

بررسی نقش ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر عملکرد آتی بنگاه های انتفاعی (مورد مطالعه: بورس اوراق بهادار تهران)

سعید شهریاری

عضو هیأت علمی مؤسسه آموزش عالی کار، گروه مهندسی صنایع، ایران (نویسنده مسئول).

Shahriyari@kar.ac.ir

سمیه پیوسته

کارشناس ارشد مدیریت مالی، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، ایران.

s.peyvasteh18@gmail.com

مصطفی نظری

دانشجوی حسابداری، دانشگاه جامع علمی کاربردی.

m.a.s.n.65.95@gmail.com

روح الله قربانی صمد

دانشجوی حسابداری، دانشگاه جامع علمی کاربردی.

ruhalh.qor@gimil.com

شماره ۱۷ / زمستان ۱۳۹۸ (جلد دوم) / صص ۹۰-۱۰۴
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره دوم)

چکیده

هدف این پژوهش بررسی نقش ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر عملکرد آتی بنگاه‌های انتفاعی می‌باشد. در این راستا تعداد ۱۴۰ شرکت (۷۰۰ شرکت - سال) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ به روش حذفی سیستماتیک انتخاب گردید. گردآوری و محاسبه داده‌های پژوهش با مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌ها و نرم افزار ره آورد نوین در صفحات گسترده اکسل مورد محاسبه قرار گرفت و سپس فرضیه‌ها، با استفاده از نرم افزار آماری Eviews به روش تحلیل رگرسیون داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفتند. جهت عملکرد آتی شرکت از معیار بازده دارایی‌ها و جهت بررسی سیستم‌های حاکمیت شرکتی از دو معیار استقلال هیئت مدیره و غیر دوگانگی پست مدیرعامل بصورت یکپارچه استفاده گردید. سپس جهت بررسی اثر ساختار مالکیت، دو معیار مالکیت نهادی و مالکیت خانوادگی منظور شد. نتایج آزمون معناداری ضرایب بر اساس معادله‌های رگرسیون برازش شده، به طور خلاصه حاکی از تاثیر مستقیم و معنادار حاکمیت شرکتی، مالکیت نهادی و مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت می‌باشد.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، مالکیت نهادی، ساختار مالکیت، عملکرد مالی.

مقدمه

عملکرد شرکت‌ها مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها است از عوامل مهمی که اغلب اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران، مدیران و سایر فعالان اقتصادی می‌توانند به آن توجه کنند، عملکرد شرکت است. زمانی که معیارهای عملکرد شرکت به جای اعداد خام به شکل درصد یا نسبت اندازه‌گیری میشوند، این امکان به وجود می‌آید تا عملکرد شرکت‌ها را اعم از کوچک و بزرگ و در صنایع مختلف در طی یک دوره‌ی زمانی، آسانتر سنجیده و مقایسه کنیم. به عبارت دیگر، عملکرد شرکت، حاصل فعالیت‌ها و

بازده سرمایه‌گذاری‌های آن در یک دوره معین است. به منظور کنترل مشکلات نمایندگی، هزینه‌های (نمایندگی) نظارت، انعقاد قرارداد، زیان باقیمانده تحمل می‌شود تا تضاد منافع بین مالک و نماینده کاهش یابد. یکی از انواع هزینه‌های نظارت به منظور کنترل مسئله نمایندگی به کارگیری اعضای غیرموظف مستقل (در هیئت مدیره) برای نظارت بر رفتار مدیر است، اعضای غیرموظف، مدیران حرفه‌ای با تخصص در کنترل تصمیم هستند. وظیفه آن‌ها فعالیت‌های همراه با مشکلات نمایندگی جدی بین اعضای مؤلف و سهامداران از قبیل وضع پاداش مدیران اجرایی و بازرسی و نظارت برای جایگزینی مدیران ارشد است.

از سویی اصول حاکمیت شرکت‌ها، مجموعه قوانین و رویه‌های حاکم بر روابط مدیران، سهامداران و حساب‌رسان شرکت است که با اعمال سیستم نظارتی، از حقوق سهامداران حمایت می‌کند. این مبحث بر پایه نظریه نمایندگی و نیز توجه به مسئولیت‌های اجتماعی مدیران و سهامداران عمده استوار است. بنابراین اصول راهبری شرکت‌ها (حاکمیت شرکتی) با نشانه گرفتن اولین گروه ذینفعان در شرکت‌ها یعنی هیات مدیره و ساختار مالکیت شرکت، به دنبال آن است که هیات مدیره و سهامداران در دستیابی به بازده سرمایه‌گذاری اطمینان کسب کنند. با توجه به اینکه سازمان‌های امروزی به منظور کاهش تعارض منافع بین سهامداران و مدیریت بر مجزا سازی مالکیت از مدیریت تاکید می‌ورزند، با افزایش تعداد سهامداران بالاخص سهامداران عمده، تضاد منافع در بین سهامداران و مدیران افزایش می‌یابد و ممکن است بر امر نظارت و کنترل بر عملکرد شرکت خدشه وارد کند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹). پایه و اساس مطالعات اصول حاکمیت شرکت‌ها نظریه نمایندگی است و مسائل نمایندگی نیز ناشی از مجزا سازی مالکیت از کنترل می‌باشد. فرض نظریه نمایندگی بر این است که بین منافع سهامداران و مدیریت یک تعارض بالقوه وجود دارد و مدیران به دنبال کسب حداکثر منافع خود از طریق سهامداران شرکت هستند. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت هاست (احمدوند، ۱۳۸۵).

تحقیقات قبلی رابطه بین کنترل‌های حاکمیتی و عملکرد شرکت را بررسی و به یک رابطه توأم و اغلب ضعیف بین آن‌ها دست یافتند. یک توضیح برای این تضاد و یا نتایج ضعیف می‌تواند این باشد که رابطه بین کنترل‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ممکن است به محیط سازمانی شرکت وابسته باشد. این بدین معنی است که کنترل‌های حاکمیتی ممکن است برای همه شرکت‌ها اثربخش نباشد و محیطی که شرکت در آن فعالیت می‌کند به اثربخشی کنترل‌های حاکمیتی وابسته است. ویژگی‌های خاص و محیط سازمانی هر شرکت سبب می‌شود تا شرکت‌ها سیستم‌های کنترل حاکمیتی خاصی را برای حذف هزینه‌های نمایندگی مستقر نمایند. تئوری نمایندگی بیان می‌دارد که کنترل‌های حاکمیت شرکتی با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه دارد. به هر حال همه شرکت‌ها، سطوح مشابهی از عدم تقارن اطلاعاتی را تجربه نمی‌کنند و بنابراین انتظار نمی‌رود که کنترل‌های شرکت با عملکرد گذشته همه شرکت‌ها رابطه داشته باشد. به عبارت دیگر کنترل‌های شرکت برای شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی در آن‌ها زیاد است، مهمتر تلقی می‌شود. میزان بروز عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکت‌های در حال رشد به دلیل داشتن اطلاعات خصوصی درباره ارزش پروژه‌های آتی توسط مدیران و اینکه اعمال آن‌ها به راحتی توسط سهامداران قابل مشاهده نیست، بیشتر است. بنابراین هر چه شرکت‌ها رشد بالایی داشته باشند، هزینه‌های نمایندگی مدیر/سهامدار بیشتر شده و به همین دلیل کنترل‌های بیشتری لازم خواهد بود (گوردون^۱ و همکاران، ۲۰۰۵).

گفتنی است ترکیب مالکیت یعنی اینکه سهامداران چه کسانی هستند و چه افرادی از میان آن‌ها کنترل شرکت را در اختیار دارند. در قالب کلی رابطه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت، نیازمند دقت و بررسی این است که قدرت گرفتن گروهی از

¹ Gordon

مالکان به نام سرمایه گذاران نهادی که سهم مالکانه زیادی را به خود اختصاص داده اند (شریعت پناهی، ۱۳۸۰)، تعامل آن‌ها با اعضای هیات مدیره (از معیارهای حاکمیت شرکتی) که می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها موثر واقع شود، چگونه است. سهامداران خانوادگی می‌توانند قدرت خود را برای کسب منافع شخصی از شرکت‌ها اعمال کنند، در نتیجه هزینه‌های نمایندگی افزایش می‌یابد (تیتما^۲، ۲۰۱۷). از آنجا که سهامداران خانوادگی انگیزه زیادی برای به حداکثر رساندن ارزش سهام خود دارند، احتمال دارد که آنها منافع خود را با سهامداران اقلیت همسان سازند و یا نقش نظارتی را برای کاهش مشکلات سازمان بین مدیران و سهامداران بازی کنند. بنابراین، انتظار می‌رود مالکیت خانوادگی عملکرد شرکت را تحت تاثیر قرار دهند (تیتما، ۲۰۱۷).

با وجود پژوهش‌های انجام شده شرایط بورس اوراق بهادار در کشور ما با کشورهای توسعه یافته متفاوت است و از دیگر سو، در ایران و دیگر کشورهای در حال توسعه رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی به تنوع مطالعه نشده است. لذا این پژوهش به بررسی نقش ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر عملکرد آتی بنگاه‌های انتفاعی (در بورس اوراق بهادار تهران) می‌پردازد.

پیشینه تجربی پژوهش

لاپورتا^۳ و همکاران (۲۰۰۰) نشان دادند که شرکت‌هایی که نظام راهبری شرکتی بهتری از بعد حمایت‌های قانونی از سهامداران دارند و فرصت‌های رشد بهتری دارند و تملک سهامداران نشان نسبت به جریان‌های نقدی بیشتر است Q توبین بیشتری دارند.

کاپوپولس^۴ و همکاران (۲۰۰۷) تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۲ شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند، یافته‌های تحقیق آن‌ها نشان داد که؛ ساختار مالکیت متمرکزتر به گونه مثبت با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است.

باتاچاریا^۵ (۲۰۰۹) در فنلاند به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت پرداختند و به این نتیجه رسیدند که عکس العمل دو طرفه معناداری بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی وجود دارد.

تیتما (۲۰۱۷)، در پژوهش خود تحت عنوان، مالکیت خانوادگی و جریان وجه نقد آزاد، نشان داد حضور مالکیت خانوادگی حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را کاهش می‌دهد. در سطوح پایین و بالای مالکیت خانوادگی، افزایش مالکیت خانوادگی منجر به کاهش حساسیت جریان سرمایه به سرمایه گذاری می‌شود. در مقابل، شرکت‌هایی که دارای مالکیت متوسط خانوادگی هستند، حساسیت بیشتری نسبت به سرمایه گذاری دارند. تنها در سطح بالایی از مالکیت خانوادگی عملکرد سازمانی به طور مستقیم با سهامداران خانواده مرتبط است.

شورورزی و همکاران (۱۳۹۴) در مقاله‌ای با عنوان، ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی، ۱۵۱ شرکت را مورد بررسی قرار دادند، که بر اساس نتایج حاصل از این پژوهش، فرضیه رابطه بین اعضای غیر موظف در

² Thitima

³ Laporta

⁴ Kapopoulos

⁵ Bhattacharya

هیئت مدیره و وجود مالکان نهادی با عملکرد شرکت مورد تایید قرار گرفت همچنین بین نقش دو گانه مدیر عامل و عملکرد شرکت ارتباط معناداری مشاهده نگردید.

نجف پور (۱۳۹۵)، در پژوهش خود تحت عنوان، بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت، تاثیر حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت را بررسی نمود. جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت های فعال بورس اوراق بهادار تهران بود. برای بررسی موضوع پژوهش از اطلاعات مربوط به ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال های مالی ۱۳۸۸-۱۳۹۳ استفاده شده است. نتایج پژوهش وی نشان می دهد که حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت ها تاثیر معناداری دارد. همچنین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه رابطه معناداری دارد. بعلاوه نتایج نشان می دهد که ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت ها تاثیر معناداری دارد.

حسن زاده (۱۳۹۵)، در پژوهش خود تحت عنوان، بررسی اثر میانجی سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه بر رابطه ی بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ مورد بررسی قرار داد. متغیر وابسته در این پژوهش عملکرد شرکت بود و متغیر مستقل در این پژوهش حاکمیت شرکتی (استقلال هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی) بوده است و متغیر میانجی، سرمایه گذاری تحقیق و توسعه می باشد. همچنین، اهرم، بازده دارائی ها و اندازه شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده اند. نتایج فرضیه اول حاکی از آن است که بین حاکمیت شرکتی و سرمایه گذاری تحقیق و توسعه رابطه ی معنی داری وجود دارد. نتایج فرضیه دوم حاکی از آن است که بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی رابطه ی معنی داری وجود دارد. نتایج فرضیه سوم حاکی از آن است که سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه بر رابطه ی بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی تاثیر معناداری دارد.

فرضیه های پژوهش

- ۱- حاکمیت شرکتی بر عملکرد آتی شرکت تاثیر معناداری دارد.
- ۲- مالکیت نهادی بر عملکرد آتی شرکت تاثیر معناداری دارد.
- ۳- مالکیت خانوادگی بر عملکرد آتی شرکت تاثیر معناداری دارد.

روش شناسی تحقیق

پژوهش جاری از نوع توصیفی از نوع همبستگی می باشد و از لحاظ هدف از نوع کاربردی، از نظر فرایند اجرا از نوع کمی، از بعد زمانی از نوع پژوهش های گذشته نگر و پس رویدادی است. برای آزمون فرضیه های پژوهش، از تحلیل رگرسیون با داده های ترکیبی استفاده شده است. داده های استفاده شده در این پژوهش به روش کتابخانه ای از بانک اطلاعاتی ره آورد نوین و سایت های بورس اوراق بهادار گردآوری شده و برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه های پژوهش از نرم افزار ایویوز ۸ استفاده شده است.

جامعه آماری روش و طرح نمونه برداری

جامعه آماری این پژوهش، شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی پژوهش یک دوره ۵ ساله از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. روش نمونه‌گیری در این مطالعه، روش غربالگری است. شرکت‌هایی به عنوان نمونه انتخاب شدند که:

- ۱- سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
 - ۲- طی بازه زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
 - ۳- اطلاعات مالی آنها در قلمرو زمانی پژوهش در دسترس باشد.
 - ۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (بانک‌ها و لیزینگ) نباشند.
 - ۵- در طی بازه زمانی پژوهش بیش از ۶ ماه وقفه معاملاتی در طی هر سال نداشته باشند.
- با توجه به شرایط ذکر شده ۱۴۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۷۰۰ شرکت - سال) انتخاب گردید.

مدل‌های آزمون فرضیه‌های پژوهش

مدل آزمون فرضیه اول

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CorpGov_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 SalesGrowth_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه دوم

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Inst_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 SalesGrowth_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه سوم

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Family_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 SalesGrowth_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در روابط فوق:

متغیر وابسته

ROA_{it} : برابر است با عملکرد شرکت i در سال $t+1$

متغیر مستقل

$CorpGov_{it}$: حاکمیت شرکتی شرکت i در سال t .

$Inst_{it}$: سهامداران نهادی شرکت i در سال t

$Family_{i,t}$: مالکیت خانوادگی شرکت i در سال t

متغیرهای کنترلی

LEV_{it} : اهرم مالی شرکت i در سال t

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت i در سال t

$MB_{i,t}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت i در سال t

$SalesGrowth_{it}$: رشد فروش شرکت i در سال t

نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

جدول (۱) نحوه محاسبه متغیرهای استفاده شده در مدل های پژوهش را نشان می دهد:

جدول (۱): متغیرهای استفاده شده در مدل اصلی پژوهش

نوع متغیر	نام متغیر	معیار اندازه گیری	علامت اختصاری
وابسته	عملکرد آتی شرکت	از معیار بازده دارایی ها برای سنجش عملکرد شرکت استفاده شده است که برابر است با نسبت سود خالص به مجموع دارایی های شرکت.	ROA
	حاکمیت شرکتی	مجموع متغیرهای، استقلال هیئت مدیره و غیر دوگانگی پست مدیرعامل. لذا این متغیر می تواند مقداری بین ۰ تا ۲ را در بر گیرد.	CORPGOV
مستقل	مالکیت نهادی	درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه شامل: شرکت های بیمه، موسسات مالی، بانک ها، شرکتهای دولتی و دیگر اجزای دولت	INST
	مالکیت خانوادگی	اگر شرکت دارای مالکیت خانوادگی باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر	FAMILY
کنترلی	اهرم مالی	نسبت مجموع بدهی ها بر مجموع کل دارایی های شرکت	LEV
	اندازه شرکت	لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت	SIZE
	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MB
	رشد فروش	(فروش سال جاری منهای فروش سال قبل) تقسیم بر فروش سال قبل شرکت	SALEGROWTH

تجزیه و تحلیل داده ها

آمار توصیفی

جدول (۲) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا می باشد. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص های مرکزی، نظیر بیشینه، کمینه، میانگین و میانه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص های پراکندگی نظیر واریانس، چولگی و کشیدگی است. مهمترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. برای مثال میانگین متغیر اندازه شرکت برابر با ۱۴/۲۳۹ می باشد، که نشان می دهد بیشتر داده های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته اند. میانه یکی از شاخص های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می دهد. همانگونه که در جدول (۲) مشاهده می شود میانه متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری برابر با ۲/۲۵۰ می باشد که نشان می دهد نیمی از داده ها

متغیرهای مدل بر حسب میلیون ریال برآورد شده اند.

کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند.

احتمال آماره چارک برا	آماره چارک-برا	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین	آماره متغیر
۰,۰۰۰	۶۲,۳۱۸	۳,۳۷۰	-۰,۷۱۸	۱,۶۵۷	۱۰,۱۳۲	۱۹,۰۵۹	۱۳,۹۴۱	۱۴,۳۳۹	اندازه شرکت
۰,۰۰۰	۲۵۳۵۹,۷۵	۳۱,۵۷۵	۳,۶۳۶	-۰,۴۵۷	-۰,۸۵۰	۴,۶۵۰	۰,۱۵۰	۰,۱۹۳	رشد فروش
۰,۰۰۰	۴۶۰,۹۶۷	۶,۹۷۴	-۰,۰۳۸	-۰,۱۴۸	-۰,۷۸۹	۰,۶۲۶	۰,۱۰۰	۰,۱۱۴	عملکرد شرکت
۰,۰۰۰	۱۲۶۷۵۵۶	۲۱۰,۵۸	۹,۶۰۶	۶,۱۸۳	-۵۱,۷۸	۱۲۱,۵۰	۲,۲۵۰	۲,۷۸۸	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰,۰۰۰	۳۳۲۷۵۷,۱	۱۰۸,۰۵۷	۶,۶۳۹	۶,۶۵۹	۰,۰۰۲	۹۰,۳۷۴	۰,۶۰۲	۱,۶۳۸	اهرم مالی
۰,۰۰۰	۷۵,۷۲۰	۱,۵۷۸	-۰,۳۷۸	۳۴,۲۹۴	۰,۰۰۰	۹۹,۱۰۰	۲۸,۰۰	۳۹,۴۳۲	مالکیت نهادی
۰,۰۰۰	۱۱۹,۷۵۵	۱,۳۲۵	-۰,۵۷۰	-۰,۴۸۱	۰,۰۰۰	۱,۰۰	۰,۰۰۰	۰,۳۶۲	مالکیت خانوادگی
۰,۰۰۰	۲۹۰,۵۴۴	۴,۱۹۳	-۱,۴۶۰	-۰,۵۲۵	۰,۰۰۰	۲,۰۰۰	۲,۰۰۰	۱,۶۹۱	حاکمیت شرکتی

آزمون‌های پیش فرض مدل‌های رگرسیونی بررسی مانایی متغیرهای تحقیق

قبل از برآورد مدل به منظور اطمینان از نتایج تحقیق و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنی دار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای تحقیق در مدل گردید. پایایی متغیرهای پژوهش به این معناست که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش بین سال‌های مختلف ثابت باشد؛ در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. آزمون‌های مزبور با استفاده از نرم افزار Eviews انجام گردید. فرضیه‌های آماری ریشه یابی واحد به شرح زیر می‌باشد:

H_0 وجود ریشه واحد:

H_1 عدم وجود ریشه واحد:

نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد برای متغیرها به شرح جدول (۳) می‌باشد:

جدول (۳): نتایج آزمون ریشه واحد متغیرهای پژوهش			
Levin, lin & chut		آزمون	
احتمال	آماره		متغیر
۰/۰۰۰	-۶/۳۱۲۳	CORPGOV	حاکمیت شرکتی
۰/۰۰۰	-۳/۹۹۹۸	FAMILY	مالکیت خانوادگی
۰/۰۰۰	-۱۰۷/۸۸۶	INST	مالکیت نهادی
۰/۰۰۰	-۲۲/۲۰۹۸	LEV	اهرم مالی
۰/۰۰۰	-۱۰۷/۱۷۶	MB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۰۰۰	-۲۸/۳۱۱۱	ROA	عملکرد شرکت
۰/۰۰۰	-۳۱/۳۶۰۱	SALEGROWTH	رشد فروش
۰/۰۰۰	-۶۷/۹۹۷۱	SIZE	اندازه شرکت

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از جدول (۳) مشخص گردید که تمامی متغیرهای پژوهش در سطح (۷۰۰ مشاهده) مانا بودند.

آزمون هم خطی

هم خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر همخطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد، بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد. به عبارت دیگر با وجود آن که مدل خوب به نظر می‌رسد، ولی دارای متغیرهای مستقل معنی داری نباشد و ممکن است با وجود بالا بودن R2 مدل دارای اعتبار بالایی نباشد. برای بررسی وجود یا عدم وجود هم خطی میان متغیرهای مستقل پژوهش از تحلیل همبستگی استفاده شده است؛ که اینکار با محاسبه ضریب همبستگی پیرسون انجام می‌شود. جدول (۴) نتایج همبستگی پیرسون بین متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد.

جدول (۴): ضرایب همبستگی پیرسون متغیرهای مستقل

CORPG OV	FAMIL Y	INST	LEV	MB	ROA	SALGRO WTH	SIZE		
							۱/۰۰۰	Correlation	SIZE
							-	Probability	
						۱/۰۰۰	-۰/۰۴۳۰	Correlation	SALEGRO TH
							-۰/۲۵۵۱	Probability	
					۱/۰۰۰	-۰/۳۱۴۵	-۰/۲۳۷۲	Correlation	ROA
							-۰/۰۰۰	Probability	
				۱/۰۰۰	-۰/۰۳۳۹	-۰/۰۵۷۶	-۰/۰۹۲۲	Correlation	MB
							-۰/۰۱۴۷	Probability	
			۱/۰۰۰	-۰/۰۰۶۳	-۰/۰۱۴۲۷	-۰/۰۵۹۴	-۰/۲۴۴۰	Correlation	LEV
							-۰/۰۰۰	Probability	
		۱/۰۰۰	-۰/۰۰۶۹	-۰/۰۵۵۷	-۰/۰۱۳۴۴	-۰/۰۲۶۶	-۰/۱۲۹۶	Correlation	INST
							-۰/۰۰۰۶	Probability	
	۱/۰۰۰	-۰/۰۰۲۸	-۰/۰۴۶۳	-۰/۰۲۲۵	-۰/۰۵۷۸	-۰/۰۳۱۲	-۰/۰۲۸۵	Correlation	FAMILY
							-۰/۴۵۰۴	Probability	
۱/۰۰۰	-۰/۰۴۳۰	-۰/۰۱۶۳	-۰/۰۵۵۲	-۰/۰۱۰۴	-۰/۰۱۰۴	-۷/۵۴E-۰۵	-۰/۰۲۳	Correlation	CORPGOV
							-۰/۵۳۹۵	Probability	

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج جداول فوق مشخص گردید که ضریب هم بستگی خیلی زیاد یا خیلی کم، {نزدیک به (+۱ و -۱)} که نتایج تحلیل رگرسیون را تحت تأثیر قرار دهد وجود ندارد در نتیجه هم خطی ای بین متغیرهای پژوهش مشاهده نمی شود.

انتخاب نوع روش برآورد در داده‌های ترکیبی

از آنجائیکه به منظور تخمین مدل‌های پژوهش از تکنیک داده‌های ترکیبی استفاده شده است. پیش از آنکه به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شود، ابتدا به نحوه تخمین مدل‌ها اشاره می‌شود.

آزمون F لیمر

در داده‌های ترکیبی ابتدا به منظور انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از "آزمون F لیمر" استفاده می‌شود. اگر p-value محاسبه شده بیشتر از سطح خطای ۵ درصد باشد از داده‌های تلفیقی (Pooled) و در غیر اینصورت از داده‌های تابلویی (Panel) استفاده خواهد شد.

فرضیه‌های آماری آزمون F لیمر واحد به شرح زیر می‌باشد:

H_0 : استفاده از روش داده‌های تلفیقی (Pooled)

H_1 : استفاده از روش داده‌های تابلویی (Panel)

جدول (۵) نتایج آزمون F لیمر مدل‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۵): نتایج آزمون F لیمر مدل‌های پژوهش				
فرضیه‌ها	آماره	مقدار	P-Value	نتیجه آزمون
فرضیه اول	F لیمر	۵/۹۱۸۵	۰/۰۰۰	Panel
	Chi-square(χ^2)	۶۳۶/۴۳۰۳	۰/۰۰۰	
فرضیه دوم	F لیمر	۶/۱۰۲۱	۰/۰۰۰	Panel
	Chi-square(χ^2)	۶۴۹/۲۷۹۷	۰/۰۰۰	
فرضیه سوم	F لیمر	۵/۹۷۷۰	۰/۰۰۰	Panel
	Chi-square(χ^2)	۶۴۰/۵۵۰۶	۰/۰۰۰	
منبع: یافته‌های پژوهش				

با توجه به نتایج جدول (۵) از آنجائیکه احتمال بدست آمده از آزمون F لیمر برای فرضیه‌ها کوچکتر از سطح خطای ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل‌ها از مدل داده‌های ترکیبی (Panel) استفاده خواهد شد.

آزمون هاسمن

در مرحله بعد به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا اثرات فردی به صورت اثرات ثابت است یا اینکه در ساختار واحدهای مقطعی به صورت تصادفی عمل می‌کند. آماره این آزمون که برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی است دارای توزیع کای-دو با درجه آزادی برابر با تعداد متغیرهای مستقل بوده است. جدول (۶) نتایج

مربوط به آزمون هاسمن فرضیه‌های مذکور را نشان می‌دهد.
فرضیه‌های آماری آزمون هاسمن به شرح زیر می‌باشد:

روش اثرات تصادفی: H_0

روش اثرات ثابت: H_1

جدول (۶): نتایج آزمون هاسمن مدل‌های پژوهش				
نتیجه آزمون	P-Value	مقدار	آماره	فرضیه‌ها
اثرات تصادفی	۰/۱۹۰۷	۷/۴۲۷۷	Cross-section Random	فرضیه اول
اثرات ثابت (FE)	۰/۰۲۹۶	۱۲/۴۰۶۴	Cross-section Random	فرضیه دوم
اثرات تصادفی	۰/۲۴۱۹	۶/۷۲۵۷	Cross-section Random	فرضیه سوم
منبع: یافته‌های پژوهش				

با توجه به اینکه P-value بدست آمده از آزمون هاسمن برای فرضیه اول و سوم پژوهش بزرگتر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل‌ها توجیه می‌شود که الگوی مناسب، الگوی مبتنی بر الگوی اثرات تصادفی می‌باشد. همچنین با توجه به اینکه P-value بدست آمده از آزمون هاسمن برای فرضیه دوم پژوهش کوچکتر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل توجیه می‌شود که الگوی مناسب، الگوی مبتنی بر الگوی اثرات ثابت می‌باشد.

بررسی خود همبستگی مدل‌های پژوهش

به منظور بررسی عدم وجود خود همبستگی در مدل از آماره دوربین - واتسون استفاده می‌شود. چنانچه این آماره‌ها در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار بگیرد H_0 آزمون یعنی عدم وجود همبستگی بین باقیمانده پذیرفته می‌شود و در غیر اینصورت H_0 رد می‌شود یعنی می‌توان پذیرفت که بین باقیمانده‌ها همبستگی وجود دارد. از پیامدهای نادیده گرفتن خود همبستگی تخمین بدون تورش اما ناکارا متغیرها می‌باشد. این ناکارایی حتی در نمونه‌های بزرگ نیز از بین نمی‌رود و انحراف معیارها دارای خطا می‌باشند و این امر منجر به استنتاج‌های نادرست می‌شود (سوری، ۱۳۹۱).

با توجه به آماره‌های به دست آمده می‌توان بیان نمود که در مدل‌های بیان شده وجود عدم همبستگی بین باقیمانده پذیرفته می‌شود.

جدول (۷): آزمون دوربین واتسون مدل‌های پژوهش

آماره آزمون	آماره
۱/۵۳	آماره دوربین واتسون مدل اول
۱/۷۸	آماره دوربین واتسون مدل دوم
۱/۵۲	آماره دوربین واتسون مدل سوم

منبع: یافته‌های پژوهش

بررسی نرمال بودن خطاها

جدول شماره (۸) نتایج حاصل از آزمون نرمالیت پسماند مدل‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۸): نتایج آزمون نرمال بودن پسماند			
احتمال	مقدار	روش	فرضیه‌ها
P-value	Value	Method	
۰/۰۰۰۰	۶۲۵/۵۸۹۸	Jarque-Bera	فرضیه اول
۰/۰۰۰۰	۲۷۰۵/۹۸۶	Jarque-Bera	فرضیه دوم
۰/۰۰۰۰	۶۳۶/۷۸۰۸	Jarque-Bera	فرضیه سوم
منبع: یافته‌های پژوهش			

با توجه به اینکه p-value آزمون جارق برا، برای مدل‌های پژوهش کوچکتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن جملات خطا در مدل‌های مذکور رد می‌شود. اما با توجه به اندازه بزرگ نمونه و با استناد به قضیه حد مرکزی، نرمال بودن داده‌ها توجیه می‌شود.

آزمون همسانی واریانس خطاها

فرضیه‌های آماری آزمون همسان بودن واریانس به شرح زیر می‌باشد:

H_0 : همسانی واریانس‌ها:

H_1 : ناهمسانی واریانس‌ها:

جدول (۹) نتایج حاصل از ناهمسانی واریانس مدل‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۹): نتایج آزمون همسانی واریانس بارتلت			
احتمال	مقدار	روش	فرضیه
P-value	Value	Method	
۰/۵۹۷۷	۱/۸۸۰۱	Bartlett	فرضیه اول
۰/۰۶۱۲	۷/۳۶۱۰	Bartlett	فرضیه دوم
۰/۴۱۳۳	۲/۸۶۲۶	Bartlett	فرضیه سوم
منبع: یافته‌های پژوهش			

با توجه به نتایج جدول (۹) از آنجائیکه P-value آزمون ناهمسانی واریانس، برای مدل‌های پژوهش بزرگتر از ۰/۰۵ است؛ در نتیجه فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس‌ها پذیرفته می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه اول

جدول (۱۰) نتایج حاصل از برآورد فرضیه اول پژوهش را با استفاده از نرم افزار Eviews8 به روش داده‌های ترکیبی و اثرات تصادفی نشان می‌دهد:

جدول (۱۰): نتایج آزمون فرضیه اول				
متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value
عرض از مبدا	-۰,۲۷۱	۰,۱۳۱	-۲,۰۶۷	۰,۰۳۹
حاکمیت شرکتی	۰,۰۲۵۵	۰,۰۰۷۱	۳,۵۸۱	۰,۰۰۴
اندازه شرکت	۰,۰۲۳	۰,۰۰۸۸	۲,۶۳	۰,۰۰۸۵
رشد فروش	۰,۰۸۲	۰,۰۱۳	۵,۹۶۸	۰,۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰,۰۰۰۱۴	۰,۰۰۱۱	-۰,۱۳۴	۰,۸۹۲
اهرم مالی	-۰,۰۰۴۲	۰,۰۰۹۰۱	-۴,۷۳۴	۰,۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۱۸	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۷	
آماره دوربین واتسون	۱/۵۳	آماره F	۳۰/۶۲	احتمال آماره F
				۰/۰۰۰
منبع: یافته‌های پژوهش				

همانگونه که نتایج مندرج در جدول (۱۰) نشان می‌دهد، P-value محاسبه شده برای متغیر حاکمیت شرکتی کوچکتر از سطح خطای پنج درصد و مثبت می‌باشد؛ در نتیجه می‌توان اظهار داشت که بین حاکمیت شرکتی و عملکرد آتی شرکت ارتباط مستقیم و معنی داری وجود دارد. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده ۱۷ درصدی می‌توان گفت که ۱۷ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل تبیین است و از آنجائیکه آماره دوربین- واتسون این مدل نزدیک به ۲ است (۱/۵۳)، می‌توان گفت که در این مدل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد (تأیید یکی از مفروضات رگرسیون). به علاوه نتایج نشان می‌دهد که p-value آزمون F کوچکتر از ۵ درصد است و از آنجائیکه، آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. با این تفاسیر فرضیه اول این پژوهش پذیرفته می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه دوم

جدول (۱۱) نتایج حاصل از برآورد فرضیه دوم پژوهش را با استفاده از نرم افزار Eviews8 به روش داده‌های ترکیبی و اثرات ثابت نشان می‌دهد:

جدول (۱۱): نتایج آزمون فرضیه دوم				
متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value
عرض از مبدا	-۰,۱۸۱۱	۰,۰۴۵	-۳,۹۵۳	۰,۰۰۰۱
مالکیت نهادی	۰,۰۰۱۱	۰,۰۰۰۱	۹,۴۰۰	۰,۰۰۰۰
اندازه شرکت	-۰,۰۱۶۹	۰,۰۰۳۲	۵,۲۶۴	۰,۰۰۰۰
رشد فروش	۰,۰۷۳۶	۰,۰۰۶۴	۱۱,۴۷۱	۰,۰۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۷,۰۱	۰,۰۰۰۴	-۰,۱۶۵	۰,۸۶۸۴
اهرم مالی	-۰,۰۰۲۱	۰,۰۰۰۹	-۲,۲۶۹	۰,۰۲۳۶
ضریب تعیین	۰/۹۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۷	
آماره دوربین واتسون	۱/۷۸	F آماره	۳۵/۴۷	احتمال آماره F
منبع: یافته های پژوهش				

همانگونه که نتایج مندرج در جدول (۱۱) نشان می‌دهد، P-value محاسبه شده برای متغیر مالکیت نهادی کوچکتر از سطح خطای پنج درصد و مثبت می‌باشد؛ در نتیجه می‌توان اظهار داشت که مالکیت نهادی بر عملکرد آتی شرکت اثر مستقیم دارد. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده ۸۷ درصدی که نشان از برآزش خوب الگو و قدرت توضیح دهندگی متغیرهای استفاده شده آن است؛ می‌توان گفت که ۸۷ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل تبیین است و از آنجائیکه آماره دوربین- واتسون این مدل نزدیک به ۲ است (۱/۷۸)، می‌توان گفت که در این مدل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد (تأیید یکی از مفروضات رگرسیون). به علاوه نتایج نشان می‌دهد که p-value آزمون F کوچکتر از ۵ درصد است و از آنجائیکه، آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. با این تفاسیر فرضیه دوم این پژوهش پذیرفته می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه سوم

جدول (۱۲) نتایج حاصل از برآورد فرضیه سوم پژوهش را با استفاده از نرم افزار Eviews8 به روش داده‌های ترکیبی و اثرات تصادفی نشان می‌دهد:

جدول (۱۲): نتایج آزمون فرضیه سوم				
متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value
عرض از مبدا	-۰,۲۳۷۰	۰,۱۲۶۲	-۱,۸۷۶	۰,۰۶۰۹
مالکیت خانوادگی	۰,۰۱۵۵	۰,۰۰۶۷	۲,۳۰۳	۰,۰۲۱۶
اندازه شرکت	۰,۰۲۳۶	۰,۰۰۹۰	۲,۶۰۰	۰,۰۰۹۵
رشد فروش	۰,۰۸۳۶	۰,۰۱۴۰	۵,۹۶۵	۰,۰۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۱۱	-۰,۰۹۶	۰,۹۲۲۸

۰,۰۰۰۰	-۴,۶۰۹	۰,۰۰۰۹	-۰,۰۰۴۲	اهرم مالی
ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۱۷		ضریب تعیین ۰/۱۷		
۰/۰۰۰	F احتمال آماره	۲۹/۸۴	F آماره	۱/۵۲
منبع: یافته‌های پژوهش				

همانگونه که نتایج مندرج در جدول (۱۲) نشان می‌دهد، P-value محاسبه شده برای متغیر مالکیت خانوادگی کوچکتر از سطح خطای پنج درصد و مثبت می‌باشد؛ در نتیجه می‌توان اظهار داشت که مالکیت خانوادگی بر عملکرد آتی شرکت اثر مستقیم دارد.

با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده ۱۷ درصدی می‌توان گفت که ۱۷ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل تبیین است و از آنجائیکه آماره دوربین- واتسون این مدل نزدیک به ۲ است (۱/۵۲)، می‌توان گفت که در این مدل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد (تأیید یکی از مفروضات رگرسیون). به علاوه نتایج نشان می‌دهد که p-value آزمون F کوچکتر از ۵ درصد است و از آنجائیکه، آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. با این تفاسیر فرضیه سوم این پژوهش می‌شود.

بحث و نتیجه گیری

ارزیابی و اندازه‌گیری عملکرد شرکت از مهم ترین مسائل مالی است و عدم ارزیابی و کنترل عملکرد شرکت‌ها به عدم تخصیص بهینه منابع می‌انجامد که این موضوع سبب زیان سهامداران و در نهایت اقتصاد در سطح کلان می‌شود. ارزیابی عملکرد یعنی ارزیابی اینکه شرکت تا چه حدی به اهداف تعیین شده در برنامه‌های خود دست یافته است (عبداللهی، ۱۳۸۸). در پژوهش حاضر به بررسی نقش ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر عملکرد آتی بنگاه‌های انتفاعی پرداخته شد. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که حاکمیت شرکتی بر عملکرد آتی شرکت تاثیر مستقیم و معناداری دارد. در ادامه نیز نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد مالکیت نهادی بر عملکرد آتی شرکت تاثیر مستقیم و معناداری دارد. و در نهایت نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان داد مالکیت خانوادگی بر عملکرد آتی شرکت تاثیر مستقیم و معناداری دارد. لذا مطابق با یافته‌های تیتما (۲۰۱۷) یک سهامدار خانوادگی می‌تواند سیاست‌های شرکت را برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران کنترل کند و تحت تاثیر قرار دهد. وجود یک مالک خانوادگی بالقوه، نظم و انضباط برای مدیریت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های تولیدی را فراهم می‌کند و باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود.

لذا بر اساس یافته‌های پژوهش پیشنهادات کاربردی ذیل مطرح می‌شود:

به کارگیری میزان متعادل هئیت مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به منظور بالا بردن عملکرد شرکت، کاهش میزان مالکیت نهادی در شرکت‌ها به منظور فراهم آوردن زمینه بیشتر برای رقابت بین افراد به منظور دستیابی به عملکرد بیشتر، نظارت بیشتر بر تصمیمات هئیت مدیره به منظور بالا بردن عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به محققان نیز پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی خود، بررسی تاثیر سایر متغیرهای تاثیرگذار بر حاکمیت شرکتی از جمله مادر (اصلی) بودن شرکت، تعداد اعضای هیات مدیره و نوع حسابرس را مد نظر قرار دهند. انجام پژوهش حاضر در شرکت‌های مختلف در صنایع متفاوت و مقایسه نتایج آن‌ها با یکدیگر در طی پژوهش‌های آتی، استفاده از سایر متغیرهای کنترلی در مدل پژوهش در طی پژوهش‌های آتی، مقایسه ساختار مالکیت‌های متفاوت با یکدیگر از نظر تاثیر

آن‌ها بر بالا بردن عملکرد مالی در طی پژوهش‌های آتی، افزایش طول دوره ارزیابی پژوهش به منظور نزدیک شدن نتایج به واقعیت و استفاده از سایر تعاریف متغیرهای وابسته و سایر متغیرهای ارزیابی عملکرد، در بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها.

منابع

- ✓ احمدوند، ژیلا، (۱۳۸۵)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهرا.
- ✓ شریعت پناهی، سید مجید، (۱۳۸۰)، اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه دکتری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبائی تهران.
- ✓ شورورزی، محمدرضا، خلیلی، محسن، سلیمانی، حمید، فروتن، امید، (۱۳۹۴)، ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۵، صص ۱۲۷-۱۴۵.
- ✓ عبداللهی، مهین، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
- ✓ مهرانی، ساسان، مرادی، محمد، اسکندر، هدی، (۱۳۸۹)، رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول، پیاپی ۳، صص ۴۷-۶۲.
- ✓ Bhattacharya, Prasad. S. and Graham, Michael .A. (2009). On Institutional Ownership and Firm Performance: A Disaggregated View. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol: 19, Issue:5, pp: 370-394.
- ✓ Gordon, E. A. and E. Henry (2005). "Related Party Transactions and Earnings Management", Working Paper, Current Draft: November 2005
- ✓ 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.
- ✓ La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 2000. "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of Financial Economics* 58 (1-2) (January): 3–27. doi:10.1016/s0304-405x(00)00065-9.
- ✓ Thitima Sitthipongpanich, (2017) "Family ownership and free cash flow", *International Journal Managerial Finance*, Vol. 13 Issue: 2, pp.133-148, doi: 10.1108/IJMF-06-2014-0088
- ✓ Thitima Sitthipongpanich, (2017) "Family ownership and free cash flow", *International Journal Managerial Finance*, Vol. 13 Issue: 2, pp.133-148, doi: 10.1108/IJMF-06-2014-0088