

بررسی تعامل بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت با استفاده از سیستم معادلات همزمان (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)

شکرا... خواجهی *

احمد شکرالهی **

چکیده

این پژوهش به بررسی تعامل بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت با توجه به ماهیت درون‌زا بودن این دو متغیر می‌پردازد. به عبارت دیگر، در این پژوهش رابطه متقابل مالکیت مدیریتی و عملکرد به همراه برخی از متغیرهای مربوط با استفاده از سیستم معادلات همزمان سه مرحله‌ای و داده‌های ترکیبی مورد بررسی قرار گرفته است. در این راستا، از روش نیمه تجربی در بازه زمانی ۱۳۸۰^۰ تا ۱۳۸۹^۰ برای شرکت بورس اوراق بهادار تهران، استفاده شده است. شواهد حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر اثر گذاری مثبت و معنادار عملکرد بر مالکیت مدیریتی است. از مهم‌ترین عوامل ایجاد کننده مالکیت مدیریتی در پی به وجود آمدن عملکرد مناسب‌تر را می‌توان، سهام جایزه مربوط به طرح پاداش مدیریت و مشکل عدم تقارن اطلاعاتی دانست. همچنین، نتایج حاصل از پژوهش، تأثیرپذیری عملکرد از مالکیت مدیریتی را مورد تأیید قرار نداده است. بنابراین، یافته‌های پژوهش، این گزاره که افزایش مالکیت مدیریتی به دلیل همسو شدن منافع مدیریت و سهامداران باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش منافع سهامداران می‌شود، مورد تأیید قرار نمی‌دهد.

واژگان کلیدی: مالکیت مدیریتی، عملکرد، معادلات همزمان، تئوری نمایندگی، رابطه متقابل

* استاد گروه حسابداری دانشگاه شیراز (نویسنده مسئول) shkhajavi@rose.shirazu.ac.ir

** کارشناس ارشد حسابداری از دانشگاه شیراز

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۱۱/۱۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۴/۲

مقدمه

نمایندگی که مالکیت و کنترل را در شرکت‌ها از یکدیگر جدا می‌کند، باعث ایجاد تضاد منافع بین سهامداران و مدیران شرکت‌ها می‌شود. دلیل این موضوع این است که مدیران اغلب در موقعیتی هستند که می‌توانند از منابع شرکت در جهت دستیابی به منافع خود استفاده کنند. از طرف دیگر سهامداران به دنبال افزایش ارزش شرکت هستند. به عبارت دیگر سهامداران و مدیریت به دنبال حداکثرسازی تابع مطلوبیت خود می‌باشند. هنگامی که مدیران واحد تجاری با جریان‌های نقد آزاد مواجه می‌شوند، مهم این است که آن‌ها بتوانند وجوه مذکور را در پروژه‌های مناسب و پربازده سرمایه‌گذاری کرده تا از این طریق برای مالکان خود ایجاد ارزش نمایند. این امر زمانی اتفاق می‌افتد که در واحدهای تجاری، فرصت‌های رشد مناسبی وجود داشته باشد و مدیران با شناسایی آن‌ها، جریان‌های نقد آزاد را به طور مؤثری سرمایه‌گذاری کرده و بدین ترتیب سبب افزایش رشد واحد تجاری شوند (توی^۱ و گال^۲، ۲۰۰۰: ۲۱۴).

وجود تضاد منافع، موجب نگرانی مالکان (سهامداران) گردیده تا جایی که آن‌ها برای اطمینان از تخصیص بهینه منابع خود توسط مدیران، اقدام به بررسی و ارزیابی عملکرد مدیران می‌کنند. به مرور زمان مشخص شده است که برخی از تصمیمات مدیران ممکن است موجب اتلاف منابع شرکت و از بین رفتن ثروت مالکان گردد. از سوی دیگر، مدیران همواره به دنبال این بوده‌اند تا ضمن حداکثر کردن منافع خود، به مالکان این اطمینان را بدهند که تصمیمات اتخاذ شده توسط آن‌ها در جهت منافع مالکان می‌باشد (نمازی، ۱۳۸۴: ۱۵۶). گاهی شرکت‌ها برای ایجاد انگیزه در مدیران و کاهش تضاد منافع، با اعطای سهام، آن‌ها را در مالکیت شرکت سهیم می‌کنند. بنابراین، انتظار می‌رود، مالکیت مدیریتی برای شرکت ارزش آفرین باشد. از طرف دیگر، عملکرد شرکت تعیین کننده مالکیت شرکت است. بدین معنی که در پاسخ به سودآوری بالا، ساختار مالکیت به سرعت تغییر می‌کند (دمستز و لهن^۳، ۱۹۸۳). از منظر دیگر روابط بین مالکیت مدیریتی و عملکرد را می‌توان چنین بیان کرد که با افزایش مالکیت مدیریتی و همسو شدن منافع مدیریت و سهامداران، طبق تئوری نمایندگی (جنسن و مک‌کلینگ^۴، ۱۹۷۶) تلاش مدیریت در جهت

1. Tsui
2. Gul
3. Demsetz and Lehn
4. Jensen and Meckling

منافع سهامداران افزایش می‌یابد، بنابراین، عملکرد بهبود می‌یابد. از سوی دیگر، با توجه به این که معمولاً پاداش مدیریت به صورت اعطای سهام به مدیریت در قبال عملکرد مناسب است؛ در نتیجه، عملکرد مناسب مدیریت، مالکیت مدیریتی را افزایش می‌دهد. در همین راستا، دمستز و ویلاونگا^۱ (۲۰۰۱)، نیز بیان می‌کنند که میزان مالکیت مدیریتی در جهت هدف افزایش عملکرد، تعیین می‌شود. از طرف دیگر، هیملبرگ و همکاران^۲ (۱۹۹۹)، بیان می‌کنند که مالکیت را عملکرد و شرایط موجود تعیین می‌کند.

با توجه به مطالب مزبور و مطابق با پژوهش‌های هیملبرگ و همکاران (۱۹۹۹)، دمستز و لهن (۱۹۸۵)، کاپوپولوس و لازارتو^۳ (۲۰۰۷)، و دراکوس و بکیریس^۴ (۲۰۱۰) می‌توان چنین بیان کرد که یک تعامل بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. البته موارد دیگری نیز وجود دارد که بر یک یا هر دوی این عوامل مؤثر هستند. این پژوهش به بررسی روابط بین این متغیرها می‌پردازد و افزون بر تعیین اثرگذاری سایر متغیرها بر مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌ها، صحت تعامل بین مالکیت مدیریتی و عملکرد را نیز مورد آزمون قرار می‌دهد. به عبارت دیگر، مسأله مورد بررسی در این پژوهش این است که: آیا در بورس اوراق بهادار تهران، افزایش مالکیت مدیریتی برای بهبود عملکرد، راه حل مناسبی است؟ اگر مناسب است، چه متغیرهای در این رابطه اثرگذار هستند؟ و میزان بهینه استفاده از مالکیت مدیریتی چقدر است؟ در نتیجه، این پژوهش به ارائه رهیافتی کاربردی جهت حداکثر سازی ارزش شرکت می‌انجامد.

مبانی نظری

تئوری نمایندگی

رابطه بین سهامدار و مدیر، مدیرعامل و مدیران دایره‌های مختلف سازمان، شخص (حقیقی یا حقوقی) با وکیل قانونی و بیمه‌گر و بیمه‌گذار نمونه‌هایی از تئوری نمایندگی است (نمازی، ۱۳۸۴: ۱۴۷). وجود رابطه نمایندگی متضمن ایجاد هزینه‌های نمایندگی است (نمازی، ۱۹۸۵). رابطه نمایندگی به صورت قراردادی که به موجب آن یک یا چند شخص (مالک یا مالکان)، شخص دیگری (نماینده) را برای اجرای بعضی خدمات از جانب خود

1. Demsetz and Villalonga
2. Himmelberg and et al.
3. Kapopoulos and Lazaretou
4. Drako and Bekiris

به کار گماشته و اختیار تصمیم‌گیری را به وی تفویض می‌نمایند، تعریف می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶: ۵). همچنین، تئوری نمایندگی بیان می‌کند که یک ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بهینه می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را به حداقل برساند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶).

در تئوری هزینه نمایندگی، که اولین بار توسط جنسن و مک‌لینگ در سال ۱۹۷۶ ارائه شد، ساختار سرمایه شرکت از طریق هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین ذی‌نفعان مختلف شرکت تعیین می‌شود. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶)، در چهارچوب واحد اقتصادی دو نوع تضاد منافع معرفی می‌کنند: (الف) تضاد منافع بین مدیران و صاحبان سهام و (ب) تضاد منافع بین صاحبان سهام و دارندگان اوراق بدهی شرکت. به نظر آن‌ها می‌توان با ایجاد توازن بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه‌های نمایندگی بدهی، به یک ساختار مطلوب سرمایه دست پیدا کرد. به منظور تقلیل مشکلات نمایندگی ناشی از احتمال عدم همسویی منافع بین مدیران و سهامداران باید به تابع مطلوبیت آن‌ها و نحوه تسهیم منافع و ریسک آنان توجه کرد (نمازی و مرادی، ۱۳۸۴).

مالکیت مدیریتی

در پی جدایی مالکیت از مدیریت، نظریه‌های رفتاری مدیریت بر انگیزه‌های مدیر تکیه کرد. این نظریه‌ها پیش‌بینی می‌کنند که می‌توان با استفاده از ساز و کارهایی، منافع مدیران و صاحبان سرمایه را در یک راستا قرار داد (بامول^۱، ۱۹۵۹؛ سایمون^۲، ۱۹۵۹؛ سیرت^۳ و مارچ^۴، ۱۹۶۳؛ و ویلیامسون^۵، ۱۹۶۴). آدام اسمیت^۶ (۱۹۳۷: ۷۰۰)، نیز نتایج زیان‌بار این جدایی مدیریت از مالکیت را این‌گونه مطرح می‌کند. «از مدیران سرمایه دیگران نمی‌توان انتظار داشت که به اندازه شرکای شرکت خصوصی در حفظ و حراست از سرمایه خود، مدام هوشیار و نگران باشند. بنابراین، غفلت و اسراف در مدیریت چنین شرکت‌هایی همواره رواج دارد».

جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶)، از اولین پژوهشگرانی بودند که با تأکید بر جدایی مالکیت

1. Baumol
2. Simon
3. Cyert
4. March
5. Williamson
6. A. Smith

از کنترل رابطه نمایندگی را تئوریزه کرده و بر این مبنا نتیجه گرفتند که تمایل مدیران به بیشینه‌سازی ثروت سهامداران وابسته با میزان مالکیت خود ایشان در شرکت مربوط است. آن‌ها همچنین، استدلال کردند که افزایش درصد مالکیت مدیریتی ارزش شرکت را از طریق کاهش هزینه نمایندگی، افزایش می‌دهد. افزون بر این، از نظر جنسن (۱۹۸۹) این امکان وجود دارد که مدیران به رشد فروش و توسعه سازمان که به افزایش قدرت شخصی آن‌ها منجر می‌شود علاقه بیشتری از خود نشان دهند. هر چند از نظر وی کارایی بازارهای سرمایه حیطه فعالیت مدیران را محدود می‌سازد.

عملکرد

امروزه یکی از مهمترین مسائل مالی شرکت‌ها اندازه‌گیری عملکرد آن‌ها است (مدرس و فرج‌الزاده، ۱۳۸۷). افزایش ثروت شرکت چه از طریق افزایش قیمت و ارزش شرکت و چه از طریق پرداخت سود نقدی نه تنها برای سهامداران حائز اهمیت است بلکه از نظر مدیران به لحاظ ارزیابی عملکرد خودشان و سایر بخش‌ها و نیز میزان پاداش صحیحی که به آن‌ها پرداخت می‌شود و حق مسلم آن‌ها است، حائز اهمیت است، همچنین، از نظر دولت‌ها جهت رسیدن به سه هدف تخصیص بهینه منابع، توزیع عادلانه درآمد و تثبیت شرایط اقتصادی با مشارکت در فعالیتهای اقتصادی و از نظر بانک‌ها و مؤسسات مالی - اعتباری نیز به منظور اطمینان از تداوم فعالیت شرکت و ایمان به بقای شرکت برای ارائه تسهیلات اعطایی از نظر نرخ و میزان حائز اهمیت فراوانی است (ملکیان و اصغری، ۱۳۸۵: ۲۵).

به گونه کلی، نسبت Q توین از طریق تقسیم ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری یا ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت به دست می‌آید. اگر شاخص محاسبه شده، برای شرکت از عدد یک بیشتر باشد، انگیزه زیادی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد. اگر شاخص محاسبه شده کوچک‌تر از یک باشد، سرمایه‌گذاری متوقف خواهد شد (ولف^۱، ۲۰۰۳: ۱۵۷). هر قدر این نسبت بیشتر باشد به معنای بالاتر بودن ارزش دارایی‌های شرکت در بازار سهام است. به عبارت دیگر، این نسبت بیان‌گر چگونگی استفاده از دارایی شرکت و عملکرد آن است.

پیشینه پژوهش

کپلن^۱ (۱۹۸۹)، به بررسی مالکیت مدیریتی و اثر آن بر عملکرد و ارزش شرکت پرداخت. وی در پژوهش خود ۷۶ تملک مدیریت در بازه زمانی ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۶ را مورد بررسی قرار داد. نتایج حاصل از پژوهش کپلن حاکی از آن بود که سود عملیاتی پس از لحاظ کردن تفاوت‌های مربوط به صنعت در دو سال اول پس از تملک، تغییری نکرده، ولی در سال سوم ۲۴٪ افزایش یافته است. افزون بر این، در ۷۶ شرکت مورد بررسی، ارزش افزوده سهام، از میانگین بازده بازار ۸۰٪ بیشتر بوده است.

جنسن و مورفی^۲ (۱۹۹۰) به بررسی رابطه بین پاداش مدیران عامل و عملکرد شرکت با استفاده از ترکیب داده‌های قابل اندازه‌گیری و مدل ارزش اختیار معامله سهام بلاک شولز پرداختند. نتیجه پژوهش آن‌ها نشان داد که رابطه مثبتی بین اختیار معامله سهام اهدایی به مدیران و تغییر در ثروت سهامداران وجود دارد.

ولف (۲۰۰۳) در مقاله‌ای تحت عنوان «Q توبین به عنوان یک شاخص ارزیابی عملکرد شرکت» به بررسی و شناخت این نسبت پرداخت. وی بیان نمود که شاخص‌های اقتصادی متعددی در راستای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها وجود دارند که از میان این شاخص‌های اقتصادی، نسبت Q توبین به عنوان شاخصی در راستای ارزیابی کارآیی شرکت در سرمایه‌گذاری می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد.

انکوئیست^۳ (۲۰۰۵)، ارتباط بین مالکیت مدیریتی و نظارت سهامداران با عملکرد شرکت، که به وسیله Q توبین ارزیابی شده است، را برای شرکت‌های سوئدی مورد بررسی قرار داده است. وی به این نتیجه رسید که نظارت سهامداران بر Q توبین تأثیر منفی دارد.

مولر^۴ و اسپیتز^۵ (۲۰۰۶) به بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌های خصوصی متوسط و کوچک آلمانی با آزمایش فرضیه‌های انگیزشی^۶، پرداختند. آن‌ها از یک نمونه ۳۵۶ تایی شرکت‌های بخش خدمات که با تجارت ارتباط دارند، برای سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰ استفاده کردند. یافته‌های پژوهش آنان حاکی از آن بود که عملکرد شرکت‌های با درصد مالکیت مدیریتی بالای ۴۰ درصد، در حال بهبود است.

1. Kaplan
2. Jensen and Murphy
3. Enqvist
4. Mueller
5. Spitz
6. Incentive Hypothesis

رحمان خان و همکاران^۱ (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین مالکیت سهام مدیریتی و عملکرد شرکت برای شرکت‌های استرالیایی در بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۳ پرداختند. آنان در پژوهش خود هیچ‌گونه شواهدی مبنی بر ارتباط غیرخطی بین مالکیت سهام مدیریتی و Q توپین ملاحظه نگردید، بلکه ارتباط منفی قابل توجهی بین مالکیت سهام مدیریتی و Q توپین با استفاده از مدل رگرسیون خطی ساده یافت شد.

نخیلی و همکاران^۲ (۲۰۰۹)، با استفاده از مدل معادلات همزمان اثر مکانیزم‌های مدیریتی بر جریان نقدی آزاد در شرکت‌های فرانسوی را آزمون کردند. نتایج این پژوهش حاکی از آن بود که توزیع سود، ریسک جریان نقدی آزاد را کاهش می‌دهد.

هنری^۳ (۲۰۱۰)، عوامل موثر بر کاهش هزینه نمایندگی در بورس اوراق بهادار استرالیا را بررسی کرد. نتایج تجربی نشان داد که مالکیت نهادی دارای اثر منفی بر هزینه‌های نمایندگی است و یک رابطه غیرخطی بین مالکیت مدیریتی و هزینه نمایندگی وجود دارد. دراکوس و بکیریس (۲۰۱۰)، به بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌ها پرداختند. آنان در پژوهش خود از داده‌های ترکیبی مربوط به ۱۴۶ شرکت در بازه زمانی ۲۰۰۰-۲۰۰۴ استفاده نموده و به این نتیجه رسیدند که با لحاظ کردن متغیر مالکیت مدیریتی به عنوان متغیر درون‌زا، این متغیر دارای رابطه مثبت معنادار با عملکرد شرکت است.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نمونه آماری این پژوهش شامل ۶۶ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۸۲-۱۳۸۶ بوده است. پژوهشگران مذکور از داده ترکیبی جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده کردند. یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه معنادار و منفی بین مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت و رابطه معنادار مثبت بین مالکیت شرکتی با عملکرد شرکت وجود دارد. این رابطه در مورد مالکیت خارجی معنادار نشده است. همچنین، نتایج این پژوهش نشان داد که بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه‌گذاران شرکتی باشد. به گونه کلی، نیز بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

نمازی و زراعتگری (۱۳۸۸)، کاربرد نسبت Q توپین و مقایسه آن با سایر معیارهای

1. Rahman Khan and et al.
2. Nekhili and et al.
3. Henry

ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. هدف اصلی پژوهش آنان، بررسی کامل و جامع نسبت Q توپین بوده است. نتایج بدست آمده نشان داد که استفاده از نسبت Q توپین در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هنوز جایگاهی ندارد. همچنین، نسبت Q توپین با معیارهای قیمت سهام، بازده دارایی‌ها و سود هر سهم ارتباط معناداری دارد، و با نسبت‌های جاری، آنی، گردش دارایی‌ها، سود باقی‌مانده، رشد فروش، رشد سود، سود عملیاتی و فروش ارتباط معنی داری ندارد. در بررسی نسبت Q توپین در صنایع مختلف نیز مشخص گردید که صنعت خودروسازی دارای بیشترین مقدار Q توپین و صنعت نساجی دارای کم‌ترین مقدار Q توپین است.

ولی‌پور و خرم (۱۳۹۰)، رابطه بین ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند و داده‌های ۵۱ شرکت، طی بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ را مورد استفاده قرار دادند. برای آزمون فرضیه‌ها نیز از روش تجزیه و تحلیل ترکیبی بهره گرفتند. نتایج به دست آمده حاکی از این بوده است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت سهام مدیران، درصد اعضای غیر موظف هیأت‌مدیره، نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل بدهی و هزینه‌های نمایندگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

مهدوی و منفرد (۱۳۹۰)، به بررسی مفروضات تئوری مباشرت در شرکت‌های ایرانی پرداختند. در این پژوهش، از مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی بهره گرفته شده و برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی از چهار معیار نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش، نسبت گردش دارایی‌ها، نسبت Q توپین و تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان‌های نقدی آزاد استفاده شده است. نتایج، بیانگر این بوده است که درصد اعضای موظف هیأت‌مدیره تأثیر معناداری بر هزینه‌های نمایندگی ندارد، اما می‌توان اعضای موظف هیأت‌مدیره و نقش مشاوره هیأت‌مدیره را به عنوان یک ابزار بالقوه در جهت بهبود عملکرد و تعدیل تعارضات نمایندگی مورد توجه قرار داد.

فرضیه‌های پژوهش

بر اساس سوال پژوهش، مبنای نظری و پیشینه پژوهش، به منظور بررسی تعامل مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به همراه سایر

متغیرهای اثر گذار بر این گزاره، فرضیه‌های زیر طراحی و مورد آزمون قرار گرفته است:

الف. فرضیه مربوط به متغیرهای درون‌زا:

۱. بین مالکیت مدیریتی و عملکرد رابطه متقابل معناداری وجود دارد.
- ب. فرضیه‌های مربوط به متغیرهای برون‌زا (مؤثر بر متغیر درون‌زای مالکیت مدیریتی):
 ۲. بین اندازه شرکت و مالکیت مدیریتی رابطه معناداری وجود دارد.
 ۳. بین سودآوری و مالکیت مدیریتی رابطه معناداری وجود دارد.
 ۴. بین بدهی و مالکیت مدیریتی رابطه معناداری وجود دارد.
 ۵. بین ریسک و مالکیت مدیریتی رابطه معناداری وجود دارد.
- ج. فرضیه‌های مربوط به متغیرهای برون‌زا (مؤثر بر متغیر درون‌زای عملکرد):
 ۶. بین اندازه شرکت و عملکرد رابطه معناداری وجود دارد.
 ۷. بین بدهی و عملکرد رابطه معناداری وجود دارد.
 ۸. بین تمرکز مالکیت نهادی و عملکرد رابطه معناداری وجود دارد.
 ۹. بین سطح مالکیت نهادی و عملکرد رابطه معناداری وجود دارد.
 ۱۰. بین مالکیت دولتی و عملکرد رابطه معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی و طرح پژوهش

طرح پژوهش و گردآوری داده‌ها

اگر داده‌ها از محیطی که به گونه‌ای طبیعی وجود داشته فراهم شود، یا از واقعه‌ای که بدون دخالت مستقیم پژوهشگر رخ داده است به وجود آمده باشد، او از یک طرح پس از رخداد یا نیمه تجربی استفاده می‌کند (عبدالخلیق و آجین کیا، ۱۳۷۹). این پژوهش نیز به دنبال کشف و بررسی روابط بین عوامل و شرایط خاص، یا نوع رفتاری که قبلاً رخ داده، در حوزه تحقیقات اثباتی بر اساس اطلاعات تاریخی است. بنابراین، از طرح نیمه تجربی استفاده می‌شود.

برای گردآوری داده‌های مورد نیاز عمدتاً از اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده و گزارش‌های هیأت‌مدیره به مجمع استفاده شده که از طریق بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، نرم‌افزارهای صحرا و تدبیرپرداز منتشر می‌شود و اطلاعات

بخش نظری پژوهش از کتب و مجلات فارسی و انگلیسی تأمین شده است.

جامعه آماری، نمونه و دوره پژوهش

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۱ در جامعه آماری پژوهش حاضر قرار گرفته‌اند. شرکت‌های مورد بررسی بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده‌اند:

۱. طی دوره دارای فعالیت مستمر باشند؛
۲. جزء صنعت بانک‌ها و مؤسسات مالی نباشد (به دلیل مشمول قوانین خاص بودن و دارای شرایط متفاوت از سایر شرکت‌ها)؛
۳. کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز شامل: صورت‌های مالی به همراه یادداشت‌های توضیحی آن و گزارش‌های هیأت‌مدیره به مجمع را ارائه نموده باشند.

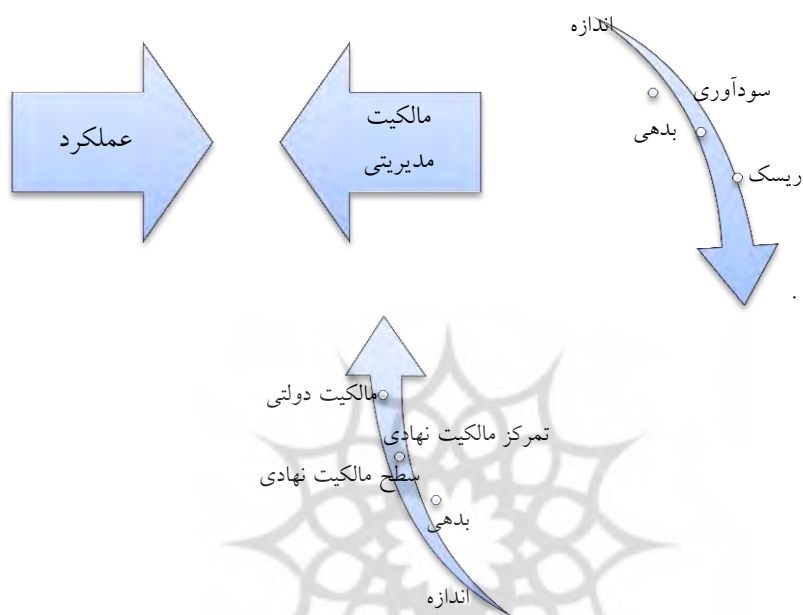
پس از اعمال موارد فوق تعداد نمونه به ۱۳۴ شرکت رسید که به لحاظ ترکیبی در ده سال مورد بررسی به ۱۳۴۰ نمونه می‌رسد.

متغیرهای پژوهش

به دلیل بررسی روابط متقابل در این پژوهش، متغیرها به دو گروه درون‌زا^۱ و برون‌زا^۲ تقسیم می‌شوند (گجراتی^۳، ۲۰۰۴: ۷۱۷). متغیر برون‌زا متغیری است که هیچ اثری از سایر متغیرهای درون مدلی پذیرد، بلکه مقدار آن در خارج مدلی تعیین می‌شود. متغیر درون‌زا متغیری است که از حداقل یک متغیر دیگر در مدلی و الگوی طراحی شده اثر می‌پذیرد. بدین گونه که متغیر درون‌زا، نه تنها به متغیرهای برون‌زا بستگی دارد، بلکه بعضی از متغیرهای درون‌زا نیز به نوبه‌ی خود از متغیرهای درون‌زای دیگر تأثیر می‌پذیرند یا بر آن تأثیر می‌گذارند. به گونه خلاصه می‌توان گفت که در این موارد بین متغیرهای درون‌زا و (بعضی از) متغیرهای برون‌زا رابطه‌ای یک طرفه و بین متغیرهای درون‌زا با یکدیگر رابطه‌ای دو طرفه یا همزمان وجود دارد، که در نتیجه تفکیک متغیرها با عنوان متغیرهای مستقل و وابسته، اعتبار خود را از دست می‌دهد. روابط متقابل متغیرهای مورد بررسی در

1. Endogenous
2. exogenous
3. Gujarati

نگاره شماره ۱ مشخص شده است



نگاره ۱: روابط متغیرهای درونزا و برونزا

متغیرهای درونزا (روابط درونی)

مالکیت مدیریتی

در پژوهش حاضر مطابق با پژوهش‌های کرنر و همکاران^۱ (۲۰۰۷)، و حسن و بوت^۲ (۲۰۰۹)، متغیر مالکیت مدیریتی برابر با درصد سهام عادی متعلق به مدیران موظف و غیرموظف است.

عملکرد

مطابق با پژوهش‌های فرناندو و همکاران^۳ (۲۰۰۷)، کرنر و همکاران (۲۰۰۷)، الیاسیانی و

1. Cornett and et al.
2. Hasan and Butt
3. Fernand and et al.

جان جیا^۱ (۲۰۰۸)، دراکوس و بکیریس (۲۰۱۰) و عرب مازار یزدی و طاهرخانی (۱۳۹۰) نسبت Q توپین، به عنوان معیار اندازه گیری عملکرد انتخاب شده است. انواع مختلف نسبت Q از جمله: Q استاندارد، Q ساده، Q لیندنبرگ و راس، Q لیندنبرگ و راس تعدیل شده وجود دارد (نمازی و زراعتگری، ۱۳۸۸). در این پژوهش از جدیدترین فرمول ارائه شده مطابق با پژوهش جرکوس و همکاران^۲ (۲۰۱۰: ۱۸۲)، به طریق زیر استفاده می شود.

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{MVOCE} + \text{PSLV} + \text{BVOLTD} - (\text{BVOSHTA} - \text{BVOSHTL})}{\text{BVOTA}} \quad (۱)$$

که در آن

MVOCE: ارزش بازار سهام عادی در پایان سال،

PSLV: ارزش نقد شوندگی سهام ممتاز در پایان سال (به دلیل نبود این متغیر در جامعه مورد بررسی، از فرمول حذف می شود)،

BVOLTD: ارزش دفتری بدهی های بلندمدت در پایان سال،

BVOSHTA: ارزش دفتری دارایی های جاری در پایان سال،

BVOSHTL: ارزش دفتری بدهی های جاری در پایان سال،

BVOTA: ارزش دفتری کل دارایی ها در پایان سال.

متغیرهای برونزا

اندازه شرکت

جهت محاسبه متغیر اندازه شرکت، معمولاً از معیارهایی مانند لگاریتم مجموع دارایی ها و یا لگاریتم فروش استفاده می شود. اما به دلیل وضعیت تورمی و در نتیجه، نامربوط بودن ارقام تاریخی دارایی ها؛ همچنین، جهت پرهیز از اثر نوسان های فروش (نمازی و منفرد، ۱۳۹۰: ۱۴)، معیار اندازه شرکت در این پژوهش، مطابق با پژوهش های بون و همکاران^۳ (۲۰۰۷) و نمازی و منفرد (۱۳۹۰)، لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال است. این متغیر برونزا بر هر دو متغیر درونزای این پژوهش (مالکیت مدیریتی و عملکرد) نیز مؤثر است.

$$\text{اندازه} = \text{لگاریتم ارزش بازار سهام} \quad (۲)$$

1. Elyasiani and Jane Jia
2. Jurkus and et al.
3. Boone and et al.

سودآوری

سودآوری، کارایی شرکت‌ها را اندازه‌گیری می‌کند و عملکرد یک شرکت، اثر پیام‌دهی بر بازار اوراق بهادار شرکت و مهارت‌های مدیریتی دارد. سینقاوی و دسای^۱ (۱۹۷۱)، نیز بر این عقیده‌اند که سودآوری معیاری از مدیریت مناسب و شایسته است. سودآوری نتیجه اصلی کلیه برنامه‌ها و تصمیمات مالی شرکت است و آخرین پاسخ‌ها را در مورد نحوه اداره شرکت به تحلیل‌گران ارائه می‌نماید (فاستر^۲، ۱۹۸۶: ۶۷).

در این پژوهش از مفهوم «سود قبل از کسر بهره و مالیات» استفاده می‌شود، زیرا این مفهوم نتیجه فعالیت‌های اصلی شرکت را به درستی نشان می‌دهد و هزینه بهره و مالیات به وسیله عواملی غیر از کاربرد مؤثر منابع تعیین می‌شوند. معیار سودآوری در پژوهش حاضر، مطابق با پژوهش‌های سسپدس و همکاران^۳ (۲۰۱۰)، مارگاریتیس و پسلاکی^۴ (۲۰۱۰)، فاتما و چیچیتی^۵ (۲۰۱۱)، به شرح زیر در نظر گرفته شده است.

$$\text{سودآوری} = \frac{\text{سود قبل از کسر بهره و مالیات}}{\text{کل دارایی}} \quad (۳)$$

بدهی

در پژوهش حاضر از بدهی‌های بلندمدت جهت اندازه‌گیری میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه استفاده می‌شود، زیرا، بدهی بلندمدت نقش مؤثرتری بر سرمایه‌گذاری دارد؛ بدین معنی که این بدهی بلندمدت است که امکان سرمایه‌گذاری بلندمدت و سودآوری را برای شرکت ایجاد می‌کند. بنابراین، معیار بدهی مطابق با پژوهش‌های پویری و مائوری^۶ (۲۰۰۹) و ملو و میرندا^۷ (۲۰۱۰)، به صورت زیر در نظر گرفته شد:

$$\text{بدهی‌های بلندمدت} = \frac{\text{بدهی‌های بلندمدت}}{\text{کل دارایی‌ها}} \quad (۴)$$

ریسک

پژوهش‌های تجربی (لودر و مارتین^۸، ۱۹۹۷؛ دمستز و لهن، ۱۹۸۵؛ دراکوس و بکیریس، ۲۰۱۰) یک رابطه مثبت بین ریسک و مالکیت مدیریتی را نشان داده‌اند. در پژوهش حاضر

1. Singhavi and Desai
2. Foster
3. Céspedes and et al.
4. Margaritis and Psillaki
5. Fatma and Chichti
6. Pöyry and Maury
7. Mello and Miranda
8. Loderer and Martin

معیار اندازه‌گیری ریسک شرکت، میزان درصد نوسان قیمت سهام است.

مالیات

یکی از اقلام با اهمیت در صورت سود و زیان که از مبلغ سود کسر می‌شود، مالیات است. بنابراین، افزایش و یا کاهش آن اثر بسزای بر ارزش شرکت دارد. معیار متغیر مالیات مطابق با پژوهش فاتما و چیچیتی (۲۰۱۱)، به شرح زیر در نظر گرفته شده است.

$$(۵) \quad \text{مالیات} = \frac{\text{مالیات پرداختی}}{\text{سود قبل از کسر بهره و مالیات}}$$

مالکیت نهادی

برلی و مینز^۱ (۱۹۳۲)، بیان کردند که عدم مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، این امکان را به مدیران می‌دهد که به جای منافع سهامداران، در جهت منافع شخصی خودشان حرکت کنند. طبق نظر گیلان و استارکس^۲ (۱۹۹۸)، مالکان نهادی در شکل‌گیری بسیاری از تغییرات در سیستم‌های حاکمیت شرکتی نقشی اساسی دارند. همچنین، بر اساس نظر ولوری و جنکینز^۳ (۲۰۰۶)، این امر از فعالیت‌های نظارتی سرچشمه می‌گیرد؛ فعالیت‌هایی که مالکان با توجه به تئوری نمایندگی برای نظارت بر مدیریت انجام می‌دهند. بنابراین، انتظار بر این است که وجود مالکان نهادی بتواند تأثیر بسزایی بر عملکرد شرکت داشته باشد.

سطح مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی

مطابق تعریف ارائه شده و مورد استفاده در پژوهش‌های روبین^۴ (۲۰۰۷) و کوئتو^۵ (۲۰۰۹)، برای محاسبه سطح مالکیت نهادی، مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت، تقسیم شده و درصد یا میزان مالکیت نهادی به دست می‌آید؛

1 Berle and Means
2 Gillan and Starks
3 Velury and Jenkins
4 Rubin
5 Cueto

این متغیر در پژوهش‌های کومار^۱ (۲۰۰۳)، ارنهارت و لیزال^۲ (۲۰۰۶) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، نیز با همین تعریف به کار رفته است. تمرکز مالکیت نهادی عبارت است از مجموع سهام در اختیار مالک نهادی‌ای که بالاترین میزان مالکیت سهام شرکت را در میان مالکان نهادی آن شرکت دارا است؛ تقسیم بر تعداد کل سهام شرکت مورد نظر. این متغیر در پژوهش‌های رویین (۲۰۰۷)، مهرانی و همکاران (۱۳۸۹) و مرادزاده و همکاران (۱۳۸۸)، نیز با همین تعریف به کار رفته است. این اعداد در محاسبات به صورت درصد سطح مالکیت نهادی و درصد تمرکز مالکیت نهادی استفاده می‌شود.

$$(۶) \quad \text{سطح مالکیت نهادی} = \frac{\text{مجموع سهام در اختیار مالکان نهادی}}{\text{کل سهام منتشره شرکت}}$$

$$(۷) \quad \text{تمرکز مالکیت نهادی} = \frac{\text{مجموع سهام در اختیار بزرگ‌ترین مالک نهادی}}{\text{کل سهام منتشره شرکت}}$$

مالکیت دولتی

به دلایل انحصاری بودن، کم رنگ بودن کسب سود، نبود نظارت سهامداران، لحاظ کردن ملاحظات سیاسی اغلب مالکیت دولتی ناکارآمد است. از طرف دیگر، مالکیت خصوصی به دلیل رقابتی بودن و نظارت سهامداران، ناکارآمدی را کاهش می‌دهد (فاتما و چیچیتی، ۲۰۱۱: ۱۷). بنابراین، این متغیر می‌تواند اثر مهمی بر عملکرد شرکت داشته باشد. این متغیر در پژوهش حاضر برابر با میزان مالکیت دولت در شرکت بر کل حقوق مالکیت است.

$$(۸) \quad \text{مالکیت دولتی} = \frac{\text{میزان مالکیت دولت}}{\text{کل حقوق مالکیت}}$$

مدل پژوهش

برای برآورد معادله مالکیت مدیریتی از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$Man - own_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Tobin's Q_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Profit_{i,t} + \beta_4 debt_{i,t} + \beta_5 Risk_{i,t} + \epsilon_{1i,t}$$

معادله مالکیت مدیریتی ($Man - own$)، شامل: Q (توین (Tobin's Q))، اندازه

1. Kumar
2. Earnhart and Lizal

شرکت (*Size*)، سودآوری (*Profit*)، بدهی (*debt*)، ریسک (*Risk*) است. برای برآورد معادله عملکرد از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$Tobin's Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Man - own_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 debt_{i,t} + \beta_4 Conc_{i,t} + \beta_5 Inst_{i,t} + \beta_6 Stat + \beta_7 tax_{i,t} + \varepsilon_{2i,t}$$

معادله Q توین (Tobin's Q)، شامل: مالکیت مدیریتی (*Man - own*)، اندازه شرکت (*Size*)، بدهی (*debt*)، تمرکز مالکیت نهادی (*Conc*)، سطح مالکیت نهادی (*Inst*)، مالکیت دولتی (*State*) و مالیات (*tax*) است. حال برای برآورد معادلات با سیستم زیر مواجه هستیم:

$$\left\{ \begin{array}{l} Man - own_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Tobin's Q_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Profit_{i,t} + \beta_4 debt_{i,t} + \beta_5 Risk_{i,t} + \varepsilon_{1i,t} \\ Tobin's Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Man - own_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 debt_{i,t} + \beta_4 Conc_{i,t} + \beta_5 Inst_{i,t} + \beta_6 Stat + \beta_7 tax_{i,t} + \varepsilon_{2i,t} \end{array} \right.$$

نکته‌ای که در اینجا با آن مواجه هستیم این است که این معادلات را نمی‌توان به صورت جداگانه برآورد کرد. علت آن است که در برآورد تک معادلات با این فرض مواجه‌ایم که متغیرهای توضیحی به صورت برون‌زا تعیین شده‌اند، اما در این جا می‌بینیم که متغیرهای مالکیت مدیریتی (*Man - own*) و عملکرد (*Tobin's Q*) هنگامی که به عنوان متغیرهای توضیحی آورده می‌شوند، برون‌زا نیستند. به عبارت دیگر، در این پژوهش تعامل (رابطه همزمان) بین متغیرها درون‌زا مورد بررسی قرار می‌گیرد. بنابراین، جهت برآورد پارامترهای سیستم به دلیل مشکل اریب همزمانی یا اریب معادلات همزمان، که باعث اریبی و ناسازگاری برآورد کننده‌های ضرایب ساختاری مدل می‌شود، نمی‌توان از روش حداقل مربعات معمولی استفاده کرد. در نتیجه، این معادلات را باید در قالب سیستم معادلات همزمان (گرین، ۲۰۰۲)، برآورد کرد. روش حداقل مربعات همزمان سه مرحله‌ای یک روش سیستمی است که ارتباطات احتمالی بین اجزا هر معادله را در نظر می‌گیرد (گجراتی، ۲۰۰۴؛ گرین، ۲۰۰۲؛ ذوالنوار، ۱۳۷۴). در این قبیل معادلات، تعداد معادله‌ها از یک بیشتر است و به‌ازای هر متغیر دورن‌زا، یک معادله وجود دارد. بنابراین، بر خلاف

مدل‌های تک معادله‌ای، در مدل‌های معادلات همزمان، بدون توجه به اطلاعات حاصل از سایر معادلات سیستم، نمی‌توان به تخمین پارامترهای یک معادله منفرد پرداخت.

تجزیه و تحلیل یافته‌ها و نتایج

شرط لازم جهت برآورد سیستم معادلات همزمان، اثبات درون‌زایی متغیرهای درون‌زای سیستم است. برای این منظور از آزمون هاسمن (۱۹۷۶)، در نرم‌افزار اقتصادسنجی EViews نسخه ۵، استفاده می‌شود. جهت آزمون درون‌زایی متغیر مالکیت مدیریتی در معادله عملکرد و آزمون درون‌زایی متغیر عملکرد در معادله مالکیت مدیریتی به صورت زیر عمل شده است:

ابتدا متغیر $Man - own_{i,t}$ (مالکیت مدیریتی) را، با استفاده از همه متغیرهای برون‌زای سیستم برآورد نموده و مقادیر باقیمانده (پسماندها) ناشی از تخمین را به صورت یک متغیر جداگانه در نظر می‌گیریم (مثلاً RES). سپس، معادله عملکرد را نوشته و آن را با استفاده از همه متغیرهای سابق به علاوه متغیر RES (به عنوان یک متغیر توضیحی جدید) برآورد می‌کنیم. حال اگر ضریب متغیر جدید (RES) معنادار باشد، نشان می‌دهد که متغیر مالکیت مدیریتی در معادله عملکرد، درون‌زا است. با انجام عملیات فوق، درون‌زایی متغیر مالکیت مدیریتی مورد تأیید قرار گرفت (نگاره شماره ۲ را ببینید).

نگاره ۲: نتایج آزمون درون‌زا بودن متغیر مالکیت مدیریتی

نام متغیر	ضریب	P-value
RES	۲/۳۵۰۲۱۸	۰/۰۰۰

به دنبال آن، مشابه آنچه در بالا گفته شد، درون‌زایی متغیر عملکرد در معادله مالکیت مدیریتی نیز مورد تأیید قرار گرفت (نگاره شماره ۳ را ببینید).

نگاره ۳: نتایج آزمون درون‌زا بودن متغیر عملکرد

نام متغیر	ضریب	P-value
RES	۴۶۱/۷۵۰۶	۰/۰۰۰

پس از آن که رابطه متقابل بین متغیرهای مالکیت مدیریتی و عملکرد مورد تأیید قرار گرفت، به تخمین این معادلات از طریق سیستم معادلات همزمان پرداختیم. نگاره شماره ۴

و ۵، اطلاعات مربوط را نشان می دهد.

نگاره ۴: نتایج تخمین معادله مالکیت مدیریتی با استفاده از سیستم معادلات همزمان

$$Man - own_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Tobin's Q_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Profit_{i,t} + \beta_4 debt_{i,t} + \beta_5 Risk_{i,t} + \varepsilon_{1i,t}$$

Method: Three-Stage Least Squares

نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	P-value
عرض از مبدأ (β_0)	۵۰۴/۱۴۴۱	۱۰۸/۰۵۹۵	۴/۶۶۰۵۵۲	۰/۰۰۰۰
عملکرد ($Tobin's Q$)	۵۰/۲۹۱۹۳	۱۵/۹۲۱۴۱	۳/۱۵۸۶۹۴	۰/۰۰۱۶
اندازه ($Size$)	-۴۱/۷۷۴۶۹	۹/۱۲۹۵۱۹	-۴/۵۷۰۷۹۵	۰/۰۰۰۰
سودآوری ($Profit$)	-۱۲۶/۴۳۱۵	۶۳/۵۳۷۴۲	-۱/۹۸۳۵۹۱	۰/۰۴۶۸
بدهی ($debt$)	-۱۷۰/۵۴۶۶	۹۶/۲۵۷۶۶	-۱/۷۷۴۱۷۹	۰/۰۷۶۱
ریسک ($Risk$)	۷/۴۸۴۴۶۲	۱۲/۵۱۳۷۱	۰/۵۹۸۱۰۹	۰/۵۴۹۸

Durbin-Watson stat = ۱/۶۴۵۲۱۱

نگاره ۵: نتایج تخمین معادله عملکرد با استفاده از سیستم معادلات همزمان

$$Tobin's Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Man - own_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 debt_{i,t} + \beta_4 Conc_{i,t} + \beta_5 Inst_{i,t} + \beta_6 Stat + \beta_7 tax_{i,t} + \varepsilon_{2i,t}$$

Method: Three-Stage Least Squares

نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	P-value
عرض از مبدأ (β_0)	-۱۱/۷۰۰۲۲	۱۷/۱۴۰۵۹	-۰/۶۸۲۶۰۳	۰/۴۹۴۹
مالکیت مدیریتی ($Man - own$)	۰/۰۲۳۷۳۲	۰/۰۲۷۵۸۴	۰/۸۶۰۳۶۰	۰/۳۸۹۷
اندازه ($Size$)	۱/۱۲۳۶۱۳	۱/۰۴۷۲۵۳	۰/۹۷۹۳۹۴	۰/۳۲۷۵
بدهی ($debt$)	۳/۷۳۶۴۴۲	۵/۳۰۶۲۸۳	۰/۷۰۴۱۵۴	۰/۴۸۱۴
تمرکز مالکیت نهادی ($Conc$)	-۰/۰۳۴۷۰۴	۰/۱۲۶۵۲۱	-۰/۲۷۴۲۹۶	۰/۷۸۳۹
سطح مالکیت نهادی ($Inst$)	۰/۰۱۸۱۱۸	۰/۰۸۱۴۴۷	۰/۲۲۲۴۴۶	۰/۸۲۴۰
مالکیت دولتی ($Stat$)	-۰/۰۰۸۸۴۶	۰/۰۱۷۰۶۲	-۰/۵۱۸۴۶۹	۰/۶۰۴۲
مالیات (tax)	۱/۱۳۵۲۰۷	۲/۲۶۰۲۹۳	۰/۵۰۲۲۳۹	۰/۶۱۵۶

Durbin-Watson stat = ۲/۱۴۶۲۸۹

نتایج حاصل از تخمین معادله مالکیت مدیریتی (نگاره شماره ۴)، نشان می دهد که در این معادله ضریب متغیر عملکرد ($Tobin's Q$) مثبت و در سطح ۹۵ درصد معنادار است. مثبت بودن این ضریب به معنی این است که با افزایش عملکرد و ارزش شرکت، مالکیت مدیریتی نیز افزایش می یابد. علت این اثرگذاری مثبت می تواند ناشی از دریافت سهام

جایزه یا طرح پاداش مدیریت در قبال افزایش عملکرد باشد و یک دلیل دیگر نیز این که به سبب دسترسی مدیریت به اطلاعات کامل (شامل اطلاعات محرمانه) در زمان افزایش عملکرد شرکت، مدیریت اقدام به خرید سهام می‌کند. صحت این علت‌ها و شناخت مهم‌ترین آن‌ها نیاز به پژوهشی خاص در این زمینه دارد و از حوصله این پژوهش خارج است.

ضریب متغیر اندازه (*Size*) منفی و معنادار است. این بدان معنا است که هرچه اندازه شرکت بیشتر باشد، مالکیت مدیریتی کاهش می‌یابد. این نتیجه، مطابق با این دیدگاه است که شرکت‌های بزرگ‌تر نیاز به سطح بالاتری از سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران، دارند (دمسترز و ویلالونگا، ۲۰۰۱).

ضریب متغیر سودآوری (*Profit*) منفی و معنادار است. این بدان معنا است که با افزایش سودآوری، مالکیت مدیریتی کاهش می‌یابد. از بین سایر متغیرهای دیگر سیستم، هیچ کدام از آن‌ها در سطح ۹۵٪، دارای اثر معنادار نبوده است.

بحث و نتیجه‌گیری

رابطه بین عملکرد مناسب و مالکیت مدیریتی مربوط به تئوری نمایندگی است. از آن جهت که طبق تئوری نمایندگی سهامداران و مدیریت به دنبال حداکثر کردن تابع مطلوبیت خود می‌باشند (نمازی، ۱۳۸۴)، در نتیجه، با ایجاد مالکیت مدیریتی منافع مدیریت و سهامداران، همسو می‌شود. همچنین، در محیط رقابتی بازار سرمایه، که شرکت‌کنندگان در آن به دنبال حداکثر سازی سود هستند، یکی از مشکلات بزرگ هزینه نمایندگی است که ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. بنابراین، شناخت عوامل کاهش‌دهنده این گزاره دارای اهمیت است. در همین راستا، پژوهش حاضر به بررسی تعامل بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت به همراه در نظر گرفتن برخی از متغیرهای مربوط با استفاده از روش حداقل مربعات همزمان سه مرحله‌ای و داده‌های ترکیبی، می‌پردازد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش حاکی از رابطه مثبت معنادار بین مالکیت مدیریتی و عملکرد است؛ این یافته نشان می‌دهد عملکرد مناسب در سطوح بالای مالکیت مدیریتی ایجاد می‌شود. اثر مثبت معنادار عملکرد بر مالکیت مدیریتی می‌تواند ناشی از دو عامل سهام جایزه به مدیران و مشکل عدم تقارن اطلاعاتی باشد. عامل سهام جایزه به مدیران باعث ایجاد سطوح پایین مالکیت مدیریتی می‌شود. بنابراین اثر فزاینده‌ای بر

مالکیت مدیریتی ندارد. اما مشکل عدم تقارن اطلاعاتی، از آنجا ایجاد می‌شود که مدیر، بیشتر از سهامدار اطلاع اجرایی دارد. این اطلاعات اضافی مدیر، در نظریه‌ی نمایندگی «اطلاعات خصوصی» نامیده می‌شود. وجود اطلاعات خصوصی، به عدم تقارن اطلاعات بین سهامدار و مالک می‌افزاید (نمازی، ۱۳۸۴). در نتیجه، به اصطلاح، «اثرات انتخاب نامطلوب» ایجاد می‌شود. این مورد زمانی اتفاق می‌افتد که اشخاص تمایل دارند با دارا بودن اطلاعات خصوصی درباره چیزی که نفع آن‌ها را فراهم می‌سازد، با طرف مقابل، قرارداد منعقد نمایند (نمازی، ۱۳۸۴). به عبارت دیگر، ممکن است مدیریت با استفاده از اطلاعات خصوصی در زمان افزایش عملکرد، اقدام به خرید سهام و افزایش مالکیت خود کند. همچنین، نتایج حاصل از آزمون‌های آماری نشان‌دهنده‌ی تأثیرپذیری منفی و معنادار متغیر مالکیت مدیریتی از متغیرهای اندازه شرکت و سودآوری است. معنادار نشدن اثر مالکیت مدیریتی بر عملکرد، این گزاره را که افزایش مالکیت مدیریتی به دلیل همسو شدن منافع مدیریت و سهامداران باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش منافع سهامداران می‌شود، مورد تأیید قرار نمی‌دهد. نتایج حاصل از این پژوهش با نتایج پژوهش‌های جنسن و مورفی (۱۹۹۰)، هیل و استیونز (۱۹۹۹)، مولر و اسپیتز (۲۰۰۶) و دراکوس و بکیریس (۲۰۱۰) همسو و با نتایج رحمان خان و همکاران (۲۰۰۷)، مغایرت دارد.

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش حاضر، به سرمایه‌گذاران به ویژه مالکان نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌شود که برای افزایش ارزش شرکت، نظارت خود بر اقدامات مدیریت را افزایش دهند. افزون بر این، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها جهت جلوگیری از ایجاد مشکل عدم تقارن اطلاعاتی، کیفیت افشاء گزارش‌های مالی خود را افزایش دهند.

با توجه به اهمیت رابطه مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت، موارد زیر به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد می‌شود:

۱. بررسی مهم‌ترین عوامل موثر بر ایجاد مالکیت مدیریتی.
۲. بررسی اثر ساختار هیأت‌مدیره بر عملکرد شرکت.
۳. بررسی اثر مالکیت مدیریتی بر قیمت سهام.
۴. بررسی میزان اثرگذاری مالکیت مدیریتی بر دیدگاه استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی.

۵. بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی و ورشکستگی شرکت.

محدودیت‌هایی پژوهش حاضر شامل موارد زیر است:

۱. ممکن است، سطوح متفاوت مالکیت مدیریتی دارای اثر مختلف بر عملکرد باشد که در پژوهش حاضر لحاظ نشده است.

۲. نبود اطلاعات مورد نیاز و قابل اتکا در ارتباط با متغیرهای مورد بررسی برای برخی از شرکت‌ها.

۳. عدم دسترسی به برخی از ویژگی‌های هیأت‌مدیره و مالکان نهادی مانند: تحصیلات، سن، تجربه، شهرت، میزان فعالیت و غیره، که ممکن است بر رابطه مورد بررسی اثرگذار باشند.



منابع

- ذوالنور، سید حسین (۱۳۷۴). *مقدمه‌ای بر اقتصادسنجی*. شیراز: دانشگاه شیراز.
- عبدالخلیق، رشاد و بیبین ب. آجین کیا (۱۳۸۹). *پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش شناختی*، (محمد نمازی، مترجم). چاپ دوم، شیراز: مرکز نشر دانشگاه شیراز.
- عرب مازار یزدی، محمد و رضا طاهر خانی (۱۳۹۰). «تأثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، شماره ۲۹، صص ۹۷-۱۱۳.
- مراذزاده، فرد؛ ناظمی اردکانی، مهدی؛ غلامی، رضا؛ و حجت اله فرزانی (۱۳۸۸). «بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۲، صص ۸۵-۵۵.
- ملکیان، اسفندیار و جعفر اصغری (۱۳۸۵). «مطالعه رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) در راستای ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار ایران». *ماهنامه بورس*، شماره ۵۵-۵۴، صص ۳۳-۲۴.
- مهدوی، غلامحسین و محمد منفرد مهارلوئی (۱۳۹۰). «ترکیب هیات مدیره و هزینه‌های نمایندگی». *تحقیقات حسابداری*، شماره ۱۰، صص ۱۰۳-۸۴.
- مهرانی، ساسان؛ کرمی، غلامرضا؛ مرادی، محمد؛ و هدی اسکندر (۱۳۸۹). «بررسی رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت گزارشگری مالی». *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، شماره ۱، صص ۲۲۷-۲۴۹.
- مدرس، احمد و محمد فرج‌اله‌زاده (۱۳۸۷). «بررسی رابطه بین نسبت Q توبین و معیار سود هر سهم (EPS) در ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، شماره ۲۱، صص ۱۰۹-۱۲۷.
- نمازی، محمد و رامین زراعت‌گری (۱۳۸۸). «بررسی کاربرد نسبت Q توبین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، شماره ۱، صص ۲۳۱-۲۶۲.
- نمازی، محمد و محمد منفرد مهارلوئی (۱۳۹۰). «بررسی تأثیر حدود عملیات شرکت بر ساختار هیات مدیره (مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار

تهران). «مجله دانش حسابداری، شماره ۷، صص ۷-۲۵.
نمازی، محمد و احسان کرمانی (۱۳۸۷). «تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.
نمازی، محمد و جواد مرادی (۱۳۸۴). «بررسی تجربی سازه‌های مؤثر در تعیین پاداش هیات مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۱۰ و ۱۱، صص ۷۳-۱۰۳.
ولی‌پور، هاشم و علی خرم (۱۳۹۰). «اثربخشی ساز و کارهای نظام راهبری شرکت به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی». مجله حسابداری مدیریت، شماره ۸، صص ۷۵-۶۱.

- Baumol, William J. (1959). *Business Behavior, Value and Growth*. New York: MacMillan.
- Berle, A. A. Jr. and G. C. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, New York, NY: Macmillan.
- Boone, A. L.; Field, L. C.; Karpoff, J. M.; and C. G. Raheja, (2007). The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, No. 85, pp. 66° 101.
- C, spedes, J.; Gonzvlez, M.; and C. A. Molina (2010). Ownership and Capital Structure in Latin America. *Journal of Business Research*, Vol. 63, pp. 248° 254.
- Cornett, M. M.; Marcus, A. J.; Saunders, A.; and H. Tehranian (2007). The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 31, pp. 1771-1794.
- Cueto Diego, C. (2009). Market Liquidity and Ownership Structure With Weak Protection for Minority Shareholders: Evidence from Brazil and Chile. *Working paper*. <http://ssrn.com/>
- Cyert, Richard M. and James G. A. March (1963). *Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall.
- Demsetz, H., and K., Lehn, (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal Political Econ*. Vol. 93, pp: 1155° 1177.
- Demsetz, H. and B. Villalonga (2001). Ownership structure and

- corporate performance . *Journal Corporate Finance*, Vol. 7, pp: 209° 233.
- D'Mello, R. and M. Miranda (2010). Long-term Debt and Overinvestment Agency Problem. *Journal of Banking and Finance*.Vol. 34, pp. 324-335.
- Drako, A.A. and F.V., Bekiris (2010). Corporate performance, managerial ownership and endogeneity: A simultaneous equations analysis for the Athens stock exchange. *Research in International Business and Finance*, Vol. 24, pp: 24° 38.
- Earnhart, D. and L. Lizal (2006) , Effects of Ownership and Financial Performance on Corporate Environmental Performance. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 34, pp. 111-12.
- Elyasiani, E. and J. Jane Jia (2008). "Institutional Ownership Stability and BHC Performance." *Journal of Banking & Finance*. http://www.sciencedirect.com/science?_ob=ArticleURL&_udi=B6VCY-4RDS1P7&_user=2596072&_rdoc=1&_fmt=high&_orig=mlkt&_sort=d&view=c&_acct=C000057916&_version=1&_urlVersion=0&_userid=2596072&md5=3c3731c309fb677a700812816199f393. [Online] [4 March 2008].
- Enqvist, J. (2005). "*Managerial Ownership, Controlling Shareholders and Firm Performance*". http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/75-enqvist_paper.pdf. [Online] [4 March 2008].
- Fatma, B. M. and G. Chichti (2011). Interactions Between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach. *Journal of Management Research*. Vol.3, No.2, pp.1-34.
- Fernando, C. S.; Gatchey, V. A.; and P. A., Spindt (2007). Institutional Ownership, Share Price Levels, and the Value of the Firm. http://price.ou.edu/academics/cfs/pdf/sharepricelevels_08-30-07.pdf. [Online] [4 March 2008].
- Foster, G.(1986). *Financial Statement Analysis*. New Jersey: Prentice-Hall.Inc.
- Gillan, S.G. and L.T Starks(1998). A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. *Contemporary Finance Digest*,Vol. 2, No.3, pp. 10-38.
- Greene, W.H. (2002). *Econometric Analysis, 2nd Edition*, New York

University, Prentice Hall.

- Gujarati, D. N (2004). *Basic Econometrics, 4th Edition*, New York ,The McGraw Hill Companies.
- Hasan, A. and Safdar A. Butt (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, No. 2, pp. 50-57.
- Hausman, J. A. (1976). *Specification Tests in Econometrics*, *Econometrica*, vol. 46, pp. 1251° 1271.
- Henry, D.(2010). Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*.Vol.18, pp. 24° 46.
- Hill, N. T. and K. Stevens (1999). *CEO Compensation & Corporate Returns: 1991 to 1996*. University of DePaul, pp. 1-14. <http://www.bus.baruch.cuny.edu/critical/HTML/hill.htm>. [Online] [24 August 2008].
- Himmelberg, C., Hubbard, R., Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal Financial Econ.* 53, 353° 384 .
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, (1976).Theory of the Firm: *Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043. [online] 12 Oct
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers . *American Economic Review*, Vol. 76, No,2,pp. 323-329.
- Jensen, M. C. and Kevin Murphy (1990). Performance Pay and Top Management Incentives. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 2, pp. 10-41.
- Jurkus, A. F.; Park, J. C.; and S. L. Woodard (2010). Women in Top Management and Agency Costs. *Journal of Business Research*, Vol.64, pp. 1-7.
- Kaplan, Steven (1989). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 217-254.
- 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.

- Kumar, J.(2003). *Does Ownership Structure Influence Firm Value? Evidence form India* , *Working paper*, [Online]. www.ssrn.com .
- Loderer, C. and K. Martin (1997). Executive stock ownership and performance: tracking faint traces. " *Journal Financial Econ.*Vol. 45, pp. 223° 255.
- Margaritis, D. and M. Psillaki (2010). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, pp. 621° 632.
- 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.
- Namazi, M. (1985). Theoretical Developments of Principal ° Agent Employment Contract In Accounting: the State of the Art. *Journal of Accounting Literature*, Vol. 4, pp. 113-163.
- Nekhili, M.; Wali, A.; and D. Chebbi (2009). Free Cash Flow, Governance and Financial Policy of French Firms. *Finance Contrôle Stratégie*.Vol. 12, pp. 5-31.
- Pajry, SZ and B. Maury (2009). *Influential Ownership and Capital Structure.*" *Managerial and Decision Economics*: [http:// www3.interscience.wiley .com/journal/122596691/abstract](http://www3.interscience.wiley.com/journal/122596691/abstract).
- Rahman Khan, A.; Balachandran, B. and P. Mather (2007). *Managerial Share Ownership and Firm Performance: Evidence from Australia.* [http:// www. afaanz. org/ openconf/ afaanz/paper. Ph p? p=302.pdf](http://www.afaanz.org/openconf/afaanz/paper.Php?p=302.pdf). [Online] [4 March 2008.]
- Rubin, A. (2007). Ownership Level, Ownership Concentration and Liquidity. *Journal of Financial Market*, Vol.10, pp.248-219.
- Simon, Herbert A. (1959). *Theories of Decision Making in Economics and Behavioral Science.*" *A. E. R.*, Vol. 49, pp. 83-253.
- Singhavi, S. S and H. B. Desai (1971). An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. *The Accouating Review*, Vol. 46, No. 1, pp. 129-138.
- Smith, A. (1937). *The Wealth of Nations.* *Cannan Edition, New York: Modern Library.*
- Tsui, S. L. J. and A. F. Gul (1998). A Test of Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypothcsis. *Working Paper*, www.ssrn.com
- Velury, U. and D. S. Jenkins (2006). Institutional Ownership and the Quality of Earnings . *Journal of Business Research*,Vol. 59, pp. 1043-1051.

- Williamson, Oliver E. (1964). *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall.
- Wolfe, J. (2003). The TOBIN'q as a Company Performance Indicator. *Developments in Business Simulation and Experimental Learning*, Vol. 30, pp. 155-160.

