

تأثیر متغیرهای مالی بر عملکرد بهینه هلدینگ سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)

* هادی رحمانی فضلی^۱، سعید نیکبخت^۲، حمید رضا تیموری^۳

۱. استادیار، گروه اقتصاد سیاسی و سیاست‌گذاری عمومی، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

۲. کارشناس ارشد علوم اقتصادی، دانشگاه شهید بهشتی، حسابرس ارشد مالیاتی، تهران، ایران.

۳. دکتری مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد رشت، رشت، ایران.

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۲/۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱/۱۴

The Impact of Financial Variables on the Optimal Performance of Social Security Investment Holding (Shasta)

* H. Rahmanifazli¹, S. Nikbakht², H.R. Teymori³

1. Assistant Professor, Department of Political Economy and Public Policy, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

2. M.A. of Economics, Shahid Beheshti University, Master of Tax Auditor, Tehran, Iran.

3. Ph.D. in Commercial Management, Rasht Azad University, Rasht, Iran.

Received: 2021/2/24 Accepted: 2021/4/3

Abstract

Subject and Purpose of the Article: The Social Security Organization, as a support and insurance organization, has always sought to maintain the value of the reserves of the insured and provide the necessary resources to fulfill its obligations, and since the management of its financial resources and revenues has a decisive role in this matter, in In this regard, the purpose of this study was to investigate the effect of financial variables on the optimal performance of social security investment holding companies.

Research Method: This research was conducted in the framework of deductive-inductive stadiums and the data and information of 34 companies in the period of 2008 to 2018 were used and the results were analyzed using data panel method and EVIEWS software.

Research Findings: Based on the research findings, the significance and positive relationship between market expected return, productivity and company value with optimal performance was confirmed and the relationship between firm size and optimal financial performance was rejected.

Conclusion, Originality and its Contribution to the Knowledge: The expected return of a company is affected by the internal situation due to efficiency and productivity and the external situation due to economic fluctuations. Therefore, companies will perform better with features such as smaller size, higher market value of securities and higher productivity and efficiency ratios.

Keywords: Optimal Performance, Expected Market Returns, Productivity, Company Value, Social Security Investment Holding.

JEL Classification: D02

چکیده

موضوع و هدف مقاله: سازمان تأمین اجتماعی به عنوان یک سازمان حمایتی و بیمه گر همواره به دنبال حفظ ارزش ذخایر بیمه‌شدگان و تأمین منابع لازم برای ایفای تعهدات خود بوده است و از آنجا که مدیریت منابع مالی این سازمان و عواید آنها نقش تعیین کننده‌ای در این مطلب دارد، در همین راستا هدف این پژوهش بررسی تأثیر متغیرهای مالی بر عملکرد بهینه شرکت‌های هلدینگ سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی قرار گرفت.

روش پژوهش: این پژوهش در چارچوب استدلالات قیاسی-استقرایی صورت گرفته و از داده‌ها و اطلاعات ۳۴ شرکت در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۷ بهره‌برده شده و با استفاده از روش پانل دیتا و نرم‌افزار EVIEWS نتایج تحلیل گردیده است.

یافته‌های پژوهش: بر اساس یافته‌های پژوهش معنی‌دار بودن و مثبت بودن رابطه‌ی بازده مورد انتظار بازار، بهره‌وری و ارزش شرکت با عملکرد بهینه تأیید و معنی‌دار بودن رابطه‌ی اندازه شرکت با عملکرد بهینه مالی رد گردید.

نتیجه‌گیری، اصالت و افزوده آن به دانش: بازدهی مورد انتظار یک شرکت تحت تأثیر وضعیت درون سازمانی ناشی از کارایی و بهره‌وری و وضعیت برون سازمانی ناشی از نوسانات اقتصادی است. لذا شرکت‌ها با ویژگی‌هایی همچون اندازه کوچک‌تر، ارزش بازار اوراق بهادار بالاتر و نسبت بهره‌وری و کارایی بزرگتر دارای عملکرد بهتری خواهند بود.

واژه‌های کلیدی: عملکرد بهینه، بازده مورد انتظار بازار، بهره‌وری، ارزش شرکت، هلدینگ سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی.

طبقه‌بندی موضوعی: D02

* Corresponding Author: H. Rahmanifazli

E-mail: Hady.rahmanif@gmail.com

* نویسنده مسئول: هادی رحمانی فضلی

Doi: 10.30473/GAA.2021.57874.1456

مقدمه

در بازار سرمایه همواره تمایل زیادی برای ارزیابی عملکرد شرکت وجود دارد چرا که ارزیابی عملکرد شرکتها به عنوان ارزیابی عملکرد متخصصان سرمایه‌گذاری، یکی از مباحث مطرح در این حوزه و شناخت شکافهای بازار سرمایه می‌باشد (شان و گونگ، ۲۰۱۲). از سوی دیگر سهامداران و مدیران و اعتباردهندگان هر یک به نوعی علاقمند هستند تا ابزاری برای ارزش‌گذاری شرکتها و نیز شناختی از عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت در اختیار داشته باشند (دارابی و حبیب‌زاده بایگی، ۱۳۹۵).

در اقتصاد رو به رشد حال حاضر مدیران سرمایه‌گذار و مدیران پرتفوی، همواره به دنبال گزینه‌های مناسب سرمایه‌گذاری هستند تا بتوانند هم سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلندمدت ثروت خود را افزایش دهند (هویو و همکاران، ۲۰۱۱). بازارهای مالی یکی از محافلی هستند که می‌توانند انگیزه سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران متجلی سازند و در نهایت باعث افزایش عملکرد بهینه شرکتها شوند. نکته‌ای که باید بدان اشاره نمود، این است که در عمل سرمایه‌گذاران انفرادی چندان به متغیر ریسک در کنار بازدهی مورد انتظار توجهی نمی‌کنند و یا به عبارتی دیگر به ریسک تحت عنوان یک معیار مهم برای سرمایه‌گذاری بها نمی‌دهند، بنابراین شرکتها زمانی قادر به جذب سرمایه‌گذاران جدید خواهند بود که میزان بهره‌وری خود را بالا نشان دهند (استوک و یوگو، ۲۰۰۵). در واقع آن چیزی که بازدهی مورد انتظار یک شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، در حالت کلی وضعیت درون‌سازمانی ناشی از کارایی و بهره‌وری و وضعیت برون‌سازمانی ناشی از نوسانات اقتصادی است (بلان چارد و پروتی، ۲۰۰۲).

چوی و همکاران (۲۰۱۱)، بیان داشتند که مدیران شرکتها در ارتباط با افزایش ارزش شرکت، حساسیت‌های متفاوتی از خود نشان داده و بیشترین توجه خود را معطوف به بازدهی مورد انتظار سهام در سال مورد بررسی می‌نمایند. تأثیر تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت و بازده سهام شرکت ریشه در تحولات بنیادی ناشی از نوسانات سود دارد. جذب سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشورمان با توجه به نوپا بودن بازار سرمایه نسبت به کشورهای پیشرفته از نظر مدیران بسیار با اهمیت بوده و در راستای رسیدن به این هدف شناسایی روابط عواملی مانند: بازده مورد انتظار بازار، بهره‌وری، ارزش شرکت و بازده مورد انتظار بازار نشأت گرفته از بهره‌وری شرکت و تأثیرگذاری آن بر عملکرد بهینه می‌تواند راه‌گشای اساسی در دستیابی به هدف غایی شرکتها باشد.

از طرف دیگر با توجه به اینکه اولاً ترکیب مالکیت اغلب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سهامداران عمده‌ای وجود دارند که از نظریه اصول راهبری شرکتها سهامداران عمده از اثرگذاری‌شان روی رفتار شرکت به چند طریق استفاده می‌نمایند. آنها ممکن است روی تصمیمات عملیاتی شرکت با استفاده از نظارت بر مدیریت اثر بگذارند و سبب بهبود انتخاب پروژه‌ها و سطح سرمایه‌گذاری و کاهش احتمال تلف شدن منابع شوند (بیکر، ۲۰۱۰). همچنین ماگ (۱۹۹۸)، این‌گونه بیان کرده است که هرچه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود و این ارتباط یک ارتباط مثبت است (علی‌نژاد ساروکلائی و بحرینی، ۱۳۹۲)؛ نائیباً بیمه تأمین اجتماعی به‌عنوان محوری‌ترین صندوق بیمه‌ای کشور و یکی از بزرگترین نهادهای بیمه‌ای منطقه غرب آسیا در راستای تأمین آتیه نیروی کار کشور و خانواده‌هایشان نیازمند برنامه‌ریزی دقیق اقتصادی و سرمایه‌گذاری‌های پربازده به منظور حفظ ارزش ذخایر بیمه شدگان و تأمین منابع لازم برای ایفای حمایت‌ها و تعهدات بلندمدت و کوتاه‌مدت خود می‌باشد. این مهم با توجه به شرایط فعلی سازمان که به شدت تعادل بین منابع و مصارف آن بهم خورده از اهمیت به‌سزایی برخوردار است (رشیدی و همکاران، ۱۳۹۹).

در این راستا سازمان بین‌المللی تأمین اجتماعی (ISSA) در چارچوب‌های هدایتی خود برای پایداری بیمه‌های تأمین اجتماعی توجه به موضوع سرمایه‌گذاری را برای تمام بیمه‌های مزبور امری ضروری می‌داند تا این بیمه‌ها در گذر زمان بتوانند ارزش دارایی‌ها و منابع خود را حفظ و صیانت نمایند. بنابراین با توجه به مطالب پیش‌گفته در این مطالعه به بررسی تأثیر متغیرهای مالی بر عملکرد بهینه شرکت‌های هلدینگ سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) پرداخته می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مدل‌های ارزیابی عملکرد

استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی با استفاده از معیارهای مختلف، عملکرد شرکت را ارزیابی می‌کنند. روش‌های متعددی برای ارزیابی عملکرد وجود دارد که به طور کلی می‌توان آنها را به دو دسته مدل‌های حسابداری و مدل‌های اقتصادی تقسیم کرد:

مدل‌های حسابداری ارزیابی عملکرد: حاصل سیستم اطلاعات حسابداری، گزارش‌های مالی است که سود گزارش

مدل‌های اقتصادی ارزیابی عملکرد: معرفی معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد، نتیجه تلاش پژوهشگران برای رفع نارسایی‌های مدل‌های مبتنی بر اعداد حسابداری است. در مدل‌های اقتصادی، ارزش شرکت، تابعی از قدرت سودآوری، اولویت‌های موجود، سرمایه‌گذاری‌های بالقوه و مابه‌التفاوت نرخ بازده و هزینه سرمایه شرکت است (باسچ و بلوم، ۲۰۰۳). در بین مفاهیم متعدد، معیارهای اندازه‌گیری سود باقیمانده که در سال‌های اخیر مطرح شده است، استفاده از ارزش‌های دفتری و ارزش‌های بازار در تعیین هزینه سرمایه تفاوت چشمگیری بین نتایج حاصل از آنها را موجب شده است. اندازه‌گیری‌های مختلف در مدل‌های ارزیابی عملکرد، منجر به معیارهای متفاوتی شده که در ادامه به تشریح روش ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده پرداخته می‌شود.

ارزش افزوده اقتصادی هزینه فرصت منابع به کار گرفته شده را بر مبنای ارزش دفتری آنها محاسبه می‌کند در حالی که سرمایه‌گذاران انتظار بازده مبتنی بر ارزش بازار را دارند. اگر سرمایه‌گذاران شرکت را به ارزش بازار آن فروخته و وجه حاصل از آن را در دارایی‌های با ریسکی برابر با ریسک شرکت سرمایه‌گذاری کنند، می‌توانند انتظار تحصیل بازدهی معادل میانگین موزون هزینه سرمایه بر مبنای ارزش بازار کل شرکت و نه صرفاً ارزش دفتری سرمایه‌گذاری نمایش داده شده در ترازنامه شرکت را داشته باشند؛ بنابراین، هزینه سرمایه، ناگزیر باید هزینه فرصت واقعی سرمایه‌گذاران را منعکس کند (باسچ و بلوم، ۲۰۰۳). به اعتقاد باسیدور و همکاران، در روش مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی، به منظور برآورد ارزش دارایی‌های به کار گرفته شده در یک شرکت، ارقام ترازنامه تهیه شده بر مبنای اصول و استانداردهای پذیرفته شده حسابداری تعدیل و اصلاح می‌شود. این تعدیلات اغلب شامل خالص کردن بدهی‌های جاری بدون بهره با دارایی‌های جاری، برگشت مبلغ ناخالص سرقفلی به خالص حقوق صاحبان سهام (اضافه کردن استهلاک انباشته سرقفلی به کل دارایی‌ها)، سرمایه‌ای کردن مخارج پژوهش و توسعه و برخی از مخارج بازاریابی و سایر موارد است. همچنین سرمایه‌ای کردن اجاره‌های عملیاتی که موجب افزایش ستون بدهکار ترازنامه می‌شود. هدف، ارائه ترازنامه تعدیل شده‌ای است که ارزش اقتصادی دارایی‌های به کار گرفته شده را بسیار دقیق‌تر از ترازنامه محافظه‌کارانه و مبتنی بر بهای تمام شده تاریخی منعکس کند (باسیدور و همکاران، ۱۹۹۷).

بعد از انجام تعدیلات بالا، ترازنامه یک شرکت حاوی ارزش‌های دفتری اقتصادی است. با این حال این ترازنامه نیز هنوز نمی‌تواند کل ارزش شرکت، شامل ارزش فرصت‌های

شده در آنها از اهمیت زیادی برای استفاده‌کنندگان برخوردار است. سرمایه‌گذاران با اتکا به سود حسابداری، عملکرد شرکت را ارزیابی کرده و پیش‌بینی‌های خود را بر آن اساس انجام می‌دهند. مدیران نیز از سود برای برنامه‌ریزی آینده شرکت استفاده می‌کنند. در مدل حسابداری ارزیابی عملکرد، ارزش شرکت از حاصل ضرب دو عدد به دست می‌آید؛ عدد اول، سود شرکت و عدد دوم، ضریب تبدیل سود به ارزش است. همانطور که پیش از این نیز بیان شد در مدل‌های حسابداری ارزیابی عملکرد، ارزش یک شرکت، تابعی از معیارهای مختلفی نظیر سود، سود هر سهم، نرخ رشد سود، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده سرمایه‌گذاری، جریان نقدی آزاد و سود تقسیمی است (استیوارت، ۱۹۹۱). سود حسابداری، سنتی‌ترین معیار ارزیابی عملکرد است که برای سرمایه‌گذاران، سهامداران مدیران، اعتباردهندگان و تحلیلگران اوراق بهادار از اهمیت زیادی برخوردار است. با این حال، مدل‌های حسابداری (سنتی) ارزیابی عملکرد دارای نارسایی‌های زیر است:

۱. امکان تحریف و دستکاری سود از طریق انتخاب روش‌های مختلف (استیوارت، ۱۹۹۱).

۲. رویه‌های عمومی پذیرفته شده حسابداری، عدم یکنواختی را در اندازه‌گیری سود در شرکت‌های مختلف مجاز می‌کند.

۳. با تغییرات سطح قیمت‌ها سود اندازه‌گیری شده با واحد پول تاریخی، تغییر می‌کند (هندریکسن و بردا، ۱۹۹۲).

۴. به دلیل کاربرد اصل بهای تمام شده و تحقق درآمد، ارزش فروش تحقق نیافته دارایی‌هایی که در یک دوره‌ی زمانی مشخص نگهداری شده‌اند، در محاسبه سود حسابداری شناسایی نمی‌شود. این ویژگی باعث می‌شود که نتوان اطلاعاتی سودمند را افشا کرد.

۵. به دلیل استفاده از روش‌های مختلف پذیرفته شده برای محاسبه بهای تمام شده و روش‌های مختلف برای تخصیص هزینه‌ها، تکیه بر سود حسابداری مبتنی بر اصل بهای تمام شده تاریخی، کار مقایسه ارقام را بسیار مشکل می‌سازد (ریاحی، ۱۳۸۱).

۶. تکیه بر سود حسابداری مبتنی بر اصل تحقق درآمد، اصل بهای تمام شده تاریخی و محافظه‌کاری باعث می‌شود تا اطلاعات گمراه‌کننده‌ای در اختیار استفاده‌کنندگان قرار گیرد (همان، ۱۳۸۱).

۷. در نظر نگرفتن هزینه سرمایه (چن و داد، ۲۰۱۰).

نارسایی‌های بالا نشان می‌دهد که معیارهای حسابداری مبتنی بر سود حسابداری نمی‌تواند به عنوان تنها معیار و مبنای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار گیرد.

دادند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد مدیریت اثربخش ریسک بر نرخ بازده دارایی‌ها و رشد ارزش بازار، تأثیر مثبت دارد. اهرم مالی تنها در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها نقش واسطه‌ای داشته، نقش واسطه‌ای سرمایه فکری نیز فقط در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و رشد ارزش بازار تأیید شد.

ثقفی و طالبی نجف آبادی (۱۳۹۵)، پژوهشی تحت عنوان "تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران" در ۱۳۴ شرکت دولتی و غیردولتی عرضه اولیه شده در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۲ انجام دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بر خلاف نظریه‌های مطرح شده، اصول حاکمیت شرکتی شامل وجود کمیته حسابرسی، تفکیک نقش مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره با ارزش شرکتی که عرضه اولیه شده رابطه معناداری ندارد. به نظر می‌رسد رقابت در محیط بورس و اوراق بهادار تهران، به اندازه کافی نیست و ساختار کمیته‌های حسابرسی عمدتاً مشکل داشته و زیر نظر همان اداره‌کنندگان شرکت است و اختیارات منظور در منشور کمیته‌های حسابرسی عمال غیرقابل اجرا است.

محمدزاده سالطه (۱۳۹۵)، در مطالعه‌ای با عنوان "تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت در بازار سرمایه ایران" به بررسی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. جامعه آماری این پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از این جامعه، تعداد ۱۳۴ شرکت به عنوان نمونه آماری بر اساس روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند. دوره مورد بررسی یک دوره ۷ ساله (۱۳۹۲-۱۳۸۶) و روش آزمون فرضیه‌ها، روش داده‌های ترکیبی بوده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت تأثیر ندارد و رشد شرکت بر بازده دارایی تأثیر مثبت و معنادار دارد و بر ارزش افزوده بازار تأثیر گذار است. همچنین، بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد. خواجوی و همکاران (۱۳۹۳)، مقاله‌ای با هدف بررسی اثرات رابطه بین ساختار سرمایه، ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. در خصوص اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) استفاده شده است. در این راستا با استفاده از عملکرد اندازه‌گیری شده با استفاده از نرم‌افزار DEAP به بررسی این موضوع پرداخته شده است.

آینده را نشان دهد. ارزش کل شرکت عبارت از مجموع دارایی‌های به کار گرفته شده و ارزش فعلی خالص فرصت‌های سرمایه‌گذاری جاری و آینده است که همچنین مساوی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به علاوه ارزش بدهی‌ها است. بنابراین، تفاوت بین ارزش بازار شرکت و ارزش دفتری اقتصادی دارایی‌های به کار گرفته شده آن نشان دهنده ارزیابی بازار از ارزش فرصت‌های سرمایه‌گذاری جاری و آینده شرکت است. این تفاوت را می‌توان یک ارزیابی از ارزش استراتژی رقابتی شرکت و تخصیص منابع آن تلقی کرد. ارزش بازار شرکت می‌تواند بالاتر یا پایین‌تر از ارزش دفتری اقتصادی دارایی‌های به کار گرفته شده باشد. اگر شرکت به عقیده بازار استراتژی ضعیفی را اتخاذ کند و یا فاقد منابع انسانی مورد نیاز برای اجرای یک استراتژی مطلوب و موفقیت آمیز باشد، ارزش شرکت در بازار به همان میزان پایین برآورد خواهد شد که ممکن است حتی کمتر از ارزش دفتری اقتصادی دارایی‌های آن باشد. بنابراین با توجه مطالب فوق شاخص Q توبین و بازدهی دارایی‌ها می‌تواند معیار مناسبی برای اندازه‌گیری عملکرد بهینه شرکت‌ها باشد.

پیشینه پژوهش

در ادامه مطالعات انجام شده در زمینه موضوع این مطالعه آورده می‌شود.

مطالعات داخلی

پیرایش و محمدپور زنجانی (۱۳۹۷)، در مطالعه‌ای با عنوان "بررسی رابطه عملکرد مالی و ارزش شرکت در بین شرکت‌های معدنی استان زنجان (پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)" ابتدا به بررسی ارتباط و تأثیر میان ارزش شرکت و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و برای سنجش ارزش شرکت از نسبت Q توبین و برای ارزیابی عملکرد مالی از نسبت بازده سهام و نسبت بازده فروش استفاده نموده‌اند و به این نتیجه رسیده‌اند که ارتباط مثبت معنادار میان ارزش شرکت و عملکرد مالی وجود دارد. در ادامه شرکت‌های معدنی استان زنجان را نیز مورد بررسی قرار داده و به نتیجه مشابه و البته قوی‌تر دست یافته‌اند.

عسگرنژاد نوری و امکائی (۱۳۹۶)، پژوهشی با عنوان "تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: نقش واسطه‌ای سرمایه فکری و اهرم مالی" در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ انجام

می‌گذارند. همچنین آنها دریافتند که میزان حق بیمه ناخالص برای اندازه‌گیری اندازه شرکت در صنعت بیمه مناسب‌تر است. لین و فو (۲۰۱۷)، پژوهشی تحت عنوان "آیا مالکیت نهادی عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ شواهد از چین" انجام دادند. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار شانگهای و شژن در کشور چین بین سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۴ بود. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی و اندازه شرکت بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد (لین و فو، ۲۰۱۷).

سماها (۲۰۱۵)، در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت پرداخت. برای اندازه‌گیری عملکرد از نسبت‌های بازده دارایی و ارزش بازار به ارزش دفتری و رشد فروش استفاده نمود. همچنین برای اندازه‌گیری ساختار مالکیت از متغیرهای میزان سرمایه ۵ سهامدار بزرگ و میزان سرمایه نگهداری شده توسط بزرگترین سهامدار استفاده شده است. نتایج حاصل نشان داد که شواهد محکمی مبنی بر اینکه ساختار مالکیت، اندازه شرکت و میزان دارایی‌های ملموس بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر داشته باشد یافت نشد (سماها، ۲۰۱۵).

یانگو (۲۰۱۱)، به این نتیجه رسید که عوامل متأثر بر بازده مورد انتظار سهام عاملی تأثیرگذار و اساسی در رونق گرفتن یا عدم رونق کارایی بازارهای سرمایه می‌باشد. نرخ رشد قیمت سهام و ثبات روبه ایجاد شده در این زمینه نشان دهنده توان بالای مدیریت در هدایت نوسانات ایجاد شده در جهت افزایش مثبت بازدهی سهام و در نهایت دستیابی به عملکرد بهینه می‌باشد.

اون گور (۲۰۱۱)، در پژوهش خود در شرکت‌های کشور آفریقای کنیا تحت عنوان "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت" به این نتیجه رسید که بین ساختار مالکیت، تمرکز و مالکیت دولتی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و منفی وجود دارد و از سوی دیگر بین ساختار مالکیت پراکنده و مالکیت شرکتی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.

هلمن و همکاران (۲۰۰۳)، به این نتیجه رسیدند که دو عامل کارایی شرکت و بازده مورد انتظار سهام در اکثر شرکت‌های فعال در بازار سرمایه به عنوان نقطه عطف در جهت افزایش رونق میادالت سهام شرکت‌ها نقش ایفا می‌کند. گوگلر و اورتگلو (۲۰۰۳)، در مقاله‌ای به بیان این موضوع پرداخته‌اند که برای اندازه‌گیری عملکرد مدیران، از میانگین نسبت‌هایی همچون بازده دارایی‌ها و نسبت Q توبین استفاده می‌گردد. اما به اعتقاد آنان، میانگین معیاری مناسب جهت

جامعه آماری این پژوهش شامل ۱۲۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفته است. از تحلیل آماری رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان دهنده آن است که ساختار سرمایه (نسبت بدهی) و ساختار مالکیت (تمرکز مالکیت) و اندازه شرکت‌ها اثرات مثبت معناداری بر کارایی آنها دارد. هم‌چنین، نتایج پژوهش نشان داد که میزان کارایی شرکت‌ها اثرات مثبت معناداری بر تعیین ساختار سرمایه آنها دارد (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۳).

ابراهیمی کردلر و اعرابی (۱۳۸۹)، به بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های (۱۳۷۷-۱۳۸۵) پرداختند. برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از سه شاخص کیو تویسنز، بازده دارایی‌ها و حاشیه سود خالص استفاده گردیده است. یافته‌های پژوهش عموماً بیانگر وجود رابطه مثبت معناداری بین هر دو نوع مالکیت نهادی (اعم از فعال و منفعل) و همچنین میزان دارایی‌های ثابت با عملکرد شرکت بوده است (ابراهیمی کردلر و اعرابی، ۱۳۸۹).

مطالعات خارجی

شیخ حمزه و همکاران (۲۰۲۱)، در مطالعه‌ای به بررسی رابطه نوع مالکیت، ساختار بازار و عملکرد شرکت‌های بیمه تکافل و متعارف در مالزی پرداخته که با رویکرد داده‌های پانل نامتوازن و تجزیه و تحلیل داده‌های ۴۴ شرکت بیمه مالزی با مشاهدات ۲۵۵ شرکت در بازه زمانی ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۶ دریافتند که شرکت‌های بیمه از نظر حق بیمه متعارف و تکافل در حد همسان هستند. با این حال، تکافل درآمد سرمایه‌گذاری بهتری دارد و شرکت‌های تحت مالکیت خارجی عملکرد بهتری نسبت به شرکت‌های داخلی دارند. فرضیه بازار کارآتر از فرضیه رفتار ساختاری در توضیح عملکرد شرکت‌ها قدرتمندتر است.

شرما و همکاران (۲۰۲۰)، در مقاله‌ای با عنوان "تجزیه و تحلیل عوامل تعیین کننده عملکرد برای شرکت‌های بیمه انگلستان با استفاده از اطلاعات رتبه‌بندی قدرت مالی"، عوامل تعیین کننده عملکرد مالی شرکت‌های بیمه انگلستان را بر اساس رتبه‌بندی قدرت مالی آنها بررسی نمودند. آنها در مطالعه خود از داده‌های ۴۹ بیمه انگلیسی برای سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۰۹ استفاده نموده که یافته‌هایشان نشان می‌دهد که سودآوری، نقدینگی، اندازه و شکل سازمانی عوامل مهمی هستند که بر عملکرد مالی شرکت‌های بیمه در انگلستان تأثیر

رایانه‌ای و مراجعه به کتابخانه و سایت سازمان بورس و اوراق بهادار و سامانه کدال جمع‌آوری گردیده است.

معرفی مدل

طبق پژوهش‌های دویج و دیک (۲۰۱۱) و فیرت و همکاران (۲۰۱۴)، عملکرد مالی بهینه شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته از طریق میانگین نتایج دو فرمول مطرح شده در زیر محاسبه خواهد شد. با استفاده از فرمول زیر مقدار ROA به دست می‌آید که طبق پژوهش فیرت و همکاران (۲۰۱۴)، از آن به عنوان عملکرد بهینه شرکت‌ها (Oprt_{it}) استفاده می‌کنیم:

$$ROA = \frac{\text{Operating income before depreciation}}{\text{Total Assets}}$$

که در آن:

Operating income before depreciation

برابر با سود خالص شرکت‌ها، و

Total Assets؛ برابر با ارزش دفتری دارایی‌ها،

می‌باشد.

و طبق فرمول زیر مقدار Tobin's q_{it} به دست می‌آید:

$$Tobin's q_{it} = \frac{\text{Market capitalization} + \text{Total debt}}{\text{Total assets}} = \frac{\text{MVE} + \text{PS} + \text{Total debt}}{\text{Total assets}}$$

که در آن:

MVE؛ برابر با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام،

PS؛ برابر با سود انباشته،

Total debt؛ برابر با ارزش دفتری بدهی‌های شرکت،

Total Assets؛ برابر با ارزش دفتری دارایی‌ها

می‌باشد.

در ادامه متغیرهای مستقل به شرح ذیل آورده شده است: بازده مورد انتظار بازار (نرخ بازده مورد انتظار)، عبارتست از بازده تخمینی تولید که سرمایه‌گذاران انتظار دارند در یک دوره آینده به دست آورند (پترسن، ۲۰۰۹). شارپ در تحقیقات خود که منجر به ارائه مدل محاسبه بهای تمام شده تولیدات شده اثبات کرد که جهت‌گیری بازار ناشی از بازده مورد انتظار یک اوراق بهادار منحصر به فرد است که مساوی است با بازده یک دارایی بدون ریسک به علاوه ریسک نسبی اوراق بهادار ضرب در اختلاف بازده پرتفوی بازار منهای بازده دارایی بدون ریسک (شان و گونگ، ۲۰۱۲).

(CAPM)، برای محاسبه خط بازار اوراق بهادار از رابطه

زیر استفاده می‌کند (رهنمای رود پستی، ۱۳۸۶):

$$K_i = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

اندازه‌گیری عملکرد نمی‌باشد، زیرا:

۱. در محاسبه میانگین داده‌های پرت حذف می‌شود،

بنابراین برای آزمایش فرضیه‌هایی که در ارتباط با رفتارهای مدیریتی می‌باشند کمتر ایده‌آل است؛

۲. استفاده از میانگین به عنوان اندازه‌گیری عملکرد نیاز به تعیین یک مدل ساختاری کامل از درمیان‌هاست که این چنین مدلی وجود ندارد. بنابراین، آنها پیشنهاد کردند که برای اندازه‌گیری دقیق‌تر عملیات مدیران از نسبتی که از تقسیم بازده‌های شرکت در سرمایه‌گذاری به هزینه سرمایه به دست می‌آید استفاده گردد و این نسبت را حاشیه "Q" نامیدند.

فرضیه‌های پژوهش

۱. افزایش سطح بازده مورد انتظار بازار بر عملکرد شرکت‌های تأمین اجتماعی اثر مثبت و معنادار دارد.

۲. افزایش بهره‌وری در شرکت‌های تأمین اجتماعی موجب بهبود عملکرد آنها می‌گردد.

روش پژوهش

در این مطالعه تحلیل داده‌ها در بخش آمار توصیفی با محاسبه شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی شروع خواهد شد و در ادامه برای برآورد مدل از داده‌های ترکیبی استفاده خواهد شد. در روش داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش‌های پانل و پولینگ از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در صورت انتخاب روش پانل، آزمون هاسمن برای انتخاب از بین روش‌های تأثیرات ثابت و تأثیرات تصادفی انجام می‌شود. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار Excel پس از اصلاحات و طبقه‌بندی لازم بر اساس متغیرهای مورد بررسی وارد نرم‌افزار Eviews شده و تجزیه و تحلیل‌های نهایی انجام خواهد شد و در نهایت به تحلیل با استفاده از نتایج حاصله از نرم‌افزارهای مربوطه پرداخته می‌شود.

جامعه آماری مورد بررسی شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بوده که شرکت سرمایه‌گذاری بیمه تأمین اجتماعی سهام مدیریتی آنها را دارا می‌باشد و به طور کلی شامل ۱۷۸ شرکت می‌باشند.

با توجه به جامعه آماری مذکور نمونه مورد بررسی در این پژوهش با توجه به اطلاعات در دسترس شامل مشاهدات ۳۴ شرکت حاضر در بازار بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۷ به شرح جدول ۱، می‌باشد. شایان ذکر است که داده‌های مورد نیاز از طریق بانک‌های اطلاعاتی

جدول ۱. شرکت‌های نمونه

ردیف	نام شرکت	ردیف	نام شرکت	ردیف	نام شرکت
۱	کاشی الوند	۱۳	کارخانجات داروپخش	۲۵	نفت پاسارگاد
۲	معدنی املاح ایران	۱۴	دارویی رازک	۲۶	پارس دارو
۳	پتروشیمی آبادان	۱۵	گازلوله	۲۷	پارس الکتریک
۴	مس شهیدباهنر	۱۶	سیمان ارومیه	۲۸	پتروشیمی فناوران
۵	گروه صنعتی بارز	۱۷	داروسازی اکسیر	۲۹	پشم‌شیشه‌ایران
۶	پتروشیمی فارابی	۱۸	صنایع خاک‌چینی ایران	۳۰	سیمان قائن
۷	کربن ایران	۱۹	پتروشیمی خراسان	۳۱	صنایع لاستیکی سپهند
۸	داروسازی ابوریحان	۲۰	کاشی سعدی	۳۲	سیمان خاش
۹	داروسازی زاگرس فارمد پارس	۲۱	لعابیران	۳۳	سولیران
۱۰	شیمی دارویی داروپخش	۲۲	لوازم خانگی پارس	۳۴	سیمان شاهرود
۱۱	داروسازی فارابی	۲۳	فراورده‌های نسوزایران		
۱۲	دوده صنعتی پارس	۲۴	نفت ایرانول		

که در آن:

K : بازده مورد انتظار (نرخ بازده مورد نیاز)،

R_f : نرخ بازده بدون ریسک،

β : ریسک نسبی اوراق بهادار،

R_m : نرخ بازده پرتفوی بازار، و

$R_m - R_f$: صرف ریسک، می‌باشد.

برای محاسبه بتا که نشان دهنده نوسان‌پذیری بازده یک

سهام در مقایسه با نوسان‌پذیری بازده پورتفوی بازار سهام

(ریسک سیستماتیک) می‌باشد از فرمول زیر که بیانگر نسبت

کواریانس بازده سهم و بازده بازار به واریانس بازده بازار است،

استفاده می‌شود:

$$\beta = \frac{COV(R_j, R_m)}{\delta_m^2}$$

شاخص بهره‌وری از تقسیم درآمد کل به درآمد کل

منه‌های سود قبل از مالیات به دست می‌آید.

طبق پژوهش وانگ و ایکس یو (۲۰۰۴)، ارزش شرکت از

طریق فرمول زیر محاسبه خواهد شد:

$$COG_{it} = \frac{MV_{it} + DI_{it}}{BV_{it-1}}$$

که در آن:

MV_{it} : ارزش بازار سهام،

DI_{it} : میزان سود قابل تقسیم،

BV_{it-1} : ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در سال

ماقبل سال جاری، می‌باشد.

متغیر اهرم مالی شرکت از طریق فرمول زیر محاسبه

می‌شود:

$$LEV_{it} = \frac{\text{ارزش دفتری کل بدهی شرکت‌های در ابتدای سال}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی شرکت‌های در ابتدای سال}}$$

طبق پژوهش فیور و همکاران (۲۰۰۳)، این نسبت به منظور کنترل فرصت‌های رشد مورد استفاده قرار گرفته و حاصل از لگاریتم نپیرین نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت می‌باشد.

$$\left(\frac{B}{M}\right)_{it} = \frac{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}$$

آنها همچنین اشاره می‌کنند که ایجاد منابع مالی حاصل از کنترل و کاهش هزینه‌ها بر بهبود عملکرد بنگاه‌ها مؤثر می‌باشد. بر این اساس متغیر نسبت هزینه‌های مالی به صورت زیر تعریف می‌گردد:

$$Fin_{it} = \frac{\text{هزینه تأمین‌های مالی شرکت}}{\text{ارزش دفتری کل بدهی شرکت‌های در ابتدای سال}}$$

طبق پژوهش ذکر شده، اندازه شرکت در این پژوهش به صورت لگاریتم نپیرین ارزش کل دارایی‌های شرکت در ابتدای سال مورد بررسی، برآورد شده است.

یافته‌های پژوهش

در این بخش ابتدا آمار توصیفی مربوط به متغیر وابسته عملکرد بهینه ($Oper_{it}$) متغیرهای مستقل بازده مورد انتظار بازار (K_i)، بهره‌وری ($L(Productivity)_{it}$) و ارزش شرکت ($Ln(COG)_{it}$) و متغیرهای کنترل اهرم مالی

برای بررسی و تشخیص نوع مدل (پولینگ یا پانل)، از آزمون F لیمر (چاو) استفاده می‌گردد. فرضیه صفر آزمون چاو یا F مقید برآورد مدل به صورت بدون اثرات ثابت یا تصادفی بوده که برای آزمون فرضیه مذکور از آماره F به صورت زیر استفاده می‌شود:

$$F(N-1, NT-N-K) = \frac{(RRSS-URSS)/(N-1)}{URSS/(NT-N-K)}$$

که در آن:

N: تعداد واحدهای مقطعی،

T: طول دوره مورد نظر،

K: تعداد متغیرهای توضیحی،

RRSS: مجذور پسماندهای حاصل از برآورد مقید رگرسیون به صورت حداقل مربعات متغیر مجازی،
URSS: مجذور پسماندهای حاصل از برآورد نامقید رگرسیون به صورت حداقل مربعات معمولی، می‌باشد.

در جدول ۳، نتایج این آزمون ارائه شده است.

با توجه به جدول ۳، از آنجا که مقدار آماره F لیمر آزمون بزرگتر از F جدول و سطح معنی‌داری کوچکتر از مقدار خطای در نظر گرفته شده برای آزمون (۰,۰۵) است، لذا مدل پانل دیتا برای برآورد این رگرسیون انتخاب می‌گردد.

برای آن که بتوانیم بین مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از نظر قدرت توضیح دهنده متغیر وابسته مقایسه‌ای انجام دهیم، از آزمونی به نام آزمون هاسمن استفاده می‌کنیم. از آنجا که برای انجام مقایسه بین این دو مدل باید وجود همبستگی بین اثرات تصادفی (α_i) و رگرسورها را مورد آزمون قرار دهیم، لذا در آزمون هاسمن فرضیه صفر این است که هیچ همبستگی میان اثرات تصادفی و رگرسورها وجود ندارد. تحت این فرضیه، تخمین‌زن‌های OLS و GLS هر

(LEV_{it})، فرصت‌های رشد ($\ln(B/M)_{it}$)، نسبت هزینه‌های مالی (Fin_{it}) و اندازه شرکت ($\ln(Size)_{it}$) ارائه می‌شود. سپس نتایج مدل رگرسیونی و آزمون‌های مربوط به مفروضات مدل رگرسیون خطی بررسی خواهد شد.

در جدول ۲، آمار توصیفی متغیر وابسته عملکرد بهینه ($Oper_{it}$)، متغیرهای مستقل ارائه شده است. طبق جدول، تعداد حداقل و حداکثر مقدار هر متغیر مشخص است. همچنین آماره مرکزی میانگین و آماره‌های پراکندگی انحراف استاندارد متغیرها به منظور تشخیص نحوه پراکندگی داده‌ها مناسب می‌باشد.

قبل از برآورد مدل لازم است ماهیت متغیرهای مورد استفاده از لحاظ ایستایی بررسی شوند، با توجه به ایستا نبودن اغلب متغیرها، لزوم بررسی این خصلت از سری‌های مورد استفاده در ابتدا مطرح می‌شود. اما برخلاف آن چه در مورد داده‌های سری زمانی مرسوم است، در مورد داده‌های تابلویی نمی‌توان برای آزمون مانایی از آزمون دیکی فولر و دیکی فولر تعمیم یافته (ADF) بهره جست، بلکه لازم است به نحوی مانایی جمعی متغیرها آزمون شود که برای این کار می‌توان از آزمون‌های زیر استفاده کرد. آزمون لوین، لین و جو (LLC)، آزمون ایم، پسران وشین (ISP)، آزمون برتونگ، آزمون فیش (ADF) در این آزمون‌ها فرضیه، مبتنی بر عدم مانایی و فرضیه H_1 مبتنی بر مانایی متغیرها است. در زیر نتایج ایستایی متغیرها مورد استفاده در این پژوهش در جداول ۳ تا ۶ بر اساس مدل استفاده برای هر فرضیه نشان داده شده است.

همان‌طور که مشاهده می‌شود تمامی متغیرها در سطح پایا می‌باشند، لذا می‌توان به برآورد مدل پرداخت و بررسی هم جمعی در آن موضوعیت ندارد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل

متغیر	تعداد	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف استاندارد
عملکرد بهینه	۳۲۱	-۰,۰۵۵	۰,۷۸۶	۰,۱۹۰	۰,۱۳۲
بازده مورد انتظار بازار	۳۲۱	-۰,۱۶۴	۰,۹۵۱	۰,۲۶۷	۰,۱۵۲
بهره‌وری	۳۲۱	-۰,۰۹۳	۲,۸۹۸	۰,۳۱۴	۰,۲۹۵
ارزش شرکت	۳۲۱	۱,۸۶۹	۹,۴۰۵	۷,۶۲۳	۰,۹۷۷
اهرم مالی	۳۲۱	۰,۱۵۳	۲,۳۱۸	۰,۶۱۳	۰,۱۸۲
فرصت‌های رشد	۳۲۱	-۳,۴۰۶	-۰,۰۹۸	-۱,۲۷۰	۰,۴۴۲
نسبت هزینه‌های مالی	۳۲۱	۰,۰۰۰	۰,۲۳۶	۰,۰۷۰	۰,۰۵۳
اندازه شرکت	۳۲۱	۱۱,۶۷۰	۱۶,۴۱۹	۱۳,۸۶۳	۰,۹۷۵

جدول ۳. نتایج آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو متغیرها

نام متغیر	آماره Levin, Lin & Chu	سطح احتمال	سطح پایایی	نتیجه
عملکرد بهینه	-۱۰.۸۶	.	I (۰)	در سطح پایا می‌باشد.
بازده مورد انتظار بازار	-۱۱.۵۶	.	I (۰)	در سطح پایا می‌باشد.
بهره‌وری	-۱۱.۸۴	.	I (۰)	در سطح پایا می‌باشد.
ارزش شرکت	-۶.۲۳	.	I (۰)	در سطح پایا می‌باشد.
اهرم مالی	-۹.۱۱	.	I (۰)	در سطح پایا می‌باشد.
فرصت‌های رشد	-۷.۱۰	.	I (۰)	در سطح پایا می‌باشد.
نسبت هزینه‌های مالی	-۸.۵۷	.	I (۰)	در سطح پایا می‌باشد.
اندازه شرکت	-۳.۸۱	.	I (۰)	در سطح پایا می‌باشد.

*منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۴. نتایج آزمون F لیمر جهت تشخیص نوع مدل

آماره F لیمر آزمون	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
۶,۱۱	(۲۸۰, ۳۳)	۰,۰۰۰	روش پانل دیتا

*منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۵. نتایج آزمون هاسمن

آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
۲۴,۸۷	۰,۰۰۰۸	مدل اثرات ثابت

همان‌گونه که نتایج ارائه شده در جدول نشان می‌دهد، ضریب تعیین رگرسیون ۰,۹۲ است یعنی متغیرهای توضیحی قادرند ۹۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند که بیان‌کننده برآزش بالای رگرسیون است. در مورد فروض اساسی رگرسیون نیز با توجه به معیار دوربین و آتسون خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

مقدار آماره آزمون و سطح معنی‌داری برای متغیر بازده مورد انتظار بازار به ترتیب برابر با ۲,۴۳۹ و ۰,۰۱۶ است که سطح معنی‌داری از مقدار خطای ۰,۰۵ کمتر است. بنابراین فرض صفر بودن ضریب این متغیر در مدل پذیرفته نمی‌شود و این نشان می‌دهد که بین متغیر بازده مورد انتظار بازار و عملکرد بهینه شرکت‌ها رابطه معنی‌دار و مستقیم وجود دارد. ضریب اثرگذاری این متغیر ۰,۰۲۴ است به این معنا که اگر یک درصد بازده مورد انتظار بازار افزایش یابد، تأثیر مثبت به اندازه ۰,۰۲۴ درصد بر عملکرد شرکت‌های مذکور خواهد داشت.

مقدار آماره آزمون و سطح معنی‌داری برای متغیر بهره‌وری به ترتیب برابر با ۷,۹۷۵ و ۰ است که سطح معنی‌داری مقدار خطای ۰,۰۵ کمتر است. بنابراین فرض صفر

دو سازگار هستند ولی تخمین‌زن OLS ناکاراست. در شرایطی که تحت فرضیه مقابل، تخمین‌زن OLS کارا و سازگار ولی تخمین‌زن GLS ناسازگار است. آماره این آزمون به صورت زیر است:

$$W = [\beta_{RE} - \beta_{FE}]' [\text{var}(\beta_{RE} - \beta_{FE})]^{-1} (\beta_{RE} - \beta_{FE})$$

فرضیه صفر در آزمون هاسمن به صورت زیر خواهد بود:

$$\begin{cases} H_0 : E(u_{it} | X_{it}) = 0 \\ H_1 : E(u_{it} | X_{it}) \neq 0 \end{cases}$$

اگر مقدار P-value کمتر از ۰,۰۵ باشد فرضیه صفر رد می‌شود و مدل اثرات ثابت می‌باشد، در غیر این صورت از مدل اثرات تصادفی استفاده می‌کنیم. نتایج آزمون هاسمن در جدول ۵، ارائه شده است.

با توجه به مقدار سطح معنی‌داری که برابر با ۰,۰۰۰۸ می‌باشد و کمتر از ۰,۰۵ است، بنابراین فرضیه صفر رد می‌شود و مناسب‌ترین روش برای برآورد پارامترها و آزمون فرضیه‌ها، مدل اثرات ثابت است که نتایج حاصل از برآورد مدل به شرح جدول ۶ می‌باشد.

ضریب اثرگذاری متغیر فرصت‌های رشد بر عملکرد شرکت‌ها مثبت و معنادار است و برابر با ۰,۰۱۸ است یعنی هر یک درصد افزایش در فرصت‌های موجب افزایش ۰,۰۱۸ درصدی در عملکرد بهینه شرکت‌های هلدینگ سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی خواهد داشت. متغیر اهرم مالی تأثیر معنادار منفی بر عملکرد بهینه شرکت‌ها دارد. یعنی هر یک درصد افزایش در نسبت اهرم مالی، عملکرد شرکت‌های مورد بررسی را ۰,۰۷۶ درصد کاهش می‌دهد. بنابراین با افزایش بدهی‌های شرکت نسبت به دارایی آنها بازدهی شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش رابطه بین بازده مورد انتظار بازار، بهره‌وری و ارزش شرکت بر عملکرد بهینه شرکت‌های پذیرفته شده هلدینگ سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به نتایج پژوهش، مقدار آماره آزمون و سطح معنی‌داری برای متغیر بازده مورد انتظار بازار به ترتیب برابر با ۲,۴۳۹ و ۰,۰۱۶ بوده که در سطح اطمینان ۹۵ درصد (سطح خطای ۵ درصد) می‌توان نتیجه گرفت فرضیه اول پژوهش تأیید شده و بین متغیر بازده مورد انتظار بازار و عملکرد بهینه شرکت‌ها رابطه معنی‌دار و مستقیم وجود دارد که این نتیجه مطابق با مطالعه هلمن و همکاران (۲۰۰۳) و یانتو (۲۰۱۱)، می‌باشد و از آنجا که بازدهی مورد انتظار یک شرکت تحت تأثیر وضعیت درون‌سازمانی ناشی از کارایی و بهره‌وری و وضعیت

بودن ضریب این متغیر در مدل پذیرفته نمی‌شود و این بدان مفهوم است که بین متغیر بهره‌وری و عملکرد بهینه شرکت‌ها رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد. با یک درصد افزایش در بهره‌وری با ثابت بودن سایر شرایط به طور متوسط میزان عملکرد مالی ۲۸,۰ درصد افزایش می‌یابد. بنابراین افزایش بهره‌وری در شرکت‌های هلدینگ سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی موجب بهبود عملکرد مالی بازدهی شرکت‌ها می‌گردد.

مقدار آماره آزمون و سطح معنی‌داری برای متغیر ارزش شرکت به ترتیب برابر با ۵,۶۱۶ و ۰ است که سطح معنی‌داری از مقدار خطای ۰,۰۵ کمتر است، بنابراین فرض صفر بودن ضریب این متغیر در مدل پذیرفته نمی‌شود و این بدان مفهوم است که بین متغیر ارزش شرکت و عملکرد بهینه شرکت‌ها رابطه معنی‌دار و مستقیم وجود دارد، بنابراین با یک درصد افزایش در ارزش شرکت با ثابت بودن سایر شرایط به طور متوسط میزان عملکرد مالی ۲۱,۰ درصد افزایش می‌یابد. بنابراین افزایش ارزش شرکت در شرکت‌های هلدینگ سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی موجب بهبود عملکرد مالی بازدهی شرکت‌ها می‌گردد.

در بین باقی متغیرهای نیز با توجه به آماره‌های آزمون و سطح معنی‌داری، نسبت هزینه‌های مالی و اندازه شرکت رابطه معنی‌داری با عملکرد بهینه شرکت‌ها ندارد. همچنین بین متغیرهای اهرم مالی، فرصت‌های رشد و عملکرد بهینه شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۶. نتایج برآورد مدل به اثرات ثابت

متغیر	ضریب	انحراف معیار	t آماره	سطح معنی‌داری
بازده مورد انتظار بازار	۰,۰۲۴	۰,۰۰۱	۲,۴۳۹	۰,۰۱۶
بهره‌وری	۰,۰۲۸	۰,۰۰۳۵	۷,۹۷۵	۰,۰۰۰
ارزش شرکت	۰,۰۲۱	۰,۰۰۰۴	۵,۶۱۶	۰,۰۰۰
اهرم مالی	-۰,۰۷۶	۰,۰۰۳۶	-۲,۱۰۱	۰,۰۳۷
فرصت‌های رشد	۰,۰۱۸	۰,۰۰۰۶	۲,۷۵۲	۰,۰۰۶
نسبت هزینه‌های مالی	-۰,۰۵۷	۰,۰۰۶۸	-۰,۸۴۶	۰,۳۹۸
اندازه شرکت	-۰,۰۱۳	۰,۰۰۰۸	-۱,۷۶۹	۰,۰۷۸
مقدار ثابت (C)	۰,۲۰۶	۰,۱۱۷	۱,۷۵۳	۰,۰۸۱
$R^2=۰,۹۲۵۶$				
Adjusted- $R^2=۰,۹۱۲۹$				
F= ۷۳,۱۴		Prob= .		
Durbin-Watson stat= ۱,۷۷				

میزان هزینه‌های تأمین مالی کاهش و فرصت‌های رشد شرکت‌ها افزایش پیدا کرده باشد بنابراین بدیهی است مدیران شرکت‌ها در ارتباط با افزایش ارزش شرکت، حساسیت‌های متفاوتی از خود نشان می‌دهند.

تأثیر تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت و بازده سهام شرکت ریشه در تحولات بنیادی ناشی از نوسانات سود دارد. جذب سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه با توجه به نوپا بودن بازار سرمایه نسبت به کشورهای پیشرفته از نظر مدیران بسیار با اهمیت بوده و در راستای رسیدن به این هدف شناسایی روابط عواملی مانند: بازده مورد انتظار بازار، بهره‌وری، ارزش شرکت و بازده مورد انتظار بازار نشأت گرفته از بهره‌وری شرکت و تأثیرگذاری آن بر عملکرد بهینه می‌تواند راه‌گشای اساسی در دستیابی به هدف غایی شرکت‌ها باشد. همچنین افزایش ارزش بازار سهام و میزان سود قابل تقسیم و کاهش ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در سال ماقبل سال جاری منجر به افزایش ارزش شرکت شده و باعث بهبود عملکرد شرکت خواهد شد. با توجه به نتایج پژوهش، در بین متغیرهای کنترل نیز با توجه به آماره‌های آزمون و سطح معنی‌داری، متغیر نسبت هزینه‌های مالی و اندازه شرکت رابطه معنی‌داری با عملکرد بهینه شرکت‌ها ندارد. همچنین بین متغیرهای اهرم مالی، فرصت‌های رشد و عملکرد بهینه شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. بنابراین اگر نسبت ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت به ارزش دفتری کل بدهی‌های شرکت در ابتدای سال زیاد باشد، شرکت نیز عملکرد بهتری خواهد داشت.

پیشنهاد‌های کاربردی مبتنی بر نتایج پژوهش

با توجه به نتایج پژوهش بر اساس فرضیه اول پیشنهاد می‌گردد:

۱. از آنجا که مدیران سازمان تأمین اجتماعی در جستجوی معیاری به موقع و قابل اتکاء برای اندازه‌گیری میزان امنیت سرمایه‌بیمه‌گذاران در مورد سودآوری تصمیم‌گیری‌هایشان هستند پیشنهاد می‌گردد برای نیل به این هدف از بازده مورد انتظار استفاده نمایند.
۲. مراجع تدوین استانداردهای حسابداری شرکت‌ها را به افشای اختیاری اطلاعات جامع در خصوص میزان و سطح معیار سودآوری، بازده مورد انتظار، توصیه نمایند.
۳. از آن جهت که افزایش میزان و سطح معیار سودآوری، بازده مورد انتظار می‌تواند اثرات مهمی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سازمان تأمین اجتماعی داشته باشد، ارائه اطلاعات کامل و شفاف از سوی مدیریت مجموعه شستا در

برون‌سازمانی ناشی از نوسانات اقتصادی است، می‌توان گفت شرکت‌ها با ویژگی‌هایی از قبیل اندازه کوچک‌تر، نسبت ارزش دفتری سهام عادی به ارزش دفتری بیشتر، ارزش بازار اوراق بهادار بالاتر و نسبت بهره‌وری و کارایی بزرگتر دارای عملکرد بهتری خواهند بود. همچنین متغیرهای کلان و پولی اقتصادی بر عملکرد بهینه شرکت‌ها نیز به طور مستقیم تأثیر می‌گذارد. نتایج به‌دست آمده حاکی از آن است که مقدار آماره آزمون و سطح معنی‌داری برای متغیر بهره‌وری به ترتیب برابر با ۷,۹۷۵ و ۰ است که سطح معنی‌داری از مقدار خطای ۰,۰۵ کمتر است. بنابراین فرض صفر بودن ضریب این متغیر در مدل پذیرفته نمی‌شود و این بدان مفهوم است که بین متغیر بهره‌وری و عملکرد بهینه شرکت‌ها رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد که این نتیجه مطابق با مطالعه محمدزاده سالطه (۱۳۹۵)، می‌باشد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش تأیید شده و بر اسا آن عملکرد بهینه زمانی به دست خواهد آمد که شرکت‌ها در بهره‌وری و کارایی تغییرات مثبت را تجربه کرده باشد. یکی از مواردی که باعث افزایش بهره‌وری شرکت‌ها می‌شود، انجام مخارج سرمایه‌ای است. مخارج سرمایه‌ای علاوه بر محرک بودن رشد و توسعه اقتصادی جامعه، افزایش دهنده سود بنگاه نیز می‌باشد. فعالیت‌های مالی پایگاه اصلی نوآوری هستند و به طور مداوم زمینه را برای تقاضاهای جدید فراهم می‌کنند. این نوع تقاضاها که به نوبه خود محرک سرمایه‌گذاری، افزایش عملکرد بهینه، افزایش بهره‌وری و در نهایت تضمین کننده رشد و شکوفایی اقتصاد هستند، از اهمیت به‌سزایی در دنیای صنعتی برخوردارند. شرکت‌های در حال توسعه هم باید با استفاده از ابزار تحقیق و توسعه و انجام مخارج سرمایه‌ای بتوانند قابلیت‌های فنی و علمی خود را ارتقا داده تا بتوانند فاصله تکنولوژیکی خود را با شرکت‌های نهادینه شده کاهش دهند و بهره‌وری شرکت‌ها را افزایش دهند. همچنین اگر شرکت‌ها با استفاده بهینه از منابعی که در اختیار خود دارند بتوانند میزان فروش خالص را افزایش دهند، بهره‌وری نیز افزایش خواهد یافت که این امر به بهبود عملکرد شرکت‌ها کمک قابل ملاحظه‌ای می‌کند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد مقدار آماره آزمون و سطح معنی‌داری برای متغیر ارزش شرکت به ترتیب برابر با ۵,۶۱۶ و ۰,۰ است که سطح معنی‌داری از مقدار خطای ۰,۰۵ کمتر است، بنابراین فرض صفر بودن ضریب این متغیر در مدل پذیرفته نمی‌شود و این بدان مفهوم است که بین متغیر ارزش شرکت و عملکرد بهینه شرکت‌ها رابطه معنی‌دار و مستقیم وجود دارد که این نتیجه مطابق با مطالعه پیرایش محمد پور زنجانی (۱۳۹۷)، می‌باشد. ارزش شرکت‌ها زمانی نوسانات مثبت را تجربه خواهد کرد که

تمرکز مالکیت و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۲(۲)، ۹۵-۱۱۰.

- بحری ثالث، جمال؛ فتحی عبدالهی، احمد و کرمی، غلامرضا. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌های دولتی خصوصی‌سازی شده پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دوفصلنامه علمی حسابداری دولتی*، ۲(۱)، ۳۱-۴۰.
- پیرایش رضا، محمدپور و زنجانی، مسعود. (۱۳۹۷). بررسی رابطه عملکرد مالی و ارزش شرکت در بین شرکت‌های معدنی استان زنجان (پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). *فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۲(۷)، ۱۱۶-۱۰۳.
- ثقفی، علی و طالبی نجف آبادی، عبدالحسین. (۱۳۹۵). تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۹، ۱۰-۷.
- حبیب زاده بایگی، سید جواد و دارابی، رویا. (۱۳۹۵). نقش مالکیت دولتی بر معیارهای مالی و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیون فازی. *دوفصلنامه علمی حسابداری دولتی*، ۳(۱)، ۲۰-۹.
- خواجهی، شکراله و داداش ناصر رضایی، غلامرضا. (۱۳۹۳). رابطه ساختار سرمایه، ساختار مالکیت و عملکرد با استفاده از رویکرد تحلیل پوششی داده‌ها. *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)*، ۲(۲۳).
- رشیدی، عزیز؛ عباسی، ابراهیم؛ جعفری، مصطفی و محمدی، نبی اله. (۱۳۹۹). طراحی مدل بودجه‌ریزی بر مبنای عملکرد با تلفیق نقشه شناخت، تحلیل سلسله مراتبی و تاپسیس در سازمان تأمین اجتماعی. *دوفصلنامه علمی حسابداری دولتی*، ۲(۲)، ۱۸۴-۱۷۵.
- رهنمای رودپشتی، فریدون و زنجیردار، مجید. (۱۳۸۶). تبیین ضریب حساسیت با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای و مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای تعدیلی (مطالعه موردی: شرکت ایران خودرو دیزل). *نشریه اقتصاد-مدیریت*، در دست چاپ.
- عسگرزاد نوری، باقر و امکائی، پریرسا. (۱۳۹۶). تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: نقش واسطه‌ای سرمایه فکری و اهرم مالی. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*،

زمینه معیار سودآوری، بازده مورد انتظار شرکت‌های زیر مجموعه آن بسیار راه‌گشا خواهد بود.

۴. بهتر است تحلیلگران مالی فعال در بازار سرمایه، مشاوران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در کنار تحلیل‌ها و تکنیک‌های معمولی که انجام می‌دهند، تحلیل‌های خاصی مبتنی بر وضعیت کارایی سرمایه‌گذاری و عوامل تأثیرگذار بر آن و معیار سودآوری، بازده مورد انتظار و فرصت‌های رشد شرکت‌ها با توجه به استانداردهای حسابداری به عمل آورند.

همچنین با توجه به نتایج پژوهش بر اساس فرضیه دوم پیشنهاد می‌گردد:

۱. با توجه به اینکه هلدینگ سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی یک سرمایه‌گذار نهادی بوده و در شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری نموده عموماً دارای سهام مدیریتی می‌باشد، می‌تواند با تدوین برنامه جامع بهره‌وری در شرکت‌ها به سنجش و ارتقای بهره‌وری در آنها اقدام نماید؛
۲. مهندسی مجدد حقوق و دستمزد و پرداختی‌های در شرکت‌های زیر مجموعه شستا به جهت افزایش بهره‌وری در آنها؛
۳. پیاده‌سازی نظام پرداخت مبتنی بر عملکرد در شرکت‌های زیر مجموعه.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

- اثر متغیرهای به کار رفته در این پژوهش بر روی عملکرد شرکت‌های سایر سرمایه‌گذاران نهادی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس اوراق بهادار تهران بررسی گردد؛

- علاوه بر این می‌توان در پژوهشی به بررسی اثر متغیرهای کلان اقتصادی همچون نرخ ارز و حجم نقدینگی و تولید ناخالص داخلی بر عملکرد شرکت‌های هلدینگ سرمایه‌گذاری شستا در کنار متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش در قالب مدل‌های سری زمانی پرداخت؛

- همچنین محققین می‌توانند در مطالعه‌ای سبب سرمایه‌گذاری هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری را بر اساس نوع فعالیت دسته‌بندی نموده و با بررسی اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد آنها در شرایط مختلف اقتصادی به بهبود بازدهی سبد سرمایه‌گذاری هلدینگ‌های سرمایه‌گذاری کمک نمایند.

منابع

- ابراهیمی کردلر، علی و اعرابی، محمدجواد. (۱۳۸۹).

- ۹۱-۱۰۹، (۱۹)۵
- ۹۳-۱۱۲، (۲)۵
- محمدزاده سالطه، حیدر. (۱۳۹۵). تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد شرکت و بهره‌وری سرمایه بر عملکرد شرکت در بازار سرمایه ایران. *مدیریت بهره‌وری*، ۲(۳۶)، ۱۴۱-۱۶۲.
 - علی نژاد ساروکلائی، مهدی و بحرینی، مریم. (۱۳۹۲). تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز مالکیت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه حسابداری مالی*، Listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, (2)2, 95-110 (In Persian).
 - Firer, S. & Williams, S.M. (2003). Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate Performance. *Journal of Intellectual Capital*, (3)4, 348-360.
 - Asgarnejad Nouri, B. & Possibility, P. (2017). The Effect of Effective Risk Management on the Financial Performance of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange: The Mediating role of Intellectual Capital and Financial Leverage. *Asset Management and Financing*, (2)5, 93-112 (In Persian).
 - Habibzadeh Baigi, S.J. & Darabi, R. (2016). The Role of Public Ownership on Financial and Economic Criteria to Evaluate the Performance of Companies Using Fuzzy Regression Model. *Bian-annual Journal of Scientific Governmental Accounting*, (1)3, 9-20 (In Persian).
 - Bacidore, J.M., Boquist, J.A., Milbourn, T.T. & Thakor, A.V. (1997). The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal*, 10-20.
 - Hellman, J.S., Jones, G. & Kaufmann, D. (2003). Seize the State, Seize the Day: State Capture and Influence in Transition Economies. *J. Comp. Econ.*, 31, 751-773.
 - Bahri Sales, Jamal; Fathi Abdollahi, Ahmad and Karami, Gholamreza. (2014). Investigating the effect of privatization on the financial and operational performance of privatized state owned companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Bianannual Journal of Scientific Governmental Accounting*, (1)2, 40-31 (In Persian).
 - Hendriksen, E. & Van Breda, M.F. (1992). *Accounting theory*. 5th ed. New York: IRWIIN.
 - Becker, H. & Rudiger, F. (2010). *Estimating the effects of large shareholders*. Using a Geographic Instrument.
 - Hou, K., Zhang, Y. & Zhuang, Z. (2011). Understanding the Variation in the Value Relevance of Earnings: A Return Decomposition Analysis. *Working Paper*, Ohio State University.
 - Blanchard, O. & Perotti, R. (2002). An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output. *Q. J. Econ*, 117, 1329-1368.
 - Khajavi, Sh. & Dadash Nasser Rezaei, Gh. (2014). Relationship between Capital Structure, Ownership Structure and Performance Using Data Envelopment Analysis Approach. *Quarterly Journal of Financial Accounting and Auditing Research (Journal of Financial Accounting and Auditing)*, (23) (In Persian).
 - Chen, D., Li, S. & Xiao, J.Z. (2010). The Effects of Government Quality on Corporate cash Holdings: Evidence from China. *SSRN Working Paper*.
 - Lin, Y.R. & Fu, X.M. (2017). Does Institutional Ownership Influence Firm Performance? Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, Elsevier, (49), 17-57.
 - Ebrahimi Kordler, A. & Arabi, M.J. (2010). Concentration of Ownership and Quality of Profits in Companies
 - Mohammadzadeh Saleteh, H. (2016). The Impact of Investment Opportuni-

- ties, Company Growth and Capital Productivity on Company Performance in the Iranian Capital Market. *Productivity Management*, 1 (36), 141-162 (In Persian).
- Petersen, M. (2009). Estimating Standard Errors in finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *Rev. Financ. stud.*, 22, 435-480.
 - Piraish R. & Mohammadpour Zanjani, M. (2019). Investigating the relationship between financial performance and company value among mining companies in Zanjan province (listed on the Tehran Stock Exchange). *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, (7)2, 103-116 (In Persian).
 - Rashidi, A., Abbasi, I., Jafari, M. & Mohammadi, N. (2020). Designing a Performance-Based Budgeting Model by Combining Cognitive Mapping, Hierarchical Analysis and TOPSIS in the Social Security Administration. *Biannual Journal of Scientific Governmental Accounting*, (2)6, 175-184 (In Persian).
 - Roodpashti Rahnama, F. & Chained, M. (2007). Explaining Sensitivity Coefficient Using Capital Asset Pricing Model and Adjusted Capital Asset Pricing Model (Case Study: Iran Khodro Diesel Company). *Journal of Economics-Management*, in press (In Persian).
 - Saghafi, A. & Talebi Najafabadi, A.H. (2016). The Effect of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 19, 7-10 (In Persian).
 - Samaha. Kh., Khlif, H. & Hussainey, Kh. (2015). Taxation the Impact of Board and Audit Committee Characteristics on Voluntary Disclosure: A Meta-Analysis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 24, 13-28
 - Shaikh, H., Fekri, A.R., Shawtari, A. & Elsalem B.A. (2021). Ownership Type Business Model Market Structure and the Performance of Takaful and Conventional Insurance Companies in Malaysia. *Cogent Economics & Finance*, (9)1.
 - Shan, L., Gong, S.X. (2012). Investor Sentiment and Stock Returns: Wenchuan Earthquake. *Finance Res. Lett.*, 9, 36-47.
 - Sharma, A., Jadi, D.M. & Ward, D. (2020). Analysing the Determinants of Financial Performance for UK Insurance Companies using Financial Strength Ratings Information. *Econ Change Restruct.*
 - Stock, J. & Yogo, M. (2005). *Testing for weak instruments in linear IV regressions*. In: Donald, W.K.A., Stock, J.H. (Eds.), *Identification and Inference for Econometric Models: Essays in Honor of Thomas*
 - Wang, F. & Xu, Y. (2004). What Determines Chinese Stock Returns?. *Financ. Analyze Journal*, 60, 65-77.
 - Yuanto, K. (2011). Do Corporate Governance Mechanisms Matter for Cash Holdings and Firm Value?. *Journal of Corporate Finance*, 17, 725-740.