



BRANDAFARIN JOURNAL OF MANAGEMENT

Volume No.: 3, Issue No.: 31, Oct 2022

P-ISSN: 2717-0683 , E-ISSN: 2783-3801

Board composition, ownership structure and company performance

Hadi Hajiheidari

DBA graduate of Tarjoman Oloom Higher Education Institute

Abstract

This paper studies the impact of board composition and ownership structure on accounting as well as market performance of Indian firms in presence of certain unique statutory provisions relating to independent directors and limits on ownership concentration. The study uses a sample of 265 non-finance, non-banking and non-PSU Indian companies of S&P 500 index and applies OLS models initially. Having identified evidence of a possible feedback loop, the study then employs instrumental variables and 2 SLS models to explore how firm performance is impacted by ownership concentration and board composition after controlling for firm-level and industry-level characteristics. A series of robustness tests are used to substantiate the findings from the main analysis. A two-way relationship and 'nonlinearity' are recorded between market performance and ownership concentration. The study shows that a moderate-to-high ownership concentration between 25 and 75% enhances firm performance and very low level of concentration adversely impacts the same. Performance is positively impacted by board size but not by board independence. The findings of the study become particularly important for legislators and investors in the backdrop of SEBI's regulations fixing a maximum limit on promoter's shareholding and existence of a minimum external directors in the board for listed Indian companies that might have an implication on firm performance from liquidity, agency and information asymmetry perspective. The study documents that an optimal shareholding concentration and large board size with internal directors rather than a high percentage of independent external directors leads to value creation in Indian context. The paper provides new insights onto the relationship between board composition, ownership structure and firm performance in the backdrop of regulations brought out by SEBI in this behalf. The findings of the study have varying degree of application in common law origin countries with strong regulatory framework for investors' protection.

Keywords: Ownership concentration, board size, independent directors, return on assets.

ترکیب هیئت مدیره، ساختار مالکیت و عملکرد شرکت

هادی حاجی حیدری

دانش آموخته DBA موسسه آموزش عالی ترجمان علوم

چکیده

این مقاله تأثیر ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت بر حسابداری و همچنین عملکرد بازار شرکت های هندی را با وجود برخی مقررات قانونی منحصر به فرد مربوط به مدیران مستقل و محدودیت در تمرکز مالکیت بررسی می کند. این مطالعه نمونه ای از 265 شرکت غیر مالی، غیر بانکی و غیر PSU هندی فهرست شده در شاخص S&P 500 را بکار می گیرد و در ابتدا از مدل های OLS استفاده می کند. این مطالعه پس از شناسایی شواهدی از یک حلقه بازخورد احتمالی، از متغیرهای ابزاری و مدل های 2SLS برای بررسی این موضوع که چگونه عملکرد شرکت تحت تأثیر تمرکز مالکیت و ترکیب هیئت مدیره قرار می گیرد، پس از کنترل ویژگی های سطح شرکت و سطح صنعت استفاده می کند. مجموعه ای از آزمون های استواری برای اثبات یافته های حاصل از تجزیه و تحلیل اصلی استفاده می شود. یک رابطه دو طرفه و "غیر خطی" بین عملکرد بازار و تمرکز مالکیت شناسایی شد. این مطالعه نشان می دهد که تمرکز مالکیت متوسط تا زیاد بین 25 تا 75 درصد عملکرد شرکت را بهبود می دهد و سطح بسیار پایین تمرکز بر عملکرد تأثیر منفی می گذارد. عملکرد به طور مثبت تحت تأثیر اندازه هیئت مدیره می باشد، اما استقلال هیئت مدیره بر عملکرد تأثیری ندارد. یافته های این مطالعه برای قانون گذاران و سرمایه گذاران در زمینه مقررات SEBI که حداکثر محدودیت سهام موسسان و وجود حداقل مدیران خارجی در هیئت مدیره شرکت های فهرست شده هندی را تعیین می کند که ممکن است از نظر نقدشوندگی، نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات بر عملکرد شرکت تأثیر داشته باشند، اهمیت ویژه ای دارد. این مطالعه نشان می دهد که تمرکز سهامداری بهینه و اندازه هیئت مدیره بزرگ با مدیران داخلی به جای بکارگیری درصد بالایی از مدیران مستقل خارجی منجر به ایجاد ارزش در شرکت های هندی می شود. این مقاله بینش جدیدی در مورد رابطه بین ترکیب هیئت مدیره، ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در زمینه مقررات ارائه شده توسط SEBI در هند ارائه می دهد. یافته های این مطالعه کاربردهای متفاوتی در کشورهای منشاء قانون عرفی (کامن لا) که دارای چارچوب قانونی قدرتمندی برای حمایت از سرمایه گذاران هستند، دارد.

کلمات کلیدی: تمرکز مالکیت، اندازه هیئت مدیره، مدیران مستقل، بازده دارایی ها

مقدمه

این مقاله به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت های هندی با وجود برخی مقررات قانونی منحصر به فرد SEBI، نهاد تنظیم کننده بازار سرمایه هند می پردازد. SEBI حداکثر مالکیت مجاز سهام موسسان را 75٪ برای شرکت های فهرست شده هندی تعیین کرده است. همچنین الزام کرده است که هیئت مدیره یک شرکت فهرست شده هندی باید ترکیبی از مدیران داخلی و خارجی باشد، به طوری که وقتی که رئیس هیئت مدیره داخلی (خارجی) باشد حداقل 50٪ (33.33٪) مدیران باید خارجی باشند. تمرکز سهامداری شرکت های هندی از روش های زنجیره ای و متقابل توسط گانگلی و آگراوال (2009) به خوبی اثبات شده است.

تمرکز مالکیت علاوه بر عدم نقدینگی سهام در بازار سرمایه، با خارج نگه داشتن منابع شرکت از دسترس گروه دوم، سبب سلب مالکیت سهامداران خرد نیز می گردد. لذا به علت موارد رو به رو، تمرکز بیش از حد مانند مانع بازدارنده ای برای کشف ارزش عمل می کند: (a) عدم نقدینگی و (b) مشکل کارگزاری که از تضاد منابع بین افراد داخلی شرکت و سرمایه گذاران خارجی ناشی می گردد. در این زمینه، SEBI مشاهده می کند که کاهش دارایی تا حد معین، و وجود نسبت معناداری از مدیران مستقل در هیئت مدیره می تواند در حل مشکل کارگزاری دخیل باشد و روی مدیران تأثیر بگذارد تا در راستای ایجاد نهایت منافع برای سرمایه گذاران عمل کنند و تصمیمات افزایش دهنده ارزش - خصوصاً در زمینه سهامداری متمرکز - را اتخاذ کنند.

شاید چارچوب نظری بالا SEBI را ترغیب کند که قوانینی را برای حداقل سهامداری عموم (دیدوانی 2017) و مدیران مستقل مناسب در ترکیب هیئت مدیره ترویج کند. مداخله قانونگذاری تمرکز مالکیت بیش از حد و همچنین نفوذ بر مدیران مستقل را اعمال می کند که اینها باید سبب افزایش موارد رو به رو گردند: (a) عملکرد بازار، و (b) ارزیابی عملکرد شرکت ها توسط حسابداری از طریق نظارت بهتر و نظم دادن به کارکنان داخلی شرکت. در پشت صحنه مبانی نظری بالا و قوانین متعاقب SEBI، این مطالعه

با استفاده از یک نمونه متشکل از 265 شرکت هندی با داده های پیوسته از 2009 تا 2013 به صورت تجربی اثبات می کند که عملکرد شرکت های هندی (هم عملکرد بازار سهام و هم عملکرد حسابداری) به صورت معناداری تحت تأثیر تمرکز مالکیت متوسط تا بالا (اما نه تمرکز خیلی بالا) و اندازه هیئت مدیره قرار می گیرند در حالی که ظاهراً مدیران مستقل هیچ نقش قاطعی را در بهبود عملکرد بازی نمی کنند. الگوهای مشاهده شده حتی بعد از کنترل پارامترهای مختلف سطح شرکت و خصوصیات صنعت، همچنان استوار بودند.

بعد از بحران مالی جهانی سال 2008، Enron و World com به صورت ناگهانی سقوط کردند که این مسئله باعث شد که محققان مالی دوباره به مسائل حاکمیت شرکتی و تأثیر آن بر عملکرد شرکت علاقمند گردند. اغلب این تحقیقات روی اقتصادهای توسعه یافته تمرکز کرده اند (هلدرنس 2009). مطالعات جامعی که نقش ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر روی عملکرد شرکت در بازارهای نوظهور را بررسی نموده اند خیلی اندک هستند. خصوصاً جایگاه هند به عنوان یک اقتصاد نوظهور مستلزم توجه ویژه ای است چون در هند به عنوان یک کشور مبدأ با حقوق عرفی (لا پورتا و همکارانش 1998) و همچنین مقررات زیادی که از حقوق سرمایه گذاران محافظت می کنند، تکنیک حاکمیت شرکتی در این کشور باید بهتر از همتایان خود باشد. با این حال نمی توان این حقیقت را انکار کرد که کشورهایی با مکانیزم های ضعیف اجرای قانون - که از تأخیر بیش از حد در نظام اجرای عدالت ناشی می گردند - نقش مکانیزم های دیگر حاکمیت داخلی را در کاهش هزینه های کارگزاری برای سهامداران تقویت می کنند (لا پورتا و همکارانش 2000) که در هند هم می تواند این طور باشد. تمام اقتصادهای مهم بازار سرمایه یک نظام حاکمیت را ایجاد نموده اند که از مکانیزم حقوقی و مکانیزم های چندلایه دیگر برای نظم بخشیدن به مدیران تشکیل می گردند، به طوری که مدیران اساساً در راستای تحقق بهترین منافع برای سهامداران و گروه های ذینفع دیگر عمل کنند. اگر صرفاً از زاویه تأمین مالی سازمانی نگاه کنیم، هدف اصلی این نظام این است که تضاد منافع بین مدیران و سهامداران را کاهش دهد. سنجش های حقوقی مستقیمی که از کدهای حاکمیت سازمانی تشکیل می گردند (به عنوان مثال قانون ساربانز-آکسلی 2002 در ایالات متحده) در طی 20 سال گذشته در اقتصادهای توسعه یافته بازار سرمایه معرفی شدند که عمدتاً مربوط به ترکیب هیئت مدیره، کمیته حسابرسی و غیره بودند و روی این فرض تمرکز می کردند که یک هیئت مدیره مستقل و قوی می تواند مدیر عامل و تیم او را به شکل مؤثری مورد نظارت قرار دهد تا به این طریق سبب افزایش عملکرد شرکت گردد.

در هند SEBI در بین سنجش های مقننه (قانونگذاری) دیگر در قوانین موضوعه مختلف، بند 49 را در سال 2005 معرفی کرد¹ که سنجش های مختلف حاکمیت شرکتی را بیان می کرد که شرکت ها باید آنها را به عنوان بخشی از توافقتنامه پذیرش در بورس با سازمان بورس اوراق بهادار اتخاذ می نمودند. در سطح جهانی، یکی از محبوب ترین مکانیزم های داخلی برای حل مشکل اقدامات جمعی سرمایه گذاران (که بر مبنای آیین نامه نیست)، تمرکز مالکیت در دستان چند نفر معدود از سهامداران است (اشلیفر و ویشنی 1997). بحث بیان شده در طرفداری از این روش این است که تمرکز مالکیت، انگیزه و قدرت کافی برای مدیریت نظم را برای سرمایه گذاران بزرگ فراهم می سازد و بنابراین از طریق کاهش هزینه های نظارت، عملکرد شرکت را بهبود می دهد. با این حال یک بحث مخالف فرض می کند که دارایی متمرکز ممکن است پتانسیل ایجاد عدم نقدینگی در بازار سهام و تبانی بین سهامداران بزرگ و مدیران را داشته باشد، به شیوه ای که برای منافع سهامداران خرد (اقلیت) مضر باشد (کلیسنز و همکارانش 2004). این احتمالاً همان دلیلی بود که باعث می شد قانونگذار هندی SEBI بخشنامه ای را در ژوئن 2010 منتشر کند² که تمام شرکت های هندی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار باید حداقل 25 درصد سهامداری عمومی داشته باشند. از لحاظ تاریخی، شاهد این هستیم که سهامداری پرتمرکز هند در دستان ترویج کنندگان بوده است (گانگولی و آگاروال 2009). با این حال پیشنهاد SEBI از لحاظ بخشنامه بالا حاکی از این است که برای شرکت های هندی پذیرفته شده در بورس، سهامداران ترویج کنندگان نباید از 75 درصد سهام منتشره بالاتر باشد. هر شرکت موجودی که سهامداری ترویج کنندگان آن بیشتر از 75 درصد است باید از طریق موارد رو به رو، این سهامداری را کاهش دهد: (a) انتشار سهام به عموم، یا (b) فروش توسط ترویج کنندگان از طریق اطلاعیه یا در خود سازمان بورس اوراق بهادار، یا (c) با صدور سهام درست یا سهام جایزه به عموم برای محروم سازی ترویج کنندگان.

یک متغیر مهم دیگر از حاکمیت شرکتی که تصور می شود روی عملکرد شرکت تأثیرگذار است، ترکیب هیئت مدیره از لحاظ نسبت مدیران مستقل است. مقررات SEBI در این زمینه (بند 49، توافقتنامه پذیرش شرکت ها در بورس، 2004-2005) با توجه به تعداد مدیران مستقل، تعیین می کند که زمانی که رئیس جزء کارکنان داخلی (افراد خارجی) شرکت است، هیئت مدیره این شرکت باید

¹ پیرو مشورت با قدرت ها توسط قانون هیئت بورس و اوراق بهادار هند (1992) که با قانون قراردادهای اوراق بهادار (مقررات) خوانده می شود.

² پیشنهادات این بخشنامه باید قبل از ژوئیه 2013 توسط تمام شرکت ها اجرا می شد.

کمتر از 50 درصد (33.33 درصد) مدیران خارجی باشد. دلیل وضع این قانون این است که مدیران بالقوه با نقش مستقل می توانند به «کاهش سلب مالکیت از سهامداران خرد از جانب کارکنان داخلی» کمک کنند.

مطالعات موجود درباره حاکمیت شرکتی - خصوصاً در زمینه کشورهای توسعه یافته - نشان می دهد که هم ساختار مالکیت و هم ترکیب هیئت مدیره دارای درجات متغیری از مفاهیم (کاربردها) برای عملکرد شرکت و ارزش آفرینی سهامداران هستند (هرمالین و ویسپاچ 1987؛ فرانسیس و همکارانش 2012). این یافته ها با یافته های مطالعات مشکلات کارگزاری مطابقت دارند که پیشنهاد می کنند: اگر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره (وجود نسبت کافی از مدیران مستقل) از طریق کاهش مشکلات کارگزاری بتواند کارایی را افزایش دهد، عین این را باید در بهبود عملکرد شرکت نیز شاهد باشیم که توسط سنجش های حسابداری عملکرد (دمسیز و ویلانگا 2001) دارای های ارزش بازاری به ارزش دفتری (اوپلر و همکارانش 1999) یا تابین کیو (گست 2009) بدست می آیند. مقررات خاص SEBI (که در بالا ذکر شد)، با توجه به تمرکز مالکیت و نسبت مدیران مستقل در هیئت مدیره، این سوال را مطرح می سازد که آیا این مقررات در خلق ارزش فزاینده برای سهامداران هندی اصلاً تأثیرگذار هستند، و بنابراین آیا معناداری و انگیزه مهمی را برای این مطالعه تشکیل میدهند؟

روشهای استفاده شده در مطالعه ما و یافته های بدست آمده از آنها، مطالعات موجود درباره حاکمیت شرکتی، حقوق و مالیه را از چند لحاظ غنی تر می سازند. اول، فرض اصلی این مطالعه (اینکه مقررات خاص SEBI نسبت بالاتری از مدیران مستقل را تعیین، و محدودیت هایی را در خصوص تمرکز مالکیت ترویج کننده ایجاد می کنند) در کشورهایی با حقوق عرفی، به نوعی منحصر به فرد می باشد. لذا یافته های مطالعه ما در خصوص تأثیر این مقررات بر روی عملکرد واقعی شرکت می تواند برای قانونگذاران و سیاست گذاران در کشورهای مشابه دیگر ارزشمند باشند. دوم، ما در این مطالعه یک رابطه دو جهته ممکن بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت (اثر درون زایی ساختار مالکیت) و غیرخطیت بالقوه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را با استفاده از یک رویکرد رگرسیون تکه ای (بخش به بخش) بررسی می کنیم که تا جایی که ما می دانیم این رویکرد تاکنون در زمینه بازارهای نوظهور مورد استفاده قرار نگرفته است. سوم، مطالعات قبلی درباره این موضوع، یا تأثیر ساختار مالکیت بر روی عملکرد شرکت (دمسیز و ویلانگا 2001) و یا تأثیر اندازه هیئت مدیره بر روی عملکرد شرکت (گست 2009؛ ماک و کوسنادی 2005) را بررسی نموده اند. ما در این مطالعه اثر ترکیبی ترکیب هیئت مدیره (هم اندازه و هم نسبت مدیران مستقل) و ساختار مالکیت بر روی عملکرد شرکت را بررسی می کنیم. چهارم، از دیدگاه خط مشی، این مطالعه سطح سهامداری آستانه ای ترویج کنندگان را مشخص می سازد که بهترین عملکرد از جانب یک شرکت را تحریک می کند. پنجم، در اغلب مطالعات قبلی عملکرد شرکت فقط توسط عملکرد آنها در بازار سهام ارزیابی شده است. ما این را گسترش می دهیم و با پیروی از پژوهش دمسیز و ویلانگا (2001)، هم عملکرد بازار سهام (که توسط تابین کیو ارزیابی می شود) و هم عملکرد حسابداری (که توسط بازده دارایی یا ROA ارزیابی می شود) را بررسی می کنیم. بررسی عملکرد بازار سهام همراه با عملکرد حسابداری باید تصویر استوارتری از عملکرد واقعی شرکت را نشان دهد و صرفاً بازتابی از ادراک بازار نباشد.

بخش های باقیمانده این مقاله به شرح رو به رو می باشد: در بخش 2 مطالعات موجود را مرور، و فرضیاتی را تولید می کنیم. در بخش 3 درباره روش شناسی بحث می کنیم. بخش 4 نتایج تجربی را ارائه می دهد. بخش 5 نتایج استواری آزمون های استفاده شده را ارائه می دهد. بخش 6 درباره نتایج بحث می کند و بخش 7 هم نتیجه گیری ها را بیان می کند.

چارچوب مفهومی، مطالعات مقبلی، و تولید فرضیات

ترکیب هیئت مدیره و عملکرد شرکت

رابطه بین هیئت مدیره و عملکرد شرکت از آنچه که در هر نظریه حاکمیت منفرد فرض می شود، متغیرتر و پیچیده تر است (نیکولسون و کیل 2007). هیلمن و دالزیل (2003) فرض کرده اند که هیئت مدیره دو وظیفه مهم را عملی می سازد: (i) نظارت بر مدیریت از طرف سهامداران (نظریه کارگزاری) و (ii) فراهم سازی منابع (نظریه وابستگی به منابع). نظریه کارگزاری بر مبنای این فرض است که یک تضاد منافع ذاتی بین مالکان و مدیریت یک شرکت وجود دارد (فاما و جنسن 1983). لذا تصور می شود که نسبت بالایی از مدیران خارجی در هیئت مدیره، تأثیر مثبتی بر روی عملکرد شرکت دارند (فاما و جنسن 1983؛ جنسن و مکلینگ 1976؛ اشلیفر و ویشنی 1997). دیدگاه نظریه کارگزاری از رابطه مثبت بین ترکیب هیئت مدیره و عملکرد مالی، توسط مطالعات متعدد دیگر نیز اثبات می گردد. بای سینگر و باتلر (1985) پی بردند که اگر هیئت مدیره شرکت ها شامل افراد خارجی بیشتری باشد عملکرد این شرکت ها بهتر خواهد بود. روزن استاین و ویات (1990) پی بردند که انتصاب یک مدیر خارجی (از بین افرادی

غیر از کارکنان داخلی شرکت) منجر به افزایش ثروت سهامداران می‌گردد. فرانسویس و همکارانش (2012) اثبات کردند که اگر مدیران خارجی واقعاً مستقل باشند، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. برخی شواهد مخالف نیز در مطالعات موجود ارائه شده‌اند. به عنوان مثال مطالعاتی که از تابین کیو (تابین 1969) به عنوان ابزار سنجشی برای عملکرد (به عنوان مثال آگراوال و نوبیر 1996) و ارزش افزوده شرکت (به عنوان مثال کولز و همکارانش 2001) استفاده کرده‌اند، اثبات کرده‌اند که نمایندگی بیشتر مدیران خارجی تأثیر منفی بر روی عملکرد شرکت دارد. بریک و همکارانش (2006) نیز دلیل این مسئله تأکید کرده‌اند و فرض نموده‌اند که عملکرد پایین تحت نمایندگی بیشتر از سوی مدیران خارجی در هیئت مدیره، نتیجه پارتی بازی است و حاکی از این است که ظاهراً مدیران مستقل به معنای واقعی، مستقل نیستند. مطالعات دیگر (همچون دالتون و همکارانش 1998) پی بردند که هیچ رابطه معناداری بین ترکیب هیئت مدیره و عملکرد شرکت وجود ندارد. در هند، پیشنهادات کمیته بیرلا (2001) منجر به تصویب بند 49 از توافقات پذیرش شرکت‌ها در بورس شد که پیشنهاد می‌کرد که زمانی که رئیس یکی از کارکنان داخلی (خارجی) است، حداقل 50 (33.33) درصد از اعضای هیئت مدیره باید مدیران مستقلی باشند. این قانون در هند به صورت خودکار نیاز به مدیران مستقل در هیئت مدیره به منظور بهبود عملکرد را فرض می‌کرد. به نظر می‌رسد که انگیزه ذاتی نسبت به این موضوع سبب کاهش چشمگیری در تضاد منافع بین افراد داخلی و سهامداران پراکنده می‌گردد. با این حال سلطه شرکت‌های با مالکیت خانوادگی، کارایی محدود، و دسترسی محدود به توسل حقوقی، این احتمال را ایجاد می‌کند که مدیران مستقل ممکن است در واقع مستقل نباشند. البته این به یقین اثبات نشده است و ما این فرضیه را از فرض (قضیه اثبات شده) خود استخراج کرده‌ایم. در زمینه هند، اخیراً هالدار و همکارانش (2018) در مطالعه خود اثبات کردند که هیئت مدیره مستقل تأثیر معناداری بر روی عملکرد مالی ندارد. ما فرض می‌کنیم که نسبت بزرگتر مدیران مستقل، هر گونه عمل ترغیب شده توسط منافع شخصی مدیران را به حداقل می‌رساند و بنابراین با یک عملکرد سازمانی بالا همراه است (نیکلسون و کیل 2007). در نتیجه ما فرضیه زیر را معرفی می‌کنیم.

H1. عملکرد شرکتهای هندی رابطه مثبتی با نسبت مدیران خارجی در هیئت مدیره دارد.

اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت

نظریه وابستگی به منابع (ففر 1972؛ سالانسیک 2003)³ پیشنهاد می‌کند که یک هیئت مدیره بزرگ با سطوح بالایی از رابطه‌ها (آشناها) و روابط با محیط خارجی، سبب بهبود دسترسی شرکت به منابع مختلف می‌گردد و بنابراین عملکرد شرکت را بهبود می‌دهد. وان دن برگی و لیوروس (2004) ادعا می‌کنند که افزایش تعداد مدیران سبب فراهم سازی «یک استخر از مهارت‌های گسترش یافته» می‌گردد. لذا هیئت مدیره‌های بزرگتر در مقایسه با هیئت مدیره‌های کوچکتر، احتمالاً دانش و مهارت بیشتری در اختیار دارند. این منابع می‌توانند شامل موارد رو به رو باشند: تأمین مالی و سرمایه (میزروچی و استیرنز 1994)، روابط با تأمین‌کنندگان کلیدی (بانرجی و سامب‌هاریا 1996)، مشتریان (فرومن 1999)، ذینفعان مهم (فریمن و ایوان 1990) و سایر رابطه‌های خارجی (هیلمن و همکارانش 2000؛ پالمر و باربر 2001). بنابراین اندازه هیئت مدیره نیز از دیدگاه حاکمیت شرکتی، یک موضوع مهم است که می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد.

در زمینه هند، این مسئله بدرستی حل نشده است. دوی ودی و جاین (2005)، و جکلینگ و جاهل (2009) پی بردند که اندازه بزرگتر هیئت مدیره تأثیر مثبت و ضعیفی بر روی عملکرد شرکت‌های هندی دارد و بنابراین از این دیدگاه پشتیبانی می‌کند که قرارگیری بیشتر در معرض محیط خارجی سبب بهبود دسترسی به منابع مختلف می‌گردد و بنابراین تأثیرات مثبتی بر روی عملکرد دارد. در همین اواخر نیز گارگ و سینگ (2017) یک رابطه مثبت و ضعیف را بین اندازه هیئت مدیره و ارزش شرکت پیدا کردند. با این حال در هند ظاهراً شایستگی‌های کافی در بین مدیران داخلی شرکت‌ها (که غالباً خانوادگی هستند) وجود ندارد و این عدم بسندگی منابع ادراک شده تا حدودی به عنوان محرکی از جانب قانونگذار برای اصلاحات حکومت شناخته شده است. به علاوه نسبت بزرگ شرکت‌های با مالکیت خانوادگی در هند به این معنا است که نقش نقش مدیران خارجی به حداقل رسانده می‌شود چون شرکت‌های خانوادگی معمولاً جایگاه‌های مدیریت اجرایی را به اعضای خانواده محدود می‌سازند. این باید استخر شایستگی‌های بالقوه و منابع مدیریتی بااستعداد را محدود سازد. با توجه به این خصوصیات منحصر به فرد در زمینه هند، ما فرض می‌کنیم که

³ نظریه وابستگی به منابع بر نقش کلیدی مدیران هیئت مدیره در فراهم سازی دسترسی به منابع مورد نیاز شرکت (از قبیل اطلاعات، مهارت‌ها، دسترسی به افراد کلیدی همچون تأمین‌کنندگان، خریداران، سیاست‌گذاران عمومی، گروه‌های اجتماعی و همچنین مشروعت) تأکید می‌کند. این نظریه بیان می‌کند که مدیران این منابع اساسی را از طریق روابط خود با محیط خارجی برای سازمان تضمین می‌کنند.

تعداد بیشتر اعضای هیئت مدیره احتمالاً قابلیت های منابع بیشتری را برای شرکت فراهم می سازد. بر اساس نظریه وابستگی به منابع، استخر مهارت گسترش یافته باید عملکرد شرکت را بهبود دهد. بنابراین فرضیه بعدی خود را به شکل زیر پیشنهاد می کنیم:

H2 رابطه مثبتی بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت برای شرکت های هندی وجود دارد.

ساختار مالکیت و عملکرد شرکت

همان طور که در بخش قبل گفتیم همچنین فرض می شود که ساختار مالکیت (میزان مالکیت کارکنان داخلی و تمرکز مالکیت) تأثیر معناداری بر روی عملکرد شرکت داشته باشد. برخی از مطالعات قبلی پجنسن و مکلینگ (1976؛ جنسن 1983؛ استالز 1988) استدلال نظری را برای «هر دو اثر مثبت و منفی مالکیت بالاتر دارایی خالص مدیران بر روی عملکرد شرکت» پیشنهاد کرده اند. هرمالین و ویسباچ (1987)، مورک و همکارانش (1988)، مک کانل و سرواس (1990) و محققان دیگر، تأثیر مالکیت داخلی بر روی عملکرد شرکت را به صورت تجربی بررسی نموده اند و فرض کرده اند که مالکیت (کارکنان) داخلی همیشه تأثیر مثبتی بر روی عملکرد ندارد. باز هم ادعا می شود که تمرکز مالکیت، محرک و قدرت کافی را برای سرمایه گذاران بزرگ فراهم می سازد تا بتوانند به مدیریت نظم ببخشند و بنابراین از طریق کاهش هزینه های نظارت، عملکرد شرکت را بهبود دهند (اشلیفر و ویشنی 1997). دمسیز و لیپن (1985) یک رابطه خطی را بین تمرکز مالکیت و ابزارهای سنجش عملکرد گذشته نگر شرکت توصیف کرده اند. انگ و همکارانش (2000) مشاهده کرد که زمانی که یک فرد خارجی شرکت را مدیریت می کند، هزینه کارگزاری تا حد زیادی بالاتر خواهد بود. با این حال فراتر از یک سطح آستانه معین، افزایش تمرکز مالکیت می تواند سبب ایجاد جاه طلبی کنترل گردد و سهامداران بزرگ را قادر سازد که تصمیمات شرکت را بر اساس منافع خود دستکاری کنند و سهامداران خرد (اقلیت) را سلب مالکیت کنند (مورک و همکارانش 1988). همچنین برخی از مطالعات (دمسیز و لیپن 1985؛ آگراوال و نوبر 1996) گزارش داده اند که تمرکز مالکیت هیچ رابطه ای با ارزش شرکت و یا حتی با روابط منفی ندارد (لیچ و لیپی 1991). در زمینه هند، دوی ودی و جاین (2005) یک رابطه منفی غیرخطی را بین سهامداری مدیران و ارزش شرکت گزارش داده اند. گوش (2007) گزارش داده است که افزایش مالکیت مدیریت منجر به بهبود عملکرد شرکت می گردد، اما بعد از سطح آستانه، اثر جبهه گیری ناشی از مزایای خصوصی مدیریت منجر به کاهش ارزش شرکت می گردد؛ این مشاهده ای است که می توان آنرا به مورد سهامداری ترویج کنندگان نیز گسترش داد. با توجه به این شواهد آمخسته در تحقیقات تجربی مربوط به تأثیر تمرکز مالکیت بر روی عملکرد شرکت، فرضیه بعدی خود را به شکل زیر معرفی می کنیم:

H3 عملکرد شرکت های هندی رابطه مثبتی با تمرکز مالکیت دارد.

روش شناسی

نمونه و داده

در این مطالعه از دوره 2000-2013 به عنوان افق زمانی خود استفاده کرده ایم. هدف ما عمدتاً این است که تأثیر تنظیم مقررات SEBI بعد از معرفی را بررسی نماییم. ما برای شروع، فقط 500 شرکت از شاخص S&P را به عنوان شرکت های نمونه خود در نظر گرفتیم⁴. به دلایل رو به رو فقط 500 شرکت S&P را انتخاب کردیم و سایر شرکت های پذیرفته شده در این بازار بورس را شامل نساختمیم: این شرکت ها 93 درصد از ارزش جاری کل بازار را تشکیل می دهند و 20 مورد از صنایع اصلی را پوشش می دهند⁵. لذا ما فکر کردیم که این نمونه باید معرف خوبی از کل بازار سرمایه هند باشد. به علاوه چون ما عملکرد بازار سرمایه را به صورت یک سنجش عملکرد ردیابی می کنیم بنابراین سهامی خارج از این فهرست قرار می گیرند، با مشکلات عدم نقدینگی شدیدی مواجه می شوند و لذا این تأثیر مضر بر روی نتایج ما دارد.

⁴ شرکت های S&P NSE 500 جزو 500 شرکت برتر هند هستند که در بورس اوراق بهادار (NSE) پذیرفته شده اند. در کل حدود 1600 در

NSE پذیرفته شده اند و ارزش جاری کل بازار برابر با 2.27 تریلیون دلار است

(http://en.wikipedia.org/wiki/National_Stock_Exchange_of_India). 500 شرکت NSE حدود 93 درصد از این ارزش جاری

بازار را تشکیل می دهند.

⁵ ما توزیع صنعت شرکت های نمونه را در اختیار داشتیم ما فقط در اینجا به این موضوع اشاره می کنیم که آنها 20 صنعت را پوشش می دهند. با

این حال بخاطر اختصار، آنها را در اینجا به صورت جداگانه گزارش نکرده ایم. اگر به اطلاعات کامل نیاز داشتید می توانید با مؤلفان این مقاله تماس بگیرید.

نمونه ما فقط شامل شرکت های غیرمالی، غیربانکداری و غیر PSU از 500 شرکت برتر بازار S&P بود که تمام داده های آنها به صورت پیوسته از سال 2009 تا سال 2013 (یک دوره 5 ساله) موجود می باشد. لذا ما تلاش می کنیم که از داده های پانلی متعادل استفاده کنیم. PSU به این معنا است که بخش عمومی شرکت های متمایزی را مشخص ساخته است که دولت مالک بیش از 50 درصد سهام کنترل آنها است. لازم نیست که این شرکت ها در هند ضرورتاً بر حسب ملاحظات تجاری عمل کنند، و آنها هر موقع که لازم باشد وجوهی را از تخصیص بودجه دولتی دریافت می کنند و اتصال مدیران آنها هم گاهی بر حسب اقتضای سیاسی انجام می شود. لذا ما این شرکت ها را از نمونه خود حذف می کنیم. شرکت های بانکداری و تأمین مالی با پیروی از تکنیک های تجربی استاندارد، از نمونه ما حذف می شوند. نمونه ما به طور کلی از 265 شرکت تشکیل می گردد که معیارهای انتخاب ما را دارا هستند. ما داده های لازم برای متغیرهای مرتبط در بخش 4 را از پایگاه داده Prowess از مرکز نظارت بر اقتصاد هند (CMIE) جمع آوری کردیم. ما داده های مربوط به مدیران مستقل و همچنین اندازه هیئت مدیره را به صورت دستی از پایگاه داده Prowess و منابع دیگر بدست آوردیم. بعد از تمام این پالایش ها، نمونه ما از 1325 شرکت-سال (265×5) تشکیل می شد.

خصوصیات مدل

مورک و همکارانش (1988) از یک مدل رگرسیون خطی تکه ای استفاده کرده اند و در آن اثبات کرده اند که با افزایش تمرکز مالکیت به 5 درصد، ابتدا تابین کیو شرکت ها افزایش می یابد، سپس برای سطوح تمرکز مالکیت بین 5 و 25 درصد کاهش می یابد، و در نهایت با تداوم افزایش تمرکز مالکیت مجدداً افزایش می یابد. مطالعات قبلی از ابزارهای سنجش مختلفی برای تمرکز مالکیت استفاده کرده اند. مورک و همکارانش (1988)، و لودیرر و مارتین (1997) میزان سهامداری مدیران را به عنوان ابزار سنجشی برای تمرکز مالکیت بررسی نموده اند و هرمالین و ویسباج (1991) نیز سهام متعلق به مدیر عامل جاری و مدیر عاملان سابق را بررسی کرده اند.

چندین مطالعه (دمسیز و ویلا لانگا 2001؛ آگاروال و نویر 1996؛ هرمالین و ویسباج 1991) برای برآورد عملکرد از مدل معادله همزمان (2SLS) و همچنین از OLS استفاده کرده اند - آنها ادعا می کنند که میزان مالکیت کارکنان داخلی را به صورت درون زاد از طریق اطلاعات افراد مافوق آنها (کارکنان داخلی) که ممکن است درباره عملکرد شرکت داشته باشند، می توان تعیین کرد. ما در زمینه هند، عموماً از سهامداری ترویج کنندگان به عنوان نماینده ای برای تمرکز مالکیت استفاده می کنیم. ما بر روی قبل از مقررات SEBI مربوط به تمرکز مالکیت و نسبت مدیران خارجی تأکید کرده ایم. ما فرضیات خود را با این هدف تولید کردیم تا بررسی کنیم که آیا این مقررات در ایجاد ارزش فزاینده برای سهامداران و حفظ انگیزه اصلی برای این مطالعه، اصلاً سودمند هستند یا نه.

بنابراین ما مدل خود را با جزئیات کامل به صورت رو به رو تعیین می کنیم: با توجه به احتمال بالای وقوع یک مشکل درون زایی، عملکرد می تواند منجر به تمرکز مالکیت گردد و بنابراین ما از هر دو رگرسیون OLS و 2SLS همراه با یک متغیر ابزاری (IV) استفاده می کنیم تا نشان دهیم که بعد از کنترل متغیرهای ساختگی تأمین مالی و سطح صنعت، تمرکز مالکیت و ترکیب هیئت مدیره چطور روی عملکرد تأثیر می گذارند. مدل هایی که استفاده کرده ایم به شرح زیر هستند:

⁶ SEBI این تعریف را برای ترویج کننده ارائه داده است: «فرد یا افرادی که به طور کلی در کنترل شرکت یا افرادی هستند که در تنظیم یک طرح یا برنامه نفوذ دارند که پیرو آن اوراق بهادار در بین عموم منتشر می شود، و همچنین ترویج کننده شامل افرادی می گردد که در اطلاعیه ها نام آنها به عنوان ترویج کننده آمده است». با این حال یک مدیر/متصدی منتشر کننده یا فردی که صرفاً بر اساس توانایی حرفه ای خود عمل می کند ترویج کننده نامیده نمی شود.

$$ROA = \delta_0 + \delta_1 P_HOLD + \delta_2 BD_SIZE + \delta_3 BD_IND + \delta_4 FM_SIZE + \delta_5 LEV + \delta_6 DD + \sum_{j=7}^8 \delta_j INDUS_DUMMY \quad (1)$$

$$TQ = \delta_0 + \delta_1 P_HOLD + \delta_2 BD_SIZE + \delta_3 BD_IND + \delta_4 ROA + \delta_5 FM_SIZE + \delta_6 LEV + \delta_7 DD + \sum_{j=8}^9 \delta_j INDUS_DUMMY \quad (2)$$

که در آن

(1) **PERFORM** = عملکرد شرکت به این صورت ارزیابی می شود:

$$(a) \quad \text{Tobin's } Q(TQ) = \frac{\text{Market Value of equity shares} + \text{book value of preference shares and debt}}{\text{Book Value of Total Assets}}$$

Market Value of equity shares: ارزش بازاری سهام عادی

book value of preference shares and debt: ارزش دفتری سهام ممتاز و بدهی

Book Value of Total Asset: ارزش دفتری کل دارایی ها

(b): بازده دارایی ها:

$$ROA = \frac{EBITDA}{\text{Total Assets}}$$

Total Assets: کل دارایی ها

که در آن **EBIDTA** درآمد قبل از بهره، مالیات و استهلاک است و به عنوان معیاری برای سودآوری حسابداری در نظر گرفته می شود.

(2) **P_HOLD**: سهام بنیان گذار (یا مالک)، که به عنوان شاخصی برای تمرکز مالکیت مورد استفاده قرار می گیرد. آن توسط نسبت سهام بنیان گذار به کل سهام در پایان هر سال مالی از سال 2009 تا 2013 ارزیابی می شود.

(3) **BD_SIZE**: اندازه هیئت مدیره ها که توسط لگاریتم طبیعی کل تعداد هیئت مدیره ها در هر سال مالی از سال 2009 تا 2013 سنجیده می شود.

(4) **BD_IND**: استقلال هیئت مدیره ها، که به صورت نسبت تعداد مدیران مستقل به کل تعداد مدیران برای هر سال از دوره پژوهش سنجیده می شود.

(5) **FM_SIZE**: اندازه شرکت که توسط لگاریتم فروش ها سنجیده می شود.

(6) **LEV**: نسبت بدهی به دارایی شرکت که توسط نسبت ارزش دفتری وام با سپرده بلندمدت به ارزش دفتری کل دارایی ها در پایان سال سنجیده می شود.

⁷ لازم به ذکر است که اطلاعات حسابداری باید بر عملکرد بازار سهام ارجحیت داشته باشد (بال و برون 1968). با این وجود برعکس آن صحیح نیست. بنابراین هنگامی که عملکرد توسط کیو توبین سنجیده می شود، از **ROA** به عنوان یکی از متغیرهای کنترلی استفاده می کنیم. با این وجود، هنگامی که عملکرد را توسط **ROA** می سنجیم، کیو توبین به عنوان یک متغیر کنترلی مورد استفاده قرار نمی گیرد.

(7) **DD**: متغیر ساختگی برای یک شرکت متنوع⁸ = 1 (اگر شرکت نمونه متنوع باشد، در غیر اینصورت = 0). (8) **INDUS_DUMMY**: متغیرهای ساختگی صنعتی. در اینجا از سه متغیر ساختگی صنعتی استفاده می‌کنیم.

(a) **DCS**: متغیر ساختگی برای شرکت های متعلق به صنعت IT / نرم‌افزار = 1 (اگر شرکت نمونه متعلق به صنعت IT / نرم‌افزار باشد، در اینصورت = 0). دلیل لحاظ کردن این متغیر ساختگی، توصیف تأثیر دارایی‌های نامشهود مانند منابع انسانی و چنین مواردی است که در ترازنامه وجود ندارد. این ویژگی شرکت را از یک شرکت عادی متمایز می‌کند.

(b) **DPHARM**: متغیر ساختگی برای شرکت های متعلق به صنعت داروسازی = 1 (اگر شرکت نمونه متعلق به صنعت IT / نرم‌افزار باشد، در غیر اینصورت = 0). نسبت دارایی‌های مشهود برای یک شرکت دارویی عادی با سرمایه‌گذاری قابل توجه در تحقیق و توسعه، می‌تواند در مقایسه با یک شرکت معمولی کمتر باشد، زیرا هزینه تحقیق و توسعه در صورت سود و زیان به عنوان هزینه‌ای در پی رویه‌ی حسابداری منظور می‌شود.

براساس مقالات پیشین (دمستز و ویلاونگ 2001)، بیان می‌کنیم که بین **P_HOLD** و متغیرهای عملکرد ممکن است درون‌زایی وجود داشته باشد، به این ترتیب از رگرسیون **2SLS** برای برآورد استفاده می‌کنیم که در آن لگاریتم سهام بنیان‌گذار (**P_HOLDLAG**) به عنوان متغیر ابزاری (**IV**) در مدل‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. ولریدج (2009) بیان کرده است، معیار انتخاب **IV** این است که آن باید متغیری باشد که خارج از معادله‌ی ساختاری، ناهمبسته با جمله‌ی خطا و همبسته با متغیر توصیفی **P_HOLDLAG** تعیین شود.

همه‌ی معیارها را رعایت می‌کند. هنگامی که متغیرهای توصیفی برون‌زا هستند، معمولاً برآورد **2SLS** نسبت به **OLS** کارایی کمتری دارد (ولریدج 2013). ما آزمون درون‌زایی را انجام می‌دهیم (هنسامن 1978) تا دریابیم آیا **2SLS** برای مدل‌های ما ضروری است. براساس نتایج آزمون، به این نتیجه رسیدیم که بین **ROA** و **P_HOLD** درون‌زایی وجود ندارد، اما در حقیقت زمانی که کیو توبین⁹ به عنوان معیار عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد، **P_HOLD** درون‌زا است. همچنین بررسی کردیم که آیا بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد، درون‌زایی وجود دارد یا خیر، اما نتایج چنین رابطه‌ای را نشان نمی‌دهد. به منظور درک سطوح گوناگون تأثیر تمرکز مالکیت بر عملکرد بازار، رگرسیون **piecewise**¹⁰ را انجام می‌دهیم که روشی استاندارد است و در تحقیقات تجربی شامل رفتار غیرخطی داده‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد (کیولکانس و پایاجورجیو 2019، آرتور 2019). در اینجا مدل‌های (1) و (2) را برای میزان گوناگون تمرکز مالکیت تکرار می‌کنیم. این کار در اصل به منظور کشف احتمال وجود یک رابطه غیرخطی بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت انجام می‌شود، همانطور که در کارهای تجربی دیگر شناسایی شده است. جدول 1: آمار توصیفی (N=1325)

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

⁸ از لحاظ سرمایه‌گذاری یا داشتن محصولات متنوع

⁹ Tobin's Q

¹⁰ داده‌های واقعی همیشه خطی نیستند. در بسیاری از موارد، برآزش با کمک یک خط و به دست آوردن یک مدل بی نقص بر روی مجموعه داده‌های غیرخطی و متفاوت بسیار دشوار است. در چنین مواردی، استفاده از رگرسیون **Piecewise** که با نام رگرسیون قطعه‌ای نیز شناخته می‌شود عملی رایج است. آن نوع خاصی از رگرسیون خطی است که هنگامی که یک مدل رگرسیون تکی برای مدل‌سازی مجموعه داده‌ها کافی نیست به کار می‌رود. رگرسیون **Piecewise** متغیر مستقل را به قطعه‌های بالقوه‌ی بسیاری تقسیم می‌کند و از طریق هر یک از آن‌ها خط مجزایی را برآزش می‌کند.

متغیر	میانگین	میانه	SD
TQ	2.14	1.54	1.93
P_HOLD	0.53	0.52	0.17
BD_SIZE	12	11	3.25
B_IND	0.48	0.47	0.11
ROA	0.16	0.15	0.09
RISK	0.03	0.02	0.03
FM_SIZE	55,550.88	19,142.7	1,825,270.3
LEV	0.15	0.12	0.15

این جدول آمار توصیفی متغیرها را در کل نمونه ما از 1325 سال شرکت (265 شرکت در 5 سال) نشان می دهد
جدول 2: ماتریس همبستگی

Variable	P_HOLD	BD_SIZE	B_IND	ROA	RISK	FM_SIZE	LEV	VIF
P_HOLD	1.00	-0.18	-0.17	0.06	0.04	-0.19	-0.09	1.09
BD_SIZE	-0.18	1.00	-0.01	0.00	-0.05	0.38	0.17	1.22
B_IND	-0.17	-0.01	1.00	-0.03	-0.05	0.07	0.13	1.05
ROA	0.06	0.00	-0.03	1.00	0.08	0.02	-0.37	1.17
RISK	0.04	-0.05	-0.05	0.08	1.00	-0.17	-0.12	1.05
FM_SIZE	-0.19	0.38	0.07	0.02	-0.17	1.00	0.09	1.23
LEV	-0.09	0.17	0.13	-0.37	-0.12	0.09	1.00	1.22

این جدول ضرایب همبستگی متغیرهای مستقل را در کل مجموعه نمونه شامل 1325 سال شرکت نشان می دهد
نتایج تجربی

جدول 1، آمارهای توصیفی نمونه‌ی ما را نشان می‌دهد، در حالی که جدول 2 ضرایب‌های همبستگی بین متغیرهای مرتبط را نشان می‌دهد.

طبق جدول 1 در می‌یابیم که بین شرکت‌های نمونه، شرکت‌ها در پژوهش ما تمرکز قابل توجهی از سهام را نشان می‌دهند. میانگین و میانه‌ی سهام بنیان‌گذار با توجه به 1325 نظارت به ترتیب حدود 53 و 52 درصد، هستند و 59 درصد از شرکت‌های نمونه دارای سهام بنیان‌گذاری بیش از 50 درصد بودند (اگرچه ما گزارش آن را در جدول ارائه ندادیم). این تمرکز بالای سهام توسط اعضای داخلی با یافته‌های لاپورتا (1999) و گالگولی و آگارال (2009) مطابقت دارد. همچنین هولدرنس (2009) دریافت که پراکندگی بالای سهام حتی در آمریکا یک افسانه است.

جدول 2 ضرایب‌های همبستگی بین متغیرهای مربوطه را نشان می‌دهد. ما دریافتیم برخی از ضرایب‌ها با اهمیت هستند، اما اهمیت آن‌ها برای ایجاد مسائل هم‌خطی چندگانه در مدل‌های رگرسیون کافی نیست. ما استفاده از آزمون عامل VIF را تأیید می‌کنیم و رقم‌های VIF را در جدول گزارش می‌دهیم.

جدول 3، گزارشی از نتایج رگرسیون OLS در رابطه با تأثیر عملکرد شرکت (ارزیابی شده از لحاظ کیو توبین) بر تمرکز مالکیت، اندازه‌ی هیئت‌مدیره و استقلال هیئت‌مدیره برای کل نمونه‌ها و متغیرهای کنترلی ارائه می‌دهد. ما هر بار یکی از متغیرهای حاکمیتی

را به عنوان متغیر توصیفی در نظر می‌گیریم، همراه با همه‌ی متغیرهای کنترلی که در سرفصل ذکر شدند و رگرسیون‌ها را اجرا می‌کنیم. همچنین پانل D، نتایج رگرسیون بدون متغیرهای ساختگی را نشان می‌دهد. مشاهده می‌کنیم که عملکرد شرکت به طور مثبت تحت تأثیر تمرکز مالکیت و اندازه‌ی هیئت مدیره است، اما نه استقلال هیئت مدیره. این موضوع در مورد هر دو ROA (عملکرد حسابداری) و عملکرد مربوط به بازار کیو توبین صحیح است¹¹. برای کیو توبین از ROA به عنوان یکی از متغیرهای مستقل استفاده می‌کنیم و به تأثیر مثبت آن پی می‌بریم.

جدول 4 نتایج مدل‌های رگرسیون OLS و 2SLS را در رابطه با تأثیر عملکرد بر تمرکز مالکیت، اندازه‌ی هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره برای کل نمونه نشان می‌دهد. برای رگرسیون OLS با پانل ترکیبی، نتایج ما با رگرسیون‌هایی که هر بار یک متغیر شرکتی را در نظر می‌گیرند مطابقت دارد. برای مدل 2SLS، علائم و اهمیت ضریب‌ها مشابه نتایج OLS هستند، اگرچه اهمیت 2SLS بیشتر است که رابطه‌ی قوی‌تری را در اکثر موارد نشان می‌دهد. تأثیرگذاری بیشتر آن می‌تواند به علت حذف مشکل هم‌زمانی باشد. به طور کلی برای کل نمونه، شواهد قوی را مشاهده می‌کنیم که از فرضیه‌های 2 و 3 حمایت می‌کنند، اما از فرضیه‌ی 1 خیر. یعنی عملکرد شرکت به طور مثبت تحت تأثیر اندازه‌ی هیئت مدیره و تمرکز مالکیت است اما به نظر می‌رسد آن تحت تأثیر استقلال هیئت مدیره که توسط تعداد مدیران خارجی در هیئت مدیره ارزیابی می‌شود، نیست. ما دریافتیم در بین متغیرهای کنترلی، بازده حسابداری (ROA) تأثیر قابل توجهی بر کیوتوبین یعنی ارزش بازاری دارد. اما نسبت بدهی به دارایی تأثیر منفی بر هر دو معیارهای عملکرد دارد. اگرچه تصور می‌شود که تنوع‌بخشی ریسک را کاهش می‌دهد و بنابراین عملکرد را بهبود می‌بخشد، نتایج ما این فرضیه را در محیط هند تأیید نمی‌کند.

تعلق به صنعت نرم‌افزار کامپیوتری تأثیر مثبتی بر عملکرد حسابداری در سطح خرد دارد اما این عملکرد از لحاظ آماری تأثیری بر ارزش بازاری ندارد. تعلق به صنعت داروسازی تأثیر مثبتی بر هر دو بازده حسابداری و ارزش بازاری دارد. با وجود شواهدی قوی در مورد رابطه غیرخطی بین عملکرد شرکت و تمرکز مالکیت در پژوهش‌های گذشته (هرمالین و ویسباخ 1987؛ مک کونل و سرواس 1990؛ مورک 1988)، ما تصمیم گرفتیم چنین احتمالی را در هند بررسی کنیم. جدول‌های 5 و 6 به ترتیب نتایج رگرسیون OLS piecewise و 2SLS در رابطه با مدل 2 را نشان می‌دهند. لازم به ذکر است که ما رابطه‌ی قوی بین TQ و ROA یافتیم (جدول 2) که در یافته‌های جدول‌های 3 و 4 بیشتر اثبات شده‌اند و با توجه به آن‌ها در می‌یابیم که ROA تأثیر مثبتی بر TQ، در هر دو مدل OLS و 2SLS دارد. بنابراین ما این مدل‌ها را تنها برای TQ اجرا می‌کنیم، اما به طور مجزا برای ROA اجرا نمی‌کنیم، زیرا TQ به عنوان معیار عملکرد بازاری یک معیار حسابداری مانند ROA را در بر می‌گیرد. ما از فاصله رده‌ای 25 درصد برای PSH استفاده می‌کنیم و مدل‌ها را برای هر رده اجرا می‌کنیم. نتایج رگرسیون Piecewise برای هر دو OLS و 2SLS نشان می‌دهد، رابطه‌ی بین تمرکز مالکیت و عملکرد بازار (TQ) یکنواخت نیست. در سطح کمتری از تمرکز (0-25 درصد)، TQ با افزایش PSH کاهش می‌یابد، سپس TQ افزایش می‌یابد تا زمانی که تمرکز به 75 درصد می‌رسد و این افزایش از لحاظ آماری معنادار است. بیش از تمرکز 75 درصد، q با افزایش تمرکز افزایش می‌یابد، اما این افزایش از لحاظ آماری معنادار نیست. اندازه‌ی هیئت مدیره تا 24/9 درصد از تمرکز مالکیت از لحاظ آماری مثبت و معنادار است. استقلال هیئت مدیره در هیچ سطحی بر q تأثیر نمی‌گذارد. ROA در همه‌ی سطوح بر TQ تأثیر می‌گذارد، که آن تناسب ارزشی سودآوری حسابداری را نشان می‌دهد و نتایج با یافته‌های پژوهش بال و برون (1968) و ادامه پژوهش آن‌ها در سال 2014 مطابقت دارد (بال و برون 2014).

¹¹ لازم به ذکر است که ما رگرسیون را در رابطه با ROA و همچنین TQ به عنوان متغیر عملکرد نیز انجام داده‌ایم. نتایج مشابه استفاده از TQ به عنوان معیار عملکرد هستند. بنابراین، برای گزیده‌گویی ما آن‌ها را به طور مجزا گزارش ندادیم.

جدول 3: رگرسیون پانل با استفاده از یک متغیر حاکمیتی در هر بار

Panel A: فقط P-HOLD و متغیرهای کنترل								
مقدار ثابت	P_HOLD	ROA	RISK	FM_SIZE	LEV	DD	DCS	DPHARM
0.30 (0.38)	1.36* (0.00)	8.04* (0.00)	- 1.79 (0.20)	0.02 (0.47)	- 2.45* (0.00)	- 0.16 (0.49)	- 0.01 (0.95)	0.58* (0.00)
Panel B: فقط اندازه هیئت مدیره و متغیرهای کنترل								
مقدار ثابت	BD_SIZE	ROA	RISK	FM_SIZE	LEV	DD	DCS	DPHARM
0.59 (0.15)	0.38** (0.023)	8.12* (0.00)	- 1.95 (0.17)	- 0.03 (0.33)	- 2.66* (0.00)	- 0.12 (0.60)	- 0.11 (0.58)	0.63* (0.00)
Panel C: فقط استقلال هیئت مدیره و متغیرهای کنترل								
مقدار ثابت	B_IND	ROA	RISK	FM_SIZE	LEV	DD	DCS	DPHARM
1.38* (0.00)	- 0.30 (0.49)	8.19* (0.00)	- 1.87 (0.19)	- 0.01 (0.88)	- 2.52* (0.00)	- 0.10 (0.66)	- 0.11 (0.58)	0.62* (0.00)
Panel D: بدون متغیرهای ساختگی								
مقدار ثابت	P_HOLD	BD_SIZE	B_IND	ROA	RISK	FM_SIZE	LEV	
- 0.58 (0.27)	1.53* (0.00)	0.46* (0.01)	0.20 (0.65)	8.18* (0.00)	- 1.66 (0.24)	- 0.02 (0.57)	- 2.65* (0.00)	

این جدول نتایج رگرسیون OLS عملکرد شرکت (اندازه گیری شده بر حسب کیو توپین) را بر اساس تمرکز مالکیت، اندازه هیئت مدیره و استقلال برای کل نمونه به همراه متغیرهای کنترلی که در مدل در متن توضیح داده شده است، گزارش می کند. اعداد موجود در سلول ها ضرایب رگرسیون را نشان می دهد. ما با استفاده از یک متغیر حاکمیتی به عنوان متغیر توضیحی در هر بار همراه با همه متغیرهای کنترلی که در عناوین فرعی ذکر شده است، رگرسیون ها را انجام می دهیم. پانل D همچنین نتایج رگرسیون را بدون متغیرهای ساختگی نشان می دهد. اعداد موجود در سلول ها ضرایب رگرسیون را نشان می دهند، همچنین اعداد داخل پرانتز مقادیر p آنها را نشان می دهند. *، ** و *** به ترتیب نشان دهنده معناداری در سطح 1، 5 و 10 است. مدل مورد استفاده بر اساس سطوح است. مدل استفاده شده عبارت است از:

$$TQ = \delta_0 + \delta_1 P_HOLD + \delta_2 BD_SIZE + \delta_3 BD_IND + \delta_4 FM_SIZE + \delta_5 LEV + \delta_6 DD + \sum_{i=7}^8 \delta_i INDUS_DUMMY$$

جدول 4: رگرسیون پانل

متغیرهای توضیحی	OLS		2 SLS
	اندازه گیری عملکرد بر اساس		
	Q	ROA	Q
Intercept	- 0.66 (0.21)	0.09 (0.00) *	- 0.92 (0.08) *
P_HOLD	1.46 (0.00)*	0.03 (0.02)**	1.74 (0.00)*
BD_SIZE	0.49 (0.00)*	0.02 (0.02)**	0.51 (0.00)*
B_IND	0.09 (0.84)	0.01 (0.78)	0.16 (0.72)
ROA	7.94 (0.00)*	-	7.91 (0.00)*
RISK	- 1.90 (0.18)	0.06 (0.38)	- 1.89 (0.18)
FM_SIZE	- 0.01 (0.76)	0.03 (0.07)***	- 0.01 (0.85)
LEV	- 2.59 (0.00)*	- 0.19 (0.00)*	- 2.59 (0.00)*
DD	- 0.21 (0.38)	0.002 (0.08)	- 0.22 (0.35)
DCS	0.01 (0.95)	0.08 (0.00)*	0.03 (0.87)
DPHARM	0.59 (0.00)*	0.03 (0.00)*	0.59 (0.00)*
R ²	0.28	0.19	0.28

این جدول نتایج مدل‌های رگرسیونی OLS و SLS2 عملکرد بر تمرکز مالکیت، اندازه هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره (مدلهای 1 و 2 را که در متن مورد بحث قرار گرفته است) را برای کل نمونه گزارش می‌دهد. اعداد موجود در سلول‌ها ضرایب رگرسیون را نشان می‌دهند، همچنین اعداد داخل پرانتز مقادیر p آنها را نشان می‌دهند. *، ** و *** به ترتیب نشان‌دهنده معناداری در سطح 1، 5 و 10 است.

جدول 5: رگرسیون OLS تکه ای

Explanatory variables	0-24.9% (N=52)	25-49.9% (N=495)	50-74.9% (N=657)	75% and above (N=121)
Intercept	- 2.45 (0.08)***	1.35 (0.05)**	- 3.55 (0.00)*	- 4.84 (0.23)
P_HOLD	- 7.17 (0.00)*	2.15 (0.00)*	3.56 (0.00)*	2.74 (0.42)
BD_SIZE	1.16 (.03)**	0.15 (0.48)	0.82 (0.04)*	1.10 (0.06)***
B_IND	0.89 (0.45)	- 0.05 (0.92)	0.96 (0.22)	- 1.20 (0.50)
ROA	10.99 (0.00)*	3.75 (0.00)*	9.51 (0.00)*	5.56 (0.00)*
RISK	- 5.54 (0.54)	- 4.36 (0.03)**	- 2.16 (0.27)	17.10 (0.03)**
FM_SIZE	0.05 (0.59)	- 0.11 (0.02)**	0.02 (0.74)	0.27 (0.09)***
LEV	0.72 (0.39)	- 2.92 (0.00)*	- 2.66 (0.00)*	- 2.90 (0.02)**
DD	0.76 (0.41)	0.39 (0.19)	- 0.79 (0.04)**	1.03 (0.15)
DCS	0.25 (0.59)	0.26 (0.26)	- 0.31 (0.50)	- 0.99 (0.28)
DPHARM	0.20 (0.81)	1.44 (0.00)*	- 0.05 (0.81)	2.95 (0.00)*
R ²	0.85	0.33	0.27	0.45

این جدول نتایج رگرسیون OLS تکه ای مدل (2) را که در متن برای نمونه‌های فرعی مورد بحث قرار گرفته است، گزارش می‌دهد. عناوین ستون نشان‌دهنده سهام موسسان است که بر اساس آن نمونه‌های فرعی ایجاد شده است. اعداد موجود در سلول‌ها ضرایب رگرسیون را نشان می‌دهند، در حالی که اعداد داخل پرانتز مقادیر p آنها را نشان می‌دهند. *، ** و *** معناداری را در سطوح 1، 5 و 10 درصد نشان می‌دهند.

جدول 6: رگرسیون 2SLS تکه ای

متغیرهای توضیحی	سهام موسسان			
	0-24.9% (N=52)	25-49.9% (N=495)	50-74.9% (N=657)	75% and above (N=121)
Intercept	- 2.64 (0.06)***	0.87 (0.22)	- 4.57 (0.00)*	- 17.79 (0.12)
P_HOLD	- 5.69 (0.02)**	3.12 (0.00)*	4.91 (0.00)*	15.33 (0.16)
BD_SIZE	1.09 (0.05)**	0.17 (0.43)	0.86 (0.00)*	1.55 (0.03)**
B_IND	0.89 (0.46)	0.001 (0.99)	1.03 (0.18)	- 0.10 (0.96)
ROA	11.64 (0.00)*	3.70 (0.00)*	9.57 (0.00)*	6.01 (0.00)*
RISK	- 5.63 (0.53)	- 4.36 (0.03)**	- 2.01 (0.31)	17.69 (0.04)**
FM_SIZE	0.06 (0.52)	- 0.10 (.02)**	0.03 (0.64)	0.47 (.049)
LEV	0.73 (0.38)	- 2.94 (0.00)*	- 2.68 (0.00)*	- 4.59 (0.02)**
DD	0.53 (0.578)	0.38 (0.21)	0.85 (0.03)**	1.52 (0.08)***
DCS	0.073 (0.88)	0.32 (0.17)	- 0.43 (0.36)	- 1.85 (0.12)
DPHARM	0.13 (0.88)	1.45 (0.00)*	- 0.08 (0.72)	2.73 (0.00)
R ²	0.85	0.33	0.27	0.38

این جدول نتایج رگرسیون 2SLS تکه ای مدل (2) را که در متن برای نمونه‌های فرعی مورد بحث قرار گرفته است، گزارش می‌دهد. عناوین ستون نشان‌دهنده سهام موسسان است که بر اساس آن نمونه‌های فرعی ایجاد شده است. اعداد موجود در سلول‌ها ضرایب رگرسیون را نشان می‌دهند، در حالی که اعداد داخل پرانتز مقادیر p آنها را نشان می‌دهند. *، ** و *** معناداری را در سطوح 1، 5 و 10 درصد نشان می‌دهند.

آزمون استواری

ما چندین آزمون استواری انجام دادیم تا اعتبار نتایج به دست آمده در تحلیل‌های اصلی را ارزیابی کنیم. **آزمون استواری 1:** استفاده از معیارهای جایگزین برای عملکرد به منظور بررسی استواری نتایج به دست آمده از معیارهای جایگزین برای عملکرد شرکت‌های نمونه استفاده می‌کنیم با نام: نسبت نقدینگی (CR)^{۱۲}، بازده دارایی (ROA) و بازده سهام^{۱۳} (ROE). نسبت‌ها را بصورت زیر نشان می‌دهیم:

$$(i) \text{ Return on Equity, ROE} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Book Value of Equity}}$$

Net Income: درآمد خالص

Book Value of Equity: ارزش دفتری سهام

$$(ii) \text{ Cash Flow Ratio, CR} = \frac{\text{Net Operating Cash Flow}}{\text{Book Value of Asset}}$$

Net Operating Cash Flow: جریان نقدی عملیاتی خالص

Book Value of Asset: ارزش دفتری دارایی

آزمون استواری 2: ارزیابی مجدد مدل‌ها بر روی یک نمونه وینزوریده

احتمال دارد نتایج ما تحت‌الشعاع عملکردهای بسیار بالا یا بسیار پایین قرار گرفته باشند و ممکن است الگوهای کلی قابل مشاهده روند کلی را منعکس نکنند. برای لحاظ کردن آن ما شرکت‌های نمونه خود را هر سال براساس معیارهای عملکرد آن‌ها (ROA و TQ) دسته‌بندی کردیم. سپس همه‌ی شرکت‌هایی که در 10 درصد بالاتر و 10 درصد پایینتر از محدود قرار داشتند براساس معیارهای عملکرد حذف کردیم و سپس رگرسیون OLS را بر روی نمونه وینزوریده تکرار کردیم. جدول 7:

متغیرهای توضیحی	OLS با نمونه وینسوریزه		OLS با معیارهای جایگزین عملکرد	
	ROA	Tobin's-Q	ROE	CR
Intercept	0.04 (0.18)	0.03 (0.36)	0.001 (0.45)	0.03 (0.48)
P_HOLD	0.74** (0.02)	0.69** (0.03)	0.07** (0.03)	0.44** (0.02)
BD_SIZE	0.07** (0.03)	0.09** (0.04)	0.04*** (0.06)	0.06** (0.03)
B_IND	0.02 (0.26)	0.01 (0.48)	0.03 (0.29)	0.002 (0.36)
ROA	-	4.56** (0.04)	-	-
RISK	0.04 (0.27)	- 0.05 (0.37)	0.003 (0.18)	- 0.001 (0.23)
FM_SIZE	0.002** (0.04)	0.02** (0.03)	0.01** (0.02)	0.01** (0.04)
LEV	- 0.13** (0.03)	- 1.77** (0.04)	- 0.04* (0.00)	- 1.41* (0.00)
DD	0.17 (0.55)	0.003 (0.46)	0.08 (0.33)	0.002 (0.31)
DCS	0.05 (0.45)	0.03 (0.27)	0.06 (0.36)	0.02 (0.62)
DPHARM	0.12** (0.03)	0.01 (0.34)	0.13* (0.00)	0.03*** (0.07)
R ²	0.29%	0.32%	0.33%	0.25%

این جدول نتایج مدل‌های رگرسیونی OLS عملکرد بر تمرکز مالکیت، اندازه هیئت مدیره و استقلال را با استفاده از معیارهای جایگزین عملکرد و همچنین بر روی یک نمونه وینسوریزه که در متن مورد بحث قرار گرفته، گزارش می‌کند. اعداد موجود در

¹² Cash Flow Ratio

¹³ Return on Equity

سلولها ضرایب رگرسیون را نشان می دهند ، در حالی که *، ** و *** به ترتیب معناداری را در سطوح 1 ، 5 و 10 نشان می دهند.

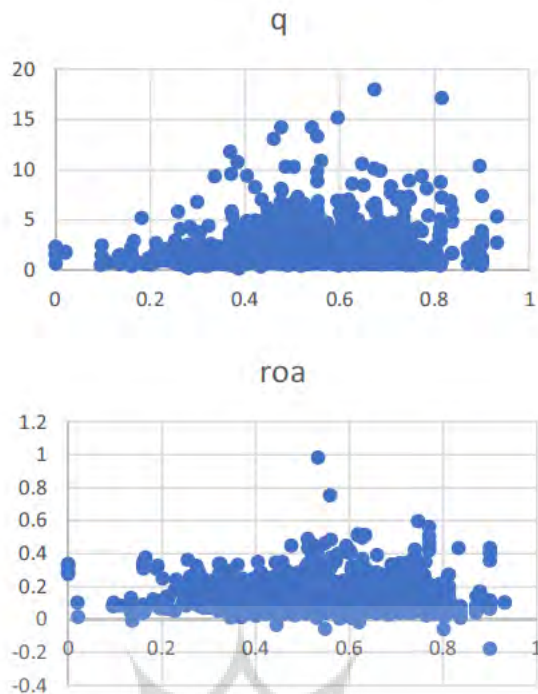
یافته‌های به دست آمده از آزمون استواری

جدول 7 نتایج رگرسیون پانل را با استفاده از (1) معیارهای جایگزین برای عملکرد (ROA و CR) و (2) با استفاده از یک نمونه‌ی وینزوریده نشان می‌دهد. یافته‌ها شباهت بسیاری با یافته‌های به دست آمده از تحلیل‌های اصلی دارند، مانند: (1) عملکرد شرکت به طور مثبت تحت تأثیر تمرکز مالکیت است، اما ماهیت این رابطه خطی نیست، (2) اندازه‌ی هیئت مدیره تأثیرات مثبتی بر هر دو عملکرد بازار و حسابداری دارد. با این وجود، به نظر می‌رسد هیچ رابطه‌ی نظام‌مندی بین عملکرد شرکت و استقلال هیئت مدیره وجود نداشته باشد.

مبحث نتایج

این پژوهش به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت، اندازه هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره بر عملکرد می‌پردازد. نتایج ما نشان می‌دهد که عملکرد شرکت (که از لحاظ عملکرد بازار و عملکرد حسابداری ارزیابی شده است) به طور مثبت تحت تأثیر تمرکز مالکیت است. با این وجود، رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت به طور یکنواخت افزایش نمی‌یابد، اما ماهیت آن غیرخطی است. ما دریافتیم که، سطوح گوناگون تمرکز مالکیت، تأثیرات متفاوتی بر عملکرد شرکت دارند. سطح بسیار کمی از تمرکز مالکیت تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد. در چنین مواردی، بنیان‌گذاران منابع شرکت را با هماهنگی کمتر بهره کنترل می‌کنند و آن منجر به مسائل نمایندگی به علت احتمال بیشتر ساخت و پاخت می‌شود. آن از طریق عملکرد ضعیف شرکت منعکس می‌شود، زیرا بازار تا حد زیادی تأثیر منفی کمبود هماهنگی بهره‌ی بنیان‌گذاران را کاهش می‌دهد. هنگامی که دارایی بنیان‌گذاران افزایش می‌یابد و بیش از 25 درصد افزایش می‌یابد، هماهنگی بهره بیشتری به وجود می‌آید و عملکرد شرکت بهبود می‌بخشد. با این وجود، در سطح بالایی از تمرکز (بیش از 75 درصد)، ارزش شرکت افزایش می‌یابد اما این افزایش قابل توجه نیست. این موضوع را می‌توان به عدم نقدینگی نسبت داد. مطابق قوانین SEBI، هر شرکت بورس هندی که سهام بنیان‌گذار آن‌ها بیش از 75 درصد است، باید سهام خود را تا 75 درصد کاهش دهد. راهکارهای زیر برای آن پیشنهاد می‌شود: (1) واگذاری سهام بیشتر به مردم، (2) فروش توسط بنیان‌گذاران از طریق آگهی عرضه‌ی سهام یا بازار بورس (2) توسط واگذاری حقوق یا سهام جایزه به سهامداران موجود به استثنای بنیان‌گذاران. عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از فروش احتمالی سهام می‌تواند تأثیر نامطلوبی بر ارزشیابی شرکت‌هایی با تمرکز بسیار بالای مالکیت داشته باشد.

در رابطه با موضوع دوم، یعنی اندازه‌ی هیئت مدیره، یافته‌های ما نشان می‌دهد که اندازه‌ی هیئت مدیره تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد. اندازه‌ی بزرگ هیئت مدیره نشان‌دهنده‌ی تعداد بیشتر مدیران داخلی و خارجی به علت الزام قانونی انتخابات نسبی مدیران خارجی است. ما معتقدیم اندازه‌ی بزرگ هیئت مدیره موجب تعدد نظرات، پیشنهادات و مشورت می‌شود که آن نقش مثبتی در ارزشیابی و ادراک بازار دارد. علاوه بر آن، تعداد بیشتر مدیران داخلی می‌تواند نشان‌دهنده‌ی گروه‌های ذینفع گوناگون در بین بنیان‌گذاران باشد. آن نیز به نوبه خود از ثبات و خردمندی در فرایند تصمیم‌گیری شرکت اطمینان حاصل می‌کند. نتیجه‌ی ما با برخی از پژوهش‌های اخیر که رابطه‌ی نزدیک بین اندازه‌ی بزرگ شرکت و عملکرد شرکت نشان می‌دهند، مطابقت دارد (کالسی و میتال شریواتا و 2016).



شکل 1: نقاط پراکندگی کیو توبین و ROA در برابر درصدهای سهام بنیان‌گذاران را نشان می‌دهد. توزیع تقریباً نرمال، یافته‌های ما از مدل‌های رگرسیون را تأیید می‌کند که بیان می‌کند بین 25 و 75 درصد از سهام بنیان‌گذاران، موجب بهترین عملکرد شرکت‌ها (هر دو عملکرد بازار و حسابداری) می‌شود. خارج از این محدوده تأثیر نامطلوبی بر عملکرد خواهد داشت.

مقررات SEBI در رابطه با وجود حداقل درصد مدیران مستقل، ناشی از چند فرضیه است که قبلاً به آن‌ها اشاره شد. در اصل، استنباط ما این است که درصد بالای مدیران مستقل در کاهش هزینه نمایندگی و نظارت بهتر نقش دارد و باید در بهره‌ی سهامداران اقلیت متفرقه بهتر عمل کند. با این وجود، ما در پژوهش خود، نتوانستیم آن را به طور تجربی اثبات کنیم. از نظر ما، آن می‌تواند به این علت باشد که در هند، مدیران مستقل اکثراً تنها توسط بنیان‌گذاران انتخاب می‌شوند. بنابراین، احتمال بسیاری وجود دارد که مدیران مستقل نهایتاً به نفع سهامداران عمده عمل کنند و در حقیقت مستقل نیستند (شکل 1).

جمع بندی

این مقاله در ابتدا به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت‌های هندی با وجود برخی مقررات قانونی منحصر به فرد الزام شده توسط نهاد تنظیم کننده بازار سرمایه هند SEBI می‌پردازد. این مقررات به حداکثر مالکیت مجاز سهام موسسان و نسبت مدیران خارجی در هیئت مدیره مربوط می‌شود. چنین مقرراتی که در کشورهای دارای قوانین عرفی (کامن لا) تا حدودی منحصر به فرد می‌باشند با اهداف خاصی برای اطمینان از حمایت سهامداران اقلیت ایجاد شده است.

با استفاده از پژوهشی شامل 265 شرکت، با داده‌های پیوسته از سال 2009 تا 2013، ما به یافته‌های تجربی جالب توجهی در محیط مقرراتی منحصر به فرد هند دست یافتیم. یافته‌ها نشان می‌دهد که الگوهایی با تمرکز متوسط تا زیاد (اما نه خیلی زیاد) بر مالکیت، اندازه‌ی بزرگ هیئت مدیره با خردمندی دیرینه، سود عملیاتی بالا، وام کم و حوزه‌ی تخصصی به جای تنوع‌بخشی، نشان‌دهنده‌ی یک راهبرد محافظه‌کارانه سنتی است که منجر به ارزش‌آفرینی در محیط هند می‌شود. موضوع قابل توجه این است که، (1) شواهد تجربی تأیید می‌کنند که حرکت اخیر SEBI برای اطمینان از حداقل سهام عمومی برای نقدینگی بیشتر و کاهش تضاد منافع بین سهامداران عمده‌ی بزرگ و سهامداران اقلیت، تا حدی اقدام خوشایندی برای کشف قیمت و ارزش‌آفرینی است و (2) اگرچه مقررات SEBI براساس این فرضیه است که مدیران مستقل، با رسیدگی به مسئله نمایندگی بین اعضای داخلی شرکت و سهامداران اقلیت خارجی، ارزش فزاینده برای سهامداران ایجاد می‌کنند، ما تأیید تجربی برای این فرضیه نیافتیم.

علاوه بر این، یافته‌ها می‌توانند کاربردهای گوناگونی در کشورهایی با قوانین عرفی و همچنین با چارچوب نظارتی برای حفاظت از منفعت سهامداران اقلیت داشته باشد. با این وجود، پژوهش ما دارای محدودیت‌هایی نیز است. ما اساساً بر تغییرات اخیر در الزام قانونی حداقل دارایی عمومی، اندازه‌ی هیئت مدیره و مدیران مستقل در رابطه با عملکرد شرکت‌های هندی تمرکز کرده‌ایم. پژوهش‌های موجود نشان می‌دهد متغیرهای حاکمیت شرکتی دیگری نیز وجود دارد که می‌توانند بطور بالقوه بر عملکرد شرکت

تأثیر بگذارند، مانند نظارت شدید مدیران که توسط تعداد دیگر کمیته‌هایی که هر مدیر در آن‌ها شرکت می‌کند، تعداد مدیریت‌های برگزار شده در شرکت‌های دیگر، تعداد جلسات هیئت مدیره با حضور مدیران، گروه حسابرسی و درصد زنان مدیر در هیئت مدیره ارزیابی می‌شود. تحقیقات آینده می‌توانند هر یک از این ویژگی‌ها را به طور مجزا یا با یکدیگر در نظر گیرند تا همراه با متغیرهایی که ما در پژوهش خود از آن‌ها استفاده کردیم، تأثیر آن‌ها بر عملکرد شرکت را بررسی کنند.

منابع و مراجع

- Banerji, K., and R.B. Sambharya. 1996. Vertical Keiretsu and international market entry: The case of the Japanese automobile ancillary industry. *Journal of International Business Studies* 27 (3): 89–114.
- Brick, I.E., O. Palmon, and J.K. Wald. 2006. CEO compensation, director compensation and firm performance: Evidence of cronyism. *Journal of Corporate Finance* 12 (1): 402–423.
- Dalton, D.R., C.M. Daily, A.E. Ellstrand, and J.L. Johnson. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure and financial performance. *Strategic Management Journal* 19 (2): 269–290.
- Hermalin, B.E., and Weisbach, M.S. 1987. The effect of board composition on corporate performance. Working Paper, Massachusetts Institute of Technology.
- Jackling, B., and S. Johl. 2009. Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review* 17 (4): 492–509.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (2): 1113–1155.
- Palmer, D., and B.M. Barber. 2001. Challengers, elites and owning families: A social class theory of corporate acquisitions in the 1960s. *Administrative Science Quarterly* 46 (1): 87–120.
- Mizruchi, M.S., and L.B. Stearns. 1994. A longitudinal study of borrowing by large American corporations. *Administrative Science Quarterly* 39 (2): 118–140.
- Van den Berghe, L.A.A., and A. Levrau. 2004. Evaluating boards of directors: What constitutes a good corporate board? *Corporate Governance: An International Review* 12 (3): 461–478.