ها را وام‌ها تشکیل می‌دهد. در دوره زمانی تحقیق مالکیت دولتی حدود ۱۰ درصد بوده که نشان دهنده مشارکت فعال افراد و بخش خصوصی در میزان سرمایه‌گذاری می‌باشد.

### نگاره ۱: آمار توصیفی متغیرها

شرح	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف استاندارد
ROA	./۱۰۴	./۰۹۶	./۷۰۹	./۳۲۶-	./۱۲۶
ROE	./۳۲۷	./۳۰۵	۳/۰۹۰	۲/۶۲۰-	./۴۹۷
Tobin's Q	۱/۱۰۲	./۸۱۴	۷/۳۴۵	./۱۱۹	./۹۳۳
نمرکز مالکیت	./۷۷۰	./۸۲۰	./۹۸۰	./۱۳	./۱۶۹
سرمایه گذاران نهادی	./۵۵۵	./۶۱۰	./۹۸۰		./۳۲۲
مالکیت دولتی	./۰۹۱				./۱۷۱
دوگانگی مدیر عامل	./۹۲۳				./۲۶۱
مدیران غیر موظف	./۱۶۷				./۲۷۴
مالکیت مدیریتی	./۶۰۶	./۷	./۹۸۰		./۳۱۴
لگاریتم کل دارایی ها	۵/۶۴۸	۵/۶۷۶	۶/۸۳۴	۴/۲۷۱	./۵۳۹
نسبت سود عملیاتی به فروش	./۱۸۳	./۱۵۳	۲/۳۶۷	./۴۱۰-	./۲۲۲
نسبت حقوق به فروش	./۴۴۴	./۳۹۷	۲/۴۰۱	۲/۶۰۰-	./۵۲۳
نسبت وام به کل دارایی ها	./۳۲۰	./۲۸۸	۱/۶۹۵	./۱۲۰-	./۲۵۰

ماخذ: محاسبات محقق

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

#### تأثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت

نتایج نگاره (۲) تأثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی را بر ارزش شرکت‌ها (نسبت کیو توین) نشان می‌دهد. نتیجه آزمون F نشان می‌دهد که معنی‌داری مدل تحقیق در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌شود. نتایج همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد، بین تمرکز مالکیت و

ارزش شرکت رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری وجود دارد. وجود سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. مالکیت دولتی با ارزش شرکت رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری دارد. دوگانگی وظیفه‌مدیرعامل با ارزش شرکت دارای رابطه‌ی معنی‌دار است، اما این رابطه منفی می‌باشد. در نهایت بین درصد مدیران غیر موظف در هیات مدیره و ارزش شرکت رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد.

### نگاره ۲. تاثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت

معنی‌داری F	آماره F	R تعدیل شده	R	P-value	ضریب	شرح
./۰۰۰	۵۰/۴۲۳	./۶۱۲	./۶۲۴	*/۰۰۰	۱/۵۰۲	عرض از مبدا
				**./۰۳۶	./۲۳۱	TOP1
				**./۰۱۸	./۳۰۶	TOP2_5
				*/۰۰۰	./۲۰۳	INSTITUTION
				*/۰۰۰	./۳۲۶	STATE
				**./۰۲۸	-./۱۶۱	DUAL
				./۵۵۳	-./۰۳۶	INDEPENDENT
				*/۰۰۰	-./۱۹۹	LASSETS
				*/۰۰۰	۲/۲۸۷	ISRATIO
				*/۰۰۰	-./۴۰۵	CSRATIO
				*/۰۰۰	./۳۳۸	LEVERAGE

\* معنی‌داری در سطح خطای ۱٪ \*\* معنی‌داری در سطح خطای ۵٪

ماخذ: محاسبات محقق

### تاثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت (ROA)

نتایج نگاره (۳) تاثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها (نرخ بازده دارایی‌ها) را نشان می‌دهد. نتایج این نگاره نشان می‌دهد، معنی‌داری مدل تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها در سطح معناداری ۹۵ درصد تایید می‌شود. نتایج آزمون مدل نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت بر نرخ بازده دارایی‌ها تاثیر مثبت و معنی‌داری دارد. بین سرمایه‌گذاران نهادی عمده و درصد مدیران غیر موظف با نرخ بازده دارایی‌ها رابطه‌ی منفی و معنی‌دار برقرار است. بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری وجود دارد. در نهایت بین دوگانگی وظیفه مدیر عامل و عملکرد رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد.

### نگاره ۳. تاثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت (ROA)

معنی‌داری F	F آماره	R تعدیل شده	R	P-value	ضریب	
/۰۰۰	۱۳۴/۷۶	/۸۱۰	/۸۱۶	*/۰۰۰	/۰۱۳۳	عرض از مبدا
				*/۰۰۰	/۰۰۷۸	TOP1
				***/۰۰۹۶	/۰۰۲۲	TOP2_5
				**/۰۰۱۴	-/۰۰۱۰	INSTITUTION
				*/۰۰۰	/۰۰۴۶	STATE
				*/۰۰۰	/۰۰۰۲	DUAL
				*/۰۰۰۱	-/۰۰۲۲	INDEPENDENT
				*/۰۰۰	-/۰۰۲۰	LASSETS
				*/۰۰۰	/۰۰۴۴۶	ISRATIO
				**/۰۰۲۲	-/۰۰۱۶	CSRATIO
*/۰۰۰	-/۰۰۱۲۵	LEVERAGE				

\* معنی‌داری در سطح خطای ۱٪ \*\* معنی‌داری در سطح خطای ۵٪ \*\*\* معنی‌داری در سطح خطای ۱۰٪

ماخذ: محاسبات محقق

### تاثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت (ROE)

همان‌طور که نتایج نگاره (۴) نشان می‌دهد، تمرکز مالکیت با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی مثبت معنی‌داری دارد. سرمایه‌گذار نهادی عمده و درصد مدیران غیر موظف بر عملکرد شرکت تاثیر منفی و معنی‌دار دارند. مالکیت دولتی با عملکرد شرکت رابطه‌ی مثبت و معنی‌دار دارد. در نهایت بین دوگانگی وظیفه‌مدیرعامل و عملکرد شرکت رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد. دلیل این که مالکیت نهادی با عملکرد شرکت‌ها رابطه‌ی منفی معنی‌داری دارد، می‌تواند این باشد که سرمایه‌گذار نهادی از انگیزه‌های کافی برای تلاش به منظور بهبود عملکرد و کسب سود برخوردار نیست. همچنین ممکن است به علت کوچک بودن نمونه مورد بررسی (تعداد شرکت‌ها) و دوره مورد بررسی باشد.

### نگاره ۴. تاثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت (ROE)

معنی‌داری F	TF آماره	R تعدیل شده	R	P-value	ضریب	شرح
./۰۰۰	۷۵/۳۵۷	./۷۰۳	./۷۱۳	*/۰۰۰	./۳۹۹	عرض از مبدا
				*/۰۰۰	./۱۵۲	TOP1
				**./۰۵۴	./۰۹۸	TOP2_5
				*/۰۰۰	-./۰۶۹	INSTITUTION
				*/۰۰۳	./۰۷۵	STATE
				./۷۴۱	-./۰۱۱	DUAL
				*/۰۰۱	-./۰۹۳	INDEPENDENT
				./۱۶۵	-./۰۱۹	LASSETS
				*/۰۰۰	۱/۱۴۱	ISRATIO
				*/۰۰۰	-./۳۱۴	CSRATIO
*/۰۰۰	-./۲۳۲	LEVERAGE				

\* معنی‌داری در سطح خطای ۱٪ \* معنی‌داری در سطح خطای ۱۰٪ \* معنی‌داری در سطح خطای ۱۰٪ محاسبات محقق

### تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت

نگاره (۵) تأثیر رژیم حاکمیت شرکتی را بر ارزش شرکت (نسبت کیو توبین) نشان می‌دهد، در این قسمت ساختار حاکمیت شرکتی مجموع هر یک از عوامل حاکمیت شرکتی مورد بررسی در تحقیق است. نتایج نشان می‌دهد که معنی داری مدل تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها در سطح خطای ۵ درصد تایید می‌شود.

همان‌طور که مشاهده می‌شود، بین ساختار حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت رابطه‌ی مثبت و معنی داری وجود دارد. نتایج این نگاره نشان می‌دهد که وجود سهامداران عمده، سرمایه‌گذاران نهادی، مالکیت دولتی، درصد مدیران غیر موظف در هیات مدیره و مالکیت مدیریتی در ساختار حاکمیت شرکتی موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. هم‌چنین R تعدیل شده نشان می‌دهد که متغیر مستقل مدل (ساختار حاکمیت شرکتی) حدود ۸۰٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کند.

#### نگاره (۵). تأثیر رژیم حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت

شرح	ضریب	P-value	R	R تعدیل شده	TFماره	معنی داری F
عرض از مبدا	۱/۶۹۹	*./۰۰۰	./۷۸۷	./۷۸۳	۲۲۸/۴۲	./۰۰۰
GOV-SCR	./۱۵۳	*./۰۰۰				
LASSETS	-./۲۵۲	*./۰۰۰				
ISRATIO	۲/۲۹۲	*./۰۰۰				
CSRATIO	-./۴۰۷	*./۰۰۰				
LEVERAGE	./۳۴۱	*./۰۰۰				

\* معنی داری در سطح خطای ۱٪

ماخذ: محاسبات محقق

### تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت (ROA)

همان‌طور که نتایج نگاره (۶) نشان می‌دهد، بین رژیم حاکمیت شرکتی و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری (در حد ضعیف) وجود دارد. هم‌چنین R تعدیل شده نشان می‌دهد که متغیر مستقل مدل (ساختار حاکمیت شرکتی) حدود ۷۷٪ از تغییرات متغیر وابسته (نرخ بازده دارایی‌ها) را تبیین می‌کند.

#### نگاره (۶). تأثیر رژیم حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت (ROA)

معنی‌داری F	F آماره	R تعدیل شده	R	P-value	ضریب	شرح
.۰۰۰	۲۰۳/۶۱۰	.۷۶۳۰۰۰	.۷۶۷	*.۰۰۰	.۱۶۹	عرض از مبدا
				*.۰۰۴	.۰۰۸	GOV-SCR
				*.۰۰۰	-.۰۲۱	LASSETS
				*.۰۰۰	.۴۳۶	ISRATIO
				*.۰۱۰	-.۰۲۰	CSRATIO
				*.۰۰۰	-.۱۳۲	LEVERAGE

\* معنی‌داری در سطح خطای ۱٪

ماخذ: محاسبات محقق

### تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت (ROE)

نگاره (۷) تأثیر رژیم حاکمیت شرکتی را بر عملکرد شرکت (نرخ بازده حقوق صاحبان سهام) نشان می‌دهد، همان‌طور که نتایج نگاره زیر نشان می‌دهد، بین رژیم حاکمیت شرکتی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری وجود دارد. نتایج نگاره (۶) و (۷) نشان می‌دهد که ساختار حاکمیت شرکتی موجب خواهد شد تا شرکت عملکرد مطلوبی داشته باشد و از اینرو ارزش شرکت افزایش یابد.

## نگاره (۷). تاثیر رژیم حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت (ROE)

معنی داری F	F آماره	R تعدیل شده	R	P-value	ضریب	
./۰۰۰	۱۲۷/۸۶	./۶۶۸	./۶۷۳	*/.۰۰۰	./۳۸۳	عرض از مبدا
				*/.۰۱۰	./۰۲۰	GOV-SCR
				./۱۶۴	-۰/۰۱۵	LASSETS
				*/.۰۰۰	۱/۱۱۹	ISRATIO
				*/.۰۰۰	-۰/۳۵۹	CSRATIO
				*/.۰۰۰	-۰/۲۰۹	LEVERAGE

\* معنی داری در سطح خطای ۱٪

ماخذ: محاسبات محقق

### نتیجه گیری

در این تحقیق به بررسی تاثیر ویژگی های حاکمیت شرکتی شامل تمرکز مالکیت، سرمایه-گذاران نهادی، مالکیت دولتی، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، درصد مدیران غیر موظف در هیات مدیره و مالکیت مدیریتی بر عملکرد و ارزش شرکتها پرداخته شد. برای بررسی عملکرد شرکتها از نرخ بازده داراییها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و برای ارزش شرکتها از نسبت کیو تو بین استفاده شد. نتایج نشان داد که تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش شرکتها دارای رابطه مثبت معنی داری هستند. سرمایه گذار نهادی عمده با ارزش شرکت دارای رابطه مثبت و با عملکرد شرکت دارای رابطه منفی است. دوگانگی وظیفه مدیر عامل با ارزش شرکت دارای رابطه منفی معنی دار بوده و با عملکرد شرکتها دارای رابطه منفی-دار نیست. اما ساختار حاکمیت شرکتی که شامل تمام ویژگی های ساختاری مورد بررسی در این تحقیق بود، با ارزش شرکت و عملکرد آن دارای رابطه مثبت و معنی داری است.



## پیشنهادها

### پیشنادهای کاربردی

به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود هنگام تصمیم‌گیری درباره خرید یا فروش سهام خود به ساختار مالکیت شرکت‌ها توجه کنند، زیرا بر اساس نتایج این تحقیق ساختار مالکیتی شرکت‌ها بر عملکرد و ارزش آن‌ها تاثیر دارد. توصیه می‌شود در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که دارای ساختار مالکیت متمرکزتری هستند، زیرا هر چه ساختار مالکیت شرکت متمرکزتر باشد، موجب کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران شده و این امر موجب شکوفایی و رونق بنگاه اقتصادی خواهد شد.

### پیشنهاد برای تحقیقات آینده

- ۱- بررسی تاثیر نوع صنعت بر ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتها
- ۲- بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار حاکمیت شرکتی
- ۳- بررسی تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر میزان سوددهی شرکت‌ها
- ۴- بررسی تاثیر نوع ساختار حاکمیت شرکتی بر میزان هموارسازی سود

### منابع

۱- حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی، (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین سرمایه-

گذاران نهادی و ارزش شرکت"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲،

صص ۱۰۷-۱۲۲.

۲- نمازی، محمد و کرمانی، احسان، (۱۳۸۷)، "تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳

- Bai, C., Q, Liu, J. Lu, F., Song, and J. Zhang, (2004), "Corporate governance and market valuation in China. **Journal of Comparative Economics** 32: 599-616.

- Brown, L., M. Caylor. (2006). Corporate governance and firm operating performance. **Working Paper, Georgia State University.**

- Dittmar, A., and J. Mahrt-Smith. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. **Journal of Financial Economics** 83 (3): 599-634.

- Gedajlovic, E., and D. Shapiro. (2002). Ownership structure and firm profitability in Japan. **Academy of Management Journal** 45: 565-575.

- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick. (2003). Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics** 118 (February): 107-155.

- - Jensen, M. C.( ). The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of the Internal Control Systems . **Journal of Finance**, pp. - .

- Jensen, M. C. and Meckling, W. ( ) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, **Journal of Financial Economics**, : ° .

- Joh, S. (2003). Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. **Journal of Financial Economics** 68: 287–322.

- Justin T. Wang, Heibatollah Sami and Haiyan Zhou,(2009), Corporate Governance and Operating Performance of Chinese Listed Firms [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

- Kapopoulos, P. and S. Lazaretou (2007). "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms." **Corporate Governance: An International Review**. Vol. 15, No. 2, pp. 144–158.

- Maug, E., ( ). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? ,**Journal of Finance**, ,

- Mueller, E. and A. Spitz (2006). "Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises." **German Economic Review**. Issue 2, pp. 2–18.

- Shleifer, A. and Vishny, R. W. ( ) A survey of corporate governance, **Journal of Finance**, :

- Xu, X., and Y. Wang. (1999). Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. **China Economic Review** 10: 75-98.

پروفیشنل سٹڈی سوسائٹی  
پرنسپل سٹڈی سوسائٹی

# **Investigation the impact corporate governance structure on financial Performance and valuation in public firms**

**Vali Khodadadi**

**Reza Takor**

## **Abstract**

This study investigates the effect of corporate governance mechanisms (includes, ownership concentration, institutional investors, state ownership, managerial ownership, percentage of independent directors and duality of the CEO and chairman of the board of directors) on financial Performance and valuation in public firms. A sample of 80 listed companies in Tehran Stock Exchange (TSE) for the period of 1384–1387 has been selected. Hypotheses have been tested using ordinary least square (OLS) with pooled data. The results show that, ownership concentration and state ownership have a positively and significantly impact on firm performance and valuation. Block institutional investor has a positive impact on valuation but have a negative impact on firm performance. Duality has a negative impact on valuation but have not impact on firm performance. Also, corporate governance mechanisms have a positively and significantly impact on firm performance and valuation.

**Keywords:** Corporate Governance, ROA, ROE, Tobin's Q

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی