



"Research Article"

Providing an Optimal Total Productivity Model based on the Combination of the Ownership and Supervisory Efficiency of Independent Managers

*Amir Lalisarabi^{*1}, Naser Barkhordar², Ghasem Zarei³*

(Received: 2023.05.10 - Accepted: 2023.09.12)

Abstract

The aim of the current research was to present an optimal model for total productivity based on the combination of ownership and supervisory efficiency of independent managers of companies listed on the Tehran Stock Exchange. This research was a descriptive-deductive description in terms of its practical purpose and the method used. In order to analyze the data using the panel data method and to test the hypotheses, multiple linear regression tests were conducted in a sample consisting of 80 selected companies admitted to the Tehran Stock Exchange in the period of 1393-1400. In this research, the rate of return on equity and the ratio of book value to market value were used to measure the productivity index. The results of the estimation of the research models showed that when the variable rate of return on equity is considered as a productivity index, the composition of ownership has a significant negative effect on productivity. In fact, greater concentrated ownership in the institutional and major shareholders of the company causes a significant decrease in the productivity of companies; however, the increase in the number of non-commissioned members compared to the total number of board members as an indicator of the supervisory efficiency of independent directors does not have a significant effect on productivity. The effects of financial leverage and company size on the productivity of companies were found to be both negative and positive, that is, when the variable of the ratio of book value to market value is considered as a productivity index, ownership composition has a negative effect on productivity, but the effect of increasing the supervisory efficiency of independent managers on productivity was found to be significantly positive. As a result, reducing the concentration of managers' ownership and increasing the number of non-commissioned board members can improve productivity.

Key Words: productivity, composition of ownership, supervisory efficiency, independent managers, Tehran Stock Exchange

1. Assistant Prof, Department of Public Management, Payame Noor University, Tehran, Iran.

*Corresponding author: lalisarabi@pnu.ac.ir

2. Assistant Prof, Department of Public Management, Payame Noor University, Tehran, Iran.

3. Associate Prof, Department of Management, Mohaghegh Ardabili University, Ardabil, Iran.

1. Introduction

Each of the different combinations of ownership (types of ownership) can be effective in improving the performance and productivity of the company. Therefore, the methods of controlling the performance of managers and the factors affecting their performance, as well as the method of measuring the effect of each type of ownership on the productivity of companies, are among the issues that are of great interest to shareholders, managers and researchers. For this reason, the relationship between the structure (composition) of ownership and productivity, and especially the performance of companies, has been the focus of many researchers, however, no consensus has been established regarding the nature of such a relationship. By achieving the optimal composition of the company's ownership structure, more appropriate measures can be taken to improve its productivity.

2. Literature Review

Adopting the optimal policy to determine the ownership structure by managers plays an important role in risk management, maximizing shareholders' wealth, and as a result, increasing productivity improvement indicators. The financial literature shows that the main reasons for the failure of companies can be poor management and inappropriate combination of ownership structure. Some researchers point out that large shareholders are perceived as a symbol of a better regulatory environment by the least shareholders. This discussion is compatible with the view that ownership concentration is a supervisory attitude of corporate governance. Concentrated ownership can harm the company's value, especially when large shareholders not only have ownership concentration in the company, but are also present in the management teams.

3. Methodology

The aim of the current research was to present an optimal model for total productivity based on the combination of ownership and supervisory efficiency of independent managers of companies listed on the Tehran Stock Exchange. This research was a descriptive-deductive description in terms of its practical purpose and the method used. In order to analyze the data using the panel data method and to test the hypotheses, multiple linear regression tests were used in a sample consisting of 80 selected

companies admitted to the Tehran Stock Exchange in the period of 1393-1400. In this research, the rate of return on equity and the ratio of book value to market value were used to measure the productivity index.

4. Results

The results of the estimation of the research models showed that when the variable rate of return on equity is considered as a productivity index, the composition of ownership has a significant negative effect (-0.48) on productivity. In fact, greater concentrated ownership in the institutional and major shareholders of the company causes a significant decrease in the productivity of companies; however, the increase in the number of non-commissioned members compared to the total number of board members as an indicator of the supervisory efficiency of independent directors does not have a significant effect on productivity (sig=0.227).

5. Discussion

The effects of financial leverage and company size on the productivity of companies were evaluated as negative and positive, respectively. When the variable of the ratio of book value to market value is considered as a productivity index, ownership composition has a negative effect on productivity, but the effect of increasing the supervisory efficiency of independent managers on productivity was found to be significantly positive. As a result, reducing the managers' ownership concentration and increasing the number of non-commissioned board members can improve productivity.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی



ارائه مدل بهینه بهره‌وری کل بر اساس بهبود ترکیب مالکیت و کارایی نظارتی مدیران مستقل

امیر لعلی سرابی^{۱*}، ناصر برخوردار^۲، قاسم زارعی^۳

(دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۲۰- پذیرش نهایی: ۱۴۰۲/۰۶/۲۱)

چکیده

هدف پژوهش حاضر ارائه مدلی بهینه برای بهره‌وری کل بر اساس ترکیب مالکیت و کارایی نظارتی مدیران مستقل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و روش مورد استفاده آن، توصیفی از نوع قیاسی - استقرایی بود. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از روش داده‌های پانل و جهت آزمون فرضیه‌ها از آزمون‌های رگرسیون خطی چندگانه در نمونه‌ای متشکل از ۸۰ شرکت منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ استفاده شد. در این پژوهش برای سنجش شاخص بهره‌وری از دو متغیر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری استفاده شد. نتایج برآورد مدل‌های پژوهش نشان داد: هنگامی که متغیر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان شاخص بهره‌وری در نظر گرفته می‌شود، ترکیب مالکیت اثر منفی (۰/۴۸-) بر بهره‌وری داشته، به طوری که هرچه قدر میزان تمرکز مالکیت در سهام‌داران نهادی شرکت بیشتر باشد، موجب کاهش بهره‌وری شرکت‌ها به طور معنی‌داری می‌شود. ولی افزایش تعداد اعضای غیرموظف نسبت به کل اعضای هیئت‌مدیره به‌عنوان شاخص کارایی نظارتی مدیران مستقل، تأثیر معنی‌داری بر بهره‌وری ندارد (Sig=۰/۲۲۷). به ترتیب میزان تأثیر اهرم مالی و اندازه شرکت بر بهره‌وری به طور منفی و مثبت معنی‌دار ارزیابی شد. هنگامی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری به‌عنوان شاخص بهره‌وری در نظر گرفته می‌شود، ترکیب مالکیت بر بهره‌وری اثر منفی داشته و تأثیر افزایش کارایی نظارتی مدیران مستقل بر بهره‌وری به‌صورت مثبت و معنی‌داری ارزیابی شد. نتیجه آن که کاهش تمرکز مالکیت توسط مدیران و افزایش تعداد اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف موجب ارتقای بهره‌وری می‌شود.

واژه‌های کلیدی:

بهره‌وری، بورس اوراق بهادار تهران، ترکیب مالکیت، کارایی نظارتی مدیران مستقل.

۱. استادیار گروه مدیریت دولتی، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (نویسنده مسؤول) lalisarabi@pnu.ac.ir

۲. استادیار گروه مدیریت دولتی، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. barkhordar@pnu.ac.ir

۳. دانشیار، گروه مدیریت، دانشگاه محقق اردبیلی، اردبیل، ایران. info@drgz.ir

مقدمه

مالکان هر شرکت را معمولاً گروه‌های مختلف، مانند سهام‌داران، دولت، مؤسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های دیگر تشکیل می‌دهند و وجود هر یک از این ترکیب‌های متفاوت مالکیت (انواع مالکیت)، در بهبود عملکرد و بهره‌وری شرکت می‌تواند تأثیرگذار باشد؛ لذا، روش‌های کنترل عملکرد مدیران و عوامل مؤثر بر عملکرد آنها و همچنین شیوه اندازه‌گیری تأثیر هر یک از انواع مالکیت بر بهره‌وری شرکت‌ها، از جمله مسائلی است که طرف توجه و علاقه سهام‌داران، مدیران و محققان بسیار است. به همین علت رابطه بین ساختار (ترکیب) مالکیت و بهره‌وری و بویژه عملکرد شرکت‌ها مورد توجه بسیاری از محققین قرار گرفته است، با این حال اجماع و توافق نظر در مورد ماهیت چنین رابطه‌ای ایجاد نشده است (اعتمادی و دیانتی دیلمی، ۱۳۸۸). با دستیابی به ترکیب بهینه ساختار مالکیت شرکت می‌توان به‌منظور بهبود بهره‌وری آن، اقدامات مناسب‌تری را به عمل آورد. تاکنون در مورد نوع و میزان رابطه و تأثیرات ترکیب مالکیت به طور عام و مالکیت سهام‌داران عمده و نهادی به طور خاص با کارایی، بازدهی و بهره‌وری شرکت‌ها نظرات گوناگونی در قالب فرضیه نظارت کاراً و فرضیه همسویی استراتژیک مطرح شده است (اسلامی بیدگلی و مقیمی، ۱۳۹۲). در نظام‌های مالی و سرمایه‌گذاری کشورها، بهبود بهره‌وری به‌عنوان یکی از مهم‌ترین مسیرهای توسعه همه‌جانبه و افزایش رفاه زندگی مردم است.

تصمیم‌های مربوط به انتخاب ترکیب مالکیت یکی از اساسی‌ترین تصمیم‌های پیشروی مدیران بنگاه‌های اقتصادی و یکی از اجزای ضروری عملیات هر شرکت است. اتخاذ سیاست بهینه جهت تعیین ساختار مالکیت توسط مدیران، نقش مهمی در مدیریت ریسک، به حداکثر رساندن ثروت سهام‌داران و در نتیجه افزایش شاخص‌های بهبود بهره‌وری دارد. ادبیات مالی نشان می‌دهد که عمده‌ترین دلایل ناکامی شرکت‌ها، مدیریت ضعیف و ترکیب نامناسب ساختار مالکیت می‌تواند باشد؛ به‌عنوان مثال، مدیریت این‌گونه شرکت‌ها ممکن است ترکیب نامناسبی از منابع را انتخاب کنند، یا اینکه منابعی را تحصیل کنند که تعهدات و محدودیت‌های نقدینگی بالایی را برای آنان به دنبال داشته باشد و یا قراردادهایی منعقد کنند که تعهدات هزینه‌ای بسیار بالایی را بر آنان تحمیل نماید. حتی ممکن است برای تأمین مالی به عرضه‌کنندگان منابع مراجعه کنند که کارکردن با آنها مشکل‌ساز باشد؛ بنابراین ممکن است ضعف‌های موجود منجر به سرمایه‌گذاری نامناسب و بهره‌وری ضعیف شود که ادامه بقا و حیات شرکت را تهدید کند. از یک سو عدم اتخاذ تصمیم مناسب در ترکیب مالکیت شرکت‌ها و از سوی دیگر وجود محدودیت‌های مالی که با کاهش دسترسی به وجوه مورد نیاز سرمایه‌گذاری همراه است، می‌تواند مانع اتخاذ تصمیمات بهینه در زمینه سرمایه‌گذاری شده و منجر به از بین رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری بنگاه شود (صافی پور افشار و رئیسی، ۱۴۰۱).

علیرغم انجام پژوهش‌های متعدد در مورد بهره‌وری شرکت‌ها و ارائه شواهدی در خصوص نادیده انگاشتن آن و بروز ریسک‌های زیاد، تحریف عمدی صورتهای مالی، افزایش هزینه‌های ناشی از نامناسب بودن ساختار ترکیب مالکیت و کاهش کارایی مدیران، لیکن تاکنون مدل مناسب جهت بهبود بهره‌وری شرکت‌های بورسی براساس ساختار ترکیب مالکیت و کارایی مدیران مستقل ارائه نشده بود. استفاده از رویکرد میان رشته‌ای به عنوان روش جدید و کاربردی در ارتقای بهره‌وری و مدل‌سازی شرکت‌های فعال در بازارهای مالی و تحلیل آن با روش رایج رگرسیون، این پژوهش را با سایر پژوهش‌های پیشین متمایز ساخته است.

رشد و توسعه اقتصادی، افزایش شرکت‌های سهامی و تفکیک مدیریت از مالکیت، امروزه مسائل نمایندگی را به یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های سرمایه‌گذاران میدل ساخته است. در روابط نمایندگی هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است؛ بنابراین به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد وی را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. از این‌رو، این مطالعه با عنوان بررسی رابطه بین ساختار ترکیب مالکیت و کارایی مدیران مستقل با بهره‌وری شرکت ضروری به نظر رسید؛ با توجه به مباحث فوق، نویسندگان در پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به این سؤال اساسی هستند که چگونه می‌توان برای بهره‌وری کل بر اساس ترکیب مالکیت و کارایی نظارتی مدیران مستقل با رویکرد مبتنی بر پانل دیتا در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مدلی بهینه ارائه داد؟

ساختار مقاله به این شکل است که ابتدا جهت حمایت از فرضیه‌های پژوهش به بسط مبانی نظری پرداخته شد. سپس پیشینه تجربی پژوهش ارائه و آن‌گاه متغیرهای مقاله به صورت کمی اندازه‌گیری شد. در بخش بعدی به روش‌شناسی پژوهش، جامعه و نمونه آماری و مدل اولیه بر اساس پیشفرض ذهنی پژوهشگران اشاره شد. در بخش آماری نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از نرم‌افزار آماری Eviews و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه شد.

در سال‌های اخیر سیل عظیم رسوایی شرکت‌ها، نقش حاکمیت شرکتی و ترکیب مالکیتی را در نظارت مؤثر بر تصمیمات مدیران و بهره‌وری شرکت‌ها به چالش کشیده است. اصلاح چنین وضعی مستلزم افزایش نظارت مؤثر بر بهره‌وری شرکت‌ها و تصمیمات اتخاذ شده از سوی مدیران آن‌ها است. به‌طور کلی تشکیل شرکت با مسئولیت محدود و یا گشودن مالکیت شرکت برای عموم بر روش اداره شرکت‌ها و بهره‌وری آنها، تأثیر قابل‌ملاحظه‌ای می‌گذارد. مسنون و رثوف^۱ (۲۰۱۴) در مطالعه خود ضمن بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه در یک نمونه شامل ۳۰ شرکت

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کراچی پاکستان در بین سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۱ نشان دادند که شیوه‌های عمل که حاکمیت خوب را نشان می‌دهند، می‌توانند به افزایش ارزش شرکت‌ها کمک کنند. این پژوهش نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی تأثیر معنی‌داری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی به‌منظور توضیح تصمیمات مالی شرکت‌های پاکستانی مناسب هستند. همچنین مطالعات سو و هی^۱ (۲۰۱۲) نشان داد اصلاح شرکت‌های چینی از طریق بهبود حاکمیت شرکتی، کارایی و بهره‌وری شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

کولین^۲ و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهش خود به بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی از جمله تمرکز مالکیت، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، جداسازی نقش دوگانه مدیرعامل و نوع حسابداری خارجی بر حسابداری مصر پرداخت. یافته‌های پژوهش مبین ارتباط بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری حسابداری می‌باشد. در مقابل اندازه هیئت مدیره و نوع حسابداری داخلی با محافظه کاری حسابداری رابطه معکوس دارد و بین نقش دوگانه مدیرعامل بر محافظه کاری حسابداری رابطه ای یافت نشد.

ابوزریق^۳ و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهش خود به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت در اردن پرداختند در این پژوهش ساختار مالکیت از دو بُعد مالکیت خارجی و خانوادگی بررسی شد. نتایج تحقیق نشان داد بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

جدایی مالکیت از مدیریت منجر به عمومیت مسئله نمایندگی شده که در این خصوص، تضاد بین حداکثر رساندن منافع به سهام‌داران و کارگزاران مفروض است. حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهام‌داران را فراهم می‌سازد که مدیران در تلاش‌اند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند (دنيس و ام سی کونل^۴، ۲۰۰۳)؛ بنابراین توجه به مطالب مذکور و بویژه توجه به نقش و اهمیت بهره‌وری، بررسی اثر ترکیب مالکیت و کارایی نظارتی مدیران مستقل بر بهره‌وری کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اهمیت مضاعفی را ایجاد می‌نماید.

درجه توسعه‌یافتگی صنایع به میزان قابل توجهی به بهره‌گیری مطلوب و بهینه از منابع و امکانات تولید بستگی دارد. از این‌رو بهره‌وری و افزایش مستمر آن در شرکت‌ها از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است. به این ترتیب مشخص می‌شود که برای رشد و توسعه صنایع می‌بایست به بهره‌وری و افزایش مستمر آن در شرکت‌ها توجه و اهمیت بیشتری داده شود (محمدزاده، ۱۳۹۵).

1. Collin

2. Su & He

3. Abu Zraiq

4. Dennis & McConnell

افزایش بهره‌وری یک شرکت می‌تواند منجر به بهبود کیفیت محصول و خدمات شود و هزینه‌های تولید را کاهش دهد. در نتیجه سود و سهم از بازار افزایش می‌یابد. سهم بیشتر از بازار به رشد فروش منجر می‌شود که دستیابی به سطوح مختلف عملیات و فعالیت‌ها را ممکن می‌سازد. این موضوع، سودآوری درازمدت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و نیز دوام آن را تضمین می‌کند (قائم‌ی و دیگران، ۱۳۹۰). با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران ایجاد می‌شود و این امکان به وجود می‌آید که مدیران اقداماتی انجام دهند که در جهت منافع ایشان و عکس منافع سهام‌داران باشد (شعری، ۱۳۸۷). به‌عنوان مثال مدیری که میزان پاداش خود را در افزایش سود شرکت و نه افزایش میزان بهره‌وری از منابع و امکاناتی که در اختیار وی گذاشته شده است ببیند، چطور ممکن است از منافع شخصی خود در قبال منافع عمومی شرکت دست بکشد (گان لی و همکاران، ۲۰۱۴). همین‌جا لزوم به‌کارگیری مدیران غیرموظف که منافع آن‌ها بستگی مستقیم به عملکرد کارکنان اجرایی تحت مدیریت خود نداشته باشد محرز می‌شود (ملکیان و دریایی، ۱۳۹۰).

سهام‌داران عمده انگیزه‌های بیشتری برای نظارت مدیریت دارند؛ زیرا هزینه‌های مرتبط با نظارت مدیریت کمتر از منافع مورد انتظار سهام‌داران بزرگ در شرکت است. در شرکت‌های با مالکیت متمرکز، هیئت‌مدیره و سهام‌داران بزرگ (عمده) می‌توانند به‌عنوان ناظر امینی عمل کنند که منجر به افزایش کیفیت مدیریت و نیز ارتقای سطح کارایی شرکت و بهره‌وری کل شرکت شود. در مقابل، مالکیت پراکنده منجر به انگیزه‌های پایین‌تری برای نظارت مدیریت می‌شود.

برخی محققان اشاره می‌کنند که سهام‌داران بزرگ به‌عنوان نمادی از یک محیط نظارتی بهتر توسط سهام‌داران حداقل شناخته شده‌اند. این بحث با این دیدگاه سازگار است که تمرکز مالکیت، یک نگرش نظارتی از حاکمیت شرکتی است. مالکیت متمرکز می‌تواند به ارزش شرکت لطمه وارد کند به‌خصوص زمانی که سهام‌داران بزرگ نه‌تنها مالکیت متمرکز شرکت را در اختیار دارند بلکه در تیم‌های مدیریتی نیز حضور پیدا می‌کنند. همچنین سهام‌داران عمده یا سهام‌داران بزرگ ممکن است منافع سهام‌داران اقلیت را نادیده انگارند (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۱).

با توجه به اینکه شناخت چگونگی تأثیرپذیری بهره‌وری کل شرکت از ترکیب مالکیت و کارایی نظارتی مدیران مستقل مهم و ضروری بوده، به همین جهت نیز پژوهش‌های متعددی مورد مطالعه قرار گرفته است. این در حالی است که در مطالعات صورت‌گرفته شده به‌طور مستقیم اثر ترکیب مالکیت و کارایی نظارتی مدیران مستقل بر بهره‌وری کل شرکت مورد توجه واقع نشده است؛

بنابراین سنجش این تأثیر به نوبه خود دارای بداعت و نوآوری است؛ با این توضیحات، مسئله اصلی پژوهش حاضر این است که ترکیب مالکیت و کارایی نظارتی مدیران مستقل بر بهره‌وری کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چه تأثیری می‌تواند داشته باشد؟

لذا پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به این سؤال اساسی است که چگونه می‌توان برای بهره‌وری کل بر اساس ترکیب مالکیت و کارایی نظارتی مدیران مستقل با رویکرد مبتنی بر پانل دیتا در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مدلی بهینه ارائه داد؟ به‌منظور دستیابی به اهداف پژوهش فرضیه‌های زیر آزمون شد:

- ترکیب مالکیت بر بهره‌وری کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنی‌داری دارد.

- کارایی نظارتی مدیران مستقل بر بهره‌وری کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنی‌داری دارد.

مدل مفهومی اولیه پژوهش، به‌صورت مدل خطی رگرسیون جهت برآورد شاخص کل بهره‌وری شرکت‌ها به شرح زیر در قالب دو مدل برآورد تبیین شد:

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 OWNER_{it} + \beta_2 DIR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 TLEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$CTEV_{it} = \alpha + \beta_1 OWNER_{it} + \beta_2 DIR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 TLEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

ROE_{it} معیار بازده حقوق صاحبان سهام $CTEV_{it}$ معیار نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری شرکت i در زمان t و ε_{it} جمله اخلاص است. با استفاده از نرم‌افزار آماری Eviews به تحلیل آزمون رگرسیون خطی چندگانه مربوط به فرضیه‌ها پرداخته شد.

ابزار و روش

استدلال پژوهش حاضر، قیاسی - استقرایی است؛ قیاسی به این دلیل که برای چارچوب نظری و پیشینه پژوهش از مسیر کتابخانه، مقالات و اینترنت استفاده شده است و استقرایی به دلیل آن که جمع‌آوری اطلاعات از مسیر داده‌های اولیه برای قبول یا رد فرضیه‌ها انجام پذیرفته است. این پژوهش از نظر روش پژوهش، در زمره پژوهش‌های توصیفی و از نظر هدف، در زمره پژوهش‌های کاربردی قرار می‌گیرد. این پژوهش با عنایت به عدم امکان کنترل کلیه متغیرهای مربوط نمی‌تواند از نوع پژوهش‌های تجربی محض باشد؛ اما با توجه به تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته، این پژوهش از

نوع پژوهش‌های شبه تجربی است. برای انجام این پژوهش، تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شده و برای نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. نمونه شامل شرکت‌هایی است که دربرگیرنده شرایط زیر باشند:

- ۱- شرکت‌ها باید در طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشند.
- ۲- سال مالی شرکت‌ها باید منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- ۳- شرکت‌ها طی دوره مالی (۱۳۹۳-۱۴۰۰) توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
- ۴- شرکت جزو بانک‌ها و مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی (شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشد.
- ۵- اطلاعات موردنیاز در این پژوهش درباره آنها در دسترس باشد.

با توجه به معیارهای پنج‌گانه فوق تعداد ۸۰ شرکت به‌عنوان نمونه در نظر گرفته شد.

اطلاعات و داده‌های موردنیاز شرکت‌ها از طریق بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و سایت کدال گردآوری شده و سپس با جمع‌بندی و محاسبات مورد نیاز در صفحه گسترده اکسل، برای تجزیه و تحلیل آماده شدند. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از روش داده‌های پانل و جهت آزمون فرضیه‌ها از آزمون‌های رگرسیون خطی چندگانه استفاده شد. تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۰ انجام گرفته است.

متغیرهای پژوهش به‌صورت زیر مورد اندازه‌گیری قرار داده شد:

بهره‌وری کل شرکت: بهره‌وری نشان‌دهنده میزان کارایی ترکیب عوامل در فرایند تولید است. یعنی اگر از امکانات خوب استفاده بشود بهره‌وری نیز افزایش می‌یابد (رحمانی و حیاتی، ۱۳۸۶). برای اندازه‌گیری بهره‌وری در شرکت‌ها از شاخص بازده حقوق صاحبان سهام و شاخص نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری شرکت استفاده شد. بازده حقوق صاحبان سهام بر اساس میزان کارایی یک شرکت، در خلق سود خالص برای سهامداران را بررسی می‌کند. این نسبت بیان می‌نماید، که بنگاه اقتصادی به ازای هر یک واحد سرمایه‌گذاری سهام‌داران، به چه میزان سود خالص برای آنها کسب می‌کند. شاخص مذکور به‌صورت نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود که با نماد (ROE) نشان داده شده است. همچنین معیار نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری نیز به‌صورت نسبت ارزش دفتری کل دارایی‌ها منهای سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و مانده نقدی به

مجموع ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام و ارزش بدهی‌ها منهای مانده نقد پایان سال تعریف می‌شود که با نماد (CTEV) نشان داده شده است.

کارایی نظارت مدیران مستقل: برای عملیاتی نمودن مفهوم کارایی نظارت مدیران مستقل، از متغیر هیئت‌مدیره مستقل استفاده شد. به‌طور کلی هیئت‌مدیره مستقل به عضوی از هیئت‌مدیره گفته می‌شود که هیچ‌گونه قرارداد استخدامی یا مشاوره‌ای با شرکت نداشته باشد. اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیئت‌مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی و بهبود بهره‌وری شرکت‌ها اثرگذار باشد. در صورتی که اکثریت اعضای هیئت‌مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیئت‌مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود. تعداد اعضای غیرموظف نسبت به کل اعضای هیئت‌مدیره به‌عنوان شاخص استقلال هیئت‌مدیره با نماد (DIR) در نظر گرفته می‌شود (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷).

(تعداد کل اعضاء هیئت‌مدیره / تعداد مدیران غیرموظف) = درصد مدیران مستقل

ترکیب مالکیت: منظور از ترکیب مالکیت، مشخص کردن بافت و ترکیب سهام‌داران یک شرکت و در برخی مواقع مالک عمده نهایی سهام آن شرکت است؛ به‌عبارت‌دیگر چگونگی توزیع سهام بین سهام‌داران شرکت‌های مختلف را ترکیب مالکیت می‌گویند. هرچه تعداد سهام‌داران بیشتر باشد، ترکیب مالکیت نامناسب خواهد بود. هر چه تعداد سهام‌داران کمتر باشد، ترکیب مالکیت مناسب خواهد بود. در ترکیب مناسب مالکیت میزان درخور ملاحظه‌ای از سهام شرکت به سهام‌داران عمده تعلق داشته و نشان می‌دهد چند درصد سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد (مهدوی و میدری، ۱۳۸۴).

شاخص ترکیب مالکیت (OWNER) بیانگر چگونگی توزیع سهام بین سهام‌داران شرکت‌های مختلف است. هرچه تعداد سهام‌داران کمتر باشد، نشان‌دهنده متمرکز بودن مالکیت و ترکیب مناسب مالکیت و برعکس است. در این پژوهش از شاخص هرفیندال - هیرشمن (HHI) به‌عنوان شاخص ترکیب مالکیت استفاده می‌شود که از طریق مجموع مجذور درصد سهام‌داران متعلق به سهام‌داران شرکت‌ها به دست می‌آید.

$$HHI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{own_i}{Town} \times 100 \right)^2$$

که در آن own_i تعداد سهام عادی متعلق به هر سهام‌دار شرکت i و $Town$ نشان دهنده کل سهام عادی منتشر شده شرکت است (عباسی و رستگاریا، ۱۳۹۱).

متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت و شاخص اهرم مالی در نظر گرفته شد. اندازه شرکت از طریق لگاریتم ارزش بازاری اندازه‌گیری و اهرم مالی با توجه به نسبت بدهی به دارایی محاسبه شد. نقطه شروع آزمون فرضیه‌ها تعیین سطح نرمال بودن هر کدام از متغیرهاست. برای بررسی نرمال بودن متغیرها از آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف استفاده شده است. اگر مقدار احتمال مربوط به این آزمون بزرگ‌تر از ۰/۰۵ باشد، با اطمینان ۹۵٪ می‌توان نرمال بودن توزیع متغیرها را مورد تأیید قرارداد و برعکس. نتایج حاصل از این آزمون در جدول شماره ۱ نشان می‌دهد که متغیر وابسته پژوهش دارای توزیع نرمال است. مقدار احتمال متغیر وابسته، ۰/۰۸۸ و ۰/۳۴۸ است؛ بنابراین داده‌ها را می‌توان از طریق آزمون پارامتریک مورد آزمون قرارداد.

جدول ۱: نتایج آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف

Table 1: Kolmogorov-Smirnov test results

سطح معنی‌داری significant	آماره Z کولموگوروف - اسمیرنوف Kolmogorov-Smirnov Z statistic	تعداد Number	عنوان Title
0/088	0/034	640	بازده حقوق صاحبان سهام Return on equity
0/348	2/105	640	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری The ratio of book value to market value

یافته‌ها

جهت جلوگیری از رگرسیون کاذب و برای بررسی پایایی (مانایی) یا ناپایایی (نامانایی) متغیرها از آزمون‌های ریشه واحد پانل^۱ در سطح متغیر و وضعیت عرض از مبدأ به روش دیکی فولر استفاده شد که نتایج حاصل از این آزمون‌ها برای تمام متغیرهای مورد استفاده در جدول شماره ۲ نشان داده شده است.

1. Panel Unit Root test

جدول ۲: آزمون پایایی یا ریشه واحد پانل

Table 2: Panel Unit Root test

متغیرهای مدل Model variables	آماره statistics	معنی‌داری Prob	تعداد درجه آزادی df	نتیجه Result
بازده حقوق صاحبان سهام Return on equity	197	0/000	256	پایا Stationary
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری The ratio of book value to market value	38/6	0/003	36	پایا Stationary
ترکیب مالکیت composition of ownership	92/2	0/054	144	پایا Stationary
استقلال هیئت‌مدیره Independence of the board of directors	197	0/000	224	پایا Stationary
اهرم مالی Financial Leverage	70/8	0/000	72	پایا Stationary
اندازه شرکت size of the company	150/2	0/000	144	پایا Stationary

متغیرهای بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری، ترکیب مالکیت، استقلال هیئت‌مدیره، اهرم مالی و اندازه شرکت در سطح اطمینان بالای ۹۹ درصد پایا هستند. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از تکنیک آماری رگرسیون پولد استفاده شده است. به‌طورکلی هدف هر آزمون فرض آماری، تعیین این موضوع است که باتوجه به اطلاعات به‌دست‌آمده آیا حدسی که درباره خصوصیت جامعه زده شده به طور قوی تأیید می‌شود، این حدس بنا بر هدف پژوهش نوعاً شامل ادعایی درباره مقدار یک پارامتر جامعه است. در واقع هر حکمی درباره جامعه را یک فرض آماری می‌نامند که قابل قبول بودن آن باید بر مبنای اطلاعات حاصل از نمونه‌گیری از جامعه بررسی شود (سرمد و دیگران، ۱۳۸۸).

برای تعیین معنی‌داری ضرایب فرضیه‌ها از آماره t رگرسیون‌های تخمین زده شده استفاده شد. به این صورت که اگر در سطح اطمینان ۹۰٪ آماره به‌دست‌آمده از آزمون، کوچک‌تر از t به‌دست‌آمده از جدول با همان درجه آزادی باشد، H_0 تأیید شده و در غیر این صورت رد می‌شود. در این آزمون عدم رد H_0 به مفهوم بی‌معنا بودن ضریب موردنظر و رد H_0 به معنی معنادار بودن ضریب موردنظر است؛ لذا به‌منظور برآورد ضرایب متغیرهای مستقل و کنترلی باید مدل مفهومی پژوهش بر اساس روش اثرات ثابت و به‌صورت پانل دیتا تخمین زده شود. نتایج برآورد مدل اول در جدول شماره ۳ ارائه شده است.

جدول ۳: برآورد مدل اول

Table 3: Estimation of the first model

متغیر وابسته (شاخص بهره‌وری): نرخ بازده حقوق صاحبان سهام

Dependent variable (productivity index): rate of return on equity (ROE)

روش تخمین: حداقل مربعات پانل (وزنی متقاطع)

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

دوره زمانی: ۱۴۰۰-۱۳۹۳

Sample: 1393 1400

تعداد دوره: ۸ سال

Periods included: 8

تعداد شرکت‌ها: ۸۰

Number of companies: 80

کل مشاهدات پانل (نامتوازن) بعد از درجه آزادی: ۶۴۰

Total panel (unbalanced) observations: 640

برآورد خطی بعد از ماتریس وزنی تک‌مرحله‌ای

Linear estimation after one-step weighting matrix

نتیجه معنی‌داری	معنی‌داری	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیرها
Meaningful result	Prob	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	variables
تأیید confirmation	0/000	8/695	0/044	0/390	عرض از مبدأ C
تأیید confirmation	0/000	-19/081	0/025	-0/486	ترکیب مالکیت composition of ownership
رد disapproval	0/227	-1/209	0/009	-0/011	استقلال هیئت‌مدیره Independence of the board of directors
تأیید confirmation	0/035	-2/110	0/016	-0/0344	اهرم مالی Financial Leverage
تأیید confirmation	0/006	2/749	0/003	0/008	اندازه شرکت size of the company

Weighted Statistics

23/331	آماره F F-statistic	0/858	ضریب تعیین R-squared
0/000	آماره F (Prob) Prob(F-statistic)	0/821	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared
		1/930	آماره دوربین واتسون Durbin-Watson stat

آماره روش برآورد مدل اثرات ثابت یا تصادفی

Redundant Fixed Effects Tests

ثابت fixed		11/39	آماره F لیمر Cross-section F
ثابت fixed		9/34	آماره هاسمن Hausman Test

با توجه به نتایج برآورد مدل اول که در جدول شماره ۳ ارائه شده است، سطح معناداری آماره اف لیمر^۱ برابر (۰/۰۰۰) و کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۱۰ درصد) است، بنابراین روش داده‌های پانلی نسبت به روش داده‌های پولد ارجحیت دارد. همچنین باتوجه به اینکه سطح معناداری آماره هاسمن^۲ برابر (۰/۰۵) و کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۱۰ درصد) بوده، بنابراین روش رگرسیون با اثرات ثابت نسبت به روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری آماره اف وایت^۳ برابر (۰,۰۰۰) بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس است؛ بنابراین پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس رگرسیون پردازش شده است.

در مرحله بعد باتوجه به اینکه آماره F برابر (۰/۰۰۰) بوده و دارای سطح معناداری زیر (۱۰ درصد) است، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. ضریب تعیین مدل برازش شده حاکی از آن است که ۸۵ درصد نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان شاخص بهره‌وری شرکت‌های مورد مطالعه توسط متغیرهای ترکیب مالکیت، کارایی نظارتی مدیران مستقل، اندازه شرکت و اهرم مالی توضیح داده می‌شود. همچنین چون سطح معناداری ضریب ترکیب مالکیت (متغیر مستقل) کمتر از ۱۰ درصد است، بنابراین می‌توان گفت که ترکیب مالکیت بر بهره‌وری تأثیر معنی‌داری دارد. ولی چون سطح معناداری ضریب کارایی نظارتی مدیران مستقل (متغیر مستقل دوم) بزرگ‌تر از ۱۰ درصد (۰/۲۲) است، از این رو کارایی نظارتی مدیران مستقل بر بهره‌وری تأثیر معنی‌داری ندارد.

هنگامی که متغیر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان شاخص بهره‌وری در نظر گرفته می‌شود، ترکیب مالکیت اثر منفی معنی‌داری (۰/۴۸۶-) بر بهره‌وری دارد، به این معنی که هرچه قدر میزان تمرکز مالکیت در سهام‌داران متعلق به سهام‌داران شرکت‌ها بیشتر باشد، بهره‌وری شرکت‌ها به طور معنی‌داری کاهش می‌یابد؛ ولی افزایش تعداد اعضای غیرموظف نسبت به کل اعضای هیئت مدیره به عنوان شاخص کارایی نظارتی مدیران مستقل بر بهره‌وری تأثیر معنی‌داری ندارد. همین طور اثر اهرم مالی بر بهره‌وری شرکت‌ها به طور منفی معنی‌دار بوده و اثر اندازه شرکت بر بهره‌وری به طور معنی‌دار مثبت است.

نتایج برآورد مدل دوم پژوهش که در آن معیار نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری به‌عنوان شاخص بهره‌وری در نظر گرفته می‌شود، در جدول شماره ۴ ارائه شده است.

1. Flimer
2. H-hausman
3. F-white

جدول ۴: برآورد مدل دوم

Table 4: Estimation of the second model

متغیر وابسته (شاخص بهره‌وری): نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری

Dependent variable (productivity index): The ratio of book value to market value

روش تخمین: حداقل مربعات پانل (وزنی متقاطع)

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

دوره زمانی: ۱۴۰۰-۱۳۹۳

Sample: 1393 1400

تعداد دوره: ۸ سال

Periods included: 8

تعداد شرکت‌ها: ۸۰

Number of companies: 80

کل مشاهدات پانل (نامتوازن) بعد از درجه آزادی: ۶۴۰

Total panel (unbalanced) observations: 640

برآورد خطی بعد از ماتریس وزنی تک‌مرحله‌ای

Linear estimation after one-step weighting matrix

نتیجه معنی‌داری	معنی‌داری	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیرها
Meaningful result	Prob	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	variables
تأیید confirmation	0/000	3/745	0/193	0/724	عرض از مبدأ C
تأیید confirmation	0/031	-2/153	0/063	-0/136	ترکیب مالکیت composition of ownership
تأیید confirmation	0/001	3/246	0/021	0/071	استقلال هیئت‌مدیره Independence of the board of directors
رد disapproval	0/143	-1/466	0/067	-0/098	اهرم مالی Financial Leverage
رد disapproval	0/297	1/043	0/006	0/007	اندازه شرکت size of the company

آماره‌های وزنی

Weighted Statistics

18/843	آماره F F-statistic	0/869	ضریب تعیین R-squared
0/000	آماره F (Prob) Prob(F-statistic)	0/822	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared
		2/339	آماره دوربین واتسون Durbin-Watson stat

آماره روش برآورد مدل اثرات ثابت یا تصادفی

Redundant Fixed Effects Tests

ثابت fixed	آماره F لیمر Cross-section F	9/12
ثابت fixed	آماره هاسمن Hausman Test	8/83

با توجه به نتایج برآورد مدل دوم نیز روش داده‌های پانلی نسبت به روش داده‌های پولد و روش رگرسیون با اثرات ثابت نسبت به روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. با توجه به اینکه آماره F برابر $(0/000)$ است، لذا مدل نهایی رگرسیون قدرت تبیین دارد و اثر هم‌زمان متغیرهای مستقل و کنترلی بر متغیر وابسته (نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری) در سطح اطمینان بیشتر از ۹۹ درصد معنی‌دار بوده و حاکی از کاذب نبودن مدل رگرسیون برآوردی است. در اینجا نیز ضریب تعیین مدل برازش شده حاکی از آن است که ۸۶ درصد بهره‌وری شرکت‌های مورد مطالعه توسط متغیرهای ترکیب مالکیت، کارایی نظارتی مدیران مستقل، اندازه شرکت و اهرم مالی توضیح داده می‌شود. همان‌طور که در جدول شماره ۴ مشاهده می‌شود تمام متغیرها از علامت‌های مورد انتظار و سازگار با مبانی تئوری و تجربی هستند.

در مدل دوم هنگامی که متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری به‌عنوان شاخص بهره‌وری در نظر گرفته می‌شود، ترکیب مالکیت، اثر منفی $(-0/136)$ معنی‌داری $(\text{sig}=0/031)$ بر بهره‌وری دارد و موجب کاهش بهره‌وری شرکت‌ها به‌طور معنی‌داری می‌شود. همچنین افزایش تعداد اعضای غیرموظف نسبت به کل اعضای هیئت‌مدیره به‌عنوان شاخص کارایی نظارتی مدیران مستقل بر بهره‌وری تأثیر مثبت $(0/07)$ معنی‌داری $(\text{sig}=0/001)$ دارد. در این مدل دوم نیز اثر اهرم مالی بر بهره‌وری شرکت‌ها منفی بوده؛ ولی معنی‌دار نیست و همچنین اثر اندازه شرکت بر بهره‌وری معنی‌دار نیست $(\text{sig}=0/297)$.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در جهان امروز، با توجه به محدودیت عوامل مختلف تولید، نیاز به بهره‌وری بیشتر چه در کشورهای پیشرفته و چه در کشورهای در حال توسعه امری حیاتی و ضروری است که در بازارهای مالی و سرمایه متأثر از عوامل مختلفی از قبیل ترکیب مالکیت و کارایی نظارتی مدیران مستقل می‌تواند باشد. در راستای داشتن نگرش بالندگی و رو به توسعه ایی سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی و شرکت‌های فعال در آن، توجه ویژه به مقوله بهره‌وری می‌تواند نقش منحصر به فردی در مدل‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ایفا نماید.

از سوی دیگر نظام نظارتی کارا با ویژگی‌های مدیریتی شایسته می‌تواند به طراحی و اجرای یک نظام تصمیم‌سازی و تصمیم‌گیری مناسب در حوزه بهره‌وری منتهی گردد. جهت تبیین و وصول به شاخص‌های بهره‌وری با تأکید بر انتخاب ترکیب مناسب مالکیت و توجه به کارایی نظارتی مدیران مستقل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس انجام این تحقیق ضروری به نظر می‌رسید.

در بیان اهمیت موضوع و در راستای مبانی تئوریک و پیشینه پژوهش، در وهله اول به این پرسش پاسخ دادیم که کارایی نظارت مدیران مستقل و انتخاب ترکیب بهینه ساختار مالکیت تا چه اندازه می‌تواند بر بهبود شاخص‌های بهره‌وری مؤثر واقع شود؟ در مقام پاسخگویی به سؤال فوق، نتایج پژوهش حاضر نشان داد که در ۸۰ نمونه منتخب از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۴۰۰-۱۳۹۳، ترکیب مالکیت بر نوسانات و تغییرات هر دو شاخص بهره‌وری (بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری) تأثیرگذار بوده، همچنین کارایی نظارتی مدیران مستقل بر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری، دارای تأثیر مثبت بوده؛ اما نتایج پژوهش نشان داد که نسبت به تغییرات بازده حقوق صاحبان سهام بدون تأثیر است.

عمده‌ترین چالشی که باید درصدد پاسخ به آن می‌بود این بود که کارایی نظارت مدیران مستقل و انتخاب ترکیب بهینه ساختار مالکیت تا چه اندازه می‌تواند بر بهبود شاخص‌های بهره‌وری مؤثر واقع شود؟ در مقام پاسخگویی به سؤال فوق، نتایج پژوهش حاضر نشان داد که در ۸۰ نمونه منتخب از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۴۰۰-۱۳۹۳، ترکیب مالکیت بر نوسانات و تغییرات هر دو شاخص بهره‌وری (بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری) تأثیرگذار بوده، همچنین کارایی نظارتی مدیران مستقل بر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری، دارای تأثیر مثبت بوده؛ اما نتایج پژوهش نشان داد که نسبت به تغییرات بازده حقوق صاحبان سهام بدون تأثیر است.

برای پردازش مدل و آزمون فرضیه‌ها، از رهیافت داده‌های ترکیبی (پانل دیتا) و آزمون‌های تشخیصی هاسمن (روش رگرسیون با اثرات ثابت) استفاده شد؛ بر اساس نتایج برآورد مدل اول در سطح معنی‌داری ۹۰ درصد مبنی بر قدرت تبیین رگرسیونی، می‌توان اذعان نمود که متغیرهای مستقل (کارایی نظارتی مدیران مستقل و ترکیب مالکیت) به همراه متغیرهای کنترلی (اهرم مالی و اندازه شرکت) می‌توانند به میزان ۸۵ درصد از تغییرات نرخ بازده حقوق صاحبان سهام را تبیین نمایند.

از مهم‌ترین دلایل ورشکستگی شرکت‌ها، ناکارآمدی مدیریت، ساختار و ترکیب نامناسب مالی، شرایط نامطلوب اقتصادی، عدم ارائه اطلاعات مالی به بازار سرمایه و عدم حرکت به سمت شفاف‌سازی است که منجر به زیان انباشته بر اساس ماده ۱۴۱ قانون تجارت می‌شود. اگر شرکتی فاقد ساختار و ترکیب مالی مناسب و دارای زیان انباشته قابل توجه باشد، از بازار بورس و یا فرابورس اخراج می‌شود. معیار زیان انباشته آن است که شرکت حقوق صاحبان سهام را رعایت نکند و نسبت حقوق صاحبان سهام به دارایی‌های شرکت (ROE) از یک حداقلی کمتر باشد.

نتایج نشان داد که بین ترکیب مالکیت با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان شاخص بهره‌وری رابطه علی معنی‌داری منفی وجود دارد؛ به‌گونه‌ای که با افزایش میزان تمرکز مالکیت سهام‌داران عمده، شاخص بهره‌وری شرکت‌ها (ROE) به طور معنی‌داری کاهش می‌یابد. نتیجه این فرضیه با شواهد اسلامی بیدگلی و مقیمی (۱۳۹۲)، آزاد و پورزمانی (۱۳۹۹) و رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۱) مطابقت دارد. اما نتایج این مطالعه نسبت به وجود رابطه علی (تأثیر) بین کارایی نظارتی مدیران و ROE هیچ استدلال علمی ارائه نداد. نتیجه این بخش از مدل با نتایج تحقیقات شعری (۱۳۸۷) و ملکیان و دریایی (۱۳۹۰) مطابقت نداشته و ناهمسو است. شاید بتوان از مهم‌ترین دلایل همسو نبودن نتایج این فرضیه با پژوهش‌های مشابه را، یکسان بودن تعداد اعضای هیئت مدیره در بیشتر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را عنوان نمود.

ترکیب مالکیت به‌عنوان یکی از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، می‌تواند به روش‌های گوناگون خط‌مشی‌های عملیاتی شرکت را تحت‌تأثیر قرار دهد و این خط‌مشی‌ها می‌توانند بر بهره‌وری تأثیر فراوانی داشته باشند؛ به عبارتی سهام‌داران بزرگ، نمایندگان خود را به‌عنوان اعضای هیئت‌مدیره به شرکت می‌فرستند و آنها نیز با تصمیم‌های خود عملکرد شرکت را رقم می‌زنند. این عملکرد نیز دوباره توسط بازرسان مورد نظارت قرار می‌گیرد.

تمرکز مالکیت ممکن است اثر منفی روی ارزش شرکت و حتی بهره‌وری کل شرکت بگذارد؛ زیرا سهام‌داران بزرگ برای سوءاستفاده از وضعیت، کنترل غالب دارند. مدیران شرکت‌هایی که مالکان متعدد دارند و از سهام‌داران عمده برخوردار نیستند، انگیزه بیشتری برای مدیریت سود دارند؛ زیرا هزینه پردازش اطلاعات برای سهام‌داران جزء توجه اقتصادی ندارد. در نتیجه آنان مجبورند به اطلاعات سود و زیان گزارش شده توسط مدیریت شرکت‌ها اتکا کنند.

بر اساس نتایج برآورد مدل دوم، می‌توان بیان نمود که ۸۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته (نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری) به‌عنوان شاخص بهره‌وری توسط کارایی نظارتی مدیران مستقل و ترکیب مالکیت به همراه متغیرهای کنترلی در شرکت‌های منتخب بازار بورس اوراق بهادار تهران تبیین می‌شود.

نتایج نشان داد که بین ترکیب مالکیت با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری به‌عنوان شاخص بهره‌وری رابطه علی معنی‌داری منفی وجود دارد؛ به‌گونه‌ای که با افزایش میزان تمرکز مالکیت سهام‌داران بزرگ، شاخص بهره‌وری شرکت‌ها (نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری) به طور معنی‌داری کاهش و با افزایش کارایی نظارتی مدیران مستقل، افزایش می‌یابد. همچنین براساس فرضیه دوم، کارایی نظارتی مدیران مستقل و بیشتر بودن تعداد اعضای غیرموظف نسبت به کل اعضای هیئت‌مدیره، عامل مهمی در بالا بردن و تقویت نقش نظارتی اعضای هیئت مدیره می‌باشد

که می‌تواند منجر به اصلاح رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت، کاهش تضاد منافع و افزایش میزان بهره‌وری گردد.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز، با حمایت از مفاهیم فرضیه نظارت مؤثر، نشان داد، در بورس اوراق بهادار تهران نیز، کارایی نظارتی مدیران مستقل تأثیر مثبت و معناداری بر کل دارایی‌ها و ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام دارد. نتیجه این فرضیه با نتایج مطالعات آزاد و پورزمانی (۱۳۹۹) و اسعدی (۱۳۹۵) مطابقت دارد.

با توجه به یافته‌های پژوهش حاضر پیشنهاد می‌شود به منظور ارتقای بهره‌وری، مدیران تمرکز مالکیت سهام شرکت را کاهش داده و همچنین سرمایه‌گذاران و سهام‌داران عمدتاً در شرکت‌هایی با شناور بالا سرمایه‌گذاری کنند؛ به عبارت دیگر پیشنهاد می‌شود تا حد ممکن از سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که مالکیت آن بیشتر در دست سهام‌دار عمده است، اجتناب نمایند. همچنین توصیه می‌شود مدیران جهت بهبود بهره‌وری تعداد اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف را در بین اعضای هیئت‌مدیره افزایش دهند. با توجه به تأثیر منفی شاخص اهرم مالی (نسبت بدهی به دارایی) بر بهره‌وری پیشنهاد می‌شود مدیریت شرکت سعی در کاهش فشار مالی و اهرم مالی شرکت داشته و از روش‌های غیر از استقراض بانکی و انتشار اوراق بدهی جهت تأمین مالی استفاده نمایند. همچنین سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با بدهی بالا (اهرم مالی بیشتر) اجتناب نمایند. توصیه آخر این که اثر سایر مولفه‌های راهبری حاکمیتی شرکت از قبیل تخصص هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره و سایر متغیرهای کیفی از جمله اثر عوامل تحریم سیاسی از قبیل تحریم تبادلات بین‌المللی بانکی و... بر بهره‌وری بررسی شود.

در نهایت باید اشاره کرد که باتوجه به شرایط متغیرهای پژوهش و محدودیت دسترسی به اطلاعات مالی در خصوص برخی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، امکان انجام پژوهش بر روی تمام شرکت‌ها میسر نبود و این امر محققان را با محدودیت مواجه نمود؛ لذا این موضوع باعث شد تا تعداد شرکت‌های کمتری (۸۰ شرکت) در نمونه پژوهش بررسی شود.

و کلام آخر آن که با عنایت به این که جایگاه کیفی مقوله بهره‌وری در ادبیات علم مدیریت قرار دارد، لذا استفاده میان رشته‌ای و کاربردی از این مفهوم بنیادین در قلمرو مدیریت سرمایه‌گذاری و مالی و استفاده همزمان آن با مفاهیم کاملاً کمی مانند تمرکز مالکیت و کارایی نظارتی مدیران مستقل توسط نویسندگان این مقاله در نوبه خود می‌تواند عامل مهم دانش‌افزایی و سهم این پژوهش در توسعه دانش مدیریت سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی و سرمایه باشد.

سپاسگزاری

بر خود لازم می‌دانیم از کلیه افرادی که در طی انجام این پژوهش همکاری داشتند، تشکر و قدردانی نماییم.

تعارض منافع

نویسندگان هیچ‌گونه تعارض منافع ندارند.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

References

- Abbasi, I., Rostgarnia, F. (2012), The effect of ownership structure on the value of companies in Tehran Stock Exchange. Experimental researches of accounting, 2(5), 33-50 [In Persian]. **doi:10.22051/jera.2013.551**
- Abu Zraiq M., A. , Hanim, B.T. Fadzil, F. (2018), The Impact of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Jordan. International Journal of Accounting, Finance and Risk Management. Vol.3, No.1,1-4. **doi:10.11648/j.ijafm.20180301.12**
- Asaadi, A. (2016), Corporate Governance and Performance of Holding and Subsidiary Companies in Tehran Stock Exchange. Financial Management Strategy, 4(4), 129-151 [In Persian]. **doi:10.22051/jfm.2017.9108.1069.**
- Azad, A. A., Pourzmani, Z. (2020), Presenting a model for measuring the efficiency of companies with the role of regulatory criteria (Vlaso's cultural approach). Financial Economy Quarterly, 14 (53), 65-95 [In Persian]. **doi:20.1001.1.25383833.1399.14.53.4.6**
- Collin, A., Nasr, M. (2019), Corporate Governance Mechanisms and Accounting Conservatism: Evidence from Egy, University of Southampton Southampton, 18(3), 386-407. SO17 1BJ, UK pt. **doi:10.1108/CG-05-2017-0108**
- Dennis, Diane K., McConnell. John J. (2003), International Corporate Governance. ECGI - Finance Working Paper; and Tuck-JQFA. Contemporary Corporate Governance IssuesII Conference, 1-62. doi:10.2139/ssrn.320121
- Etemadi, H., Diyanti Dilami, Z. (2009), The effect of financial managers' ethical views on the quality of financial reports of companies. Ethics in science and technology, 4(1-2), 11-20. [In Persian].
- Gaa, J. (2007), Corporate Governance, transparency and Secrecy: The Ethics of Earnings Management. University of Alberta, Working Paper.

- Ghaemi, M. H., Hamidi, S. Zovari, A. (2011), The relationship between financial indicators and productivity indicators in manufacturing companies. Auditor's Journal, 53, 1-5. [In Persian].
- Gun Lee, M., Kang, M., Young Lee, H., Park, J. C.(2014), Related-party transactions and financial statement comparability: evidence from South Korea . Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics Published online, 23(2), 224-252. doi:10.1080/16081625.2014.957706
- Hasas Yeghaneh, Y., Shaari, S., Khosrownejad, S. H. (2008), The relationship between corporate governance mechanisms, debt ratio and company size with profit management. Accounting Studies, 24, 79-115 [In Persian].
- Islami Bidgoli, G. Moghimi, S. A. (2013), Investigating the effect of ownership structure (ownership structure) on the risk of manufacturing companies listed in the Tehran Stock Exchange. Investment Knowledge Quarterly, 2 (6). 45-62 [In Persian].
- Mahdavi, A., Meidari, A. (2005), Ownership structure and efficiency of companies active in Tehran stock market. Journal of Economic Research, 71(84), 103-132 [In Persian]. doi:20.1001.1.00398969.1384.40.4.4.6
- Masnoon, M., Rauf, M. (2014), Impact of corporate Governance on Capital Structure-A study of KSE listed Firms. Global Management Journal for Academic & Corporate studies, 3(1), 94-110.
- Melkian, E., Daryai, A. A. (2011), Explaining the relationship between ownership and company characteristics with the corporate governance structure of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Shiraz University Accounting Advances Journal, 3(1), 121-143 [In Persian]. doi:10.22099/jaa.2011.3391
- Mohammadzadeh Salta, H. (2016), The impact of investment opportunities, company growth and capital productivity on company performance in

- Iran's capital market. *Productivity Management*, 9 (36), 141-162 [In Persian]. **doi:20.1001.1.27169979.1395.10.1.7.7**
- Parvizian, K., Sarmi, M. (2005), Productivity and Information and Communication Technology in Iran: Industry Level Study. *Modares Humanities Journal*, 46, 103-136 [In Persian].
- Pourheidari, O., Kayani Chande, A., Barati, F. (2021), The effect of corporate governance and political communication on accounting conservatism in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial and Behavioral Researches in Accounting*, 1(2), 100-122 [In Persian]. **doi:10.30486/fbra.2021.1934745.1017**
- Rahmani, T. Hayati, S. (2007), Studying the effect of information and communication technology on the growth of total productivity of production factors; an international study. *Iran Economic Quarterly*, 33, 25-51 [In Persian].
- Rahnamaye Rodpashti, F., Hibti, F. Talibnia, G., Nabavi Chashmi, S. A. (2012), Presenting a model for measuring the effect of corporate governance mechanisms on profit management in Tehran Stock Exchange. *Management Accounting Quarterly*, 12, 81-86 [In Persian].
- Safipour Afshar, M., Raisi, L. (2022), Management reliability, internal financing and investment efficiency. *Journal of Accounting Knowledge*, 13(1), 185-201 [In Persian]. **doi:10.22103/jak.2021.17397.3459**
- Sarmad, Z., Bazargan Harandi, A. (2009), *Research Methods in Behavioral Sciences*, Conscious Publications, 1-408. [In Persian].
- Shaari, S. (2008), The relationship between the percentage of non-obligatory members in the composition of the board of directors and institutional investors with the company's profit forecast. *Accounting Studies Quarterly*. 17, 64-66 [In Persian].
- Su D., He X. (2012), Ownership structure, corporate governance and productive efficiency in Chin. *J Prod Anal* ,38, 303-318. **doi:10.1007/s1123-011-0257-8**