



## تأثیر تمرکز مالکیت و درجه کنترل بر ارزش شرکت در صنعت بیمه

مهدی صالحی<sup>۱</sup>

عسل بخشیان<sup>۲</sup>

فتانه داوطلب طوسی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۱۰/۰۹ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۱۲/۱۰

### چکیده

هدف این مقاله بررسی رابطه تمرکز مالکیت و درجه کنترل بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل کیو تو بین استفاده شده است. نمونه آماری شامل ۵۰ سال شرکت می‌باشد که در صنعت بیمه و بازنشستگی فعالیت داشته‌اند. تکنیک آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این تحقیق پانل دیتا می‌باشد. برای بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت به تفکیک از پنج متغیر به عنوان معیار تمرکز مالکیت استفاده شده است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که تنها متغیر لگاریتم مجموع سهام سهامداران اصلی بر ارزش شرکت تأثیر گذار است و سایر متغیرها نشان دهنده رابطه ای بی معنا بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت هستند. همچنین یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که درجه کنترل بر ارزش شرکت تأثیر گذار نیست. علاوه بر این نوع سهامدار اصلی بر ارزش شرکت بی تأثیر است ولی عکس قضیه برقرار است یعنی ارزش شرکت بر درجه کنترل و لگاریتم مجموع سهام سهامداران اصلی که معیاری از تمرکز مالکیت می‌باشد، تأثیر گذار است.

**واژه‌های کلیدی:** صنعت بیمه، حاکمیت شرکتی، ارزش شرکت، تمرکز مالکیت، درجه کنترل.

۱- دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران. (نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات)

۲- کارشناس ارشد گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، ایران.

۳- کارشناس ارشد حسابداری، واحد علوم و تحقیقات بیرجند، ایران. fattane.tousi@gmail.com

## ۱- مقدمه

صنعت بیمه، با برخورداری از مجموعه وسیع نیروی انسانی و شبکه گسترده ای از شعب، نمایندگی‌ها و سایر ارکان بیمه‌ای، می‌تواند نقش حائز اهمیتی در توسعه اقتصادی کشور ایفا کند. در راستای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی در فضای کسب و کار صنعت بیمه کشور اقداماتی مانند واگذاری بیمه‌های دولتی به بخش خصوصی، آزادسازی تعرفه‌های بیمه‌ای و توانمندسازی صنعت بیمه انجام گرفته است. این صنعت یکی از زیر بخش‌های بازار مالی است که اثرات جانبی گسترده ای در سایر بازارها دارد و باید تضمین کننده سلامت و بقای حرکت‌های اقتصادی باشد (پیرویان و زراء نژاد، ۱۳۹۱).

ظهور انقلاب صنعتی در قرن نوزدهم، آغازی برای تشکیل شرکت‌های سهامی با مسئولیت محدود و مشارکت در مالکیت این شرکت‌ها را برای عموم میسر ساخت. سیستم بازار طوری سازماندهی گردید که مالکان شرکت‌ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به وجود آمدن مساله نمایندگی شد (واعظ، کرراهی مقدم و الهائی، ۱۳۸۹).

امروزه ترکیب ساختار مالکیت از منظر هویت مالکان و تمرکز مالکیت به لحاظ تاثیری که می‌تواند بر عملکرد داشته باشد مورد توجه محققین و مدیران شرکت‌ها قرار گرفته است. سهامداران یک شرکت، دیدگاه‌های مختلف و اهداف متفاوتی را دنبال می‌کنند. تغییرات اخیر در صنعت بیمه و خصوصی شدن شرکت‌های بیمه و ورود آن‌ها به بورس اوراق بهادار، تغییراتی در ساختار مالکیت و سهامداران این شرکت‌ها به وجود آورده است (حساس یگانه، مظلومی و کردستانی، ۱۳۹۲).

با شکل گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و ذی نفعان دیگر ایجاد می‌شود و به طور بالقوه این امکان به وجود می‌آید که مدیران اقداماتی انجام دهند که در جهت منافع خودشان بوده و ضرورتاً در جهت منافع سهامداران و ذی نفعان دیگر نباشد (باباجانی و عبدی، ۱۳۸۹). حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می‌کند که مدیران در تلاش‌اند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود ساز و کارهای مناسبی است. از جمله این ساز و کارها، طراحی و اجرای راهبری شرکتی (حاکمیت شرکتی) مناسب در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است. راهبری شرکتی مجموعه ساز و کارهای کنترلی داخلی و خارجی شرکت است که تعیین می‌کند شرکت چگونه و توسط چه کسانی اداره شود (عباسی و احمدی، ۱۳۹۰).

از طرفی ارزش شرکت، از جمله عوامل مهم در فرایند سرمایه گذاری است. از این رو، سرمایه گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه گذاری مشخص می‌کند. از جمله عوامل مؤثر بر ارزش سهام شرکت، ساختار سرمایه می‌باشد (سینایی، سلگی و محمدی، ۱۳۹۰). ساختار مالکیت به عنوان روشی از حاکمیت شرکتی است (مینگوئز ورا و مارتین اوگدو، ۲۰۰۷).<sup>۱</sup>

## ۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

پایه و اساس مطالعات حاکمیت شرکتی، تئوری نمایندگی است و مسائل نمایندگی نیز ناشی از مجزاسازی مالکیت از کنترل می‌باشد. فرض تئوری نمایندگی بر این است که بین منافع سهامداران و مدیریت یک تعارض بالقوه وجود دارد و مدیران به دنبال کسب حداکثر منافع خود از طریق سهامداران شرکت هستند که این منافع ممکن است در تضاد با منافع سهامداران باشد. عوامل بسیاری بر عملکرد شرکت‌ها موثرند و تا کنون پژوهش‌های بسیاری برای مشخص نمودن رابطه متغیرهای مالی و حسابداری شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها صورت گرفته است، اما به تمرکز مالکیت به عنوان یکی از ساز و کارهای نظارتی حاکمیتی تاثیرگذار بر عملکرد شرکت‌ها به ویژه در ایران کمتر توجه شده است (شهیکي تاش، ۱۳۹۱).

تعیین ارزش شرکت، از دسته عوامل مهم در فرایند سرمایه گذاری است (مهرانی، حسینی، حیدری و پویانفر، ۱۳۹۲). ارزش هر شرکت با توجه به ارزش سهام آن قابل تعیین است. از این رو، سرمایه گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه گذاری مشخص می‌کند. از جمله عوامل مؤثر بر ارزش سهام شرکت، تصمیم گیری‌های مالی (ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود) است (سینایی، سلگی و محمدی، ۱۳۹۰).

حاکمیت شرکتی مجموع قوانین و رویه‌های حاکم بر روابط مدیران، سهامداران و حساب‌رسان شرکت است که با اعمال یک سیستم نظارتی از حقوق سهامداران حمایت می‌کند. با توجه به اینکه سازمان‌های امروزی به منظور کاهش تعارض منافع بین سهامداران و مدیریت بر مجزاسازی مالکیت از مدیریت تاکید می‌ورزند، لذا با افزایش تعداد سهامداران بالاخص سهامداران عمده، تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت و نیز میان سهامداران افزایش می‌یابد تا جاییکه ممکن است بر امر نظارت و کنترل بر عملکرد مدیریت شرکت خدشه وارد کند. در ترکیب مالکیت اغلب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سهامداران عمده ای وجود دارند که از نظر تئوری حاکمیت شرکتی دارای توانایی اعمال نظارت بیشتری در مقایسه با سهامداران جزء هستند (بابایی زکیلی و احمدوند، ۱۳۸۷).

یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت و درجه بندی آن در مقیاس‌های استاندارد می‌باشد تا با استفاده از آن بتوان استراتژی‌های لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷).

ساختار مالکیت عبارت است از بخشی از سهام شرکت که تحت مالکیت سهامداران عمده قرر دارد. سهامداران عمده اشخاص حقیقی یا حقوقی هستند که حداقل ۵٪ سهام شرکت را در دست دارند (سینایی، سلگی و محمدی، ۱۳۹۰). از جمله معضلات زیربنایی که مبحث ساختار مالکیت در باب تئوری حاکمیت شرکتی بر آن اساس تکوین یافته است تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت، اعمال کنترل مطلق از سوی سهامداران عمده، کاهش توان کنترل و نظارت سهامداران جزء بر امور شرکت و منحصر شدن اتخاذ تصمیمات از سوی مدیران می‌باشد (بابایی زکیلی و احمدوند، ۱۳۸۷). ساختار مالکیت به عنوان یکی از

معیارهای حاکمیت شرکتی مطرح می‌شود و به صورت‌های مالکیت نهادی بودن، مالکیت حقیقی بودن، مالکیت تمرکز، مالکیت پراکندگی و مالکیت درونی بودن بررسی شده است (شهیک‌تاش، ۱۳۹۱). برای اولین بار برل و مینز<sup>۲</sup> در سال ۱۹۳۲، به دنبال مطالعات انجام شده پی به وجود یک رابطه معکوس بین پراکندگی سهامداران و عملکرد مؤسسات بردند. با وجود آن که نتایج پژوهش‌های آنان در سال ۱۹۸۳ توسط دمستز به چالش کشیده شد، ولیکن مطالعه مزبور سرآغاز بحث‌ها و تحقیقات متعددی قرار گرفت که بعدها توسط محققین در کشورهای مختلف با بنیادهای اقتصادی و سطوح متفاوت توسعه یافتگی انجام گردید (محمدی، قالیباف اصل و مشکئی، ۱۳۸۸). لیمان و جورج<sup>۳</sup> (۲۰۰۰) با استفاده از ۳۶۱ شرکت آلمانی در طول دوره زمانی ۱۹۹۱-۱۹۹۶ نشان دادند که:

- (۱) حضور سهامداران زیاد لزوماً سودآوری را افزایش نمی‌دهد؛
- (۲) درجه بالایی از تمرکز مالکیت برای بسیاری از شرکت‌های آلمانی در حالت پایین تر از حد مطلوب ظاهر شده است.

نتایجشان همچنین به طور ضمنی بیان می‌کند که تمرکز مالکیت به طور معناداری بر سودآوری اثر منفی دارد (واعظ، کراهی مقدم و الهائی، ۱۳۸۹).

کوسندا<sup>۴</sup> (۲۰۰۰) در پژوهشی که در چکسلواکی طی سالهای ۱۹۹۶-۱۹۹۹ انجام داد، روابط میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را بررسی کرد. پژوهشگر بیان می‌دارد که مالک عمده حقیقی، در کشور مذکور سهامدار اصلی است و شرکت‌های صنعتی دارای بیشترین سهامدار با ثبات و بزرگ‌ترین دستاوردهای مالکیت ثبت شده هستند. تمرکز مالکیت به تنهایی تغییری در عملکرد شرکت را توضیح نمی‌دهد و در گروه‌های صنعت، گروهی یافت نشد که دارای تأثیر خاص بر آن باشند. در ادامه پژوهشگر می‌افزاید، شواهدی را که در آن‌ها چندین نوع از مالکان که دارای تأثیر بر عملکرد هستند را یافتیم. هرچند که حمایت چندانی از اینکه ترکیب مالکان به طور عام دارای تأثیر روی عملکرد شرکت دارد، وجود ندارد (واعظ، کراهی مقدم و الهائی، ۱۳۸۹).

النجار<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) مطالعه ای را در کشور اردن بر شرکت‌های غیر مالی انجام داد. در این پژوهش روابط میان ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی را مورد آزمون قرار می‌دهد. یافته‌های پژوهش وی حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران نهادی اردنی زمانی که می‌خواهند تصمیمات سرمایه‌گذاری اتخاذ کنند عواملی از قبیل ساختار سرمایه، سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارائی، نقدینگی دارائی، و اندازه شرکت را مورد توجه قرار می‌دهند. در ادامه پژوهشگر متذکر می‌شود که این پژوهش نمی‌تواند روابط معناداری میان سیاست تقسیم سود و سرمایه‌گذاران نهادی کشف کند (واعظ، کراهی مقدم و الهائی، ۱۳۸۹).

آرین چاپل<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) نشان داد که حدود دوسوم شرکت‌های فعال در بورس بلژیک عمدتاً دارای ساختار مالکیت متمرکز هستند زیرا یکی از راه‌های افزایش اعمال کنترل بر شرکت‌ها، تمرکز مالکیت است. ضمن اینکه اکثر شرکت‌های بورسی در بلژیک به ترکیب مالکیت عمده ای گرایش دارند که سهامداران عمده آن‌ها

دارای حق رأی نسبت به حداقل ۵۰ یا ۶۰ درصد سهام شرکت باشند. چابک، علت اصلی این یافته را در این نکته خاطر نشان کرده است که سهامداران عمده در کشور بلژیک دارای قدرت کنترل بالایی هستند زیرا در کشور اعضای هیات مدیره، عمدتاً به نفع منافع مدیران و سهامداران عمل می‌کنند حتی اگر نحوه کنترل و مدیریت آن‌ها خلاف قانون باشد، زیرا منافع سهامداران عمده را به عنوان بهترین گزینه برای پیش دستی بر قوانین می‌دانند (بابایی زکیلی و احمدوند، ۱۳۸۷).

کاپوپولس و لازاری تو<sup>۷</sup> (۲۰۰۷) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت متمرکزتر به گونه مثبت با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷).

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) با بررسی ۶۶ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۸۶ نشان دادند که رابطه معنی داری بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنادار و مثبتی بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت معنادار و منفی بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد (واعظ، کراهی مقدم و الهائی، ۱۳۸۹).

زکیلی و احمدوند (۱۳۸۷) ۵۶ شرکت بورسی را طی سالهای ۱۳۷۹-۱۳۸۷ مورد بررسی قرار دادند. بررسی‌های آن‌ها که با استفاده از تحلیل واریانس و رگرسیون انجام گرفته نشان می‌دهد که با افزایش تعداد سهامدار عمده، بازده حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد. آنان نشان دادند که این روند احتمالاً ناشی از افزایش کنترل سهامداران عمده و هم افزایی آن‌ها در تأثیرگذاری بر تصمیمات مالی شرکت است.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) ۶۱ شرکت بورسی را طی سالهای ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۳ را مورد بررسی قرار دادند. بررسی آن‌ها که با استفاده از رگرسیون چند گانه انجام گرفته نشان می‌دهد که میان نسبت مالکیت سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج تحقیق آنان نشان می‌دهد که میان اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه معکوس وجود دارد.

محمدی و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهش خود به بررسی نقش و اثرات جداگانه و همزمان تمرکز و نوع مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش پرداختند. یافته‌های آن‌ها نبود هرگونه رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت‌ها را نشان می‌دهد که بر خلاف رابطه معکوس بین ارزش شرکت و نسبت مالکیت دولتی، رابطه بین نسبت مالکیت انفرادی، شرکتی و خصوصی با ارزش شرکت، مستقیم و معنادار است (عباسی و احمدی، ۱۳۹۰).

### ۳- روش تحقیق

تحقیق حاضر درصدد بررسی این پرسش است که تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت تأثیر گذار است؟ بنابراین این تحقیق کاربردی است. طرح تحقیق آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. متغیرهای به کار گرفته شده در این تحقیق شامل ۳ گروه متغیرهای

مستقل اصلی که شامل own1، LOWN1، شاخص H (Herfindahl index)، SUM، LSUM، SUM2، SUM3، سهامداران حقوقی و سهامداران حقیقی و متغیر وابسته که شامل ارزش شرکت (Q توبین) و متغیرهای کنترلی که شامل اندازه شرکت (لگاریتم ارزش دفتری مجموع دارایی شرکت) و اهرم مالی (نسبت بدهی به دارایی شرکت) می‌باشد، هستند.

#### ۴- فرضیه‌های اصلی

- تمرکز سهامداران و درجه کنترل بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد.
- شکل مقطعی تمرکز سهامداران بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد.
- نوع سهامدار اصلی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد.
- ارزش شرکت بر لگاریتم درصد سهام سهامداران و درجه کنترل شرکتها تأثیر مثبت و معناداری دارد.

#### ۵- مدل‌های پیشنهادی

- بررسی تأثیر تمرکز سهامداران و درجه کنترل بر ارزش شرکت برای بدست آوردن ارتباط بین مالکیت سهامداران و ارزش شرکت مدل ۱ بکار رفته است.

$$Q_{it} = B_0 + B_1V_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

در معادله ۱ V به طور متناوب متغیرهای OWN1، LOWN1، H، SUM و LSUM را بررسی می‌کند.

- بررسی رابطه مقطعی تمرکز سهامداران بر ارزش شرکت اولین مدل شامل مربع جمع حقوق صاحبان سهام با سهام عمده (SUM2) می‌باشد که برای تست حضور رابطه درجه دوم سهم مالکیت و ارزش شرکت بکار رفته است. معادله به صورت رابطه ۲ است:

$$Q_{it} = B_0 + B_1SUM1_{it} + B_2SUM2_{it} + \sum_{j=3}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

سپس درجه سوم جمع (SUM3) برای آزمون احتمال ارتباط درجه سوم بین مالکیت و ارزش شرکت بکار رفته است. معادله به صورت رابطه ۳ است:

$$Q_{it} = B_0 + B_1SUM_{it} + B_2SUM2_{it} + B_3SUM3_{it} + \sum_{j=4}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

در آخر ۳ مدل داریم که در آن‌ها روشی بکار برده شده که توسط مارک ات آل (۱۹۸۸) توسعه پیدا کرد و در جهت بدست آوردن نتایج ارتباط بین مالکیت و ارزش شرکت برای نقطه سربه سر (عطف) متفاوت می‌باشد. در اولین مدل نقطه انحراف بین ۱۰٪ و ۲۵٪ تمرکز سهامداران قابل توجه می‌باشد. بنابراین معادله ۴ عبارت است از:

$$Q_{it} = B_0 + B_1X1_{it} + B_2X2_{it} + B_3X3_{it} + \sum_{j=4}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (۴)$$

در مدل دوم نقطه عطف در نقطه ۵۰٪ مالکیت سهامدار اصلی است. معادله به صورت رابطه ۵ می‌باشد:

$$Q_{it} = B_0 + B_1Y1_{it} + B_2Y2_{it} + \sum_{j=3}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (۵)$$

سومین مدل مارک ات آل (۱۹۸۸) نقطه عطف را ۷۰٪ مالکیت در نظر می‌گیرد که در رابطه ۶ نشان داده شده است:

$$Q_{it} = B_0 + B_1z1_{it} + B_2z2_{it} + \sum_{j=3}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (۶)$$

• بررسی تأثیر نوع سهامدار اصلی بر ارزش شرکت  
مدلی برای تحلیل تأثیر سهامدار اصلی بر ارزش شرکت بکار رفته است. این مدل شامل هر دو متغیر سرمایه گذار فردی و نهادی است که در یک رگرسیون آمده است. معادله به صورت رابطه ۷ است:

$$Q_{it} = B_0 + B_1INS_{it} + B_2IND_{it} + \sum_{j=3}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (۷)$$

• بررسی تأثیر ارزش شرکت بر لگاریتم درصد سهام سهامداران و درجه کنترل شرکت‌ها  
ما مدلی را برای تحلیل راستای ارتباط بین لگاریتم درصد سهام سهامداران اصلی و ارزش شرکت بکار رفته است. در این مدل متغیری که ارائه دهنده مالکیت سهامداران است، عملکردی از ارزش شرکت و سایر متغیرهای کنترلی به صورت رابطه ۸ می‌باشد:

$$LOWN1_{it} = \alpha_0 + \alpha_1Q_{it} + \sum_{j=2}^n \alpha_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (۸)$$

در این مدل شاخص Cubbin–Leech تابعی از ارزش شرکت است. معادله به صورت رابطه ۹ است:

$$ALFA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1Q_{it} + \sum_{j=2}^n \alpha_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (۹)$$

## ۶- جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که در صنعت خاص بیمه و بازنشستگی فعالیت داشته و از سال ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۲ در بورس فعال بوده‌اند. در این تحقیق جهت بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت با ارزش شرکت از اطلاعات سال - شرکت استفاده شده است. داده‌های مورد استفاده در این تحقیق از نوع پانل می‌باشد. داده‌های پانل هم در برگزیده ویژگی‌های مقطعی و سری زمانی هستند. نمونه مورد استفاده در این تحقیق با استفاده از روش حذفی انتخاب شده است. بنابراین شرکت‌ها باید ویژگی‌های زیر را داشته باشند تا عضو نمونه منظور شوند.

(۱) شرکت‌های عضو نمونه از سال ۱۳۸۷ در بورس تهران پذیرفته شده باشند.

(۲) اطلاعات مورد نیاز برای هر یک از شرکت‌های انتخابی در دسترس باشد.

پس از حذف شرکت‌های فاقد شرایط مذکور، تعداد ۱۰ شرکت به عنوان نمونه باقی مانده است و با توجه به ماهیت پانلی داده‌ها، تعداد مشاهدات این پژوهش ۵۰ سال - شرکت می‌باشد.

## ۷- روش گردآوری داده‌ها

اطلاعات مورد نیاز این تحقیق، با مطالعه صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی جمع آوری شده است. جمع آوری داده‌ها با استفاده از نرم افزار پایگاه داده ای ره آورد نوین و برداشت مستقیم آن‌ها از صورت‌های مالی صورت گرفته است. صورت‌های مالی شرکت‌ها نیز از وب سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است.

## ۸- تجزیه تحلیل داده‌ها

جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق، پس از انتخاب شرکت‌های نمونه و جمع آوری اطلاعات مربوطه، این اطلاعات با استفاده از نرم افزار صفحه گسترده اکسل پردازش شده و سپس با استفاده از نرم افزار SAS اقدام به آزمون فرضیه‌ها گردیده است. مدل‌های مورد استفاده در این تحقیق نیز از نوع رگرسیون خطی چند متغیره هستند.

## ۹- یافته‌های تحقیق

به منظور بررسی هر فرضیه، هر یک از فرضیه‌ها بر اساس متغیرهای وابسته تعریف و تخمین زده شد. سپس با توجه به نتایج بدست آمده از مدل هر فرضیه به گونه جداگانه بررسی گردید و در نهایت نتیجه کلی برای هر فرضیه بیان شد.



### ۱۰- آزمون تشخیص مدل

در ادامه به بررسی آزمون فرضیه‌های تحقیق می‌پردازیم. الگوی کلی دیتا پانل در این فرضیه‌ها به صورت رابطه ۱۰ است:

$$Dep_{it} = B_0 + B_1 Var_{it} + \sum B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

که در آن  $Dep$  متغیر وابسته،  $Var$  متغیر مستقل،  $OTHER$  متغیرهای کنترلی و  $\psi_t$ ،  $\eta_i$  و  $\varepsilon_{it}$  جملات خطا هستند. با توجه به اینکه انتخاب شرکت‌های مورد سنجش در این پژوهش و زمان مورد مطالعه به صورت تصادفی انتخاب و یا ایجاد شده است از لحاظ نظری می‌توان گفت عامل اثر زمان و عامل اثر شرکت‌ها تصادفی می‌باشند که با این تفاسیر باید  $\eta_i$  و  $\psi_t$  ناهمبسته از دیگر متغیرهای وارده شده به مدل باشند که نتایج آزمون هاسمن موید این نکته است که اثرات موجود در این الگو مستقل می‌باشد. بنابراین الگوی خطی دیتا پانل را می‌توان به صورت رابطه ۱۱ بازنویسی کرد، که در این الگو  $\gamma_{it}$  شرایط جمله خطا را دارد.

$$Dep_{it} = B_0 + B_1 Var_{it} + \sum B_j OTHER_{jit} + \gamma_{it} \quad ; \quad \gamma_{it} = \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

در ادامه این الگو را در بررسی آزمون فرضیه‌ها به کار می‌بریم.

در این بخش به دو نکته مهم در خصوص آثار ثابت یا تصادفی اشاره می‌گردد: نخست اینکه تمام افراد یا مقاطع در پانل همگن هستند در این صورت لازم نیست نگران عرض از مبدهای مختلف برای هر فرد یا مقطع باشیم. در حقیقت، رویکرد پانل دیتا به خوبی می‌تواند ناهمگنی میان افراد را نشان دهد. این نکته یکی از مزایای مدل‌های پانل نسبت به مدل‌های مقطعی یا سری زمانی است. دوم اینکه، عرض از مبدها را جمله ای ثابت و مخصوص هر فرد یا مقطع در مدل رگرسیونی فرض می‌کند. مدل اثر تصادفی فرض می‌کند عرض از مبدأ جمله ای تصادفی برای هر گروه است، اما در هر دوره زمانی از این توزیع تصادفی تنها یک رخداد به صورت یکسان در هر دوره در مدل رگرسیونی وارد می‌شوند. به عبارت دیگر، برای کل دوره زمانی برای هر فرد تنها یک عرض از مبدأ وجود دارد (اشرف زاده و مهرگان، ۱۳۸۷). برای گزینش بین اثرات ثابت و تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است.

### ۱۱- برآورد مدل

$$Q_{it} = B_0 + B_1 sum1_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (11-1)$$

در این زیر بخش به بررسی اثر متغیر مجموع سهامداری که سهام آن‌ها بیش از ۵ درصد سهام شرکت می‌باشد بر متغیر وابسته این پژوهش یعنی ارزش شرکت خواهیم پرداخت که رابطه ریاضی آن در تیترا این زیر بخش قرار گرفته است.

نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که متغیر  $Sum1$  دارای ضریب صفر بوده و این به این معنا است که این متغیر بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است و ضرایب متغیرهای  $Lev$  و  $Size$  و

Srisk بر ارزش شرکت معنادار بوده و این متغیرها بر متغیر وابسته اثرگذار بوده است و همچنین ضریب متغیر Beta در این الگو بی معنا بوده است.

جدول ۱- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۹-۱

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۲/۶۰	۰/۳۶۴۵	۷/۱۲	<۰/۰۰۰۱
	Sum1	۱	۰/۰۰	۰	۰	۰
	Beta	۱	۰/۰۱	۰/۰۲۹	۰/۳۷	۰/۷۱
	Size	۱	-۰/۳۱	۰/۰۵۸	-۵/۲۷	<۰/۰۰۰۱
	Srisk	۱	۰/۰۲	۰/۰۰۴۸۴	۴/۱۹	۰/۰۰۰۱
	Lev	۱	۰/۴۹	۰/۱۶۰۷	۳/۰۳	۰/۰۰۴۱
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						
۰/۶۵۰۸						

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$Q_{it} = B_0 + B_1 H_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad \text{۱۱-۲- بررسی الگوی}$$

هدف این زیر بخش بررسی اثر متغیر جمع مربعات درصد سهام سهامداران بر ارزش شرکت می‌باشد که الگوی خطی دیتا پانل آن در تیترا این زیر بخش آمده است. نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که متغیر H دارای ضریب صفر بوده و این به این معنا است که این متغیر بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است و ضرایب متغیرهای Lev و Size و Strisk بر ارزش شرکت معنادار بوده و این متغیرها بر متغیر وابسته اثرگذار بوده است و همچنین ضریب متغیر Beta در این الگو بی معنا بوده است.

جدول ۲- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۹-۲

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۲/۵۸۱۰۸	۰/۳۷۲۱۰	۶/۹۴	<۰/۰۰۰۱
	H	۱	۰/۰۰۰۰۲	۰/۰۰۰۰۵	-۰/۴۷	۰/۶۴۳۹
	Beta	۱	۰/۰۰۷۵۱	۰/۰۲۹۵۰	۰/۲۵	۰/۸۰۰۳
	Size	۱	۰/۳۰۳۱۵	۰/۰۵۸۹۰	-۵/۱۵	<۰/۰۰۰۱
	Srisk	۱	۰/۰۲۰۶۸	۰/۰۰۴۹۵	۴/۱۸	۰/۰۰۰۱
	Lev	۱	۰/۵۴۱۳۴	۰/۱۷۴۵۰	۳/۱	۰/۰۰۳۳
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						
-						

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$Q_{it} = B_0 + B_1 LOWN_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

این زیر بخش به منظور بررسی وجود یا عدم وجود رابطه بین لگاریتم درصد سرمایه سهامداران اصلی و ارزش شرکت طراحی گردیده است.

نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که متغیر Lown دارای ضریب  $-0/08$  بوده ولی این ضریب به علت بزرگ‌تر بودن مقدار احتمال آن از  $0/05$  معنادار نمی‌باشد و ضرایب متغیرهای Lev و Size و Srisk بر ارزش شرکت معنادار بوده و این متغیرها بر متغیر وابسته اثرگذار بوده‌اند و همچنین ضریب متغیر Beta در این الگو بی معنا بوده است.

جدول ۳- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۳-۹

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۲/۴۵۰۸۹	۰/۳۶۴۱۰	۶/۷۳	$<0/0001$
	LOWN	۱	$-0/08510$	۰/۰۴۲۲۰	$-2/02$	۰/۰۵
	Beta	۱	$-0/00080$	۰/۰۲۸۶۰	$-0/03$	۰/۹۷۷۹
	Size	۱	$-0/30882$	۰/۰۵۶۱۰	$-5/5$	$<0/0001$
	Srisk	۱	۰/۰۱۷۸۸	۰/۰۰۴۸۹	۳/۶۵	۰/۰۰۰۷
	Lev	۱	۰/۶۱۶۲۱	۰/۱۷۱۷۰	۳/۵۹	۰/۰۰۰۸
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						
۰/۶۸۲۳						

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$Q_{it} = B_0 + B_1 OWN_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

بررسی وجود رابطه معنادار بین دو متغیر درصد سرمایه سهامداران اصلی بر متغیر ارزش شرکت الگوی خطی دیتا پانل فوق مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که متغیر Own دارای ضریب  $-0/004$  بوده ولی این ضریب به علت بزرگ‌تر بودن مقدار احتمال آن از  $0/05$  معنادار نمی‌باشد و ضرایب متغیرهای Lev و Size و Srisk بر ارزش شرکت معنادار بوده و این متغیرها بر متغیر وابسته اثرگذار بوده است و همچنین ضریب متغیر Beta در این الگو بی معنا بوده است.

جدول ۴- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۴-۹

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۲/۶۳۷۷۵	۰/۳۵۸۹۰	۷/۳۵	$<0/0001$
	OWN	۱	$-0/00391$	۰/۰۰۱۹۸	$-1/97$	۰/۰۵۵۲
	Beta	۱	$-0/00013$	۰/۰۲۸۶۰	۰	۰/۹۹۶۴
	Size	۱	$-0/30725$	۰/۰۵۶۳۰	$-5/46$	$<0/0001$

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
	Srisk	۱	۰/۰۱۷۸۲	۰/۰۰۴۹۲	۳/۶۲	۰/۰۰۰۸
	Lev	۱	۰/۶۱۸۷۴	۰/۱۷۱۹۰	۳/۶	۰/۰۰۰۸
	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$Q_{it} = B_0 + B_1 LSUM_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad 11-5$$

در این زیر بخش به بررسی اثر متغیر لگاریتم مجموع سهام سهامداران اصلی بر متغیر وابسته این پژوهش یعنی ارزش شرکت خواهیم پرداخت که رابطه ریاضی آن در تیترا این زیر بخش قرار گرفته است. نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که متغیر Lsum دارای ضریب ۰/۰۹۵ بوده و با توجه به اینکه مقدار احتمال این ضریب کوچک‌تر می‌باشد این ضریب معنادار می‌باشد و این موضوع به این معنا است که این متغیر بر ارزش شرکت اثرگذار بوده است و همچنین ضرایب متغیرهای Size و Lev و Strisk بر ارزش شرکت معنادار بوده و این متغیرها بر متغیر وابسته اثرگذار بوده است و همچنین ضریب متغیر Beta در این الگو بی معنا بوده است. الگوی این صنعت را می‌توان به صورت رابطه ۱۲ بازنویسی کرد.

$$Q_{it} = 1.05 + 0.095Lsum_{it} - 0.32Size_{it} + 0.017Srisk_{it} + 0.055Lev_{it} \quad (12)$$

جدول ۵- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۹-۵

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۱/۵۰۲۷۹	۰/۴۱۷۵۰	۳/۶	۰/۰۰۰۸
	LSUM	۱	۰/۰۹۴۶۶	۰/۰۲۶۰۰	۳/۶۴	۰/۰۰۰۷
	Beta	۱	۰/۰۳۳۹۰	۰/۰۲۶۶۰	۱/۲۸	۰/۲۰۸۶
	Size	۱	۰/۳۲۲۰۵	۰/۰۵۳۷۰	-۶	<۰/۰۰۰۱
	Srisk	۱	۰/۰۱۷۲۰	۰/۰۰۴۴۵	۳/۸۶	۰/۰۰۰۴
	Lev	۱	۰/۵۵۱۸۹	۰/۱۳۳۶۰	۴/۱۳	۰/۰۰۰۲
	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$Q_{it} = B_0 + B_1 ALFA_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad 11-6$$

هدف این زیر بخش بررسی اثر متغیر درجه کنترل شرکت بر ارزش شرکت می‌باشد که الگوی خطی دیتا پانل آن در تیترا این زیر بخش آمده.

نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که متغیر ALFA دارای ضریب بی معنا بوده و این به این معنا است که این متغیر بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است و ضرایب متغیر Strisk بر ارزش

شرکت معنادار بوده و این متغیرها بر متغیر وابسته اثرگذار بوده است و همچنین ضریب متغیرهای Lev و Beta در این الگوی بی معنا بوده است و متغیر Size به علت داشتن همخطی با سایر متغیرهای مستقل از الگو حذف گردیده‌اند.

جدول ۶- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۹-۶

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۱/۰۸۸۵۶	۲/۹۴۱۰۰	۰/۳۷	۰/۷۱۳
	ALFA	۱	-۰/۵۶۹۳۰	۵/۷۲۹۲۰	-۰/۱	۰/۹۲۱۳
	Beta	۱	۰/۰۲۴۹۵	۰/۰۳۵۲۰	۰/۷۱	۰/۴۸۱۷
	Size	همخطی				
	Srisk	۱	۰/۰۱۸۱۹	۰/۰۰۶۵۵	۲/۷۸	۰/۰۰۷۹
	Lev	۱	۰/۲۶۸۴۵	۰/۱۷۷۲۰	۱/۵۲	۰/۱۳۶۷
	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$Q_{it} = B_0 + B_1SUM1_{it} + B_2SUM2_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad ۱۱-۷$$

در این زیر بخش به بررسی رابطه خطی متغیرهای درجه یک مجموع سهام سهامداران اصلی شرکت و متغیر درجه دو مجموع سهام سهامداران اصلی شرکت بر ارزش شرکت پرداخته خواهد شد. نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که متغیرهای Sum1 و Sum2 دارای ضریب صفر بوده و این به این معنا است که این متغیر بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است و ضرایب متغیرهای Lev و Size و Srisk بر ارزش شرکت معنادار بوده و این متغیرها بر متغیر وابسته اثرگذار بوده است و همچنین ضریب متغیر Beta در این الگوی بی معنا بوده است.

جدول ۷- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۹-۷

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۲/۶۶۱۹۲	۰/۳۴۹۵۰	۷/۶۲	<۰/۰۰۰۱
	Sum1	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰
	Sum2	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰
	Beta	۱	۰/۰۲۱۶۲	۰/۰۲۷۹۰	۰/۷۸	۰/۴۴۲۱
	Size	۱	-۰/۳۳۷۰۶	۰/۰۵۶۳۰	-۵/۹۹	<۰/۰۰۰۱
	Srisk	۱	۰/۰۱۹۱۳	۰/۰۰۴۶۶	۴/۱۱	۰/۰۰۰۲
	Lev	۱	۰/۵۱۸۶۸	۰/۱۵۷۶۰	۳/۳۹	۰/۰۰۲
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						۰/۶۵۳۷

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$Q_{it} = B_0 + B_1SUM1_{it} + B_2SUM2_{it} + B_3SUM3_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad 8-11$$

در این زیر بخش به بررسی رابطه خطی متغیرهای درجه یک مجموع سهام سهامداران اصلی شرکت و متغیر درجه دو مجموع سهام سهامداران اصلی شرکت و متغیر درجه سوم مجموع سهام سهامداران اصلی شرکت بر ارزش شرکت پرداخته خواهد شد.

نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که متغیرهای Sum1 و Sum2 و Sum3 دارای ضریب صفر بوده و این به این معنا است که این متغیر بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است و ضرایب متغیرهای Lev و Size و Strisk و Beta بر ارزش شرکت معنادار بوده.

جدول ۸- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۹-۸

صنعت	متغیر	درجه آزادی	بر آورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۲/۲۰۷۸۱	۰/۳۱۴۲۰	۷/۰۳	<۰/۰۰۰۱
	Sum1	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰
	Sum2	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰
	Sum3	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰
	Beta	۱	۰/۰۶۲۸۹	۰/۰۲۵۴۰	۲/۴۸	۰/۰۱۷۲
	Size	۱	-۰/۳۰۲۷۲	۰/۰۵۱۶۰	-۵/۸۷	<۰/۰۰۰۱
	Strisk	۱	۰/۰۱۴۱۰	۰/۰۰۴۲۷	۳/۳۱	۰/۰۰۱۹
	Lev	۱	۰/۶۰۶۸۹	۰/۱۱۵۷۰	۵/۲۴	<۰/۰۰۰۱
	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$Q_{it} = B_0 + B_1X1_{it} + B_2X2_{it} + B_3X3_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad 9-11$$

نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که ضرایب متغیرهای X1 و X2 و X3 دارای مقدار احتمال بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد که این موضوع به این معنا است که این متغیر بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است و ضرایب متغیرهای Lev و Size و Strisk بر ارزش شرکت معنادار بوده و تنها ضریب متغیر Beta بر ارزش شرکت معنادار نمی‌باشد.

جدول ۹- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۹-۹

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۲/۷۸۰۷۸	۰/۳۹۷۶۰	۶/۹۹	<۰/۰۰۰۱
	X1	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰	۰
	X2	۱	-۰/۰۱۴۶۱	۰/۰۱۴۱۰	-۱/۰۴	۰/۳۰۶۳
	X3	۱	-۰/۰۰۰۰۴	۰/۰۰۰۵۱۷	-۰/۰۱	۰/۹۹۳۶
	Beta	۱	-۰/۰۲۳۳۸	۰/۰۳۴۹۰	-۰/۶۷	۰/۵۰۶۷
	Size	۱	-۰/۳۲۳۰۰	۰/۰۵۵۹۰	-۵/۷۸	<۰/۰۰۰۱
	Srisk	۱	۰/۰۱۹۸۶	۰/۰۰۵۲۵	۳/۷۸	۰/۰۰۰۵
	Lev	۱	۰/۶۴۶۲۷	۰/۱۸۴۳۰	۳/۵۱	۰/۰۰۱۱
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						
۰/۴۳۵						

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$Q_{it} = B_0 + B_1 Y1_{it} + B_2 Y2_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad 10-11$$

نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که ضرایب متغیرهای Y1 و Y2 دارای مقدار احتمال بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد که این موضوع به این معنا است که این متغیرها بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است و ضرایب متغیرهای Lev و Size و Srisk بر ارزش شرکت معنادار بوده و تنها ضریب متغیر Beta بر ارزش شرکت معنادار نمی‌باشد.

جدول ۱۰- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۹-۱۰

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۲/۶۱۸۲۲	۰/۳۵۸۳۰	۷/۳۱	<۰/۰۰۰۱
	Y1	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰	۰
	Y2	۱	-۰/۰۰۳۹۱	۰/۰۰۱۹۸	-۱/۹۷	۰/۰۵۵۲
	Beta	۱	-۰/۰۰۰۱۳	۰/۰۲۸۶۰	۰	۰/۹۹۶۴
	Size	۱	-۰/۳۰۷۲۵	۰/۰۵۶۳۰	-۵/۴۶	<۰/۰۰۰۱
	Srisk	۱	۰/۰۱۷۸۲	۰/۰۰۴۹۲	۳/۶۲	۰/۰۰۰۸
	Lev	۱	۰/۶۱۸۷۴	۰/۱۷۱۹۰	۳/۶	۰/۰۰۰۸
	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات					
۰/۷۰۱۶						

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$11-11 \quad Q_{it} = B_0 + B_1 Z1_{it} + B_2 Z2_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که ضرایب متغیرهای Z1 و Z2 دارای مقدار احتمال بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد که این موضوع به این معنا است که این متغیرها بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است و ضرایب متغیرهای Lev و Size و Srisk بر ارزش شرکت معنادار بوده و تنها ضریب متغیر Beta بر ارزش شرکت معنادار نمی‌باشد.

جدول ۱۱- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۹-۱۱

صنعت	متغیر	درجه آزادی	بر آورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۲/۶۱۰۴۰	۰/۳۵۸۱۰	۷/۲۹	<۰/۰۰۰۱
	Z1	۱	۰/۰۰۰۰	۰	۰	۰
	Z2	۱	-۰/۰۰۳۹۱	۰/۰۰۱۹۸	-۱/۹۷	۰/۰۵۵۲
	Beta	۱	-۰/۰۰۰۱۳	۰/۰۲۸۶۰	۰	۰/۹۹۶۴
	Size	۱	-۰/۳۰۷۲۵	۰/۰۵۶۳۰	-۵/۴۶	<۰/۰۰۰۱
	Srisk	۱	۰/۰۱۷۸۲	۰/۰۰۴۹۲	۳/۶۲	۰/۰۰۰۸
	Lev	۱	۰/۶۱۸۷۴	۰/۱۷۱۹۰	۳/۶	۰/۰۰۰۸
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$12-11 \quad Q_{it} = B_0 + B_1 INS_{it} + B_2 IND_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

در این زیر بخش هدف این است که بدانیم آیا ماهیت سرمایه گذار عمده (شخص حقیقی و یا حقوقی) در یک شرکت بر ارزش شرکت اهمیت دارد یا خیر؟ به این منظور متغیرهای ظاهری INS (سرمایه گذار عمده شخص حقوقی) و IND (سرمایه گذار عمده شخص حقیقی) وارد الگوی خطی دیتا پانل وارد شده است ولی با توجه به اینکه متغیرهای INS و IND مکمل یکدیگر هستند در نتیجه وجود یکی از این متغیرها در مدل به معنای دانستن نتایج متغیر دیگر می‌باشد در نتیجه ضریب متغیر INS یعنی  $B_1$  در این الگو صفر می‌باشد.

با برازش الگوی خطی دیتا پانل (رابطه ۱۳) به داده‌های پژوهش نتایج در جدول ۱۲ بدست می‌آید:

$$(13) \quad Q_{it} = B_0 + B_1 INS_{it} + B_2 IND_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \gamma_{it} ; \quad \gamma_{it} = \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که ضرایب متغیرهای IND و INS دارای مقدار احتمال بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد که این موضوع به این معنا است که این متغیرها بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده‌اند و ضرایب متغیرهای Lev و Size و Srisk بر ارزش شرکت معنادار بوده و تنها ضریب متغیر Beta بر ارزش شرکت معنادار نمی‌باشد.



جدول ۱۲- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۹-۱۲

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۲/۵۶۶۸۰	۰/۳۶۷۷۰	۶/۹۸	<۰/۰۰۰۱
	INS	۰	۰/۰۰۰۰۰			
	IND	۰	۰/۰۰۰۰۰			
	Beta	۱	۰/۰۰۸۸۳	۰/۰۲۹۲۰	۰/۳	۰/۷۶۴۱
	Size	۱	-۰/۳۰۱۹۴	۰/۰۵۸۳۰	-۵/۱۸	<۰/۰۰۰۱
	Srisk	۱	۰/۰۲۰۵۲	۰/۰۰۴۸۹	۴/۲	۰/۰۰۰۱
	Lev	۱	۰/۵۱۰۶۶	۰/۱۶۵۳۰	۳/۰۹	۰/۰۰۳۴
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$LOWN_{it} = B_0 + B_1 Q_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (11-13)$$

در این زیر بخش به بررسی تأثیر ارزش شرکت بر لگاریتم درصد سهام سهامداران اصلی شرکت را مورد بررسی قرار خواهیم داد که با برازش الگوی خطی دیتا پانل (رابطه ۱۴) به داده‌های پژوهش نتایج در جدول ۱۳ بدست می‌آید:

$$Lown_{it} = B_0 + B_1 Q_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \gamma_{it} ; \gamma_{it} = \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که ضریب متغیر Q دارای مقدار احتمال کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین معنادار می‌باشد و بر متغیر LOWN اثرگذار است. همچنین متغیر Lev نیز دارای ضریب معناداری می‌باشد و بر LOWN اثرگذار است. از طرف دیگر ضریب متغیرهای Size و Beta معنادار نیستند و متغیر Srisk نیز به دلیل داشتن همخطی با سایر متغیرهای مستقل از مدل حذف گردید.

$$LOWN_{it} = -1.15Q_{it} + 1.48Lev_{it} \quad (15)$$

جدول ۱۳- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۹-۱۳

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۱/۶۹۸۰۹	۱/۵۳۹۹۰	۱/۱	۰/۲۷۶
	Q	۱	-۱/۱۵۷۰۷	۰/۳۹۶۱۰	-۲/۹۲	۰/۰۰۵۴
	Beta	۱	-۰/۱۰۰۷۱	۰/۰۸۷۶۰	-۱/۱۵	۰/۳۵۶۳
	Size	۱	-۰/۴۱۱۶۸	۰/۲۱۱۱۰	-۱/۹۵	۰/۰۵۷۴
	Srisk	همخطی				
	Lev	۱	۱/۴۸۰۱۵	۰/۶۹۲۶۰	۲/۱۴	۰/۰۳۸۱
	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$$11-14 \text{ - بررسی الگوی } ALFA_{it} = B_0 + B_1 Q_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

در این زیر بخش به بررسی تأثیر ارزش شرکت بر درجه کنترل شرکت‌ها را مورد بررسی قرار خواهیم داد که با برازش الگوی خطی دیتا پانل (رابطه ۱۶) به داده‌های پژوهش نتایج در جدول ۱۴ بدست می‌آید:

$$ALFA_{it} = B_0 + B_1 Q_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \gamma_{it} ; \gamma_{it} = \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

نتایج برازش الگو برای صنعت بیمه و بازنشستگی نشان می‌دهد که ضریب متغیر Q دارای مقدار احتمال کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین معنادار می‌باشد و بر متغیر ALFA اثرگذار است. همچنین متغیر Size نیز دارای ضریب معناداری می‌باشد و بر ALFA اثرگذار است. از طرف دیگر ضریب متغیرهای Lev و Beta معنادار نیستند و متغیر Srisk نیز به دلیل داشتن همخطی با سایر متغیرهای مستقل از مدل حذف گردید.

$$ALFA_{it} = 0.54 - 0.0086Q_{it} - 0.004Size_{it} \quad (17)$$

جدول ۱۴- بررسی الگوی دیتا پانل برازش شده به الگوی زیر بخش ۹-۱۴

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال	
بیمه و بازنشستگی	عرض از مبدأ	۱	۰/۵۴۱۰۶	۰/۰۱,۳۰	۵۲/۳۶	<۰/۰۰۰۱	
	Q	۱	-۰/۰۰۸۶۰	۰/۰۰۲۵۹	-۳/۳۳	۰/۰۰۱۸	
	Beta	۱	-۰/۰۰۰۵۰	۰/۰۰۰۵۷	-۰/۸۷	۰/۳۸۷۶	
	Size	۱	-۰/۰۰۳۶۹	۰/۰۰۱۳۸	-۲/۶۷	۰/۰۱۰۴	
	Srisk	همخطی					
	Lev	۱	۰/۰۰۴۲۱	۰/۰۰۵۲۸	۰/۸	۰/۴۲۹	
	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						۰/۷۸۹۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۱۲- بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش، رابطه بین تمرکز سهامداران، نوع سهامدار و درجه کنترل با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در صنعت بیمه و بازنشستگی فعالیت می‌کنند مورد بررسی قرار گرفته است. در مدل اول ارتباط بین متغیر مجموع سهام سهامدارانی که سهام آن‌ها بیش از ۵ درصد سهام شرکت می‌باشد و ارزش شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. این مدل نشان می‌دهد که متغیر جمع سهام سهامداران بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است. در مدل دوم ارتباط بین متغیر جمع مربعات سهام سهامداران و ارزش شرکت مورد ارزیابی قرار گرفته است. این مدل نشان می‌دهد که متغیر جمع مربعات سهام سهامداران بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است. در مدل سوم این پژوهش، ارتباط بین لگاریتم درصد سرمایه سهامداران اصلی و ارزش شرکت را مورد ارزیابی قرار گرفته است. متغیر لگاریتم درصد سهام سهامداران اصلی بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است. در مدل چهارم ارتباط بین درصد سرمایه سهامداران

اصلی و ارزش شرکت بررسی شده است. متغیر Own بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است. در مدل پنجم ارتباط بین لگاریتم مجموع سهام سهامداران اصلی و ارزش شرکت بررسی شده است. این مدل نشان می‌دهد که متغیر لگاریتم جمع سهام سهامداران بر ارزش شرکت اثرگذار بوده است. در مدل ششم ارتباط بین درجه کنترل و ارزش شرکت بررسی شده است. این مدل نشان می‌دهد که متغیر درجه کنترل بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است. در مدل هفتم ارتباط خطی بین متغیرهای درجه یک و درجه دو مجموع سهام سهامداران اصلی شرکت و ارزش شرکت مورد ارزیابی قرار گرفته است. این مدل نشان می‌دهد که متغیرهای جمع سهام سهامداران و جمع سهام سهامداران به توان دو بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است. در مدل هشتم ارتباط خطی بین متغیرهای درجه یک و درجه دو و درجه سه مجموع سهام سهامداران اصلی شرکت و ارزش شرکت مورد ارزیابی قرار گرفته است. این مدل نشان می‌دهد که متغیرهای جمع سهام سهامداران و جمع سهام سهامداران به توان دو و جمع سهام سهامداران به توان سه بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است. در مدل نهم ارتباط بین متغیرهای مقطعی تمرکز مالکیت در نقاط عطف ۱۰٪ الی ۲۵٪ و ارزش شرکت بررسی شده است. این مدل نشان می‌دهد که این متغیرها بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است. در مدل دهم ارتباط بین متغیرهای مقطعی تمرکز مالکیت در نقطه عطف ۵۰٪ و ارزش شرکت بررسی شده است. این مدل نشان می‌دهد که این متغیرها بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده‌اند. در مدل یازدهم ارتباط بین متغیرهای مقطعی تمرکز مالکیت در نقطه عطف ۷۰٪ و ارزش شرکت بررسی شده است. این مدل نشان می‌دهد که ضرایب این متغیرها بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده است. در مدل دوازدهم ارتباط بین متغیرهای حقیقی یا حقوقی بودن سهامداران عمده و ارزش شرکت مورد ارزیابی قرار گرفته است. این مدل نشان می‌دهد که متغیرهای حقیقی یا حقوقی بودن سهامداران عمده بر ارزش شرکت اثرگذار نبوده‌اند. در مدل سیزدهم تأثیر ارزش شرکت بر لگاریتم درصد سهام سهامداران اصلی شرکت بررسی شده است. این مدل نشان می‌دهد که متغیر ارزش شرکت بر متغیر لگاریتم درصد سهام سهامداران اصلی اثرگذار است. در مدل چهاردهم تأثیر ارزش شرکت بر درجه کنترل بررسی شده است. این مدل نشان می‌دهد که ضریب متغیر ارزش شرکت بر متغیر درجه کنترل اثرگذار است.

#### فهرست منابع

- (۱) باباجانی، جعفر و مجید عبدی، (۱۳۸۹)، "رابطه حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکت‌ها". مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۳، شماره پیاپی ۵، صص ۸۶-۶۵.
- (۲) بابایی زکیلی، محمدعلی و ژیلای احمدوند، (۱۳۸۷)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، دوره ۱۰، شماره ۲۶، صص ۴۱-۶۰.
- (۳) پیرویان، افسانه و منصور زراء نژاد، (۱۳۹۱)، "بررسی ارتباط ساختار بازار بر عملکرد صنعت بیمه در ایران"، تازه‌های جهان بیمه. سال شانزدهم، شماره ۱۷۶، صص ۱۸-۴.

- ۴) حساس یگانه، یحیی، نادر مظلومی و نسیم کردستانی، (۱۳۹۲)، "نقش سرمایه گذاران نهادی در عملکرد شرکت‌های بیمه (خصوصی) در ایران"، پژوهشنامه بیمه. سال بیست و هشتم، شماره ۲، صص ۱-۲۴.
- ۵) سینایی، حسنعلی، محمد سلگی، کامران محمدی، (۱۳۹۰)، "تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره چهارم، صص ۸۷-۱۰۲.
- ۶) محمدی، شاپور، حسن قالیباف اصل و مهدی مشکي، (۱۳۸۸)، "بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۸، صص ۶۹-۸۸.
- ۷) شهیکی تاش، محمد نبی، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل دیتا"، مجله اقتصادی، شماره ۹ و ۱۰، صص ۵-۲۴.
- ۸) عباسی، مجید و موسی احمدی، (۱۳۹۰)، "بررسی تأثیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه روند پژوهش‌های اقتصادی، سال نوزدهم، شماره ۶۰، صص ۱۱۳-۱۵۰.
- ۹) مهرانی، ساسان، احد حسینی، حسن حیدری و احمدپویانفر، (۱۳۹۲)، "بررسی اثر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، دوره ۱۵، شماره ۱، صص ۱۲۹-۱۴۸.
- ۱۰) نمازی، محمد و احسان کرمانی، (۱۳۸۷)، "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳.
- ۱۱) واعظ، سید علی، سیروس کرراهی مقدم و مهدی الهائی سحر، (۱۳۸۹)، "بررسی عملکرد شرکت و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۷، صص ۱۱۴-۱۳۵.
- 12) Antonio Mi'nguez-Vera, Juan Francisco Marti'n-Ugedo, (2007), "Does Ownership Structure Affect Value? A Panel Data Analysis for The Spanish Market Management". International Review of Financial Analysis, No. 16, PP. 81-98.
- 13) Ariane Chapelle, (2004), "Block Investments and the Race for Corporate Control in Belgium", Universite Libre De Bruxelles, Belgium.
- 14) Basil Al-Najjar, (2009), " Corporate Governance and Institutional Ownership: Evidence from Jordan", <http://www.ssrn.com>
- 15) Berle, A. A., & Means, G. C., (1932), "The Modern Corporation and Private Property". New York7 Macmillan
- 16) Kapopoulos, P. and S. Lazaretou, (2007), "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms."Corporate Governance: An International Review. Vol. 15, No. 2, PP.144-158.

- 17) Lehmann Erik, and Jürgen Weigand, (2000), "Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany", Working Paper, Department of Economics, University of Konstanz

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>. Mi'nguez-Vera and Martí'n-Ugedo
- <sup>2</sup>. Berle and Means (1932)
- <sup>3</sup>. Lehmann and Jürgen (2000)
- <sup>4</sup>. Kočenda
- <sup>5</sup>. Al-Najjar (2009)
- <sup>6</sup>. Ariane Chapelle (2009)
- <sup>7</sup>. Kapopoulos and Lazaretou (2007)