

بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی؛ با تأکید بر روابط غیرخطی و نقش ساختار هیئت مدیره و ساختار مالکیت

عزیز گرد^۱، محمدرضا چکاو^۲، محمد جهانشایان^۳

^۱ استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

^۲ مربی، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

^۳ دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

M.Jahanshayan@iran.ir

چکیده

حاکمیت شرکتی به دنبال حصول اطمینان از عدم وقوع رفتار فرصت طلبانه است که از طریق کاهش مشکلات نمایندگی و اطلاعات نامتقارن بالقوه بین نماینده و ذی نفعان مختلف تحقق می یابد. در همین راستا، هیئت مدیره یکی از مهمترین سازوکارهای کنترلی شرکت است که غلبه بر مشکلات نمایندگی ناشی از تفکیک مالکیت از مدیریت که منجر به عدم تقارن اطلاعاتی می گردد را فراهم می سازد. هیئت مدیره به عنوان رابط سهامداران و تیم مدیریتی شرکت عمل می نماید. بخشی از مالکیت شرکتها در اختیار سهامداران حرفه ای عمده قرار دارد که برخلاف سهامداران خرد و غیر حرفه ای، اطلاعات داخلی با ارزش از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می گیرد، لیکن سهامداران عمده، نقش اساسی در حاکمیت شرکت می-توانند داشته باشند. مطالعه حاضر از جنبه هدف پژوهش، از نوع پژوهش های کاربردی به شمار می رود. در این راستا، در مطالعه حاضر تلاش شد تا با استفاده از داده های ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ و رگرسیون چندمتغیره، به بررسی ارتباط خطی مشخصات هیئت مدیره (اندازه و استقلال هیئت مدیره) و ارتباط غیرخطی تمرکز مالکیت با عملکرد مالی شرکتها پرداخته شود. نتایج بررسی ها نشان داد که ارتباط مستقیم و معنادار بین استقلال هیئت مدیره و تمرکز مالکیت با عملکرد مالی شرکت برقرار است و اندازه هیئت مدیره، تأثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت ندارد.

واژگان کلیدی

تمرکز مالکیت، عملکرد مالی، حاکمیت شرکتی

مقدمه

تئوری نمایندگی با این فرض آغاز می‌شود که مردم در راستای منافع شخصی خود فعالیت می‌کنند و دربرگیرنده این موضوع است که تحت شرایط عادی، اهداف، منافع و خطرات دو طرف (مالک و نماینده) یکسان نیست. (اسپنس و زکائوسر^۱، ۱۹۷۱) این تئوری بیان می‌کند وقتی که مدیر صد در صد سهام شرکت را در تملک ندارد، تضادی پنهان بین سهامداران و مدیر، اجتناب ناپذیر است. این امر موجب مشکلات نمایندگی متعددی می‌گردد، همانند تضاد منافع بین سهامدار و مدیر، خطرات اخلاقی، عدم اطمینان و شراکت ریسک، عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامدار و مدیر و اتخاذ تصمیمات نامطلوب (جنسن و مک‌لینگ^۲، ۱۹۷۶). یکی از راه‌حل‌های مشکل نمایندگی، استقرار شیوه‌های مناسب حاکمیت شرکتی است. هدف حاکمیت شرکتی، حصول اطمینان از عدم وقوع رفتار فرصت طلبانه است که از طریق کاهش مشکلات نمایندگی و اطلاعات نامتقارن بالقوه بین نماینده (مدیر) و ذی‌نفعان مختلف (سهامداران، اعتباردهندگان و غیره)، تحقق می‌یابد. کاهش این گونه مشکلات، باعث افزایش رغبت سهامداران به معامله در این بازارها و افزایش نقدشوندگی سهام در بازار می‌گردد (جرالد^۳ و همکاران، ۲۰۰۶). رسوایی‌های مالی (انرون^۴، پارمالات^۵، تیکو^۶، ورلدکام^۷ و سایرین) منجر به افزایش توجه به رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت در شرایطی گردید که سازوکارهای کنترلی به چالش کشیده می‌شوند. در این رابطه، هیئت مدیره به‌عنوان سازوکاری برای حاکمیت شرکتی در نظر گرفته می‌شود که وظیفه محافظت و افزایش دارایی‌ها و بیشینه‌سازی بازدهی سرمایه‌گذاری‌های شرکت را دنبال می‌کند (کاسترو^۸ و همکاران، ۲۰۱۰؛ سیلوا^۹ و همکاران، ۲۰۱۱؛ هوانگ^{۱۰} و همکاران، ۲۰۱۲؛ راسی^{۱۱} و همکاران، ۲۰۱۵). هیئت مدیره یکی از مهمترین سازوکارهای کنترلی شرکت است که غلبه بر مشکلات نمایندگی ناشی از تفکیک مالکیت از مدیریت که منجر به عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد را فراهم می‌سازد. در همین راستا، هیئت مدیره به‌عنوان رابط سهامداران و تیم مدیریتی شرکت عمل می‌نماید (ویلانوا-ویلار^{۱۲} و همکاران، ۲۰۱۶).

از سوی دیگر، ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف، متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت-های مالی منتشره اتکاء می‌کنند. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران حرفه‌ای عمده قرار دارد که برخلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزش از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد، لیکن سهامداران نقش اساسی در حاکمیت شرکت می‌توانند داشته باشند (دسندر^{۱۳} و همکاران، ۲۰۱۳) ادبیات تئوری نمایندگی و حاکمیت شرکتی (شلیفر و ویشنی^{۱۴}، ۱۹۹۷) فرض نموده‌اند ساختار مالکیت، ابزاری موثر برای کنترل مدیریت است. مالکیت عمده، عاملی مربوط در تحقیقات حاکمیت شرکتی است. تمرکز مالکیت در دستان سهامداران عمده به وی اجازه می‌دهد که کنترلی اثربخشی بر فرآیند آماده‌سازی و ارائه صورت‌های مالی داشته باشد. گفتنی است، هر قدر سهم یک سهامدار از شرکت کمتر باشد، منافع حاصل از نظارت بر رفتار مدیر کمتر خواهد بود. بنابراین، تمرکز در سهام، نظارت بیشتر بر رفتار مدیر و کاهش فرصت طلبی را به همراه خواهد داشت. سهامداران عمده می‌توانند بر هزینه‌های نمایندگی، اثربخشی نظارت بر مدیران و عملکرد شرکت موثر باشند. سهامداران عمده با توجه به منابع با اهمیتی که در اختیار دارند و توانایی‌شان در دسترسی به اطلاعات مهم و مربوط، از مزایای متعددی بهره‌مند می‌باشند که به آنان اجازه می‌دهد کنترل را با کمترین هزینه

¹ Spence and Zeckhauser

² Jensen and Meckling

³ Gerald

⁴ Enron

⁵ Parmalat

⁶ Tyco

⁷ WorldCom

⁸ Castro

⁹ Silva

¹⁰ Huang

¹¹ Rossi

¹² Villanueva-Villar

¹³ Desender

¹⁴ Vishny and Shleifer

اعمال کنند. مطابق تئوری نمایندگی، مالکیت عمده می‌تواند به‌عنوان عنصری از کنترل اثربخش عمل کند. این در حالی است که محققان، نقش‌های متفاوتی برای تمرکز مالکیت در مقوله عملکرد مالی شرکت، تعریف نموده‌اند و نتایج متضادی حاصل شده است. در این راستا، در مطالعه حاضر به بررسی ارتباط خطی مشخصات هیئت مدیره (اندازه و استقلال هیئت مدیره) و ارتباط غیرخطی تمرکز مالکیت با عملکرد مالی شرکت‌ها پرداخته می‌شود.

مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

حاکمیت شرکتی: حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از فرآیندها، عرف‌ها، سیاست‌ها، دستورالعمل‌ها و قوانین و مقرراتی است که نحوه هدایت، مدیریت و کنترل شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. حاکمیت شرکتی هم‌چنین شامل ارتباطات میان ذینفعان شرکت و اهدافی است که شرکت جهت نیل به آن‌ها فعالیت می‌کند. حاکمیت شرکتی ساختاری فراهم می‌آورد که از آن طریق اهداف شرکت تنظیم، و ابزار نیل به اهداف تعریف، و روش‌های نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. استقرار مناسب سازوکارهای حاکمیت شرکتی، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و حقوق همه ذینفعان شرکت هاست. حاکمیت شرکتی، مجموعه روابطی بین سهامداران، مدیران و حساب‌برسان شرکت است که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای درست مصوبات مجمع و جلوگیری از سوء استفاده‌های احتمالی می‌باشد. این قانون که مبتنی بر نظام پاسخگویی و مسئولیت اجتماعی استوارست مجموعه‌ای از وظایف و مسئولیت‌هایی است که باید توسط ارکان شرکت صورت گیرد تا موجب پاسخگویی و شفافیت گردد.

عملکرد مالی: به اعتقاد دایا^{۱۵} و همکاران (۲۰۰۸)، هیئت مدیره از مهمترین اجزای ساختار حاکمیت شرکتی است. تئوری‌های نمایندگی استدلال می‌کنند که مدیران بیرونی، به‌واسطه افزایش تمرکز بر عملکرد مالی شرکت، ابزاری برای نظارت بر فعالیت‌های مدیریت فراهم می‌نمایند که منتج به کمینه‌سازی هزینه‌های نمایندگی می‌گردد (فاما و جنسن^{۱۶}، ۱۹۸۳). رودرفورد و بوهلتر^{۱۷} (۲۰۰۷) مضاف بر این، ادعا نمودند که افزایش در نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، دارای ارتباطی مستقیم با مراقبت و نظارت هیئت مدیره است که به کاهش درجه عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت، افزایش کیفیت اطلاعات هیئت مدیره کمک می‌کند. سایرین نیز ادعا می‌کنند که حضور مدیران بیرونی در هیئت مدیره، راهی ارزشمند برای ایجاد محیط همدلی و کاهش عدم قطعیت پیرامون ایجاد و اجرای استراتژی است (پیرس و زهرا^{۱۸}، ۱۹۹۲). باثالا و راثو^{۱۹} (۱۹۹۵) و ردیکر و ست^{۲۰} (۱۹۹۵) گزارش نمودند که مدیران بیرونی، نقشی مهم در حاکمیت شرکتی اثربخش ایفا می‌کنند، علی‌الخصوص به‌وسیله وظایف تصمیم‌گیری و کنترل. الومی و گوئل^{۲۱} (۲۰۰۱) نیز یافتند که استقلال هیئت مدیره، نقش مهمی در بهبود وضعیت مالی شرکتی ایفا می‌کند. تعداد قابل ملاحظه‌ای از مطالعات تجربی نیز گزارش نموده‌اند که نقش نظارتی مدیران غیرموظف در هیئت مدیره در سیستم حاکمیت شرکتی، می‌تواند به‌طور اثربخشی از دستکاری حساب‌ها و منعت‌طلبی مدیران جلوگیری به‌عمل آورد (فاما و جنسن، ۱۹۸۳؛ بیزلی^{۲۲}، ۱۹۹۶؛ ماوگ^{۲۳}، ۱۹۹۷؛ کلین^{۲۴}، ۲۰۰۲؛ پیسنل^{۲۵} و همکاران، ۲۰۰۵؛ گارسیا-مکا و سانچز-بالستا^{۲۶}، ۲۰۰۹؛ پارک و شین^{۲۷}، ۲۰۰۴). به این ترتیب، می‌توان انتظار داشت که نسبت اعضای غیرموظف در هیئت مدیره موجب بهبود عملکرد شرکت گردد. علاوه براین، اندازه هیئت مدیره به‌عنوان عنصری با اهمیت در ویژگی‌های هیئت مدیره مطرح است. تعداد

¹⁵ Dahya

¹⁶ Fama and Jensen

¹⁷ Rutherford and Buchholtz

¹⁸ Pearce and Zahra

¹⁹ Bathala and Rao

²⁰ Rediker and Seth

²¹ Elloumi and Gueyle

²² Beasley

²³ Maug

²⁴ Klein

²⁵ Peasnell

²⁶ García-Meca and Sánchez-Ballesta

²⁷ Park and Shin

بهینه‌های اعضای هیئت مدیره باید به گونه‌ای تعیین شود که نسبت به این موضوع که اعضای کافی برای پاسخگویی به وظایف هیئت مدیره و انجام وظایف مختلف هیئت مدیره وجود دارد، اطمینان خاطر حاصل شود (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). شواهد تجربی حاکی از آن است که هیچ‌گونه اتفاق نظری در خصوص اندازه بهینه هیئت مدیره وجود ندارد. گرین^{۲۸} (۲۰۰۵) معتقد است که تعداد اعضای هیئت مدیره باید محدود باشد تا امکان بحث و تبادل نظر در خصوص مسائل و مشکلات شرکت مهیا گردد و هیئت مدیره‌های بزرگ‌تر، از قدرت کمتری برخوردارند. به بیان وی، در این گونه هیئت مدیره‌ها، توافق و اجماع در خصوص یک موضوع خاص، بسیار دشوار است. همچنین گودستین^{۲۹} و همکاران (۱۹۹۴) دریافته‌اند که هیئت مدیره‌های کوچکتر - بین یک تا چهار عضو - می‌توانند مؤثرتر باشند؛ زیرا به واسطه کوچک بودن، قادرند تصمیمات راهبردی به‌موقع‌تر اتخاذ نمایند. بنابراین، ارتباطی معکوس بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت انتظار می‌رود.

از سوی دیگر، ادبیات تئوری نمایندگی و حاکمیت شرکتی (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷) فرض نموده‌اند ساختار مالکیت، ابزاری موثر برای کنترل مدیریت است. مالکیت عمده، عاملی مربوط در تحقیقات حاکمیت شرکتی است. به‌راستی، تمرکز مالکیت در دستان سهامداران عمده به وی اجازه می‌دهد که کنترلی اثربخشی بر فرآیند آماده‌سازی و ارائه صورت‌های مالی داشته باشد. گفتنی است، هر قدر سهم یک سهامدار از شرکت کمتر باشد، منافع حاصل از نظارت بر رفتار مدیر کمتر خواهد بود. بنابراین، تمرکز در سهام، نظارت بیشتر بر رفتار مدیر و کاهش فرصت‌طلبی را به همراه خواهد داشت (مشایخ و عبداللهی، ۱۳۹۰). گرچه دمستز^{۳۰} (۱۹۸۳) استدلال نمود که ارتباطی سیستماتیک بین سودآوری و ساختار مالکیت انتظار نمی‌رود، مطالعات متعددی انتشار یافته‌اند که استدلال‌هایی برای این ارتباط ارائه داده‌اند (برای مثال؛ آگوراکي^{۳۱} و همکاران، ۲۰۱۰؛ بکتاش و کایماک^{۳۲}، ۲۰۰۹؛ دمستز و ویلالنگا^{۳۳}، ۲۰۰۱؛ ایانوتا^{۳۴} و همکاران، ۲۰۰۷) و مولفان بسیاری از وجود ارتباط قوی بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت خبر دادند. برای مثال؛ کاپوپولوس و لازارتو^{۳۵} (۲۰۰۷)، ارتباطی مستقیم بین تمرکز مالکیت و عملکرد یافتند و استانیچ^{۳۶} و همکاران (۲۰۱۴)، ارتباطی معکوس و معنادار بین تمرکز مالکیت و عملکرد یافتند. به این ترتیب و باتوجه به وجود ادبیات و نتایج متضاد درباره ارتباط تمرکز مالکیت و عملکرد مالی، ارتباطی غیرخطی بین تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت انتظار می‌رود.

در این راستا، یانتو^{۳۷} (۲۰۱۱) به آزمون رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی، مانده وجه نقد و تأثیر بر ارزش شرکت در بورس سنگاپور پرداخت. نتایج بررسی‌ها نشان داد شرکت‌های دارای اثر بخشی کمتر راهبری شرکتی تمایل بیشتری برای نگهداری وجه نقد دارند. نتایج بررسی‌های میگلانی^{۳۸} و همکاران (۲۰۱۶) نشان داد که به‌کارگیری سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌تواند ریسک ورشکستگی مالی شرکت را بکاهد. تی‌تویت^{۳۹} و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی رابطه مدیران غیرموظف در هیئت مدیره و عملکرد شرکت با توجه به انواع ساختار مالکیت پرداختند. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که رابطه مستقیمی بین نسبت اعضای غیرموظف در هیئت مدیره و عملکرد شرکت وجود دارد و تمرکز مالکیت موجب تضعیف این رابطه می‌گردد. در مطالعه‌ای دیگر، الفاروق^{۴۰} و همکاران (۲۰۱۷) به این نتیجه رسیدند که مالکیت اثر مهمی بر عملکرد شرکت ندارد. گرچه عملکرد اثر منفی بر مالکیت دارد، اما این تأثیر معنادار نیست. با این وجود به نظر می‌رسد که متغیرهای کنترل و عوامل نظارت دولتی بر عملکرد و مالکیت اثر معنی‌داری دارند. این نتیجه نشان می‌دهد که بر خلاف تفاوت مهم نظارت دولت بین بنگلادش و

²⁸ Green

²⁹ Goodstein

³⁰ Demsetz

³¹ Agoraki

³² Bektas and Kaymak

³³ Demsetz and Villalonga

³⁴ Iannotta

³⁵ Kapopoulos and Lazaretou

³⁶ Stančić

³⁷ Yuanto

³⁸ Miglani

³⁹ Thi Tuyet

⁴⁰ Alfarooque

اقتصاد بازارهای توسعه یافته، شباهت‌های زیادی بین مکانیزم‌های دولتی داخلی و مفهوم نظریه نمایندگی وجود دارد. القادسی و ابیدین^{۴۱} (۲۰۱۸) نیز به بررسی نقش جایگزینی حاکمیت شرکتی داخلی و حسابرسی مستقل، باتوجه به ایفای نقش تمرکز مالکیت پرداختند. نتایج آنان نشان داد که تمرکز مالکیت دارای رابطه معکوس با تقاضای کیفیت حسابرسی مستقل می‌باشد. علاوه بر این، مشخص گردید که حاکمیت شرکتی و حق الزحمه حسابرسی دارای رابطه مستقیم و معنادار هستند که نشان‌دهنده تقاضای حسابرسی مستقل باکیفیت تحت شرایط اثربخشی حاکمیت شرکتی است. از سوی دیگر، تمرکز مالکیت، نقشی ضعیف در این رابطه ایفا می‌نماید. در ایران، نتایج بررسی‌های خدادادی و تاکر (۱۳۹۱) نشان داد که تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی دارای ارتباطی مثبت و معنادار با عملکرد و ارزش شرکت‌ها می‌باشند. این در حالی است که متغیر سرمایه‌گذاران نهادی عمدتاً با ارزش شرکت دارای رابطه مثبت و با عملکرد شرکت دارای رابطه منفی است. دوگانگی وظیفه مدیرعامل با ارزش شرکت دارای رابطه منفی معنادار بوده و با عملکرد شرکت‌ها دارای رابطه معناداری نیست. نتایج تحقیق برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۱) نیز نشان داد که از هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش، چهار مکانیزم (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، ساختار سرمایه و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه داشته‌اند. همچنین از هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش، سه مکانیزم (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش افزوده اقتصادی رابطه داشته‌اند. در مطالعه‌ای دیگر، اسعدی (۱۳۹۵) به بررسی حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های هلدینگ و تابعه در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد که ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد این شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد، همچنین اثر عملکرد شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد شرکت‌های تابعه آن‌ها نیز معنادار است. شهیدی و همکاران (۱۳۹۶) نیز به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها در بورس تهران پرداختند. نتایج آنان نشان داد که بین اجزای ساختار حاکمیت شرکتی (ترکیب هیئت مدیره، ساختار مالکیت) با عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. از طرفی، نتایج بررسی‌ها نشان داد که بین افشای اطلاعات با عملکرد مالی شرکت‌ها، رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های تحقیق

باتوجه به توضیحات ارائه شده در بخش مبانی نظری، فرضیه‌های مطالعه حاضر به شرح زیر مطرح می‌شوند:

۱. ارتباط معکوس و معنادار بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت وجود دارد.
۲. ارتباط مستقیم و معنادار بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت وجود دارد.
۳. ارتباطی غیرخطی بین تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت وجود دارد.

روش‌شناسی تحقیق

از آنجا که نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در تصمیمات مدیران، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و فعالان بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار و حساب‌رسان مورد استفاده قرار گیرد، از جنبه هدف پژوهش، از نوع پژوهش‌های کاربردی به شمار می‌رود. همچنین از جنبه نحوه استنباط در خصوص فرضیه‌های پژوهش، در گروه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار می‌گیرد، زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای پژوهش، از تکنیک‌های رگرسیون و همبستگی استفاده خواهد شد که به این ترتیب، از نظر استدلالی، استدلال استقرایی است. همچنین، از آنجا که از طریق آزمایش داده‌های موجود، نتیجه‌گیری خواهیم کرد، این پژوهش در گروه تئوری‌های اثباتی قرار خواهد گرفت.

مدل‌ها و متغیرهای تحقیق

به‌منظور آزمون فرضیه‌های مطالعه حاضر از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Board Size}_{i,t} + \beta_2 \text{Board Ind}_{i,t} + \beta_3 \text{Owner}_{i,t} + \beta_4 \text{Owner}_{i,t}^2 + \beta_5 \text{InAssets}_{i,t} + \beta_6 \text{Lev}_{i,t} + \beta_7 \text{InCapital}_{i,t} + \beta_8 \text{InAge}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

⁴¹ AIQadasi and Abidin

که در آن:

متغیر وابسته:

$ROE_{i,t}$ = عملکرد مالی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت سودخالص به حقوق صاحبان سهام (بازده حقوق صاحبان سهام).

متغیرهای مستقل:

$Board Size_{i,t}$ = اندازه هیئت مدیره شرکت i در سال t که برابر است تعداد اعضای هیئت مدیره.

$Board Ind_{i,t}$ = استقلال هیئت مدیره شرکت i در سال t که برابر است نسبت تعداد اعضای غیرموظف در هیئت مدیره به کل تعداد اعضای هیئت مدیره.

$Owner_{i,t}$ = تمرکز مالکیت شرکت i در سال t که برابر است با درصد سهام تحت تملک مالکان بیش از پنج درصد سهام شرکت.

متغیرهای کنترل:

$\ln Assets_{i,t}$ = اندازه شرکت i در سال t که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

$Lev_{i,t}$ = اهرم مالی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.

$\ln Capital_{i,t}$ = سرمایه شرکت i در سال t که برابر است با لگاریتم طبیعی سرمایه.

$\ln Age_{i,t}$ = عمر شرکت i در سال t که برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که از تأسیس شرکت می‌گذرد.

جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق، تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. نمونه از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری، انتخاب خواهد شد. به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه بانک‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

۱. در طول دوره تحقیق، در بورس حضور داشته باشند.
۲. در طول دوره تحقیق، تغییر در دوره مالی نداشته باشند.
۳. جزء شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و موسسات مالی نباشند. به دلیل این که این موسسات از لحاظ ماهیت فعالیت، متفاوت بوده و درآمد اصلی آن‌ها حاصل از سرمایه‌گذاری است و وابسته به فعالیت سایر شرکت‌ها هستند، لذا ماهیتاً با سایر شرکت‌ها متفاوت می‌باشند و بنابراین، از نمونه مورد بررسی حذف خواهند شد.
۴. داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای تحقیق، در طول دوره زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶، موجود باشند.
۵. دوره مالی آن‌ها منتهی به ۱۲/۲۹ هر سال باشد تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر و در صورت نیاز، به صورت پانلی به-کار برد.

توجه به شرایط ذکر شده، منجر به انتخاب ۱۲۷ شرکت به عنوان نمونه آماری این تحقیق شد.

یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی

روش‌هایی که به وسیله آن‌ها می‌توان اطلاعات جمع‌آوری شده را پردازش و خلاصه نمود، آمار توصیفی نامیده می‌شوند. این نوع آمار به توصیف جامعه یا نمونه می‌پردازد و هدف از آن، محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه پژوهش است. شاخص‌های آماری توصیفی استفاده شده در این پژوهش، میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشینه، کمینه، چولگی و کشیدگی می‌باشند. جدول آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره (۱) ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
عملکرد مالی	۰/۲۱۱	۰/۱۸۹	۲/۴۶۹	-۱/۷۰۹	۰/۳۱۹	-۰/۱۱	۳/۷۱۲
اندازه هیئت مدیره	۰/۶۳۴	۰/۶	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۳۲	-۰/۸۲۶	۳/۸۷۳
استقلال هیئت مدیره	۵/۰۴	۵/۰۰۰	۷/۰۰۰	۵/۰۰۰	۰/۲۸۳	۶/۷۷۲	۴/۸۶۷
تمرکز مالکیت	۰/۷۱۶	۰/۷۵۴	۰/۹۷۸	۰/۱۷۲	۰/۱۸۶	-۰/۸۵۱	۳/۰۵
اندازه شرکت	۱۴/۱۵	۱۴/۰۸۳	۱۹/۳۷۴	۱۰/۵۳۲	۱/۴۹	۰/۷۷۵	۴/۴۶۲
اهرم مالی	۰/۵۷	۰/۵۸۴	۰/۹۶۵	۰/۱۰۸	۰/۱۹۵	-۰/۱۸۲	۲/۳۰۷
سرمایه	۱۲/۴۷۳	۱۲/۳۲۳	۱۸/۱۳۳	۹/۲۱	۱/۵۰۲	۰/۹۸۶	۴/۸۰۶
عمر شرکت	۳/۵۶۷	۳/۶۶۳	۴/۱۵۸	۲/۶۳۹	۰/۳۵۷	-۰/۵۴۲	۲/۲۵

میانگین، اصلی ترین و مهم ترین شاخص مرکزی به شمار می آید که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و میانه نیز نقطه ای است که یک نمونه را به دو قسمت مساوی تقسیم می نماید. همان طور که در جدول فوق مشاهده می شود، مقدار میانگین متغیر عملکرد مالی، ۰/۲۱۱ و مقدار میانه آن ۰/۱۸۹ است. به طور کلی، معیارهای پراکندگی، معیارهایی هستند که پراکندگی مشاهدات را حول میانگین بررسی و مقایسه می نمایند. یکی از مهم ترین معیارهای پراکندگی، انحراف معیار می باشد. با توجه به جدول فوق، این معیار برای متغیر عملکرد مالی، ۰/۳۱۹ است. گفتنی است بیشترین مقدار متغیر عملکرد مالی برابر با ۲/۴۶۹ و کمترین مقدار آن برابر با -۱/۷۰۹ است. چولگی و کشیدگی متغیر مذکور نیز به ترتیب عبارت از ۰/۱۱- و ۳/۷۱۲ هستند. ویژگی های سایر متغیرها نیز در جدول شماره (۱) مشهود است.

گفتنی است پیش از تجزیه و تحلیل داده های پژوهش، پایایی متغیرها باید بررسی شود. پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی شود. به این منظور، از آزمون هایی نظیر لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین و آزمون دیکی فولر می توان استفاده نمود. به منظور انجام این تحلیل، از آزمون ایم، پسران و شین استفاده می شود. نتیجه این آزمون در جدول شماره (۲) ارائه شده است.

جدول ۲. آزمون ایم، پسران و شین

متغیرهای پژوهش	آماره t	سطح معناداری
عملکرد مالی	-۱۷/۴۱	۰/۰۰۰
اندازه هیئت مدیره	-۱۳/۷۳۲	۰/۰۰۰
استقلال هیئت مدیره	-۱۱/۷۰۱	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	-۱۳/۰۰۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۸/۳۶۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۱۱/۳۰۶	۰/۰۰۰
سرمایه	-۱۰/۰۴۱	۰/۰۰۰
عمر شرکت	-۶/۸۹۵	۰/۰۰۰

با توجه به جدول (۲)، سطح معناداری متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد است و بنابراین، همگی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند.

آمار استنباطی

در هر مدل رگرسیونی، باید فرض های خاصی برقرار باشد که در صورت نقض هر یک از آنها، خواص مطلوب برآوردهای عوامل رگرسیونی یا آزمون فرضیه، با مشکل مواجه می شود. برخی فرض های اساسی رگرسیون عبارتند از:

۱. میانگین جمله اختلال (باقیمانده‌ها) یعنی e_t ، مساوی صفر است. به علت تصادفی بودن e_t ، می‌توان این فرض را به صورت $E(e_t)=0$ بیان کرد. معنی این فرض آن است که عوامل تشکیل دهنده جمله اختلال، اثرات مثبت و منفی خود را به گونه‌ای بر جای می‌گذارند که متوسط مقادیر اختلال، برابر صفر شود. در واقع، اگر یک جمله ثابت در رگرسیون داشته باشیم، این فرض نقض نخواهد شد.
 ۲. جمله اختلال (e_t) دارای توزیع نرمال است. در صورت نقض این فرض، آزمون فرضیه و ساختن فاصله اطمینان در مورد عوامل رگرسیون به شیوه متداول، معتبر نخواهد بود که البته بنابر قضیه حد مرکزی، بالا بودن تعداد داده‌ها این مشکل را در صورت وجود، رفع می‌کند.
 ۳. علاوه بر این، باید از توزیع آماری متغیری که مورد آزمون قرار می‌گیرد، اطمینان حاصل کرد. بدین منظور، آزمون‌هایی مانند آزمون جارک-برا و کولموگروف-اسمیرنوف وجود دارند. اما، با توجه به محدودیت‌های آزمون کولموگروف-اسمیرنوف، معمولاً از آزمون جارک-برا استفاده می‌شود که بنابر قضیه حد مرکزی، بالا بودن تعداد داده‌ها این مشکل را در صورت وجود، رفع می‌کند.
 ۴. جملات اختلال در مشاهدات مختلف، ناهمبسته یا از یکدیگر مستقل‌اند. یعنی $COV(e_t, e_s) = 0$ ، $t \neq s$. در صورتی که فرض اخیر نقض شود، مسئله‌ای موسوم به خود همبستگی یا همبستگی پایایی (سریالی) یا اتو رگرسیون که همگی به معنی همبسته بودن جملات اختلال است، بروز پیدا می‌کند. به طور کلی، هرگاه e_t ها، از نظم خاصی پیروی کنند، فرض همبسته بودن e_t ها نقض گردیده و خود همبستگی مثبت یا منفی ایجاد خواهد شد. برای بررسی این موضوع از آزمون دوربین-واتسون استفاده می‌شود.
 ۵. شدت همخطی چندگانه در تحلیل رگرسیون حداقل مربعات معمولی نیز توسط عامل تورم واریانس^{۴۲} ارزیابی می‌شود. در واقع، یک شاخص معرفی می‌گردد که بیان می‌کند چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده، به دلیل همخطی برآورد شده است. شدت همخطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار عامل تورم واریانس می‌توان تحلیل نمود. اگر آماره این آزمون به یک نزدیک بود، نشان‌دهنده عدم وجود همخطی است. به عنوان یک قاعده تجربی، اگر مقدار عامل تورم واریانس بزرگتر از پنج باشد، همخطی چندگانه بالا است. یکی از دیگر روش‌های شناسایی همخطی، آزمون همبستگی متغیرهای مستقل است. به صورتی که وجود ضرایب بزرگ همبستگی بین متغیرها نشانگر وجود همخطی می‌باشد که البته در استفاده از روش داده‌های ترکیبی، این مشکل برقرار نخواهد بود.
 ۶. واریانس جملات اختلال، همگی برابر عدد ثابتی مانند δ^2 هستند، یعنی $V(e_t)=\delta^2$. هرگاه فرض اخیر نقض شود، اصطلاحاً نابرابری واریانس‌ها یا ناهمسانی واریانس‌ها بروز پیدا می‌کند که استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی، این مشکل را رفع می‌کند.
 ۷. پیش از تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، پایایی متغیرها باید بررسی شود. پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. به این منظور، از آزمون ایم، پسران و شین می‌توان استفاده نمود.
- در راستای برآورد ضرایب مدل تحقیق، از آزمون‌های چاو و هاسمن برای شناسایی روش مناسب تخمین مدل استفاده می‌شود که نتیجه آزمون‌های مذکور در جدول شماره (۳) ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
چاو (اثرات ثابت در برابر تلفیقی)	۱۲/۸۷۴	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت
هاسمن (اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی)	۷۸/۷۳۹	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت

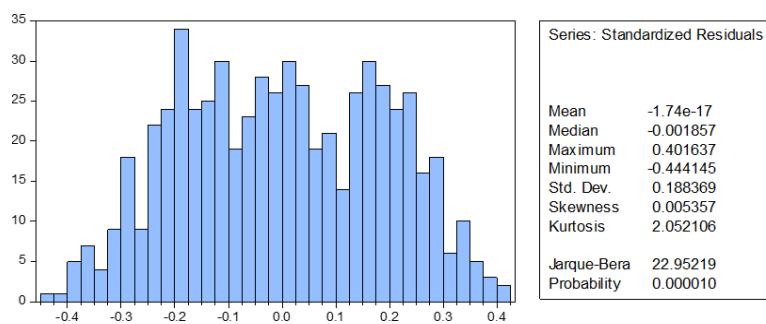
⁴² Variance Inflation Factor (VIF)

مطابق آنچه در جدول شماره (۳) دیده می‌شود، روش اثرات ثابت بر دو روش دیگر دارای ارجحیت است و لذا مدل مذکور با استفاده از روش اثرات ثابت، برآورد می‌گردد که نتایج مربوطه در جدول (۴) ارائه شده است. با توجه به نتایج جدول شماره (۴)، از آنجا که آماره t متغیر اندازه هیئت مدیره کوچکتر از $1/965 \pm$ بوده و سطح معناداری آن بزرگتر از $0/05$ است، ارتباط معنادار بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت برقرار نیست. لذا فرضیه اول مطالعه حاضر مبنی بر این که ارتباط معکوس و معنادار بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت وجود دارد، مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. علاوه بر این، از آنجا که آماره t متغیر استقلال هیئت مدیره بزرگتر از $1/965 +$ بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از $0/05$ است، ارتباط مستقیم و معنادار بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت برقرار است. لذا فرضیه دوم مطالعه حاضر مبنی بر این که ارتباط مستقیم و معنادار بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت وجود دارد، مورد تأیید قرار می‌گیرد. علاوه بر این، از آنجا که آماره t متغیر مجذور تمرکز مالکیت کوچکتر از $1/965 \pm$ بوده و سطح معناداری آن بزرگتر از $0/05$ است، ارتباط معنادار بین مجذور تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت برقرار نیست. همچنین، از آنجا که آماره t متغیر تمرکز مالکیت بزرگتر از $1/965 +$ بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از $0/05$ است، ارتباط مستقیم و معنادار بین تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت برقرار است. لذا فرضیه سوم مطالعه حاضر مبنی بر این که ارتباطی غیرخطی بین تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت وجود دارد، مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

جدول ۴. نتایج آزمون مدل تحقیق

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
مقدار ثابت	۳/۴۳۳	۰/۳۰۸	۱۱/۱۱۲	۰/۰۰۰	-
استقلال هیئت مدیره	۰/۰۸	۰/۰۲۵	۳/۱۴۲	۰/۰۰۱	۱/۰۸۴
اندازه هیئت مدیره	-۰/۰۴۴	۰/۰۲۵	-۱/۷۸۳	۰/۰۷۴	۱/۰۴۳
تمرکز مالکیت	۰/۶۷۴	۰/۰۹۱	۷/۳۶۳	۰/۰۰۰	۲/۱۸
مجذور تمرکز مالکیت	۰/۱۴۵	۰/۱۷۳	۰/۸۳۸	۰/۴۰۲	۲/۴۱۴
اندازه شرکت	۰/۰۹۶	۰/۰۱۸	۵/۱۰۶	۰/۰۰۰	۲/۷۵۸
اهرم مالی	-۰/۶۶۵	۰/۰۵۲	-۱۲/۷۸۲	۰/۰۰۰	۱/۳۷۱
سرمایه	۰/۰۳۶	۰/۰۱۱	۳/۱۳۲	۰/۰۰۱	۲/۸۵۱
عمر شرکت	۱/۰۵۱	۰/۰۹۴	۱۱/۱۲۵	۰/۰۰۰	۱/۰۴
آماره F	۲۸/۲۷۳		ضریب تعیین		۰/۷۸۷
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۵۶
تصحیح وایت دیاگونال (رفع اثرات ناهمسانی واریانس)			مقدار دوربین - واتسون		۱/۹۸۷

گفتنی است متغیرهای اندازه شرکت، سرمایه و عمر شرکت دارای رابطه مستقیم و معنادار با متغیر وابسته هستند و متغیر اهرم مالی، رابطه معکوس و معنادار با متغیر وابسته دارد. لازم به ذکر است آماره دوربین - واتسون مدل $1/987$ است که بین $1/5$ و $2/5$ قرار دارد. ضمناً سطح معناداری آماره F نیز $0/000$ است که پایین‌تر از $0/05$ بوده و نشان از معناداری مدل دارد. دیگر نکته قابل توجه در جدول شماره (۴)، ضریب تعیین تعدیل شده مدل است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل مورد استفاده حدود 76% درصد می‌باشد که نشان می‌دهد حدود 76% درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. لازم به ذکر است که استفاده از تصحیح وایت دیاگونال، منجر به رفع اثرات ناهمسانی واریانس احتمالی گردیده است. ضمناً با توجه به این که مقدار عامل تورم واریانس برای تمامی متغیرها کمتر از عدد پنج است، مشکل هم‌خطی در مدل تحقیق وجود ندارد. نمودار جملات اخلاص مدل نیز در نمودار شکل (۱) ارائه شده است. توضیح این که گرچه نتیجه آزمون جاک-برا نشانگر عدم نرمال بودن جملات اخلاص است، نمودار مقادیر آن دارای پراکندگی مشابه توزیع نرمال است و لذا مشکل جدی از این بابت وجود ندارد.



شکل ۱. نمودار پراکندگی جملات اخلال

نتیجه‌گیری

نتایج بررسی‌ها نشان داد که ارتباط مستقیم و معنادار بین استقلال هیئت مدیره و تمرکز مالکیت با عملکرد مالی شرکت برقرار است و اندازه هیئت مدیره، تأثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت ندارد. در این رابطه لازم به توضیح است که مدیران بیرونی، به واسطه افزایش تمرکز بر عملکرد مالی شرکت، ابزاری برای نظارت بر فعالیت‌های مدیریت فراهم می‌نمایند که منتج به کمینه‌سازی هزینه‌های نمایندگی می‌گردد. حضور مدیران بیرونی در هیئت مدیره، راهی ارزشمند برای ایجاد محیط همدلی و کاهش عدم قطعیت پیرامون ایجاد و اجرای استراتژی است. به این ترتیب، افزایش در نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، دارای ارتباطی مستقیم با مراقبت و نظارت هیئت مدیره است که به کاهش درجه عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت، افزایش کیفیت اطلاعات هیئت مدیره کمک می‌کند. همچنین، محققان بر این باورند که مدیران بیرونی، نقشی مهم در حاکمیت شرکتی اثربخش ایفا می‌کنند، علی‌الخصوص به وسیله وظایف تصمیم‌گیری و کنترل. تعداد قابل ملاحظه‌ای از مطالعات تجربی نیز گزارش نموده‌اند که نقش نظارتی مدیران غیرموظف در هیئت مدیره در سیستم حاکمیت شرکتی، می‌تواند به طور اثربخشی از دستکاری حساب‌ها و منعت طلبی مدیران جلوگیری به عمل آورد. لذا نسبت اعضای غیرموظف در هیئت مدیره موجب بهبود عملکرد شرکت می‌گردد. این نتیجه را می‌توان منطبق با نتایج میگلانی و همکاران (۲۰۱۶)، تی‌تویت و همکاران (۲۰۱۷) و اسعدی (۱۳۹۵) و در تضاد با نتایج شهیدی و همکاران (۱۳۹۶) دانست. از سوی دیگر، مالکیت عمده، عاملی مربوط در تحقیقات حاکمیت شرکتی است. تمرکز مالکیت در دستان سهامداران عمده به وی اجازه می‌دهد که کنترلی اثربخشی بر فرآیند آماده‌سازی و ارائه صورت‌های مالی داشته باشد. گفتنی است، هر قدر سهم یک سهامدار از شرکت کمتر باشد، منافع حاصل از نظارت بر رفتار مدیر کمتر خواهد بود. بنابراین، تمرکز در سهام، نظارت بیشتر بر رفتار مدیر و کاهش فرصت طلبی را به همراه خواهد داشت. سهامداران عمده می‌توانند بر هزینه‌های نمایندگی، اثربخشی نظارت بر مدیران و عملکرد شرکت موثر باشند. سهامداران عمده با توجه به منابع با اهمیتی که در اختیار دارند و توانایی‌شان در دسترسی به اطلاعات مهم و مربوط، از مزایای متعددی بهره‌مند می‌باشند که به آنان اجازه می‌دهد کنترل را با کمترین هزینه اعمال کنند. مطابق تئوری نمایندگی، مالکیت عمده می‌تواند به عنوان عنصری از کنترل اثربخش عمل کند. به این ترتیب، افزایش تمرکز مالکیت موجب بهبود عملکرد شرکت می‌گردد. این نتیجه را می‌توان منطبق بر نتایج یانتو (۲۰۱۱)، میگلانی و همکاران (۲۰۱۶) و خدادادی و تاکر (۱۳۹۱) و در تضاد با نتایج الفاروق و همکاران (۲۰۱۷)، القداسی و ابیدین (۲۰۱۸) و شهیدی و همکاران (۱۳۹۶) دانست.

باتوجه به نتیجه مطالعه حاضر مبنی بر این‌که ارتباط مستقیم و معنادار بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت برقرار است، به سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که افزایش تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره را به عنوان علامتی برای بهبود نظارت بر مدیریت شرکت، افزایش کارایی عملیاتی شرکت و متعاقباً تقویت عملکرد مالی شرکت ارزیابی نمایند. به این ترتیب، سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی با ویژگی پیش‌گفته به سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود. علاوه بر این، به اعضای موظف هیئت مدیره پیشنهاد می‌شود که توجه بیشتری را به موضوع عملکرد مالی و نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت نمایند. توضیح این‌که افزایش توجه به کارایی عملیاتی شرکت و عملکرد مدیریت که به صورت بالقوه می‌تواند افزایش عملکرد شرکت را دربر داشته باشند، تأثیر بر افزایش درآمدها و متعاقباً افزایش رقم سود شرکت خواهد داشت. همچنین، باتوجه به دیگر نتیجه مطالعه حاضر مبنی بر این‌که ارتباط مستقیم و معنادار

بین تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت برقرار است، به سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که در نظر داشته باشند حضور سرمایه‌گذاران عمده می‌تواند نشانی از کاهش هزینه‌های نمایندگی، افزایش نظارت بر مدیریت شرکت، افزایش کارایی عملیاتی شرکت، تقویت شاخص‌های عملکردی و نهایتاً افزایش رقم سود شرکت باشد که البته این موضوع هم می‌تواند افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری در سهام شرکت را موجب گردد که می‌تواند شامل عواقب مثبت برای سرمایه‌گذاران بالقوه در بلندمدت نیز باشد. البته این نتیجه برای مدیران شرکت‌ها و مسئولان سازمان بورس و اوراق بهادار نیز مفید است. علاوه بر این، گفتنی است که رابطه رگرسیونی این پژوهش برای تمام صنایع عضو نمونه آماری به صورت یک‌جا برآورد شده است. از این رو، پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی، این رابطه، برای صنایع گوناگون به تفکیک برآورد شود. همچنین، در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده‌اند. بنابراین، پیشنهاد می‌شود تا در پژوهش‌های آتی، این موضوع در شرکت‌های فرابورس نیز بررسی گردد.

منابع و مأخذ

۱. برادران حسن زاده، رسول؛ بادآور نهندي، یونس و حسین بابایی، قادر. (۱۳۹۱). «بررسی رابطه بین برخی مکانیزم های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی». مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۹ (۲)، ۱-۱۶.
۲. خدادادی، ولی و تاکی، رضا. (۱۳۹۱). «تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۵، ۸۸-۱۰۱.
۳. مشایخ، شهناز و عبداللهی، مهین. (۱۳۹۰). «بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله پژوهش های حسابداری مالی، ۴ (۱۰)، ۷۱-۸۶.
۴. حساس یگانه، یحیی؛ شعری، صابر و خسرو نژاد، سیدحسین. (۱۳۸۷). «رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی ها و اندازه شرکت با مدیریت سود». مطالعات حسابداری، ۲۴، ۷۹-۱۱۵.
۵. اسعدی، عبدالرضا. (۱۳۹۵). «حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت های هلدینگ و تابعه در بورس اوراق بهادار تهران». راهبرد مدیریت مالی، ۴ (۱۵)، ۱۲۹-۱۵۱.
۶. شهیدی، لیلیا؛ برزویی، امین و جدیری جبارزاده، بهنام. (۱۳۹۶). «بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها در بورس تهران». کنفرانس بین المللی چالش ها و راهکارهای مدیریت و توسعه اقتصادی.
7. Alfarooque, O., Dunstan, K., Van Ziji, T. and Waresul, K. (2017). **Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from Bangladesh**. Journal of Accounting and Economics, 14, 127-150.
8. AlQadasi, A. and Abidin, S. (2018). **The effectiveness of internal corporate governance and audit quality: the role of ownership concentration – Malaysian evidence**. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, <https://doi.org/10.1108/CG-02-2017-0043>.
9. Thi Tuyet, M.N., Evans, E. and Lu, M. (2017). **Independent directors, ownership concentration and firm performance in listed companies: Evidence from Vietnam**. Pacific Accounting Review, 29 (2), 204-226.
10. Goodstein, J., Gautam, K., and Boeker, W. (1994). **The effect of board size and diversity on strategic change**. Strategic Management Journal, 15, 241-250.
11. Green, S. (2005). **Sarbanes Oxley and the Board of Directors**. John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey.
12. Agoraki, M. K., Delis, M. D. and Staikouras, P. K. (2010). **The effect of board size and composition on bank efficiency**. International Journal of Banking, Accounting and Finance, 2, 357-386.
13. Bathala, T. and Rao, R.P. (1995). **The determinants of board composition: an agency theory perspective**. Managerial and Decision Economics, 16, 59-69.
14. Beasley, M. S. (1996). **An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud**. The Accounting Review, 71 (4), 443-465.
15. Bektas, E. and Kaymak, T. (2009). **Governance mechanisms and ownership in an emerging market: The case of Turkish banks**. Emerging Markets Finance and Trade, 45, 20-32.

16. Dahya, J., Dimitrov, O. and McConnell, J. (2008). **Dominant shareholder, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis.** *Journal of Financial Economics*, 87, 73-100.
17. Demsetz, H. (1983). **The structure of ownership and the theory of the firm.** *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
18. Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001). **Ownership structure and corporate performance.** *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
19. Elloumi, F. and Gueyle, P.J. (2001). **Financial distress and corporate governance: An empirical analysis.** *Corporate Governance*, 1(1), 15-23.
20. Fama, E. and Jensen, M. (1983). **The separation of ownership and control.** *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
21. García-Meca, E. and Sánchez-Ballesta, J. P. (2009). **Corporate governance and earnings management: A meta-analysis.** *Corporate Governance: An International Review*, 17 (5), 594-610.
22. Gerald, J.L., Kiridaran, K. and Dennis, W. (2006). **Corporate governance quality and market liquidity around quarterly earnings announcements.** Available at: www.afaanz.org.
23. Huang, Y.C., Hou, N.W. and Cheng, Y.J. (2012). **Illegal insider trading and corporate governance: evidence from Taiwan.** *Emerg. Mark. Finance Trade*, 48 (3), 6-22.
24. Iannotta, G., Nocera, G. and Sironi, A. (2007). **Ownership structure, risk and performance in the European banking industry.** *Journal of Banking and Finance*, 31, 2127-2149.
25. Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). **Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure.** *Journal of Finance Economics*, 3 (4), 305-360.
26. Kapopoulos, P. and Lazaretou, S. (2007). **Corporate ownership structure and firm performance: Evidence from Greek firms.** *Corporate Governance: An International Review*, 15, 144-158.
27. Klein, A. (2002). **Audit committee, board of director characteristics, and earnings management.** *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400.
28. Maug, E. (1997). **Boards of directors and capital structure: Alternative forms of corporate restructuring.** *Journal of Corporate Finance*, 3 (2), 113-139.
29. Miglani, S., Ahmed, K. and Henry, D. (2016). **Voluntary corporate governance structure and financial distress: Evidence from Australia.** *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11, 18-30.
30. Park, Y. W. and Shin, H.H. (2004). **Board composition and earnings management in Canada.** *Journal of Corporate Finance*, 10 (3), 431-457.
31. Pearce, J. A. and Zahra, S. A. (1992). **Board composition from a strategic contingency perspective.** *Journal of Management Studies*, 29(4), 411-438.
32. Peasnell, K. V., Pope, P.F. and Young, S. (2005). **Board monitoring and earnings management: Do outside directors' influence abnormal accruals?** *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (7&8), 1311-1346.
33. Rediker, K.J. and Seth, A. (1995). **Board of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms.** *Strategic Management Journal*, 16(2), 85-99.
34. Rossi, M., Nerino, M. and Capasso, A. (2015). **Corporate governance and financial performance of Italian listed firms.** The results of an empirical research. *Corp. Ownersh. Control*, 12 (2), 628-643.
35. Rutherford, A.M. and Buchholtz, A.K. (2007). **Investigating the relationship between board characteristics and board information.** *Corporate Governance. An International Review*, 15(4), 576-84.
36. Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). **A survey of corporate governance.** *Journal of Finance*, 52, 737-783.
37. Silva, E.S., Santos, J.F. and Almeida, M.A. (2011). **Conselho de Administrac,ao: uma análise da influencia dos níveis de endividamento.** *RBGN, Revista Brasileira de Gestao dos Negócios*, 13 (41), 440-453.
38. Spence, M. and R. Zeckhauser. (1971). **Insurance, Information and Individual Action.** *American Economic Review*, May, 380-91.
39. Stančić, P., Čupić, M. and Obradović, V. (2014). **Influence of board and ownership structure on bank profitability: evidence from South East Europe,** *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 27 (1), 573-589.
40. Villanueva-Villar, M., Rivo-López, E. and Lago-Penas, S. (2016). **On the relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case.** *BRQ Business Research Quarterly*, 19, 233-245.
41. Yuanto, K. (2011). **Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value?.** *Journal Of Corporate Finance*, 17, 725-740.
42. Desender, K.A., Aguilera, R.V., Crespi, R. and Garcí-a-Cestona, M. (2013). **When does ownership matter? Board characteristics and behavior.** *Strategic Management Journal*, 34 (7), 823-842.