

اثر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر عملکرد بانک‌ها: با رویکرد معادلات ساختاری*

عبدالرضا اسعدی^۱

دانشیار مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی
استان خراسان رضوی

محمدعلی ابری^۲

کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد
اسلامی استان خراسان رضوی

تاریخ دریافت ۱۳۹۹/۲/۱۹ تاریخ پذیرش ۱۳۹۹/۱۰/۹

چکیده

امروزه عملکرد بانک‌ها در تجهیز و تخصیص بهینه منابع می‌تواند موجب رونق تولید، ایجاد اشتغال و افزایش رشد اقتصادی شود. نظام بانکی کارآمد با سیاست‌های پولی صحیح با کنترل نقدینگی و تورم و هدایت منابع به سوی فعالیت‌های مولد اقتصادی نقش مهمی را در توسعه اقتصادی ایفا می‌کند. اما عملکرد بانک‌ها خود متأثر از عوامل مختلف سیاسی، اقتصادی، مدیریتی و اجتماعی است که بررسی این عواملی از جمله موضوعات مورد توجه محققین بوده است. در این پژوهش اثر ابعاد ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر عملکرد بانک‌ها مطالعه شده و به این منظور از داده‌های مربوط به ۱۸ بانک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ استفاده شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش مدلسازی معادلات ساختاری انجام شده است.

*- مقاله پژوهشی

۱- نویسنده مسئول: Abdorrezasadi@yahoo.com

2- Maaj.irani@gmail.com

DOI: 10.22067/mfe.2021.39356-9

نتایج نشان داد که ابعاد ساختار مالکیت اثر معناداری بر حاکمیت شرکتی بانک‌ها نداشته است، اما بر عملکرد مالی بانک‌ها می‌تواند اثر معکوس معناداری داشته باشد. به این معنی که با افزایش تمرکز مالکیت و نسبت مالکیت نهادی و دولتی، عملکرد مالی بانک‌ها به شکل معناداری کاهش می‌یابد و بالعکس. همچنین یافته‌ها نشان داد که ابعاد نظام حاکمیت شرکتی از اثر مستقیم معناداری بر عملکرد مالی بانک‌ها برخوردار است و نشان می‌دهد بهبود مکانیسم حاکمیت شرکتی می‌تواند به طور معناداری موجب بهبود عملکرد مالی بانک‌ها شود. در نهایت نتایج نشان داد که نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند از شدت اثر منفی ابعاد ساختار مالکیت بر عملکرد مالی بانک‌ها بکاهد. نتایج حاکی از آن است که سهامداری موسسات و شرکت‌های وابسته به دولت و نهادهای مالی بویژه با در اختیار داشتن اکثریت سهام، موجب می‌شود این سهامداران به جای منافع کل سهامداران و ارزش شرکت (بانک)، اهداف و منافع خاص خود را پیگیری کنند که ضعف در عملکرد مالی را به دنبال خواهد داشت.

طبقه بندی JEL: G30, G32, L25, H25, H26

واژگان کلیدی: ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی، عملکرد بانک‌ها، مدل معادلات ساختاری.

مقدمه

امروز عملکرد سیستم بانکی به ویژه در تخصیص بهینه منابع تحت تأثیر مستقیم سرمایه گذاری، متضمن رونق تولید، اشتغال و رشد اقتصادی کشور است. به عبارت دیگر، از آنجا که بهبود عملکرد بانک‌ها و مؤسسات مالی در یک کشور می‌تواند منجر به بهبود وضعیت اقتصادی آن کشور گردد، لذا بررسی شرایطی که موجب بهبود عملکرد بانک‌ها و مؤسسات مالی گردد ضروری به نظر می‌رسد (میرچاندانی و گوپتا (Mirchandani & Gupta, 2018)). از طرف دیگر، بانک‌ها در محیط منحصر به فرد نظارت عمومی و مجموعه‌ای از قوانین و مقررات بانکی فعالیت می‌کنند. چارچوب حاکمیت شرکتی در بانک‌ها به مراتب پیچیده‌تر از سایر شرکت‌ها است. سازوکارهای حاکمیت شرکتی باعث کم شدن مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها می‌شود و کیفیت این سازوکارها نسبی است و از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت بوده و می‌تواند جنبه‌های مختلف عملکرد را تحت تأثیر قرار دهد. موضوع حاکمیت شرکتی در بانک‌ها به ویژگی‌های مدیران، ترکیب اعضای هیات مدیره و انگیزه‌های مالی و سایر انگیزه‌ها برای همسو کردن فعالیت‌های افراد دارای نقش کلیدی با منافع سهامداران بستگی دارد. ممکن است مدیران ارشد از میان

سهامداران اصلی انتخاب شده و یا فردی استخدام شده به غیر از سهامداران باشند. عموماً بیشتر مدیران بانک‌ها در ابتدا از میان سهامداران انتخاب می‌شوند، ولی در صورتی که سهامداران تجربه کافی در مورد هدایت عملیات بانکی نداشته باشند، استخدام مدیران حرفه‌ای در دستور کار قرار می‌گیرد. مدیران حرفه‌ای افرادی متخصص مورد نیاز برای هدایت مناسب فعالیت‌های بانک هستند، اما این مدیران ممکن است بنا به دلایل مختلف از جمله نحوه انتخاب و انتصاب آنان، لزوماً انگیزه‌ای برای حداکثرسازی ثروت سهامداران نداشته و رفتار مدیر استخدام شده الزاماً در جهت تحقق منافع سهامداران نباشد (نخعی و زهرایی (Nakhaee & Zahraei, 2017)). در این پژوهش ارتباط میان ساختار مالکیت و مکانیسم حاکمیت شرکتی بانک‌ها با عملکرد مالی آنها با استفاده از مدل‌سازی معادلات ساختاری مورد بررسی قرار می‌گیرد. علاوه بر اینکه برای سنجش متغیرها از معیارهای مختلف مالی استفاده شده (عملکرد مالی با معیارهای حسابداری، ارزش بازار و اقتصادی سنجیده شده است)، استفاده از مدل معادلات ساختاری امکان داده متغیرهای پژوهش به درستی اندازه‌گیری شده و روابط چندگانه میان متغیرها به خوبی آزمون شوند که در مطالعات پیشین مورد توجه واقع نشده است.

در بخش‌های بعدی ابتدا مبانی نظری موضوع تحقیق و ارتباط میان متغیرها تبیین شده و سپس پیشینه مطالعات مرتبط با موضوع ارائه می‌شود. در ادامه به تدوین فرضیه‌ها و نیز روش تحقیق پرداخته شده که در آن جامعه و نمونه آماری مورد مطالعه و توضیح متغیرها و نحوه گردآوری داده‌ها بیان شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها با کمک مدل‌سازی معادلات ساختاری و بررسی برازش مدل نیز بدنیال آن ارائه شده و در قسمت پایانی به نتیجه‌گیری و بحث در مورد یافته‌های تحقیق پرداخته شده است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

چنان که مطالعات گذشته در حوزه‌های سازمانی نشان داده‌اند، جدایی بین مدیریت و مالکیت که مورد مسأله نمایندگی است، باعث می‌شود مدیران به جای حداکثرسازی ثروت صاحبان سهام، تمایل بیشتری به حداکثرسازی منافع خود داشته باشند. جنسن و مک‌کلینگ (Jensen & Meckling, 1976) از اصطلاح هزینه‌های نمایندگی برای توصیف کاهش در ارزش شرکت ناشی از عدم همسویی منافع مدیران استخدام شده و سهامداران استفاده می‌کنند.

از دیدگاه حاکمیت شرکتی، سهامداران با استفاده از سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌توانند منافع مدیران را با منافع خود همسو سازند. یکی از مهمترین سازوکارهای حاکمیت شرکتی، مالکیت مدیران در بانک است. گلاسمن و رودز (Glassman & Rhoades, 1980) به مقایسه مؤسسات مالی که توسط مالکان آنها اداره می‌شد با مؤسساتی پرداختند که مالکیت آنها از مدیریت جدا بود. آنها نشان دادند که سودآوری مؤسساتی بیشتر است که مالکان آنها در مدیریت نقش دارند. اعضای هیات مدیره در وظیفه نظارتی خود مسئولیت نظارت و تشویق مدیران به عملکرد همسو با منافع سهامداران را بر عهده دارند (رحیمیان و همکاران (Rahimian, et al., 2013).

در واقع حاکمیت شرکتی را می‌توان شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی دانست که سمت و سوی حرکت و فعالیت شرکت‌ها را معین می‌کند. مؤلفه‌ها و مکانیزم‌های این حاکمیت عبارتند از سهامداران و ساختار مالکیتی آنها، اعضای هیات مدیره و ترکیب آنها و مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل و مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفع‌ها که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند. در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه راهبری شرکت‌ها و به تبع آن عملکرد آنها داشته است (اسعدی (Asadi, 2016).

سازوکار دیگر مؤثر در همسویی منافع مدیران با منافع سهامداران، وجود سرمایه‌گذاران نهادی است. به عنوان یکی از سازوکارهای برون‌ساز حاکمیت شرکتی، سرمایه‌گذاران نهادی نقش مهمی در رفع عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی دارند. سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع‌آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و با اداره نحوه عمل شرکت، آشکارا بر شرکت نظارت می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی کیفیت حاکمیت شرکتی را افزایش می‌دهند. وجود نظام حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها، افزایش شفافیت اطلاعاتی را به دنبال دارد که این به نوبه خود در کارایی بازار سرمایه نقش مهمی ایفا می‌کند و در صورت کارایی بازار، هم قیمت اوراق به درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه که مهمترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است، به صورت مطلوب و بهینه صورت می‌گیرد (اسپونگ و سولیوان (Spong & Sullivan, 2007).

حاکمیت شرکتی می‌توان نقش مهمی را در بهبود عملکرد شرکت‌ها ایفا کند و بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها در بازارهای سرمایه ارتباط تنگاتنگی وجود دارد. بدلیل آن که فرآیند نظارت و کنترل بر توزیع حقوق و مسئولیت‌ها بین سهامداران، مدیران و شرکا و تصمیمات و سیاست‌هایی که بتواند منافع سهامداران را تامین کند و بهبود عملکرد شرکت را موجب شود از طریق سازوکار حاکمیت شرکتی صورت می‌گیرد. بنابراین می‌توان یکی از عوامل مهم اثرگذار بر عملکرد مالی شرکت‌ها را کیفیت حاکمیت شرکتی آن دانست (وکیلی فرد و باوندپور (Vakilifard & Bavandpoor, 2010)). در واقع دو هدف اصلی حاکمیت شرکتی عبارتند از: کاهش ریسک بنگاه اقتصادی از طریق بهبود و ارتقاء پاسخگویی مدیران و شفافیت و نیز بهبود کارایی بلندمدت بنگاه از طریق پیشگیری از تصمیمات نابخردانه و خودکامگی و عدم مسئولیت‌پذیری مدیریت اجرایی بنگاه، که هر دو هدف می‌تواند به افزایش عملکرد مالی منجر شود.

از سوی دیگر ساختار مالکیتی یک شرکت عامل مهم دیگری است که می‌تواند کیفیت اداره شرکت، تصمیمات و عملکرد شرکت را متاثر سازد. ساختار مالکیت شامل بافت یا ترکیب مالکیت از یک سو و میزان تمرکز سهام در اختیار سهامداران است. گرچه مطالعات نشان داده است که ابعاد متفاوت ساختار مالکیت و گروه‌های مختلف مالکین به یک نوع و اندازه در اثر گذاری بر عملکرد و تصمیمات شرکت برخوردار نیستند. در میان گروه‌های مختلف سهامداران، مالکیت سهامداران نهادی از جمله عوامل مهمی است که بر تصمیمات و اداره شرکت‌ها و بالتبع عملکرد مالی آنها می‌تواند اثرگذار باشد. به گونه‌ای که با افزایش مالکیت نهادی به دلیل فرآیند نظارت و کنترل بیشتر بر فعالیت‌های مدیران اجرایی، می‌توان شاهد بهبود عملکرد مالی بود.

مالکیت مدیریتی نیز از جمله ابعاد مهم ساختار مالکیتی شرکت است که بر منافع سهامداران شرکت (بانک) مؤثر است. به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات کافی، این عامل در پژوهش‌های انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی بانک کمتر مورد توجه قرار گرفته است. مدیرانی که بیشتر ثروت آنها با سرمایه گذاری در بانک گره خورده است، احتمالاً توجه بیشتری به بانک خود دارند و در مقایسه با مدیرانی که ثروت خود را به طور متنوع سرمایه گذاری کرده‌اند، ریسک‌هایی که می‌پذیرند را با دقت بیشتری انتخاب می‌کنند. مالکیت بیشتر مدیران و اعضای هیات مدیره باید به تنهایی باعث تلاش بیشتر توسط این افراد، عملکرد بهتر بانک و تمایل کمتر به پذیرش ریسک

شود. در مورد اعضای هیات مدیره، مالکیت سهام باید بتواند انگیزه‌ای برای نظارت بر مدیران و همسو کردن فعالیت‌های آنان با منافع سهامداران ایجاد کند. هرچه تمرکز ثروت یک سهامدار اصلی یا عضو هیات مدیره در بانک بیشتر باشد، تعهد بیشتری به بانک و دقت بیشتری در پذیرش ریسک به وجود می‌آید (کوئنن (Coenen, 2015)). بنابراین از آنجا که ساختار مالکیتی یک شرکت می‌تواند موجب توسعه و بهبود مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی شده و یا نظام راهبری و حاکمیتی را با محدودیت‌هایی مواجه سازد، لذا می‌توان انتظار داشت که یک ساختار مطلوب و نظام حاکمیتی مناسب، مدیریت و کنترل اثر بخش واحدهای تجاری را تسهیل کند و متعاقباً به بهبود فرآیندهای داخلی و نیز عملکرد بهتر شرکت بیانجامد که زمینه بهبود عملکرد مالی و در نتیجه تحقق اهداف بلندمدت صاحبان سهام و ثروت آفرینی برای آنها را فراهم می‌سازد.

در واقع تمرکز مالکیت که از ابعاد مهم ساختار مالکیت است می‌توان به کاهش مشکلات ناشی از واگرایی منافع سهامداران کمک کند و باعث ایجاد انگیزه بیشتر برای نظارت و کنترل بر اقدامات مدیران جهت کسب منافع سهامداران شود. بنابراین گرچه چگونگی اثر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت در مطالعات پیشین متفاوت گزارش شده است، اما نکته مهم این است که نوع و تمرکز مالکیت سهامداران ابزاری است برای اعمال نظارت و پاسخگویی بیشتر مدیران اجرایی که خود بهبود عملکرد را به دنبال خواهد داشت.

سعیدی و شیرینی قهی (Saeedi & Shiri ghahi, 2012) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش ساختار مالکیتی به عنوان متغیر مستقل و نسبت کیوتوین به عنوان متغیر وابسته و معیار اندازه‌گیری عملکرد در نظر گرفته شده است. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده ۹۳ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید. آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت نشان داد که رابطه‌ای بین انواع مختلف مالکیت و عملکرد وجود ندارد، لیکن در روش رگرسیون تعمیم یافته رابطه خطی معنی‌دار و معکوس بین دارندگان بیش از ۵٪ سهام شرکت‌ها و عملکرد آن به دست آمد و تأثیر دیگر شاخص‌های ساختار مالکیت یعنی میزان مالکیت سهامداران حقیقی، حقوقی و بزرگترین سهامدار بر عملکرد شرکت تأیید نشد.

شهیکی تاش و همکاران (Shahyakitash, et al., 2012) در پژوهشی به بررسی رابطه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت بر اساس معیارهای نوین عملکرد ارزش افزوده اقتصادی و Q توبین در

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری آنها ۱۰۳ شرکت را طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ در بر می‌گرفت. تکنیک آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش مدل داده‌های ترکیبی است. یافته‌های پژوهش بر اساس هر دو مدل ارزش افزوده اقتصادی و Q تویین نشان می‌دهد که رابطه مثبت معناداری بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه منفی معناداری بین مالکیت حقیقی و عملکرد شرکت وجود دارد. همچنین تمرکز مالکیت رابطه مثبت معناداری با عملکرد شرکت دارد.

رحیمیان و همکاران (Rahimian, et al., 2013) در مطالعه‌ای پس از بررسی ویژگی‌های خاص سیستم بانکی به بررسی تجربی تاثیر سه دسته سازوکارهای حاکمیت شرکتی (ساختار مالکیت، ساختار هیات مدیره و حسابرسی) بر عملکرد بانک‌های ایرانی پرداخته‌اند. یافته‌های حاصل از بررسی اطلاعات مربوط به ۷۸ مشاهده (سال-شرکت) طی بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ با استفاده از الگوی داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی، نشان می‌دهد که سازوکارهای حاکمیت شرکتی به‌طور کلی بر عملکرد بانک‌ها مؤثر است. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که درصد مالکیت سهامداران عمده رابطه مثبت و معناداری با عملکرد بانک دارد. همچنین بین تفکیک وظایف مدیرعامل از هیات مدیره و کیفیت حسابرسی با عملکرد بانک رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

توبره ریزی (Toobrehrizi, 2014) به بررسی رابطه بین نظام راهبری شرکتی با عملکرد مالی و رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج او نشان داد که بین سهامداران نهادی و بازده دارایی‌ها و بین نسبت مدیران غیرموظف و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معنادار، بین درصد سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت و درصد سهام شناور آزاد با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

نخعی و زهرایی (Nakhaee & Zahraei, 2017) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد مالی واسطه‌های مالی (بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیمه) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ پرداختند. با استفاده از روش حذف سیستماتیک نهایی نمونه ۲۹ بانک، شرکت سرمایه‌گذاری و بیمه به دست آمد. یافته‌های پژوهش نشان داد که ساختار مالکیت (نهادی، حقیقی و تمرکز مالکیت) بر بازده دارایی تاثیر معناداری دارند. اما ساختار مالکیت (نهادی، حقیقی و تمرکز مالکیت) بر بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر

معناداری ندارد.

خوش طینت، امیدینژاد و بهراملو فرد (Khoshtinat, Omidinejad & Bahramloo Fard, 2017) دز مطالعه خود به بررسی اثر ساختار مالکیت بر عملکرد بانکهای بورس تهران برای دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ پرداخته و از داده‌های ۱۳ بانک استفاده کردند. عملکرد را با متغیرهای نرخ بازده داراییها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و ساختار مالکیت را با ابعادی نظیر مالکیت خصوصی، مالکیت دولتی، تمرکز مالکیت و ریسک اعتباری مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که ساختار مالکیت بر ابعاد عملکردی بانکها اثر معناداری ندارد. در حالی که تمرکز مالکیت و ریسک اعتباری بر متغیرهای عملکردی اثر معکوس معنادار و حاکمیت شرکتی بر عملکرد بانکها اثر مستقیم و معناداری دارد.

رضایی و محمدزاده (Rezaei & Mohammadzadeh, 2018) به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و بحران مالی شرکت‌های بورس تهران پرداختند و با استفاده از داده‌های ۱۰۲ شرکت بورس برای سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ اثر ابعاد حاکمیت شرکتی شامل افشا و شفافیت، ترکیب هیات مدیره، حق رای سهامداران و ساختار مالکیت را بر ابعاد عملکرد شرکتها شامل شاخص Q توبین، بازده کل داراییها و بازده حقوق صاحبان سهام مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان داد که کیفیت حاکمیت شرکتی تاثیر معناداری بر بازده کل داراییها، بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت دارد در حالی که بر بحران مالی شرکتها اثر معناداری ندارد.

چن و همکاران (Chen, et al., 2012) به بررسی رابطه بین مساله نمایندگی، حاکمیت شرکتی و رفتار نامتقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش پرداختند. پژوهش آنها در دو بخش انجام شده است. در بخش اول نقش مشکل نمایندگی بر رفتار نامتقارن هزینه‌های اداری و فروش مورد بررسی قرار گرفته و در بخش دوم نقش حاکمیت شرکتی بر رفتار بین مشکل نمایندگی و رفتار نامتقارن هزینه‌های اداری و فروش مورد بررسی قرار گرفته است. دوره این تحقیق از سال ۱۹۹۶ تا سال ۲۰۰۵ است. نتایج تحقیق نشان داد که بین مشکل نمایندگی و رفتار نامتقارن هزینه‌های اداری و فروش رابطه وجود دارد و حاکمیت شرکتی قوی یا ضعیف می‌تواند بر رابطه بین مشکل نمایندگی و رفتار نامتقارن هزینه‌های اداری و فروش تاثیر داشته باشد.

وانجیرو و همکاران (Wanjiru, et al, 2013) ارتباط بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را برای سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش شش متغیر تمرکز مالکیت،

مالکیت دولتی، مالکیت خارجی، مالکیت نهادی، مالکیت فردی، مالکیت مدیریتی در نظر گرفته شده است. همچنین برای اندازه‌گیری عملکرد از بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام استفاده نمودند. نتایج نشان داد که تمرکز مالکیت، مالکیت دولتی، مالکیت خارجی و مالکیت نهادی رابطه منفی با عملکرد دارند، اما مالکیت مدیریتی، مالکیت فردی ارتباط مثبت با عملکرد شرکت داشته‌اند.

زهوری و تکتاک (Zouari & Taktak, 2014) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد بانک‌های اسلامی پرداختند. به همین منظور نمونه‌ای از ۱۴ بانک اسلامی در بیش از ۱۱ کشور برای دوره زمانی ۲۰۰۹-۲۰۰۵ انتخاب نمودند. نتایج آنها نشان داد که درصد تمرکز مالکیت نهادی ۴۹ درصد بوده و سرمایه‌گذاران دولتی در جایگاه دوم قرار داشتند، سپس ساختار خانوادگی و در نهایت سهامداران حقیقی قرار داشتند. با استفاده از بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام عملکرد بانک‌ها اندازه‌گیری شد و نتایج نشان داد که بین تمرکز مالکیت و عملکرد بانک‌های اسلامی رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج نشان داد تلاش مشترک ساختار خانوادگی و دولتی برای عملکرد بانک‌ها سودمند است. همچنین بانک‌ها با سهامداران نهادی و خارجی عملکرد مناسبی نداشته‌اند. در نهایت بحران مالی تأثیر منفی بر عملکرد بانک اسلامی داشته است.

کوئن (Coenen, 2015) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت پرداخت. برای اندازه‌گیری عملکرد از نسبت‌های بازده دارایی و ارزش بازار به ارزش دفتری و رشد فروش استفاده نمود. همچنین برای اندازه‌گیری ساختار مالکیت از متغیرهای میزان سرمایه ۵ سهامدار بزرگ و میزان سرمایه نگهداری شده توسط بزرگترین سهامدار استفاده شده است. نتایج حاصل نشان داد که شواهد محکمی مبنی بر اینکه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر داشته باشد یافت نشد.

ازیلی و اودیاله (Ozili & Uadiale, 2017) پژوهشی را در مورد ارتباط بین تمرکز مالکیت و سودآوری بانک‌ها در کشورهای در حال توسعه انجام دادند. نتایج مطالعه آنها نشان داد که بانک‌های با درجه تمرکز بالا از بازده دارایی‌ها، حاشیه سود خالص و قدرت درآمدزایی بالاتری برخوردارند. در حالی که بانک‌های با درجه تمرکز پایین‌تر از بازده حقوق صاحبان سهام بالاتری برخوردار می‌باشند.

میرچاندانی و گوپتا (Mirchandani & Gupta, 2018) در مطالعه خود به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر عملکرد بانک‌های منتخب امارات متحده عربی پرداختند. نتایج مطالعه آنان نشان داد که بین حاکمیت شرکتی و عملکرد بانک‌ها رابطه معناداری وجود دارد، لیکن ساختار مالکیت از تأثیر قابل توجهی بر عملکرد بانک‌ها برخوردار نمی‌باشد.

در این تحقیق چنان که پیشتر اشاره شد، اثر ساختار مالکیت و اجزای حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی بانک‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. در واقع ساختار که در برگیرنده ترکیب و تمرکز مالکیت در اختیار سهامداران است، سازوکار حاکمیت شرکتی و هیات مدیره و مکانیزم‌های نظارتی را تعیین کرده و آنگاه فعالیت‌های بانک‌ها از طریق نظام حاکمیت شرکتی اجرا و نظرات می‌گردد. بنابر این کیفیت فعالیت‌ها و عملکرد بانک‌ها در درجه اول به ساختار مالکیت و در درجه دوم به کیفیت حاکمیتی آنها وابسته خواهد بود. این تحقیق اولاً بطور همزمان اثر حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت را بر عملکرد مورد بررسی قرار می‌دهد. ثانیاً برای سنجش عملکرد علاوه بر شاخص‌های سنتی حسابداری از شاخص مبتنی بر بازار (EVA) استفاده شده است که سنجش بهتری از عملکرد مالی ارائه می‌دهد و ثالثاً رویکرد این تحقیق و روش اجرای آن با استفاده از مدلسازی معادلات ساختاری است که تا کنون در تحقیقات مشابه بکار گرفته نشده است. بنابراین از این نظر می‌تواند رویکرد جدیدی باشد.

فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مبانی نظری و پیشینه مطالعات انجام شده این پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین شده و مورد آزمون قرار گرفته‌اند:

- ساختار مالکیت بر حاکمیت شرکتی بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.
- ساختار مالکیت بر عملکرد بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.
- حاکمیت شرکتی بر عملکرد بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.
- حاکمیت شرکتی بر رابطه میان ساختار مالکیت و عملکرد بانکها نقش میانجی ایفا می‌کند.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف در زمره پژوهش‌های کاربردی است، زیرا نتایج آن می‌تواند

مورد استفاده سرمایه‌گذاران، مدیران، سهامداران و تحلیل‌گران بازار سرمایه و نیز بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار قرار گیرد. از نظر ماهیت و روش اجرا نیز این پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی قلمداد می‌شود و با توجه به اینکه متغیرهای آن در گذشته رخ داده‌اند، در زمره پژوهش‌های علی-پس رویدادی قرار دارد. علاوه بر این از لحاظ نوع داده‌های مورد استفاده، اسناد کاوی (آرشیوی) است. بدین مفهوم که با استفاده از اطلاعات گذشته ارتباط میان متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. در نهایت، پژوهش حاضر از نظر نوع استدلال، پژوهشی استقرایی تلقی می‌شود.

جامعه آماری این مطالعه مشتمل بر ۱۸ بانک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شامل بانک‌های ملت، تجارت، صادرات ایران، پاسارگاد، پارسیان، اقتصادنوین، سینا، کارآفرین، سرمایه، دی، انصار، گردشگری، حکمت ایرانیان، ایران زمین، سامان، توسعه، آینده و پست بانک است که تماماً به شیوه سرشماری مورد مطالعه قرار گرفته‌اند. داده‌های مورد نیاز جهت سنجش متغیرهای پژوهش نیز از پایگاه‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار، بانک‌های مذکور و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران طی دوره ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ گردآوری شده است.

متغیرهای پژوهش

همانطور که پیشتر اشاره شد، هدف اصلی مطالعه حاضر بررسی اثر ساختار مالکیت و مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است، که بر این اساس متغیرهای پژوهش عبارتند از:

عملکرد مالی

متغیر وابسته در این پژوهش عملکرد مالی بانک‌هاست که با استفاده از سه مولفه قابل سنجش شامل توین کیو، بازدهی حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی مورد سنجش قرار گرفته است.

نسبت توین کیو (Tobin's Q) که با استفاده از رابطه ۱ محاسبه می‌شود:

$$\text{نسبت توین کیو} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی‌ها} + (\text{تعداد سهام منتشر شده} * \text{قیمت پایانی سهم})}{\text{ارزش دفتری دارایی‌ها}} \quad (1)$$

بازده حقوق صاحبان سهام^۱ (ROE) که از طریق رابطه ۲ اندازه گیری می شود:

$$ROE = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق صاحبان سهام}} \quad (۲)$$

۳) ارزش افزوده اقتصادی^۲ (EVA) که از با استفاده از رابطه ۳ محاسبه می شود:

$$EVA = NOPAT_t - (WACC_t \times Capital_t) \quad (۳)$$

که در آن:

EVA: ارزش افزوده اقتصادی،

WACC: میانگین موزون هزینه سرمایه^۳،

Capital: مجموع سرمایه بکار گرفته شده،

سرمایه بکار گرفته شده = تعديلات دارایی + تعديلات بدهی + تعديلات حقوق صاحبان سهام + حقوق صاحبان سهام + بدهی های بهره دار + سایر بدهی های بلندمدت
NOPAT: سود خالص عملیاتی پس از مالیات^۴ که در محاسبه آن اثر مبادلات غیر نقدی حذف و صرفه جویی مالیاتی ناشی از هزینه تأمین مالی از سود کسر شده است و از طریق معادله زیر محاسبه می شود:

سود عملیاتی پس از مالیات = تعديلات درآمد + تعديلات هزینه + صرفه جویی مالیاتی بهره - هزینه بهره + سود پس از مالیات

ساختار مالکیت

برای محاسبه این متغیر که جایگاه متغیر مستقل را در این پژوهش دارد، از سه مولفه شامل شاخص هر فیندال-هیریشمن، نسبت مالکیت نهادی و نسبت مالکیت دولتی به صورت زیر استفاده شده است:

1. Return of Equity
2. Economic Value Added
3. Weighted Average of Capital Cost
4. Net Operational Profit After Tax

شاخص هرfindahl-هیرشمن^۱ (HHI): این شاخص میزان تمرکز مالکیت در شرکت را اندازه گیری می کند. بطوری که هر چه شاخص محاسبه شده به عدد یک نزدیک تر باشد، میزان تمرکز مالکیت در اختیار تعداد محدودی از سهامداران بیشتر بوده و هر چه این شاخص کوچک تر باشد به معنی پراکندگی مالکیت در اختیار تعداد بیشتری از سهامداران است. این شاخص را با استفاده از مدل ۴ به صورت زیر محاسبه می شود:

$$HHI = \sum_{i=1}^k s_i^2 \quad (۴)$$

که در آن:

K: تعداد سهامداران شرکت،

s_i : درصد مالکیت سهام سهامدار i ،

نسبت مالکیت نهادی^۲ (IOP) که از طریق نسبت سهام متعلق بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، و صندوق‌های بازنشستگی از کل سهام شرکت (بانک) مورد بررسی اندازه گیری می شود.

نسبت مالکیت دولتی^۳ (GOP) که از طریق نسبت سهام متعلق به سازمان‌ها و شرکت‌های وابسته به دولت از کل سهام شرکت (بانک) مورد بررسی اندازه گیری می شود.

حاکمیت شرکتی

متغیر حاکمیت شرکتی در این مطالعه نقش یک متغیر میانجی را نیز بازی می کند که برای اندازه گیری آن نیز از سه مولفه اندازه هیات مدیره، نسبت اعضای غیر موظف و نقش دوگانه مدیرعامل به صورت زیر استفاده شده است:

اندازه هیأت مدیره^۴ (BSIZE) که از طریق تعداد افراد اعضای هیات مدیره اندازه گیری می شود.

نسبت اعضای غیرموظف^۵ (NonEx) که از طریق نسبت تعداد اعضای غیرموظف به کل

1. Herfindahl-Hirschman Index
2. Institutional Ownership Proportion
3. Governmental Ownership Proportion
4. Board Size
5. Non Executive members

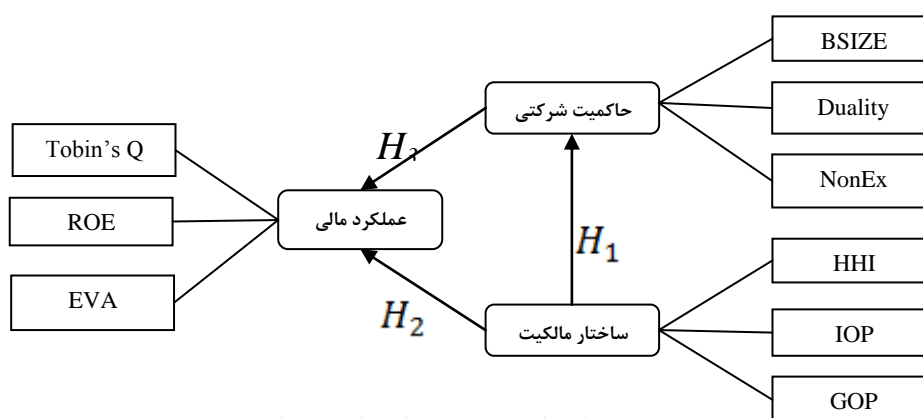
اعضای هیأت مدیره اندازه گیری می شود.

دوگانگی وظایف مدیرعامل^۱ (Duality) که متغیری مجازی (با ارزش های صفر و یک) است به گونه ای که اگر مدیر عامل سمت ریاست هیأت مدیره را نیز داشته باشد، مقدار یک و در غیر این صورت عدد صفر برای آن در نظر گرفته می شود.

داده های مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت های مالی حسابرسی شده بانک های پذیرفته شده و از طریق پایگاه های اطلاع رسانی بورس اوراق بهادار تهران و همچنین نرم افزار ره آوردنویین جمع آوری شده اند.

جهت نشان دادن ارتباط میان متغیرهای پژوهش و آزمون فرضیه ها، مدل مفهومی زیر ارائه شده

است:



شکل ۱. مدل مفهومی و ارتباط میان متغیرهای پژوهش

تجزیه و تحلیل داده ها

به منظور تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه های پژوهش از روش مدل سازی معادلات ساختاری استفاده شده است. نسل اول روش های مدل سازی معادلات ساختاری روش های کوواریانس محور هستند که هدف اصلی این روش ها تأیید مدل بوده و برای کار به نمونه هایی با حجم بالا نیاز دارند. نسل دوم روش های معادلات ساختاری که مولفه محور هستند. این روش ها

1. Duality of Manager's Tasks

که بعداً به روش حداقل مربعات جزئی^۱ (PLS) تغییر نام دادند، برای تحلیل داده‌ها روش‌های متفاوتی نسبت به نسل اول ارائه دادند. مهمترین نرم افزار برای این روش Smart PLS می‌باشد. محققین دلایل متعددی را برای استفاده از این روش ذکر کرده و مهمترین دلیل را برتری این روش برای نمونه‌های کوچک عنوان می‌کنند. دلیل بعدی وجود داده‌های غیرنرمال است که پژوهشگران در برخی پژوهش‌ها با آن روبرو هستند (داوری و رضازاده & Davari & Rezazadeh, 2014).

در این پژوهش ابتدا پس از استانداردسازی مقادیر محاسبه شده برای مؤلفه‌های هر متغیر (متغیرهای آشکار)، بر اساس مقادیر بارهای عاملی و معناداری آنها مناسب محاسبه هر متغیر پژوهش (متغیرهای مکنون) بررسی شده و سپس به آزمون فرضیه‌ها بر اساس ضرائب مسیرهای بدست آمده میان متغیرهای مکنون و معناداری آنها پرداخته شده است.

یافته‌های پژوهش

آمارهای توصیفی

در این بخش آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای تعداد ۱۲۶ مشاهده (شركت - سال) ارائه شده است. خلاصه آمارهای توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است:

جدول ۱. آمارهای توصیفی متغیرهای پژوهش

نماد	متغیر	مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
Tobin's Q	شاخص توبین	۱۲۶	۲/۲۳۴	۱/۵۵۱	۱/۰۱۲	۴/۰۲۹
ROE	بازده حقوق صاحبان سهام	۱۲۶	۰/۰۶۲	۰/۰۹۱	-۰/۱۲۷	۰/۳۴۵
EVA	ارزش افزوده اقتصادی (میلیارد ریال)	۱۲۶	۲۷۹۰۲۸	۱۰۲۱۲۶	۹۱۳۵۵	۴۵۲۱۶۸
HHI	شاخص هیرفیندال - هیریشمن	۱۲۶	۰/۵۹۲	-۰/۲۸۳	۰	۰/۹۶
IOP	نسبت مالکیت نهادی	۱۲۶	۰/۷۴۶	-۰/۲۲۹	۰/۰۶۹	۰/۹۹۴
GOP	نسبت مالکیت دولتی	۱۲۶	۰/۰۳۹۶	۰/۰۲۰۸	۰	۰/۱۰
BSIZE	اندازه هیأت مدیره	۱۲۶	۶/۴۰۲	۲/۱۲۷	۴	۱۱
NonEx	نسبت اعضای غیر موظف	۱۲۶	۰/۵۱۸	-۰/۳۱۴	۰/۲۱۴	۰/۷۳۶

مأخذ: یافته‌های پژوهش

1. Partial Least Square

آمارهای توصیفی نشان می‌دهند که در بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار میانگین شاخص‌های توبین کیو، بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی به عنوان شاخص‌های اندازه‌گیری عملکرد بانک‌های مورد بررسی، به ترتیب معادل ۲/۲۳۴ با انحراف معیار ۱/۵۵۱، ۰/۰۶۲ با انحراف معیار ۰/۰۹۱ و ۲۷۹۰۲۸ میلیارد ریال با انحراف معیار ۱۰۲۱۲۶ میلیارد ریال بوده است. از طرف دیگر، میانگین شاخص هیرفیندال-هیریشمن، نسبت مالکیت نهادی و نسبت مالکیت دولتی به عنوان شاخص‌های اندازه‌گیری ساختار مالکیت بانک‌های مورد بررسی، به ترتیب معادل ۰/۵۹۲ با انحراف معیار ۰/۲۸۳، ۰/۷۴۶ با انحراف معیار ۰/۲۲۹ و ۰/۰۳۹۶ با انحراف معیار ۰/۰۲۰۸ بوده است. همچنین میانگین اندازه هیأت مدیره و اعضای غیرموظف هیأت مدیره به عنوان شاخص‌های اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی به ترتیب معادل ۶/۴۰۲ با انحراف معیار ۲/۱۲۷ و ۰/۵۱۸ با انحراف معیار ۰/۳۱۴ بوده است. در مورد متغیر نقش دو گانه مدیرعامل نیز چون متغیری مجازی با ارزش‌های صفر و یک بوده لذا آمارهای توصیفی محاسبه نشده‌اند.

آمارهای استنباطی

چنانکه در بخش پیشین اشاره شد جهت سنجش هر یک از متغیرهای پژوهش (متغیرهای مکنون) از سه مؤلفه (متغیر آشکار) استفاده شده است. لذا برای استفاده از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری لازم است ابتدا مناسب اندازه‌گیری هر متغیر مکنون با استفاده از متغیرهای آشکار بررسی شود. پس از آن این متغیرها برای آزمون فرضیه‌ها مورد استفاده قرار گیرند. در این بخش ابتدا اندازه‌گیری متغیرهای مکنون ارائه شده است.

متغیر ساختار مالکیت

در این مطالعه برای اندازه‌گیری متغیر ساختار مالکیت از سه معیار هرفیندال - هیریشمن (HHI)، نسبت مالکیت نهادی (IOP) و نسبت مالکیت دولتی (GOP) استفاده شد. جدول ۲ شاخص‌های برازش اندازه‌گیری این متغیر را نشان می‌دهند:

جدول ۲. شاخص‌های برازش اندازه‌گیری متغیر ساختار مالکیت

آماره	χ^2/df	P-Value	RMSE	GFI	AGFI
مقدار	۲/۹۲	۰/۰۳۰	۰/۰۱۴	۹۴/۵۵۸	۹۲/۳۱۲

مأخذ: یافته‌های پژوهش

همان طور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، آماره χ^2 هنجار شده به درجه آزادی کمتر از عدد ۳ بوده و معناداری (P-Value) آن نیز کمتر از ۰/۰۵ است. از سوی دیگر مقدار شاخص نیکویی برازش (GFI) معادل ۹۴/۵۵۸ و مقدار تعدیل شده آن (AGFI) معادل ۹۲/۳۱۲ و هر دو بیش از ۹۰ درصد می‌باشند. همچنین مقدار ریشه میانگین مربعات خطای برآورد (RMSE) معادل ۰/۰۱۴ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است. بنابراین، با توجه به مقادیر بدست آمده می‌توان نتیجه گرفت که سنجش متغیر مکنون ساختار مالکیت بر اساس متغیرهای آشکار مدل مناسب و معنادار است.

متغیر حاکمیت شرکتی

در این پژوهش برای اندازه‌گیری متغیر حاکمیت شرکتی از سه معیار اندازه‌هایت مدیره (BSIZE)، نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره (NonEx) و نقش دوگانه مدیرعامل (Duality) استفاده شده است. جدول ۳ شاخص‌های برازش اندازه‌گیری این متغیر را نشان می‌دهند:

جدول ۳. شاخص‌های برازش اندازه‌گیری متغیر حاکمیت شرکتی

آماره	χ^2/df	P-Value	RMSEA	GFI	AGFI
مقدار	۲/۷۳	۰/۰۳۲	۰/۰۱۵	۹۴/۳۶۸	۹۲/۱۲۲

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۳ نیز نشان می‌دهد که آماره χ^2 هنجار شده به درجه آزادی کمتر از عدد ۳ بوده و سطح معناداری (P-Value) آن نیز کمتر از ۰/۰۵ است. از سوی دیگر مقدار شاخص نیکویی برازش (GFI) معادل ۹۴/۳۶۸ و مقدار تعدیل شده آن (AGFI) معادل ۹۲/۱۲۲ و هر دو بیش از ۹۰ درصد می‌باشند. همچنین مقدار ریشه میانگین مربعات خطای برآورد (RMSE) معادل ۰/۰۱۵ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است. بنابراین، مقادیر بدست آمده نشان می‌دهند که متغیرهای آشکار یاد شده به طور معناداری می‌توانند جهت اندازه‌گیری متغیر مکنون حاکمیت شرکتی مورد استفاده قرار گیرند.

متغیر عملکرد مالی

برای اندازه‌گیری متغیر مکنون عملکرد مالی نیز سه معیار کیوتوین (Tobin's Q)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و ارزش افزوده اقتصادی (EVA) استفاده شده‌اند. جدول ۴ شاخص‌های

برازش اندازه گیری این متغیر را به تصویر کشیده‌اند:

جدول ۴. شاخص‌های برازش اندازه‌گیری متغیر عملکرد مالی

آماره	χ^2/df	P-Value	RMSEA	GFI	AGFI
مقدار	۲/۴۳	۰/۰۳۶	۰/۰۱۶	۹۴/۰۶۲	۹۱/۸۱۶

مأخذ: یافته‌های پژوهش

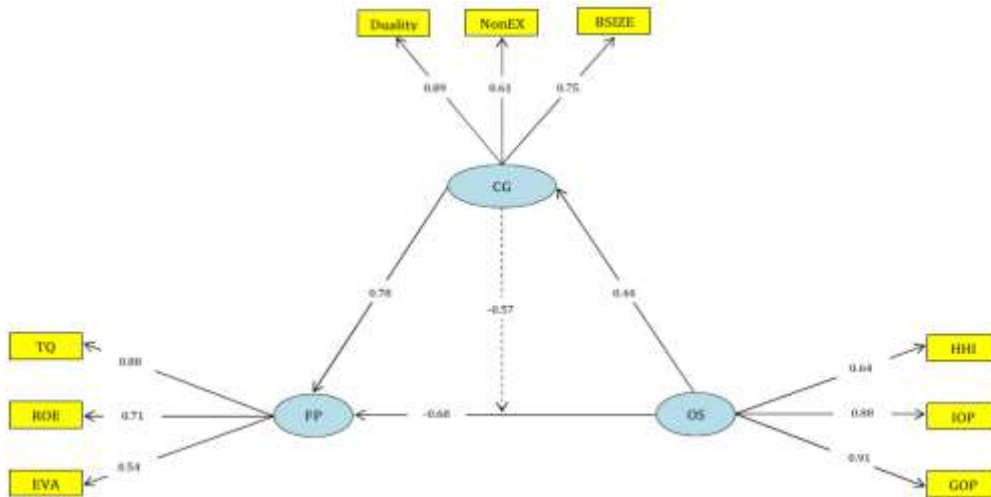
جدول ۴ آماره‌های مناسب اندازه‌گیری این متغیر را نشان می‌دهد. ملاحظه می‌شود که آماره χ^2 هنجار شده به درجه آزادی همچنان کمتر از عدد ۳ بوده و سطح معناداری (P-Value) آن نیز معادل ۰/۰۳۶ و کمتر از ۰/۰۵ است. همچنین مقدار شاخص نیکویی برازش (GFI) معادل ۹۴/۰۶۲ و مقدار تعدیل شده آن (AGFI) معادل ۹۱/۸۱۶ و هر دو بیش از ۹۰ درصد هستند. از سوی دیگر مقدار ریشه میانگین مربعات خطای برآورد (RMSE) نیز معادل ۰/۰۱۶ و کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین، با توجه به مقادیر بدست آمده می‌توان گفت که اندازه‌گیری متغیر مکنون عملکرد مالی بر اساس متغیرهای آشکار مناسب و معنادار بوده و بنابر این بر اساس یافته‌های فوق مدل از برازش مناسبی برخوردار است.

برآورد مدل معادلات ساختاری

پس از آزمون مناسب اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش، مدل ساختاری که بیانگر ارتباط بین متغیرهای مکنون پژوهش است حاصل شد. شکل ۱ مدل کلی ارتباط میان متغیرهای پژوهش را با روش حداقل مربعات جزئی (PLS) نشان می‌دهد:

در نهایت، بر اساس مدل یابی معادلات ساختاری مطابق شکل فوق، جدول ۵ بارهای عاملی هر یک از متغیرهای آشکار و آماره مربوطه و سطح معناداری آنها را نمایش می‌دهد:

یافته‌های جدول ۵ بر اساس مقدار آماره t و سطح معناداری (P-Value) مربوط به متغیرهای آشکار، نشان می‌دهند که تمامی متغیرهای آشکار (معیارها) از تأثیر معناداری (حداقل در سطح ۹۰ درصد) بر متغیرهای مکنون برخوردار می‌باشند. همچنین جهت بررسی پایایی و روایی همگرایی سازه‌ها شاخص‌های CR و AVE مورد استفاده واقع شده‌اند که جهت محاسبه آنها از رابطه‌های ۵ و ۶ استفاده شده است.



شکل ۱. مدل اندازه‌گیری و ساختاری تحقیق

جدول ۵. معناداری اثر متغیرهای آشکار بر متغیرهای مکنون مدل

متغیر مکنون	متغیرهای آشکار	نماد	بار عاملی	آماره t	P-value
مالکیت (OS)	شاخص هرfindال هیرشمن	HHI	$\lambda_1=0.64$	۲/۲۹۱**	۰/۰۲۲
	نسبت مالکیت نهادی	IOP	$\lambda_2=0.88$	۳/۱۵۱***	۰/۰۰۰
	نسبت مالکیت دولتی	GOP	$\lambda_3=0.91$	۳/۲۵۸***	۰/۰۰۰
حاکمیت شرکتی (CG)	اندازه هیأت مدیره بانک	BSIZE	$\lambda_4=0.75$	۲/۶۸۵***	۰/۰۰۴
	اعضای غیرموظف هیأت مدیره	NonEx	$\lambda_5=0.61$	۲/۱۸۴**	۰/۰۳۰
	دوگانگی وظایف مدیرعامل	Duality	$\lambda_6=0.89$	۳/۱۸۶***	۰/۰۰۰
عملکرد مالی (FP)	شاخص کیو توبین	Tobin's Q	$\lambda_7=0.88$	۳/۱۵۱***	۰/۰۰۰
	بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	$\lambda_8=0.71$	۲/۵۴۲**	۰/۰۱۱
	ارزش افزوده اقتصادی	EVA	$\lambda_9=0.54$	۱/۹۳۳*	۰/۰۵۴

مأخذ: یافته‌های پژوهش (* معنادار در سطح ۱۰٪، ** معنادار در سطح ۵٪، *** معنادار در سطح ۱٪)

$$CR = \frac{(\sum \lambda)^2}{(\sum \lambda)^2 + (\sum \delta)} \quad (5)$$

$$AVE = \frac{\sum \lambda^2}{n} \quad (6)$$

که در آنها λ نشان دهنده بار عاملی استاندارد شده شاخص‌ها و δ نماد خطای استاندارد است.

ضریب CR مساوی یا بزرگ‌تر از $0/7$ نشان‌دهنده پایایی مناسب، مساوی یا بزرگ‌تر از $0/8$ نشان از پایایی خیلی خوب و مساوی یا بزرگ‌تر از $0/9$ بیانگر پایایی عالی شاخص‌ها می‌باشد. همچنین اگر شاخص AVE برای هر سازه بیش از $0/5$ باشد نشان می‌دهد که سازه مورد نظر از نظر روایی همگرا دارای اعتبار مناسب است (داوری و رضازاده (Davari & Rezazadeh, 2014). جدول ۶ نتایج این شاخص‌ها را برای متغیرهای مکنون نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌گردد ضرائب CR برای همه متغیرها نشان از وضعیت مطلوب پایایی سازه‌ها دارد. همچنین از آنجا که ضرائب AVE نیز بالاتر از $0/5$ هستند، می‌توان روایی همگرای مطلوب سازه‌ها را نیز مشاهده نمود.

جدول ۶. نتایج ضرائب CR و AVE جهت سنجش پایایی و روایی سازه‌ها

ضریب AVE	ضریب CR	متغیرهای مکنون
۰/۶۱۱	۰/۷۶۲	ساختار مالکیت (OS)
۰/۶۳۸	۰/۷۹۱	حاکمیت شرکتی (CG)
۰/۷۰۸	۰/۹۰۶	عملکرد مالی (FP)

مأخذ: یافته‌های پژوهش

در ادامه روایی واگرا که بیانگر میزان رابطه یک متغیر مکنون با شاخص‌هایش در مقایسه رابطه آن متغیر با سایر متغیرهاست، مورد بررسی قرار گرفته است. روایی واگرایی مناسب یک مدل، حاکی از آن است که یک متغیر در مدل، تعامل بیشتری با شاخص‌های خود دارد تا با متغیرهای دیگر. این روایی وقتی در سطح مطلوبی است که ضریب AVE برای هر متغیر، بیشتر از همبستگی بین آن متغیر با متغیرهای دیگر باشد (Fornell & Larcker, 1981).

جدول ۷ ماتریس فورنل و لارکر و روایی واگرایی متغیرها را نشان می‌دهد. جذر AVE متغیرها در قطر اصلی ماتریس همبستگی متغیرها وارد شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود جذر شاخص AVE برای هر دو متغیر از مقادیر همبستگی آنها بزرگ‌تر شده است پس می‌توان نتیجه گرفت که روایی واگرا برای هر سه متغیر در حد مطلوبی است.

اینک پس از بررسی برازش مدل اندازه‌گیری متغیرها و سنجش پایایی و روایی آنها، نتیجه مدل ساختاری تحقیق جهت آزمون فرضیه‌ها در جدول ۸ ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود اثر مستقیم متغیرهای تحقیق بر یکدیگر و نیز اثر غیر مستقیم ساختار مالکیت بر عملکرد مالی با واسطه حاکمیت شرکتی با استفاده از ضرائب مسیر برآورد شده و سطح معنی‌داری آنها نشان داده شده است.

جدول ۷. ماتریس فورنل و لار کر جهت روایی واگرایی متغیرها

عملکرد مالی (FP)	حاکمیت شرکتی (CG)	ساختار مالکیت (OS)	
		۰/۷۸۲	ساختار مالکیت (OS)
	۰/۷۹۹	۰/۵۱۷	حاکمیت شرکتی (CG)
۰/۸۴۱	۰/۶۳۸	۰/۶۲۳	عملکرد مالی (FP)

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۸. برآورد تأثیر متغیرهای مکنون بر یکدیگر با استفاده از مدل‌یابی معادلات ساختاری

نوع تأثیر	متغیرهای مکنون	ضریب مسیر	آماره t	P-value
اثر مستقیم	تأثیر ساختار مالکیت بر حاکمیت شرکتی (OS <---- CG)	$\gamma_1 = 0/44$	۱/۵۷۵	۰/۱۱۴
	تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد مالی (FP <---- OS)	$\gamma_2 = -0/68$	-۲/۴۳۵**	۰/۰۱۵
	تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی (FP <---- CG)	$\gamma_3 = 0/78$	۲/۷۹۳***	۰/۰۰۵
اثر غیر مستقیم	تأثیر واسطه‌ای حاکمیت شرکتی بین ساختار مالکیت و عملکرد مالی (FP <---- CG <---- OS)	$\beta_1 = -0/57$	-۲/۰۴۱**	۰/۰۴۱

مأخذ: یافته‌های پژوهش (* معنادار در سطح ۱۰٪، ** معنادار در سطح ۵٪، *** معنادار در سطح ۱٪)

یافته‌های جدول ۸ نشان می‌دهد که اثر مستقیم ساختار مالکیت (OS) بر حاکمیت شرکتی (CG) با دارای ضریب مسیر ۰/۴۴ بوده و سطح معناداری (P-value) ۰/۱۱۴ نشان می‌دهد که این ضریب معنادار نیست. در حالی که ضریب ساختار مالکیت (OS) بر عملکرد مالی (FP) معادل ۰/۶۸- بدست آمده و سطح معناداری (P-value) آن معادل ۰/۰۱۵ و نشان از معناداری این ضریب است. همچنین اثر مستقیم حاکمیت شرکتی (CG) بر عملکرد مالی (FP) با ضریب ۰/۷۸ و سطح معناداری (P-value) معادل ۰/۰۰۵ نیز نشان از معناداری ضریب بدست آمده دارد. یافته‌های جدول همچنین نشان می‌دهد که اثر غیر مستقیم ساختار مالکیت (OS) بر عملکرد مالی (FP) از طریق متغیر واسطه حاکمیت شرکتی (CG) دارای ضریب ۰/۵۷- و سطح معناداری (P-value) ۰/۰۴۱ است که نشان می‌دهد این اثر غیر مستقیم نیز معنادار است. به عبارت دیگر، حاکمیت شرکتی باعث می‌شود از شدت تأثیر منفی ساختار مالکیت بر عملکرد مالی بانک‌ها کاسته شود. با توجه به یافته‌های فوق‌الذکر می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه اول پژوهش مورد تایید قرار نگرفته در حالی که فرضیه‌های دوم، سوم و چهارم و نقش میانجی حاکمیت شرکتی مورد تایید واقع شده‌اند.

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های برآورد مدل معادلات ساختاری نشان داد که تمامی متغیرهای آشکار از تأثیر معناداری بر متغیرهای مکنون برخوردار بوده و عبارتی به خوبی می‌توان متغیرهای مکنون را بر اساس متغیرهای آشکار مورد اندازه‌گیری قرار داد. نتایج نشان داد که اثر مستقیم ساختار مالکیت بر حاکمیت شرکتی معنادار نیست و در واقع مکانیسم حاکمیت شرکتی تحت تأثیر ساختار مالکیت واقع نمی‌شود. از این رو، فرضیه اول پژوهش مورد تأیید قرار نگرفت. همچنین ساختار مالکیت از تأثیر معنادار و معکوسی بر عملکرد مالی برخوردار است. این بدان معنی است که با افزایش تمرکز مالکیت در اختیار تعداد محدودی از سهامداران و نیز نسبت مالکیت نهادی و دولتی، عملکرد مالی بانک‌ها به شکل معناداری کاهش می‌یابد و بالعکس. لذا فرضیه دوم پژوهش مورد تأیید واقع شد. از سوی دیگر، تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی نیز مثبت و معنادار است که نشان می‌دهد بهبود مکانیسم حاکمیت شرکتی می‌تواند به طور معناداری موجب بهبود عملکرد مالی بانک‌ها شود، بنابر این فرضیه سوم پژوهش نیز مورد تأیید قرار گرفت. نتایج همچنین نشان داد که اثر غیر مستقیم ساختار مالکیت از طریق حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی بانک‌ها معنادار است و فرضیه چهارم نیز تأیید شد. این بدان معنی است که حاکمیت شرکتی مناسب موجب می‌شود از شدت تأثیر منفی ساختار مالکیت بر عملکرد مالی بانک‌های مورد بررسی کاسته شود. نتایج حاکی از آن است که سهامداری موسسات و شرکت‌های وابسته به دولت و نهادهای مالی بویژه هنگامی که اکثریت سهام را در اختیار دارند، موجب می‌شود این سهامداران به جای اینکه منافع کل سهامداران و ارزش شرکت (بانک) را در نظر بگیرند، اهداف و منافع خاص خود را پیگیری کنند ضعف در عملکرد مالی را به دنبال خواهد داشت. این امر مؤید فرضیه همگرایی منافع است که طبق آن سهامداران نهادی بزرگ، اتحاد و پیوستگی استراتژیکی با مدیریت شرکت دارند. در نتیجه مدیران به جای اینکه منافع کل سهامداران را دنبال کنند، در اختیار سهامداران نهادی بزرگ درآمده و در جهت منافع آن‌ها کار خواهند کرد. همچنین بر اساس فرضیه همسویی استراتژیک، گاهی ممکن است انتظارات سهامداران نهادی با منافع مدیران گره بخورد و به واسطه انطباق منافع این دو گروه، منافع سهامداران خرد نادیده گرفته شده و در این صورت آثار مفید مورد انتظار از اعمال نظارت مؤثر توسط سهامداران عمده بر مدیران، کاهش می‌یابد. از سوی دیگر

مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و نظام راهبری مناسب می‌تواند باعث افزایش عملکرد مالی بانک‌ها شود. زیرا یکی از دلایل احتمالی نتیجه‌گیری فوق، مشارکت اعضای موظف و غیر موظف هیأت مدیره در فعالیت‌ها و در نتیجه ایفای نقش نظارتی آنان بر عملیات بانکی است. چنان که شواهد نیز وجود دارد که نشان می‌دهد اندازه بزرگ هیأت مدیره در کمک به مدیران عامل از طریق مشاوره می‌تواند نقش مؤثری در عملکرد شرکت‌ها داشته باشد.

نتایج این پژوهش با بخش‌هایی از یافته‌های نخعی و زهرایی (Nakhaee & Zahraei, 2017)، آکیموا و اشوودایر (Akimova & Schwodiauer, 2004)، اسپانگ و سولیوان (Spong, 2007) و وانجیرو و همکاران (Wanjiru, et al., 2013)، ازیلی و اودیاله (Ozili & Uadiale, 2017)، میرچاندانی و گوپتا (Mirchandani & Gupta, 2018) همخوانی دارد. در حالی که با بخشی از یافته‌های پژوهش دی هائن و همکاران (Dihaen, et al., 2001)، رحیمیان و همکاران (Rahimian, et al., 2013) و شهیکی تاش و همکاران (Shahiki Tash, et al., 2012) ناسازگار است.

با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان پیشنهادهایی را به صورت زیر ارائه داد: سیاست‌گذاران بازار سرمایه و سهامداران نهادی باید توجه داشته باشند که حضور اعضای غیرموظف در هیأت مدیره شرکت‌ها نمی‌تواند مشکلات نمایندگی را کاهش داده و به عملکرد بهتر شرکت کمک کند بنابراین تلاش شود از حضور اعضای موظف بیشتر استفاده گردد. با توجه به اهمیت وجود سرمایه‌گذاران نهادی و سهامداران عمده در اداره شرکت‌ها به ویژه بانک‌ها، پیشنهاد می‌گردد این دسته از سهامداران نقش فعال‌تری در زمینه نظارت و کنترل فعالیت‌های شرکت‌ها داشته باشند و به همسو شدن منافع سهامداران و مدیران در جهت کاهش مشکلات نمایندگی و در نهایت بهبود عملکرد شرکت کمک کنند.

همچنین پیشنهاد می‌شود اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها و بانک‌ها، سهامداران و بازرسان و مؤسسات حسابرسی با مباحث مرتبط با نظام راهبری شرکت‌ها، بیشتر آشنا شوند تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش در نظام راهبری شرکتی و در نتیجه تأثیر بر افزایش ارزش شرکت‌ها پردازند.

به محققین آینده نیز پیشنهاد می‌شود برای انجام تحقیقاتی مشابه سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مانند شاخص MVA و روش‌های BSC و EFQM را مد نظر قرار دهند.

References

- [1] Akimova, I. & Schwodiauer, G. (2004), Ownership structure, corporate governance and enterprise performance: empirical results for Ukraine, *International Advances in Economic Research Journal*, Volume 10(1), 28-42.
- [2] Asadi, A. (2016), Corporate Governance and Holding Companies and Subsidiaries Performance in Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Management strategy*, Volume 4 (15), 129-151. (In Persian)
- [3] Chen, C. Lu, H. & Sougiannis, T. (2012), The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs, *Contemporary Accounting Research*, volume 29(1), 252 – 282.
- [4] Coenen, M. (2015), Ownership structure and firm performance: An analysis of publicly listed firms in Netherlands, University of Twente, The Faculty of Behavioral, Management and Social Sciences.
- [5] Davari, R, & Rezaadeh, A (2014), Structural equation modeling with PLS software, Jahad daneshgahi pub. Tehran. (In Persian)
- [6] Fornell, C. & Larcker, D. (1981), Evaluating structural equation models with unobservable and measuring error, *Journal of High Technology Management Research*, volume 8, pp 39-50.
- [7] Glassman, C.A. & Rhoades, S.A. (1980). Owner vs manager control effects on bank performance, *The Review of Economics and Statistics*, 62, 263-270.
- [8] Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Volume 3(4), 305-360.
- [9] Khoshtinat, M., Omidinejad, M. & Bahramloo Fard, A. (2017), Impact of ownership structure on bank performance, *Journal of New Research in Accounting and Auditing*, Volume 1(3), 9-38. (In Persian)
- [10] Mirchandani, A. & Gupta, N. (2018), Impact of ownership structure and corporate governance on the performance: A case of selected banks in UAE, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(3), 197-206.
- [11] Nakhaee, H. & Zahraei, S.M. (2017), Investigating the relationship between ownership structure and financial performance of financial intermediaries accepted in Tehran Stock Exchange, *Applied Studies in Management and Development Sciences*, Volume 2(4), 119-134. (In Persian)
- [12] Ozili, P. K. & Uadiale, O. (2017), Ownership concentration and bank profitability, *Future Business Journal*, Volume 3, 159–171.
- [13] Rahimian, N., Mohammadi, H. & Salehi Rad, M. (2013), The role of corporate governance mechanisms in banks' performance, *Accounting Review*, Volume 1(1), 97-119. (In Persian)
- [14] Rezaei, Sh. & Mohammadzadeh, A. (2018), Effect of corporate governance on financial performance and crisis of listed companies in Tehran Stock Exchange, *Journal of Development Evolution Management*, Volume 32, 81-88. (In Persian)
- [15] Saeedi, A. & Shiri Ghahi, A. (2012), Ownership structure and performance of

- companies: Evidence from Tehran Stock Exchange, *Journal of Securities Exchange*, Volume 18(5), 153-172. (In Persian)
- [16] Shahyakitash, M., Kazemi, M. & Amini, M. (2012), Relationship between Ownership Structure and Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange, *Economic Journal*, Volume 9 & 10, 5-24. (In Persian)
- [17] Spong, K.R. & Sullivan, R.J. (2007), *Corporate Governance and Bank Performance*. Glos, UK: Eduard Elgar Publishing Limited.
- [18] Toobrehrizi, A. (2014), Investigation of the effect of corporate governance on financial performance and risk-taking behavior of listed companies in Tehran Stock Exchange, MSc thesis, Mazandaran University, Faculty of Economic and Administrative Science. (In Persian).
- [19] Vakilifard, H. & Bavandpoor, L. (2010), The effect of corporate governance on performance of listed companies in Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Knowledge of Securities Analysis*, Volume 8, 119-140. (In Persian)
- [20] Wanjiru N.R., Wachira, A. & Mwenda, L. (2013), Ownership structure and firm performance of listed companies in the Kenya's Nairobi Securities Exchange, *African Journal of Education, Science and Technology*, Volume. 1(3), 168-174.
- [21] Zouari, S. B. & Taktak N. B. (2014), Ownership structure and financial performance in Islamic banks: does bank ownership matter?, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Volume 7(2), 146-160.