

بررسی تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر کارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*

سید احمد خلیفه سلطانی
استادیار گروه حسابداری، دانشگاه الزهرا (س)
اللهه عباسی ملک‌آبادی
دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه الزهرا (س)

چکیده

بهترین نظام راهبری شرکتی با توجه به شرایط خاص هر کشور، سیستمی است که کارایی بالاتر در شرکت‌ها را به همراه داشته باشد. هدف این پژوهش بررسی رابطه برخی از سازوکارهای نظام راهبری شرکتی با کارایی شرکت‌ها می‌باشد که درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی، درصد مالکیت دولت، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و نسبت بدهی، به عنوان سازوکارهای راهبری مورد بررسی در ۱۵۲ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ انتخاب شد. امتیاز کارایی شرکت‌ها بر اساس روش تحلیل پوششی داده‌ها محاسبه و از مدل رگرسیون توییت برای آزمون فرضیه‌ها استفاده گردید. نتایج بیانگر آن است که بین درصد مالکیت دولت و نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی با کارایی شرکت‌ها رابطه معنادار و مثبت وجود دارد. بررسی رابطه غیرخطی نشان داد که افزایش مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی تا آستانه ۴۵٫۲۲ درصد کارایی شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد و بعد از آن کاهش کارایی را به دنبال خواهد داشت. در حالی که رابطه غیرخطی بین درصد مالکیت دولت با کارایی شرکت‌ها تایید نشد. همچنین بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و نسبت بدهی با کارایی شرکت‌ها رابطه معناداری مشاهده نگردید.

واژگان کلیدی

نظام راهبری شرکتی، کارایی، رگرسیون توییت، تحلیل پوششی داده‌ها

* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۶/۰۵ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۱/۰۸/۳۰

نشانی پست الکترونیکی نویسنده: elahe.abasi@yahoo.com (اللهه عباسی ملک‌آبادی)

۱- مقدمه

شرکت‌ها به یک نهاد قدرتمند و حیاتی تبدیل شده‌اند؛ با ظهور جهانی شدن، پراکندگی مالکیت در شرکت‌ها بیشتر و کنترل‌های حاکمیتی کمتر شده است که در نتیجه نیاز به پاسخگویی را مشهودتر کرده است. از سوی دیگر با رسوایی شرکت‌های بزرگ و وقوع بحران‌های مالی، سهامداران اعتمادشان را از دست داده‌اند و ارزش بازار فوق‌العاده تحت تأثیر قرار گرفته است. از این رو سیاستمداران، قانون‌گذاران و فعالان بازار سرمایه می‌کوشند تا هر چه سریع‌تر در جهت بهبود اوضاع و برگشت اعتماد به بازارهای جهانی اقدام کنند. در راستای این هدف، نظام راهبری شرکتی به عنوان کلید اصلی حل مساله نمایندگی و بهبود نگرانی سرمایه‌گذاران مطرح گردید. می‌توان نظام راهبری شرکت را مجموعه قوانین و مقررات، ساختارها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی دانست که موجب دستیابی به هدف پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌گردد. نظام راهبری شرکتی برای دستیابی به این اهداف از سازوکارهای برون سازمانی و درون سازمانی استفاده می‌کند (حساس یگانه، ۱۳۸۵). هیأت مدیره، کمیته حسابرسی، حساب‌برسان داخلی و کنترل‌های داخلی از جمله ابزارهای درونی نظام راهبری شرکتی محسوب می‌شود و حساب‌برسان مستقل، تدوین کنندگان مقررات، مشارکت کنندگان در بازار سرمایه و اعتباردهندگان نمونه‌هایی از سازوکارهای بیرونی نظام راهبری شرکتی می‌باشد که این پژوهش به بررسی تاثیر معیارهای نظام راهبری شرکتی در گروه ساختار مالکیت، ویژگی‌های هیأت مدیره و ساختار سرمایه بر کارایی شرکت‌ها می‌پردازد.

از سوی دیگر امواج گسترده خصوصی سازی در دهه‌های اخیر، اقتصادهای جهان را فراگرفته است و نظام راهبری شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار داده است. خصوصی سازی یا به عبارتی انتقال مالکیت از دولت به بخش خصوصی یکی از مهم‌ترین و بحث برانگیزترین جنبه‌های گذر از اقتصادهای سوسیالیستی به اقتصاد بازار است که با ایجاد مجموعه‌ای از تغییرات در انگیزه‌ها، اهداف، استراتژی و سازماندهی شرکت‌ها، نهایتاً به تغییر در عملکرد شرکت‌ها منجر می‌شود. موفقیت‌ها در زمینه خصوصی سازی از جنبه روش‌های انتخاب شده و نوع مالکیت شرکت‌های خصوصی شده، برای کشورهای مختلف در حال گذار یکنواخت نبوده است (اسپرینگر ۲۰۱۱). در ایران خصوصی سازی از طریق بورس اوراق بهادار صورت می‌گیرد و تامین اجتماعی، صندوق بازنشستگی کشوری و سایر نهادهای عمومی غیردولتی از مهم‌ترین گروه‌های سرمایه گذار عمده در شرکت‌های بورسی می‌باشند. حضور نهادهای عمومی غیردولتی در فرایند خصوصی سازی در ایران، بحثی است که توجه محققان، صاحب‌نظران و فعالان بازار سرمایه را به خود جلب کرده است.

گروهی حضور فعال این نهادها را در فرایند خصوصی سازی ایران مطلوب و حتی ضروری می‌دانند و گروهی دیگر معتقدند این روند خصوصی سازی تغییر لوگویی بیش نیست که دخالت دولت در شرکت‌ها را همچنان باقی نگه داشته است. از این رو بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها با تأکید بر روند خصوصی سازی در ایران یکی از اهداف انجام این پژوهش است که با توجه به دیدگاه‌های متفاوت در خصوص حضور و نفوذ سهامداران نهادی و دولت در شرکت‌ها، علاوه بر به دست آوردن جهت این تأثیر به دنبال بررسی امکان یافتن آستانه‌ای بهینه برای نفوذ این گروه از سهامداران در عملکرد شرکت‌ها نیز می‌باشد.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۲-۱- سهامداران نهادی

نظارت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از جمله مهم‌ترین نقش‌هایی است که در مقوله حضور سرمایه گذاران نهادی و تأثیر آن‌ها بر عملکرد شرکت‌ها به آن پرداخته شده است. بریکلی و همکاران^۲(۱۹۸۸)، سرمایه گذاران نهادی را با توجه به روابط تجاری بالقوه با شرکت سرمایه پذیر و در نتیجه درجه حساسیت آن‌ها برای اعمال فشار بر مدیران و نظارت بر تصمیمات آن‌ها به سه گروه تقسیم کردند: گروه اول در این تقسیم بندی، گروه‌های غیر حساس به فشار؛ مانند صندوق‌های بازنشستگی می‌باشند. گروه دوم، گروه‌های حساس به فشار مانند بیمه‌ها، بانک‌ها را شامل می‌شود و گروه سوم، گروه‌هایی هستند که حساسیت آن‌ها نسبت به فشار نامشخص است؛ صندوق بازنشستگی شرکت، مؤسسات سرمایه گذاری، شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری و مالکان نهادی با مالکیت کمتر از یک درصد سهام در این گروه قرار می‌گیرند. به اعتقاد بریکلی و همکاران، فقط نهادهای غیر حساس به فشار از مساله تضاد منافع آزاد هستند و می‌توانند به طور مؤثر بر مدیریت نظارت کنند. اما نهادهای حساس به فشار در نقش نظارت به صورت سرمایه‌گذارانی منفعل عمل می‌کنند؛ چرا که نگران به خطر افتادن روابط تجاری خود با شرکت‌های سرمایه پذیر می‌باشند. کرن و همکاران^۳(۲۰۰۷)، مالکیت بیشتر سهام را یکی از عوامل نظارت موثرتر سرمایه گذاران نهادی بر شرکت‌ها دانستند. سرمایه گذاران نهادی با مالکیت سهام بیشتر، انگیزه، منابع، فرصت و توانایی لازم برای نظارت بر مدیران را دارا می‌باشند (الیاسیانی و جیا،^۴ ۲۰۱۰). با توجه به آنچه گفته شد می‌توان نتایج دخالت سرمایه گذاران نهادی را در شرکت‌ها مخلوط در نظر گرفت.

۲-۲- مالکیت دولت

یافته‌های پژوهش‌های متعدد همچنان این سوال تجربی را باقی گذاشته است که آیا حضور دولت در شرکت‌ها به عنوان یک سهامدار، به انحصار شرکت‌ها در جهت منافع سیاسی منجر خواهد شد و یا ارائه حمایت‌های سیاسی و تجاری در جهت منافع سهامداران را به دنبال خواهد داشت (لیو و یانگ^۵، ۲۰۱۲). بر اساس فرضیه دست گیرنده دولت، سیاستمداران به سمت تامین بهره و منافع گروهی خاص تمایل دارند. گروهی که می‌توان آن‌ها را رأی دهندگان خاص برای دولت تعریف کرد. در صورتی که دولت با منش دست گیرنده رفتار کند، هدف اصلی از وضع قوانین و مقررات، حمایت از رأی دهندگان سیاسی خاص می‌باشد و نه حداکثر کردن رفاه و ثروت اجتماعی. در مقابل، فرضیه دست کمک دهنده دولت بیان می‌دارد که سیاست گذاران بر منابع عمومی تاکید می‌کنند؛ بنابراین این انتظار می‌رود که هدف آن‌ها از اصلاحات انجام شده بهبود کارایی در تخصیص منابع باشد (ماسیاندارو^۶، ۲۰۰۸). بر اساس دیدگاه تیان و استرین^۷ (۲۰۰۸)، با افزایش اندازه سهام، دولت می‌تواند کنترل بیشتری بر روی شرکت‌ها اعمال کند و با افزایش مداخله سیاسی، ثروت شرکت‌ها را به سمت استفاده‌های سیاسی خود منحرف سازد اما این امکان نیز وجود دارد که مالکیت دولت، بیشتر از یک آستانه به بهبود عملکرد شرکت‌ها منجر شود.

۲-۳- دوگانگی وظیفه مدیرعامل

حضور مدیرعامل شرکت در نقش رئیس هیات مدیره در واقع تمرکز دو وظیفه اجرایی و نظارت در یک شخص واحد می‌باشد. در این حالت که رهبری مرکب نامیده می‌شود، نقش نظارت دچار اختلال می‌گردد (هنتیگالا و آرمسترانگ^۸، ۲۰۱۱). مخالفان تصدی این دو نقش به وسیله فرد واحد معتقدند که جدایی رئیس هیات مدیره و مدیرعامل مزایایی نظیر اجتناب از جانبداری و فرصت طلبی مدیر، افزایش نظارت موثر هیات مدیره، وجود فرد دیگری در سمت رئیس هیات مدیره برای توصیه به مدیرعامل و استقلال بین هیات مدیره و مدیریت را به همراه خواهد داشت (ادیاله^۹، ۲۰۱۰). دیدگاه دیگری در نقطه مقابل این دیدگاه بیان می‌دارد که جمع شدن هر دو نقش در فرد واحد به دلیل مزیت اطلاعاتی مدیرعامل، فرایند تصمیم‌گیری را تسریع و بهبود می‌بخشد. نظریه مباشرت، وحدت وظیفه مدیرعامل و رئیس هیات مدیره را پیشنهاد می‌کند؛ چرا که با توجه به نظریه مباشرت، مدیر در جهت منافع سهامداران حرکت خواهد کرد و هزینه‌های نمایندگی در شرکت حداقل می‌باشد؛ از این رو وجود مدیرعامل در نقش رئیس هیات مدیره می‌تواند تصمیم‌گیری را تسریع کند و عملکرد شرکت را بهبود بخشد (عبداله و ولنتاین^{۱۰}، ۲۰۰۹).

۲-۴- نسبت بدهی

نظریه جریان نقد آزاد برای اولین بار توسط جنسن^{۱۱} (۱۹۸۶) و به دنبال ارائه پاسخی به این پرسش مطرح شد که چطور مدیران یک شرکت انگیزه پیدا می‌کنند تا وجه نقد شرکت را در سرمایه‌گذاری‌هایی با بازده پایین سرمایه‌گذاری کنند و یا وجه نقد را با ناکارآمدی برای شرکت به هدر دهند. این نظریه بیان می‌دارد که بدهی بالا به عنوان یک سیستم انضباطی برای شرکت عمل می‌کند که با تهدید به انحلال شرکت، مدیران را از حیف و میل وجه نقد شرکت باز می‌دارد. این وضعیت حاکی از اثر مثبت بدهی بر عملکرد شرکت‌ها می‌باشد. اما از سوی دیگر هزینه نمایندگی می‌تواند از تضاد میان سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به وجود آید. این تضاد زمانی شدت می‌گیرد که ریسک کوتاهی وجود داشته باشد. مایرز^{۱۲} (۱۹۷۷) این ریسک را سرمایه‌گذاری ناکافی و یا فزونی بدهی عنوان کرد. در این مورد بدهی اثر منفی بر عملکرد شرکت خواهد داشت (مارگاریتس و پسیلاکی^{۱۳}، ۲۰۱۰).

۲-۵- پیشینه‌ی تحقیق

یوان و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۸)، با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌ها در دوره ۲۰۰۱-۲۰۰۵ به بررسی تأثیر مالکیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت‌ها در چین پرداختند. آن‌ها به این نتیجه دست یافتند که مالکیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری اثر مثبت بر عملکرد شرکت‌ها دارد. تیان و استرین (۲۰۰۸)، با توجه به روند خصوصی سازی در چین، نشان دادند که کیوی توپین در شرکت‌های کاملاً خصوصی به نحو با اهمیتی بالاتر از شرکت‌هایی است که دولت در آن‌ها همچنان مالک می‌باشد. آن‌ها در مقایسه عملکرد شرکت‌ها به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌هایی که سهامدار غالب (سهامداری با مالکیت بالای ۵۰ درصد) و همچنین بزرگ‌ترین سهامدار آن‌ها دولت می‌باشد، نسبت به شرکت‌هایی که سهامدار غالب و بزرگ‌ترین سهامدار آن‌ها دولت نمی‌باشد، کیوی توپین پایین‌تری دارند. جنبه مهم در این پژوهش، بررسی امکان وجود رابطه غیرخطی بین ارزش شرکت و مالکیت دولت بود. نتایج نشان داد که افزایش مالکیت دولت تا آستانه ۲۵ درصد اثر منفی بر عملکرد شرکت دارد و با افزایش میزان مالکیت دولت، بیشتر از این آستانه، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. لین^{۱۵} (۲۰۱۰)، به بررسی وجود یک آستانه بهینه برای تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش شرکت‌ها پرداخت. نمونه او شامل ۲۲۱ شرکت تایوانی بود. نتایج این بررسی، نشان داد که وقتی میزان مالکیت سهامداران نهادی کمتر از ۸۱/۲ درصد می‌باشد، رابطه‌ای میان عملکرد شرکت و مالکیت نهادی وجود ندارد. اما زمانی که مالکیت نهادی به بیش از ۸۱/۲ درصد می‌رسد، با افزایش یک درصد در میزان مالکیت نهادی، کیوی توپین

۱/۲۵ درصد افزایش می‌یابد. ادیاله (۲۰۱۰)، به بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره بر عملکرد شرکت‌ها پرداخت. نتایج این پژوهش نشان داد که بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل با معیار بازده سرمایه رابطه منفی و با معیار بازده سرمایه به کار گرفته شده، رابطه مثبت و قوی وجود دارد. در این پژوهش، بازده سرمایه به کار گرفته شده، نسبت سود بعد از مالیات به سرمایه انتشار یافته به اضافه اندوخته بود. مارگاریتس و پسیلاکی (۲۰۱۱)، در نمونه‌ای از شرکت‌های فرانسوی ارتباط میان امتیاز کارایی به دست آمده بر اساس روش تحلیل پوششی داده‌ها برای هر شرکت و ساختار سرمایه شرکت را مورد بررسی قرار دادند. در مرحله اول پژوهش یافته‌ها بیانگر آن بود که بدهی بالاتر با کارایی بالاتر شرکت همراه می‌باشد. همچنین شرکت‌های کارآمدتر با سطوح نسبتاً پایین‌تر بدهی، تمایل بیشتری برای نسبت‌های بالاتر بدهی دارند.

این پژوهش می‌کوشد تا با بررسی ساختار مالکیت خاص شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پس از خصوصی سازی و توجه به سایر سازوکارهای راهبری شرکتی در گروه ویژگی‌های هیأت مدیره و ساختار سرمایه، گامی در جهت شناخت بهترین و کارآمدترین نظام راهبری شرکتی، سازگار با اقتصاد در حال گذار ایران بردارد. بر این اساس چهار فرضیه به شرح زیر تدوین گردید:

فرضیه اول: بین درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی با کارایی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین درصد مالکیت دولت با کارایی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
فرضیه سوم: بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل با کارایی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین نسبت بدهی با کارایی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

۳- روش شناسی تحقیق

۳-۱- جامعه و نمونه آماری

قلمرو مکانی این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی دوره ۵ ساله ۱۳۸۵-۱۳۸۹ می‌باشد. جامعه آماری در این پژوهش، شرکت‌هایی را شامل می‌شود که سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد، طی سال‌های مالی مذکور تغییر سال مالی نداده باشند، صورت‌های مالی کامل شرکت و یادداشت‌های همراه آن به طور کامل در دسترس باشد و جزء شرکت‌های سرمایه گذاری یا واسطه‌گری مالی نباشند. بدین ترتیب با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی تعداد ۱۵۲ شرکت انتخاب شد.

۲-۲-۳- تعریف متغیرهای تحقیق

۱-۲-۳- متغیرهای مستقل

نهادهای عمومی - غیردولتی: مؤسسات و نهادهای عمومی غیر دولتی از نظر قانون محاسبات، واحد های سازمانی مشخصی هستند که با اجازه قانون به منظور انجام وظایف و خدماتی که جنبه عمومی دارد تشکیل شده یا می‌شوند (ماده ۵۱۳۰ و ۵۱۳۱ ق. محاسبات). نهادهای انقلابی: نهادهایی که بنا بر نیاز دوران پس از انقلاب با تصویب مراجع قانون گذاری به وجود آمده‌اند (تبصره ماده واحده مصوبه شورای انقلاب مورخ ۱۳۵۹/۵/۲۵). به عبارت دیگر، به سازمان‌ها و بنیادهایی که پس از پیروزی انقلاب اسلامی برای تحقق بخشیدن به اهداف انقلاب ایجاد شد، «نهادهای انقلابی» گفته می‌شود. شرکت‌های دولتی: طبق بند ۴ قانون محاسبات کشور، بنگاه‌های دولتی شامل بنگاه‌هایی هستند که بیش از نیمی از سهام آن‌ها به دولت یا بنگاه‌های دولتی دیگر تعلق دارد و بر این اساس، مدیریت آن از سوی مسئولان رسمی دولت تعیین می‌شود. دوگانگی وظیفه مدیرعامل: به حالتی اطلاق می‌شود که سمت مدیر عامل و رئیس هیات مدیره شرکت در فرد واحدی جمع باشد. در این پژوهش اگر مدیرعامل و رئیس هیات مدیره یک نفر باشد این متغیر عدد یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد. نسبت بدهی: در این پژوهش نسبت بدهی عبارت است از نسبت کل بدهی به کل دارایی.

۲-۲-۳- متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش امتیاز کارایی تعدیل شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که در مرحله اول امتیاز کارایی شرکت‌ها با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) و مدل CCR به دست آمد و سپس با تعدیلاتی به شاخص ناکارایی تبدیل شد.

۳-۲-۳- متغیر کنترلی

در این پژوهش، اندازه شرکت می‌باشد که از لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌ها به دست آمد. شرکت‌های بزرگ ممکن است امتیازات اقتصادی ویژه‌ای مانند دسترسی بهتر به اعتبارات بانکی داشته باشند که می‌تواند عملکرد شرکت را بهبود بخشد.

۴-۲-۳- متغیر مجازی

در این پژوهش با توجه به نفوذ شرکت‌های اصلی بر شرکت‌های تابعه خود، شرکت فرعی بودن به عنوان متغیر مجازی در نظر گرفته شد. در صورتی که شرکت تحت کنترل شرکت اصلی باشد این متغیر یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

محاسبه امتیاز کارایی شرکت‌ها

در فن DEA فرض می‌شود که برای سنجش کارایی، N واحد سازمانی مشابه وجود دارد که تصمیم گیرنده درصدد ارزیابی آنهاست. واحدهای سازمانی مشابه دارای m نهاد و S ستانده هستند. برای استفاده از تکنیک DEA جهت ارزیابی کارایی هر یک از واحدهای تصمیم‌گیری باید یک مدل برنامه ریزی خطی ساخت. بر اساس این مدل می‌توان کارایی نسبی هر یک از واحدها را با سایر واحدها مقایسه نمود. منطق مدل‌سازی بر این اصل استوار است که ابتدا یک واحد تصمیم‌گیری الگو تعریف می‌شود. این واحد از ترکیب بهینه نهاده‌ها و ستانده‌های واحد تصمیم‌گیری حاصل خواهد شد که لزوماً بر روی مرز کارا قرار دارد و ملاک سنجش کارایی نسبی واحدهای دیگر قرار می‌گیرد. اگر مجموع وزنی ستانده‌های یک واحد تصمیم‌گیری نسبت به مجموع وزنی نهاده‌های آن مساوی یک باشد، می‌توان گفت این واحد بر روی مرز کارا قرار گرفته است، پس این واحد کاراست ولی چنانچه کمتر از یک باشد می‌توان گفت پایین‌تر از مرز کارا قرار گرفته است و طبیعتاً غیرکارا خواهد بود (آذر، ۱۳۷۹).

در این پژوهش برای به دست آوردن امتیاز کارایی شرکت‌ها با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها، از مدل CCR با دیدگاه ورودی محور استفاده شد. در الگوی DEA با دیدگاه ورودی، به دنبال به دست آوردن ناکارایی فنی به عنوان نسبتی می‌باشیم که، بایستی در ورودی‌ها کاهش داده شود تا خروجی، بدون تغییر بماند و واحد در مرز کارایی قرار گیرد. متغیرهای بهای تمام شده کالای فروش رفته، سرمایه و جمع کل دارایی‌ها، متغیرهای ورودی (نهاد) و همچنین درآمد کل، متغیر خروجی (ستانده) مورد استفاده در این پژوهش می‌باشند که با استفاده از نرم افزار MaxDEA امتیاز کارایی شرکت‌ها محاسبه شد. دامنه امتیاز کارایی محاسبه شده بین صفر و یک می‌باشد. جدول ۱ آماره توصیفی امتیاز کارایی حاصل از مدل CCR را نشان می‌دهد.

جدول ۱- آماره توصیفی امتیاز کارایی مدل CCR

سال	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹
میانگین	۰/۶۷۱	۰/۶۷۰	۰/۵۴۳	۰/۶۲۹	۰/۶۱۰
انحراف معیار	۰/۱۴۶	۰/۱۴۵	۰/۱۲۵	۰/۱۴۷	۰/۱۳۶
ماکزیمم	۱	۱	۱	۱	۱
مینیمم	۰/۲۵۸	۰/۲۳۰	۰/۲۴۷	۰/۲۷۰	۰/۲۹۰

بررسی امتیاز کارایی شرکت‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌ها در طی این دوره می‌توانستند به ترتیب ۳۲/۹، ۳۳، ۴۵/۷، ۳۷/۱ و ۳۹ درصد از منابع اولیه خود را کاهش دهند؛ درحالی‌که به همان سطح از درآمد دست یابند.

تعدیل امتیاز کارایی شرکت‌ها

در این پژوهش برای به دست آوردن رابطه میان متغیرهای نظام راهبری شرکتی و کارایی شرکت‌ها از مدل رگرسیون توییت استفاده گردید. مدل‌های توییت که گاهاً رگرسیون‌های سانسور شده نیز نامیده می‌شوند، در شرایطی که در مورد متغیر وابسته یک حد بحرانی در سمت راست یا چپ مشاهده شود مورد استفاده قرار می‌گیرند. گرین^{۱۶} (۱۹۹۳) پیشنهاد داد که امتیازات کارایی به دست آمده قبل از ورود به مدل رگرسیون توییت با استفاده از فرمول $IE = \frac{1}{\text{امتیاز کارایی}} - 1$ به شاخص ناکارایی تبدیل شوند. در این حالت داده‌های متغیر وابسته در دامنه صفر تا مثبت بی نهایت قرار می‌گیرد. بدین ترتیب قید وارد شده بر داده‌ها در سمت چپ قرار گرفته و سانسور داده‌های متغیر وابسته در مقدار صفر، صورت می‌گیرد (سوئیشی و همکاران^{۱۷}، ۲۰۱۰). در مدل‌های توییت، سانسور داده‌ها از یک سمت تخمین‌های حاصل را معتبرتر می‌سازد؛ از این رو در این پژوهش قبل از ورود داده‌های مربوط به امتیاز کارایی شرکت‌ها به مدل توییت، با استفاده از فرمول پیشنهادی گرین امتیازات کارایی به شاخص ناکارایی تبدیل شد.

۳-۳- آزمون فرضیه‌ها

به منظور بررسی رابطه بین متغیرهای نظام راهبری شرکتی و امتیاز کارایی تعدیل شده شرکت‌ها، در این پژوهش از نرم افزار STATA و مدل رگرسیون توییت به شرح زیر استفاده شد.

$$IE_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 + \beta_1(INSTIT_{jt}) + \beta_{11}(INSTIT_{jt})^2 + \beta_2(GOVER_{jt}) + \beta_{22}(GOVER_{jt})^2 + \beta_3(CEO\ Duality_{jt}) + \beta_4(LEV_{jt}) + \beta_5(LNSIZE_{jt}) + \beta_6(SUBSID_{jt}) + \epsilon_{jt}$$

در تشریح این فرمول، اندیس j بیانگر واحد (شرکت)، t بیانگر دوره زمانی (سال)، IE : شاخص ناکارایی، $INSTIT$: درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی، $GOVER$: درصد مالکیت دولت، $CEO\ Duality$: دوگانگی وظیفه مدیرعامل، LEV : نسبت کل بدهی به کل دارایی، $LNSIZE$: لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌ها و $SUBSID$: فرعی بودن شرکت می‌باشد. $(INSTIT_{jt})^2$ و $(GOVER_{jt})^2$ برای بررسی امکان غیرخطی بودن

رابطه بین مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی و مالکیت دولت با کارایی شرکتها وارد مدل شدند.

۳-۳-۱- انتخاب مدل داده‌ها

در استفاده از داده‌های پنل انتخاب الگوی مناسب آزمون اهمیت دارد. برای تعیین نوع مدل مورد استفاده در داده‌های ترکیبی از آزمون‌های مختلفی استفاده می‌شود. بر اساس دیدگاه‌های جاج در خصوص انتخاب روش مطلوب از بین روش‌های اثرات ثابت و تصادفی زمانی که N بزرگ و T کوچک باشد و فروض اثرات تصادفی برقرار باشد؛ تخمین زن‌های اثرات تصادفی کاراتر از تخمین زن‌های اثرات ثابت می‌باشند. تیلور نشان داده است که زمانی که $T \geq 3$ و $N-K \geq 9$ (که K تعداد متغیرهای توضیحی است) این عبارت درست است (گجراتی، ۱۹۹۵). بر این اساس در این مدل اثرات تصادفی در مقابل اثرات ثابت انتخاب شد.

۳-۳-۲- آزمون حداکثر درست نمایی

آزمون حداکثر درست نمایی آزمون انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در مقابل اثرات تصادفی می‌باشد که نتایج این آزمون در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲- آزمون حداکثر درست نمایی

آماره کای- دو	درجه آزادی	سطح معنی داری
۱۹۱/۲۲	۱	۰/۰۰۰۰

مقدار آماره کای- دو جدول در سطح معنی داری یک درصد برابر با ۶,۶۳۴۹ می‌باشد که کوچک‌تر از آماره کای- دو خروجی نرم افزار است و بیانگر پذیرش الگوی اثرات تصادفی می‌باشد.

معنی داری کلی مدل رگرسیون:

برای آزمون معنی داری کلی مدل رگرسیون تخمین زده شده نهایی از دو آزمون والد و حداکثر درست نمایی استفاده شده است که نتایج آن در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳- مقادیر آماره والد و حداکثر درست نمایی

آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	درجه آزادی
والد	۷۱/۸۶	۰/۰۰۰۰	۴
حداکثر درست نمایی	۷۷/۷۳	۰/۰۰۰۰	۴

میزان آماره کای- دو جدول در سطح معنی داری ۱ درصد و در ۴ درجه آزادی برای برابر با ۱۳/۲۷۶ می‌باشد. در حالی که مقدار آماره کای دو مدل برای آماره والد برابر با

۷۱/۸۶ که نشان دهنده معنی داری کلی رگرسیون برازش شده دارد. همچنین آماره آزمون حداکثر درست نمایی برابر با ۷۷/۷۳ می‌باشد که در سطح معنی‌داری یک درصد نشان دهنده معناداری کلی مدل می‌باشد.

۴- یافته‌های تحقیق

جدول ۴ و ۵ آماره توصیفی متغیرهای مدل رگرسیون توییت را نشان می‌دهد.
جدول ۴- آمار توصیفی متغیرهای مدل رگرسیون توییت

آماره متغیر	INSTIT	GOVER	LEV	LNSIZE
میانگین	۲۸/۵۳۲۱۳	۴/۵۹۹۱۰۴	۰/۶۶۲۲۲۹	۵/۷۹۰۸۹۸
میانه	۹/۰۶	۰	۰/۶۴۴۶۶۸۱	۵/۶۹۵۶۹
انحراف معیار	۳۳/۳۸۱۰۳	۱۲/۹۰۶۶۶	۰/۲۴۶۳۱۶	۰/۶۰۶۷۹۳
حداقل	۰	۰	۰/۱۸۰۲۸۲	۳/۹۲۴۶۴
حداکثر	۹۷/۹۵	۹۹	۲/۶۶۳۳۳	۷/۹۵۶۷۸

آماره‌های توصیفی میانگین درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی را ۲۸/۵۳ نشان می‌دهد که تفاوت آن با مقدار میانه (۹/۰۶) زیاد می‌باشد. همچنین دامنه داده‌ها برای این متغیر ۹۷/۹۵ درصد است. متغیر درصد مالکیت دولت با دامنه ۹۹ درصد دارای میانگین، ۴/۵۹ می‌باشد که نشان دهنده درصد پایین مالکیت دولت در این نمونه است؛ این مسأله می‌تواند بر نتایج تحقیق مؤثر بوده باشد. نسبت بدهی بیانگر میزان تأمین مالی شرکت‌ها از طریق بدهی است، میانگین و میانه نسبت بدهی برای شرکت‌های عضو نمونه به ترتیب ۰/۶۴ و ۰/۶۶ می‌باشد. همچنین میانگین و میانه اندازه شرکت‌ها نیز به ترتیب ۷۹/۵ و ۵/۶۹ است که در هر دو مورد نسبت بدهی و اندازه شرکت، اختلاف کمی بین میانگین و میانه وجود دارد.

از آنجا که تفسیر نتایج آماره‌های توصیفی برای متغیرهای CEO Duality و SUBSID به تفکیک سال، مفیدتر می‌باشد. آماره توصیفی مربوط به این متغیرها به تفکیک سال در جدول ۵ نشان داده شده است.

جدول ۵ - آماره توصیفی متغیرهای CEO Duality و SUBSID

سال	آماره	CEO Duality		SUBSID	
		وضعیت صفر	وضعیت ۱	وضعیت صفر	وضعیت ۱
۱۳۸۵	فراوانی	۱۴۸	۴	۷۱	۸۱
	درصد	۹۷/۳۶	۲/۶۳	۴۶/۳۶	۵۳/۶۶
۱۳۸۶	فراوانی	۱۴۹	۳	۷۳	۷۹
	درصد	۹۸/۰۳	۱/۹۷	۴۸/۰۳	۵۱/۹۷
۱۳۸۷	فراوانی	۱۵۰	۲	۷۴	۷۸
	درصد	۹۸/۶۸	۱/۳۲	۴۸/۶۸	۵۱/۳۲
۱۳۸۸	فراوانی	۱۵۲	۰	۷۵	۷۷
	درصد	۱۰۰	۰	۴۹/۳۴	۵۰/۶۶
۱۳۸۹	فراوانی	۱۵۲	۰	۷۵	۷۷
	درصد	۱۰۰	۰	۴۹/۳۴	۵۰/۶۶

فراوانی وضعیت‌های صفر برای متغیر دوگانگی و وظیفه مدیرعامل نشان می‌دهد که تعداد شرکت‌هایی که در آن‌ها نقش مدیرعامل و رئیس هیات مدیره جدا بوده است، در نمونه بالا می‌باشد و در نهایت در سال‌های ۸۸ و ۸۹ صد در صد شرکت‌های عضو نمونه، رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل جداگانه داشته‌اند. وضعیت‌های یک برای متغیر فرعی بودن شرکت‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که تحت نفوذ شرکت مادر بوده‌اند با اندکی تفاوت در سال‌های مورد مطالعه حدود ۵۰ درصد شرکت‌ها را تشکیل می‌دهند. نتایج حاصل از تخمین مدل اولیه (مدل کامل) در این پژوهش ابتدا مدل کامل با ورود همه متغیرهای مستقل و کنترلی به مدل بررسی شد. نتایج ضرایب رگرسیونی و سطوح معناداری در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۶- نتایج تخمین رگرسیون (مدل اولیه)

متغیر	ضریب	سطح معناداری	آماره Z	انحراف معیار	مقدار ضریب
عرض از مبدا		۰/۰۰۰***	-۴/۶۷	۰/۲۶۳۱۵۶۱	-۱/۲۲۷۷۶۳
INSTIT	β_1	۰/۰۲۲**	-۲/۳۴	۰/۰۰۳۰۸۰۴	۰/۰۰۷۱۹۵
INSTIT ²	β_{11}	۰/۰۲۳**	۲/۲۷	۰/۰۰۰۰۳۶۷	۰/۰۰۰۰۸۳۴
GOVER	β_2	۰/۱۳۳	-۱/۵	۰/۰۰۴۳۷۰۱	-۰/۰۰۶۵۶۰۶
GOVER ²	β_{22}	۰/۳۹۴	۰/۸۵	۰/۰۰۰۰۵۶	۰/۰۰۰۰۴۷۸
CEO Duality	β_3	۰/۸۶۳	-۰/۱۴	۰/۱۶۷۱۴۴۳	-۰/۰۲۲۵۷۹۴
LEV	β_4	۰/۸۳۸	۰/۲	۰/۰۸۵۱۶۸۱	۰/۰۱۷۳۷۶۴
LNSIZA	β_5	۰/۰۰۰۰***	۸/۳۴	۰/۰۴۲۸۵۷۲	۰/۳۵۷۵۶۹
SUBSID	β_6	۰/۲۴۶	-۱/۱۶	۰/۰۵۷۳۰۵۳	-۰/۰۶۶۵۰۶۵

*** معنی‌دار در سطح ۱ درصد، ** معنی‌دار در سطح ۵ درصد، * معنی‌دار در سطح ۱۰ درصد

نتایج سطوح معناداری برای متغیرها در مدل اولیه حاکی از آن است که متغیرهای درصد مالکیت دولت، مجذور درصد مالکیت دولت، نسبت بدهی، دوگانگی وظیفه مدیر عامل و متغیر کنترلی شرکت فرعی بودن رابطه معناداری با متغیر وابسته حتی در سطح معنی‌داری ۱۰ درصد نیز نداشتند.

نتایج حاصل از تخمین مدل نهایی (مدل کاهش یافته)

در مدل رگرسیون کامل همه متغیرهای مستقل و کنترلی وارد مدل شدند در ادامه مدل‌های کاهش یافته با حذف متغیرهایی که رابطه معناداری نداشتند و با ترکیبات مختلف متغیرها صورت گرفت که در نهایت یک مدل به عنوان مدل نهایی با معناداری متغیرهای درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی، مجذور درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی، درصد مالکیت دولت و اندازه شرکت پذیرفته شد. آزمون‌های درست نمایی و والد معناداری مدل کاهش یافته را تأیید کرد. از این رو این مدل با متغیرهای معنادار بیشتر پذیرفته شد. ضرایب رگرسیونی و سطوح معناداری در جدول زیر مشاهده می‌شود.

جدول ۷ - نتایج حاصل از تخمین مدل نهایی

متغیر	ضریب	سطح معنی داری	آماره Z	انحراف معیار	مقدار ضریب
عرض از مبدا		۰/۰۰۰۰***	-۵/۲	۰/۲۴۴۵۰۳۶	۱/۲۷۱
INSTIT	β_1	۰/۰۱۵**	-۲/۴۲	۰/۰۰۳۳۶۹	-۰/۰۰۷۳۹
INSTIT ²	β_{11}	۰/۰۲۲**	۲/۲۸	۰/۰۰۰۰۳۵۶	۰/۰۰۰۰۸۱۷
GOVER	β_2	۰/۰۴۴**	-۲/۰۲	۰/۰۰۱۶۲۱۸	-۰/۰۰۳۲۷۰۱
LNSIZA	β_5	۰/۰۰۰۰***	۸/۳۲	۰/۴۲۰۷۷۲	۰/۳۵۰

*** معنی دار در سطح ۱ درصد، ** معنی دار در سطح ۵ درصد، * معنی دار در سطح ۱۰ درصد

فرضیه اول

بررسی آزمون‌های آماری در این پژوهش نشان داد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی با کارایی شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مدل نهایی رگرسیون تخمین زده شده با توجه به نگاره ۷ مقدار ضریب $-۰/۰۰۷۳۹$ را برای متغیر درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی نشان می‌دهد که بیانگر رابطه منفی بین درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی با کارایی تعدیل شده شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته می‌باشد. از آنجا که امتیاز کارایی شرکت‌ها به شاخص ناکارایی تبدیل شد؛ در تفسیر نتایج می‌توان بیان داشت که بین درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی با کارایی شرکت‌ها رابطه مثبت وجود دارد. این رابطه با توجه به مجذور درصد مالکیت وارد شده در مدل به صورت رابطه غیرخطی نیز تأیید شد. ضریب مجذور درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی در مدل نهایی رگرسیون توییت، $۰/۰۰۰۰۸۱۷$ با سطح معناداری $۰/۰۲۲$ است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. با توجه به منفی و معنادار بودن ضریب درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی، وجود رابطه غیرخطی بین درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی با کارایی شرکت‌ها تأیید شد. در این پژوهش مقدار ضرایب مربوط به متغیر $INSTIT$ و $INSIST^2$ به ترتیب برابر با $-۰/۰۰۷۳۹$ و $۰/۰۰۰۰۸۱۷$ می‌باشد که معنی داری هر دوی این متغیرها از لحاظ آماری مورد پذیرش قرار گرفته است. به این ترتیب حد بهینه برای درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی با استفاده از فرمول $\beta_{INSTIT} + 2\beta_{INSTIT^2}(INSTIT) = 0$ محاسبه گردید (سوئیشی و همکاران، ۲۰۱۰) که برابر با $۴۵/۲۲$ درصد به دست آمد. مثبت بودن ضریب مجذور درصد

مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی نشان می‌دهد که این نقطه برای تابع ذکر شده مینیمم می‌باشد. تفسیر این حد بهینه به این صورت است که مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی تا سطح ۴۵/۲۲ درصد باعث کاهش شاخص ناکارایی در شرکت‌ها می‌گردد و بعد از آن اثر افزایشی خواهد داشت. به عبارت دیگر درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی تا آستانه ۴۵/۲۲ درصد به افزایش کارایی در شرکت‌ها منجر خواهد شد اما پس از این آستانه اثر کاهشی بر کارایی شرکت‌ها خواهد داشت.

فرضیه دوم

تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته برای متغیر درصد مالکیت دولت با توجه به جدول ۶ نشان می‌دهد که در مدل اولیه رگرسیون توییت که با حضور همه متغیرهای مورد استفاده در پژوهش انجام گرفت، ضریب متغیر درصد مالکیت دولت $-۰/۰۰۶۵۶۰۶$ با سطح معناداری ۰/۱۳۳ می‌باشد که حتی در سطح اطمینان ۹۰ درصد نیز معنادار نیست. اما نتایج مدل نهایی رگرسیون توییت نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، درصد مالکیت دولت با کارایی شرکت‌ها رابطه معناداری دارد. ضریب متغیر درصد مالکیت دولت در این مدل $-۰/۰۰۳۲۷۰۱$ با سطح معناداری ۰/۰۴۴ نشان دهنده رابطه منفی و معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد با متغیر وابسته امتیاز کارایی تعدیل شده و رابطه مثبت با امتیاز کارایی شرکت‌ها می‌باشد (جدول ۷). همچنین در این پژوهش وجود رابطه غیرخطی بین مالکیت دولت با کارایی شرکت‌ها نیز مورد بررسی قرار گرفت. نتایج در مدل اولیه ضریب مجذور درصد مالکیت دولت را مقدار $۰/۰۰۰۰۴۷۸$ با سطح معناداری ۰/۳۹۴ نشان می‌دهد (جدول ۶). این نتیجه به این معناست که حتی در سطح اطمینان ۹۰ درصد نیز بین درصد مالکیت دولت و کارایی تعدیل شده به عنوان متغیر وابسته، رابطه غیرخطی تأیید نمی‌گردد. مدل کاهش یافته نیز رابطه معناداری را نشان نمی‌دهد.

فرضیه سوم

یافته‌های حاصل از تجزیه و تحلیل‌های آماری در این پژوهش نشان می‌دهد که بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل با کارایی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. ضریب متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل در مدل رگرسیون اولیه مقدار $-۰/۰۲۲۵۷۹۴$ با سطح معناداری ۰/۸۶۳ می‌باشد و بیانگر آن است که بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل با کارایی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد (جدول ۶). مدل کاهش یافته نیز رابطه معناداری را بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل با شاخص ناکارایی نشان نمی‌دهد از این رو فرضیه سوم تأیید نشد.

فرضیه چهارم

تخمین‌های مدل رگرسیون اولیه برای متغیر نسبت بدهی ضریب $0/0173864$ را نشان می‌دهد. با توجه به سطح معناداری این ضریب که برابر با $0/838$ می‌باشد، می‌توان بیان داشت که بین نسبت بدهی با کارایی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد (جدول ۶).

سایر نتایج

جدول ۷ ضریب اندازه شرکت را $0/350$ با سطح معناداری $0/0000$ نشان می‌دهد. معنادار و مثبت بودن این ضریب نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد بین اندازه شرکت و شاخص ناکارایی شرکت‌ها رابطه مثبت وجود دارد. به عبارت دیگر بین اندازه شرکت با کارایی رابطه منفی وجود دارد.

نتایج تخمین مدل اولیه در جدول ۶ ضریب $0/0665065$ - با سطح معناداری $0/246$ را برای متغیر SUBSID نشان می‌دهد. این امر بیانگر آن است که بین فرعی بودن شرکت با کارایی رابطه معناداری وجود ندارد.

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

نهادهای عمومی غیردولتی در ایران مانند سایر کشورها از ارکان مهم اقتصاد محسوب می‌شوند اما ساختار نهادهای عمومی غیردولتی در ایران با سایر کشورها متفاوت است. در ایران اگرچه این نهادها دولتی محسوب نمی‌شوند اما مدیریت آنها مستقیم یا غیرمستقیم تحت نفوذ دولت می‌باشد.

نتایج این پژوهش نشان داد که بین درصد مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی با کارایی شرکت‌ها رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد اما این رابطه مثبت تنها تا آستانه $45/22$ درصد برقرار می‌باشد و بعد از آن کاهش عملکرد شرکت را به دنبال خواهد داشت. با توجه به این یافته‌ها، لزوم قوانینی برای جلوگیری از انحصارهای بخش شبه دولتی لازم به نظر می‌رسد. از آنجا که مدیریت نهادهای عمومی غیردولتی در ایران مستقیم یا غیرمستقیم تحت نفوذ دولت است، ویژگی مشترک تمام نهادهای مذکور در عدم وجود انگیزه مدیریت خصوصی در آنها می‌باشد از سوی دیگر در این گروه نهادها ساز و کار به صورتی است که در صورت تحمل زیان از حمایت‌های دولتی برخوردار خواهند شد و از نظر مالی قدرت رقابت برای سایر بخش‌ها را باقی نخواهند گذاشت و بدین ترتیب رقابت در بازار سرمایه به دلیل ناتوانی بخش خصوصی در رقابت با این گروه از نهادها کمرنگ خواهد شد. از این رو مالکیت بیش از حد سهام توسط نهادهای عمومی غیردولتی، انحصار دولتی موجود قبل از خصوصی سازی را تبدیل به یک انحصار شبه دولتی خواهد کرد.

از سوی دیگر نتایج این پژوهش رابطه بین حقوق باقی مانده دولت در شرکت‌ها و کارایی شرکت‌ها را مثبت نشان داد. حضور دولت در مواردی که شرایط و قوانین لازم برای حمایت از سایر سهامداران فراهم باشد، می‌تواند ارتباطات تجاری شرکت‌ها را بهبود بخشیده و کمک‌های مالی و حمایتی را برای شرکت‌ها به ویژه در زمان بحران‌های مالی به همراه داشته باشد. به نظر می‌رسد با توجه به شرایط اقتصادی ایران، حقوق باقی مانده دولت در شرکت‌ها توانسته است به کارایی و بهبود عملکرد آن‌ها کمک کند. در گروه ویژگی‌های هیأت مدیره، جدایی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره از مهم‌ترین سازوکارهای نظام راهبری شرکتی می‌باشد اما این پژوهش نشان داد که بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل با کارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. از آنجا که ساختارهای متفاوت اقتصادی و مدیریتی در کشورهای مختلف، در تعیین بهترین سازوکار نظام راهبری شرکتی برای آن کشور مهم می‌باشد، یافته حاصل از این پژوهش نیز می‌تواند به دلیل ساختارهای اقتصادی و مدیریتی ایران به دست آمده باشد؛ به نحوی که به نظر می‌رسد تأکید بر سایر ویژگی‌های هیأت مدیره برای ارتقا کنترل‌های داخلی و عملکرد شرکت‌ها در ایران، مؤثرتر باشد. نتایج حاصل از این پژوهش رابطه معناداری را بین نسبت بدهی با امتیاز کارایی شرکت‌ها نشان نداد که این امر می‌تواند به دلیل معیار عملکرد و همچنین معیار انتخابی برای ارزیابی اهرم مالی در شرکت‌ها باشد.

۵-۱- پیشنهادها

۱- نتایج این پژوهش نشان داد که افزایش مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی، بیش از حد بهینه ۴۵,۲۲ درصد، کارایی شرکت‌ها را کاهش خواهد داد. با توجه به این نتایج، تدوین و اجرای قوانینی برای جلوگیری از انحصار نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی توصیه می‌شود. این امر مستلزم برآورد سهم این گونه نهادها در مالکیت شرکت‌ها می‌باشد. با وجود حضور گسترده نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی در اقتصاد ایران تاکنون گزارش جامعی در خصوص میزان حضور این نهادها در مالکیت شرکت‌ها تهیه نشده است که شاید دلیل اصلی آن پیچیدگی ساختارهای مالکیت در ایران باشد؛ با این وجود برآورد میزان مالکیت این نهادها در گردش مالی اقتصاد کشور می‌تواند قابل توجه باشد؛ لذا پیشنهاد می‌گردد با تنظیم گزارشی از مالکیت نهادهای عمومی غیردولتی و انقلابی در ایران، فضای مالکیت شرکت‌ها شفاف‌تر گردد.

۲- اگرچه جدایی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره از مهم‌ترین سازوکارهای نظام راهبری شرکتی می‌باشد اما با توجه به نتایج حاصل از پژوهش، پیشنهاد می‌گردد برای بهبود عملکرد شرکت‌ها بر سایر سازوکارهای نظام راهبری شرکت‌ها در گروه

ویژگی‌های هیأت مدیره نظیر؛ کمیته‌های حسابرسی، کمیته ریسک، کمیته تطبیق و پاداش، استفاده از خدمات حسابرسی داخلی و حضور اعضای غیر موظف در هیأت مدیره تأکید گردد.

۵-۲- محدودیت‌های تحقیق

در اجرای هر پژوهش، محدودیتی‌هایی وجود دارد. این پژوهش نیز با محدودیت‌هایی مواجه است که باعث می‌شود نتایج آن با احتیاط بیان شود.

۱- یکی از مشکلات پیش روی این پژوهش و پژوهش‌های دیگر در زمینه مالکیت، عدم دسترسی به اطلاعات دقیق مالکیت شرکت‌هاست. در ترکیب سهامداران ارائه شده در یادداشت‌های صورت‌های مالی، گروه سایر سهامداران به صورت یک گروه کلی ارائه می‌گردد که شامل اشخاص حقیقی و شرکت‌هایی می‌باشد که به لحاظ ماهیت و کارکرد بسیار متفاوت می‌باشند؛ لذا در صورت وجود اطلاعات دقیق‌تر می‌توان نتایج دقیق‌تر و قابل اتکاتر به دست آورد.

۲- در این پژوهش اثر نوع صنعت در نظر گرفته نشده است که به نظر می‌رسد بر نتایج تحقیق مؤثر باشد.

یادداشت‌ها

- | | |
|---------------------------|-------------------------|
| 1-Sprenger | 10-Abdullah & Valentine |
| 2-Brickley et al | 11-Jensen |
| 3-Cornett et al | 12-Myers |
| 4-Elyasiani & Jia | Psillaki&13-Margaritis |
| 5-Liao&Young | 14-Yuan et al |
| 6-Masciandaro | 15-Lin |
| 7-Tian & Estrin | 16-Green |
| 8-Heenetigala & Armstrong | 17-Sueyoshi et al |
| 9-Uadiale | |

کتاب نامه

الف) فارسی

- ۱- آذر، عادل. (۱۳۷۹). « تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) و فرایند تحلیل سلسله مراتبی (AHP): مطالعه‌ای تطبیقی », *مجله مطالعات مدیریت*، شماره ۲۷ و ۲۸ صص ۱۴۶-۱۲۹.
- ۲- حساس یگانه یحیی. (۱۳۸۵). « حاکمیت شرکتی در ایران », *مجله حسابرس*، شماره ۳۲ صص ۳۹-۳۲.
- ۳- گجراتی، دامور. (۱۳۷۲). *مبانی اقتصاد سنجی*، ترجمه حمید ابریشمی، جلد دوم، تهران، انتشارات دانشگاه تهران.

ب) انگلیسی

- 4- Abdullah, H.& Valentine, B.(2009). “Fundamental and Ethics Theories of Corporate Governance”, *Middle Eastern Finance and Economics*, VOL.4, 2: 1450-2889.
- 5- Elyasiani, E. &Jia, J.(2010). “Distribution of institutional ownership and corporate firm performance”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, pp. 606-620
- 6- Heenetigala, K. & Armstrong, A. (2011). “The Impact of Corporate Governance on firm performance in an unstable economic and political environment: Evidence from Sri Lanka”, *2012 Financial Markets & Corporate Governance Conference*
- 7- Liao,J.& Young, M.(2012). “The impact of residual government ownership in privatized firm: *New evidence from China*”, *Emerging Markets Review*, Vol.13, pp.338-373
- 8- Lin, F.L. (2010). “A Panel Threshold Model of Institutional Ownership and Firm Value in Taiwan”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol.42, pp.54-62
- 9- Margaritis,D., Psillaki,M. (2010). “Capital structure, equity ownership and firm performance”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.34, No.3, pp. 621-632
- 10- Masciandaro, D. &Quintyn, M. (2008). “Helping hand or grabbing hand?Politicians, Supervision Regime, Financial Structure and Market View”, *North American Journal of Economics and Finance*, Vol.19, pp.153-173
- 11- Sprenger, Carsten (2011). “The choice of ownership structure: Evidence from Russian mass privatization”, *Journal of Comparative Economics*, vol. 39, No.2, pp. 260-277

- 12- Sueyoshi, T., Goto, M. & Omi, M. (2010). "Corporate governance and firm performance: Evidence from Japanese manufacturing industries after the lost decade", *European Journal of Operational Research*, Vol.203, pp.724–736.
- 13- Tian, L., Estrin, S. (2008). "Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value?", *Journal of Comparative Economics*, Vol.36, pp.74-89.
- 14- Uadiale, O. M. (2010). "The Impact of Board Structure on Corporate Financial Performance in Nigeria", *International Journal of Business and Management*, Vol.5, No.10, pp.155-166
- 15- Yuan, R., Xiao, J. Z, Zou, H. (2008). "Mutual funds' ownership and firm performance: Evidence from China", *Journal of Banking & Finance* Vol.32, No.8, pp.1552–1565