

تأثیر حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر کارایی سرمایه گذاری شرکت های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

حمید حیدری^۱

مهدی خوشنود^{۲*}

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۳/۰۸ تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۰۳/۱۱

چکیده

ساختار مالکیت شرکت ها می تواند بسیار متنوع باشد و طیف وسیعی از سهامداران حقیقی و حقوقی می توانند در این ساختار ایفای نقش کنند. حضور سهامداران حقیقی از یک خانواده یا فامیل با در اختیار داشتن درصد بالای سهام و یا حضور آن ها در هیئت مدیره به نوعی خانوادگی بودن مالکیت شرکت را نشان می دهد. خانوادگی بودن شرکت ها می تواند انگیزه مضاعفی را در آن ها ایجاد کند تا وضعیت عالی و عملکرد مطلوب تری را ارائه دهند. اهمیت شرکت های خانوادگی در دنیای اقتصاد بسیار زیاد است و به همین منظور با توجه به این مهم هدف این پژوهش بررسی ساختار مالکیت شرکت های خانوادگی و نحوه عملکرد آن ها است. این مقاله در قالب یک مقاله مروری و با تمرکز بر شرکت های خانوادگی انجام گرفته است.

واژگان کلیدی

حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت، شرکت های خانوادگی.

^۱ گروه مدیریت بازرگانی، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران

^۲ گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران

ایمیل: khoshnood.mehdi42@gmail.com

۱. مقدمه

هنگام فکر کردن به مسئله کسب و کار خانوادگی مهم ترین سوالی که به ذهن خطور می کند، آن است که آیا مالکیت خانوادگی می تواند باعث افزایش یا کاهش عملکرد شرکت شود؟ البته این سوالی است که پاسخ دادن به آن آسان به نظر نمی رسد. در ارتباط با این سوال هوانگ و همکاران^۳ (۲۰۱۵)، بیان می کنند که شرکت های خانوادگی دارای عملکرد بهتری نسبت به شرکت های غیرخانوادگی هستند، هرچند واگنر و همکاران^۴ (۲۰۱۵)، نقطه مقابل آن را بیان می کنند. در این رابطه ابویل و همکاران^۵ (۲۰۱۲)، پیشنهاد می کنند نحوه اندازه گیری مشارکت خانواده را باید با در نظر گرفتن ابعاد مختلف انجام شود. بنابراین این موضوع که شرکت های خانوادگی عملکرد خوب یا بدی دارند سوالی است که جنبه های مختلفی از جمله زمینه های هر کشور و ساختار مالکیت در آن تأثیرگذار هستند. سن مارتین-رینا و همکاران^۶ (۲۰۱۲)، معتقدند که سیستم حقوقی هر کشور، ساختار مالکیت در آن کشور را تعیین می کند. آن ها بیان می کنند کشورهایی که بر پایه قانون مدون^۷ تصمیم گیری می کنند تمرکز بیشتری بر مالکیت داشته و در نتیجه تعداد بیشتری از شرکت های خانوادگی در این گونه کشورها ایجاد می شود. در مقابل کشورهایی که بر پایه قانون عرف^۸ تصمیم گیری می کنند تمرکز بیشتری بر حمایت از سهامداران دارند و در نتیجه منجر به افزایش میزان پراکندگی در مالکیت می شود. به طور خلاصه نویسندگان نشان می دهند که بین میزان حمایت از سهامداران و میزان تمرکز بر مالکیت رابطه وجود دارد.

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

رویکردهای متفاوتی در بررسی میان ارتباط ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. عده ای از محققین ساختار مالکیت را برونزا و عده ای دیگر آن را درونزا فرض کرده اند. ساختار مالکیت هنگامی برونزا است که به عنوان یک عامل مهم در تعیین عملکرد شرکت در نظر گرفته شود (ساختار مالکیت مؤثر باشد) و هنگامی درونزا است که توسط برخی از ویژگی های شرکت از جمله عملکرد آن تعیین گردد (ساختار مالکیت متأثر باشد) (شاه و حسین^۹، ۲۰۱۲). برل و همکاران^{۱۰} (۱۹۳۲)، جزء اولین کسانی بودند که به بررسی رابطه بین ساختار مالکیتی شرکت و عملکرد آن پرداختند. آنها در تحقیق خود این موضوع را بیان کردند که هر چه پراکندگی مالکیت افزایش یابد، از قدرت سهامداران در کنترل مدیران حرفه ای کاسته می شود و با فرض این که بین منافع مدیریت و سهامداران تضاد وجود دارد، منابع شرکت به درستی در بالابردن بهره وری شرکت مورد استفاده قرار نمی گیرند. بنابراین آنها به این نتیجه رسیدند که رابطه بین پراکندگی مالکیت و عملکرد رابطه ای منفی است (چن و همکاران^{۱۱}، ۲۰۰۵).

³ Huang et al.

⁴ Wagner et al.

⁵ O'Boyle et al.

⁶ San Martin-Reyna et al.

⁷ civil law

⁸ common law

⁹ Shah & Hussain

¹⁰ Berle et al.

¹¹ Chen et al.

این نگرش از سوی دمستز^{۱۲} (۱۹۸۳)، به چالش کشیده شد. وی استدلال می کند که ساختار مالکیت یک شرکت باید به عنوان نتیجه درونزای تصمیماتی تصور شود که نفوذ سهامداران را بر بازار سهام نشان دهد و با این انتخاب هزینه ها و منافع مختلف برای رسیدن به یک سازماندهی مطلوب متعادل شده اند (انگویین و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۵). به بیان دیگر وقتی مالکان یک شرکت سهامی خاص تصمیم به فروش سهام می گیرند و زمانی که سهامداران یک شرکت سهامی عام بر عرضه سهام شرکت در بورس توافق می کنند، آنها در واقع تصمیم به اصلاح، تغییر و به احتمال زیاد پراکنده تر کردن ساختار مالکیت بنگاه خود گرفته اند. خرید و فروش بعدی سهام، تمایل مالکان شرکت برای تغییر میزان مالکیت خود در شرکت را نشان می دهد. بنابراین پراکندگی سهامداران دلیلی بر عدم اعمال فشار در شرایط عملکرد نامطلوب نبوده و چنین نیست که بین پراکندگی مالکیت و عملکرد شرکت ها، رابطه ای منفی وجود داشته باشد.

تائو لی و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۹)، نمونه ای متشکل از ۶۴۳ شرکت غیر مالی پذیرفته شده در بورس چین را مورد مطالعه قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که شرکت هایی که سودآوری بیشتری دارند بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت رابطه ای معنی دار و منفی وجود دارد. دریفیلد و همکاران^{۱۵} (۲۰۰۷)، در مقاله ای تأثیر ساختار مالکیتی را بر ساختار سرمایه ای و ارزش شرکت هایی که به واسطه بحران های مالی شرق آسیا بیشترین آسیب را داشته اند، مورد بررسی قرار دادند. آنها در تحقیق خود مالکیت را از کنترل و مدیریت تفکیک کردند و رفتار متقابل شرکت های خانوادگی و شرکت های غیرخانوادگی (با/ بدون شریک) را مورد ارزیابی قرار دادند. آنها دریافتند جداسازی کنترل از مسئولیت گردش وجوه نقد، تأثیرات محدودی بر اهرم و ارزش شرکت در بین شرکتهای خانوادگی بدون شریک دارد، در حالی که به نظر می رسد این کار در مورد شرکت های خانوادگی دارای شریک اثرقابل توجهی داشته باشد. در ادامه با توجه به اهمیت ساختار مالکیت شرکت بر کارایی آن به بررسی این مفاهیم پرداخته می شود.

۲-۱. حاکمیت شرکتی

اصطلاح “Governance” از ریشه واژه “Gubernare” به معنای هدایت کردن (برگرفته شده از واژه “Governance Corporate” است (اوسوها^{۱۶}، ۲۰۱۳). نظریه های مربوط به حاکمیت معمولاً براساس کارایی و مدل های خلق ارزش در زمینه تئوری های سازمان بنا می شوند. بر این مبنا هدف هر سازمان می بایست ایجاد مازاد به روشی باشد که با تضمین منافع ذی نفعان همکاری آن ها را در قالب یک مجموعه امکان پذیر سازد. پس از این منظر، حاکمیت در یک بنگاه مجموعه ای از قواعد بازی است که مدیران آن ها را برای خلق ارزش و حصول به کارایی بیشتر می توانند به کار گیرند. در این راستا دو نظریه، یکی براساس تئوری قراردادها^{۱۷} و دیگری بر مبنای رویکرد دانش - بنیاد^{۱۸} ارائه شده است.

¹² Demsetz

¹³ Nguyen et al.

¹⁴ Tao LI et al.

¹⁵ Driffield et al.

¹⁶ Osuoha

¹⁷ Contract Theory

¹⁸ Knowledge Based Approach

در رویکرد اول، به عنوان یک شبکه ای از قراردادها^{۱۹} در نظر گرفته می شود. به عبارت دیگر، بنگاه یک مرکز تصمیم گیری است که مسئولیت انجام چانه زنی ها و امضای قراردادها را به طور متمرکز بر عهده دارد. اما به دلیل مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعات و ناهمسانی منافع برای این مجموعه قراردادها، نمی توان انتظار داشت که ساز و کار بازار و قیمت های رقابتی بتواند حداکثر خلق ارزش را به دنبال داشته باشد. در این صورت این مدیریت قاهرانه^{۲۰} براساس دستور^{۲۱} است که می تواند نتیجه کارآمدتری را حاصل کند. نظریه های مبتنی بر نگرش دانش - بنیاد به بنگاه ضمن تأکید بر اهمیت اطلاعات بین اطلاعات^{۲۲} و دانش^{۲۳} تمایز قائل می شوند. از نگاه فرانسمن^{۲۴} (۱۹۹۸)، اطلاعات تنها به مجموعه ای بسته و عینی از داده ها محدود می شود که برای همه افراد حصول به آن متصور است، حال آن که دانش یک مجموعه باز از آگاهی ها که شامل وقایع بعلاوه تفسیری است که افراد از آن وقایع دارند پس به همین دلیل جنبه قضاوتی و برداشتی^{۲۵} دارد (اویگور^{۲۶}، ۲۰۱۳).

۲-۲. ساختار مالکیت

ساختار مالکیت یکی از مکانیسم های داخلی راهبری شرکتی است. راهبری شرکتی یکی از مولفه های اساسی و مهم رشد شرکت می باشد. با این حال راهبری شرکتی مورد بی توجهی ادبیات اقتصادی قرار گرفته است. تئوری سنتی شرکتی بر مبنای مفهوم جعبه سیاه قرار دارد که داده را به ستاده تبدیل می کند. این تئوری بیان می کند که هدف شرکت حداکثرسازی سود می باشد و وقتی حاصل می شود که درآمد نهایی مساوی هزینه نهایی باشد. این تئوری به ساختار سازمانی درون شرکت توجهی نداشته است (آساوا^{۲۷}، ۲۰۱۳).

تحقیقات مختلفی درباره ساختار مالکیت انجام شده است برای مثال بوهدانویچکز و اوربانیک^{۲۸} (۲۰۱۳)، در تحقیق خود تحت عنوان «تأثیر ساخت مالکیت بر بهره وری سرمایه فکری در بورس اوراق بهادار لهستان» نشان دادند که مالکیت توسط اعضای هیأت مدیره تأثیر منفی بر روی بهره وری سرمایه فکری دارد و رابطه منفی بین سرمایه گذاران خارجی و بهره وری سرمایه فکری وجود دارد. از طرفی ساختار مالکیت نقش مهمی در بهره وری از سرمایه فکری بازی می کنند. اسکندر و همکاران^{۲۹} (۲۰۱۲)، در تحقیقی به عنوان «اثر تعدیل ساختار مالکیت بر رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و سودمندی دارایی ها در بورس اوراق بهادار مالزی» نشان دادند که جریان نقد آزاد ممکن است به طور ناکارآمد سرمایه گذاری شود که منجر به استفاده غیرمؤثر از دارایی ها خواهد شد و همچنین نشان دادند مالکیت مدیریتی و خارجی کنترل بر سودمندی دارایی های شرکت را به خصوص با جریان نقد بالا فراهم می کنند. رثوف و

¹⁹ Nexus of Contracts

²⁰ Authoritarian Management

²¹ Orders

²² Information

²³ Knowledge

²⁴ Fransman

²⁵ Subjective

²⁶ Uygur

²⁷ Asava

²⁸ Bohdanowicz & Urbanek

²⁹ Iskandar et al.

الهارون^{۳۰} (۲۰۱۳)، در تحقیق خود تحت عنوان «ساختار مالکیت و افشای داوطلبانه در گزارش سالانه بنگلادش» به بررسی ارتباط ساختار مالکیت و میزان افشای داوطلبانه پرداخته است و ساختار مالکیت را با دو متغیر مالکیت نهادی و مدیریتی بررسی کرده است. نتایج بیان می کند که ساختار مالکیتی مدیریتی بالا با میزان افشای داوطلبانه شرکت رابطه منفی و ساختار مالکیت نهادی بالا با میزان افشای داوطلبانه رابطه مثبت دارد.

۲-۳. مالکیت خانوادگی

در طول سه دهه گذشته، پژوهش درباره شرکت های خانوادگی تحول قابل توجهی داشته است. زهرا و شارما^{۳۱} (۲۰۰۴)، در بررسی پژوهش شرکت های خانوادگی در دهه ۱۹۸۰، حوزه بررسی محدود، تعداد اندک نویسندگان و روش های ضعیف را پیدا کردند. این در حالی است که از اواسط دهه ۱۹۹۰ به بعد پژوهشگران بیشتری به این موضوع علاقه پیدا کرده، روش های تحقیق را بهبود بخشیده و روش های تحقیق متعددی در این زمینه ابداع نموده اند. در ادامه گسترش پژوهش های این حوزه با ذکر خصیصه های هر دهه به تفکیک نشان داده می شود (رایت و کلرمنز^{۳۲}، ۲۰۱۱).

گرچه که از آن زمان که جامعه علمی تعریف یک موسسه خانوادگی را به عنوان اولین و بارزترین چالش شناخته است می گذرد، لیکن در حال حاضر نیز این سوال هنوز مطرح است. در واقع یک تعریف مورد قبول عموم وجود ندارد که بر اساس آن چارچوبی ایجاد گردد و رویکردهای مختلف با هم ترکیب شوند. تفاوت فاحشی میان شرکت های خانوادگی و سایر شرکت ها وجود دارد: شرکت های خانوادگی سعی می کنند شرکت را از یک نسل بعدی منتقل نمایند. در نتیجه این شرکت ها با ریسک ها و چالش های تجاری متفاوتی نسبت به سایر شرکت ها مواجه می شوند. یک کسب و کار خانوادگی، خانواده، کسب و کار و مالکیت را با یکدیگر ترکیب می کند؛ اگرچه که فرض می شود این حوزه ها مستقل از یکدیگرند ولی در شرکت های خانوادگی این سه حوزه به شدت به هم وابسته اند.

جدول ۱. پژوهش های شرکت های خانوادگی چگونه گسترش یافته است؟ (زهرا و شارما^{۳۳}، ۲۰۰۴)

دهه ۱۹۸۰	تا اواسط دهه ۱۹۹۰	از اواسط ۱۹۹۰ به بعد
نبودن تجزیه و تحلیل سیستماتیک و دقت علمی، مبتنی بر پروژه های مشاوره ای بودن، تعداد اندک پژوهشگران، تأکید بر توارث	روش های متنوع، تعداد بیشتر پژوهشگران و موضوعات بیشتری شامل: <ul style="list-style-type: none"> • توارث • پویایی روابط میان افراد • عملکرد • مشاوره • جنسیت و قومیت گرایی 	عمق آگاهی هنوز محدود و کم است بیشتر تحلیل های سیستماتیک و زمینه ساز نظری است بیشتر پژوهشگران از قواعد عمومی پیروی می کنند تأکید بر موضوعات مختلف از جمله: <ul style="list-style-type: none"> • توارث • عملکرد

³⁰ Rouf & Al-Harun

³¹ Zahra & Sharma

³² Wright & Kellermanns

³³ Zahra & Sharma

<ul style="list-style-type: none"> • حاکمیت و شیوه اداره • منابع • تعارض • کارآفرینی / نوآوری • بین المللی شدن • حرفه ای گرایی • جنسیت و قومیت گرایی 		
---	--	--

معمولاً در شرکت های خانوادگی "تعهد" با شدت زیادی دیده می شود. اغلب مالکیت یک شرکت خانوادگی به عنوان هدیه ای از نسل قبل و یا تعهدی به نسل بعدی در نظر گرفته می شود. هدف شرکت خانوادگی انتقال شرکت به نسل بعدی با وضعیتی بهتر از زمان دریافت آن از نسل قبلی است. در شرکت های خانوادگی استراتژی های بلندمدت نسبت به موفقیت های موقتی مطلوبیت بیشتری دارد. این تفکر، عملکرد را به شدت متأثر می سازد. تعهد بلندمدت و فعال شرکت خانوادگی به کسب و کار، عملکرد شرکت را بهبود خواهد بخشید. معمولاً در شرکت های خانوادگی ساختار سرمایه در تراز نامه رقم قابل توجهی است. دلایل این امر می تواند نیاز به آمادگی جهت استقلال آتی از حضور سرمایه گذاران و همچنین تضمین تداوم واحد تجاری باشد.

۳. بحث و نتیجه گیری

کسب و کارهای خانوادگی، قدیمی ترین نوع سازمان های تجاری هستند. در بیشتر کشورها کسب و کارهای خانوادگی بیش از ۱۰ درصد کل تجارت را به خود اختصاص داده اند و نقش کلیدی در رشد اقتصاد و اشتغال زایی ایفا می کنند. دامنه کسب و کارهای خانوادگی از شرکت های کوچک یا متوسط تا شرکت های بزرگ که در چندین صنعت و کشور کار می کنند، امتداد دارد. ساختار مالکیتی شرکت های خانوادگی، موجب تفاوت هایی با شرکت های غیرخانوادگی گردیده است که همین امر، بررسی ابعاد و مفاهیم مختلف را در شرکت های خانوادگی ضروری ساخته است. از طرفی، با توجه به وجود تعداد قابل توجهی شرکت خانوادگی در بورس اوراق بهادار، بررسی جنبه های مختلف این شرکت ها از اهمیت زیادی برخوردار است. هر شرکت مجموعه ای از روابط و قراردادهاست؛ که در این باره می توان به روابط میان مالک-مدیر، سهامداران اکثریت-اقلیت، و اعتباردهندگان-شرکت اشاره کرد. در این میان برخی از گروه ها نسبت به دیگران دارای مزیت های اطلاعاتی هستند که این پدیده در اقتصاد با عنوان "عدم تقارن اطلاعاتی" شناخته می شود و سبب ایجاد هزینه های نمایندگی (تعارض میان منافع سهامداران و مدیریت) می شود. به سبب ساختار و ویژگی های مالکیت خانوادگی، انتظار می رود که مالکان خانوادگی حساسیت بیشتری نسبت به افزایش ارزش شرکت داشته باشند، که منجر به انگیزه های بیشتری نسبت به شرکت های غیرخانوادگی برای کنترل کردن هزینه ها از طریق افشای بهتر و از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی می شود. انتظار می رود که شرکت های خانوادگی نسبت به شرکت های غیرخانوادگی انگیزه های متفاوتی برای کنترل مسائل نمایندگی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی داشته باشند. از این رو بررسی عامل خانوادگی بودن شرکت می تواند درک بهتری از راهبری شرکت های خانوادگی ارائه دهد.

۴. منابع

1. Asava, A. F. (2013). *The Relationship between Ownership Structure and Financial Performance of Commercial Banks in KENYA*. Doctoral dissertation, SCHOOL OF BUSINESS, UNIVERSITY OF NAIROBI.
2. Bohdanowicz, L., & Urbanek, G. (2013). The impact of ownership structure on intellectual capital efficiency: Evidence from the polish emerging market.
3. Chen, Z., Cheung, Y. L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 431-449.
4. Driffield, N., Mahambare, V., & Pal, S. (2007). How does ownership structure affect capital structure and firm value? Recent evidence from East Asia 1. *Economics of Transition*, 15(3), 535-573.
5. Huang, M., Li, P., Meschke, F., & Guthrie, J. P. (2015). Family firms, employee satisfaction, and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 34, 108-127.
6. Iskandar, T. M., Bukit, R. B., & Sanusi, Z. M. (2012). The Moderating Effect of Ownership Structure on the Relationship between Free Cash Flow and Asset Utilization. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 8(1).
7. Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter?. *International Review of Financial Analysis*, 41, 148-161.
8. O'Boyle Jr, E. H., Pollack, J. M., & Rutherford, M. W. (2012). Exploring the relation between family involvement and firms' financial performance: A meta-analysis of main and moderator effects. *Journal of Business Venturing*, 27(1), 1-18.
9. Osuoha, J. I. (2013). Financial Engineering, Corporate Governance and Nigeria Economic Development. *Journal of Financial Risk Management*, 2(04), 61.
10. Rouf, M., & Al-Harun, A. (2011). Ownership structure and voluntary disclosure in annual reports of Bangladesh. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 5(1), 129-139.
11. San Martin-Reyna, J. M., & Duran-Encalada, J. A. (2012). The relationship among family business, corporate governance and firm performance: Evidence from the Mexican stock exchange. *Journal of Family Business Strategy*, 3(2), 106-117.
12. Shah, S. Z. A., & Hussain, Z. (2012). Impact of ownership structure on firm performance evidence from non-financial listed companies at Karachi Stock Exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*, 84, 6-13.
13. Tao, L. I., Laixiang, S. U. N., & Liang, Z. O. U. (2009). State ownership and corporate performance: A quantile regression analysis of Chinese listed companies. *China Economic Review*, 20(4), 703-716.
14. Uygur, U. (2013). Determinants of causal ambiguity and difficulty of knowledge transfer within the firm. *Journal of Management & Organization*, 19(6), 742-755.
15. Wagner, D., Block, J. H., Miller, D., Schwens, C., & Xi, G. (2015). A meta-analysis of the financial performance of family firms: Another attempt. *Journal of Family Business Strategy*, 6(1), 3-13.
16. Wright, M., & Kellermanns, F. W. (2011). Family firms: A research agenda and publication guide. *Journal of Family Business Strategy*, 2(4), 187-198.
17. Zahra, S. A., & Sharma, P. (2004). Family business research: A strategic reflection. *Family Business Review*, 17(4), 331-346.

The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on the Investment Efficiency of Family Companies Accepted in the Stock Exchange

Hamid Heidari¹

Mehdi Khoshnoud *²

Date of Receipt: 2019/03/28 Date of Issue: 2019/06/01

Abstract

The corporate ownership structure can be very diverse and a wide range of real and legal stakeholders can play a part in this structure. The presence of a true shareholder from a family or a family with a high percentage of shares or their presence on the board represents a kind of family ownership of the company. Family-based companies can create a duplicate incentive for them to provide a better status and better performance. The importance of family firms in the world of economics is huge, and for this purpose, the purpose of this study is to examine the ownership structure of family firms and how they operate. This article is in the form of a review article focusing on family firms.

Keyword

Corporate governance, ownership structure, family firms

1. Department of Business Administration, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran

2. Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran

Email: khoshnood.mehdi42@gmail.com