فصلنامه رویکردهای پژوهشی نو در علوم مدیریت
Journal of New Research Approaches in Management Science
سال اول. شماره ششم. بهار ۱۳۹۷، صص۹۸-۸۳ Vol 1. No 6. 2018, p 83-98
شماره شاپا (۲۵۸۸-۵۵۶۱) ISSN: (2588-5561)

رابطه بین ساختار مالکیت متاثر از حاکمیت شرکتی و چگونگی عملکرد مالی در اندازه‌های مختلف شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عزیز گرد[۱]. میثم مارزی[۲]
۱. استادیار حسابدری دانشگاه پیام نور تهران غرب، تهران، ایران
۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه پیام نور تهران غرب، تهران، ایران

چکیده
هدف از این مقاله، تعیین رابطه ی بین اجزای ساختار مالکیت در حاکمیت شرکتی؛ شامل ترکیب هیات مدیره و افشای اطلاعات با کیفیت عملکرد شرکت‌های می‌باشد. نمونه مورد بررسی؛ شامل ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سه ساله‌ی۹۱ تا ۹۳ می‌باشد. متغییر وابسته‌ی تحقیق عملکرد مالی می‌باشد که بر مبنای رشد درآمد، رشد سود عملیاتی، رشد سود خالص، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام تعیین شده است. متغییرهای مستقل نیز؛ شامل ترکیب هیات مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات و متغییرهای کنترلی اندازه و اهرم مالی می‌باشد. یافته ها نشان می‌دهد، بین افشای اطلاعات و عملکرد مالی شرکت ها رابطهی معنا داری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، اعضای غیرموظف هیات مدیره، سهام شناور آزاد، افشای اطلاعات، عملکرد مالی و ساختار مالکیت

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

۱. مقدمه

با جدایی مالکیت از مدیریت شرکت ها، این امکان به وجود می آید که مدیران تصمیم هایی اتخاذ نمایند که در راستای منافع خود و مغایر با منافع سهام داران باشد. (سعید باقرزاده، ۱۳۸۲) تضاد منافع که از آن به عنوان «مساله‌ی نمایندگی» تعبیر می‌شود، ناشی از دو علت عمده است: اول اینکه هر یک از صاحب نفع‌های شرکت های سهامی عام ترجیهات متفاوتی دارند و دیگر این که هیچ کدام اطلاعات کاملی در مورد اقدام ها، دانش و ترجیهات دیگری ندارد. (هیگز، ۲۰۰۵)

رسوایی های گسترده مالی اخیر در شرکت هایی؛چون انرون، ورلدکام، آدلفی و افزایش بحران ها و جرایم مالی در موارد مشابه دیگر در سطح جهان، به مساله نمایندگی مربوط می‌باشد. بر همین اساس، جهت کاهش جرایم مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها باید سازوکارهای نظارتی ایجاد کرد که با اجرای آن فاصله‌ی ایجاد شده بین مالکیت و کنترل کاهش یابد. از جمله چنین سازوکارهای نظارتی، طراحی و اجرای نظام حاکمیت شرکتی می باشد.

مبانی اولیه‌ی نظام حاکمیت شرکتی، از اوایل دهه ی۱۹۹۰با تهیه گزارش کاربردی در انگلیس، گزارش دی در کانادا و مقررات هیات مدیره در جنرال موتورز آمریکا، شکل گرفت. در جولای ۲۰۰۲، ایالات متحده در پاسخ به شکست‌های مالی ذکر شده قانون ساربینز- اکسلی را منتشر کرد. این قانون، حاوی ترمیم‌هایی در محافظت از حقوق سرمایه گذاران از طریق بهبود روشهای شفاف سازی در شرکت‌ها می‌باشد. در این راستا، گزارش های مشابهی؛ مانند گزارش برل و مینز در سال ۱۹۳۲) و گزارش اسمیت در بریتانیا منتشر شد.

نظام حاکمیت شرکت، به عنوان یک نظام مرتبط کننده چند شاخه‌ی علمی از قبیل ؛حسابداری، اقتصاد مالی و حقوق و با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی موجب ترغیب و تقویت استفاده‌ی کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در قبال سایر صاحب نفع‌های خود می گردد. از جهت دیگر اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند باعث اختصاص بهینه‌ی منابع و ارتقای شفافیت اطلاعات و در نهایت رشد توسع اقتصادی گردد (جان و سنبت، ۱۹۹۸)

علاوه بر این نظام حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از مهمترین سازوکارهای کنترلی و نظارتی می تواند عامل مهمی در جهت برپایی عدالت گردد. ایجاد و اجرای نظام حاکمیت شرکتی برای کشورهایی که قصد اجرای برنامه‌های خصوصی سازی به ویژه از طریق انتشار سهام را دارند، به صورت یک الزام سیاسی و اقتصادی است. اگرچه سطح مالکیت شرکت های سهامی بزرگتر، در کل جامعه ی ایران فراگیر نشده است اما، واگذاری سهام عدالت و تحقق شعار عدالت محوری در سطح جامعه، ضرورت توجه به نظام حاکمیت را نشان می دهد.

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

سازمان همکاری و توسعه اقتصادی ابعاد ششگانه زیر را برای نظام حاکمیت شرکتی با هدف افزایش توان و انسجام قوانین در کشورها و به حداقل رساندن تعارض های موجود در قوانین کشورهای مختلف، ارایه داده است که مبنای بسیاری از بررسی ها و تحقیق ها و مورد استفاده ی گسترده ی کشورها و سازمانهای مختلف ملی و بین المللی قرار گرفته است. ابعاد اصلی قابل بررسی برای سنجش وضعیت حاکمیت شرکتی، عبارتند از:

۱. کسب اطمینان نسبت به چارچوب حاکمیت شرکتی اثر بخش

۲. حقوق سهام داران و وظایف اصلی مالکیت

۳. رفتار عادلانه نسبت به سهام داران

۴. نقش صاحب نفع ها در حاکمیت شرکتی

۵. شفافیت مالی و افشای اطلاعات

۶. ترکیب هیات مدیره

هر یک از ابعاد ذکر شده در بالا می تواند بر کلیت چارچوب حاکمیت شرکتی اثر داشته باشد و آن را تقویت و یا تضعیف کند. یکی از مهمترین ابعاد مورد بررسی، نقش صاحب نفع‌ها در حاکمیت شرکتی می‌باشد. می‌توان با مشارکت دادن صاحب نفع‌ها شرکت از طریق سازوکارهایی در ساختار مالکیت، ترکیب هیات مدیره و همچنین قراردادهای شرکت بر عملکرد شرکت تاثیر گذار بود.

یکی از روش های حل مشکل قراردادهای بین شرکت و صاحب نفع ها این است که از طریق مالکیت، رابطه‌ی بین شرکت و صاحب نفع ها به هم نزدیک شود. به عبارت دیگر، صاحب نفع ها در مالکیت شرکت سهیم شوند، با مشارکت صاحب نفع ها در شرکت، آنها اهمیت بیشتری برای روابط و قراردادهایی که با شرکت دارند، قایل خواهند بود لذا، در اثر منافعی که برای این صاحب نفع ها حاصل می‌شود، اثر مثبت بر عملکرد شرکت قابل انتظار است.

روش دوم ترکیب هیات مدیره است. در شرکت هایی که مالکیت جدا است، مسئولیت تعریف و تغییر ارزش شرکت به مدیریت شرکت واگذار می‌شود. مشارکت صاحب نفع ها در این زمینه، ممکن است از طریق انتصاب عضو غیر موظف از طرف آنها در هیات مدیره، باشد. حتی ممکن است که اعضای هیات مدیره گروه‌های مالکیت دیگری را نیز جزء اعضای هیات مدیره انتخاب کنند. لذا با مشارکت دادن صاحب نفع ها در هیات مدیره، می توان بر عملکرد شرکت ها تاثیر گذاشت.

صاحب نفع ها سوم، افزایش قابلیت اطمینان صاحب نفع ها از طریق آگاهی از قراردادهای شرکت و اطلاع رسانی نسبت به قراردادها، حاصل می شود. به عبارت دیگر، در این روش، صاحب نفع ها با مشارکت در این قراردادها (قراردادهایی که شرکت مشخص می‌کند) و در نتیجه ی افزایش اطلاعات آنها نسبت به

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

قابلیتهای شرکت و در نتیجه‌ی قابلیت اطمینان آنها به شرکت، باعث اثر گذاری بر عملکرد شرکت می‌شوند. با توجه به مطالب ذکر شده به نظر می رسد بررسی رابطه‌ی هیات مدیره، شفافیت اطلاعات و ساختار مالکیت با عملکرد شرکت ها از اهمیت بالایی برخوردار است بر این اساس، پرسش های پژوهش به شرح زیر بیان می شود:

ـ آیا ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت موثر است؟

ـ آیا ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت موثر است؟

ـ آیا افشای اطلاعات بر عملکرد شرکت موثر است؟

۲. ادبیات موضوع

مفهوم حاکمیت شرکتی، از واژه لاتینGubernare به معنای «هدایت کردن»، مشتق شده است، که معمولاً برای هدایت یک کشتی به کار می رود. تعاریف حاکمیت شرکتی بسیار گسترده می‌باشد. در یک بیان می توان تعاریف ذکر شده را به دیدگاه محدود که تعاریف را در رابطه ی بین سهام داران و شرکت محدود می‌کند و دیدگاه گسترده که به بیان رابطه ی شرکت با سایر صاحب نفع ها از جمله سهام داران می‌پردازد، تقسیم بندی نمود (یحیی حساس یگانه، ۱۳۸۷)

در چارچوب تئوری نمایندگی، سیستم بازار به گونه ای ساماندهی می گردد که مالکان شرکت ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت واگذار می نمایند و بر همین اساس، جدایی مالکیت از مدیریت موجب ایجاد مساله‌ی نمایندگی می‌شود. اگرچه راس برای اولین بار این موضوع را بررسی نمود، ولی جزئیات مبانی نظری آن اولین بار از طریق جنسن و مک لینگ (۱۹۹۶) مطرح گردید.

به زعم آنان، رابطه ی نمایندگی عبارت است از :قراردادی که طی آن کارگمار شخص دیگری (کارگزار) را به استخدام در می آورد. طی این قرار داد، کارگمار، میزانی از قدرت تصمیم گیری را در اختیار کارگزار قرار می‌دهد. در شرایطی که هم کارگمار و هم کارگزار، به دنبال افزایش منافع خود هستند، کارگزار همیشه برای حداکثر کردن منافع کارگمار تلاش نخواهد کرد. مساله ی نمایندگی بیان می‌کند که آیا کارگزار، ثروت کارگمار را افزایش می دهد؟ (فراست و همکاران، ۲۰۰۰) دلایل اصلی اقدام‌های متفاوت کارگمار و کارگزار، تفاوت نگرش آن ها به ریسک، سود تقسیمی و افق دید است.

۳. نگرش به ریسک (خطر کردن) از آنجایی که کارگمار، تواناییی متنوع سازی پرتفوی سرمایه گذاری خود دارد، می‌تواند ریسک خود را به حداقل برساند. سهام دار (کارگمار) تنها به میزان سهام خود مسوول کاهش ارزش شرکت در آینده است و منافع سهام دار در صورتی که مدیریت در پروژه های مطمئن، اما توام با ریسک، سرمایه گذاری کند، تامین خواهد شد. اما مدیران ترجیح می دهند تا در پروژهایی با بازده

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

و ریسک کمتر سرمایه گذاری کنند، چرا که تخصص مدیریتی آنان که ارزشمندترین دارایی آنان است، در یک شرکت سرمایه گذاری شده است و سرمایه گذاری در پروژه های با ریسک بالا، ریسک از دست دادن شغل برای مدیر به همراه دارد. از این رو، مدیران ترجیح می دهند ریسک تملک خود را به حداقل برسانند، تا اینکه به حداکثر کردن ثروت سهام دار بپردازند.

ثروت مدیران، در بر گیرنده‌ی حق تلاش خدمت آنهاست و مدیر در مقابل ریسک کل شرکت تهدید می‌گردد، لذا ممکن است دست به اقداماتی بزند که ریشک را کاهش دهد. (آلن چنگ و همکاران، ۲۰۱۱). تفاوت دیگر بین سهام داران و مدیران، ناشی از نگهداری و یا تقسیم سود است. مدیران به منظور پرداخت جبران خدمت و منافع شخصی و یا افزایش میزان قدرت خود، از پرداخت کل سود به سهام داران امتناع می ورزنددر صورتی که فرصت سرمایه گذاری با بازده بیشتر برای سهام دار در خارج از شرکت وجود دارد. سهام دار، به میزان تفاوت بین نرخ بازده در داخل و خارج از شرکت، متحمل زیان می گردد. (فراست و همکاران، ۲۰۰۰)

مساله‌ی افق دید یا نگرش به افق زمانی که عامل دیگری برای اقدامات متفاوت مدیر و سهام دار است، ناشی از تفاوت در افق دید زمانی آنها است. سهام داران به جریان‌های نقدی آتی شرکت، علاقه مند هستند، اما مدیران به خصوص مدیرانی که قصد انتقال به شرکت دیگری را دارند، به افزایش ظاهری سودآوری شرکت در کوتاه مدت، اقدام می کنند. (فراست و همکاران)

الکساندر فان ناندلستاده و متس روزنبرگ(۲۰۰۶) در تحقیق های خود دریافتند به نسبت شرکت های دارای نظام نامطلوب حاکمیت شرکتی، شرکت هایی که حاکمیت شرکتی را به طور مناسب اجرا می کنند از بازده سهام، ارزش شرکت و نسبت جریان نقدی از دارایی بالاتری برخوردار هستند

تحقیق آلن چنگ آیک لنگ (۲۰۱۱) بر رابطه ی مستقیم بین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی در شرکت و درآمد شرکت اشاره دارد. تحقیق لورنس بران و مارکوس کایلر (۲۰۰۴) نشان می دهد که بین بازده دارای ها و حسابرسی، هیات مدیره، آیین نامه و مقررات، سطح تحصیلات هیات مدیره، سهام دار کردن مدیر عامل و هیات مدیره، ساختار مالکیت، سن الزامی بازنشستگی اعضای هیات مدیره و استقلال شرکت رابطه ی معناداری وجود دارد. اما تنها شاخص های هیات مدیره، ساختار مالکیت، سطح تحصیلات هیات مدیره، سهام دار کردن مدیر عامل و هیات مدیره و سن الزامی بازنشستگی اعضای هیات مدیره رابطه مستقیمی با بازده دارایی ها می باشن. بن و همکاران به این نتیجه رسیدند که تعداد اعضای هیات مدیره، بر عملکرد شرکت تاثیر گذار است. نتایج تحقیق فانگ مان یو(۲۰۰۳) نشان می‌دهد که بین مالکیت خارجی و نسبت فروش به دارایی رابطه مستقیم معنادار وجود داردولی بین سایر متغییرهای مستقل، یعنی مالکیت داخلی، مالکیت دولتی، تمرکز مالکیت و ترکیب هیات مدیره با متغییر وابسته رابطه معناداری وجود ندارد.

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

آبه دی جونگ و همکاران (۲۰۰۸) دریافتند که متوسط تعداد اعضای هیات مدیره و درصد اعضای غیر موظف در شرکت های بلژیکی بیشتر از دو کشورر انگلستان و هلند است. آنها همچنین به این نتیجه رسیدند که ارتباط شاخص های عملکرد با معیارهای حاکمیت شرکتی در کشورها متفاوت است.

فوزبرگ (۱۹۸۹) دریافت که بین میزان حضور اعضای غیر موظف و متغییرهای عملکرد؛چون فروش، تعداد کارکنان و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه ی معناداری وجود ندارد. اونس (۲۰۰۵) و باگاتو بلاگ(۲۰۰۲) نیز؛مانند فوزبرگ به نتایج مشابهی در ارتباط با رابطه ی بین درصد حضور اعضای غیرموظف و متغییرهای عملکرد دست یافتند. در حالی که بر خلاف تحقیق های فوزبرگ، در تحقیق پاتلر و بایسینگر (۱۹۸۵) و روزنشن و ویات (۱۹۹۰) رابطه ی معناداری بین درصد حضور اعضای غیر موظف و متغییرهای عملکردQ توبین، بازده دارایی، گردش دارایی و بازده سهام یافت نشد. انگل(۲۰۰۱) در تحقیق‌های خود به یک رابطه ی معکوس بین اندازه ی هیات مدیره و سودآوری، مطلوبیت دارایی و ارزش شرکت دست یافت. او همچنین نشان می‌دهد، هنگامی که مدیر عامل و رئیس هیات مدیره از هم جدا باشد ارزش شرکت افزایش می یابد.

یکی از عوامل تناقض در نتایج تحقیقات می تواند گوناگونی بافت فرهنگی، حقوقی، اجتماعی، اقتصادی سایر کشورها باشد و از آنجا که حاکمیت شرکتی یک نظام بین رشته ای است و ارتباط دهنده ی علوم اقتصاد، حقوق، مالی و حسابداری می باشد، در نتیجه تناقض در نتایج نیز طبیعی به نظر می‌آید.

روش‌شناسی تحقیق

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: بین ترکیب اعضای هیات مدیره و عملکرد شرکت رابطه ی معناداری وجود دارد.

ترکیب هیات مدیره به عنوان ابزاری کنترلی در شرکت، تعیین کننده قدرت هیات مدیره است. لذا، ترکیب هیات مدیره، عامل مهمی در تبیین توانایی اعضای برای انجام وظایف و عملکرد شرکت می باشد (زهرا و پیرس ۲۰۰۸) یکی از اصول مهم حاکمیت شرکتی، هیات مدیره ی شرکت است. هیات مدیره، با استفاده از قدرت قانونی خود از طریق استخدام، اخراج و جبران گروه های مدیریت سازمان، مقدمات کنترل مدیریت را فراهم می سازد.

میلیگرام (۱۹۹۷) نشان داد که انسان اشتیاق ذاتی به اطاعت از قدرت دارد. او اعتقاد دارد که اطاعت غیر ارادی افراد؛ مانند مدیران اجرایی شرکت که از قدرت قانونی برخورد می‌باشند، جزء انسان است. این واکنش غیر ارادی، اعضای هیات مدیره را به فرمانبرداری از مدیر عامل وا می‌دارد و چون با مفاهیم

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

اخلاقی؛ همچون وفاداری، اعتماد و تعهد در ارتباط است، غلبه بر آن مشکل خواهد بود. او پیشنهاد می کند که اعضای مستقل، اعضای غیرموظف هیات مدیره ها و کمیته‌هایی که تمام اعضای آنها مستقل باشند، به رهایی هیات مدیره از اطاعت غیر ارادی کمک می‌کنند.

از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیر موظف و مستقل در هیات مدیره‌ی شرکت ها، به کاهش تعارض های منافع سهام داران و مدیریت شرکت کمک می‌کند. چرا که مدیران غیر موظف با داشتن رای مستقل، نقش نظارتی را ایفا می نمایند. با توجه به مطالب ارایه شده یکی از فرضیه های این مقاله، سعی در تبیین رابطه ی بین ترکیب هیات مدیره شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و شاخص‌های مختلف عملکرد مالی شرکت می‌باشد.

فرضیه ی دوم: بین ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت، رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

یکی از مهمترین ابعاد حاکمیت شرکتی نقش صاحب نفع ها، از جمله سهام داران شرکت می باشد. اعمال کنترل و نظارت از سوی سهامداران به ویژه، سهام دارانی که به طور مستقیم عضو هیات مدیره دارند، بالقوه به عنوان یک ابزار نظارتی جهت بهبود عملکرد مورد توجه قرار دارد. انتظار می رود هر چه قدرت سهام داران برای نظارت بر فرایند شرکت و گزارشگری مالی بیشتر باشد، عملکرد شرکت نیز بهبود یابد. مالکیت صاحب نفع ها در قالب میزان توانایی آنها بر اعمال کنترل منابع اقتصادی شرکت، تغییر مدیران ناکارآمد و نظارت بر مدیران شرکت منعکس می شود.

تمرکز مالکیت از یک طرف، باعث هم سو کردن منافع مدیران و منافع گروه سهام داران گردیده و از طرف دیگر، موجب دسترسی سهام داران پرقدرت به اطلاعات محرمانه و ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی بین سهام داران پرقدرت و سایر سهام داران می شود. بر اساس دیدگاه تئوری صاحب نفع ها، قدرت مدیران تابعی از میزان مالکیت آنها در شرکت می‌باشد. تحقیق های اخیر نشان داده است، مالکان بزرگ و قدرتمند در یک شرکت نیرویی برای حداکثر سازی ثروت دارایی های سهام داران می باشد. مشارکت دادن صاحی نفع ها ی شرکت در ساختار مالکیت باعث می‌گردد که آنها اهمیت بیشتری بر روابط و قراردادهایی که با شرکت دارند، قایل شوند و در نتیجه عملکرد شرکت بهبود خواهد یافت.

در این مقاله، سهم شناور به عنوان شاخصی است که ساختار مالکیت را از لحاظ تمرکز مالکیت تبیین می‌کند. به نظر می‌رسد هر چه درصد سهم شناور آزاد بیشتر باشد، تقارن اطلاعاتی بیشتر و توزیع مالکیت کمتر می‌شود و در نتیجه منافع سایر یهامداران به هم نزدیک شده و منجر به توزیع عادلانه ی حقوق و بهبود عملکرد می گردد. لذا رابطه ی بین ساختار مالکیت به عنوان یکی از مهمترین ابعاد حاکمیت شرکتی و بهبود مالی در فرضیه ی دوم بررسی می‌شود.

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

فرضیه‌ی سوم: بین شفافیت اطلاعات و عملکرد شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

یکی از مهمترین ابعاد حاکمیت شرکتی، افشای اطلاعات و شفافیت مالی است. افشای صحیح ومناسب اطلاعات مالی؛از جمله ارایه ی پیش بینی های به موقع و دقیق سود، مساله نمایندگی را با پر کردن شکاف عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهام داران تعدیل می نماید. پیش بینی های دقیق و به موقع، موجب بهبود تصمیم گیری استفاده کنندگان از گزارش های حسابداری می شود. افشای مالی ضعیف، موجب گمراه شدن سهام داران می شود و اثر نامطلوبی بر ثروت آنان دارد. تجزیه و تحلیل نظری و شواهد تجربی نشان می‌دهد که افزایش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهام داران شرکت، با کاهش تعداد سرمایه گذاران و پایین آمدن قدرت نقد شوندگی اوراق بهادار، کم شدن حجم معامله ها و به طور کلی با کاهش منافع اجتماعی از محل این داد و ستدها رابطه ی مستقیم دارد.

اطلاع رسانی می تواند تقارن اطلاعاتی را تقویت ند و در نتیجه کنترل و نظارت بر شرکت بیشتر شده و کنترل و بهبود عملکرد تسهیل می گردد. عملکرد شرکت ها، متاثر از قراردادهای رسمی و معامله می باشد، در نتیجه اطلاع صاحب نفع ها از قراردادها موجب می شود، تفزایش اطلاعات و اطمینان آنان نسبت به شرکت افزایش یابد و به دنبال آن عملکرد شرکت بهبود خواهد یافت.

متغییرهای تحقیق

متغییر وابسته

در این مقاله، عملکرد به عنوان متغییر وابسته ی تحقیق در نظر گرفته شده است. معیارها و شاخص‌های تبیین کننده عملکرد مالی شرکت عبارت است از:

رشد درآمد: معادله ی محاسباتی رشد درآمد نمونه ها عبارت است از:

$$\text{رشد درآمد سال t} = \left[\text{درآمد سال t} - (\text{درآمد سال } t-1)\right] / \text{درآمد سال t-1}$$

با توجه به اینکه دوره‌ی تحقیق سه سال می باشد، رشد درآمد، جهت محاسبه‌ی عملکرد به صورت میانگین هندسی محاسبه شده است.

رشد سود عملیاتی: معادله ی محاسباتی رشد سود عملیاتی نمونه ها عبارت است از :

$$\text{رشد سود عملیاتی سال t} = \left[\text{سود عملیاتی سال t} - (\text{سود عملیاتی سال } t-1)\right] / \text{سود عملیاتی t-1}$$

با توجه به اینکه دوره ی تحقیق سه سال می باشد، رشد سود عملیاتی جهت محاسبه ی عملکرد به صورت میانگین هندسی محاسبه شده است.

رشد سود خالص: معادله ی محاسباتی رشد خالص نمونه ها عبارت است از:

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

رشد سود خالص سال t= [سود خالص سال t − (سود خالص سال t-1)]/ سود خالص سال t-1

با توجه به اینکه دوره ی تحقیق سه سال می باشد، رشد سود خالص جهت محاسبه ی عملکرد به صورت میانگین هندسی محاسبه شده است.

بازده دارایی ها: بازده مجموع دارای ها(ROA) از طریق رابطه ی زیر محاسبه شده است.

ROA = سود عملیاتی دوره مالی / مجموع دارایی ها در پایان دوره ی مالی

ROA هر شرکت جهت محاسبه ی عملکرد، میانگین حسابی بازده مجموع دارایی های محاسبه شده طی سه سال۹۱و۹۲و۹۳ می باشد.

بازده حقوق صاحبان سهام: بازده حقوق صاحبان سهام(ROE) از طریق رابطه ی زیر محاسبه شده است:

ROE=سود خالص دوره ی مالی پس از کسر مالیات/ حقوق صاحبان سهام در پایان دوره مالی

ROE هر شرکت جهت محاسبه ی متغییر عملکرد، میانگین حسابی بازده حقوق صاحبان سهام محاسبه شده طی سه سال ۹۱ و۹۲ و۹۳ می باشد

پس از محاسبه متغییرهای مذکور، شرکت‌های نمونه را بر اساس هر متغییر رتبه بندی می‌نماییم. بدین ترتیب، هر نمونه دارای پنج رتبه بر اساس رشد سود عملیاتی، سود خالص، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام می باشد. سپس رتبه های مذکور را جهت محاسبه شاخص عملکر۱د به صورت زیر با یکدیگر جمع می نماییم.

$$\frac{1}{\text{رتبه ی رشد درامد}} + \frac{1}{\text{رتبه ی رشد سود عملیاتی}} + \frac{1}{\text{رتبه ی رشد سود خالص}} + \frac{1}{\text{رتبه ی } ROA} + \frac{1}{\text{رتبه ی ROE}} = \text{رتبه ی عملکرد}$$

اعداد حاصل را مجدداً رتبه بندی کرده تا رتبه ی کلی عملکرد هر نمونه حاصل شود.

متغییرهای مستقل

ترکیب اعضای هیات مدیره

در این تحقیق، نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره بر کل اعضاء شاخص ترکیب هیات مدیره می باشد. عضو غیر موظف هیات مدیره، عضو پاره وقت هیات مدیره است که از شرکت حقوق ثابت ماهانه یا سالانه دریافت نمی‌کند. از تقسیم تعداد اعضای غیر موظف در زمان مجمع عادی سالیانه به تعداد کل اعضای هیات مدیره، نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره به دست می آید.

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

با توجه به دوره تحقیق، این نسبت در طول سه مقطع زمانی محاسبه شده است. سپس میانگین حسابی سه مقطع محاسبه گردیده است.

ساختار مالکیت

سهم شناور آزاد به عنوان شاخص ساختار مالکیت از لحاظ تمرکز مالکیت می باشد. سهم شناور آزاد، تعداد سهمی است که انتظار می رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد، یعنی در مالکیت کسانی است که آماده اند در صورت دریافت پیشنهاد مناسب، آن را بفروشند. در حقیقت درصد سهم شناور آزاد درصد سهامی است که در اختیار سهام دار راهبردی نباشد. اطلاعات مربوط به درصد سهم شناور آزاد از اطلاعیه‌های سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج گردیده است. سازمان بورس اوراق بهادار در هر سال در چهار مقطع زمانی اقدام به انتشار اطلاعیه ی مربوط به هر سال جهت انتخاب درصد سهم شناور آزاد در سه سال، به عنوان درصد سهم شناور آزاد در نظر گرفته شده است.

افشای اطلاعات

جهت اندازه گیری و رتبه بندی شرکت ها از لحاظ اطلاع رسانی، از مراحلی که سازمان بورس اوراق بهادار تهران با توجه به ماده ی پنجم آیین نامه ی افشای اطلاعات جهت رتبه بندی شرکت ها از لحاظ اطلا ع رسانی ارایه می دهد، استفاده شده است. برای امتیازدهی و در نهایت رتبه بندی شرکت ها از لحاظ اطلاع رسانی و شفافیت اطلاعات از دو عامل سرعت اطلاع رسانی و دقت اطلاع رسانی به شرح زیر استفاده شده است.

طبق مقررات بورس اوراق بهادار، اطلاعات مورد نیاز شرکت های تولید مشتمل بر، پیش بینی درآمد هر سهم شامل پیش بینی12,9,6,3 ماهه و اطلاعات میان دوره ای صورتهای مالی شامل12,9,6,3 ماهه حسابرسی نشده و ۶ ماهه حسابرسی شده می بشد. بر اساس آیین نامه ی موجود، اطلاع رسانی جهت اطلاعات میان دوره ای حسابرسی نشده9,6,3 ماهه ۳۰روز و اطلاعات میان دوره ای ۶ ماهه ی حسابرسی شده و ۱۲ ماهه ی حسابرسی نشده ۴۵ روز می باشد. (دستور العمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان بورس، ۱۳۸۹)

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

تاخیر در اطلاع رسانی(x)	امتیاز اکتسابی (کسب شده)
انعکاس امتیاز در مهلت قانونی	۹۰
$0< x \leq ۱۵$	۸۰
$۱۵ < x \leq 30$	۷۰
$۳۰ < x \leq 45$	۵۰
$45 < x \leq 60$	۴۵
$x > 60$	۲۵

علاوه بر امتیاز داده شده، ضریب های اهمیت بر اساس دستورالعملی که سازمان جهت محاسبه‌ی رتبه اطلاع رسانی از آن استفاده می کند، به شرح زیر می باشد:

ضریب اهمیت پیش بینی درآمد هر سهم برابر است با ۱

ضریب اهمیت اطلاعات میان دوره ای حسابرسی شده برابر است با ۰/۰ ۷۵

ضریب اهمیت اطلاعات میان دوره ای حسابرسی نشده برابر است با ۱

همان طور که مشخص است پیش بینی درآمد هر سهم و اطلاعات میان دوره ای حسابرسی شده، دارای اهمیت بیشتری هستند.

ویژگی دقت در اطلاع رسانی، قابلیت اتکای اطلاعات را نشان می دهد. برای محاسبه، ابتدا میانگین درصد تفاوت پیش بینی درآمد هر سهم در طول در طول سال با درآمد واقعی هر سهم محاسبه می‌گردد، سپس عدد به دست آمده از ۱۰۰کسر شده و امتیاز مرتبط با دقت اطلاع رسانی به دست می آید. به عبارت دیگر:

میانگین درصد تفاوت پیش بینی درآمد هر سهم در طول سال، با درآمد واقعی هر سهم -۱۰۰- دقت اطلاع رسانی

با توجه به دو عامل سرعت اطلاع رسانی و دقت اطلاع رسانی، امتیازها به صورت زیر تعدیل می گردند:

اگر y را امتیاز دقت اطلاع رسانی در نظر بگیریم آنگاه:

اگر ۰/۰ ۷۵ $< y$ آنگاه امتیاز اطلاع رسانی شرکت همان امتیاز اکتسابی در سرعت اطلاع رسانی می‌باشد.

اگر ۰/۰ ۷۵ $\geq y >$ ۰/۰ ۵۰ آنگاه امتیاز اولیه × ۰/۰ ۶۵

اگر ۰/۰ ۵۰ $\geq y >$ ۰/۰ ۲۵ آنگاه امتیاز اولیه × ۰/۰ ۴۵

اگر ۰/۰ ۲۵ $\geq y$ آنگاه امتیاز اولیه × ۰/۰ ۲۵

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

متغییرهای کنترلی

طبق تحقیق های انجام شده، اندازه ی شرکت و اهرم مالی شرکت به عنوان متغییرهای کنترلی جهت کنترل سایر عوامل موثر بر عملکرد شرکت، در نظر گرفته شده است.

اندازه ی شرکت

در این تحقیق، مجموع دارایی های شرکت در تاریخ پایان دوره ی مالی به عنوان شاخص اندازه شرکت در نظر گرفته شده است. جهت محاسبه و بررسی رابطه ی متغییر کنترلی با متغییر وابسته و مستقل، از میانگین حسابی اندازه‌ی شرکت طی سه سال استفاده شده است.

اهرم مالی

نشان دهنده ی میزان استفاده از بدهی ها در ساختار سرمایه ی شرکت است که از طریق تقسیم کل بدهی ها در پایان دوره مالی هر سال، به حقوق صاحبان سهام در پایان دوره ی مالی همان سال به دست می آید. سپس، از میانگین حسابی اهرم‌های مالی سه سال جهت بررسی رابطه‌ی متغییر کنترلی با متغییر وابسته و مستقل استفاده
می شود.

جامعه و نمونه

در این پژوهش، جامعه ی آماری کلیه ی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. قلمرو زمانی تحقیق نیز دوره ی سه ساله از ابتدای سال۱۳۹۱ تا۱۳۹۳ می باشد. در ابتدا، کلیه ی شرکت های پذیرفته شده در بورس به عنوان نمونه ی انتخاب، سپس شرکت هایی که حداقل یکی از موارد یر در مورد آنها صادق باشد از نمونه حذف شده است:

۱. از سال ۱۳۹۱ به بعد، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

۲. طی سال های مالی ذکر شده، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی داده باشد.

۳. شرکت هایی که دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه نباشد، به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه از نمونه حذف شده است.

۴. بانک‌ها و موسسه‌های مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت های مادر و شرکت های لیزینگ)

۵. داده های مورد نیاز برای محاسبه متغییرها در مورد آنها در دسترس نباشد.

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

با توجه به این موارد، ۸۰ شرکت در دوره ی زمانی۱۳۹۳-۱۳۹۱ به عنوان نمونه تعیین شد. از آنجایی که این تحقیق سعی در تبیین رابطه ی همبستگی بین ابعاد نظام ساختار مالکیت در حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت دارد، به همین علت از مدلهای همبستگی برای آزمون فرضیه ها استفاده می نماییم.

با توجه به رتبه ای بودن داده ها جهت آزمون فرضیه ی صفر(استقلال دو متغییر مستقل و وابسته) از روش آماری ضریب همبستگی رتبه ای اسپیرمن (که یک روش ناپارامتریک است) استفاده شده است و جهت سنجش تاثیر متغییرهای کنترلی بر روابط نیز از آزمون استقلال کای دو بهره گرفته شده است.

آزمون فرضیه

فرضیه ی اصلی پژوهش، بررسی رابطه ی بین ابعاد حاکمیتی شرکتی ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت می باشد. فرضیه ی اصلی به سه فرضیه ی فرعی تقسیم و با استفاده از ضریب همبستگی رتبه ای آزمون شده است.

ترکیب اعضای هیات مدیره و عملکرد شرکت

جهت تبیین ترکیب هیات مدیره، از نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای استفده شده است. برای آزمون فرضیه ی مربوط، عملکرد به عنوان متغییر وابسته و ترکیب اعضای هیات مدیره ی متغییر مستقل می باشد. سطح معناداری مورد قبول برای آزمون ۵ درصد در نظر گرفته شده است. فرض$H0$ به معنای عدم همبستگی متغییر وابسته و مستقل و $H1$ به معنای همبستگی دو متغییر ذکر شده می باشد. با توجه به اینکه سطح معناداری (۰/۳۲۳) بیشتر از سطح معناداری مورد قبول(۰/۰۵)می باشد، فرضیه $H0$ را نمی توان مردود دانست.

نتیجه این که همبستگی معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین ترکیب هیات مدیره و عملکرد شرکت وجود ندارد. بدین ترتیب، نتایج این تحقیق نشان می دهد که نقش مدیران غیر موظف مطابق با تئوری نمایندگی نمی باشد، یعنی به عنوان یک عامل حل تضاد بین سهامداران و مدیران نمی باشد و توانایی این ابزار نظارتی در بهبود عملکرد شرکت، ضعف است.

ساختار مالکیت و عملکرد شرکت

درصد سهام شناور آزاد به عنوان معیار ساختار مالکیت (متغییر مستقل) و عملکرد شرکت به عنوان متغییر وابسته می‌باشد. با توجه به اینکه سطح معناداری (۰/۱۴۵) بیشتر از سطح معناداری مورد مورد قبول (۵

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

درصد) می باشد، فرضیهH0 رد نمی شود، لذا می توان اظهار داشت در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین ساختار مالکیت و عملکرد و عملکرد شرکت، همبستگی وجود ندارد.

افشای اطلاعات و عملکرد مالی شرکت

فرضH0 به معنای عدم همبستگی بین افشای اطلاعات و عملکرد شرکت می باشد. با توجه به اینکه سطح معناداری ۰/۰۱۸ کمتر از سطح معناداری مورد قبول(۵درصد) می باشد، فرضH0 رد و فرض H1 تایید می‌گردد. نتیجه این که، می توان اظهار داشت بین افشای اطلاعت و عملکرد شرکت همبستگی وجود دارد.

جدول ۱. خلاصه ی نتایج آزمون فرضیه ها

فرضیه ها	ضریب	سطح	تعداد	سطح معناداری	نتیجه ی آماری
فرضیه ی اول	۰/۱۱۵	۰/۳۲۳	۸۰	۰/۰۵	عدم پذیرش فرضیه ی
فرضیه ی دوم	۰/۱۴۵	۰/۱۳۵	۸۰	۰/۰۵	عدم پذیرش فرضیه ی
فرضیه سوم	۰/۲۳۶	۰/۰۱۸	۸۰	۰/۰۵	پذیرش فرضیه ی تحقیق

تجزیه و تحلیل چند متغییری

علاوه بر تحلیل های گذشته، با در نظر گرفتن متغییرهای کنترلی، روابط بین متغییر مستقل و وابسته مورد بررسی قرار گرفته است. متغییرهای کنترلی؛ شامل اندازه ی شرکت و اهرم مالی می باشد. شرکت های نمونه بر اساس اندازه شرکت به سه دسته بالا، متوسط، و پایین تقسیم شده است. شاخص های متغییرهای مستقل و وابسته به گروه های مختلف تقسیم بندی گردید. به طوری که نمونه ها بر اساس شاخص عملکرد به سه گروه بزرگ، متوسط و کوچک و بر اساس نسبت اعضای غیر موظف به کل اعضاء به دو گروه بیشتر از پنجاه درصد و بر اساس رتبه ی شفافیت اطلاعات به سه گروه خوب، متوسز و ضعیف و بر اساس شاخص سهام شناور آزاد به چهار گروه تقسیم بندی گردید. سپس، برای متغییر عملکرد و متغییرهای مستقل جدول توافقی تشکیل شد و با آزمون کای دو استقلال متغییرهای وابسته و مستقل بر اساس اندازه و اهرم مالی شرکت آزمون گردیده است. نتایج آزمون نشان می دهد، فرضیه ی صفر تنها در مورد رابطه ی بین عملکرد و افشای اطلاعات با ضریب معناداری ۰/۰۴۹ در شرکت های متوسط رد می‌شود.

نتیجه گیری

این تحقیق به بررسی عملکرد و اجزای ساختار حاکمیت شرکتی، از جمله ترکیب هیات مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات پرداخت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان می دهد، بین ترکیب هیات

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

مدیره و عملکرد، رابطه ی معناداری وجود ندارد. به نظر می رسد دلایل احتمالی رد فرضیه های تحقیق به شرح زیر می باشد:

۱- عضویت همزمان اعضای غیر موظف در هیات مدیره چند شرکت، ممکن است باعث کاهش اثر بخشی آنها شود. مورک و همکاران (۱۹۹۳) بیان می کنند، نظارت بر مدیریت ارشد نیازمند تلاش فراوان و اختصاص زمان کافی است. هر چه تعداد شرکت هایی که یک مدیر عضو هیات مدیره آن است بیشتر باشد، مدت زمانی که وی بتواند برای نظارت به هر شرکت اختصاص دهد، کاهش می یابد.

۲- سطح تجربه و تحصیلات و مدت زمان مدیریت افراد متفاوت است. تجربه، تخصص، دانش و پیشینه‌ی کاری مدیران اجرایی شرکت و آشنایی بیشتر آنها به امور داخلی شرکت می تواند استقلال کمتر اعضاء را جبران کند. مدیران غیر موظف ممکن است، دانش و تخصص مورد نیاز به خصوص دانش مالی را نداشته باشند و همین امر ممکن است آنها را در جلوگیری از مواردی؛ مثل بی نظمی‌ها، اشتباه‌ها و تقلب، ناکارآمد سازد.

به نظر می رسد، حضور اعضای غیر موظف مدیره به تنهایی کافی نبوده و ممکن است توجه به سایر ویژگیهای اعضای هیات مدیره، اعم از تجربه ی اعضای، سطح تحصیلات، آشنایی با فرایند عملیات شرکت مناسب تر باشد. همچنین نتایج نشان می دهد، بین عملکرد و ساختار مالکیت رابطه ی معناداری وجود ندارد. در ایران، بسیاری از شرکت ها ساختار دولتی یا شبه دولتی دارند. به نظر می رسد این امر موجب شده تا با وجود تمایل به ساختار غیرمتمرکز مالکیت و سهام شناور آزاد، عملکرد شرکت ها در تحت تاثیر ساختار مالکیت قرار نگیرد.

با توجه به وجود رابطه ی بین افشای اطلاعات و عملکرد شرکت در پژوهش حاضر به شرکت های پذیرفته شده در بورس، می توان به این مهم متذکر شد که سرعت و دقت اطلاع رسانی در جهت بهبود عملکرد می‌تواند موثر باشد. پیش بینی عملکرد شرکت ها از طریق تحلیل گران مالی می تواند این امر را تسهیل کند.

برای بسط بهتر نتایج، رابطه ی شاخص های متغییر عملکرد، یعنی رشد درآمد سود عملیاتی، رشد سود خالص، بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام به طور انفرادی یا متغییرهای مستقل مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج (گزارش نشده) نشان می دهد که از میان شاخص های عملکرد تنها بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهم، با سطح افشای اطلاعات رابطه ی معنادار و مستقیم وجود دارد.

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]

فهرست منابع و مآخذ

فارسی

۱- سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۹). دستورالعمل اجرایی افشای اطاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان.

۲- باقرزاده، سعید، (۱۳۸۲)، تبیین الگوی ساختار سرمایهٔ شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامهٔ تحقیقات مالی، سال پنجم، ؛ شماره۱۶

۳- حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۷). مفاهیم حاکمیت شرکتی، ماهنامه حسابداری.

انگلیسی

1- Abe de jong, et al, (2008). Internaional corporate Governance and Firm oerformance:an Empirical Analysis. Journal of financial Economics. 41,173-202

2- Alexander Von Nandelstadh and Matts Rosenberg,(2006). Corporate Governance Mechanisms and firm performance :Evidence from finland. Working paper,Helsinki,finland, December 5.

3- Allan chang Aik Leng, (2011). The Impact of cororat Governance practices on firms financial performance:Evidence from Malaysian componies. Evidence from Malaysian componies. Asean Economic Bulletin,Dec,21,3,ABI/INFORM GLOBAL,PG. 308

4- Bhagat,sanjai and Bernard,G. (2009). Modern corporateion and private property. New YORK:macmillan.

5- Engle R. (2001). "Autoregressive conditional Heteroscedasticity with estimates of the variance of united kindom inflation" Econometrica, Vol5

6- Evans M. , and P. Wachtel(2005). "Inflation Regimes and the Sources of Inflation Uncertainty", Journal of Money, Credit, and Banking, 25

[Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19]