

رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر حسین رحمان سرشت *

دکتر نادر مظلومی **

چکیده

از تعامل ساختار مالکیت با قدرت کنترل‌کننده شرکت، نظامی شکل می‌گیرد که نوعاً بر سازمان حکم می‌راند و تولید سازمانی نامیده می‌شود. در مطالعات نشان داده‌اند که تغییر اجزاء نظام تولید در سازمان‌ها به تغییر مسیر حرکت راهبردی آن‌ها می‌انجامد. هر چند در بررسی‌های اغلب محققین، پیچیدگی ساختار مالکیت به چند متغیره ساده خلاصه شده است و اثر شکل‌های متفاوت بافت مالکیت بر استراتژی و عملکرد را نادیده انگاشته‌اند. در این تحقیق نقش سرمایه‌گذاران نهادی برجسته‌تر دیده شده و رابطه حضور مالکانه آن‌ها با عملکرد مورد پرسش قرار گرفته است. به علاوه سعی شده است پاسخی برای تاثیرپذیری این رابطه از حضور سایر گونه‌های مالک نیز بیابد و در نهایت به این سوال پاسخ دهد که آیا ساختار مالکیت و تولید سازمان‌ها توان توجیه عملکردهای متفاوت در سازمان‌ها را دارد؟

*. استاد دانشگاه علامه طباطبایی.

** . عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبایی.

قالب نظری پژوهش مبتنی بر اقتصاد سازمانی با رویکرد نظریه‌ی شرکت، نظریه‌ی نمایندگی و حقوق مالکیت است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته در بورس سهام و اوراق بهادار تهران است. داده‌های مربوط به سیزده متغیر از یک صد و سی و یک شرکت برای یک دوره‌ی پنج ساله استخراج و مبنای تحلیل‌های آماری قرار گرفته‌اند. داده‌ها شامل پنج متغیر مالکیت، پنج متغیر به عنوان سنجی عملکرد مالی و سه متغیر نوع صنعت، اندازه شرکت و ساختار سرمایه هستند.

تحلیل آماری داده‌ها از طریق تحلیل واریانس، تحلیل عاملی و رگرسیون‌های چند متغیره انجام گرفته است. یافته‌ها نشان می‌دهند که گروه‌های مالک به یک شکل و میزان از قدرت و هم‌سویی در اثرگذاری بر عملکردی که توسط بازده دارایی‌ها و ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام سنجدیده شده‌اند برخوردار نیستند. در محدوده‌ی جامعه‌ی آماری مالکیت اشخاص حقیقی و حقوقی غیرمالی و مالکین درون سازمانی نقش مثبت اثرگذاری بر عملکردی که از طریق بازده دارایی‌ها و ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام سنجدیده شده‌اند برخوردار نیستند. در محدوده‌ی جامعه‌ی آماری مالکیت اشخاص حقیقی و حقوقی غیرمالی و مالکین درون سازمانی نقش مثبت اثرگذاری سرمایه‌گذاران نهادی را بر عملکرد تقویت نکرده‌اند. بر مبنای نتایج حاصل نهادها در نقش مالکین در شرکت‌های سهامی عام قدرت کاهش هزینه‌های نمایندگی و اثرگذاری مثبت بر عملکرد را دارند قدرت اثرگذاری نهادها در شرکت‌های کوچکتر بیشتر بوده است. در مجموع تفاوت در نظام تولید و ساختارهای مالکیت شرکت‌ها توانسته است بخشی از نوسانات در عملکرد شرکت‌ها را توضیح بدهند.

مقدمه

شرکت‌های سهامی که در عرصه‌ی اقتصاد کشورها به کسب و کار می‌پردازند زائیده‌ی فرآیند تکامل مالکیت شخصی هستند. فرآیندی که در طی آن گونه‌های متفاوتی از الگوهای فعالیت اقتصادی جمعی به بوته‌ی آزمایش گذاشته شده و در

نهایت الگوی شرکت سهامی (عام) که یک قالب حقوقی است به عنوان گونه برتر ظهور کرده است. امروزه این شرکت‌ها با جذب منابع بسیار و تبدیل آن‌ها به کالاها و خدمات موردنیاز جامعه نقش مهمی را در اقتصاد بازی می‌کنند.

در این شرکت‌ها دو نکته توجه را به خود جلب می‌کند. نخست آن که در این الگوها مسئولیت مالکین محدود است ولیکن ریسک پذیرفته شده توسط خریداران سهام که مالک شناخته می‌شوند محدود نیست. نکته دیگر آن است که دارنده‌ی سهم در این شرکت‌ها از حقوق عرفی و سنتی مترتب بر مالکیت دارایی‌ها برخوردار نیست. آنچه که وی مالک آن است یک سهم یا گواهی‌نامه است که نمود بیرونی سهم نسبی او از کل شرکت است. بنابراین، وی از حقی که یک مالک برای کنترل دارایی‌اش دارد و در این مورد دارایی‌های شرکت است، برخوردار نیست.

در شرکت‌های سهامی عام حقوق شناخته شده مالکین برای کنترل و بهره‌مندی اقتصادی در یک قالب قرار نمی‌گیرند. به عبارت دیگر به درجات مختلف شاهد جدا شدن مالکیت از کنترل در این سازمان‌ها هستیم. به تدریج با کم رنگ شدن اختیار اعمال حاکمیت مستقیم مالکین بر شرکت، کنترل به گروه‌های دیگری که هیات مدیره‌ها و مدیران را تشکیل می‌دهند سپرده می‌شود. به علت ارتباط درونی و سلسله مراتبی بین این سه گروه تعاملی مابین ایشان شکل می‌گیرد که از دو وجه برخوردار است. نخست تعامل و تعادل قدرت مابین ایشان و شیوه ارتباط اجزاء تشکیل دهنده این مجموعه حاکم که در متون مدیریت «تولیت» سازمانی^۱ خوانده می‌شود دارای آثاری است که در سمت و سوی حرکت و عملکرد این شرکت‌ها می‌تواند موثر واقع شود. دوم آن که تعامل مورد اشاره در قالب یک ساخت حقوقی به نام شرکت سهامی صورت می‌پذیرد که استفاده از آن حسب متون سازمانی و مالی موجود با هزینه‌هایی همراه است که هزینه‌های نمایندگی^۲ خوانده می‌شوند.

1. Corporate Governance

2. Agency Cost

با توجه به نکات فوق، می‌توان انتظار داشت که هرگونه تغییری در اجزاء ساختار حاکمیت (تولیت) شرکت‌ها به تغییر مسیر حرکت راهبردی و عملکرد آن‌ها و نیز افزایش یا کاهش این هزینه‌های نمایندگی بیانجامد. در سال‌های اخیر حضور سرمایه‌گذاران نهادی در جمع سهام داران شرکت‌های سهامی عام از رشد چشم‌گیری برخوردار بوده است. کمیت و کیفیت حضور این سرمایه‌گذاران در جمع مالکین شرکت‌های صنعتی به لحاظ تأثیری که بر ساختار مالکیت و نیز نحوه‌ی حاکمیت بر سازمان بر جای می‌گذارد درخور توجه است. زیرا تولیت ضعیف در شرکت‌ها نه تنها باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی نمی‌شود بلکه با افزایش هزینه‌ی جذب سرمایه قدرت رقابت شرکت‌ها را نیز کاهش می‌دهد. بدین سبب این اثر سهم مالکانه این نهادها در شرکت‌های صنعتی نکته‌ای درخور دقت است.

به دلایل فوق، مسائل مترتب بر جدائی مالکیت از کنترل و نیز نقش ساختار مالکیت شرکت‌های سهامی عام و اجزاء تشکیل دهنده آن پژوهش‌های بسیاری را در حوزه‌های مختلف اقتصاد، حقوق و مدیریت موجب شده است. محور اصلی این پژوهش نیز بررسی نحوه اثرپذیری عملکرد مالی شرکت‌های سهامی عام از حضور سرمایه‌گذاران نهادی در جمع مالکان آن‌ها است.

۲- گروه‌بندی مالکیت و کنترل

موضوع جدایی مدیریت و یا آنچه در متون مربوط آمده است، جدایی کنترل از مالکیت و تأثیر آن بر عملکرد سازمان‌ها از دیرباز مورد توجه مولفان و پژوهشگران نظریه‌های سازمانی، اقتصاد صنعتی، دیدگاه‌های مالی و اخیراً مدیریت راهبردی قرار داشته است. در ادامه روند چنین توجهاتی هم‌اکنون نیز پرداختن به لایه‌های بالایی هرم سازمانی یعنی، ساختار مالکیت سازمان (از لحاظ تنوع و میزان تراکم مالکیت‌ها) و چگونگی رویه‌های موثر حکم رانی و تولیت بر سازمان از موضوعات مورد توجه پژوهشگران به شمار می‌آید.

نقطه‌ی عزیمت برای گشودن باب بررسی، در این حوزه‌ها عموماً طبقه‌بندی انواع مالکیت و کنترل است که به طرق گوناگون انجام می‌گیرد. روشی را که مینتزبرگ در باب انواع مالکیت برگزیده است از گروه‌بندی‌های متعارف که اغلب بر مبنای سازمان‌های تحت کنترل مالکان و یا مدیران انجام می‌گیرد فراتر رفته و سنخ‌شناسی وی امکان بررسی جامع‌تری را ارائه می‌دهد. بدین منظور وی در بدو امر به اثرگذاری بر فعالیت‌ها و تصمیم‌های سازمانی توجه می‌کند و از این لحاظ مالکان را به دو گروه متصل با سازمان و یا منفصل از آن تقسیم می‌کند. وجه دیگر موردنظر وی پراکندگی سهام است. از این زوایه، سهام یک سازمان یا در محدوده کم دامنه‌ای توزیع شده است و لذا نوعی تمرکز در مالکیت سهام وجود دارد. یا آنکه سهام در بین تعداد زیادی توزیع و پخش شده و لذا گسترده است (MINTZBERG, 1983:108). با ترکیب وجوه فوق در یک آرایه چهار نوع مالکیت به دست می‌آید که عبارتند از:

۱. پراکنده - منفصل - ۲. پراکنده - متصل - ۳. متمرکز - متصل و ۴. متمرکز - متصل

اگر سنخ‌شناسی مینتزبرگ با مطالعات پژوهشگرانی که به مسأله جدایی مالکیت از کنترل و تاثیر بر استراتژی و عملکرد سازمان‌ها پرداخته‌اند مطابقت داده شود ملاحظه خواهد شد که اغلب بررسی‌های انجام گرفته معطوف به دو گروه اول و چهارم بوده‌اند. گروه چهارم شامل سازمان‌هایی است که در اغلب موارد مالکیت اکثریت سهام در اختیار یک فرد یا یک فامیل است و به عنوان موسساتی که در کنترل مالکان هستند شناخته می‌شوند. در گروه اول نیز سازمان‌هایی قرار دارند که گروه سهامداران منفرد به علت پخش بودن زیاد مالکیت کنترلی بر سازمان نداشته و مدیران حرفه‌ای شرکت را اداره می‌کنند.

۳- مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی

در کشور ما نیز در سالیان اخیر با گسترش روند واگذاری سهام شرکت‌های در ید اختیار دولت و روبرو بوده‌ایم. در فرایند این انتقال مالکیت، شاهد حضور سازمان‌ها و مؤسسه‌هایی هستیم که با عنوان سرمایه‌گذاران نهادی شناخته شده و در قالب

مالکان و صاحبان سهام جدید سهم بیشتری از ارزش ویژه شرکت‌های در حال انتقال را به خود اختصاص می‌دهند. بخشی از این شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی را موسسه‌های بیمه اعم از شرکت‌های بیمه بازرگانی، سازمان‌های تامین اجتماعی و یا صندوق‌های بازنشستگی تشکیل می‌دهند. هدف این گروه از سازمان‌ها که در نقش سرمایه‌گذار ظاهر می‌شوند قاعدتاً علاوه بر کسب سود، توان بخشی قوام مالی خود برای پاسخگویی به تعهدات آتی است که در قبال بیمه‌گذاران، مستمری بگیران و سایر ذینفعان سازمان‌های خود پذیرفته‌اند. گروه دیگر را مؤسسه‌هایی تشکیل می‌دهند که اصالتاً شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند و از سرمایه‌گذاری‌ها هدف پیشینه کردن سود را برای موسسه‌ی متبوع خود تعقیب می‌کنند. تعداد این گروه از سازمان‌ها نیز رو به تزاید بوده است. بدین ترتیب ملاحظه می‌شود که شرکت‌ها با تغییراتی در بافت و ترکیب سهامداران و به عبارتی در ساختار مالکیت خود مواجه هستند.

این تغییرات برحسب سنخ‌شناسی مینتزبرگ (۱۹۸۳) به معنای آن است که این گروه از سازمان‌ها را می‌توان جزو شرکت‌های پراکنده-متصل منظور کرد. شرکت‌هایی که در این گروه قرار می‌گیرند اگرچه توسط مدیران کنترل می‌شوند اما در مقایسه با آنهایی که از مالکیت سهام گسترده‌ای برخوردارند، به مراتب بیشتر تحت تاثیر سهامدارانی که از شخصیت حقوقی برخوردار هستند قرار دارند.

به عبارت دیگر این گروه از سهامداران و مالکان به صورت بالقوه منبع اثرگذاری برون سازمانی بر استراتژی و عملکرد بنگاه به شمار می‌آیند. این نکته مورد تایید فیفر و سالانسیک (PFEFFER AND SALANCIK, 1975) نیز قرار دارد. ایشان مالکیت را سازوکاری برای نهادینه کردن قدرت در سازمان می‌دانند و از این روی نوع مالکیت یک سازمان می‌باید بر استراتژی و عملکرد آن موثر واقع شود. حسب مدل وابستگی به منابع ارائه شده توسط این دو پژوهشگر سازمان‌ها نه تنها مجموعه‌ای از ائتلاف‌های منافع متفاوت بلکه بازارهایی هستند که در آنها قدرت و کنترل مبادله می‌شود و قدرت در سازمان‌ها حول منابع حساس و کمیاب سازمان،

تمرکز پیدا می‌کند (رحمان سرشت، ۱۳۷۷، ص: ۱۸۴) که سرمایه از آن جمله است. بنابراین موسساتی که به سرمایه‌گذاری در سایر شرکت‌ها می‌پردازند در حوزه‌هایی همچون ساختار سرمایه، استراتژی و عملکرد شرکت‌های تحت تملک خود به صورت بالقوه می‌توانند موثر واقع شوند و حضور در هیأت مدیره‌ها نیز بدین امر کمک می‌کند. قاعدتاً در میزان اثرگذاری مزبور نسبت‌های مالکانه موجود نیز نقش خود را بازی می‌کنند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که حضور این مؤسسه‌ها در ساختار مالکیت شرکت‌ها و در کنار سایر اشکال مالکیت حامل پیامدهایی در عملکرد و تولید سازمانی این شرکت‌ها خواهد بود.

با تغییر ساختار مالکیت شرکت‌ها و ترکیب مالکانه موجود می‌توان انتظار داشت که رفتارها و عملکردهای آنها نیز تعدیل شده و تغییر یابد. توجه به این نکته از چند لحاظ حائز اهمیت است. نخست آنکه هیأت مالکیت و خصیصه‌های آن با شکل بخشیدن به افق زمانی و حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیریت می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت موثر واقع شود. تمرکز طولانی مدت بر موضوعات خاص و دوره‌های طولانی مدت سرمایه‌گذاری برای پژوهش و توسعه و همچنین توسعه‌ی بازار و محصول برای قوام و حیات بنگاه‌های اقتصادی کشور در حال حاضر امری ضروری است. تا بدین وسیله با کسب صلاحیت و توانمندی محوری لازم آمادگی کافی را برای حضور در صحنه‌های شدیداً رقابتی بین‌المللی به دست آورند. علیرغم این واقعیت، کوتاه نظر بودن گروه‌هایی از سرمایه‌گذاران می‌تواند به معنای تعقیب هدف‌های کوتاه‌مدت از سرمایه‌گذاری توسط ایشان باشد. مساله نزدیک‌بینی و کوتاه نظری به ویژه از لحاظ تأثیری که بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در زمینه پژوهش و توسعه و نوآوری بر جای می‌گذارد حائز اهمیت است و بررسی‌های انجام گرفته تاکنون نتایج متفاوتی را به دست داده‌اند.

دلبستگی به نتایج کوتاه مدت و خصلت ریسک‌گریزی منتسب به سرمایه‌گذاران نهادی ضرورت توجه به نقش آنها را در سوگیری و عملکرد شرکت‌هایی که در آنها مبادرت به سرمایه‌گذاری شده است را، برجسته می‌سازد. بدین سبب سوال‌های

اساسی که این پژوهش بدان می‌پردازد آن است که چه رابطه‌ای بین ساختار مالکیت شرکت‌ها از نظر تنوع مالکین و همچنین میزان تمرکز نسبت‌های مالکانه از یک سوی با عملکرد این شرکت‌ها از سوی دیگر وجود دارد و دیگر آن که نحوه تعامل بین سرمایه‌گذاران نهادی با مدیران و سایر گروه‌های مالک در ساختار مالکیت سازمان و تاثیر آن بر رفتار و عملکرد این شرکت‌ها چگونه است.

۴- چارچوب نظری

برای بررسی این روابط، دیدگاه‌های عاملیت (نماینده‌گی) و ذی‌بفغان سازمانی از دو زاویه‌ی مختلف چارچوب‌های نظری لازم را می‌توانند در اختیار قرار دهند. در نظریه‌ی عاملیت تعارض منافع و علائق بین مدیران و سهامداران (مالکان) مورد توجه است. از دید نظریه پردازان وابسته به این خاستگاه فکری، مدیران دستور کارهای مشخص خود را به هزینه صاحبان سهام تعقیب می‌کنند. ریشه‌های چنین دیدگاهی در یافته‌های اولیه برل و مینز (*BERLE AND MEANS, 1932*) نهفته است که با پرداختن به جدایی مالکیت از کنترل به تاثیر این امر بر عملکرد و رفتار استراتژیک سازمان‌ها پرداختند. هر چند در طی دو دهه‌ی هفتاد و هشتاد میلادی این نظر بدو به عنوان یک پارادایم جدید در متون مربوط به اقتصاد مالی و سپس نظریه‌های سازمانی و سپس مدیریت استراتژیک درآمد. محور نظریه‌ی عاملیت بر این فرض استوار است که صاحبان سهام (مالکان) به دنبال بیشینه سازی ثروت خود هستند. در حالی که مدیران تابع مطلوبیت خود را بیشینه می‌سازند که شامل قدرت، امنیت شغلی دریافت‌های مالی و موقعیت ایشان و غیره است. فاما (*FAMA, 1980: 287*) فراهم آوردن رضایت مالکان را مستلزم بیشینه سازی کارآیی می‌داند. ولیکن خواسته‌های مدیران با افزایش اندازه شرکت که مطلوبیت‌های مذکور در بالا تابعی از آن هستند حاصل می‌آید و این امر موجب می‌شود مدیریت به افزایش نرخ رشد توجه کرده و آن را اغلب از طریق متنوع سازی تعقیب کند. این در حالی است که مدیران یک سازمان عامل‌هایی هستند که عناصر مختلف را از سوی سهامداران هماهنگ

می‌کنند و این هماهنگی از دیدگاه اقتصاد عقلایی می‌باید در راستای هدف‌های ایشان باشد. اما مدیران معمولاً هدف‌هایی را پی می‌گیرند که به حوزه‌های مختلف پاسخگو باشند. پذیرش این تعارض با هزینه‌هایی برای سازمان همراه است که در متون مربوط از آن به نام هزینه‌های نمایندگی (عاملیت) نام برده می‌شود.

جنسن و مک لینگ (*JENSEN AND MECKLING, 1976*) از اولین پژوهشگرانی بودند که با تاکید بر جدایی مالکیت از کنترل رابطه نمایندگی را تئوریزه کرده و بر این مبنا نتیجه گرفتند که تعایل مدیران به بیشینه سازی ثروت سهامداران وابسته به میزان مالکیت خود ایشان در شرکت مربوط است. به علاوه از نظر جنسن (۱۹۸۹) این امکان وجود دارد که مدیران به رشد فروش و توسعه سازمان که به افزایش قدرت شخصی آنها منجر می‌شود علاقه بیشتری از خود نشان دهند. هر چند از نظری کارآیی بازارهای سرمایه حیطه‌ی فعالیت مدیران را محدود می‌سازد. اسوالد و جاها (*OSVALD AND JAHERA, 1991*) نظریه موثر بودن وابستگی مالی خودی‌ها یا مالکان درون سازمانی بر عملکرد سازمان را مطرح کرده و وجود رابطه‌ی معنادار را نشان داده‌اند.

وجود رابطه‌ی مثبت مابین ساختار مالکیت با بهره‌وری توسط هیل و اس نل (*HILL AND SNELL, 1989*) مالکیت با طول دوره خدمت مدیران اجرایی توسط سالانسیک و فیفر (۱۹۸۰) و مالکیت سهامداران برون سازمانی با هزینه‌های صرف شده برای توسعه و تحقیقات توسط (*HANSEN AND HILL, 1991*) مورد بررسی قرار گرفته و نتیجه‌گیری شده است. اصولاً بر مبنای دیدگاه نمایندگی یا عاملیت که کارا بودن بازارها از مفروضات اساسی آن است، ساختارهای تولید سازمانی مناسب می‌توانند هزینه‌ی عاملیت را مقرون به صرفه کرده و کاهش دهند و این به مفهوم حاکم کردن ساز و کارهای مناسب برای انطباق علائق عامل و کارفرما است. تا آن جا که همسویی علائق و منافع به بهبودی عملکرد سازمان‌ها کمک بکند مساله‌ای در حوزه مدیریت استراتژیک نیز تلقی می‌شود.

۴-۱- تولیت سازمانی

این مفهوم ناظر بر تحوهی حاکمیتی است که بر یک شرکت سهامی عام اعمال می‌شود و مطابق با آن چگونگی پاسخگویی شرکت به سهامداران و همچنین سایر ذینفع‌های سازمانی‌اش شکل می‌گیرد. بدین سبب از نظر کارکرد شرکت‌ها و همچنین کل جامعه حائز اهمیت شمرده شده و در سالیان اخیر توجه بسیاری را به خود جلب کرده است. به لحاظ نظری پدیده‌های اقتصادی متعددی به صورت بالقوه در دایره مباحث تولیت سازمانی قرار می‌گیرند. این امر موجب شده است که گروه‌های مختلف حسب علائق و قالب‌های ذهنی خود تعاریف متفاوتی از آن ارائه کنند.

از جمله این دیدگاه‌ها، پرداختن به موضوع تولیت سازمانی به منظور یافتن ساختاری است که قدرت تشخیص و تصمیم‌گیری مدیران یک شرکت را به بهترین نحو در خدمت سهامداران قرار دهد. این زاویه دید در واقع معطوف به کنترل هزینه‌های نمایندگی^۱ ناشی از تقابل مالکین و مدیران توسط ساختار تولیت سازمانی است. در این چارچوب شلیفر و ویشنی (SHLEIFER & VISHNY, 1997: 737) مبحث تولیت سازمانی را متوجه روش‌هایی می‌دانند که به تامین کنندگان مالی شرکت اطمینان می‌دهد که سرمایه‌شان از برگشت کافی برخوردار خواهد بود. برخی دیگر موضوع را از حوزه‌ی اقتصاد دیده و وظیفه آن را کارآمدتر کردن شرکت‌ها با استفاده از زیر ساخت‌هایی همچون قراردادهای طراحی سازمان و مقررات می‌انگارند. در این قالب نظرات معطوف به مفهوم ارزش (ثروت) متعلق به سهامداران است. یعنی مالکین شرکت چگونه می‌توانند مدیران را به کسب یک نرخ بازده رقابتی ترغیب کرده و از این امر اطمینان حاصل کنند (MATHIESEN, 1999: 5).

سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی (OECD, ۱۹۹۸) تولیت سازمانی را ساختار روابط مابین سهامداران، اعضاء هیئت مدیره و مدیران و مسئولیت‌های مترتب بر آن می‌داند. از نظر این سازمان چنین ساختاری زمینه‌ی عملکرد رقابت‌آمیزی را که مستلزم دست یافتن به اهداف اولیه شرکت است، فراهم می‌آورد.

بدین ترتیب تولید سازمانی نظام هدایت و کنترل شرکت‌ها شناخته می‌شود و ساختار آن حقوق و دامنه‌ی مسوولیت‌های کنشگران یک سازمان از جمله هیئت مدیره، مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان را تعیین می‌کند.

در سالیان اخیر مطالعات متعددی پیرامون تولید سازمانی به عمل آمده است. جملگی سعی داشته‌اند که روشی بهینه را برای حکم راندن بر شرکت‌ها بیابند. بررسی‌های صورت پذیرفته توسط پرواز (PROWSE, 1994) و آنوکی و کیم (AOKI & KIM, 1995) در این میان بیش از دیگران مورد استناد قرار گرفته‌اند.

نویسندگان مزبور الگوهای تولید سازمانی را به دو الگوی انگلیسی-آمریکایی (انگلساکسون) و مدل آلمانی-ژاپنی تقسیم می‌کنند. توجه الگوی نخست معطوف به پیشینه سازی منافع سهامداران است. بر این مبنا رابطه‌ای حقیقی مابین بانک‌ها و شرکت‌ها برقرار است، سودآوری مورد تاکید قرار می‌گیرد، قبضه‌ی مالکیت امری عادی است و بازار اوراق بهادار منبع مهم تامین مالی شرکت‌ها به شمار می‌آید. مدل آلمانی‌ها در نقطه مقابل قرار گرفته و از ذینفع‌های سازمان به عنوان وزنه تعادل در مقابل سهامداران استفاده می‌کند. این دیدگاه شرکت‌ها را ائتلافی از گروه‌های با علائق و منافع متفاوت می‌بیند و مدیریت وظیفه دارد نقطه تعادل مابین آن‌ها را بیابد. ژاپنی‌ها نیز قائل به پیشینه سازی منافع و ارزش شرکت نیستند و توجه خود را بر روی رشد شرکت به عنوان ابزاری برای تضمین و حفظ مشاغل متمرکز کرده‌اند. ژو وانگ (XU & WANG, 1997: 42) دو مدل بالا را در قالب «تامین مالی» مبتنی بر کنترل» و «تامین آزاد» از یکدیگر متمایز می‌سازند. در مورد اول، سهامدارانی در شرکت سهامی عام حضور دارند که بخش بزرگی از سهام در اختیار آنها است. این سهامداران اصلی می‌توانند بانک‌ها، نهادهای مالی غیربانکی و یا شرکت‌های سهامی دیگر باشند. در این صورت مدیریت بیشتر تحت نظارت قرار می‌گیرد.

1. International Chamber of Commerce. 2001 DRA7T
2. Control Oriented
3. Arms-Length Financing

مالکیت متراکم انگیزه و توانایی لازم را برای نظارت و کنترل در اختیار سهامداران و سرمایه گذاران قرار می‌دهد. آلمان و ژاپن مصداق چندین الگوی هستند.

در تامین مالی آزاد پراکندگی زیادی در مالکیت سهام مشاهده می‌شود و بدین سبب قدرت تاثیرگذاری سهامداران بر مدیریت شرکت ضعیف است. بنابراین با فروش سهام که معمولاً قبضه‌ی مالکیت را به دنبال دارد، نسبت به عملکردهای ناموفق شرکت از خود عکس‌العمل نشان می‌دهند. چنین حالتی را در الگوی انگلوساکسون مشاهده می‌کنیم. در آمریکا حسب مقررات دولت که با هدف کسب اطمینان از متنوع بودن پرتفوی دارایی‌های شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، صندوق‌های متقابل و صندوق‌های بازنشستگی تدوین شده‌اند این شرکت‌ها را از داشتن منافع کنترل کننده در شرکت‌های سهامی عام باز می‌دارد. در این الگو بازارهای سرمایه و سهام با نقدینگی بالا، قوانین مربوط به افشای اطلاعات و معاملات مدیران و همچنین مقررات حفظ حقوق سهامداران جزء، زمینه حفاظت از سرمایه‌گذاران و سهامداران را فراهم می‌آورند. علی‌رغم تفاوت موجود بین نمونه‌های بالا، به نظر می‌رسد که به علت موفقیت‌های کسب شده توسط شرکت‌های آمریکایی در مسیر مشکلاتی که با آن مواجه بوده‌اند، انگاره پیشینه‌سازی منافع سهامداران توجه بیشتری را در حوزه تولید سازمانی کشورهای اروپایی و ژاپن به خود جلب کرده است. کما اینکه *OECD* در سال ۱۹۹۸ با انتشار اصول موردنظر خود در مورد تولید سازمانی، وظیفه‌ی اصلی شرکت‌ها را برآوردن علائق و توجه به منافع سهامداران می‌شمارد.

در یک نگاه کلی تولید سازمانی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند. عناصری که در این صحنه حضور دارند، عبارتند از سهامداران و ساختار مالکیت ایشان، اعضای هیئت مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که توسط مدیرعامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفع‌ها که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند. در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی

و حقوقی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حکم رانی و تولید بر سازمان‌ها و همچنین عملکرد آنها می‌تواند داشته باشد.

پژوهش حاضر از لحاظ نظری، در دیدگاه‌های اقتصاد سازمانی ریشه دارد. در مباحث مربوط به راهبرد شرکت‌ها و پژوهش‌های حوزه مدیریت راهبردی، محققین اغلب متکی به مطالعات موردی بوده و یا از حوزه‌های نظری اقتصاد صنعتی بهره برده‌اند. در دو دهه‌ی پایانی قرن بیستم، نظریه‌ی هزینه‌های معاملاتی^۱ که خواستگاه آن اقتصاد سازمانی است، قدرت خود را در توضیح برخی مسائل مربوط به مدیریت راهبردی نشان داده است. نظریه نمایندگی، دیدگاه دیگری است که در بستر اقتصاد سازمانی قرار داشته و در این پژوهش تلاش شده در قالب آن نقش راهبردی متغیر مالکیت توضیح داده شود. بدین سبب این پژوهش را می‌توان تلاشی ولو اندک در بسط مفاهیم مرتبط با نظام تولید بر سازمان‌ها از منظری راهبردی و نیز بسط رویکردهای قبلی پژوهشگران در پژوهش‌های راهبردی که تاکنون بر اقتصاد صنعتی و اقتصاد خرد تکیه داشته‌اند، دانست.

۵- فرضیه‌ها

با توجه به نکات مورد اشاره در بالا این پژوهش نخست حوزه اثرگذاری بسالقه حضور سرمایه‌گذاران نهادی مالک بر عملکرد شرکت‌ها را مورد مطالعه قرار داده است. سپس سعی شده است از چگونگی واکنش مدیران و سایر مالکین که حوزه اثرگذاری فوق را تعدیل می‌کنند تصویری به دست بدهد. بدین سبب برای درک روابط موجود فرضیه‌های اصلی زیر مورد آزمون قرار گرفته‌اند:

۱. بین میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با عملکرد مالی شرکت رابطه وجود دارد.
۲. بین میزان مالکیت مدیران اجرایی و میزان اثرگذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد مالی شرکت رابطه منفی وجود دارد.

۳. بین میزان مالکیت سهامداران منفرد یا شرکت‌ها و میزان اثرگذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت وجود دارد.
۴. بین میزان مالکیت سهامداران درونی سازمان و میزان اثرگذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت وجود دارد.
۵. بین میزان مالکیت بنگاه‌ها و نهادها و میزان اثرگذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

۶- جامعه‌ی آماری

جامعه آماری این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سهام اوراق بهادار تشکیل می‌دهند که در یک قلمرو زمانی ۵ ساله (۱۳۷۹ - ۱۳۷۵) مورد بررسی قرار گرفته‌اند. در بدو امر اطلاعات مربوط به ۳۰۸ شرکت برای دوره پنج ساله گردآوری شد. از این تعداد گروه واسطه‌های مالی و نیز آن‌هایی که داده‌های کامل را در اختیار گذاشتند غربال شده و تعداد این شرکت‌ها به ۱۳۱ مورد تقلیل یافت و داده‌های مربوط به سیزده متغیر در مورد هر یک برای یک دوره پنج ساله استخراج شده است.

۷- متغیرهای پژوهش

ساختار مالکیت شرکت‌های فوق‌الذکر به پنج گروه تقسیم و نسبت‌های مالکانه هر گروه متغیرهای مستقل پژوهش را تشکیل داده‌اند. عملکرد مالی شرکت‌ها متغیر وابسته بوده است. پژوهشگران در طول زمان از روش‌های مختلفی برای سنجش عملکرد استفاده کرده‌اند. متغیر سنجه‌ها همراه با گذر زمان مؤید آن است که انتخاب سنجه‌ای مناسب مسأله‌ای غامض است و برحسب انتخاب هدف پیشینه‌سازی ثروت سهام‌داران و یا دینفع‌های سازمان متفاوت خواهد بود. به علاوه سنجه‌های مورد استفاده در سایر پژوهش‌ها را می‌توان زیر دو عنوان گذشته‌نگر (مبتنی بر استانداردهای حسابداری) و یا آینده‌نگر (مبتنی بر انتظارات سرمایه‌گذاران) نیز قرار

داد. در بررسی حاضر تلفیقی از هر دو گروه انتخاب و در نتیجه پنج سنجه عملکرد به عنوان متغیرهای وابسته تعریف شده است. اندازه شرکت، نسبت بدهی و نوع صنعت در نقش متغیرهای کنترل کننده یا تعدیل‌گر وارد محاسبات شده‌اند. جدول ۱ متغیرهای پژوهش و نحوه‌ی کمی شدن هر یک را نشان می‌دهد.

جدول ۱ - فهرست خلاصه متغیرها

متغیرها	توضیح
متغیرهای عملکرد وابسته	
ROE	(ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) / (سود خالص)
ROA	(دارایی‌ها) / (سود بعد از مالیات)
Q توبین	ارزش دفتری دارایی‌ها / (ارزش دفتری بدهی‌ها + ارزش بازار حقوق صاحبان سهام)
MBR	(ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) / (ارزش بازار حقوق صاحبان سهام)
P/E	(سود هر سهم) / (قیمت هر سهم)
متغیرهای ساختار مالکیت مستقل	
FINST	میزان سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی (درصد)
FMGR	میزان سهم مالکانه مدیران (درصد)
FEMPL	میزان مالکانه کارکنان (درصد)
FCORP	میزان سهم مالکانه اشخاص حقوقی نهادها و نگاه‌های اقتصادی غیرمالی
FMAL	میزان سهم مالکانه شرکت‌ها و اشخاص حقیقی
متغیرهای کنترل	
TA	اندازه شرکت برحسب دارایی‌ها
D/ASST	نسبت بدهی / (ارزش دفتری دارایی‌ها) / (ارزش دفتری بدهی‌ها)

در جدول فوق، برای محاسبه Q توبین به علت در دسترس نبودن داده‌های مربوط به محاسبه نسخه اصلی این نسبت که مستلزم محاسبه ارزش جایگزین دارایی‌ها و نیز ارزش بازار بدهی‌های شرکت است، از نسخه ساده شده این سنجه استفاده شده است.

با توجه به گردآوری سنجش داده‌ها مقیاس کلیه متغیرهای پژوهش نسبی - فاصله‌ای است که از طیف چند ارزش با طبقه‌های زیر برخوردارند. نرمالیتی

متغیرهای وابسته توسط آزمون کودموگروف اسمیرنوف سنجیده شده است. به استثناء ROA بقیه از توزیع نرمال برخوردار نبوده‌اند. بدین سبب به منظور فراهم آوردن امکان استفاده از آزمون‌های آماری قوی‌تر و نیز تخمین معادلات رگرسیون از صورت‌های تعدیل شده متغیرهای وابسته که توزیع نرمال آنها را به دست می‌دهد استفاده شده است.

۸- روش پژوهش

در جدول شماره ۲ چارچوب کلی مراحل تحلیل داده‌ها و روش‌های آماری مورد استفاده منعکس شده است.

در مدل‌های رگرسیون برآورد پارامترها با روش حداقل مربعات (OLS) انجام گرفته است و در تمامی مدل‌ها امکان وجود خود همبستگی توسط آزمون دوربین-واتسون مطالعه شده است. آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون با آماره t و معنادار بودن معادله رگرسیون توسط آزمون (F) انجام گرفته‌اند.

بررسی اولیه رابطه بین سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی با هر یک از سنجه‌های عملکرد نشان می‌دهد که قدرت توضیح‌دهی رگرسیون در سنجه بازدهی دارایی‌ها (ROA) بیش از سایر سنجه‌ها است و رابطه مابین این دو متغیر مورد تایید قرار گرفته است. به عبارت دیگر سهم مالکانه نهادهای سرمایه‌گذاران به عنوان یک متغیر مستقل تنها توانسته است سنجه عملکرد بازده دارایی‌ها اثرگذار شد. در ارتباط با این نتیجه در مقطع فعلی ذکر این نکته ضروری است که در بسیاری از پژوهش‌های پیشین پژوهشگران اصولاً به استفاده از یک سنجه مالی و آن هم بازده دارایی‌ها بسنده کرده و بر آن مبنا نتیجه‌گیری کرده‌اند. بدین لحاظ نتیجه کسب شده را می‌توان معتبر دانست.

به منظور درک این مطلب که عملکرد شرکت‌ها چگونه از تعامل مالکین مختلف اثر می‌پذیرد در بدو امر معادلات رگرسیون با دو متغیر مستقل و سپس چند متغیره مورد مطالعه قرار گرفتند. یافته‌ها حاکی از آن بود که با اضافه شدن هر یک از

گروه‌های مالک به مدل پایه به عنوان یک متغیر مستقل جدید تغییر محسوس در قدرت توضیح‌دهی مدل‌ها رخ نمی‌دهد.

جدول شماره ۲ - مرحله تجزیه و تحلیل داده‌ها

آزمون کولموگروف - اسمیرنوف	آزمون نرمالیتی کلیه متغیرهای پژوهش	مرحله (۱)
آماره‌های مورد استفاده: میانگین، واریانس و ۱	تحلیل آماره‌های توصیفی متغیرها	مرحله (۲)
الف- ضریب همبستگی پیرسون: داده‌های نرمال ب- ضریب همبستگی اسپیرمن: غیرنرمال	محاسبه ضرایب همبستگی	مرحله (۳)
تجزیه و تحلیل واریانس یک طرفه (ANOVA) «آنالیز کوواریانس متغیرهای وابسته»	بررسی معنادار بودن تفاوت‌ها	مرحله (۴)
<div style="display: flex; flex-direction: column; align-items: center;"> <div style="display: flex; align-items: center; margin-bottom: 10px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px 5px;">سنجه‌های عملکرد</div> <div style="margin: 0 5px;">←</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;"> FINST FMGR FAML FEMPL FCORP </div> </div> <div style="display: flex; align-items: center; margin-bottom: 10px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px 5px;">سنجه‌های عملکرد</div> <div style="margin: 0 5px;">←</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">متغیرهای مالکیت</div> </div> <div style="display: flex; align-items: center; margin-bottom: 10px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">متغیرهای کنترل</div> <div style="margin: 0 5px;">←</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;"> TDTA ASSET </div> </div> <p style="margin: 0 5px;">کل ساختار مالکیت</p> <div style="display: flex; align-items: center; margin-bottom: 10px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px 5px;">سنجه‌های عملکرد</div> <div style="margin: 0 5px;">←</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;"> [] [] [] [] [] </div> </div> </div>	بررسی روابط ساختار مالکیت با عملکرد: مدل-های رگرسیون تحلیل‌های چندمتغیره	مرحله (۵)
تجزیه به مؤلفه‌های اصلی عامل آنالیز پیر رگرسیون	بررسی روابط ساختار مالکیت با عملکرد: تحلیل‌های چند عاملی	مرحله (۶)

به علاوه در اغلب مدل‌ها مزایا به دست آمده معنادار نبوده و در تعداد زیادی نیز با برآزش سنجه‌های عملکرد بر روی متغیرهای مستقل قابل تفسیر نمی‌نمود. زیرا تناسب مدل‌ها معنادار نبوده و قابل قبول نبود. هر چند در محدوده جامعه آماری و با مقایسه جهت تاثیرگذاری ضرایب این جمع‌بندی کلی به دست می‌آمد که فرضیات اول، دوم و پنجم را تایید شده بدانیم.

یافته‌های فوق‌الذکر، با توجه به شواهد تجربی به این تردید دامن می‌زد که نحوه محاسبه متغیرهای مستقل، به طور ذاتی موجب همبستگی بین این متغیرها شده و بدین سبب بر صحت محاسبات و نتایج به دست آمده اثر گذاشته است. برای رفع تردید و مشکل موردنظر از تحلیل‌های چند عامل و روش تجزیه به مؤلفه‌های اصلی استفاده شد. بدین ترتیب متغیرهای ساختار مالکیت به سه مؤلفه اصلی تبدیل و یک فاکتور نیز جایگزین متغیرهای کنترل شد. (جدول شماره ۳).

جدول شماره ۳ - ماتریس مؤلفه‌ها

	مؤلفه‌ها		
	۱	۲	۳
<i>FINST</i>	-۰/۹۶	-۰/۲۲۰	۰/۱۲۹
<i>FAML</i>	۰/۷۷۳	-۰/۵۱۷	-۰/۳۵۳
<i>FFCORP</i>	۰/۱۶۵	-۰/۹۴۰	-۰/۲۲۲
<i>FMGR</i>	۰/۳۴۷	-۰/۱۳۷	۰/۶۸۹
<i>FEMPL</i>	۰/۳۲۴	۰/۲۴۷	۰/۶۰۱

سپس برای بررسی نحوه اثرگذاری مالکیت نهادی سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت‌ها در حضور متغیرهای کنترلی و نیز سایر گروه‌های مالک و دو مدل کلی زیر برآزش شده‌اند.

$$\text{عملکرد} = \alpha + \beta_1 \text{FINST} + \beta_2 \text{FACTOR}(\text{TA, D / ASST}) + e$$

$$\text{عملکرد} = \alpha + \beta_1 \text{FACTOR 1} + \beta_2 \text{FACTOR 2} + \beta_3 \text{FACTOR} + \beta_4 \text{FACTOR}(\text{T, D / ASST}) + e$$

در هر دو مدل برازش بازدهی دارایی‌ها (*ROA*) مدل‌های پذیرفته شده‌اند با تصریح زیر به دست می‌آید.

$$ROA = \alpha + \beta_1 FINST + \beta_2 FACTOR(TA, D/ASST) + e$$

$$t: ۱۲/۶۷ \quad ۲/۲۷ \quad -۲/۲۸$$

$$Sig: ۰/۰۰۰ \quad ۰/۰۲۵ \quad ۰/۰۲۴$$

$$R^2: ۰/۰۷۳ \quad F: ۵/۰۲ \quad sigF: ۰/۰۰۸ \quad SSE: ۱/۵۱$$

در مدل مذکور فروض نرمالیتی، صفر بودن میانگین و ثابت بودن واریانس باقی مانده‌ها پذیرفته شده است. با جایگزین کردن اجزاء مؤلفه و محاسبه ضرایب متغیرها مدل نهایی عبارت است از:

$$ROA: -۰/۱۸۸ + ۰/۱۹۴FINST - ۰/۱۴۷TA - ۰/۱۴۷D/ASST + e$$

در مدل دوم عوامل استخراج شده از نسبت‌های مالکیت همراه با مؤلفه متغیرهای کنترلی برازش شده‌اند. در مورد *ROA* مدل پذیرفته زیر را داریم.

$$ROA = \alpha + \beta_1 FACTOR1 + \beta_2 FACTOR2 + \beta_3 FACTOR + \beta_4 FACTOR(T, D/ASST) + e$$

$$t: ۲۲/۵۸ \quad -۲/۳۷ \quad ۰/۰۹۹ \quad -۰/۰۸ \quad -۲/۳۸$$

$$Sig: ۰/۰۰۰ \quad ۰/۰۱۹ \quad ۰/۹۲۱ \quad ۰/۹۳۶ \quad ۰/۰۱۹$$

$$R^2: ۰/۰۷۶ \quad SSE: ۱/۵۷ \quad F=۵/۲۶ \quad sigF=۰/۰۰۶$$

ملاحظه می‌شود که آماره *t* فقط در ارتباط با اثرگذاری فاکتور ۱ و نیز مؤلفه متغیرهای کنترلی بر متغیر وابسته (عملکرد) معنادار است. با جایگزین کردن اجزاء مؤلفه‌های فوق مدل به شرح زیر تصریح می‌شود:

$$ROA = ۰/۲۱۴ + (-۰/۲۰۲)FACTOR1 + (-۰/۲۰۲)FACTORI(TA, D/ASST) + e$$

$$ROA = ۰/۲۱۴ + ۰/۱۹۵ FINST - ۰/۱۱۶FAML - ۰/۳۳۰ FCORP - ۰/۰۷۰ FMGR$$

$$-۰/۰۶۵FEMPL - ۰/۱۵۲ TA - ۰/۱۵۲ D/ASST + e$$

تفاوت آشکاری بین مدل فوق با مدل‌های رگرسیونی قبل مشاهده می‌شود. نخست آنکه تناسب مدل مورد پذیرش قرار گرفته است. دیگر آنکه حضور سایر متغیرهای

مستقل در مدل موجب حذف متغیر نهادهای سرمایه‌گذاری نشده است. رابطه بین نسبت سهم مالکانه این نهادها با سنجه عملکردی ROA معنادار و مثبت است. یافته‌های این پژوهش به ویژه نتایج کسب شده از تحلیل عاملی وجود رابطه معنادار بین بعضی از گروه‌های مالک را با حداقل دو مورد از سنجه‌های عملکرد مالی شرکت‌ها نشان می‌دهد.

برحسب یافته‌های پژوهش از زاویه دیدگاه تولید سازمانی، این توضیح را می‌توان ارائه کرد که ترکیب مناسبی از ساختار تولید اعمال شده بر سازمان‌ها، هزینه نمایندگی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده را کمینه ساخته و زمینه عملکردهای متفاوت را فراهم می‌آورد. بنابراین در پاسخ به سؤال پژوهشگران زمینه‌ی مدیریت راهبردی، ساختار تولید می‌تواند به عنوان یکی از پارامترهای اثرگذار بر عملکرد شرکت‌ها مورد توجه قرار بگیرد.

نکته دیگری که باید بدان توجه داشت، آن است که همه گروه‌های مالک به یک شکل از قدرت و هم‌سویی در اثرگذاری بر عملکرد برخوردار نیستند. در این تحقیق، استدلال چاگانتی و دمانپور (۱۹۹۱) و نیز مک ایچرن (۱۹۷۵) در مورد ضرورت قائل شدن تفاوت میان گونه‌های مختلف مالکیت و نیز استدلال تامسون و پدرسون (۱۹۹۷) درخصوص توجه به اولویت‌های متفاوت مالکین ذینفع در ارتباط با شرکت تأیید شده است.

مطالعه و بررسی تمامی جوانب مسائل مربوط به کنترل و مالکیت شرکت‌ها نیاز به تلاش‌هایی بیش از آنچه در این مقاله آمده است دارد. با این حال برآوردهای منتج از مدل‌های استفاده شده در این تحقیق تأییدی قابل توجه برای اثر نوسانات سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی جامعه آماری بر عملکردهای مشاهده شده شرکت‌ها محسوب می‌شود. البته قابل ذکر است که از میان پنج سنجه معرف عملکرد مالی شرکت این تأثیر مثبت و معنادار فقط بر نسبت بازده دارایی‌ها (ROA) که سنجه‌ای برگرفته از صورت‌های مالی است قابل مشاهده بوده است. در صورتی که کفایت این

سنجه را بپذیریم (در بسیاری از پژوهش‌های پیشین فقط به همین سنجه اکتفا شده است) در آن صورت این یافته فرضیه‌ی اصلی این رساله را تایید می‌کند.

تایید این فرضیه در قالب نظریه‌ی نمایندگی بیانگر این نکته است که سرمایه‌گذاران نهادی از ظرفیت به عهده گرفتن نقش ناظر بیرونی در کنترل مدیریت که به کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش عملکرد شرکت منجر می‌شود برخوردارند. با توجه به استدلال فوق می‌توان گفت که ساختار مالکیت شرکت (به معنای تمرکز و تنوع آن) قدرت است بخشی از نوسانات در عملکرد مالی شرکت را توضیح بدهد. بنابراین در پاسخ به سؤال روملت (۴۳ : ۱۹۹۱) در مورد علت متفاوت بودن عملکرد شرکت‌ها، علی‌رغم داشتن راهبردهای مشابه می‌توانیم تفاوت در نظام تولید و ساختارهای مالکیت شرکت‌ها را به عنوان یک عامل در نظر بگیریم.

در مباحث مربوط به تولید سازمانی با دو استدلال مختلف در مورد تمرکز مالکیت مواجه هستیم. یکی مربوط به فاما و جنسن (۳۲۹ : ۱۹۸۳) است که افزایش تمرکز را موجب کاهش عملکرد می‌داند. از نظر ایشان افزایش تمرکز مالکیت موجب افزایش هزینه سرمایه شرکت می‌شود. در دیدگاه دوم مالکین عمده از قدرت پیگیری و کنترل مدیران برخوردارند. بنابراین وجود تمرکز در مالکیت شرکت را باعث بهبود عملکرد می‌داند. این دیدگاه را شلیفر و ویشنی (۷۵۴ : ۱۹۹۷) ارائه می‌دهند. شواهد این پژوهش نشان می‌دهد که تمرکز نسبی سهام فقط نزد نهادهای سرمایه‌گذاری را می‌توان عامل توجیه کننده بهبود عملکرد دانست.

این نتیجه می‌تواند به گونه‌ای دیگر هم توجیه شود. در بازار مالی توسعه نیافته سرمایه در ایران معمولاً هنجارهای غیررسمی قوی است، عدم تقارن جدی در اطلاعات قابل مشاهده است و بازار به اندازه کافی شفاف نیست. در چنین شرایطی ساز و کار بازار نمی‌تواند منابع را به درستی تخصیص دهد. پراکنده بودن سهام تحت چنین شرایطی امکان کنترل را به طور کامل از دست مالکین خارج ساخته و هزینه‌های نمایندگی به شدت افزایش می‌یابد. نهادهای سرمایه‌گذاری به رغم نارسایی‌های فوق به علت در اختیار داشتن حرفه و تخصص بالا در بازارهای مالی

امکان اعمال نظارت و کنترل را دارند. مدیران نیز در حضور مالکین قدرتمند ترجیح می‌دهند برای کسب رضایت ایشان از بهره‌برداری از نقصان موجود در سازوکار بازار به نفع خود اجتناب کنند. این نتیجه مطابق با الگوی مدیریت ذینفع راهبردی بر من و همکارانش (۱۹۹۹: ۴۹۲) همخوانی دارد. بنابراین نظر این پژوهشگران نهادهای سرمایه‌گذاری را در چنین شرایط باید ذینفع راهبردی به حساب آورد. عملکرد سازمان از شیوه رفتار این گروه تاثیر می‌پذیرد و داده‌های پژوهش این واقعیت را تایید می‌کند.

در مورد تعاملی که بین سایر گروه‌های مالک با نهادهای سرمایه‌گذاری در اثرگذاری بر عملکرد برقرار می‌شود، نتایج به دست آمده از مدل‌های اولیه رگرسیون‌ها امکان استنباط دقیقی را به دست نمی‌دهد. در اغلب معادلات رگرسیون مربوط، مدل‌ها برازش مناسبی نداشته و ضرایب متغیرها معنادار نبوده‌اند. بر این مبنا در مورد فرضیات دوم الی پنجم در محدوده جامعه نمونه آماری می‌توان داوری کرد. ولیکن در تحلیل‌های بعدی با مدل‌های تصریح شده قابل قبولی مواجه هستیم.

بر همین مبنا فرض دوم را می‌توان تأیید شده دانست. زیرا بین اثرگذاری سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد و سهم مالکانه مدیران هم سویی مشاهده نشد. این یافته را می‌توان تأییدی بر این نظریه دانست که مالکیت مدیران و مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری را سازوکارهای کنترلی می‌داند. حسب دیدگاه نمایندگی مالکیت مدیران در شرکت‌ها عاملی انگیزشی برای هم سو کردن علایق ایشان با منافع مالکین به شمار می‌آید. یافته این تحقیق نشان می‌دهد که با افزایش سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی نیاز کمتری به استفاده از این عامل انگیزشی در شرکت‌ها ایجاد می‌شود.

نتایج پژوهش و نمونه آماری نشان می‌دهد که مالکیت اشخاص حقیقی و حقوقی غیرمالی و مالکین درون سازمانی (غیر از مدیران) را نمی‌توان تقویت‌کننده نقش سرمایه‌گذاران نهادی در کنترل هزینه‌های نمایندگی دانست. بنابراین فرضیه‌های سوم و چهارم و پنجم تحقیق تأیید نمی‌شوند. از رد این فرضیه‌ها می‌توان چنین استنباط

کرد که مالکین دارنده بلوک‌های بزرگ سهام در شرکت‌ها از قدرت ائتلاف برای اثرگذاری بر استراتژی‌ها و عملکرد شرکت‌ها برخوردار نیستند. این نکته ضرورت توجه به ترکیب هیئت مدیره‌ها را خاطر نشان می‌سازد.

در جمع‌بندی نهایی، شواهد تجربی کسب شده در این پژوهش در مورد اثربخش بودن ساختار مالکیت نظام تولید سازمانی در عملکرد شرکت‌ها نشان می‌دهد که عملکرد رابطه‌ای مثبت با حضور سرمایه‌گذاران نهادی دارد. داده‌ها حاکی از قدرت نظارت این نهادها بر مدیریت و کم کردن هزینه‌های نمایندگی متوجه شرکت است. رابطه اندازه شرکت، نسبت بدهی و سایر مالکین با عملکرد منفی است. این یافته‌ها از یک لحاظ می‌تواند موجب نگرانی نیز باشد. در ساختار مالکیت فعلی شرکت‌ها شاید اختلاف منافع سنتی مورد نظر فیما بین مدیران و مالکین شرکت، مشکل اصلی نیست. با توجه به تمرکز مالکیت در بازار، تعارضات ناشی از نمایندگی تا حدودی قابل حل است. آنچه که توجه بیشتری را می‌طلبد، وجود مشکلات احتمالی ناشی از رابطه نمایندگی میان سهامدار کنترل کننده (عمده) و مدیران از یک سوی و مالکین دارای اقلیت سهام و سایر ذینفع‌ها از سوی دیگر است. بنابراین ائتلاف میان دو گروه اول امکان دارد زمینه را برای کسب منافع شخصی (اطلاعاتی و غیرو) و نیز مزایای مالی که معمولاً در اختیار دیگران قرار نمی‌گیرد فراهم بیاورد.

نکات فوق، بی‌توجهی به ابعاد تولید سازمانی بر مبنای نظریه نمایندگی در پژوهش‌های مربوط به مدیریت راهبردی را ناموجه می‌سازد. زیرا اهمیت تعامل میان گروهی از ذینفع‌ها که دارای منافع متعارض هستند و در عین حال به طور مستقیم یا غیرمستقیم بر عملکرد اثر می‌گذارند را آشکار و برجسته می‌کند بدین سبب پرداختن به ساختار مالکیت شرکت در حالی که صورت‌بندی و اجرای راهبرد، همدلی، هر چند با اختلاف نظر ذی‌نفعان را ایجاد می‌کند، ضرورت دارد. در این صورت، بیشینه‌سازی ثروت سهامداران به عنوان یک هدف برای شرکت‌ها مطرح می‌شود. هر چند چنانکه اشاره شد در ایران بیشینه‌سازی سود به طور سنتی امری مذموم و

ناپسند شمرده می‌شود. تعقیب چنین هدفی به بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌انجامد. در نتیجه سایر ذینفع‌ها نیز اجر نهایی تلاش‌های خود را دریافت خواهند کرد.

۳-۵- پیشنهادها به سایر پژوهشگران

به رغم آنکه در این پژوهش رابطه مالکیت نهادهای مالی با کنترل (هزینه‌های نمایندگی) نشان داده شده است، این رابطه آنچنان قوی نیست که نیاز به سایر سازوکارهای کنترل درون و برون سازمانی را منتفی کند. فراهم آوردن زمینه‌های لازم برای شکل گرفتن و انسجام بازار نیروی کار مدیریتی که ارزیابی مستمر عملکرد مدیران شرکت‌ها را به همراه دارد از این جمله است. در چنین بازاری می‌توان انتظار داشت که شیوه‌های انگیزشی نوین مورد عمل قرار بگیرد.

پژوهش در مورد متغیرها و روابط بین متغیرهای موثر بر سازوکار شرکت‌های سهامی عام، با توجه به نیاز مفرط شرایط اقتصادی به کارآیی این بنگاه‌ها، ضرورتی انکارناپذیر است. در این مقاله فقط یکی از جنبه‌های مرتبط با ساختار مالکیت شرکت‌ها مورد دقت قرار گرفت. برای وسیع‌تر شدن گستره شناخت از نقش تولید سازمانی پیشنهاد می‌شود از آنجا که جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره پنج ساله بوده است. برای تعمیم نتایج، گسترش نمونه آماری به شرکت‌های خارج از بورس نیز گسترش بیاید. ثانیاً در این تحقیق رابطه مالکیت با عملکرد به صورتی بلاواسطه مورد بررسی قرار گرفته است. رابطه مابین مالکیت - استراتژی و عملکرد شرکت به لحاظ نظری دامنه شمول تحقیق را گسترده‌تر و درک عمیق‌تری از رفتار مدیران و شرکت را به دست می‌دهد.

منابع و مأخذ

منابع فارسی

- ۱- رحمان سرشت حسین، (۱۳۷۷). *تئوری‌های سازمان و مدیریت از نوین‌گرایی تا پسانوین‌گرایی*. موسسه انتشاراتی فن و هنر.

منابع لاتین

1. Aoki, Masahiko and Hyung-Kikim (1995). **Corporate Governance in Transitional Economis: Insider Control and The Role of Banks**, The World Bank: Washington, DC.
2. Berle, A.A, & Means, G.C. (1932). **The Modern Corporation and Private Property**. New York: MacMillan.
3. Berman, L.S, Wicks, A.C. and Jones, M.T. (1999). "Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship Between Stakeholder Management Models and Firms Performance" **Academy of Management Journal**, 42: 488-506.
4. Chaganti R, Damanpour, F. (1991). "Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance". **Strategic Management Journal**, 12: 479-491.
5. Fama, E.F. and Jensen, M.C. (1983). "Separation of Ownership and Control". **Journal of Law and Economics**, 26:301-26.
6. Fama, E.F. (1980). "Agency Problems and The Theory of The Firm." **Journal of Political Economy**, 88:288-307.
7. Hansen, G.S. and Hill, W.L. (1991). "Are Institutional Investors Myopic". **Strategic Management Journal**, 12:1-16.
8. Hill, W.L. and S.A.Snell. (1989). "The Effects of Ownership Structure And Controll On Corporate Productivity". **Academy Of Management Journal**, 32:25-46.
9. Jensen, M.C., & Meckling, W. (1976). "Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Owership Structure" **Journal of Financial Economics**, 3: 305-360.
10. Mathiesen, H. (2002). *Managerial Ownership and Financial Performance*. Available / at: <http://www.Encycogov.com>
11. Me Eachern, W.A.(1975) *Managerial Control and Performance*. Lexington Books, Lexington, MA.

12. Mintzberg, H. (1983). **Power In And Around Organization**. Prentice-Hall, Engewood Cliffs, NJ.
13. OECD, (1998). **OECD Economic Surveys**. 1998 Korea. OECD, Paris.
14. Oswald, S.L. and Jahera, J.S. (1991). "Research Notes and Communications The Influence of Ownership on Performance." **Strategic Management Journal**, 12:321-326.
15. Prowse, S. (1994). **Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Governance Mechanisms Among Large Firm in the United States, the United Kingdom, Japan, and Germany**, BIS Economic Papers, no. 41, May.
16. Pfeffer, J And Salancik, G.R. (1978). **The External Control Of Organizations: A Resource Dependence Perspective**, Harper And Row, New York.
17. Rumelt, R.P. Schendel, D. Teece, D.J. (1991). "Strategic Management and Economics". **Strategic Management Journal**, 12 (Special Issue): 5-29.
18. Shleifer, A. Vishny, R. , (1997). "A Survey of Corporate Governance". **Journal of Finance** 52: 737-783.
19. Thomson, S. & Pedersen , T. (1997). **Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies**. Danish Research Unit Industrial Dynamics Conference, Denmark.
20. Xu Xiaonian & Wang Yan. (1997). **Ownership Structure, Corporate Governance, and Firms Performance: Chinese Stock Companies**. <http://www.Word Bank. Org>.