

# فرایند مدیریت توسعه

## Management & Development Process

### چکیده

از آنجا که ابعاد مختلف حاکمیت شرکت می‌تواند تاثیرات قابل توجهی بر عملکرد شرکت بگذارد و همگام با چرخه عمر شرکت، تغییرات شگرفی را ایجاد کند، در این پژوهش به بررسی تاثیر نوع مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد مالی آنها با در نظر گرفتن چرخه عمر شرکت پرداخته شده است. به این منظور چهار مولفه تمرکز مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی، مدیران غیرموظف و سهام شناور آزاد به عنوان ابعاد مالکیتی شرکت‌ها در نظر گرفته شده‌اند و از بازده دارایی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیاری از عملکرد شرکت‌ها بهره گرفته شده است. نقش چرخه عمر به عنوان تعدیل‌کننده این رابطه و همچنین میزان فروش و دارایی‌ها به عنوان متغیرهای کنترلی پژوهش مورد آزمون قرار گرفته‌اند. جامعه آماری و نمونه‌های این پژوهش شامل ۲۵۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۲ است و برای آزمون فرضیه‌ها پس از انجام آزمون‌های هم‌خطی، کلموگروف و دوربین واتسون، روش رگرسیون سلسله‌مراتبی به کار گرفته شده است. نتایج این پژوهش، تاثیر مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی را با توجه به دوره عمر شرکت بر عملکرد مالی نشان می‌دهد. همچنین نتایج پژوهش بیانگر این است که رابطه میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت متفاوت است.

**کلیدواژه‌ها:** ساختار مالکیت، چرخه عمر، سرمایه‌گذاران نهادی، نرخ بازده دارایی، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام.

## تاثیر مالکیت شرکتی بر عملکرد مالی: تبیین نقش چرخه عمر شرکت‌ها

مهدی رسولی‌قهرودی  
مریم مومنی‌پشتیری

## تأثیر مالکیت شرکتی بر عملکرد مالی: تبیین نقش چرخه عمر شرکتها

مهدی رسولی قهرودی<sup>۱</sup>

مریم مومنی پشتیری<sup>۲</sup>

### مقدمه

بورس اوراق بهادار بازاری متشکل و خودانتظام است که اوراق بهادار در آن از سوی کارگزاران یا معامله‌گران طبق قانون مورد دادوستد قرار می‌گیرد. بورس اوراق بهادار در قالب شرکت سهامی عام تاسیس و اداره می‌شود. پژوهش در مورد الگوهای کاربردی یکی از ضرورت‌های بورس اوراق بهادار تهران است؛ چرا که این بازار به رغم مواجه شدن با فراز و نشیب‌های بسیار در چند سال اخیر، می‌رود تا رفته‌رفته جایگاه خوبی را در اقتصاد کشور پیدا کند. بنابراین نیاز به پژوهش‌های کاربردی بیشتر، جهت ورود به این بازار لازم به نظر می‌رسد. یکی از موضوعات مهم قابل بررسی در بورس اوراق بهادار بحث حاکمیت است. رویه‌های کارآمد حاکمیت شرکتی برای عملکرد صحیح بازار سرمایه و کل اقتصاد کشور حیاتی و لازمه جلب و حفظ اعتماد عمومی است. حاکمیت شرکتی ضعیف ممکن است موجب سلب اعتماد بازار شود که به نوبه خود می‌تواند منجر به خروج منابع یا بحران نقدینگی و سقوط قیمت‌ها در بورس شود. در حقیقت، شرکت علاوه بر مسئولیت در مقابل سهامداران در قبال سرمایه‌گذاران و سایر اعضای خود نیز مسئولیت دارد. حاکمیت

۱. استادیار موسسه عالی آموزش و

پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی

m.rasouli@imps.ac.ir

۲. کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی

گرایش مالی موسسه عالی آموزش

و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی

maryam.momeni89@gmail.com

شرکتی دربرگیرنده مجموعه روابط میان سهامداران، مدیران، حسابرسان و سایر افراد ذی نفع است که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای صحیح مصوبات مجمع و جلوگیری از سوء استفاده احتمالی است (لوئیس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵).

هر شرکت در طول زندگی خود مراحل طی می کند که بدون توجه به اصول حاکمیت شرکتی نمی توان آنها را به درستی پیمود. باید در نظر داشت که خروج از هر مرحله زندگی شرکت و ورود به مرحله جدید به زیرساخت ها و شرایط اولیه ای از نظر حاکمیتی نیاز دارد که این امر بدون اعمال تغییراتی خاص در ساختار کاری شرکت امکان پذیر نیست. نکته مهم آن است که برای دستیابی به یک انتقال موفقیت آمیز در گذار از مراحل عمر شرکت باید تعادل مجددی در ساختار و ابزارهای اجرایی حاکمیت شرکتی اعم از تغییرات در ترکیب/ اندازه و استقلال تیم هیات مدیره، تغییرات در سبک رهبری شرکت، ایجاد سیستم های کنترل داخلی، حسابرسی، افشاگری و مدیریت ارتباط با سهامداران ایجاد کرد و زمینه را برای ورود به دوره ای جدید فراهم آورد. با توجه به نکته فوق، سیستم های حاکمیت شرکتی می توانند همگام با چرخه عمر شرکت، تاثیرات و تغییرات شگرفی را تجربه کنند (علوی و همکاران، ۱۳۸۷).

سوال اساسی که در این زمینه مطرح می شود این است که آیا اصولاً می توان ترکیب بهینه ای را برای اصول حاکمیتی و سهامداری شرکت ها شناسایی و معرفی کرد؟ و در صورت مثبت بودن پاسخ، کدام یک از ترکیب های متفاوت حاکمیت شرکتی، در بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران آن موثرتر است؟ و در نهایت اینکه شرکت در کدام مرحله از چرخه عمر خود بر این رابطه اثر گذار است؟

همان گونه که نظریات حاکمیتی در طول دوره عمر شرکت متفاوت است، نقش حاکمیت شرکتی نیز می تواند از مرحله ای به مرحله دیگر متفاوت باشد. این امر به تفکرات بخش فوقانی هرم شرکت در ارتباط با مرحله عمر شرکت و تجربه و دانش آنها در این زمینه وابسته است. در نتیجه حاکمیت شرکتی و به خصوص هیات مدیره می تواند طی هر مرحله نقشی غیر اثربخش یا حتی بر خلاف آن، نقشی قدرتمند و موثر در هدایت مراحل گوناگون شرکتی داشته باشد (ایتو، ۲۰۰۵).

1. Lewis

## مبانی نظری پژوهش

### تئوری نمایندگی<sup>۱</sup>

هرگاه فرد یا افرادی، فرد دیگر را به نمایندگی از خود استخدام کنند که برای آنها خدمت معناداری را به انجام برساند، رابطه نمایندگی ایجاد می‌شود و هرگاه رابطه نمایندگی ایجاد شود به طور بالقوه این امکان وجود دارد تا نماینده فعالیت‌هایی را در جهت منافع خود و عکس منافع موکلان انجام دهد. مسئله نمایندگی به این معناست که مالکان (که جهت استفاده از فرصت‌های مناسب، ریسک‌های سرمایه‌گذاری را می‌پذیرند تا به بازدهی مطلوبی دست یابند) مدیرانی را به عنوان نماینده خود به کار می‌گیرند تا فعالیت‌های تجاری شرکت را به سمتی پیش برند که منجر به حداکثر شدن ثروت آنها و ارزش بنگاه شود. مدیران به نوعی تلاش کمتری در مدیریت منابع شرکت دارند و فعالیت‌های تجاری شرکت را در جهت منافع سهامداران پیش نمی‌برند. چنین تعارضی مشکلاتی را برای سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند از به‌کارگیری شایسته سرمایه خود در موقعیت‌های سودآور به وسیله مدیران اطمینان حاصل کنند، پدید می‌آورد (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷).

### تئوری ذی‌نفعان<sup>۱</sup>

تئوری ذی‌نفعان به تدریج از دهه ۱۹۷۰ توسعه یافت. یکی از اولین توضیحات در مورد این تئوری در رشته مدیریت توسط فریمن<sup>۲</sup> (۱۹۸۴) ارائه شد. وی تئوری شرکت را مطرح و پاسخگویی شرکتی را به گروه گسترده‌ای از ذی‌نفعان پیشنهاد کرد. تئوری ذی‌نفعان ترکیبی از تئوری سازمانی و اجتماعی است. اساس تئوری ذی‌نفعان این است که شرکت‌ها بزرگ شده‌اند و تأثیر آنها بر جامعه آنچنان عمیق است که باید آنها به جز سهامداران، به بخش‌های بسیار بیشتری از جامعه توجه کنند و پاسخگو باشند و به عبارتی نه تنها ذی‌نفعان تحت تأثیر شرکت‌ها هستند، بلکه آنها نیز بر شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند. ذی‌نفعان شامل سهامداران، کارکنان، فروشندگان، بستانکاران، شرکت‌های رقیب و عموم مردم هستند. افراطی‌ترین حامیان تئوری ذی‌نفعان بر این باورند که محیط زیست، گونه‌های جانوری و نسل‌های آینده در زمره ذی‌نفعان گنجانده می‌شوند. یافته‌های مطالعاتی انجام‌شده، نشان‌دهنده این

1. Agency Theory
2. Stakeholders Theory
3. Freeman

است که شرکت‌هایی که خود را موظف به رعایت حقوق تمامی ذی‌نفعان می‌دانند در درازمدت موفق‌تر خواهند بود و درصد رسیدن آنها به اهداف تعیین‌شده بیشتر خواهد بود (الفتی، ۱۳۸۹).

### تئوری هزینه معاملات<sup>۱</sup>

این تئوری یکی از مبانی اقتصاد صنعتی و تئوری‌های مالی است. در این تئوری شرکت نه تنها به عنوان یک واحد اقتصادی عمومی، بلکه به عنوان یک سازمان متشکل از افراد با دیدگاه‌ها و اهداف متفاوت تلقی می‌شود. این تئوری بر این اساس استوار است که شرکت‌ها آنقدر بزرگ شده‌اند که در تخصیص منابع جانشین بازار شوند. در درون شرکت‌ها، برخی از معاملات حذف می‌شوند و مدیران شرکت، تولید را با معاملاتی که خود ترجیح می‌دهند هماهنگ می‌کنند. تئوری هزینه معاملات فرض می‌کند که افراد اغلب فرصت طلب هستند؛ در صورتی که تئوری نمایندگی خطر اخلاقی و هزینه‌های نمایندگی را مورد بحث قرار می‌دهد. تئوری نمایندگی فرض می‌کند که مدیران به دنبال عایدی‌های متفرقه هستند در صورتی که در تئوری هزینه معاملات، مدیران معاملات خود را به صورت فرصت طلبانه ترتیب می‌دهند (حساس‌یگانه، ۱۳۸۵).

### پیشینه پژوهش

گامپرز<sup>۲</sup> و دیگران (۲۰۰۳) در پژوهشی به بررسی رابطه میان حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که شرکت‌های با رژیم حاکمیت شرکتی بهتر دارای عملکرد بهتر، ارزش بالاتر و بازده سهام بالاتری هستند. وانگ<sup>۳</sup> و دیگران (۲۰۰۹) در پژوهش خود به بررسی تاثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های چینی پرداختند. آنها در پژوهش خود از دو رویکرد حاکمیت شرکتی استفاده کردند. ابتدا به بررسی تاثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند و سپس تاثیر تمام ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد شرکت‌های با رژیم حاکمیت شرکتی بهتر دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند. همچنین میان تمرکز مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی، مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش بازار

1. Transaction Cost Theory
2. Gompers
3. Wang

رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

کاپالوس و لازاری تو<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد ساختار مالکیت متمرکزتر با سودآوری شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد. چفینس<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) تاریخچه حاکمیت شرکتی را مورد بررسی قرار داد. او در پژوهش خود آورده است که حاکمیت شرکتی اولین بار در دهه ۱۹۷۰ در کشور امریکا متداول شده و در ۲۵ سال اخیر، به عنوان موضوع مورد بحث در میان دانشگاهیان، قانونگذاران، مدیران اجرایی و سرمایه‌گذاران مطرح شده است. وی توسعه و گسترش حاکمیت شرکتی را از اواسط دهه ۱۹۷۰ تا پایان دهه ۱۹۹۰ مورد بررسی قرار داد.

کلاسنس<sup>۳</sup> و اورتولو (۲۰۱۲)، سازوکارهای حاکمیت شرکتی را در بازارهای نوظهور مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان داد چارچوب حاکمیت شرکتی بهتر از طریق ایجاد امکان دسترسی به منابع مالی بیشتر، کاهش هزینه سرمایه، عملکرد بهتر و برخورد مناسب با سهامداران برای شرکت‌ها منافع زیادی دارد. نتایج آنها همچنین نشان داد مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بازار و مکانیسم‌های اختیاری، هنگامی که سیستم حاکمیتی در بخش‌های مختلف ضعیف است، تاثیر کمتری خواهد داشت. شواهد کمتری از رابطه مستقیم میان حاکمیت شرکتی و عملکرد محیطی و اجتماعی به دست آمده است.

1. Kapopoulos, P. & S. Lazaretou
2. Cheffins
3. Classens

جدول ۱: مختصری از پژوهش‌های انجام شده در خصوص مالکیت و حاکمیت شرکتی

| نام نویسنده          | سال  | متغیرهای بررسی شده  | یافته‌ها و نتایج  |
|----------------------|------|---|---|
| خدادادی و تاکر       | ۱۳۹۱ | تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی   | تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش شرکت‌ها دارای رابطه مثبت و معناداری است.   |
| اکبری و نظری         | ۱۳۹۲ | درصد مدیران غیرموظف در هیات مدیره، اندازه هیات مدیره و ترکیب پست مدیر عاملی و ریاست هیات مدیره            | حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت رابطه دارد.   |
| بادآورنهدی و همکاران | ۱۳۹۳ | استقلال هیات مدیره، سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت و مالکیت اعضای هیات مدیره                               | چرخه عمر بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.   |
| Gedajlovic & Shapiro | ۲۰۰۲ | تمرکز مالکیت  | میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی در شرکت‌های ژاپنی رابطه مثبت معناداری وجود دارد.  |
| Ernst Maug           | ۲۰۰۲ | میزان سهام شناور  | تغییرات ساختار سرمایه در طول چرخه عمر شرکت نظیر عرضه سهام در بورس و ایجاد تمایز میان طبقات مالکیت می‌تواند باعث بهبود عملکرد شود.   |
| Samaha et al.        | ۲۰۱۲ | اندازه هیات مدیره، ترکیب هیات مدیره، دوگانگی مسئولیت مدیر عامل، درصد سهامداران نهادی و وجود کمیته حسابرسی | عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی و اطمینان سرمایه‌گذاران به اطلاعات حسابرسی منتشر شده برای شرکت‌هایی که سازوکارهای حاکمیت شرکتی در آنها نمود بیشتری داشته است، کمتر است. |
| Coad et al.          | ۲۰۱۳ | سال تاسیس شرکت، چرخه عمر و عملکرد   | عملکرد شرکت با افزایش طول عمر شرکت بهبود می‌یابد.   |
| Basyith et al.       | ۲۰۱۴ | مالکیت مدیریتی، کمیته حسابرسی، مامور مستقل دولت، هیات مدیره   | به غیر از مامور مستقل دولت و کمیته حسابرسی تمامی متغیرهای دیگر بر عملکرد شرکت تأثیر دارد.   |
| Coenen, M. H. J.     | ۲۰۱۵ | تمرکز مالکیت، اندازه شرکت، نوع صنعت   | تمرکز مالکیت تأثیر چندانی بر عملکرد شرکت ندارد.   |
| Shobod Deba et al.   | ۲۰۱۵ | ترکیب هیات مدیره، اندازه هیات مدیره، ساختار مالکیت، درصد مدیران غیرموظف                                   | میان اندازه هیات مدیره و عملکرد مالی شرکت رابطه منفی وجود دارد.   |

### فرضیه‌های پژوهش

بنابراین با توجه به مطالعات انجام‌شده و پژوهش‌های قبلی و برای پاسخ به پرسش‌های پژوهش، فرضیه‌های زیر مطرح شده است:

فرضیه اول: ساختار مالکیت بر بازده دارایی به عنوان معیاری از عملکرد مالی شرکت تأثیرگذار است.

فرضیه دوم: ساختار مالکیت بر بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیاری از عملکرد مالی شرکت تأثیرگذار است.

فرضیه سوم: چرخه عمر رابطه میان ساختار مالکیت و بازده حقوق صاحبان سهام را تعدیل می‌کند.

فرضیه چهارم: چرخه عمر رابطه میان ساختار مالکیت و بازده دارایی را تعدیل می‌کند.

### روش پژوهش

با توجه به تقسیم‌بندی پژوهش از نظر هدف، پژوهش حاضر از نوع کاربردی است زیرا به دنبال آن است که از یافته‌های به دست آمده جهت بهبود وضعیت موجود در کوتاه‌مدت استفاده کند. در واقع پژوهش کاربردی در جست‌وجوی دستیابی به یک هدف عملی است. پژوهش حاضر از نظر ماهیت و روش اجرا از نوع پژوهش توصیفی و تحلیلی است.

جامعه آماری این پژوهش تمامی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران است و انتخاب نمونه نیز با توجه به شرایط زیر صورت پذیرفته است:

- سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه سال است.
- شرکت طی سال ۱۳۹۲ تغییر فعالیت نداشته باشد.
- اطلاعات مالی مورد نیاز به خصوص یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی در دسترس باشد.

از آنجا که واحد تحلیل داده‌های آماری این پژوهش در سطح سازمان است، از مجموع ۳۱۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس تعداد ۲۵۲ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند.

داده‌های اولیه و اطلاعات مورد نیاز از نرم‌افزارهای تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین،



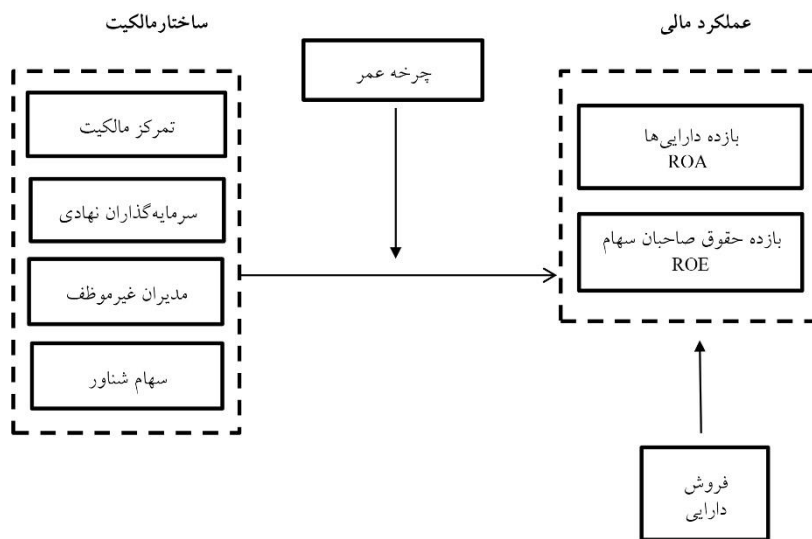
گزارش‌های مالی ارائه‌شده از سوی بورس، اطلاعیه‌های مربوط به خلاصه تصمیم‌های مجمع عمومی عادی که از سوی سازمان بورس منتشر می‌شود و همچنین گزارش فعالیت سالانه هیات مدیره که به مجمع عمومی عادی صاحبان سهام ارائه می‌شود به دست آمده است.

### چارچوب نظری و متغیرها

پس از آنکه پژوهشگر داده‌ها را گردآوری و طبقه‌بندی کرد باید مرحله بعدی فرآیند پژوهش را که به مرحله تجزیه و تحلیل داده‌ها معروف است آغاز کند. این مرحله در پژوهش اهمیت زیادی دارد زیرا نشان‌دهنده تلاش‌ها و زحمات فراوان گذشته است. در این مرحله، پژوهشگر اطلاعات و داده‌ها را در جهت آزمون فرضیه و ارزیابی آن مورد بررسی قرار می‌دهد. در مرحله تجزیه و تحلیل آنچه مهم است این است که پژوهشگر باید اطلاعات و داده‌ها را در مسیر هدف پژوهش، پاسخگویی به سوالات پژوهش و نیز ارزیابی فرضیه‌های پژوهش خود، مورد تجزیه و تحلیل قرار دهد (حافظ‌نیا، ۱۳۸۵).

با توجه به پیشینه و بر اساس پژوهش‌ها و مطالعات قبلی انجام‌شده در خصوص مالکیت شرکت‌ها، مدل مفهومی این پژوهش بر اساس نمودار ۱ طراحی شده است.

نمودار ۱: مدل مفهومی پژوهش



برای آزمون فرضیه‌ها از مدل زیر استفاده شده است:

$$ROA/ROE = \beta_0 + \beta_1 LC * Ownership Concentration + \beta_2 LC * Institutional Ownership + \beta_3 LC * Free Float + \beta_4 LC * Non Executive Director + \beta_5 Asset + \beta_6 sale$$

متغیرهای مورد استفاده در مدل‌های رگرسیونی عبارتند از:

**متغیرهای وابسته**

بازده دارایی‌ها (ROA) یک شاخص از چگونگی سودآوری شرکت، وابسته به کل دارایی‌های آن شرکت است. بازده دارایی، یک ایده درباره مدیریت کارآمد، در مورد استفاده از دارایی‌ها، در جهت تولید سود (دارایی‌های مولد) به ما می‌دهد، که از طریق تقسیم سود سالیانه، به کل دارایی شرکت، محاسبه می‌شود، که معیار عملکرد مالی شرکت است. بازده دارایی به عنوان شاخصی است که مدیران با منابعی (دارایی‌ها) که به آنها متعلق است سنجیده می‌شوند. بازده دارایی کم نشان‌دهنده عدم کارایی مدیران و در توضیح ارزش شرکت دارای اهمیت زیادی است (کارتر و همکاران، ۲۰۰۳).

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) میزان کارایی یک شرکت، در خلق سود خالص برای سهامداران را مورد بررسی قرار می‌دهد. در واقع این نسبت بیان می‌کند، که بنگاه اقتصادی به ازای هر یک واحد سرمایه‌گذاری سهامداران، به چه میزان سود خالص برای آنها کسب می‌کند.

### متغیرهای مستقل

تمرکز مالکیت: از نظر کلاسنس تمرکز مالکیت بیانگر درصد سهام بزرگ‌ترین سهامدار شرکت است. تامسون و پیترسون (۲۰۰۰) به این نتیجه رسیدند که برخلاف مالکیت متمرکز در شرایط وجود مالکیت توزیع‌شده سهامداران دیگر نمی‌توانند در سیاستگذاری شرکت حضور داشته باشند و این ضعف سازوکارهای مرتبط با حاکمیت شرکتی است که می‌تواند منجر به کاهش عملکرد مطلوب شود.

سرمایه‌گذاران نهادی: نسبت سرمایه‌گذاران نهادی به کل سرمایه‌گذاران شامل بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تامین سرمایه، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی و شرکت‌های دولتی (موضوع بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران).

مدیران غیرموظف: اعضای غیرموظف کسانی هستند که دارای پست اجرایی در داخل شرکت نباشند (اسماعیل‌زاده و همکاران، ۱۳۸۹). به عبارتی این متغیر از طریق نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره به کل اعضا اندازه‌گیری می‌شود. درصد سهام شناور آزاد: سهام شناور آزاد به تعداد یا درصدی از سهام شرکت‌های بورسی اطلاق می‌شود که در تملک مالکان اصلی و عمده شرکت‌ها نبوده و انتظار معامله آن در آینده‌ای نزدیک وجود دارد.

### متغیرهای کنترلی

دارایی‌ها (Assets): عبارت است از مجموع کل دارایی‌های مشهود و نامشهود شرکت

فروش (Sales): عبارت است از فروش کل شرکت

### متغیر تعدیل کننده

تئوری چرخه عمر شرکت چنین فرض می کند که شرکت ها و بنگاه های اقتصادی، همچون تمامی موجودات زنده که متولد می شوند، رشد می کنند و می میرند، دارای منحنی عمر یا چرخه عمر هستند (آدیزنس، ۱۹۸۹). سیستم های حاکمیت شرکتی می توانند همگام با چرخه عمر شرکت، تاثیرات و تغییرات شگرفی را تجربه کند. بررسی پیشینه پژوهش نشان می دهد پژوهشگران از روش رامش و آنتونی (۱۹۹۲) برای تعیین چرخه عمر استفاده کرده اند. مشاهدات سال-شرکت، با استفاده از روش دسته بندی چندمتغیره به منظور جلوگیری از اُریب بودن نتایج، به چهار مرحله چرخه عمر تقسیم می شوند. در این پژوهش تفکیک شرکت ها به مراحل تولد، رشد، بلوغ و افول با استفاده از چهار عنصر رشد فروش، مخارج سرمایه ای، نسبت سود تقسیمی و سن شرکت و طبق روش شناسی پارک و چن (۲۰۰۶) انجام شد. چرخه عمر (Life Cycle) شرکت که برای اندازه گیری این متغیر از سال های فعالیت شرکت، میزان مخارج سرمایه ای، نسبت سود تقسیمی و رشد فروش شرکت استفاده می شود.

در این پژوهش پس از انجام آزمون های نرمال بودن متغیرها با استفاده از آزمون کولموگروف اسمیرنف و آزمون همبستگی و آزمون هم خطی (Collinearity) و دوربین واتسون، از آزمون رگرسیون سلسله مراتبی جهت اندازه گیری تاثیر متغیرهای مرتبط با مالکیت شرکت بر عملکرد شرکت ها و تحلیل نقش تعدیل کنندگی چرخه عمر در این مورد و همچنین تاثیر متغیرهای کنترلی استفاده شده است.

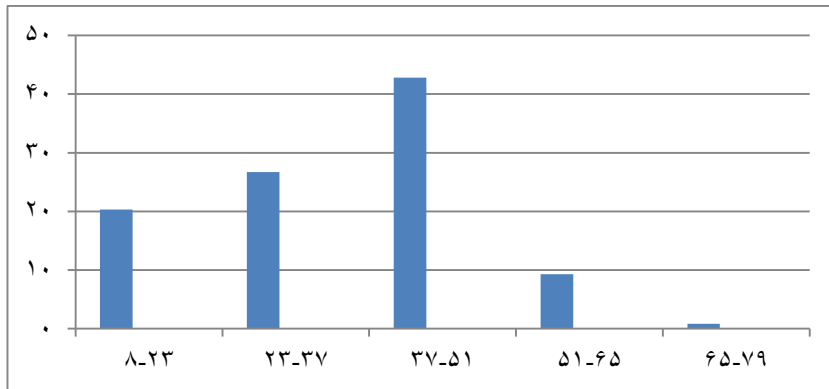
### تحلیل یافته های پژوهش

با توجه به داده های پژوهش و با نگاهی به جدول شماره ۱ می توان دریافت که بیشتر شرکت ها که شامل ۴۲/۷۹ درصد شرکت هستند طی سال های ۱۳۴۳ تا ۱۳۵۷ تاسیس شده اند و شرکت های تاسیس شده در سال های ۱۳۱۵ تا ۱۳۲۹ کمترین فراوانی را دارند.

تأثیر مالکیت شرکتی بر.../ مهدی رسولی قهرودی و مریم مومنی پشتیری

جدول ۲: جدول فراوانی عمر شرکتها

| سن شرکت (سال) | ۸-۲۳ | ۲۳-۳۷ | ۳۷-۵۱ | ۵۱-۶۵ | ۶۵-۷۹ |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|
| فراوانی       | ۲    | ۲۲    | ۱۰۱   | ۶۳    | ۴۸    |
| درصد فراوانی  | ۰/۸۴ | ۹/۳۲  | ۴۲/۷۹ | ۲۶/۶۹ | ۲۰/۳۳ |



نمودار ۲: نمودار فراوانی سن شرکتها

نگاره شماره ۲ نشان‌دهنده انواع صنعت موجود در بورس اوراق بهادار تهران و درصد شرکت‌های موجود در هر صنعت است. با توجه به مقادیر این نگاره و نمودار ۲ می‌توان دریافت که بیشتر داده‌ها مربوط به صنعت خودروسازی و مواد شیمیایی با درصد ۸/۸۶ است.

جدول ۳: آمار توصیفی داده‌ها

| نام متغیر                | میانگین | انحراف معیار | بیشینه | کمینه |
|--------------------------|---------|--------------|--------|-------|
| چرخه عمر                 | ۱۲/۳۹   | ۳/۴۲         | ۲۰     | ۵     |
| درصد سهام شناور آزاد     | ۳۷/۹۶   | ۱۰/۱۴        | ۷۶/۵۹  | ۷/۶۰  |
| درصد تمرکز مالکیت        | ۴۱/۶۲   | ۱۲/۳۲        | ۹۵/۰۵  | ۱۰/۶۰ |
| درصد مدیران غیرموظف      | ۰/۵۸    | ۰/۲۴         | ۱۰۰    | ۰/۱۷  |
| درصد سرمایه‌گذاران نهادی | ۵۷/۴۳   | ۱۳/۰۲        | ۹۵/۷۸  | ۱۶/۵۲ |

تأثیر مالکیت شرکتی بر.../ مهدی رسولی قهرودی و مریم مومنی پشتیری

ادامه جدول ۳: آمار توصیفی داده‌ها

| نام متغیر                  | میانگین | انحراف معیار | بیشینه | کمینه  |
|----------------------------|---------|--------------|--------|--------|
| نرخ بازده دارایی‌ها        | ۱۵/۶۹   | ۱۰/۲۱        | ۷۵/۵۸  | -۲۳/۷۳ |
| نرخ بازده حقوق صاحبان سهام | ۲۷/۸۴   | ۱۷/۰۳        | ۷۴/۲۸  | -۳۷/۳۴ |
| فروش (میلیون ریال)         | ۲/۳۸    | ۵/۷۷         | ۶۰/۸۹  | ۰/۰۰۱  |
| دارایی (میلیون ریال)       | ۱/۵۲    | ۶/۵۷         | ۶۰/۸۰  | ۰/۰۰۱  |

آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی در جدول ۳-۴ ارائه شده است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای مورد بررسی به این نتیجه می‌رسیم که نرخ بازده حقوق صاحبان سهام دارایی بیشترین پراکندگی و متغیر درصد مدیران غیرموظف دارای کمترین پراکندگی است.

جدول ۴: نتایج آزمون همبستگی متغیرها

| متغیرها                | سهم شناور آزاد | تمرکز مالکیت | مدیران غیرموظف | سرمایه‌گذاران نهادی | ROA    | ROE    | لگاریتم فروش | لگاریتم سرمایه |
|------------------------|----------------|--------------|----------------|---------------------|--------|--------|--------------|----------------|
| سهم شناور آزاد         | ۱              |              |                |                     |        |        |              |                |
| تمرکز مالکیت           | **۰/۵۶         | ۱            |                |                     |        |        |              |                |
| مدیران غیرموظف         | **۰/۳۹         | **۰/۶۰       | ۱              |                     |        |        |              |                |
| سرمایه‌گذاران نهادی    | **۰/۵۰         | **۰/۶۶       | **۰/۴۸         | ۱                   |        |        |              |                |
| بازده دارایی           | **۰/۴۷         | **۰/۶۵       | **۰/۸۴         | **۰/۵۶              | ۱      |        |              |                |
| بازده حقوق صاحبان سهام | **۰/۴۵         | **۰/۶۳       | **۰/۸۰         | **۰/۶۰              | **۰/۸۲ | ۱      |              |                |
| لگاریتم فروش           | **۰/۴۰         | **۰/۵۶       | **۰/۸۵         | **۰/۴۹              | **۰/۸۵ | **۰/۸۵ | ۱            |                |
| لگاریتم سرمایه         | **۰/۴۰         | **۰/۵۵       | **۰/۸۲         | **۰/۴۷              | **۰/۸۷ | **۰/۸۱ | **۰/۸۹       | ۱              |

ضریب همبستگی شدت رابطه و نیز نوع رابطه (مستقیم یا معکوس) را نشان می‌دهد. بنابراین ضریب همبستگی می‌تواند مثبت یا منفی باشد و همواره بین ۱ و منفی ۱ است. همبستگی بین متغیرهای پژوهش در جدول ۵ نشان داده شده است. نتایج مربوط به همبستگی نشان می‌دهد که همبستگی میان متغیرهای چرخه عمر، درصد تمرکز مالکیت، درصد مدیران غیرموظف، درصد سرمایه‌گذاران نهادی، فروش و دارایی با متغیرهای وابسته پژوهش مثبت، و همبستگی میان متغیر درصد سهام شناور آزاد با متغیرهای وابسته پژوهش منفی است.

همانگونه که در جدول ۵ مشاهده می‌شود، برای بررسی تأثیر چرخه عمر بر رابطه میان مولفه‌های حاکمیت شرکتی و نرخ بازده دارایی (ROA) به عنوان مولفه عملکرد شرکت از سه مدل رگرسیونی استفاده شده است. با توجه به نتایج ثبت شده در این جدول نتایج آماره‌های رگرسیونی تمرکز مالکیت نزد تعداد معدودی از سهامداران در پرتو چرخه عمر شرکت شامل  $Sig=0/830$  و  $T=0/215$  است، به عبارت دیگر میان تمرکز مالکیت و نرخ بازده دارایی‌ها در پرتو چرخه عمر، رابطه خطی وجود ندارد. همچنین آماره‌های نهادی بودن مالکیت  $Sig=0/59$  و  $T=1/902$  است. در صورتی که غیرموظف بودن اعضای هیات مدیره و نداشتن پست‌های اجرایی در شرکت در پرتو چرخه عمر با آماره‌های  $Sig=0$  و  $T=11/84$ ، در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. بنابراین غیرموظف بودن اعضای هیات مدیره می‌تواند بر عملکرد شرکت و نرخ بازده دارایی‌ها تأثیرگذار باشد. در خصوص تأثیر سهام شناور کمتر و تسلط سهامداران بر بخش عمده‌ای از سهام عرضه شده شرکت بر عملکرد آن، به دلیل آماره‌های  $Sig=0/36$  و  $T=-0/90$  رابطه‌ای یافت نشد.

جدول ۵: نتایج آزمون رگرسیون سلسله‌مراتبی جهت بررسی رابطه ساختار مالکیت و نرخ بازگشت دارایی‌ها (ROA)

| متغیرها                        | مدل ۱ |        |       | مدل ۲  |        |        | مدل ۳  |        |        |
|--------------------------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                | Beta  | t      | Sig.  | Beta   | t      | Sig.   | Beta   | t      | Sig.   |
| مقدار ثابت                     | -.۷۱۸ | ۰/۴۷۳  | ۰/۰۰۰ | -۴/۸۵۳ | ۰/۰۰۰  | ۰/۰۰۰  | -۶/۰۸۴ | ۰/۰۰۰  | ۰/۰۰۰  |
| سهام شناور آزاد                | -.۱۳۶ | -۲/۶۲۸ | ۰/۰۰۹ | ۰/۷۰۶  | ۰/۴۸۱  | ۰/۰۹۷  | ۰/۳۲۷  | ۰/۷۴۴  | ۰/۰۴۳  |
| تمرکز مالکیت                   | ۰/۳۰  | ۰/۴۸۲  | ۰/۶۳۰ | -۰/۲۷۲ | ۰/۷۸۶  | -۰/۰۴۵ | ۰/۳۰۷  | ۰/۷۵۹  | ۰/۰۴۸  |
| مدیران غیرموظف                 | ۰/۶۷۶ | ۱۳/۴۶۸ | ۰/۰۰۰ | ۲۱/۷۲۶ | ۲/۷۵۸  | ۰/۰۰۰  | ۱۲/۶۶۲ | ۲/۱۳۳  | ۰/۰۰۰  |
| سرمایه‌گذاران نهادی            | ۰/۰۳۸ | ۰/۶۹۰  | ۰/۰۰۵ | -۲/۸۳۰ | -۰/۴۶۴ | ۰/۰۵۶  | -۱/۹۲۰ | -۰/۳۰۲ | ۰/۰۰۰  |
| چرخه عمر                       | ۰/۰۰۰ | ۴/۱۷۳  | ۰/۰۰۰ | ۰/۱۵۳  | ۳/۴۵۴  | ۰/۰۰۱  | ۰/۱۲۱  | ۳/۴۵۴  | ۰/۰۰۱  |
| چرخه عمر × سهام شناور آزاد     | ۰/۱۸۵ | -۱/۳۲۹ | ۰/۱۹۲ | -۰/۳۶۷ | -۰/۹۰۴ | ۰/۱۲۴  | -۰/۱۲۴ | -۰/۹۰۴ | ۰/۰۰۰  |
| چرخه عمر × تمرکز مالکیت        | ۰/۴۱۶ | ۰/۸۱۴  | ۰/۱۴۷ | ۰/۸۳۰  | ۰/۲۱۵  | ۰/۰۳۷  | ۰/۰۳۷  | ۰/۲۱۵  | ۰/۰۳۷  |
| چرخه عمر × مدیران غیرموظف      | ۰/۰۰۰ | ۱۶/۶۶۱ | ۰/۰۰۰ | ۲/۳۰۴  | ۱۱/۸۴۵ | ۰/۰۰۰  | ۱/۸۴۹  | ۱۱/۸۴۵ | ۰/۰۰۰  |
| چرخه عمر × سرمایه‌گذاران نهادی | ۰/۰۰۵ | ۲/۸۲۴  | ۰/۰۵۰ | ۰/۵۰۰  | ۱/۹۰۲  | ۰/۰۳۲۴ | ۰/۰۳۲۴ | ۱/۹۰۲  | ۰/۰۳۲۴ |
| لگاریتم فروش                   | ۰/۰۰۰ | ۲/۳۰۸  | ۰/۰۲۲ | ۰/۰۲۲  | ۲/۳۰۸  | ۰/۰۲۲  | ۰/۰۲۲  | ۲/۳۰۸  | ۰/۰۲۲  |
| لگاریتم دارایی                 | ۰/۰۰۰ | ۲/۸۶۵  | ۰/۰۰۵ | ۰/۰۰۵  | ۲/۸۶۵  | ۰/۰۰۵  | ۰/۰۰۵  | ۲/۸۶۵  | ۰/۰۰۵  |
| R Square                       | ۰/۵۸۸ |        |       | ۰/۸۵۰  |        |        | ۰/۸۶۸  |        |        |
| Adjusted R Square              | ۰/۵۸۱ |        |       | ۰/۸۴۳  |        |        | ۰/۸۶۱  |        |        |
| F                              | ۸۱/۰۵ |        |       | ۱۳۹/۲۴ |        |        | ۱۳۰/۹۸ |        |        |
| Sig.                           | ۰/۰۰۰ |        |       | ۰/۰۰۰  |        |        | ۰/۰۰۰  |        |        |
| Durbin-Watson                  |       |        |       |        |        |        | ۲/۲۲۹  |        |        |

نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد میان درصد سرمایه‌گذاران نهادی و نرخ بازده دارایی به‌عنوان معیاری از عملکرد شرکت در سطح اطمینان ۹۰ درصد، و میان درصد مدیران غیرموظف و نرخ بازده دارایی به‌عنوان معیاری از عملکرد شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. همچنین متغیرهای تمرکز مالکیت و درصد سهام شناور آزاد با نرخ بازده دارایی رابطه خطی معنادار ندارند.

با توجه به جدول ۵ ضریب تعیین تقریباً برابر است با ۰/۵۸ ضریب تعیین نشان می‌دهد تقریباً ۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته (نرخ بازده دارایی‌ها) را می‌توان به وسیله متغیرهای مستقل (مولفه‌های مالکیت شرکتی) توضیح داد. بنابراین متغیرهای مستقل ۵۸ درصد از بازده دارایی‌ها را پیش‌بینی می‌کند.

با مقایسه نتایج به دست آمده از برازش مدل اول و دوم مشخص می‌شود که با وارد کردن متغیر تعدیل‌کننده (چرخه عمر)، قدرت توضیح‌دهندگی مدل دوم (۰/۸۴) نسبت به مدل اول (۰/۵۸) افزایش می‌یابد. و در ادامه با وارد کردن متغیرهای کنترل



(جمع سرمایه و فروش شرکت) در مدل سوم باز هم قدرت توضیح‌دهندگی به ۰/۸۶ افزایش می‌یابد. با مقایسه نتایج به دست‌آمده از برازش مدل اول و دوم مشخص می‌شود که با وارد کردن متغیر تعدیل‌کننده (چرخه عمر)، قدرت توضیح‌دهندگی مدل دوم (۰/۸۴) نسبت به مدل اول (۰/۵۸) افزایش می‌یابد. و در ادامه با وارد کردن متغیرهای کنترلی (جمع سرمایه و فروش شرکت) در مدل سوم باز هم قدرت توضیح‌دهندگی به ۰/۸۶ افزایش می‌یابد.

جدول ۶: نتایج آزمون رگرسیون سلسله‌مراتبی جهت بررسی رابطه ساختار مالکیت و نرخ بازده صاحبان سهام (ROE)

| مدل ۶ |         |        | مدل ۵ |         |        | مدل ۴ |         |        | متغیرها    |                                |
|-------|---------|--------|-------|---------|--------|-------|---------|--------|------------|--------------------------------|
| Beta  | t       | Sig.   | Beta  | t       | Sig.   | Beta  | t       | Sig.   |            |                                |
|       | ۵/۸۳۹   | ۰/۰۰۰  |       | ۶/۷۹۳   | ۰/۰۰۰  |       | ۲۴/۷۲۴  | ۰/۰۰۰  | مقدار ثابت |                                |
|       | -۰/۰۵۱  | -۰/۴۴۷ | ۰/۶۵۵ | -۰/۰۱۰  | ۰/۰۸۱  | ۰/۹۳۵ | -۰/۱۲۰  | -۲/۷۴۵ | ۰/۰۰۷      | سهام شناور آزاد                |
|       | -۰/۱۳۵  | -۰/۹۷۰ | ۰/۳۳۳ | -۰/۲۷۳  | -۱/۷۷۸ | ۰/۰۷۷ | ۰/۰۵۳   | ۱/۰۰۶  | ۰/۳۱۵      | تمرکز مالکیت                   |
|       | ۱/۶۸۷   | ۱۱/۵۱۲ | ۰/۰۰۰ | ۲/۴۰۳   | ۲۰/۶۷۱ | ۰/۰۰۰ | ۰/۷۲۷   | ۱۶/۸۷۴ | ۰/۰۰۰      | مدیران غیرموظف                 |
|       | -۰/۳۹۴  | -۲/۰۹۱ | ۰/۰۲۸ | -۰/۴۷۳  | -۳/۰۶۴ | ۰/۰۰۲ | ۰/۰۵۹   | ۱/۲۵۳  | ۰/۲۱۱      | سرمایه‌گذاران نهادی            |
|       | ۰/۰۳۰   | ۰/۹۳۹  | ۰/۳۴۹ | ۰/۰۶۷   | ۱/۸۸۷  | ۰/۰۶۰ |         |        |            | چرخه عمر                       |
|       | -۰/۰۲۲  | -۰/۱۸۳ | ۰/۸۵۵ | -۰/۱۰۰  | -۷۵۲۰  | ۰/۴۵۳ |         |        |            | چرخه عمر × سهام شناور آزاد     |
|       | ۰/۴۰۰   | ۲/۴۰۹  | ۰/۰۱۶ | ۰/۴۰۷   | ۲/۴۰۸  | ۰/۰۱۷ |         |        |            | چرخه عمر × تمرکز مالکیت        |
|       | ۱/۳۷۵   | ۱۰/۲۶۰ | ۰/۰۰۰ | ۱/۸۷۵   | ۱۴/۸۶۱ | ۰/۰۰۰ |         |        |            | چرخه عمر × مدیران غیرموظف      |
|       | ۰/۳۶۳   | ۲/۳۸۸  | ۰/۰۱۸ | ۰/۵۶۲   | ۳/۳۶۵  | ۰/۰۰۱ |         |        |            | چرخه عمر × سرمایه‌گذاران نهادی |
|       | ۰/۱۳۶   | ۲/۳۲۴  | ۰/۰۲۱ |         |        |       |         |        |            | لگاریتم فروش                   |
|       | ۰/۲۳۴   | ۴/۶۷۳  | ۰/۰۰۰ |         |        |       |         |        |            | لگاریتم دارایی                 |
|       | ۰/۸۹۱   |        |       | ۰/۸۶۲   |        |       | ۰/۶۹۸   |        |            | R Square                       |
|       | ۰/۸۸۵   |        |       | ۰/۸۵۷   |        |       | ۰/۶۹۳   |        |            | Adjusted R Square              |
|       | ۱۶۵/۶۵۷ |        |       | ۱۵۷/۴۷۱ |        |       | ۱۳۳/۶۶۰ |        |            | F                              |
|       | ۰/۰۰۰   |        |       | ۰/۰۰۰   |        |       | ۰/۰۰۰   |        |            | Sig.                           |
|       | ۲/۱۵۸   |        |       |         |        |       |         |        |            | Durbin-Watson                  |

برای بررسی تأثیر چرخه عمر بر رابطه میان مولفه‌های ساختار مالکیت شرکتی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) به عنوان معیاری از عملکرد مالی شرکت از مدل‌های رگرسیونی ۴ و ۵ و ۶ استفاده شده است.

نتایج جدول ۶ نشان می‌دهد میان درصد سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مدیران غیرموظف و تمرکز مالکیت با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیاری از

عملکرد شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. ولی میان درصد سهام شناور آزاد و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه خطی معنادار وجود ندارد.

با توجه به نتایج رگرسیون سلسله‌مراتبی جدول ۶، تمرکز مالکیت در پرتو چرخه عمر دارای آماره‌های  $\text{Sig}=0/02$  و  $T=0/10$  است. به عبارت دیگر میان تمرکز مالکیت و بازده صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین نهادی بودن مالکیت با آماره‌های  $\text{Sig}=0/01$  و  $T=2/38$ ، با نرخ بازده صاحبان سهام رابطه مثبت معناداری دارد و به عبارتی بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است. غیرموظف بودن مدیران و نداشتن پست‌های اجرایی در شرکت در پرتو چرخه عمر نیز با آماره‌های  $\text{Sig}=0$  و  $T=10/26$ ، و در سطح اطمینان ۹۹ درصد بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر دارد.

نتایج جدول ۶ نشان می‌دهد تنها سهام شناور با آماره‌های  $\text{Sig}=0/85$  و  $T=-0/18$ ، رابطه معناداری با نرخ بازده سهامداران به‌عنوان معیاری از عملکرد شرکت ندارد. همچنین میان درصد سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مدیران غیرموظف و تمرکز مالکیت با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان معیاری از عملکرد شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. ولی میان درصد سهام شناور آزاد و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه خطی معنادار وجود ندارد.

با توجه به جدول شماره ۶ ضریب تعیین تقریباً برابر است با  $0/69$  ضریب تعیین نشان می‌دهد که تقریباً ۶۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته (نرخ بازده حقوق صاحبان سهام) را می‌توان به وسیله متغیرهای مستقل (مولفه‌های ساختار مالکیت) توضیح داد. بنابراین متغیرهای مستقل ۶۹ درصد از بازده دارایی‌ها را پیش‌بینی می‌کند.

با مقایسه نتایج به دست آمده از برازش مدل‌های ۴ و ۵ مشخص می‌شود با وارد کردن متغیر تعدیل‌کننده (چرخه عمر)، قدرت توضیح‌دهندگی مدل پنجم ( $0/85$ ) نسبت به مدل چهارم ( $0/69$ ) افزایش می‌یابد. و در ادامه با وارد کردن متغیرهای کنترلی (جمع سرمایه و فروش شرکت) در مدل ۶ باز هم قدرت توضیح‌دهندگی به  $0/85$  افزایش می‌یابد.

در جدول‌های ۵ و ۶ به ترتیب میزان ضریب تعیین برای سه مدل مورد آزمون در پژوهش، به طور جداگانه برای هر دو متغیر وابسته نشان داده شده است. با توجه به

اینکه در هر دو حالت مقدار ضریب تعیین مدل ۳ و ۶ بیشتر از مدل ۲ و ۵ است، می توان نتیجه گرفت که با وارد کردن متغیر تعدیل کننده (چرخه عمر) و متغیرهای کنترلی میزان تناسب مدل و معناداری افزایش می یابد.

**جدول ۷: خلاصه نتایج آزمون فرضیه ها**

| فرضیه | رد/پندیرش | نتیجه   |
|-------|-----------|---|
| اول   | قبول      | ساختار مالکیت بر بازده دارایی به عنوان معیاری از عملکرد مالی شرکت تاثیرگذار است. سهام شناور آزاد رابطه منفی و مدیران غیرموظف رابطه مثبت معنادار با نرخ بازده دارایی (ROA) دارند.  |
| دوم   | قبول      | ساختار مالکیت بر بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیاری از عملکرد مالی شرکت تاثیرگذار است. سهام شناور آزاد رابطه منفی و مدیران غیرموظف رابطه مثبت معنادار با نرخ بازده صاحبان سهام (ROE) دارند.   |
| سوم   | قبول      | چرخه عمر رابطه میان ساختار مالکیت و بازده دارایی ها را تعدیل می کند. چرخه عمر نقش تعدیل کنندگی معناداری در رابطه ساختار مالکیت و ROA دارد. به عبارتی مدیران موظف و سرمایه گذاران نهادی در پرتو چرخه عمر شرکت با نرخ بازده دارایی به عنوان معیاری از عملکرد مالی شرکت رابطه دارند. |
| چهارم | قبول      | چرخه عمر رابطه میان ساختار مالکیت و بازده حقوق صاحبان سهام را تعدیل می کند. سرمایه گذاران نهادی و مدیران غیرموظف در پرتو چرخه عمر شرکت با نرخ بازده صاحبان سهام به عنوان معیاری از عملکرد مالی شرکت رابطه دارند.  |

### بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش به بررسی این رابطه با در نظر گرفتن نقش چرخه عمر شرکت در سال ۱۳۹۲ پرداخته شد. با توجه به اینکه برای بررسی عملکرد شرکت از دو متغیر نرخ بازده دارایی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام استفاده شد، تمامی آزمون ها به صورت مجزا برای این دو متغیر انجام و در بعضی از موارد نتایج مختلفی منتج شد. برای در نظر گرفتن نقش چرخه عمر بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و عملکرد یک بار در مدل ۱، فقط رابطه متغیرهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت اندازه گیری شد و بار دیگر در مدل دوم، به بررسی این رابطه با وارد کردن متغیر چرخه عمر به صورت متغیر تعدیل کننده پرداختیم. با توجه به پژوهش های قبلی و نتایج حاصل از مدل اول این نتیجه حاصل شد که میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت رابطه مثبت معنادار وجود دارد و برای بهبود عملکرد باید به نحوه استقرار حاکمیت شرکتی توجه

کرد. در ادامه با ورود متغیر چرخه عمر به مدل این رابطه به مقدار قابل توجهی تقویت شد که حاکی از آن است که برای استقرار حاکمیت شرکتی مناسب جهت بهبود عملکرد باید به این توجه کرد که شرکت در چه مرحله‌ای از چرخه عمر خود قرار دارد.

با بررسی‌های انجام‌شده در این پژوهش، در پرتو چرخه عمر شرکت میان تمرکز مالکیت و نرخ بازده دارایی‌های شرکت به عنوان مولفه‌ای از عملکرد، رابطه معنادار وجود نداشت ولی از منظر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به رابطه مثبت معنادار دست یافته شد. در همین راستا پژوهشگرانی همچون گداجلویکند (۲۰۰۲)، تامسون و پیرسون (۲۰۰۰) و مهدوی و میدری (۱۳۸۴) نیز، رابطه مثبت و معناداری را میان این متغیرها پیدا کرده‌اند. با توجه به این روابط می‌توان نتیجه گرفت میان تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت رابطه مثبت معنادار وجود دارد. در نتیجه می‌توان بیان کرد که با افزایش سهام در دست تعداد معدودی از سهامداران عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. این نتیجه می‌تواند به این دلیل باشد که تمرکز مالکیت در دست تعداد معدودی از سهامداران سبب وحدت رویه در سازمان شده و همچنین سهامدار عمده نسبت به سهامدار جزئی علاوه بر دارا بودن حق رای و قدرت نفوذ بیشتر به دلیل تقبل ریسک و سود بیشتر، اهمیت بیشتری به سرنوشت شرکت می‌دهد. در صورتی که سهامدار جزء فقط به دنبال کسب سود مقطعی از میزان سهام خود است و به راحتی می‌تواند سهام را مبادله و تعویض کند.

در مورد مالکیت نهادی در این پژوهش این نتیجه حاصل شد که میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت تحت تأثیر مرحله عمر شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. سماها و دهاوی (۲۰۱۵) و عباسی و کرمانی (۱۳۹۲) نیز به این نتیجه رسیدند که میان درصد سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد. سرمایه‌گذاران نهادی شامل سازمان‌ها و شرکت‌های بزرگی هستند و با توجه به ساختار سازمانی آنها، قدرت اعمال نفوذ بالا و توان اتخاذ تصمیمات آگاهانه بیشتر ممکن است از دلایل بهبود عملکرد شرکت باشد.

با توجه به اینکه رابطه درصد مدیران غیرموظف با هردو متغیرهای تبیین‌کننده عملکرد دارای میزان معناداری بسیار بالا بود می‌توان نتیجه گرفت که هرچه درصد مدیران غیرموظف بیشتر باشد با در نظر گرفتن اینکه شرکت در چه مرحله‌ای از

چرخه عمر خود قرار دارد عملکرد آن بهبود می‌یابد. در پژوهش‌های قبلی نیز استاین و ویات (۱۹۹۰) و اکبری و نظری (۱۳۹۲) به نتیجه مشابه با این پژوهش دست یافته بودند. به این دلیل که مدیران موظف دارای سمت اجرایی در شرکت هستند، مسئولیت‌های نزدیکی با مدیر عامل دارند و ممکن است اهدافی را در پیش گیرند که در تضاد با منافع سهامداران شرکت باشد. پس می‌توان گفت افزایش درصد مدیران غیرموظف در هیات مدیره سبب کاهش هزینه‌های نمایندگی و بهبود عملکرد شرکت می‌شود. در مقابل سایر متغیرها میان میزان سهام شناور با هیچ کدام از متغیرهای وابسته رابطه معنادار وجود نداشت.

در پژوهش‌های قبلی، هونگ و پن (۲۰۰۶) با بررسی رابطه میان درصد سهام شناور و درآمد سهام دریافتند که میان این دو متغیر رابطه معنادار وجود دارد. از طرفی بانی و بینائیان (۱۳۹۳) به این نتیجه رسیدند که هرچه درصد سهام شناور کاهش یابد، سود خالص شرکت افزایش می‌یابد و از سوی دیگر نتایج پژوهش‌های آمیهود و مندلسون در سال ۱۹۸۶ نشان می‌داد که افزایش سهام شناور باعث افزایش بازده و ارزش شرکت می‌شود. با توجه به اینکه افزایش میزان سهام شناور آزاد از طرفی باعث کاهش کنترل شرکت و از طرف دیگر باعث کاهش احتمال دستکاری قیمت سهام می‌شود، نتایج ضد و نقیضی در مورد ارتباط این متغیر با عملکرد شرکت وجود دارد. با توجه به نتیجه این پژوهش و نتایج متفاوت حاصل از پژوهش‌های قبلی این طور به نظر می‌رسد که برای یافتن ارتباط میان این متغیر و عملکرد شرکت نیاز به پژوهش‌های بیشتری باشد.

از این رو به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود قبل از اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها در مورد ترکیب سهامداران، ترکیب هیات مدیره و در کل به ساختار مالکیت شرکت توجه ویژه داشته باشند. زیرا عملکرد و بازدهی شرکت با توجه به نحوه استقرار حاکمیت آن متفاوت است. به این منظور سهامداران می‌توانند قبل از اقدام به خرید سهام از طریق اطلاعات مالی افشاشده شرکت تک‌تک متغیرهای حاکمیت شرکتی را مورد بررسی قرار دهند و راجع به نحوه عملکرد و در نتیجه میزان سود دریافتی قضاوت کنند. علاوه بر این نتایج پژوهش نشان داد چرخه عمر شرکت بر رابطه میان متغیرهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت تأثیرگذار است. بنابراین پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها، سازوکارهای حاکمیت شرکتی را متناسب با چرخه

تأثیر مالکیت شرکتی بر... / مهدی رسولی قهرودی و مریم مومنی پشتیری

عمر شرکت مستقر کنند تا عملکرد شرکت بهبود یابد و با استقرار سازوکارهای حاکمیت شرکتی، میزان تضاد منافع را در شرکت به حداقل رسانند.

## منابع:

### الف) فارسی

- اکبری، مهناز و نظری، محسن (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین متغیرهای حاکمیت شرکتی و عملکرد، کنفرانس بین‌المللی مدیریت استراتژیک
- بادآورنهندي، یونس و تقی‌زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۳). ارتباط بین برخی مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر، دانش حسابداری، سال پنجم، شماره ۱۸، صص ۱۴۰-۱۱۳.
- خاکی، غلامرضا (۱۳۸۶). مدیریت بهره‌وری (تجزیه و تحلیل آن در سازمان)، انتشارات کوهسار، چاپ اول.
- خدادادی، ولی و تاکر، رضا (۱۳۹۱). تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۵، صص ۱۰۹-۸۸.
- علوی، سیدمسلم؛ نجفی‌سیاهرودی، مهدی و صادق‌پور، محسن (۱۳۸۷). رویکردی جامع بر نقش‌های حاکمیت سازمانی، پویایی‌های استراتژیک و چرخه عمر سازمان، کنفرانس بین‌المللی مدیریت پژوهشی آریانا، صص ۱۳-۱.
- محمدی، شاپور؛ قالبی‌اف‌اصل، حسن و مشکي، مهدی (۱۳۸۸). بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، ۲۸، صص ۸۸-۶۹.
- نمازی، محمد و کرمانی، احسان (۱۳۸۷). تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳.
- نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و وافی‌ثانی، جلال (۱۳۸۸). بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره ۱، صص ۴۰-۲.

### ب) انگلیسی

- Adizes, Ichak. (1989). Corporate Life Cycle: How and Why Corporations Grow and Die and what to do about it. Journal of Englewood cliffs, NJ.
- Amihud, Yakov & Haim Mendelson (1986). Asse Pricing and the Bid-ask Spread, Journal of Financial Economics, 17, pp. 223-249.
- Bani, Mahmoud.; Bani, Abolfazl. & Binaeiyan, Khadijeh. (2014). Study of the Relationship Between the Percentages of free float share with respect to financial ratios, Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review, 3(11).
- Basyith, Abdul.; Fauzi, Fitriya. & Idris, Muhammad. (2014). The Impact of Board Structure and Ownership Structure on Firm Performance: An Evidence from blue chip firms listed in indosian stock exchange, Journal of Corporate Ownership and Control, 12, pp. 344-351.
- Cheffins, Brian R. (2012). The History of Corporate Governance, Working Paper
- Chien, Chu-Yang & Hsu, Joseph C. S. (2010). The Role of Corporate Governance in Related Partv Transactions. Working Paper.
- Claessene, Stin & Yurtoglu, Burcin (2012). Corporate Governance in Emerging arkets: A Survey, Working Paper.
- Coad, Alex; Segarra, Agusti & Teruel, Mercedes (2013). Like milk or wine: Does firm performance improve with age?“, Structural Change and Economic Dynamics, 24, pp. 173-189.
- Coenen, M. H. J. (2015). Ownership Structure and Firm Performance: An Analysis of Publicly Listed Firms in The Netherlands, University of Twente Student Theses, Working Paper.
- Douglas, Nanka, Bruse (2009). Corporate governance and multi dimensional of performance, doctoral thesis, Barsezona university, p:3
- Elson, Charles. (2001). The State of US Corporate Governance: An Interview with Charles Elson, Journal of Applied Corporate Finance, 19(1), pp. 74-80.
- Eisenberg, Theodore; Sundgren, Stefan & Wells, Martin T. (1998). Larger Board Size and Decreasing firm value in small firms. Journal of financial economics, 48, pp. 35-54.
- Florackis, Chrisostomos (2008). Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence of UK firms“. International journal of managerial finance, 4, pp. 34-59.
- Freeman, R. Edward (1984). Strategic Management: A Stockholder Approach, Boston.
- Gedajlovic, Eric & Shapiro, Daniel M. (2002). Ownership Structure and firm profitability in Japan. Academy of Management Journal, 45, pp. 565-575.
- Gompers, Paul; Ishii, Joy & Metrick, Andrew (2003). Corporate Governance and Equity Prices. Quartly Journal of Economics, 118 (February), pp. 107-155.
- Hong-fei, jin, Chen Zhou-si & panji (2006). An Empirical study of the Relationship between Free float share Ratio and P/E Ratio inclines stock market.
- Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and capital structure, Journal of Financial Economics, 3, pp. 305-360
- John, Kose & Senbot, Lemma W. (1998). Corporate Governance and board effectiveness. Journal of banking and finance, 22, pp. 371-403
- Kapopoulos, Panayotis & Lazaretou, Sophia (2007). Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Frims. Corporate Governannce: an International Review, 15(2), pp. 144-158.
- Kim, Kenneth & Nofsinger, John R. (2005). Corporate Governance. Pearson, Prentice Hall, International Edition.

- Kusnadi, Yuanto (2006). Corporat Governance Mechanism and Corporate Cash Holdings, online: www.Finance professor blog. Blogpot.com.
- Lewis, Mervyn K. (2005). Islamic Corporate Governance, Review of Islamic Economic, 9(1), May, pp. 5-29.
- Maug, Ernst G. (2002). Ownership Structure and the Life-Cycle of the Firm: A Theory of the Decision to Go Public, Journal of European Finance Review.
- Nath, Shobod Deba; Islam, Saiful & Saha, Anup Kumar (2015). Corporate Board Structure and Firm Performance: The Context of Pharmaceutical Industry in Bangladesh, International Journal of Economics and Finance, 7(7), pp. 106-115.
- Parkinson, J. E. (1994). Corporate and power of responsibility, Oxford University press, Oxford.
- Patrick, Bolton; Marco, Becht & Alisa, Röell (2003). Corporate Governance and Control, NBER Working Paper, No. 9371.
- Pushner, George M. (1993). "Ownership Structure and Corporate Performance in the U.S and Japan", Columbia University.
- Samaha, Khaled; Dahawy, Khaled & Hussainy, Khaled & Stapleton, Pamela (2012). The Extent of Corporate Governance Disclosure and its Determinants in a Developing Market. Journal of Advances in accounting, 28, pp. 168-178.
- Sarin, Atulya; Shastri, Karen & Shastri, Kuldeep (2000). Ownership structure and market liquidity. Working paper, Santa Clara University.
- Scott, William R. (2003). Financial Accounting Theory, Third Edition.
- Sheleifer, Andrei & Vishney, Robert W. (1997). A Survey of Corporate Governance, NBER Working Paper, Cambridge University, 23.
- Sheleifer, Andrei & Vishney Robert W. (1997). The Limits Of Arbitrage, Journal of Finance, 52(1), pp. 35-55.
- Thomsen, Steen & Pedersen, Torben (2000). Ownership Structure and Performance in the Largest European Companies, Journal of Strategic Management, 21, pp. 689-705.
- Wang, Justin T.; Heibatollah, Sami & Haiyan, Zhou (2009). Corporate Governance and Operating Performance of Chinese Listed Firms.
- Weisbach, Michael S. (1988). Outside Directors and CEO Turnover. Journal of Financial Economics, 20, pp. 431-460.
- Yermak, David (1996). Higher Market Valuation of Companies with a small board of directors. Journal of Financial Economics, 40, pp. 185-211.