پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار
شاپا: ۸۳۹۶-۲۰۰۸
سال پنجم، شماره ششم، بهار ۹۳، (صفحه ۱۰۵ تا ۱۱۹)

نقش حاکمیت شرکتی و ساختار بازار در بهره‌وری شرکت‌ها

دکتر فرزین رضایی[۱]؛ مینو محمدی‌زاده[۲]*

تاریخ دریافت: ۹۲/۸/۲۸ تاریخ پذیرش: ۹۲/۱۲/۱۸

چکیده

در این پژوهش، نقش حاکمیت شرکتی و ساختار بازار در بهره‌وری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. حاکمیت شرکتی، اثر معناداری بر بهره‌وری کل شرکت دارد؛ همچنین، بین حاکمیت شرکتی و میزان رقابت بازار جانشینی قوی وجود دارد، به این معنا که رقابت، مشکلات نمایندگی را کاهش می‌دهد و لذا شرکت‌ها وقتی با بازار تولیدی کاملاً رقابتی روبه‌رو می‌شوند، اثربخشی حاکمیت شرکتی بر بهروری کل شرکت کمتر است. نمونهٔ آماری، ۹۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دورهٔ زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ دربر می‌گیرد. داده‌های موردنیاز با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شد. برای آزمون فرضیه‌ها، از تحلیل همبستگی و داده‌های تابلویی و نیز الگوی رگرسیون چندمتغیره با اثرات ثابت با متغیر تأخیری به روش اتورگرسیون در نرم‌افزار آماری Eviews و SPSS استفاده شد.

نتایج پژوهش، حاکی از ارتباط مثبت و معنادار بین تمرکز مالکیت و بهره‌وری کل است؛ همچنین، بین نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری کل رابطهٔ مثبت و معنادار وجود دارد و رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل اگرچه مثبت است، معنادار نیست. از میان روابط شاخصه‌های حاکمیت شرکتی و بهره‌وری کل، ساختار بازار متمرکزتر، تنها رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل را تضعیف کرد و بر روابط دیگر تعدیلی به‌وجود نیاورد.

کلیدواژه‌ها: بهره‌وری کل شرکت، حاکمیت شرکتی، ساختار بازار، قدرت بازار.

۱*- عضو هیئت علمی(استادیار حسابداری) دانشگاه آزاد اسلامی ـ واحد قزوین، دانشکدهٔ مدیریت و حسابداری(عهده‌دار مکاتبات) Farzin.rezaei@qiau.ac.ir
۲- کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسهٔ آموزش عالی کار ـ واحد قزوین minoomohamadizadeh@yahoo.com

Archive of SID
www.SID.ir

The Role of Corporate Governance and Market Discipline on Firms Productivity

Farzin Rezaei, Ph.D; Minoo Mohammadizadeh, M.A

Abstract

This study examines the role of corporate governance and market discipline on firm's productivity in Tehran Stock Exchange. Corporate governance has a significant effect on the firms total productivity and also a strong substitution between corporate governance and the market competition exists, this means that competition reduces agency problems, so when companies are facing extremely competitive manufacturing market, the corporate governance less effect on the firm's total productivity is involved. We thus analyzed the financial information of 92 companies listed in the Tehran Security Bourse within the period 2004-2009. Required data using library studies and software Rahavardnovin collected. To test the hypothesis of correlation analysis and panel data and applying multivariate regression model with fixed effects with variable delay auto regression method in Eviews and SPSS statistical software was used.

The research findings show that the positive and significant relationship between ownership concentration and total productivity has, also the relation between non-executive directors and total productivity is positive and significant and the relationship between board size and total productivity although is positive, but is not significant. Between corporate governance and total productivity characteristics, concentrator market discipline, only relationship between board size and total productivity debilitated and the adjustment on other relationships did not exist.

Keywords: Firm's total productivity, Corporate governance, Market discipline, Market power.

مقدمه

در سال‌های اخیر، از مسائل مهمی که درپی رسوایی‌های گستردهٔ مالی در شرکت‌هایی چون انرون[1]، ورلدکام[2]، آدلفی[3]، و افزایش بحران‌ها و جرایم مالی در سطح جهان پژوهشگران به آن توجه کرده‌اند، موضوع حاکمیت شرکتی است که به لزوم نظارت بر مدیریت شرکت و به تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن و درنهایت حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان مربوط می‌شود. سیستم حاکمیت شرکتی، موانع و اهرم‌های

1- Enron
2- World com
3- Adelphi

Archive of SID
www.SID.ir

تعادل درون‌سازمانی و برون‌سازمانی برای شرکت‌ها است که با آنها تضمین می‌شود مدیران مسئولیت خود را درقبال همهٔ ذی‌نفعان انجام دهند و در تمامی زمینه‌های فعالیت تجاری، مسئولانه عمل کنند(حساس یگانه، ۱۳۸۴).

بهره‌وری، راهی به‌سوی توسعهٔ اقتصادی کشورها و قدرت رقابت مؤسسات است، از این رو در جهان امروز به‌عنوان یکی از مهم‌ترین مفاهیم راهبردی در تمامی سطوح به آن توجه شده است. اما علاوه بر علل فوق، علت اصلی دیگری که لزوم توجه به بهره‌وری را ایجاب می‌کند، محدودیت منابع طبیعی و فزونی تقاضا در مقایسه با عرضه است. در عرصهٔ صنعت که با فرمانروایی تولیدکنندگان همراه بود، فزونی تقاضا در مقایسه با عرضه موجب شد نوع کالاها و قیمت‌ها را عرضه‌کنندگان دیکته کنند و سرمایه‌های فیزیکی منشأی اصلی ثروت‌زایی باشند و کارآیی و بهره‌وری در چنین شرایطی باید در محور توجه مدیریت بنگاه قرار گیرد(فخاریان، ۱۳۸۵).

افزایش بهره‌وری بستگی به این دارد که مدیر در تشخیص عوامل نظام اجتماعی ـ تولیدی موفق باشد. دربین عوامل متعدد اثرگذار در بهره‌وری، دو گروه نقش اصلی دارند: عوامل داخلی یا درونی درکنترل فرد یا مدیر بنگاه است ولی عوامل خارجی یا بیرونی، خارج از کنترل فردی است. برای بهبود عملکرد سازمان باید عوامل خارجی را که در مدیریت و کارآیی بنگاه مؤثرند، درنظر گرفت؛ از این رو، اولین گام مدیریتی در راستای افزایش بهره‌وری، تشخیص دامنهٔ مشکلات در چهارچوب و در گروه عوامل داخلی و خارجی و گام بعدی تشخیص عوامل قابل کنترل است.(مقدسی، ۱۳۹۰)

در ادبیات نوین توسعهٔ اقتصادی، بحث‌های زیادی در زمینهٔ ساختار بازاری که تولیدکنندگان در آن حضور و فعالیت دارند، به‌چشم می‌خورد. یکی از مهم‌ترین این موضوعات، ایجاد زمینهٔ مناسب برای رقابت درمیان عاملان اقتصادی است، به‌گونه‌ای‌که رقابتی‌شدن فعالیت‌ها و بازارها، راه برون‌رفت از دام ناکارآیی و توسعه‌نیافتگی معرفی می‌شود.(مهربانی، ۱۳۹۰)

دربارهٔ حاکمیت شرکتی و به‌خصوص ارتباط آن با عملکرد شرکت، تحقیقات زیادی در ایران انجام شده اما در زمینهٔ رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی و بهره‌وری سازمان با تأکید بر اهمیت ساختار بازار ــ که در این پژوهش بررسی می‌شود ــ تاکنون مطالعه‌ای یافت نشده است.

پیشینهٔ تحقیق

کاپوپولس[1] و لازاری‌تو[2] (۲۰۰۷)، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت متمرکزتر با سودآوری بالاتر شرکت رابطه‌ای مثبت دارد و برای کسب سودآوری بالاتر، به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است.

براخوویچ[3] و همکاران(۱۹۹۶) دریافته‌اند که استقلال کادر هیئت مدیره می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد، درحالی‌که باگات[4] و بولتون[5] (۲۰۰۸) بین عملکرد شرکت و نسبت اعضای مستقل هیئت مدیره، رابطه‌ای منفی گزارش کرده‌اند. کارونا[6] (۲۰۰۷)، رقابت در سطح صنعت را اندازه‌گیری کرد و به این نتیجه رسید که شرکت‌های در صنایع رقابتی‌تر، ساختار حاکمیت شرکتی بهتری دارند. او همچنین استدلال کرد که مدیران در صنایع رقابتی، قدرت اختیاری بالایی در تصمیم‌گیری دارند که اثری راهبردی برای شرکت‌ها دارد. چو[7] و همکاران(۲۰۱۱) دریافتند که شرکت‌ها در صنایع رقابتی یا با قدرت بازار پایین، تمایل ضعیفی به ساختار حاکمیت شرکتی دارند؛ به‌علاوه، کیفیت حاکمیت شرکتی فقط زمانی که رقابت بازار تولیدی ضعیف باشد، اثر قابل توجهی بر عملکرد دارد. شواهد به‌طور کلی نشان می‌دهد که رقابت بازار محصول، اثر قابل توجهی بر حاکمیت شرکتی دارد و می‌توان آن را جایگزین کیفیت حاکمیت شرکتی کرد.

گلوریا[8] و گری[9] (۲۰۱۱) براساس یک نمونه از شرکت‌های استرالیایی برای سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۵ به این نتیجه رسیدند که میزان رقابت بازار را می‌توان جایگزین حاکمیت شرکتی

1- Kapopoulos, P.
2- Lazaretou, S.
3- Borokhovich, K. A.
4- Bhagat, S.
5- Bolton, B. J.
6- Karuna, C.
7- Chou, J.
8- Gloria, Y. Tian
9- Garry, Twite

Archive of SID
www.SID.ir

کرد؛ به این معنا که رقابت، مشکلات نمایندگی را کاهش می‌دهد. همچنین، حاکمیت شرکتی بر بهره‌وری شرکت اثرگذار است، اگرچه این تأثیر در صنایع رقابتی و غیررقابتی متفاوت است. در صنایع رقابتی، رقابت بالای بازار مشکلات نمایندگی را کاهش می‌دهد و اثربخشی حاکمیت شرکتی بر بهره‌وری کل را ضعیف می‌کند.

نتایج پژوهش ایزدی‌نیا و رسائیان(۱۳۸۹)، در بررسی رابطهٔ بین ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای مالی و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بیانگر آن است که ابزارهای نظارتی راهبری شرکت با تمامی معیارهای ارزیابی عملکرد، رابطهٔ معنی‌داری دارد.

نتایج پژوهش نیک‌بخت، سیدی و هاشم‌الحسینی(۱۳۸۹)، در بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت، نشان می‌دهد که هیئت مدیره در بازار سرمایهٔ ایران به وظایف خود برای کاهش مشکلات نمایندگی به‌طور مؤثر عمل نمی‌کند و تأثیر مهمی بر عملکرد شرکت ندارد.

در پژوهشی که مهربانی(۱۳۹۰) با عنوان «نقش رقابت در تحولات بهره‌وری بخش صنعت» انجام داد، سعی شده است اثر رقابت ــ که با تعداد رقبا اندازه‌گیری می‌شود ــ بر بهره‌وری نیروی کار در صنایع کشور بررسی شود. نتایج به‌دست‌آمده از این پژوهش حاکی از آن است که محیط انحصاری و مالکیت خصوصی، به ارتقای بهره‌وری در بخش صنعت ایران منجر می‌شوند.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیهٔ ۱: رابطهٔ تمرکز مالکیت و بهره‌وری کل مثبت و معنادار است.

فرضیهٔ ۲: رابطهٔ نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری کل مثبت و معنادار است.

فرضیهٔ ۳: رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل مثبت و معنادار است.

فرضیهٔ ٤: هرچه ساختار بازار متمرکزتر شود، رابطهٔ تمرکز مالکیت و بهره‌وری کل ضعیف‌تر می‌شود.

فرضیهٔ ٥: هرچه ساختار بازار متمرکزتر شود، رابطهٔ نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری کل ضعیف‌تر می‌شود.

فرضیهٔ ٦: هرچه ساختار بازار متمرکزتر شود، رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل ضعیف‌تر می‌شود.

روش‌شناسی تحقیق

روش تحقیق حاضر، توصیفی از نوع همبستگی و پس‌رویدادی است؛ و جامعهٔ آماری تحقیق، کلیهٔ شرکت‌های غیرمالی(تولیدی) پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۳ تا پایان سال ۱۳۸۸ را دربر می‌گیرد. نمونه‌های موردمطالعه، ۹۲ شرکت را شامل می‌شود که به روش غربالگری و با توجه به شرایط و معیارهای زیر انتخاب شدند:

۱. شرکت‌ها درطول دورهٔ تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند؛ ۲ شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه، نهادهای پولی و واسطه‌گری مالی به‌دلیل تفاوت در نوع فعالیت خود از این تحقیق مستثنی شده‌اند؛ ۳. پایان سال مالی شرکت‌های موردمطالعه ۲۹ اسفندماه باشد؛ ۴. اطلاعات شرکت‌های نمونه طی دورهٔ تحقیق دردسترس باشد؛ ۵. شرکت‌ها از ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشند.

Archive of SID

www.SID.ir

متغیرها و الگوی تحقیق

الگوی رگرسیون چندمتغیره شامل الگوی زیر است:

$$a_{i,t} = \alpha_{i,t} + \gamma_1(GOV)_{i,t-1} + \gamma_2(MKT)_{i,t-1} + \gamma_3(GOV)_{i,t-1}*(MKT)_{i,t-1} + \gamma_4(Controls)_{i,t-1} + \beta t + \lambda i + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن، $a_{i,t}$ به‌صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$Y_{it} = A_{it} * L_{it-1}^{\beta L} * K_{it-1}^{\beta K} \quad \rightarrow \quad y_{it} = a_{it} + \beta_L l_{it-1} + \beta_k k_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

$$\beta_L + \beta_K = 1 \text{ :فرض می شود} \qquad a_{it} = y_{it} - (\hat{\beta}_L l_{it-1} + \hat{\beta}_K K_{it-1})$$

متغیرهای پژوهش عبارت‌اند از:

نوع متغیر	متغیر	شاخص	نماد	نحوهٔ محاسبه
متغیر مستقل	حاکمیت شرکتی GOV	تمرکز مالکیت	OWN-PCT	$\sum$(درصد سهام)[۲]
		نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف	NEDS	نسبت تعداد اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره
		اندازهٔ هیئت مدیره	BOD size	کل تعداد اعضای هیئت مدیره
	نظام بازار MKT_{it}	هرفیندال فروش	HHI-Sales	مجموع توان دوم نسبت فروش هر محصول به فروش کل محصولات
		هرفیندال دارایی	HHI-Asset	مجموع توان دوم نسبت هر یک از اقلام دارایی به کل دارایی‌ها
		شدت رقابت	competition	میانگین هرفیندال فروش را به‌دست می‌آوریم، اعداد بالای میانگین را صفر و اعداد پایین میانگین را یک قرار می‌دهیم.
متغیر وابسته	بهره‌وری کل عوامل a_{it}	فروش	OUTPUT	جمع درآمد عملیاتی
		حقوق و مزایای کارکنان	Labour	جمع هزینهٔ حقوق کارکنان به‌علاوهٔ سنوات خدمت کارکنان به‌علاوهٔ بیمهٔ سهم کارفرما، ...
		مخارج سرمایه‌ای	Capital	$Capital = PPE_t - PPE_{t-1} + D_t$
متغیر کنترل		سودآوری	ROA	نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها
		اندازه	Size	Ln(TA) +1
		سن	Age	Ln(مدت حضور در بورس)
		رشد شرکت	Growth	نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
		اهرم	Leverage	نسبت کل بدهی بر کل دارایی

www.SID.ir

آزمون مفروضات رگرسیون

جهت آزمون نرمال‌بودن داده‌ها، از آزمون کلموگروف ـ اسمیرنوف استفاده شده است. با توجه به نتیجهٔ آزمون، متغیر بهره‌وری(PRO) با مقدار آمارهٔ(Z) (۲/۰۵۲) و سطح معناداری ۰/۰۸۴ دارای توزیع نرمال است. به‌منظور اطمینان از نبودِ هم‌خطی بین متغیرها، از ضرایب همبستگی پیرسون استفاده شد. نتیجهٔ آزمون نشان داد که بین متغیرها هم‌خطی وجود ندارد.

آمار توصیفی

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در نگارهٔ ۱ ارائه شده است.

نگارهٔ ۱. آمار توصیفی متغیرهای موردمطالعه

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد	کمترین	بیشترین	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
تمرکز مالکیت	OWNPCT	۵۵۲	۰	۱	۰,۴۱	۰,۱۸۶	۰,۸۰۳	۰,۰۴۹
نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ	NEDS	۵۵۲	۰	۱	۰,۵۰	۰,۱۴۴	۱,۲۱۴	۱,۳۷۵
اندازهٔ هیئت مدیره	BODSize	۵۵۲	۴	۷	۵,۱۱	۰,۳۷۶	۲,۲۵۰	۷,۰۰۳
هرفیندال فروش	HHISales	۵۵۲	۰	۹	۰,۴۲	۰,۴۴۸	۱۴,۴۸۸	۲۸۵,۷۳۵
هرفیندال دارایی	HHIAsset	۵۵۲	۰	۱	۰,۳۱	۰,۱۱۰	۱,۸۳۳	۴,۲۸۸
شدت رقابت	Competition	۵۵۲	۰	۱	۰,۶۳	۰,۴۸۳	−۰,۵۴۲	−۱,۷۱۳
سودآوری	ROA	۵۵۲	۰	۱	۰,۱۱	۰,۱۱۳	۱,۱۸۸	۱,۵۵۴
اندازه	Size	۵۵۲	۱۱	۱۹	۱۴,۳۵	۱,۴۱۰	۰,۶۳۳	۰,۸۳۸
سن	Age	۵۵۲	۰	۴	۲,۳۰	۰,۶۸۱	−۳,۷۰	۰,۲۶۸
رشد شرکت	Growth	۵۵۲	۰	۷۱	۶,۰۱	۷,۳۲۹	۴,۲۳۴	۲۶,۷۲۱
اهرم	Leverage	۵۵۲	۰	۱	۰,۶۱	۰,۱۹۰	−۰,۳۷۳	۰,۹۹۶
بهره‌وری کل عوامل	ait	۵۵۲	−۶,۵۶	۱,۲۰	۰,۶۱۰۲	۰,۳۳۶۸۱	−۱۷,۶۵۳	۳۷۴,۱۱۲

نگارهٔ ۲. داده‌های تابلویی

متغیر	ضرایب رگرسیونی	خطای استاندارد	آمارهٔ t	معنی‌داری
C	۱,۲۸۵	۰,۱۰۶	۱۲,۱۷۳	۰,۰۰۰
OWN-PCT	۰,۰۵۲	۰,۰۳۶	۱,۴۵۷	۰,۱۴۶
NEDS	۰,۰۳۵	۰,۰۳۸	۰,۹۱۰	۰,۳۶۴
BODSIZE	−۰,۰۰۸	۰,۰۱۴	−۰,۵۶۵	۰,۵۷۳
HHI-SALES	−۰,۰۱۷	۰,۰۱۰	−۱,۶۶۵	۰,۰۹۶
HHI-ASSET	−۰,۱۵۳	۰,۰۵۰	−۳,۰۷۷	۰,۰۰۲
COMPETITION	−۰,۰۰۹	۰,۰۱۲	−۰,۷۷۵	۰,۴۳۹
ROA	−۰,۰۸۱	۰,۰۵۰	−۱,۶۲۱	۰,۱۰۶
SIZE	−۰,۰۲۸	۰,۰۰۵	−۵,۵۰۰	۰,۰۰۰
AGE	۰,۰۲۳	۰,۰۱۰	۲,۴۰۹	۰,۰۱۶
GROWTH	−۰,۰۰۰۲	۰,۰۰۰۷	−۰,۳۵۸	۰,۷۲۱
LEVERAGE	−۰,۰۵۴	۰,۰۲۸	−۱,۹۴۳	۰,۰۵۳
ضریب تعیین	**ضریب تعیین تعدیل‌شده**	**آمارهٔ F**	**معنی‌داری آمارهٔ F**	**دوربین ـ واتسون**
۰,۱۰۰	۰,۰۸۲	۵,۴۶۴	۰,۰۰۰	۱,۴۸۳

www.SID.ir

آزمون فرضیات تحقیق

پس از معلوم‌شدن نرمال‌بودن داده‌ها و مشخص‌شدن نوع معادله، با استفاده از داده‌های تابلویی به‌کمک نرم‌افزار Eviews آزمون معنی‌داربودن رابطهٔ سازوکارهای حاکمیت شرکتی و بهره‌وری انجام شد. نتایج حاصل از تجزیه‌وتحلیل اطلاعات با استفاده از داده‌های تابلویی که در آن داده‌های سال‌های مختلف با هم ترکیب و سپس ضرایب برای کل دوره برآورد می‌شود، در نگارهٔ ۲ ارائه شده است.

از آنجا که مقدار دوربین ـ واتسون این جدول ۱/۴۸ است و از حد مطلوب خود(۲/۵–۱/۵) فاصله دارد، برای رفع خودهمبستگی این آزمون، از مدل اتورگرسیون(AR) استفاده می‌شود که نتایج آن در نگارهٔ ۳ ارائه شده است.

از آنجا که مقدار دوربین ـ واتسون این جدول ۲/۰۹ است، این میزان، عدم وابستگی بین اجزای اخلال مدل را نشان می‌دهد و نبودِ مشکل همبستگی پیاپی را تأیید می‌کند. مهم‌ترین آمارهٔ هر رگرسیون، آمارهٔ F است که معناداربودن کل رگرسیون را بیان می‌کند. در این تخمین، آمارهٔ F، ۴/۹۵ است. این آماره در سطح بالایی(سطح معنی‌داری= ۰/۰۰۰) معنادار است؛ و این سطح معنی‌داری که زیر ۵ درصد است، نشان می‌دهد که رگرسیون قابل ردکردن نیست و ارتباط بین عملکرد و متغیرهای توضیحی به‌صورت کلی قابل دفاع است. شاخص R^2 در الگوی مذکور ۵۸ درصد است، و این به معنای آن است که ۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته(بهره‌وری کل) با متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده(۰/۴۷) نشان می‌دهد که ۴۷ درصد از کل تغییرات میزان بهره‌وری کل، به متغیرهای مستقل وابسته است و به عبارت دیگر، با متغیرهای مستقل حدود ۴۷ درصد از واریانس متغیر بهره‌وری کل پیش‌بینی و برآورد می‌شود.

نگارهٔ ۳. نتایج داده‌های تابلویی با استفاده از مدل اتورگرسیون(AR)

متغیر	ضرایب رگرسیونی	خطای استاندارد	آمارهٔ t	معنی‌داری
C	۱,۱۹۷	۰,۳۸۰	۳,۱۵۵	۰,۰۰۲
OWN-PCT	۰,۱۱۸	۰,۰۷۱	۱,۶۷۱	۰,۰۹۶
NEDS	۰,۰۴۵	۰,۰۱۳	۳,۵۶۴	۰,۰۰۰
BODSIZE	۰,۰۰۹	۰,۰۱۰	۰,۹۳۲	۰,۳۵۲
HHI-SALES	–۰,۰۱۰	۰,۰۰۵	–۲,۱۸۷	۰,۰۲۹
HHI-ASSET	–۰,۰۶۷	۰,۰۲۷	–۲,۴۴۴	۰,۰۱۵
COMPETITION	–۰,۰۱۹	۰,۰۱۰	–۱,۹۸۹	۰,۰۴۸
ROA	۰,۰۰۹	۰,۰۲۳	۰,۳۹۱	۰,۶۹۶
SIZE	–۰,۰۵۷	۰,۰۱۴	–۴,۱۸۵	۰,۰۰۰
AGE	۰,۱۷۳	۰,۱۰۷	۱,۶۱۳	۰,۱۰۸
GROWTH	۰,۰۰۰۶	۰,۰۰۰۳	۲,۱۶۴	۰,۰۳۱
LEVERAGE	–۰,۰۴۷	۰,۰۱۲	–۴,۰۲۲	۰,۰۰۰
AR(1)	۰,۱۲۶	۰,۲۱۹	۰,۵۷۴	۰,۵۶۷
ضریب تعیین	**ضریب تعیین تعدیل‌شده**	**آمارهٔ F**	**معنی‌داری آمارهٔ F**	**دوربین ـ واتسون**
۰,۵۸۹	۰,۴۷۰	۴,۹۵۹	۰,۰۰۰	۲,۰۹۰

www.SID.ir

نگارهٔ ۳ بیانگر آزمون رابطهٔ بین تمرکز مالکیت و بهره‌وری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار است. سطح معنی‌داری ۰/۰۹۵ در این آزمون، بیانگر رابطهٔ مثبت و معنادار بین متغیر تمرکز مالکیت(OWN-PCT) و متغیر وابسته یعنی بهره‌وری کل(PRO) در سطح معناداری ۹۰ درصد است؛ و این یعنی اینکه با افزایش یک‌درصدی OWN-PCT، ۱۱درصد به میزان بهره‌وری کل در شرکت‌های منتخب اضافه می‌شود، پس فرضیهٔ اول پذیرفته می‌شود. اطلاعات این جدول نشان می‌دهد که متغیر «نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف»(NEDS) در سطح ۱ درصد اهمیت معنی‌دار و از علامت لازم برخوردار است، آن‌چنان‌که با افزایش یک‌درصدی NEDS، ۴ درصد به میزان بهره‌وری کل در شرکت‌های منتخب افزوده می‌شود؛ پس در سطح معناداری ۹۹ درصد، رابطهٔ اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری کل مثبت و معنادار است، و بنابراین فرضیهٔ دوم نیز پذیرفته می‌شود. تأثیر متغیر «اندازهٔ هیئت مدیره» (BODSIZE) بر بهره‌وری کل ازنظر آماری معنی‌دار نیست اگرچه این رابطه مثبت است، پس فرضیهٔ سوم رد می‌شود.

خلاصهٔ نتایج فرضیات اول تا سوم تحقیق

از آنجا که حاکمیت شرکتی به‌طور مستقیم قابل اندازه‌گیری نیست، از شاخص‌های آن برای برآورد میزان حاکمیت شرکتی استفاده شده است. به همین منظور، برای بررسی رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی و بهره‌وری کل، از سه شاخص(متغیر) «تمرکز مالکیت»، «نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف» و «اندازهٔ هیئت مدیره» با بهره‌وری کل(کارآیی) استفاده شده است.

نگارهٔ ٤. خلاصهٔ نتایج فرضیات اول، دوم و سوم

فرضیه	تأیید/رد
فرضیهٔ ۱: رابطهٔ تمرکز مالکیت و بهره‌وری کل مثبت و معنادار است.	تأیید
فرضیهٔ ۲: رابطهٔ نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری کل مثبت و معنادار است.	تأیید
فرضیهٔ ۳: رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل مثبت و معنادار است.	رد

بررسی روابط تعدیل‌گری

متغیر تعدیل‌کننده(مانند Z)، متغیری است که با یک متغیر دیگر(مانند X) در توصیف تغییرات یک متغیر وابسته(مانند Y) تعامل دارد؛ به عبارت دیگر، با تغییر متغیر تعدیل‌کننده(Z)، تغییرات منظمی در رابطهٔ میان دو متغیر مستقل و وابسته رخ می‌دهد.

برای بررسی اثر متغیرهای تعدیل‌کننده می‌توان از روش‌های تحلیل رگرسیون تعدیلی[1] و نیز تحلیل همبستگی زیرگروه استفاده کرد(استونرومرو و اندرسون[2]، ۱۹۹۴). در روش تحلیل رگرسیون تعدیلی، از رگرسیون حداقل مربعات معمولی استفاده می‌شود. نحوهٔ عملکرد این روش به این شرح است: مدلی را فرض کنید که در آن رابطهٔ بین X_1 و Y با متغیر X_2 تعدیل می‌شود. این وضعیت در رابطهٔ زیر نشان داده شده است:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_1 . X_2 + \varepsilon_i$$

چک‌کردن فرض صفر($\beta_3 = 0$)، مبنای بررسی وجود اثر تعدیل‌گری است.

در روش تحلیل همبستگی زیرگروه، برابری دو یا چند ضریب همبستگی مربوط به زیرگروه‌های موجود آزمون می‌شود. در این روش، برمبنای امتیاز در یک متغیر تعدیل‌کننده(مانند X_2)، K زیرگروه تشکیل داده می‌شود و

1- Moderated Multiple Regression

2- Stoneromero and Anderson

www.SID.ir

ضرایب همبستگی میان دو متغیر دیگر(مانند X_1 و Y) برمبنای درون ـ زیرگروهی محاسبه و آنگاه برابری K ضریب به‌دست‌آمده آزمون می‌شود. فرض صفری که در این روش آزمون می‌شود، در رابطهٔ زیر نشان داده شده است. ردشدن فرض صفر، مبنای وجود اثر تعدیل‌گری خواهد بود. در این رابطه، ρ ضریب همبستگی جمعیت در زیرگروه k است.

$$\rho_1 = \rho_2 = \cdots = \rho_k$$

برای تست فرضیهٔ فوق، از ضرایب رگرسیون در هر زیرگروه نمونه(یعنی $r_1, r_2,\ldots, r_k$) برای محاسبهٔ پارامترهای موردنیاز برای انجام یک آزمون مربع کای استفاده می‌شود. توزیع آمارهٔ U_0 تقریباً مشابه توزیع مربع کای با درجهٔ آزادی $K-1$ است. برای آزمون مربع کای موردنظر، از این آماره که در رابطهٔ زیر نشان داده شده است، استفاده می‌شود.

$$U_0 = \sum_{k=1}^{K} (N_k - 3)(Z_k - Z_0)^2$$

پارامترهای این رابطه به شرح زیر است:

N_k: تعداد اعضای زیرگروه k در نمونهٔ موردبررسی،

Z_0: میانگین موزون مقادیر Z_k (مقادیر Z_k برای هر زیرگروه در تعداد اعضای آن زیرگروه ضرب و بر مجموع کل اعضای زیرگروه‌ها تقسیم می‌شود)،

Z_k مقدار r_k تحت تبدیل فیشر است که از رابطهٔ زیر محاسبه می‌شود:

$$Z_r = \frac{1}{2} \mathrm{Ln} \frac{1+r}{1-r}$$

بررسی تعدیل‌گری متغیرهای نظام بازار(MKT) بر رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی و بهره‌وری

در پژوهش حاضر، اثر متغیر تعدیل‌کنندهٔ ساختار بازار بررسی شده است. مراحل بررسی اثر تعدیل‌گری متغیرهای ساختار بازار بر رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی و بهره‌وری به این شرح است: ابتدا نمونه را براساس ساختار بازار به دو زیرگروه می‌توان تقسیم کرد. سپس، تحلیل رگرسیون چندگانه را برروی هر یک از زیرگروه‌ها جداگانه انجام می‌دهند و ضرایب رگرسیون حاصل را به‌عنوان $r_1, r_2,\ldots, r_k$ استخراج و با قراردادن این مقادیر در رابطهٔ تبدیل فیشر، مقادیر Z_k(یا همان Z_r) و نیز Z_0 را محاسبه می‌کنند؛ درنهایت، با استفاده از مقادیر به‌دست‌آمده، آمارهٔ U_0 را محاسبه و با آمارهٔ مربع کای مناسب مقایسه می‌کنند: درصورتی‌که آمارهٔ U_0 مشاهده‌شده بیشتر از مقدار آمارهٔ مربع کای باشد، رابطهٔ تعدیل‌گری وجود خواهد داشت.

شایان ذکر است که نظام بازار نیز ازطریق سه شاخص(متغیرِ) هرفیندال فروش، هرفیندال دارایی، و شدت رقابتی سنجیده شده است.

تعدیل‌گری شدت رقابت

زیرگروه ۱: شدت رقابت بالاتر از میانگین: $N_{s1} = ۲۰۴$ (N_{s1} تعداد اعضای زیرگروه ۱ است)

زیرگروه ۲: شدت رقابت پایین‌تر از میانگین: $N_{s2} = ۳۴۸$

پس از تحلیل رگرسیون چندگانه، ضرایب رگرسیون برای هر زیرگروه به‌دست می‌آید.

در اینجا، فقط اثر تعدیل‌گری شدت رقابت بر رابطهٔ سازوکارهای حاکمیت شرکتی و بهره‌وری کل بررسی می‌شود:

ضرایب حاصل از تحلیل رگرسیون، در نگارهٔ ۵ ارائه شده است.

Archive of SID

www.SID.ir

نگارهٔ ۵. ضرایب رگرسیون برای زیرگروه

متغیر	ضرایب رگرسیون شدت رقابت زیاد(S1)	ضرایب رگرسیون شدت رقابت کم(S2)
تمرکز مالکیت(OWN-PCT)	$r_{1(S1)} = ۰/۰۲$	$r_{1(S2)} = ۰/۰۳۴$
نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف(NEDS)	$r_{2(S1)} = -۰/۱۴$	$r_{2(S2)} = ۰/۰۰۸$
اندازهٔ هیئت مدیره(BOD size)	$r_{3(S1)} = ۰/۱۷۸$	$r_{3(S2)} = -۰/۰۰۵$

فرضیه‌های مربوط به هر یک از متغیرها عبارت‌اند از:

فرضیه های مربوط به تمرکز مالکیت

$$\begin{cases} H_0: r_{1(S1)} = r_{1(S2)} \\ H_a: r_{1(S1)} \neq r_{1(S2)} \end{cases}$$

در این مرحله، با استفاده از مقادیر نگارهٔ ۵، مقادیر Z_k محاسبه می‌شود که نتایج آن در نگارهٔ ۶ ارائه شده است.

نگارهٔ ٦. محاسبهٔ مقادیر Z فیشر با استفاده از ضرایب رگرسیون

متغیر	مقادیر Z_k شدت رقابت زیاد(S1)	مقادیر Z_k شدت رقابت کم(S2)
تمرکز مالکیت(OWN-PCT)	$Z\ r_{1(S1)} = -۰/۰۲$	$Z\ r_{1(S2)} = -۰/۰۳$
نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف(NEDS)	$Z\ r_{2(S1)} = -۰/۱۴۱$	$Z\ r_{2(S2)} = ۰/۰۰۸$
اندازهٔ هیئت مدیره(BOD size)	$Z\ r_{3(S1)} = ۰/۱۷۸$	$Z\ r_{3(S2)} = -۰/۰۰۵$

آنگاه برای هر یک از متغیرها، مقادیر Z_0 و آمارهٔ U_0 محاسبه می‌شود. نمونهٔ یک محاسبه برای تمرکز مالکیت به‌صورت زیر است:

$$Z_{0,OWN-PCT} = \frac{N_{s1} \times Z_{r1_{s1}} + N_{s2} \times Z_{r1_{s2}}}{N_{s1} + N_{s2}} = -0.028$$

$$U_{0_{\text{مشاهده شده}}} = \sum_{k=1}^{K} (N_k - 3)(Z_k - Z_0)^2 = \sum_{k=1}^{2} (N_k - 3)(Z_k - Z_0)^2$$
$$= (N_{s1} - 3)(Z_{r1_{s1}} - Z_0)^2 + (N_{s2} - 3)(Z_{r1_{s2}} - Z_0)^2 = 0.024$$

مقدار مربع کای، با درجهٔ آزادی 1=1-k و آلفای ۰/۰۵ برابر است با:

$$\chi_{0.05,1} = 3.84$$

درنهایت، مقدار U_0 مشاهده‌شده با مقدار فوق مقایسه می‌شود: درصورتی‌که آمارهٔ مشاهده‌شده از این مقدار بزرگ‌تر باشد، اثر تعدیل‌گری وجود دارد.

در مثالی که محاسبه شد، آمارهٔ مشاهده‌شده کوچک‌تر از آمارهٔ مربع کای است؛ بنابراین، تمرکز مالکیت بر رابطهٔ سازوکارهای حاکمیت شرکتی و بهره‌وری کل اثر تعدیل‌گری ندارد.

نتایج حاصل برای تمامی متغیرها در نگارهٔ ۷ خلاصه شده است.

Archive of SID
www.SID.ir

نگارهٔ ۷. آمارهٔ محاسبه‌شدهٔ U_0 برای بررسی اثر متغیر تعدیل‌کنندهٔ شدت رقابت بر روابط مدل

متغیر	اثر متغیر شدت رقابت: مقادیر آمارهٔ U_0	مقایسه با آمارهٔ مربع کای
تمرکز مالکیت(OWN-PCT)	۰/۰۲۴	۳/۸۴ >۰/۰۲۴
نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف(NEDS)	۲/۹۱	۳/۸۴ >۲/۹۱
اندازهٔ هیئت مدیره(BOD size)	۴/۴۹	۳/۸۴ <۴/۴۹

نگارهٔ ۸. آمارهٔ محاسبه‌شدهٔ U_0 برای بررسی اثر متغیر تعدیل‌کنندهٔ هرفیندال فروش

متغیر	اثر متغیر هرفیندال فروش: مقادیر آمارهٔ U_0	مقایسه با آمارهٔ مربع کای
تمرکز مالکیت(OWN-PCT)	۰/۴۷۷	۳/۸۴ >۰/۴۷۷
نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف(NEDS)	۲/۸۴	۳/۸۴ > ۲/۸۴
اندازهٔ هیئت مدیره(BOD size)	۴/۷۸	۳/۸۴ <۴/۷۸

با توجه به مقایسهٔ انجام‌شده، فرض صفر در دو متغیر «تمرکز مالکیت» و «نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف» تأیید می‌شود و بنابراین میان دو حالت با شدت رقابتی کمتر و بیشتر در رابطهٔ سازوکارهای حاکمیت شرکتی(تمرکز مالکیت، نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف) و بهره‌وری کل تفاوت معناداری وجود ندارد. اما اثر تعدیل‌گری شدت رقابتی بر رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل، با ردشدن فرض صفر مربوط تأیید شد.

تعدیل‌گری هرفیندال فروش

زیرگروه ۱: هرفیندال فروش بالاتر از میانگین:

$N_{s1} = ۲۰۹$

زیرگروه ۲: هرفیندال فروش پایین‌تر از میانگین:

$N_{s2} = ۳۴۳$

به شکلی مشابه، اثر تعدیل‌گری متغیر هرفیندال فروش بر روابط مدل بررسی شد؛ که نتایج نهایی محاسبات انجام‌شده در نگارهٔ ۸ ارائه شده است.

پس از مقایسه با آماره مربع کای، اثر تعدیل‌کنندگی هرفیندال فروش بر رابطهٔ سازوکارهای حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف) و بهره‌وری کل تأیید نشد اما اثر تعدیل‌گری هرفیندال فروش بر رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل با ردشدن فرض صفر مربوط تأیید شد.

تعدیل‌گری هرفیندال دارایی

زیرگروه ۱: هرفیندال دارایی بالاتر از میانگین:

$N_{s1} = ۱۹۴$

زیرگروه ۲: هرفیندال دارایی پایین‌تر از میانگین:

$N_{s2} = ۳۶۱$

به شکلی مشابه، اثر تعدیل‌گری متغیر هرفیندال دارایی بر روابط مدل بررسی شد؛ که نتایج نهایی محاسبات انجام‌شده در نگارهٔ ۹ ارائه شده است.

Archive of SID
www.SID.ir

نگارهٔ ۹. آمارهٔ محاسبه‌شدهٔ U_0 برای بررسی اثر متغیر تعدیل‌کنندهٔ هرفیندال دارایی

متغیر	اثر متغیر هرفیندال دارایی: مقادیر آمارهٔ U_0	مقایسه با آمارهٔ مربع کای
تمرکز مالکیت(OWN-PCT)	۰/۷۶	۳/۸۴ >۰/۷۶۳
نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف(NEDS)	۴/۰۲۶	۳/۸۴ < ۴/۰۲۶
اندازهٔ هیئت مدیره(BOD size)	۲/۶۹	۳/۸۴ >۲/۶۹

نگارهٔ ۱۰. خلاصهٔ نتایج فرضیات چهارم، پنجم و ششم

فرضیه	هرفیندال فروش	هرفیندال دارایی	شدت رقابتی
فرضیهٔ ٤ : هرچه ساختار بازار متمرکزتر شود، رابطهٔ تمرکز مالکیت و بهره‌وری کل ضعیف‌تر می‌شود.			
فرضیهٔ ٥ : هرچه ساختار بازار متمرکزتر شود، رابطهٔ نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری کل ضعیف‌تر می‌شود.			
فرضیهٔ ٦ : هرچه ساختار بازار متمرکزتر شود، رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل ضعیف‌تر می‌شود.			
رابطهٔ تمرکز مالکیت و بهره‌وری	تعدیل‌گر نیست	تعدیل‌گر نیست	تعدیل‌گر نیست
رابطهٔ نسبت اعضای هیئت‌مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری	تعدیل‌گر نیست	تعدیل‌گر است	تعدیل‌گر نیست
رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری	تعدیل‌گر است	تعدیل‌گر نیست	تعدیل‌گر است

پس از مقایسه با آمارهٔ مربع کای، اثر تعدیل‌کنندگی هرفیندال دارایی بر روابط متغیرهای تمرکز مالکیت، اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل تأیید نشد اما اثر تعدیل‌گری هرفیندال دارایی بر رابطهٔ نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری کل تأیید شد.

خلاصهٔ نتایج فرضیات چهارم تا ششم تحقیق

با توجه به نگارهٔ ۱۰، هیچ‌کدام از سه شاخص ساختار بازار(هرفیندال فروش، هرفیندال دارایی، شدت رقابتی) بر رابطهٔ تمرکز مالکیت و بهره‌وری کل تعدیل‌گر نیست؛ بنابراین، فرضیهٔ چهارم رد می‌شود. بر رابطهٔ نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری کل، فقط شاخص ساختار بازار هرفیندال دارایی تعدیل‌گر است و شاخص‌های هرفیندال فروش و شدت رقابتی تعدیل‌گر نیستند و لذا از آنجا که فقط یک شاخص بر این رابطه تعدیل‌گر است، فرضیهٔ پنجم نیز رد می‌شود. همچنین، بر رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل، شاخص‌های هرفیندال فروش و شدت رقابتی تعدیل‌گرند ولی شاخص هرفیندال دارایی تعدیل‌گر نیست و بنابراین از آنجا که دو شاخص بر این رابطه تعدیل‌گر است، فرضیهٔ ششم تأیید می‌شود.

نتیجه‌گیری و ارائهٔ پیشنهادها

در این پژوهش، نقش حاکمیت شرکتی و ساختار بازار در بهره‌وری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. از آنجا که حاکمیت شرکتی و نظام بازار به‌طور مستقیم قابل اندازه‌گیری نیست، از شاخص‌های آنها برای برآورد میزان حاکمیت شرکتی و نظام بازار استفاده شده

Archive of SID
www.SID.ir

است. به همین منظور، برای بررسی رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی و بهره‌وری کل، از سه شاخصِ(متغیرِ) تمرکز مالکیت، نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف، و اندازهٔ هیئت مدیره با بهره‌وری کل(کارآیی) استفاده شده است. شایان ذکر است که نظام بازار نیز ازطریق سه شاخصِ(متغیرِ) هرفیندال فروش، هرفیندال دارایی، و شدت رقابتی سنجیده شده است.

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از تجزیه‌وتحلیل اطلاعات، فرضیهٔ اول تحقیق(رابطهٔ تمرکز مالکیت و بهره‌وری کل مثبت و معنادار است)پذیرفته می‌شود؛ بنابراین، هرچه درصد سهام شرکت دردست عدهٔ محدودی قرار گیرد و سهامداران عمده وجود داشته باشد، ساختار مالکیت متمرکزتر خواهد بود و این امر سبب افزایش میزان بهره‌وری کل در شرکت‌ها خواهد شد. کاپوپولس و لازاری‌تو(۲۰۰۷) به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت متمرکزتر با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط مثبت دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است. ماه‌آورپور(۱۳۸۶) به این نتیجه رسید که هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال و موجب بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود. نتایج تحقیقات «کاپوپولس و لازاری‌تو» و «ماه‌آورپور» با نتیجهٔ پژوهش حاضر مطابقت دارد؛ ولی بوزک[1] و بوزک[2] (۲۰۰۷) به این نتیجه رسیدند که بین تمرکز مالکیت و عملکرد راهبردی شرکت رابطهٔ عکس وجود دارد، که با نتیجهٔ پژوهش حاضر درتناقض است.

فرضیهٔ دوم تحقیق(رابطهٔ نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری کل مثبت و معنادار است) هم تأیید می‌شود؛ بنابراین می‌توان گفت که هرچه تعداد اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف افزایش یابد، بر میزان بهره‌وری کل شرکت افزوده می‌شود. این امر می‌تواند ناشی از این باشد که به‌طور کلی، در تمامی تحقیقات ازجمله تحقیق حاضر، «نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره» به‌عنوان شاخص استقلال هیئت مدیره درنظر گرفته شده است. درحالی‌که ممکن است اعضای غیرموظف به‌دلیل عواملی مانند روابط فامیلی، وابستگی‌های شغلی و غیره، واقعاً مستقل نباشند و منافع شرکت با منافع آنها گره خورده باشد. عضویت همزمان اعضای غیرموظف در هیئت مدیرهٔ چند شرکت نیز ممکن است از دیگر علل کاهش اثربخشی آن باشد. باگات و بولتون(۲۰۰۸) بین عملکرد شرکت و نسبت اعضای مستقل هیئت مدیره رابطه‌ای منفی گزارش کرده‌اند. قالیباف اصل و رضایی(۱۳۸۶) نشان دادند که بین نسبت اعضای غیرموظف و عملکرد شرکت، رابطهٔ معناداری وجود ندارد. نتایج تحقیقات «باگات و بولتون» و «قالیباف اصل و رضایی» با نتیجهٔ پژوهش حاضر مغایر است. اما براخوویچ و همکاران(۱۹۹۶) دریافتند که استقلال کادر هیئت مدیره می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد؛ راچدی[3] و الگاید[4] (۲۰۰۸) نیز نشان دادند که بین عملکرد شرکت و استقلال هیئت مدیره، رابطه‌ای مستقیم وجود دارد. نتایج تحقیقات «براخوویچ و همکاران» و «راچدی و الگاید» با نتیجهٔ تحقیق حاضر مطابقت دارد.

درمورد فرضیهٔ سوم تحقیق(رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل مثبت و معنادار است)، نشان داده شد که رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل معنادار نیست اگرچه مثبت است، بنابراین فرضیهٔ سوم رد می‌شود. با توجه به مادهٔ ۱۰۷ اصلاحیهٔ قانون تجارت، تعداد اعضای هیئت مدیرهٔ بیشتر شرکت‌های سهامی عام، ۵ نفر است؛ و این ممکن است نتایج تحقیق را تحت‌تأثیر قرار داده باشد. از سوی دیگر، این موضوع بیانگر آن است که الزامات قانونی تعیین‌کنندهٔ اندازهٔ هیئت مدیره است و به سایر عوامل نظیر موضوع فعالیت شرکت، اندازه و ساختار شرکت و غیره، توجه نمی‌شود. وینسنت و دیگران(۲۰۱۰) دریافتند که بین اندازهٔ هیئت مدیره با عملکرد شرکت رابطهٔ معنادار منفی وجود دارد. جنسن[5] (۱۹۹۳) بیان می‌کند که کادر هیئت مدیرهٔ کوچک‌تر(ازنظر تعداد نفرات کمتر) به‌دلیل قابلیت کنترل بالاتر و اثربخش‌تر باید بر ارزش شرکت اثر مثبت داشته باشد ولی دالتون[6] و دالتون[7] (۲۰۰۵) دریافتند که هیئت مدیرهٔ بزرگ‌تر در زمینه‌هایی مثل تجربه، مهارت، جنسیت، ملیت و غیره مزیت دارد، ضمن آنکه هیئت

1- Bozec, Y.
2- Bozec , R.
3- Rachdi, H.
4- Elgaied, M.
5- Jensen, M. C.
6- Dalton, C. M.
7- Dalton, D. R.

Archive of SID
www.SID.ir

مدیرهٔ کوچک‌تر در ترکیب خود از مدیران غیرموظف کمتری استفاده می‌کند و زمان اندکی برای ایفای وظایف نظارتی و تصمیم‌گیری خود دارد. نتایج تحقیقات «وینسنت و دیگران» و «جنسن» با نتیجه پژوهش حاضر مطابقت دارد ولی نتیجهٔ تحقیقات «دالتون و دالتون» با نتیجهٔ این تحقیق درتناقض است.

درمورد فرضیهٔ چهارم تحقیق(هرچه ساختار بازار متمرکزتر شود، رابطهٔ تمرکز مالکیت و بهره‌وری کل ضعیف‌تر می‌شود)، نشان داده شد که هیچ‌کدام از سه شاخصِ ساختار بازار (هرفیندال فروش، هرفیندال دارایی، و شدت رقابتی) بر رابطهٔ تمرکز مالکیت و بهره‌وری کل تعدیل‌گر نیست، بنابراین فرضیهٔ چهارم رد می‌شود؛ پس می‌توان نتیجه گرفت که ساختار بازار متمرکزتر، رابطهٔ تمرکز مالکیت و بهره‌وری کل را تضعیف نمی‌کند.

درخصوص فرضیهٔ پنجم تحقیق(هرچه ساختار بازار متمرکزتر شود، رابطهٔ نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری کل ضعیف‌تر می‌شود)، نشان داده شد که بر رابطهٔ نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری کل، فقط شاخص ساختار بازار هرفیندال دارایی تعدیل‌گر است و شاخص‌های هرفیندال فروش و شدت رقابتی تعدیل‌گر نیستند، بنابراین از آنجا که فقط یک شاخص بر این رابطه تعدیل‌گر است، فرضیهٔ پنجم نیز رد می‌شود؛ پس می‌توان نتیجه گرفت که ساختار بازار متمرکزتر، رابطهٔ نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف و بهره‌وری کل را تضعیف نمی‌کند.

درمورد فرضیهٔ ششم تحقیق(هرچه ساختار بازار متمرکزتر شود، رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل ضعیف‌تر می‌شود)، نشان داده شد که بر رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل، شاخص‌های هرفیندال فروش و شدت رقابتی تعدیل‌گرند ولی شاخص هرفیندال دارایی تعدیل‌گر نیست، بنابراین از آنجا که دو شاخص بر این رابطه تعدیل‌گرند، فرضیهٔ ششم تأیید می‌شود؛ پس می‌توان نتیجه گرفت که ساختار بازار متمرکزتر، رابطهٔ اندازهٔ هیئت مدیره و بهره‌وری کل را ضعیف می‌کند.

بنابراین، با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از تحقیق حاضر، به مدیران عالی شرکت‌ها توصیه می‌شود با افزایش تمرکز مالکیت و افزایش نسبت اعضای هیئت مدیرهٔ غیرموظف، سبب بهبود بهره‌وری در شرکت‌ها شوند، تا با ارتقای بهره‌وری، راه دست‌یافتن به رشد اقتصادی مطلوب را فراهم کنند و گام‌های بزرگی درجهت پیشرفت و توسعهٔ کشور برداشته شود؛ همچنین، به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با درنظرگرفتن ساختار بازار و نقش رقابتی‌بودن بازارها، درجهت بهبود بهره‌وری اقدامات لازم را انجام دهند و زمینهٔ مناسب برای رقابت درمیان عاملان اقتصادی را فراهم آورند، آن‌چنان‌که رقابتی‌شدن فعالیت‌ها و بازارها به‌عنوان راه برون‌رفت از دام ناکارآیی و توسعه‌نیافتگی باشد. به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران نیز توصیه می‌شود برای تصمیم‌گیری درمورد سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و بلندمدت، به شیوه‌های حسابداری شرکت، سازوکارهای نظام راهبری و استراتژی‌های بهره‌وری سازمان به‌عنوان عاملی تأثیرگذار در انتخاب این شیوه‌ها توجه کنند.

نتایج این تحقیق برای دست‌اندرکاران تدوین آیین‌نامهٔ اصول راهبری شرکت در سازمان بورس اوراق بهادار تهران قابل استفاده است.

عناوینی پیشنهادی برای تحقیقات آتی

ـــ بررسی تأثیر نوع صنعت بر روابط حاکمیت شرکتی و بهره‌وری شرکت‌ها؛

ـــ بررسی تأثیر استراتژی شرکت‌ها در رابطهٔ حاکمیت شرکتی و بهره‌وری شرکت‌ها؛

ـــ بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی، تورم، بهای نفت و نرخ ارز بر روابط حاکمیت شرکتی و بهره‌وری شرکت‌ها.

Archive of SID

www.SID.ir

کتابنامه

ایزدی‌نیا، ناصر و رسائیان، امیر. ۱۳۸۹. «رابطهٔ برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد»، مجلهٔ *دانش حسابداری*، سال اول، ش ۱.

حساس یگانه، یحیی. ۱۳۸۴. «مبانی نظری حاکمیت شرکتی»، نشریهٔ *حسابدار*، ش ۱۶۸.

فخاریان، ابوالقاسم. ۱۳۸۵. «مؤلفه‌های ارزش در بنگاه‌های اقتصادی از منظر سهامداران»، نشریهٔ *حسابدار*، ش ۱۴۱.

قالیباف اصل، حسن و رضایی، فاطمه. ۱۳۸۶. «بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دوفصلنامهٔ *تحقیقات مالی* ۲۳(۳۳).

ماه‌آورپور، راضیه. ۱۳۸۶. *بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار*(پایان‌نامهٔ کارشناسی ارشد، رشتهٔ حسابداری)، دانشگاه الزهرا، دانشکدهٔ علوم اجتماعی و اقتصاد.

مقدسی، علیرضا. ۱۳۹۰. «مدیریت بهره‌وری چگونه؟»، مجلهٔ *صنعت و کارآفرینی*، ش ۶۴.

مهربانی، وحید. ۱۳۹۰. «نقش رقابت در تحولات بهره‌وری بخش صنعت»، فصلنامهٔ *پژوهش‌های اقتصادی*، سال دوازدهم، شمارهٔ اول.

نیک‌بخت، محمدرضا؛ سیدی، سیدعزیز؛ هاشم‌الحسینی، روزبه. ۱۳۸۹. «بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت»، مجلهٔ *پیشرفت‌های حسابداری*، دانشگاه شیراز، دورهٔ دوم، ش ۱.

Bhagat, S. & Bolton, B. J. 2008. "Corporate Governance and Firm Performance", *J. Corp. Finance* 14, 257-273.

Borokhovich, K. A.; Parrino, R.; Trapani, T. 1996. "Outside Directors and CEO Selection", *J. Financ. Quant. Anal.* 31, 337-355.

Bozec, Y. & Bozec, R. 2007. "Ownership Concentration and Corporate Governance Practices: Substitution or Expropriation Effects?", *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration* 24(3), 182-195.

Chou, J.; Ng, L.; Sibilkov, V.; Wang, Q. 2011. "Product Market Competition and Corporate Governance", *J. Review of Development Finance* 1, 114-130.

Dalton, C. M. and Dalton, D. R. 2005. "Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions", *British Journal of Management* 16: 91-97.

Gloria, Y. Tian and Garry, Twite. 2011. "Corporate Governance, External Market Discipline and Firm Productivity", *Journal of Corporate Finance* 17, 403-417.

Jensen, M. C. 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *J. Finance* 48, 831-880.

Kapopoulos, P. and Lazaretou, S. 2007. "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms", *Corporate Governance: An International Review* 15(2), 144-158.

Karuna, C. 2007. "Industry Product-Market Competition and Corporate Governance", *Working Paper*, University of California, Irvine.

Rachdi, H. and Elgaied, M. 2008. "Composition, Structure of Board of Directors and Performance: The Case of American Firms", Available at SSRN.

Archive of SID

www.SID.ir