

## بررسی رابطه بین عوامل نظام راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتریونس بادآور نهندي<sup>۱</sup>  
مصطفی زارعی<sup>۲</sup>

### چکیده

هدف پژوهش حاضر تعیین رابطه بین ساختار مالکیت با معیارهای حسابداری و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای این هدف، تعداد ۸۴ شرکت برای دوره‌ی پنج ساله مورد پژوهش (۱۳۸۸-۱۳۸۴) انتخاب شد. در این پژوهش، رابطه ابعاد ساختار مالکیت شامل: مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد شامل: نرخ بازده دارایی‌ها، بازده سالانه سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و همچنین معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد شامل ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار و Q تویین تعیین شده است. نتایج پژوهش، بیانگر این است که بین مالکیت نهادی با معیارهای حسابداری و اقتصادی ارزیابی عملکرد، رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین بین تمرکز مالکیت با معیارهای حسابداری و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد. **واژگان کلیدی:** حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت، مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، معیارهای ارزیابی

۱. استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی مؤسسه آموزش عالی الغدیر تبریز (نویسنده

مسئول) Email: Mzmanager65@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۰۷/۱۴ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۰۹/۲۵

## ۱. مقدمه

بازار سرمایه در اقتصاد کشورها، نقش حیاتی ایفا می‌کند. بنابراین، توجه به این بازار و مبانی اساسی تصمیم‌گیری در آن ضروری می‌باشد. سنجش عملکرد در فرآیند تصمیم‌گیری با توجه به اهمیت نقش بازار سرمایه از مهمترین موضوعات حوزه اقتصاد مالی است. بنابراین، کارکرد معیارهای حسابداری و اقتصادی به منظور ارزیابی عملکرد شرکت‌ها ضروری است (کاشانی‌پور و رسائیان، ۱۳۸۹).

با شکل‌گیری جدایی مالکیت از مدیریت و پیدایش تضاد منافع بین مالکان و مدیران، ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و مدیران از موضوعات مورد توجه اقشار مختلف مانند اعتباردهندگان، مالکان، دولت و حتی مدیران است (Jensen & McIning, 1976).

جدایی مالکیت از مدیریت، ابتدا توسط آدام اسمیت در سال ۱۷۷۶ مطرح گردید و برای اولین بار توسط برل و مینز (۱۹۳۲) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت (Berle & Means, 1932). امروزه مشکل تفکیک مالکیت از مدیریت، بیانگر این موضوع است که چگونه می‌توان اطمینان حاصل کرد که مدیران از آزادی عمل خویش در راستای منافع سرمایه‌گذاران استفاده خواهند کرد (Drobtetz et. al., 2004).

حاکمیت شرکتی<sup>۱</sup> بیش از هر چیز، حیات بنگاه اقتصادی در درازمدت را هدف قرار داده و در صدد حفاظت از منافع سهامداران در مقابل مدیران شرکت‌ها می‌باشد. دو هدف نظام راهبری شرکتی کاهش ریسک بنگاه اقتصادی از طریق بهبود و ارتقای شفافیت و پاسخگویی و بهبود کارایی درازمدت سازمان، از طریق جلوگیری از خودکامگی و عدم مسئولیت‌پذیری مدیریت اجرایی است (Thompson & Wright, 2005).

ابزارهای مختلف مورد استفاده برای همسوکردن منافع مدیران و مالکان، ابزارهای حاکمیت شرکتی نامیده می‌شوند که از آن جمله می‌توان به مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت اشاره کرد.

هدف پژوهش حاضر تعیین رابطه بین ابعاد ساختار مالکیت با معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد شامل نرخ بازده دارایی‌ها، بازده سالانه سهام و نسبت

ارزش دفتری به ارزش بازار و همچنین معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد شامل ارزش افزوده اقتصادی،  $Q$  تویین و ارزش افزوده بازار است.

## ۲. مبانی نظری پژوهش

### ۲-۱- حاکمیت شرکتی

از دیدگاه شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) اصول راهبری شرکتی، از سازوکارهای کنترلی است که تأمین کنندگان مالی و شرکتها اطمینان حاصل می کنند که بازده سرمایه گذاری خود را بدست می آورند (Shleifer & Vishny, 1997). جنسن و مک لینگ (۱۹۹۷) معتقدند راهبری شرکتی، ریشه در مسئله کلاسیک جدایی مالکیت و کنترل دارد. زیرا تعارضات بین علایق مالکان و مدیران موجب بروز هزینه های نمایندگی خواهد شد. در سال ۱۹۷۶، جنسن و مک لینگ، چارچوب مالک-نماینده<sup>۱</sup> را برای شرح تعارضات بین مدیران و سهامداران عنوان کردند. مسأله نمایندگی توسط برخی محققان چون کاس<sup>۲</sup> (۱۹۶۰)، جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) و جنسن و فاما (۱۹۸۳) توسعه یافت و اساس و پایه این بحث می باشد (Fama & Jensen, 1983).

### ۲-۲- طبقه بندی حاکمیت شرکتی

#### ۲-۲-۱- سیستم های حاکمیت درون سازمانی

سیستمی است که در آن شرکت های فهرست بندی شده کشور، تحت مالکیت و کنترل تعداد کمی از سهامداران هستند. آنها ممکن است اعضای خانواده مؤسس یا گروه کوچکی از سهامداران مانند: بانک های اعتباردهنده، شرکت های دیگریا دولت باشند. به سیستم های درون سازمانی به دلیل روابط نزدیک رایج بین شرکت ها و سهامداران عمده آنها، سیستم های رابطه ای نیز گفته می شود (حساس یگانه و پوریانسب، ۱۳۸۴). هر چند در مدل حاکمیت شرکتی درون سازمانی به دلیل روابط

1.Principal-Agent

2.Coase

نزدیک بین مالکان و مدیران، مشکل نمایندگی کمتری وجود دارد، لکن مشکلات جدی دیگری پیش می‌آید. به واسطه سطح تفکیک ناچیز مالکیت و مدیریت، در بسیاری از کشورها (مثلاً به دلیل مالکیت خانواده‌های مؤسس) از قدرت سوء-استفاده می‌شود. سهامداران اقلیت نمی‌توانند از عملیات شرکت آگاه شوند، شفافیت کمی وجود دارد و وقوع سوءاستفاده محتمل به نظر می‌رسد. معاملات مالی، مبهم و غیرشفاف بوده و افزایش سوءاستفاده از منابع مالی، نمونه‌ای از سوءجریان‌ها در این سیستم‌ها هستند.

#### ۲-۲-۲- سیستم‌های حاکمیت برون‌سازمانی

در این سیستم‌ها، شرکت‌های بزرگ توسط مدیران اداره می‌شوند و تحت تملک مالکیت سهامداران برون‌سازمانی یا سهامداران خصوصی هستند. اگرچه در سیستم‌های برون‌سازمانی، شرکت‌ها مستقیماً توسط مدیران اداره می‌شوند، اما بطور غیرمستقیم تحت کنترل اعضای برون‌سازمانی قرار دارند. اعضای مذکور، نهادهای مالی و همچنین سهامداران خصوصی هستند (حساس‌یگانه و پوریانسب، ۱۳۸۴).

#### ۲-۳- سازوکارهای حاکمیت شرکتی

مبانی نظری حاکمیت شرکتی شامل شش ساز و کار مختلف به منظور کنترل هزینه‌های نمایندگی شامل: ۱. ساختار مالکیت<sup>۱</sup>، ۲. ساختار سرمایه<sup>۲</sup>، ۳. ساختار هیأت‌مدیره<sup>۳</sup>، ۴. حقوق و پاداش مدیریت<sup>۴</sup>، ۵. رقابت در بازار محصول<sup>۵</sup>، ۶. بلعیدن شرکت‌ها<sup>۶</sup> است (Kumar, 2003).

این پژوهش با توجه به ساز و کارهای حاکمیت شرکتی، به مطالعه ابعاد ساختار مالکیت (مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

1. Ownership Structure
2. Capital Structure
3. Board Structure
4. Managerial Remuneration
5. Product Market Competition
6. Takeover Market

#### ۴-۲- مالکیت نهادی

سرمایه‌گذاران نهادی در نظام راهبری شرکتی، نقش مهمی را ایفا می‌کنند. آنان می‌توانند با دانش و تجربه کافی در زمینه‌های مالی و تخصصی مربوط، بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند. این امر می‌تواند مبنایی برای همسو کردن منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران در راستای حداکثرسازی ثروت سهامداران باشد. با این وجود، مالکیت سهامداران نهادی می‌تواند تأثیرات منفی هم داشته باشد، مانند دسترسی به اطلاعات محرمانه که عدم تقارن اطلاعاتی را بین آنان و سهامداران کوچکتر ایجاد می‌کند. سهامداران نهادی هم چنین می‌توانند تضادهای نمایندگی را به واسطه وجود خود در مقام مالک عمده شدیدتر کنند. آنان می‌توانند مشکلات کارگزاری را به دلیل توانایی برخورداری از مزیت صرفه اقتصادی مقیاس و تنوع‌بخشی، حل و فصل کنند، لذا به نظر می‌رسد که سهامداران نهادی باعث جدایی مالکیت و کنترل می‌شوند، در حالی که درگیری فزاینده آنان در شرکت‌ها و متمرکز کردن مالکیت، راهی برای نظارت بر مدیریت شرکت ایجاد می‌کند (Solomon et. al. , 2003).

#### ۴-۵- تمرکز مالکیت

بیشتر مطالعات انجام شده در اقتصادهای نوظهور و همچنین در کشورهایی با بازارهای سهام کمتر توسعه یافته نشان می‌دهد که اولاً رابطه مثبتی بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت‌ها وجود داشته و ثانیاً سرمایه‌گذاران نهادی (اشخاص حقوقی) در نظارت بر عملکرد موسسه مؤثرتر از سهامداران دولتی و انفرادی هستند (Xu & Wang, 1999). در کشورهایی که تمرکز سهام در آنها بالا بوده و دارای بازارهای سهام کمتر توسعه یافته می‌باشند، از مسائل اصلی اداره شرکت‌ها، تضاد منافع بین سهامداران اصلی و سهامداران اقلیت است (Rogers & Dami, 2005). رابطه تمرکز مالکیت با بازده، همواره از جمله موضوعات مطرح در حوزه ادبیات مالی بوده است. برای اولین بار برل و مینز در سال ۱۹۳۲، به دنبال مطالعات انجام شده، به وجود رابطه معکوس بین پراکندگی سهامداران و عملکرد مؤسسات

پی بردند. با وجود آنکه نتایج پژوهش‌های آنان در سال ۱۹۸۳ توسط دمستز<sup>۱</sup> به چالش کشیده شد ولیکن مطالعه مزبور سرآغاز بحث‌ها و تحقیقات متعددی قرار گرفت که بعدها توسط محققان در کشورهای مختلف با بنیادهای اقتصادی و سطوح متفاوت توسعه‌یافتگی انجام گردید. مالکیت پراکنده (غیر متمرکز) به این خاطر موجب بروز مسأله نمایندگی در شرکت‌ها می‌شود که توانایی وانگیزه‌های سهامداران را برای کنترل کردن مدیریت، ضعیف خواهد کرد. سهامداران پراکنده توانایی کنترل اثربخش مدیریت را ندارند و برای اتخاذ تصمیمات صحیح، دارای تخصص و اطلاعات کافی نمی‌باشند.

#### ۲-۶- معیارهای ارزیابی عملکرد

عملکرد را می‌توان نتیجه قابل اندازه‌گیری تصمیم‌ها و اقدامات سازمان دانست که نشان‌دهنده میزان موفقیت سازمان و مجموعه دستاوردهای کسب شده می‌باشد. ارزیابی عملکرد شرکت‌ها ضروری است و برای انجام آن باید از معیارهای پذیرفته شده‌ای استفاده شود که تا حد امکان جنبه‌های متفاوت از لحاظ محدودیت در فعالیت‌ها و امکان بهره‌مندی از امکانات را مورد توجه قرار دهد. در تقسیم بندی کلی، معیارهای ارزیابی عملکرد را می‌توان به معیارهای مالی و معیارهای غیر مالی طبقه بندی کرد. معیارهای مالی، چگونگی دستیابی شرکت به اهداف مالی خود را مورد بررسی قرار می‌دهد و بیانگر چگونگی نگرش سهامداران نسبت به شرکت است (Tsamenyi et. al. , 2008).

#### ۲-۶-۱- مدل‌های حسابداری ارزیابی عملکرد

حاصل سیستم اطلاعات حسابداری، گزارش‌های مالی است که سود گزارش شده در آنها از اهمیت زیادی برای استفاده‌کنندگان برخوردار است. در مدل حسابداری ارزیابی عملکرد، ارزش شرکت از حاصلضرب دو عدد بدست می‌آید؛ عدد اول، سود شرکت و عدد دوم، ضریب تبدیل سود به ارزش است. در مدل‌های حسابداری

1. Demestz

ارزیابی عملکرد، ارزش شرکت، تابعی از معیارهای مختلفی نظیر سود، سود هر سهم، نرخ رشد سود، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده سرمایه‌گذاری، جریان نقدی آزاد و سود تقسیمی است (Stewart, 1991). با توجه به مزیت در دسترس بودن اطلاعات مورد نیاز در این مدل‌ها و آسانی محاسبات مربوط به آن، این گروه از معیارهای ارزیابی عملکرد به شکل گسترده‌ای توسط استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی، مورد استفاده قرار می‌گیرد. بررسی‌های انجام شده توسط پژوهشگران نیز نشان می‌دهد که سود حسابداری و اطلاعات بدست آمده از آن، اطلاعات مفیدی را در اختیار استفاده‌کنندگان قرار می‌دهد که در تصمیم‌گیری‌های آنها بسیار مؤثر است (Lipka, 1998 & Balsam). سود حسابداری، سستی‌ترین معیار ارزیابی عملکرد است که برای سرمایه‌گذاران، سهامداران، مدیران، اعتباردهندگان و تحلیل‌گران اوراق بهادار از اهمیت زیادی برخوردار است. سود حسابداری با فرض تعهدی محاسبه می‌شود و به نظر بسیاری از پژوهشگران مانند «لهن و ماخایجا»<sup>۱</sup>، «چن و داد»<sup>۲</sup> و «ورثینگتون و وست»<sup>۳</sup>، از مهم‌ترین معیارهای سنجش عملکرد محسوب می‌شود.

#### ۲-۶-۲- مدل‌های اقتصادی ارزیابی عملکرد

برای رفع نارسایی مدل‌های ارزیابی عملکرد که به دلیل استفاده از اطلاعات حسابداری به وجود می‌آید و پژوهشگرانی مانند باسیدور<sup>۴</sup>، استیوارت و سوجانن<sup>۵</sup> به جستجوی ارائه معیاری جدید برای ارزیابی عملکرد پرداختند. با پیدایش نظریه‌هایی در زمینه سود اقتصادی یا سود باقیمانده، مدل‌هایی به منظور محاسبه سود اقتصادی پیشنهاد شد (Stewart, 1991). در این مدل‌ها، سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات و هزینه سرمایه به عنوان سود اقتصادی یا سود باقیمانده تعریف می‌شود. در مدل‌های اقتصادی، ارزش شرکت، تابعی از قدرت سودآوری، اولویت‌های موجود، سرمایه‌گذاری‌های بالقوه و مابه‌التفاوت نرخ بازده و هزینه‌ی سرمایه شرکت است

1. Lehn & Makhaija
2. Chen & Dodd
3. Worthington & West
4. Bacidore
5. Suojanen

(Bausch & et. al, 2003). معیارهای اقتصادی سعی می‌کنند از طریق انجام برخی تعدیلات، اطلاعات حسابداری را به اطلاعات اقتصادی تبدیل، و اطلاعات اقتصادی را مبنای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها قرار دهند. مهمترین معیار که در زمینه ارزیابی عملکرد با استفاده از معیارهای اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی است (انصاری و کریمی، ۱۳۸۸).

### ۳. پیشینه پژوهش

ویگ و لهنمن<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) در تحقیق خود به بررسی سازوکارهای راهبری شرکتی از جمله ساختار مالکیت و تأثیر آن بر سودآوری شرکت‌های آلمانی پرداختند. نتیجه این تحقیق حاکی از آن است که تمرکز مالکیت تأثیر معنی‌دار و منفی بر عملکرد شرکت دارد. همچنین نتایج تحقیق نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که تحت مالکیت سایر شرکت‌های صنعتی هستند یا توسط بانک‌ها اداره می‌شوند، نسبت به شرکت‌های خانوادگی و همچنین شرکتهای تحت مالکیت خارجی از نرخ بازده کمتری برخوردار بوده‌اند.

ریکاردو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) نشان دادند که بین شاخص نظام راهبری و Q توپین در بورس اوراق بهادار برزیل در دوره زمانی ۱۹۹۸-۲۰۰۲ رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

آمی دیتمار و مارت اسمیت<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) با بررسی دو معیار از حاکمیت شرکتی و رابطه آن با ارزش بازار شرکت متوجه شدند که در شرکت‌های با حاکمیت ضعیف هر ۱ دلار تغییر در وجه نقد باعث تغییری در حدود ۰/۴۲ تا ۰/۸۸ در ارزش بازار خواهد شد، در حالی که این مبلغ در شرکت‌های با حاکمیت خوب دو برابر است.

گارای و گنزالز<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) به بررسی رابطه نظام راهبری شرکتی و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها چون، درصد تقسیم سود، نسبت P/B (ارزش بازار به ارزش دفتری سهام) و Q توپین در بورس اوراق بهادار ونزوئلا پرداختند. نتایج

1. Weig & Lehmann  
2. Ricardo et. al  
3. Ditmar & Mahrt-Smith  
4. Garay & Gonzales



پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که درصد افزایش در شاخص نظام راهبری شرکتی باعث افزایش ۱۱,۳ درصدی در درصد تقسیم سود، ۹,۹ درصدی در نسبت P/B و ۲,۷ درصدی در Q توپین می‌شود.

لینز و لمون<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) به بررسی شرکت‌های عضو بورس در آسیای شرقی در بحران مالی آسیایی پرداختند که در جولای ۱۹۹۷ آغاز شده بود. نتیجه تحقیق این بود که بازده سهام شرکت‌هایی که امکان سلب مالکیت از سهامداران اقلیت در آنها بیشتر است، تقریباً ۹ درصد کمتر از سایر شرکت‌هاست، یعنی تأثیر تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت منفی می‌باشد.

لی<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) در تحقیق خود اثر ساختار مالکیت را بر عملکرد مالی شرکت مورد بررسی قرار داد. وی دو معیار، تمرکز مالکیت و ماهیت سهامداران را به عنوان معیارهای ساختار مالکیت در نظر گرفت. با استفاده از روش پنل دیتا، شرکت‌های عضو بورس در کره جنوبی برای سالهای ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶، مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج این تحقیق نشان داد عملکرد شرکت با افزایش تمرکز مالکیت شرکت بهبود می‌یابد، اما اثر مالکیت نهادی و مالکیت خارجی ناچیز است. همچنین نتیجه‌گیری شد که رابطه U شکل معکوس بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد.

در ایران نیز پژوهش‌هایی در مورد رابطه برخی از معیارهای ساختار مالکیت و عملکرد شرکت انجام شده است. برخی از مهمترین پژوهش‌های داخلی به شرح ذیل است:

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۶۶ شرکت طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ می‌باشد. روش آماری مورد استفاده به منظور آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش، رگرسیون "داده‌های ترکیبی" است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه معنی دار و منفی بین "مالکیت نهادی" و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و مثبت بین "مالکیت شرکتی" و

1. Lins & Lemmon

2. Lee

عملکرد شرکت وجود دارد. "مالکیت مدیریتی" به صورت معنی‌دار و منفی بر عملکرد تأثیری گذارد و در مورد "مالکیت خارجی" اطلاعاتی مشاهده نشد که نمایانگر مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی در شرکت‌های نمونه‌آماری باشد. در "مالکیت خصوصی" نیز بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه‌گذاران شرکتی باشد. به گونه کلی نیز بین ساختار مالکیت شرکتها و عملکرد آنها رابطه معنی‌داری وجود دارد.

حساس‌یگانه، مرادی و هدی اسکندر (۱۳۸۷) با انتخاب نمونه ای شامل ۶۱ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۷۶ به آزمون ارتباط بین ارزش شرکت و مالکیت نهادی از طریق رگرسیون خطی چندگانه پرداختند. به طور کلی نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت و مؤید فرضیه نظارت کارآمد است. با این وجود، نتایج تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معنادار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت است و فرضیه همگرایی منافع را تأیید نمی‌کند.

مدرس و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی نقش سهامداران نهادی بر بازده سهامداران پرداختند. برای این منظور اطلاعات شش ساله (۱۳۸۷-۱۳۸۲) برای ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، با وجود اینکه میزان مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد است، ولی هیچ گونه رابطه‌ی معنی‌داری بین سهامداران نهادی و بازده سهام وجود ندارد.

#### ۴. فرضیه‌های پژوهش

۱. بین ساختار مالکیت و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد، رابطه وجود دارد.
  - ۱-۱- بین ساختار مالکیت و نرخ بازده دارایی‌ها، رابطه وجود دارد.
  - ۱-۲- بین ساختار مالکیت و نرخ بازده سالانه سهام، رابطه وجود دارد.
  - ۱-۳- بین ساختار مالکیت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، رابطه وجود دارد.
۲. بین ساختار مالکیت و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد، رابطه وجود دارد.

- ۱-۲- بین ساختار مالکیت و ارزش افزوده اقتصادی، رابطه وجود دارد.
- ۲-۲- بین ساختار مالکیت و ارزش افزوده بازار، رابطه وجود دارد.
- ۲-۳- بین ساختار مالکیت و کیو توپین، رابطه وجود دارد.

#### ۵. جامعه و نمونه آماری

قلمرو مکانی پژوهش، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ می باشد. در این پژوهش برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف نظام مند استفاده می شود. به منظور انتخاب نمونه آماری، شرکتهای دارای ویژگیهای زیر به عنوان نمونه آماری انتخاب و بقیه حذف شدند:

- ۱) شرکتهای انتخابی تولیدی باشند،
  - ۲) به منظور انتخاب شرکتهای فعال، قبل از سال ۱۳۸۴ در بورس تهران پذیرفته شده و معاملات این شرکتها در طی سالهای ۱۳۸۴-۱۳۸۸ در بورس، فعال باشد و طول وقفه نباید بیشتر از سه ماه باشد،
  - ۳) به منظور امکان مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفندماه بوده باشد و نباید در فاصله سالهای ۱۳۸۴-۱۳۸۸ تغییر سال مالی داده باشند، و
  - ۴) صورت های مالی و یادداشت های توضیحی همراه آنها قابل دسترس باشد.
- روش مورد استفاده برای جمع آوری داده ها، روش اسناد کاوی است. برای جمع آوری داده های مورد نیاز از اطلاعات صورت های مالی و یادداشت های همراه استفاده می شود. بدین منظور از نرم افزار ره آورد نوین و همچنین سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران استفاده می شود.

#### ۶. روش شناسی پژوهش

این تحقیق از نوع توصیفی - همبستگی بوده و برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون حداقل مربعات عادی استفاده شده است و از لحاظ هدف کاربردی می باشد، چون با هدف به کارگیری این نتایج در بازار سرمایه انجام می گیرد.

## ۱-۶- الگوهای مورد استفاده در پژوهش

روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش رگرسیون با استفاده از داده‌های ترکیبی است. فرضیه‌ها از طریق نتایج حاصل از الگوهای اقتصادسنجی و رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار می‌گیرد. به منظور تعیین معنی دار بودن الگوی رگرسیون از آماره F فیشر استفاده شده است. برای بررسی معنی دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر الگو، از آماره t استیودنت در سطح اطمینان ۹۵ درصد، استفاده شده است. برای آزمون نرمال بودن داده‌ها، از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف (K-S) استفاده شده است. از آزمون دوربین-واتسون نیز برای بررسی نبود مشکل خود همبستگی بین جملات پسماند استفاده گردید. آماره دوربین-واتسون به دست آمده از نرم افزار در تمام آزمون‌ها بیانگر این است که مشکل خود همبستگی وجود ندارد. آزمون‌های آماری نشان می‌دهد که مشکل همخطی نیز بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد. بدین منظور از نرم افزارهای EXCEL و SPSS استفاده شده است.

با توجه به مطالب یاد شده در مورد متغیرهای توضیحی، الگوهای تحقیق شامل الگوی مربوط به آزمون فرضیه اول تا الگوی مربوط به آزمون فرضیه ششم، شش الگوی رگرسیون چند متغیره است که به طور کلی به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 INS + \beta_2 CR + \beta_3 FL + \beta_4 BET + \beta_5 SIZE + \varepsilon$$

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 = 0$$

که در آن  $Y_i$  متغیرهای وابسته شامل: نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)، بازده سالانه سهام (SRE)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (P/B)، ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، کیوتوبین (Q) و ارزش افزوده بازار (MVA) است. متغیرهای مستقل نیز شامل: درصد سهام در اختیار مؤسسات نهادی (INS) و تمرکز مالکیت (CR) است. متغیرهای کنترلی که ممکن است بر متغیرهای وابسته پژوهش تأثیرگذار باشند شامل: اندازه شرکت (SIZE)، اهرم مالی شرکت (EAR) و ریسک سیستماتیک شرکت (BET) می‌باشد. ضریب ثابت  $\beta_0$  و  $\varepsilon$  ضریب خطا که برای هر دوره مستقل است، دارای توزیع نرمال و مستقل از عوامل رگرسیونی است. در

صورت رد فرض  $H_0$ ، فرض  $H_1$  پذیرفته خواهد شد که بیانگر وجود رابطه معنی‌دار بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل مورد آزمون می‌باشد.

## ۷. متغیرهای پژوهش

### ۷-۱- متغیرهای وابسته

#### ۷-۱-۱- نرخ بازده دارایی‌ها (ROI)

نسبت نرخ بازده دارایی‌ها در واقع بیانگر این مطلب است که قابلیت سودآوری شرکت تا چه اندازه به کل دارایی‌های آن ارتباط دارد. نرخ بازده دارایی‌ها از تقسیم سودخالص به جمع کل دارایی‌های شرکت بدست می‌آید (Lee, 2008).

#### ۷-۲-۱- نرخ بازده سالانه سهام (SRE)

منظور از بازده سالانه سهام، تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره سهام بعلاوه سایر عواید ناشی از خرید سهم مانند مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود نقدی سهام، تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره است (رسائیان و اصغری، ۱۳۸۶).

فرمول (۱):

$$Kt = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t \frac{(P_t - P_n) * N_c}{N_t} + \frac{N_e * P_t}{N_t}}{P_{t-1}}$$

Kt: بازده کل سهام نسبت به اولین قیمت سهم،  $P_t$ : قیمت سهم در انتهای سال مالی،  $P_n$ : ارزش اسمی سهم،  $P_{t-1}$ : قیمت سهم در ابتدای سال مالی،  $D_t$ : سود نقدی ناخالص هر سهم،  $N_t$ : تعداد سهام قبل از افزایش سرمایه،  $N_e$ : تعداد سهام افزایش یافته از طریق اندوخته یا سود انباشته و  $N_c$ : تعداد سهام افزایش یافته از طریق اندوخته یا آورده نقدی است.

## ۱-۳-۷- نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (P/B)

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری یا حاصل تقسیم قیمت سهام بر ارزش دفتری هر سهم، معیار جدیدی به دست می‌دهد که بر اساس آن می‌توان دریافت سهام چند برابر ارزش دفتری آن مورد معامله قرار می‌گیرد. نسبت P/B حاصل تقسیم ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن است.

۱-۴-۷- ارزش افزوده اقتصادی (EVA)<sup>۱</sup>

ارزش افزوده اقتصادی مثبت به این معنی است که نرخ بازده سرمایه بیشتر از هزینه سرمایه باشد، در نهایت اینکه EVA بزرگ تر از صفر یعنی ایجاد (افزایش) ارزش سهامداران (Pinto, 2001). ارزش افزوده اقتصادی، اولین بار توسط استرن استیوارت مطرح شد و به شرح زیر محاسبه گردید:

فرمول (۲):

$$EVA = NOPAT - (WACC * Capital)$$

NOPAT: سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات

WACC: میانگین موزون هزینه سرمایه

Capital: سرمایه گذاری

۱-۵-۷- ارزش افزوده بازار (MVA)<sup>۲</sup>

ارزش افزوده بازار برابر با مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سرمایه و ارزش بازار دیون آن است. به لحاظ نظری، این مقدار چیزی است که می‌توان در هر لحظه معین از بازار به دست آورد. برای به دست آوردن ارزش افزوده بازار، از تفاضل میانگین ارزش بازار حقوق صاحبان سرمایه طی سال و میانگین ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه استفاده می‌شود. میانگین ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه نیز عبارت از: مجموع حقوق صاحبان سرمایه در ابتدا و انتهای دوره، تقسیم بر دو است.

1. Economic Value Added (EVA)

2 . Market Value Added

۱-۶-۷- کیو توبین (Q)

به علت محدودیت‌های اطلاعاتی، Q توبین از رابطه زیر به دست می‌آید:  
(Leewillen & Badernet, 1997).

فرمول (۳)

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{VOCSILOY} + \text{EMVOPSILOY} + \text{BVLTLILOY} + \text{BVCLIOY}}{\text{BVTAILOY}}$$

در فرمول بالا،

VOCSILOY: ارزش سهام عادی در پایان سال، EMVOPSILOY: برآورد  
ارزش بازار سهام ممتاز در پایان سال، BVCLIOY: ارزش دفتری بدهی‌های  
جاری در پایان سال،  
BVTAILOY: ارزش دفتری کل داراییها در پایان سال، BVLTLILOY: ارزش  
دفتری بدهی‌های بلند مدت در پایان سال  
با توجه به اینکه در بورس اوراق بهادار تهران سهام ممتاز وجود ندارد، ارزش  
EMVOPSILO برابر صفر در نظر گرفته شده است.

۲-۷- متغیرهای مستقل

۱-۲-۷- مالکیت نهادی (INS)

مالکیت نهادی برابر است با درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی  
و عمومی از کل سهام سرمایه که این شرکت‌ها شامل: شرکت‌های بیمه، مؤسسه‌های  
مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت است (Earnhart & Lizal, 2006).

۲-۲-۷- تمرکز مالکیت<sup>۱</sup> (CR)

دمستز و لن<sup>۲</sup> (۱۹۸۵) که صاحب‌نظران مباحث مربوط به ساختار مالکیت  
می‌باشند، سه شاخص برای محاسبه میزان تمرکز مالکیت معرفی کرده‌اند که شامل:

1. Ownership Concentration  
2. Demsetz & Lehn

میزان مالکیت بیست سهامدار بزرگ، میزان مالکیت پنج سهامدار بزرگ و شاخص هرفیندال است (مهدوی و میدری، ۱۳۸۴).

در این تحقیق به منظور محاسبه میزان تمرکز مالکیت از شاخص هرفیندال هریشمن<sup>۱</sup> استفاده شد که برابر با مجموع مجذور درصد سهم مالکیت هریک از سهامداران می‌باشد.

۷-۳- متغیرهای کنترلی

۷-۳-۱- اندازه شرکت (SIZE)

در این پژوهش مانند پژوهش لی (۲۰۰۸)، از لگاریتم نپری کل دارایی‌ها برای اندازه‌گیری متغیر "اندازه شرکت" استفاده شده است.

۷-۳-۲- اهرم مالی شرکت (FL)

همانند پژوهش لانگ و دیگران<sup>۲</sup> (۱۹۹۶) برای اندازه‌گیری اهرم مالی شرکت از تقسیم ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

۷-۳-۳- ریسک سیستماتیک شرکت (BET)

به منظور اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک شرکت از ضریب حساسیت ( $\beta$ ) شرکت استفاده شده است. ضریب بتا ( $\beta$ ) برابر کوواریانس بازده سهم با بازده سبد اوراق بهادار بازار تقسیم بر واریانس سبد اوراق بهادار بازار می‌باشد (کی‌رلی و سی‌پراون، ۱۳۸۴).

1. Herfindahl Index =  $\sum s_i^2$

2. Long & Et al



## ۸. یافته‌های تحقیق

### ۸-۱- آمار استنباطی

با توجه به نتایج نگاره (۱)، با مقایسه سطح معنی‌داری متغیرهای مورد بررسی شرکت‌های نمونه، چون مقدار سطح معنی‌داری بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد و با اطمینان ۹۵٪ (در سطح خطای ۵ درصد)، فرض  $H_0$  پذیرفته می‌شود و متغیرهای مورد بررسی از توزیع نرمال برخوردار می‌باشند.

نگاره (۱): خروجی آزمون کولموگروف-اسمیرنوف برای آزمون نرمال بودن متغیرهای مورد بررسی

متغیرها	INS	CR	ROI	SRE	P/B	EVA	MVA	Q	FL	SIZE	BET
Z											
کولموگروف-اسمیرنوف	۱/۰۳۱	۰/۷۴۱	۰/۷۷۷	۱/۲۳۵	۱/۴۷۱	۰/۹۱۷	۰/۵۸۸	۱/۳۹۰	۱/۰۸۴	۱/۰۲۲	۱/۰۷۶
Sig.	۰/۲۳۸	۰/۶۴۲	۰/۵۸۲	۰/۰۹۴	۰/۰۵۴۲	۰/۳۷۰	۰/۸۸۰	۰/۰۵۲	۰/۱۴۵	۰/۲۴۷	۰/۱۹۸

### ۸-۲-۱- آزمون فرضیه اصلی اول

فرضیه اصلی اول تحقیق به بررسی رابطه ساختار مالکیت و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد شرکت می‌پردازد. این فرضیه دارای ۳ فرضیه فرعی می‌باشد.  
 ۱- فرضیه فرعی اول به بررسی رابطه ساختار مالکیت و نرخ بازده دارایی‌های شرکت می‌پردازد که نتیجه حاصل از رگرسیون در نگاره شماره (۲) ارائه شده است:

نگاره (۲): نتایج حاصل از رگرسیون بین ساختار مالکیت و نرخ بازده دارایی‌های شرکت

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی‌دار
متغیر وابسته	Y	نرخ بازده دارایی‌ها	-	-	-
مقدار ثابت	$\alpha$	آلفا	-۸/۳۷۸	-۱/۳۶۴	۰/۰۰۳
متغیرهای مستقل	X1	مالکیت نهادی	۰/۰۷۶	۲/۸۹۳	۰/۰۰۴
	X2	تمرکز مالکیت	-۰/۴۱۷	-۳/۷۶۱	۰/۰۰۰
متغیرهای کنترلی		اهرم مالی	-۰/۷۴۵	-۶/۱۷۹	۰/۰۰۰
		ریسک سیستماتیک	-۰/۰۲۸	-۰/۸۳۳	۰/۴۰۵
		اندازه شرکت	-۰/۷۳۶	-۰/۹۰۲	۰/۳۶۷
		دوربین واتسون	۱/۷۰۸	-	-
		آماره F	۴/۵۳۹	-	۰/۰۰۱
		ضریب همبستگی	۰/۶۶۴	-	-
		ضریب تعیین	۰/۴۴	-	-
		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۱	-	-

R

R Square

Adjusted R Square

نگاره (۲) نشان می‌دهد متغیرهای مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و اهرم مالی ( $p\text{-value} < 5\%$ ) رابطه معناداری با نرخ بازده دارایی‌ها دارند. ضریب متغیرها نشان می‌دهد که تأثیر اهرم مالی بر نرخ بازده دارایی‌ها از سایر متغیرهای مورد بررسی بیشتر است. مالکیت نهادی رابطه مستقیم و تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه معکوسی با نرخ بازده دارایی‌ها دارند. با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۴۴٪ از تغییرات نرخ بازده دارایی‌ها را توضیح می‌دهد.

۲. فرضیه فرعی دوم به بررسی رابطه ساختار مالکیت و نرخ بازده سالانه شرکت می‌پردازد که نتایج حاصل از رگرسیون آن در نگاره شماره (۳) ارائه شده است:

نگاره (۳): نتایج حاصل از رگرسیون بین ساختار مالکیت و نرخ بازده سالانه سهام شرکت

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی‌دار
متغیر وابسته	Y	نرخ بازده سالانه سهام	-	-	-
مقدار ثابت	a	آلفا	۳/۲۶۱	۱/۲۹۴	۰/۰۰۰
	X1	مالکیت نهادی	۰/۷۷۱	۴/۱۵۷	۰/۰۰۰
متغیرهای مستقل	X2	تمرکز مالکیت	-۰/۶۰۵	-۰/۳۵۴	۰/۰۰۰
متغیرهای		اهرم مالی	-۰/۰۹۳	-۰/۷۶۸	۰/۴۴۳
کنترلی		ریسک سیستماتیک	۰/۰۲۶	۰/۷۶۶	۰/۴۴۴
		اندازه شرکت	۰/۴۹۸	۰/۶۰۴	۰/۵۴۶
		دوربین واتسون	۱/۷۳۹	-	-
		آماره F	۷/۹۶۳	-	۰/۰۰۰
	R	ضریب همبستگی	۰/۳۷	-	-
	R Square	ضریب تعیین	۰/۱۳۷	-	-
	Adjusted R Square	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۳۷	-	-

نگاره (۳) نشان می‌دهد، متغیرهای مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت ( $p\text{-value} < 5\%$ ) رابطه معناداری با نرخ بازده سالانه سهام دارند. ضریب متغیرها نشان می‌دهد که تأثیر مالکیت نهادی بر نرخ بازده سالانه سهام از سایر متغیرهای مورد بررسی بیشتر است. مالکیت نهادی رابطه مستقیم و تمرکز مالکیت رابطه معکوسی با نرخ بازده سالانه سهام دارند. با توجه به مقدار آماره F الگوی

رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۱۳/۷٪ از تغییرات نرخ بازده سالانه سهام را توضیح می‌دهند.

۳. فرضیه فرعی سوم به بررسی رابطه ساختار مالکیت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت می‌پردازد که نتایج حاصل از رگرسیون آن در نگاره شماره (۴) ارائه شده است:

نگاره (۴): نتایج حاصل از رگرسیون بین ساختار مالکیت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره F	سطح معنی‌دار
متغیر وابسته	Y	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-	-	-
مقدار ثابت	$\alpha$	آلفا	۷۹/۹۸۰	۱۳/۵۷۱	۰/۰۰۰
متغیرهای	X1	مالکیت نهادی	۰/۴۹۹	۳/۴۱۷	۰/۰۰۱
مستقل	X2	تمرکز مالکیت	-۰/۴۳۲	-۳/۸۷۲	۰/۰۰۰
متغیرهای		اهرم مالی	-۰/۲۷۶	-۲/۳۸۸	۰/۰۱۷
کنترلی		ریسک سیستماتیک	۰/۰۴۴	-۱/۳۳۶	۰/۱۸۲
		اندازه شرکت	۱۲/۴۳۱	۱۵/۸۷۲	۰/۰۰۰
		دوربین واتسون	۱,۶۸۷	-	-
		آماره F	۴۵/۶۸۳	-	۰/۰۰۰
	R	ضریب همبستگی	۰/۶۰۵	-	-
	R Square	ضریب تعیین	۰/۳۶۶	-	-
	Adjusted R Square	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۵۸	-	-

نگاره (۴) نشان می‌دهد متغیرهای مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت، اهرم مالی و اندازه شرکت ( $p\text{-value} < 5\%$ ) رابطه معناداری با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارند. ضریب متعیرها نشان می‌دهد که تأثیر اندازه بر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری از سایر متغیرهای مورد بررسی بیشتر است. مالکیت نهادی و اندازه شرکت رابطه مستقیم و متغیرهای تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه معکوسی با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارند. با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۳۶/۶٪ از تغییرات نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری را توضیح می‌دهند.

## ۲-۲-۸- آزمون فرضیه اصلی دوم

فرضیه اصلی دوم تحقیق به بررسی رابطه ساختار مالکیت و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت می‌پردازد. این فرضیه دارای ۳ فرضیه فرعی می‌باشد.

۱- فرضیه فرعی اول به بررسی رابطه ساختار مالکیت و ارزش افزوده اقتصادی شرکت می‌پردازد که نتیجه حاصل از رگرسیون آن در نگاره شماره (۵) ارائه شده است:

نگاره (۵): نتایج حاصل از رگرسیون بین ساختار مالکیت و ارزش افزوده اقتصادی شرکت

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی‌دار
متغیر وابسته	Y	ارزش افزوده اقتصادی	-	-	-
مقدار ثابت	$\alpha$	آلفا	۱۰۳/۸۷	۱۱/۰۱۵	۰/۰۰۰
متغیرهای مستقل	X1	مالکیت نهادی	۰/۱۷۵	۴/۰۷۸	۰/۰۰۰۱
متغیرهای مستقل	X2	تمرکز مالکیت	-۰/۳۸۳	-۳/۴۳۵	۰/۰۰۱
متغیرهای کنترلی		اهرم مالی	-۰/۲۹۹	-۱/۶۱۵	۰/۱۰۷۰
		ریسک سیستماتیک	۰/۰۰۴	۰/۰۸۲۰	۰/۹۳۴۰
		اندازه شرکت	۲۲/۰۸۴	۱۷/۶۲۲	۰/۰۰۰
		دوربین واتسون	۱/۷۶۳	-	-
		آماره F	۵۰/۵۴۴	-	۰/۰۰۰
	R	ضریب همبستگی	۰/۶۲۴	-	-
	R Square	ضریب تعیین	۰/۳۸۹	-	-
	Adjusted R Square	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۸۲	-	-

نگاره (۵) نشان می‌دهد، متغیرهای مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و اندازه شرکت ( $p\text{-value} < 5\%$ ) رابطه معناداری با ارزش افزوده اقتصادی دارند. ضریب متغیرها نشان می‌دهد که تأثیر اندازه بر ارزش افزوده اقتصادی از سایر متغیرهای مورد بررسی بیشتر است. مالکیت نهادی و اندازه شرکت رابطه مستقیم و تمرکز مالکیت رابطه معکوسی با ارزش افزوده اقتصادی دارند. با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۳۸/۹٪ از تغییرات ارزش افزوده اقتصادی را توضیح می‌دهند.

۲- فرضیه فرعی دوم به بررسی رابطه ساختار مالکیت و ارزش افزوده بازار شرکت می‌پردازد که نتایج حاصل از رگرسیون آن در نگاره شماره (۶) ارائه شده است:

نگاره (۶): نتایج حاصل از رگرسیون بین ساختار مالکیت و ارزش افزوده بازار شرکت

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی دار
متغیر وابسته	Y	ارزش افزوده بازار	-	-	-
مقدار ثابت	$\alpha$	آلفا	۱۰۳/۵۴۴	۱۱/۰۲۴	۰/۰۰۰
متغیرهای مستقل	X1	مالکیت نهادی	۰/۵۰۶۵	۶/۳۰۰	۰/۰۰۰
	X2	تمرکز مالکیت	-۰/۰۱۹	-۳/۸۶۱	۰/۰۰۰
متغیرهای کنترلی		اهرم مالی	-۰/۳۱۱	-۱/۶۸۶	۰/۰۹۲
		ریسک سیستماتیک	-۰/۰۰۸	-۰/۱۴۹	۰/۸۸۲
		اندازه شرکت	۲۲/۱۲۶	۱۷/۷۲۶	۰/۰۰۰
		دوربین واتسون	۱/۷۰۳	-	-
		آماره F	۵۱/۱۶۳	-	۰/۰۰۰
	R	ضریب همبستگی	۰/۶۲۶	-	-
	R Square	ضریب تعیین	۰/۳۹۲	-	-
	Adjusted R Square	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۸۵	-	-

نگاره (۶) نشان می‌دهد متغیرهای مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، اهرم مالی و اندازه شرکت ( $p\text{-value} < 5\%$ ) رابطه معناداری با ارزش افزوده بازار دارند. ضریب متعیرها نشان می‌دهد که تأثیر اندازه شرکت بر ارزش افزوده بازار از سایر متغیرهای مورد بررسی بیشتر است. مالکیت نهادی و اندازه شرکت رابطه مستقیم و متغیرهای تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه معکوسی با ارزش افزوده بازار دارند. با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۳۹/۲٪ از تغییرات ارزش افزوده بازار را توضیح می‌دهند.

۳- فرضیه فرعی سوم به بررسی رابطه ساختار مالکیت و کیو تو بین می‌پردازد که نتایج حاصل از رگرسیون آن در نگاره شماره (۷) ارائه شده است:

نگاره (۷): نتایج حاصل از رگرسیون بین ساختار مالکیت و کیو توپین شرکت

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی دار
متغیر وابسته	Y	کیو توپین	-	-	-
مقدار ثابت	$\alpha$	آلفا	-۰/۱۲۱	۰/۵۳۲	۰/۵۹۵
متغیرهای مستقل	X1	مالکیت نهادی	۰/۰۷۵	۳/۰۰۵	۰/۰۰۳
	X2	تمرکز مالکیت	-۰/۳۷۸	-۳/۴۳۱	۰/۰۰۱
متغیرهای کنترلی		اهرم مالی	-۱/۵۳۰	-۸/۱۰۶	۰/۰۰۰
		ریسک سیستماتیک	۰/۰۱۰	۰/۱۸۰	۰/۸۵۸
		اندازه شرکت	-۲/۶۶۷	-۱/۹۹۸	۰/۰۴۶
		دوربین واتسون	۱/۹۳۱	-	-
		آماره F	۱۰/۵۳۰	-	۰/۰۰۰
R		ضریب همبستگی	۰/۳۴۲	-	-
R Square		ضریب تعیین	۰/۱۱۷	-	-
Adjusted R Square		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۰۶	-	-

با توجه به نگاره (۷) متغیرهای مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، اهرم مالی و اندازه شرکت ( $p\text{-value} < 5\%$ ) رابطه معناداری با Q توپین دارند. ضریب متعیرها نشان می‌دهد که تأثیر اندازه بر Q توپین از سایر متغیرهای مورد بررسی بیشتر است. مالکیت نهادی، رابطه مستقیم و متغیرهای تمرکز مالکیت، اهرم مالی و اندازه رابطه معکوسی با Q توپین دارند. با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۱۱/۷٪ از تغییرات Q توپین را توضیح می‌دهند.

## ۹. نتیجه

پژوهش حاضر به بررسی تجربی رابطه ساختار مالکیت و معیارهای حسابداری و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. نتایج آزمون فرضیه‌های اصلی و فرعی بیانگر آن است که:

۱. بین مالکیت نهادی با معیارهای حسابداری و اقتصادی ارزیابی عملکرد رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بر طبق نتایج تحقیق، شرکت‌هایی که سهامداران عمده آن، سهامداران و مؤسسات نهادی هستند دارای عملکرد مالی بهتری

می‌باشند، زیرا سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با دانش و تجربه کافی در زمینه‌های مالی و تخصصی مربوطه، بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند و این امر می‌تواند مبنایی برای همسو کردن منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران در راستای حداکثرسازی ثروت سهامداران و بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها باشد که این نتیجه با پژوهش‌های (ریکاردو و همکاران، ۲۰۰۵) و (گارای و گنزالز، ۲۰۰۸)، هماهنگ و با نتایج پژوهش‌های (لی، ۲۰۰۸)، (دیتمار و اسمیت، ۲۰۰۶)، (مدرس و همکاران، ۱۳۸۸) و (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷) مغایر می‌باشد.

۲. بین تمرکز مالکیت با معیارهای حسابداری و اقتصادی ارزیابی عملکرد رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد، بر طبق نتایج تحقیق، هرچه تمرکز مالکیت کاهش یابد، شرکت عملکرد مالی ضعیفی خواهد داشت که این امر می‌تواند ناشی از آن بوده باشد که با افزایش تعداد سهامداران و پراکنده شدن ساختار مالکیت، سهامداران پراکنده توانایی کنترل اثربخش مدیریت را ندارند و برای اتخاذ تصمیمات صحیح، دارای تخصص و اطلاعات کافی نمی‌باشند که این نتیجه با پژوهش‌های (لینز و لمون، ۲۰۰۱) و (ویگ و لمن، ۱۹۹۹) هماهنگ و با نتایج پژوهش (لی، ۲۰۰۸) و (حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۸۷) مغایر می‌باشد.

#### ۱۰. پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

۱. با توجه به اینکه نتایج تحقیق نشان می‌دهد حضور سرمایه‌گذاران نهادی در ترکیب سهامداران، بر عملکرد شرکت تأثیرات مثبتی دارد، به مسئولان پیشنهاد می‌شود بسترهای لازم را به منظور حضور فعالانه سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه ایران فراهم سازند.

۲. پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان صورتهای مالی، هنگام استفاده از صورتهای مالی شرکت‌ها به عامل ترکیب سهامداران نیز توجه کنند. بر اساس یافته‌های این تحقیق، بطور کلی عملکرد شرکت‌هایی بالاتر است که از درصد سرمایه‌گذاران نهادی بالایی برخوردارند، بالاتر است.

## منابع و مأخذ

- ۱- انصاری و کریمی، (۱۳۸۷)، "بررسی معیارهای مالی ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سهامداران با تأکید بر معیارهای اقتصادی"، *ماهنامه حسابداری*، شماره ۲۰۰، ص. ۳-۱۱.
- ۲- حساس یگانه، یحیی و امیر پوریان‌سب، (۱۳۸۴). " نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی "، *ماهنامه حسابداری*، شماره‌های ۱۶۴ و ۱۶۵، مهر و آبان ۱۳۸۴.
- ۳- حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد واسکندر هدی. (۱۳۸۷)، " بررسی رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت "، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۲، ص. ۱۰۷-۱۲۷.
- ۴- رسائیان، امیر و جعفر اصغری، (۱۳۸۶)، "بررسی رابطه‌ی بین معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد و ارزش افزوده اقتصادی (EVA) در بورس اوراق بهادار تهران"، *نامه اقتصادی مفید*، سال سیزدهم، شماره ۶۰، ص. ۶۱-۸۸.
- ۵- کاشانی‌پور و رسائیان، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه‌ی بین برخی از ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی و معیارهای مالی و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *دانش حسابداری*، شماره اول، ص. ۷۲-۵۳.
- ۶- کی‌رلی، فرانک و سی‌براون، کیت. (۱۳۸۴). مدیریت سرمایه‌گذاری، اسلامی بیگدلی، غلامرضا. هییتی، فرشاد و رهنمای، فریدون. *انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی*، چاپ دوم.
- ۷- مدرس، احمد، حسینی. سید مجتبی و رئیسی زهره. (۱۳۸۸). "بررسی اثر سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *پژوهشنامه اقتصادی*، ص. ۲۵۰-۲۲۳.
- ۸- مهدوی، ابوالقاسم و میدری، احمد. (۱۳۸۴). " ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار تهران "، *تحقیقات حسابداری*، شماره ۷۱.
- ۹- نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). " ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران "، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۳، ص. ۸۳-۱۰۰.

10- Balsam, Steven and Ranald Lipka, "Share Prices and Alternative Measures of Earnings Per Share", *Accounting Horizons*, (September 1998), p. 248.



- 11- Bausch, A. E, Barbara, W. and M. Blome,(2003), "**Is Market Value-Based Residual Income a Superior Performance Measure Compared to Book Value-Based Residual Income?**", *Working Paper*, No. 1. Justus-liebig-Universitat., p. 2.
- 12- Berle, A. and Means.(1932), G, "**The modern corporation and private property**", Macmillan: *New York*. 14.
- 13- Chen, S, J. L. Dodd, "**Operating Income, Residual Income and EVA(TM): Which Metric Is More Value Relevant?**", *Journal of Managerial Issues*, Vol. 13, Issue 1, (Spring 2001), p. 69.
- 14- Demsetz, H. and K. Lehn (1985), "**The structure of corporate Ownership: Causes and Consequences**", *Jornal of Political Economy*, (93) 6 pp. 1155 - 1177
- 15- Ditmar,A.,Mahrt-Smith,j.(2006). "**corporate governance and the value of Cash holdings**". *Journal of financial economics* .
- 16- Drobetz, W., Schillhofer, A., Zimmermann, H., (2004). "**Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany**". *European Financial Management* 10, 267-293.
- 17- Earnhart, D, and Lizal, L. (2006). "**Effects of Ownership and Financial Performance on Corporate Environmental Performance**". *Journal of Comparative Economics*. Vol. 34, pp. 111-129.
- 18- Fama, E. F. and M.C. Jensen. 1983, "**The Seperation of Ownership and Control**", *The Journal of Low and Economics* 26(June) : 301-325.
- 19- Garay, U. and Maximiliano G., (2008), "**Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela**", *Corporate Governance, An International Review*, Vol. 16, Issue 3, pp. 194-209.
- 20- Jensen, M.C. and Meckling, W. (1976). "**The theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**", *Journal of Financial Economics*, Vol.3,: p.305-60.
- 21- Keasey, K., Thompson, S. and Wright, M.(2005). "**Corporate governance**", John Wiley & Sons Inc.
- 22- Kumar, J 2003, "**Does Ownership Structure Influence Firm Value**", Department of Economics, Mumbai University, *Working Paper*.
- 23- Lee, S 2008, "**Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea**", University of Utah, Department of Economics, *Working Paper* No.17.
- 24- Leewillen, W. G. and Badernet, S. G. (1997). "**On the Measurement of Tobins Q**", *Journal of Financial Economics*, 44 (1), 77-122.

---

## The Study of the relationship between Factors of Corporate Governance and Financial Performance in TSE's Listed Companies

Youness Badavar Nahandi(PH.D) <sup>1</sup>  
Mostafa Zareii <sup>2</sup>

### Abstract

The main purpose in this research is to study the relationship Ownership Structure and financial and Economical criteria in assessing the performance of Companies Listed at Tehran Stock Exchange. To do this, 84 firms from our statistical society for a period of five years (2005-2009) were chosen. Dependant variables include: Return on Investment, annual stocks yield and P/B ratio for financial performance assessment criteria and Tobin's Q, market value-added and economical value-added for economical performance assessment criteria have been considered. Independent variables, in which two criteria of Ownership Structure as: institutional ownership and Concentration ownership were studied. Finding of research shows that there is a positive and meaningful relationship between institutional ownership with financial and economical performance assessment criteria. Also there is a negative and meaningful relationship between Concentration ownership with financial and economical performance assessment criteria of the firms. .

**Key words:** Corporate governance, institutional ownership, Concentration ownership, criteria in assessing.

- 
1. Assistant Professor of Accounting , Islamic Azad University, Tabriz Branch
  2. Master Student of Business Management , Finance Field (Corresponding Author)  
Email: Mzmanager65@yahoo.com