

## ساختارهای پیچیده مالکیت و عملکرد شرکت

کبری میرزامحمدی<sup>۱</sup>، امیر محمدزاده<sup>۲\*</sup>

<sup>۱</sup> کارشناس ارشد، گروه مدیریت مالی، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، ایران.  
<sup>۲</sup> دانشیار، گروه مدیریت مالی، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، قزوین، ایران. (عهده دار مکاتبات)  
تاریخ دریافت: اردیبهشت ۱۳۹۸، اصلاحیه: تیر ۱۳۹۸، پذیرش: مرداد ۱۳۹۸

### چکیده

در پژوهش حاضر تاثیر ساختارهای پیچیده مالکیت، بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفته است. منظور از ساختارهای پیچیده مالکیت وجود سهامدار عمده (دارای سهام بیش از ۵۰ درصد) و سهامدار ردیف دوم (دارای سهام بیش از ۱۰ درصد و کمتر از ۵۰ درصد) در شرکت ها می باشد. جامعه آماری پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۵ لغایت ۱۳۹۶ بوده که تعداد ۱۵۲ شرکت به روش غربالگری به عنوان نمونه آماری انتخاب و مورد بررسی قرار گرفته است. رویکرد انتخابی برای آزمون فرضیه ها با استفاده از تلفیق داده های ترکیبی بوده و از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته نسبت به تحلیل داده ها اقدام شده است. نتایج آزمون فرضیه های پژوهش نشان داد که رابطه مستقیمی بین وجود سهامدار عمده، درصد مالکیت سهام توسط سهامدار عمده، وجود سهامدار ردیف دوم و درصد مالکیت سهام توسط سهامدار ردیف دوم با عملکرد شرکت ها وجود دارد.

**کلمات کلیدی:** سهامدار عمده، سهامدار ردیف دوم، درصد مالکیت سهامدار عمده، درصد مالکیت سهامدار ردیف دوم، عملکرد شرکت.

### ۱- مقدمه

با بزرگتر شدن شرکت ها، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض نموده اند با کم شدن اختیار حاکمیت مستقیم مالکان بر شرکت، کنترل به گروههایی دیگری سپرده می شود که هیأت مدیره و مدیران را تشکیل می دهد، جدایی مالکیت از مدیریت منجر به عمومیت «مسئله نمایندگی»<sup>۱</sup> گردیده است. مسائل نمایندگی ناشی از مجزا سازی مالکیت از کنترل است 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 سهامداران شرکت هستند که این منافع ممکن است در تضاد با منافع سهامداران باشد. طبق تعریف جنسن و مک لینگ، رابطه نمایندگی به عنوان تعاملی بین یک یا چند سهامدار یا چند سهامدار با مالک و یا یک یا چند نماینده است که نماینده از طرف سهامدار مسئولیت انجام یک سری خدمات را عهده دار می شود، لذا تعیین ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یک ابزار کنترل، و اعمال حکمرانی در شرکت هاست این بعد از حاکمیت در قالب ابعاد مختلف تعیین کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت

وجود سهامداران جزء اقلیت و عمده در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است.

زمانی که سهامداران عمده دارای کنترل مطلق بر اداره امور شرکت باشند که این خود ناشی از تمرکز مالکیت است، هزینه نمایندگی و کنترلی کاهش می یابد در عین حال توان کنترل و نظارت سهامداران به مراتب خیلی کم می شود تا جائیکه آنها تأثیری در منافع خود نخواهند داشت لذا با توجه به غالب بودن ترکیب مالکیتی از نوع سهامداران عمده در ساختارهای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، این پرسش مطرح است که آیا افزایش تعداد سهامداران عمده و اعمال کنترل مطلق از سوی آنان تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت ها خواهد داشت یا خیر؟ [۱] یافته ها نشان می دهند که گروه های مالک به یک شکل و میزان از قدرت و هم سویی در اثرگذاری بر عملکرد برخوردار نیستند [۶]. جنسن (۱۹۸۶-۱۹۸۹) استدلال نموده است که پراکندگی مالکیت منجر به ناکارایی عمده در شرکتهای آمریکایی شده است، میدری (۱۳۸۱) در بررسی ساختار مالکیت و رابطه آن با کارایی شرکت های فعال در بازار اوراق بهادار دریافت که بازار سهام ایران دارای ساختار مالکیتی بسیار متمرکز است. در ایران همچون کشور چین و چک تمرکز بیشتر مالکیت با کارایی بیشتر همراه است. به عبارت دیگر، پخش کردن مالکیت تأثیر

<sup>۱</sup> Agency theory  
\*amn\_1378@yahoo.com

در شرکت‌هایی که به صورت گروهی کنترل می‌شوند، سهامداران کنترل کننده از قدرت کنترل کنندگی خود، در بین اعضای گروه برای دستکاری سود از طریق معاملات اشخاص وابسته استفاده می‌کنند و پیچیدگی سازمان نیز به آنها اجازه می‌دهد که اینگونه معاملات را پنهان کنند [۵]. بندسِن و ولفِنزون<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) و بلاک و هِج<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) معتقدند که سهامداران ردیف دوم<sup>۴</sup> به موازات سهامداران اصلی در افزایش کنترل مدیران دخیل هستند. متقابلاً زوئیل<sup>۵</sup> (۱۹۹۵) و کان و وینتون<sup>۶</sup> (۱۹۹۸) براین باورند که سهامداران غیراکثریت بزرگ، منافع کنترل بیشتری ندارند و در واقع می‌توانند فقط هزینه‌های اضافی برای شرکت باشند. داکسی و گوپوت (۲۰۱۷) بیان میدارند که "ما از این باور حمایت می‌کنیم که سهامداران ردیف دوم ممکن است تحت شرایط خاصی یک سازوکار موثر برای نظارت بر نه تنها مدیران، بلکه صاحبان اکثریت سهام مقرر کنند".

داکسی و گوپوت (۲۰۱۷) اشاره دارند که از نظر آنها کارایی این کنترل هم‌زمان به تقسیم قدرت بین سهامداران، تشابه نوع بین سهامداران کنترل کننده، و امتیازات قانونی اعطا شده به صاحبان اقلیت سهام برای استفاده از حقوق‌شان در خصوص مدیریت شرکت بستگی دارد. در نتیجه تأثیر صاحبان اقلیت سهام دوگانه است. زمانی که سرمایه یک شرکت در اختیار یک صاحب اکثریت سهام باشد ممکن است دیگر سهامداران عمده به خاطر میزان نسبتاً پایین تأثیر خود، منافع بیشتری در مورد کنترل پیشنهاد نکنند [۲۴]. هر چقدر حمایت از سهامداران اقلیت توسط قانون بیشتر باشد هزینه‌های اختلاف عقیده ناشی از سهامداران ردیف دوم بیشتر خواهد بود. به عبارت دیگر تسهیم قدرت، هم فکری بهتر بین سهامداران را در پی دارد و هم‌زمان کنترل مدیر و مدیریت هماهنگ‌تر تضادهای منافع متعاقب را ترویج می‌دهد. در پایان این فرضیه مطرح می‌شود که همگرایی منافع سهامدارانی با ماهیت یکسان، احتمال درگیری‌های برخاسته بین سهامداران را کاهش می‌دهد. بنابراین اثر بخشی قدرت چالش‌انگیز سهامداران ردیف دوم، به نزدیکی آنها به سهامداران اصلی بستگی دارد [۱۴].

داکسی و گوپوت (۲۰۱۷) تأکید می‌کنند که سهامدار اصلی یک سازوکار مؤثر برای نظارت مدیران و توازن منافع دارد. بنابراین ارزش شرکت به‌طور فزاینده‌ای به سرمایه‌ی سهامداران اصلی به عنوان یک آستانه معین بستگی دارد؛ ثانیاً وجود دیگر سهامداران عمده به نوبت خود، برای تضمین کنترل مازاد مدیران یا سهامداران اصلی کافی نیست. در واقع زمانی که سهامداران عمده از همان نوع سهامداران اصلی هستند، فعالیت نظارت بر سهامداران عمده کم‌تر نیاز به توجه دارد. متقابلاً زمانی که سهامداران عمده از نوع متفاوتی هستند، سهامداران ردیف دوم نقش

منفی بر کارایی دارد [۷]. ترکیب سهامداری یا ساختار مالکیت از موضوعات مهم راهبری شرکتی به شمار می‌رود و بدین ترتیب می‌تواند در کارایی هر شرکتی تأثیر قابل توجهی داشته باشد. در گذشته اقتصاددانان فرض می‌کردند تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند. اما در سه دهه اخیر موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها (مانند تضاد منافع بین سهامداران کنترلی و اقلیت، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران) و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است. این موارد به طور کلی تحت عنوان نظریه نمایندگی مطرح می‌شود [۴]. افراد و ذینفعان درون شرکت و کنترل کننده - که درباره فرصت‌ها و عدم اطمینان شرکت آگاهی بیشتری دارند - نسبت به ذینفعان برون شرکت، انگیزه‌های بیشتری برای کسب ثروت سهامداران اقلیت و به دست آوردن اطلاعات خصوصی دارند [۱۷]. نقش ساختار مالکیت در جهت رفع هزینه‌های نمایندگی ناشی از جدایی مالکیت و کنترل در شرکت‌ها سال‌های زیادی است که در تحقیق‌های فراوانی مورد توجه قرار گرفته است. تجزیه و تحلیل‌های مساله نمایندگی مالک با نماینده، ابتدا به تضادهای بین سهامداران و مدیران توجه داشتند [۱۴]. این تحقیق وجود یا عدم وجود رابطه و همچنین جهت رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را نشان خواهد داد در بیان اهمیت و ضرورت تحقیق حاضر باید گفت وجود سهامداران ردیف دوم می‌تواند منجر به بهبود سازوکار نظارتی بهتر و بیشتر گردد و این موضوع به نوبت خود می‌تواند کیفیت گزارشگری مالی و در نهایت عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را بهبود بخشد. در این تحقیق به نقشی که سهامداران ردیف دوم می‌توانند در حاکمیت بهینه‌ی شرکت‌ها و در ظرفیت آنها برای حل تضادهای نمایندگی مالک با نماینده ایفا کنند، پرداخته می‌شود. نتایج این تحقیق می‌تواند مورد استفاده مقامات اجرایی سازمان بورس اوراق بهادار، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، سهامداران و سرمایه‌گذاران شرکتها و سایر استفاده کنندگان درون سازمانی و برون سازمانی شرکتها واقع گردد.

## ۲- چهارچوب نظری و مروری بر پیشینه‌های پژوهش

با وجود تمرکز مالکیت شرکت به وسیله سهامداران اصلی، چنین انتظار می‌رود که توازن منافع مدیران با منافع شرکت افزایش یابد [۱۷، ۱۱]. نتایج بسیاری از مطالعات نیز حاکی از این می‌باشد که انواع معینی از سهامداران در اتخاذ این نقش نظارت، مناسب‌تر از دیگران هستند. اما درباره‌ی اینکه کدام یک از تصمیم‌گیری‌های شرکت اهمیت دارند، نمی‌توانند به صورت حرفه‌ای تصمیم‌گیری کنند. بنابراین چهارچوب تجزیه و تحلیل، به مساله نمایندگی مالک با مدیر، بین صاحبان اقلیت و اکثریت سهام به علت پتانسیلی برای تبانی بین سهامدار اصلی و مدیر [۱۲، ۱۳]. و یا مزایای تصاحب کنترل خصوصی، که به ضرر سهامداران اقلیت [۱۹] و منافع شرکت است، توسعه یافت.

<sup>2</sup> Bennedsen & Wolfenzon

<sup>3</sup> Bloch & Hege

<sup>4</sup> Second-tier shareholders

<sup>5</sup> Zwiebel

<sup>6</sup> Kann & Winton

است. شواهد نشان از مشکل درونزا بودن بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی دارد. آنها به این نتایج دست یافتند که بیش از یک توزیع مساوی از قدرت رأی گیری در میان بزرگترین سهامداران نهادی ممکن است. اعمال آثار مثبت بر عملکرد بیانجامد. آنها همچنین به تفاوت قابل توجهی در رابطه با عملکرد شرکت و تساوی مالکیت بین دو دسته از سرمایه گذاران نهادی دست یافتند.

ژیانگ (۲۰۰۳) در تحقیقی تحت عنوان "رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت" در شرکت‌های فهرست شده در استان هیلونگ ژیانگ کشور چین پرداخت. وی به روش توصیفی و تجربی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از رابطه بین ساختار مالکیت و کارایی شرکت پرداخت. ساختار مالکیت دارای دو مفهوم ساختار مالکیت و تمرکز مالکیت می باشد.

نصیرزاده و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان "ویژگی‌های ساختاری و فرایندی هیأت مدیره و ریسک مالی: تغییر در نقدینگی- تغییر در بحران مالی" به بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره اعم از فرایندی و ساختاری بر روی ریسک مالی شرکتها در دوره زمانی، ۱۳۸۲-۱۳۹۰ و با استفاده از ۱۵۸ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده پرداختند. آنها از متغیرهای تغییر در نقدینگی و تغییر در بحران مالی به عنوان متغیر وابسته ریسک مالی و از ویژگیهای هیأت مدیره (ساختار و فرایند هیأت مدیره) به عنوان متغیر مستقل و از ویژگی‌های شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی مؤثر بر ریسک مالی شامل اندازه شرکت، فرصت رشد و سودآوری و همچنین نوع صنعت نیز استفاده کردند. به منظور اندازه گیری ویژگیهای فرایندی هیأت مدیره از پرسشنامه مکتوبی و همکاران (۲۰۱۳) استفاده کردند. نتایج پژوهش آنها نشان میدهد در حالتی که تغییر در بحران مالی به عنوان معیار ریسک مالی در نظر گرفته میشود، تأثیر اندازه هیأت مدیره بر ریسک مالی در سطح کل شرکتها، مثبت، تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک مالی در صنعت خودرو و ساخت قطعات، منفی و در بین ویژگیهای فرایندی، تنها تأثیر استفاده از دانش و مهارت بر ریسک مالی در سطح شرکتها مورد بررسی، منفی بوده است. همچنین در حالتی که تغییر در نقدینگی به عنوان معیار ریسک مالی لحاظ میشود، تأثیر اندازه هیأت مدیره در صنعت محصولات شیمیایی و تأثیر فرصت رشد در صنعت خودرو و ساخت قطعات بر ریسک مالی، منفی بوده است. دیگر نتایج حاکی از عدم تأثیر سایر ویژگیهای هیأت مدیره اعم از فرایندی و ساختاری بر ریسک مالی در سطح کل شرکتها و صنایع مختلف است.

برزویی (۱۳۹۲) به بررسی میزان افشای داوطلبانه و ارتباط آن با برخی مولفه‌های راهبری شرکتی و ارزیابی کیفیت سود پرداخته است. نیاز به نظام راهبری شرکتی در قالب تئوری نمایندگی بیان می‌شود؛ به این ترتیب که تفکیک مالکیت از مدیریت به مشکل نمایندگی منجر شد و این مسأله، ضرورت کنترل مدیریت شرکت توسط سهامداران را نشان داده و باعث شد هزینه‌های سنگینی در قبال این کنترل ناشی شود که می‌توان

کنترل‌کننده خود را با دقت بیشتری ایفا می‌کنند. بنابراین نتایج، اصل استفاده از روش‌های کنترل مختلفی که به میزان تأثیر سهامداران ردیف دوم بستگی دارند مورد تأکید قرار می‌دهند. در ادامه داکسی و گوپوت (۲۰۱۷) اشاره میکنند زمانی که قدرت را نتوان به چالش کشید، اجرای روش‌های نظارتی بیشتر، تنها منبع قابل دسترس برای صاحبان اقلیت سهام است. این موضوع هزینه‌های بالای کنترل را در پی دارد که ارزش شرکت را به ضرر بقیه سهامداران کاهش می‌دهد.

در این پژوهش به نقشی که سهامداران ردیف دوم می‌توانند در حاکمیت بهینه‌ی شرکتها و در ظرفیت آنها برای حل تضادهای نمایندگی مالک با نماینده ایفا کنند، پرداخته می‌شود. این تحقیق با مرور تحقیقات قبلی، به دنبال پاسخ دادن به سوال اصلی تحقیق که آیا تغییر در ساختار مالکیت (سهامداران ردیف دوم) و وجود ساختار پیچیده مالکیت موجب تغییر در عملکرد شرکتها می‌شود؟

## ۱-۲ پیشینه پژوهش

داکسی و گوپوت (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان «ساختارهای پیچیده مالکیت، حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت: شواهدی در کشور فرانسه» به بررسی تأثیر ساختارهای پیچیده مالکیت و عملکرد شرکتها پرداختند. منظور آنها از ساختارهای پیچیده مالکیت، وجود سهامداران ردیف دوم در کشور فرانسه می‌باشد. نمونه آنها متشکل از ۲۱۱۸ مشاهده در دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۹ بود. آنها از متغیرهای اندازه شرکتها، اهرم مالی، دارایی‌های نامشهود و رشد فروش به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده کرده اند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که سهامداران ردیف دوم میتوانند نقش مهمی را در بهبود حاکمیت شرکتها و در نتیجه بهبود عملکرد شرکتها ایفا کنند. همچنین آنها به این نتیجه رسیدند که یکسان بودن نوع سهامداران، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد.

اونگور (۲۰۱۱) در تحقیق خود در شرکت‌های کشور آفریقای کینیا تحت عنوان "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت" با استفاده از نظریه نمایندگی به عنوان یک چارچوب تحلیلی پرداخت. وی در تحقیق خود، ساختار مالکیت را با استفاده از تمرکز مالکیت (درصد سهام متعلق به سهامداران) و نوع مالکیت عملیاتی نمود. و عملکرد شرکتها را با استفاده از معیارهای بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و سود پرداختی هر سهم عملیاتی نمود. نمونه تحقیق وی شامل ۴۲ شرکت بود. وی به این نتیجه رسید که بین ساختار مالکیت، تمرکز و مالکیت دولتی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و منفی وجود دارد و از سوی دیگر بین ساختار مالکیت پراکنده و مالکیت شرکتی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.

بهاتاچریا و گراهام (۲۰۰۹) در تحقیقی تحت عنوان "رابطه مالکیت نهادی و عملکرد شرکت با دیدگاه تفکیکی" در شرکت‌های فنلاندی پرداختند. یک رویکرد سیستمی شامل بکارگیری اندازه بالقوه رابطه علت و معلولی دو طرفه بین عملکرد شرکت و ساختار مالکیت

تاثیرگذاری بر تصمیمات مالی شرکت است. اما بدلیل محدودیت پایین بودن حجم نمونه آماری، روابط بین متغیرهای ساختار مالکیت و عملکرد شرکت از لحاظ آماری معنادار نبودند. یافته نهایی تحقیق موید آن است که ترکیبی از دو بخش خصوصی و دولتی در ترکیب مالکیت شرکت در افزایش سودآوری شرکت مثر الثمر بوده است.

### ۳- فرضیه های تحقیق

هدف این تحقیق بررسی رابطه بین وجود سهامدار عمده و سهامدار ردیف دوم و عملکرد شرکت می باشد. بدین منظور چهار فرضیه تدوین می شود. فرضیه اول: بین وجود سهامدار عمده و عملکرد شرکتها رابطه وجود دارد.

فرضیه دوم: بین درصد مالکیت سهام توسط سهامدار عمده و عملکرد شرکتها رابطه وجود دارد.

فرضیه سوم: بین وجود سهامدار ردیف دوم و عملکرد شرکتها رابطه وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین درصد مالکیت سهام توسط سهامدار ردیف دوم و عملکرد شرکتها رابطه وجود دارد.

### ۴- روش شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از منظر هدف کاربردی، از منظر نوع اطلاعات مورد نیاز برای بررسی درستی فرضیات، کمی است و از نظر روش پاسخگویی به سؤالات تحقیق از نوع همبستگی است و داده های آن با استفاده از رویکرد گذشته نگر (از طریق اطلاعات گذشته) به بررسی تاثیر ساختارهای پیچیده مالکیت و عملکرد شرکت می پردازد. جامعه آماری این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۶۷۲ سال \_ شرکت) طی سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ می باشند که از بین آنها ۱۵۲ شرکت به عنوان نمونه های جامعه آماری انتخاب گردیده است.

در تحقیق حاضر با توجه به ماهیت موضوع و روش تحقیق، جهت گردآوری داده ها و اخذ اطلاعات مالی از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بانک اطلاعاتی رهاورد نوین استفاده خواهد شد. به منظور اطمینان از صحت داده های استخراج شده، بطور نمونه داده ها با صورت های مالی شرکت ها تطبیق داده می شود.

بیان نمود مدیریت سود در این نظام راهبردی در جهت پیشبرد اهداف سازمان تلقی می شود. در این تحقیق به دنبال بررسی میزان افشای داوطلبانه اطلاعات مالی توسط شرکتها و ارتباط آن با برخی مولفه های راهبردی شرکتی و ارزیابی کیفیت سود بودیم. بطوریکه ارتباط پنج ویژگی غیر مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با کیفیت گزارشگری مالی آن ها بررسی شده است. برای اندازه گیری کیفیت افشای داوطلبانه از شاخصی متشکل از ۱۳۹ قلم بر اساس استانداردهای حسابداری ایران و سایر قوانین مربوط به افشا، استفاده شده و ارتباط احتمالی آن با اندازه شرکت، نوع موسسه حسابرسی، ساختار مالکیت شرکت، کیفیت سود و درصد اعضای غیر موظف شرکتها با استفاده از مدل رگرسیون بررسی شد. با توجه به میانگین متغیرها نتایج نشان می دهد میزان افشا در بیشتر شرکت های بورسی که کیفیت سود کمی دارند کمتر است اما میزان افشا در شرکت هایی که تمرکز مالکیت و اعضای غیر موظف کمتری دارند بیشتر است به طور کلی بین سطح افشا و کیفیت سود رابطه مستقیم و بین سطح افشا با اعضای غیر موظف هیات مدیره و تمرکز مالکیت رابطه معکوس وجود دارد.

نکونام (۱۳۹۰) در تحقیقی با عنوان "تبیین رابطه بین ساختار مالکیت و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران" پرداخته است. هدف این تحقیق بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. دوره زمانی مورد مطالعه طی سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ است و در مجموع ۷۴ شرکت فعال بورسی به عنوان نمونه انتخابی در نظر گرفته شد. در این تحقیق تأثیر ساختار مالکیت از دو جنبه نوع مالکیت و تمرکز مالکیت بر نقدشوندگی سهام بررسی شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان می دهد که بین سطح مالکیت نهادی، سطح مالکیت مدیریتی و میزان تمرکز مالکیت با نقدشوندگی سهام رابطه معکوس (منفی) وجود دارد. و بین سطح مالکیت شرکتی و نقدشوندگی سهام رابطه مستقیم (مثبت) وجود دارد. با توجه به نتایج بدست آمده می توان نتیجه گرفت که یکی از عوامل تأثیر گذار بر نقدشوندگی سهام ساختار مالکیت شرکت ها می باشد.

بابایی رکلیکی، احمدوند، (۱۳۸۷) به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران پرداختند. تحقیق حاضر نیز تاثیر ساختار مالکیت را از دو دیدگاه تعداد سهامداران عمده و نوع مالکیت آنها بر عملکرد شرکتها مورد بررسی قرار می دهد. نمونه آماری نهایی تحقیق شامل ۵۶ شرکت در دوره زمانی سال های ۷۹-۱۳۸۳ است که سهام آنها بطور فعال در بورس معامله شده است. شرکت های مورد بررسی بر حسب نوع سهامدار عمده آنها در گروه های بخش خصوصی، نیمه خصوصی، شبه دولتی، دولتی و نهادها طبقه بندی شده اند. بررسی ها نشان می دهد که با افزایش تعداد سهامداران عمده، بازده حقوق صاحبان سهام شرکتها افزایش می یابد. این روند احتمالاً ناشی از افزایش کنترل سهامداران عمده و هم افزایی آنها در

۵- مدل مفهومی تحقیق و روش های اندازه گیری متغیرها

$$PERFORMANCE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MAJORITY_{i,t} + \beta_2 SECOND_{i,t} + \beta_3 \%MAJORITY_{i,t} + \beta_4 \%SECOND_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 TANGIBLE_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۱-۵ متغیرهای تحقیق

جدول (۱): تعریف عملیاتی و نحوه اندازه گیری آنها

نوع متغیر	نماد متغیر	نام متغیر	تعریف	نحوه اندازه گیری
وابسته	PERFORMANCE	عملکرد شرکت	منظور از عملکرد شرکت، افزایش ارزش شرکت است که با استفاده از نسبت کیو تو بین ارزیابی می شود.	$Tobins' Q = \frac{Book\ Value\ of\ Assets - Shareholder's\ Equity + Market\ Value\ of\ Equity}{Book\ Value\ of\ Assets}$ نسبت کیو تو بین که شاخصی برای عملکرد شرکت است. ارزش دفتری دارایی ها: Book Value of Assets حقوق صاحبان سهام: Shareholder's Equity ارزش بازار حقوق صاحبان سهام: Market Value of Equity
مستقل	MAJORITY	وجود سهامدار عمده در شرکت	سهامداری که بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت را در اختیار داشته باشد (بانک، هلدینگ، موسسات مالی و سایر)	یک متغیر دو وجهی می باشد. اگر بین سهامداران شرکت، سهامدار عمده وجود داشته باشد عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر
مستقل	SECOND	وجود سهامدار ردیف دوم در شرکت	سهامداری که بیش از ۱۰ درصد و کمتر از ۵۰ درصد سهام شرکت را در اختیار داشته باشد (بانک، هلدینگ، موسسات مالی و سایر)	یک متغیر دو وجهی می باشد. اگر بین سهامداران شرکت، سهامدار ردیف دوم وجود داشته باشد عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر
مستقل	%MAJORITY	درصد مالکیت سهامدار عمده	درصد سهامی که متعلق به سهامداران عمده می باشد.	تعداد سهام متعلق به سهامدار عمده تقسیم بر تعداد کل سهام شرکت
مستقل	%SECOND	درصد مالکیت سهامدار ردیف دوم	درصد سهامی که متعلق به سهامداران ردیف دوم می باشد.	تعداد سهام متعلق به سهامدار ردیف دوم تقسیم بر تعداد کل سهام شرکت
کنترلی	SIZE	اندازه شرکت	اندازه شرکت از جنبه دارایی ها را نشان می دهد.	لگاریتم طبیعی جمع دارایی های شرکت
کنترلی	LEV	اهرم مالی شرکت	نشان دهنده درصدی از دارایی ها است که از طریق بدهی ها تامین شده است.	جمع بدهی های شرکت تقسیم بر جمع دارایی های شرکت
کنترلی	TANGIBLE	دارایی های ثابت شرکت	نشان دهنده دارایی های مشهود (ثابت) است.	جمع دارایی های ثابت شرکت تقسیم بر جمع دارایی ها شرکت
کنترلی	GROWTH	رشد شرکت	درصد تغییرات فروش شرکت در دو سال متوالی را نشان می دهد	فروش در سال جاری منهای فروش در سال قبل تقسیم بر فروش در سال قبل

۲-۵ روش تجزیه و تحلیل داده ها

آن با استفاده از آزمون های آماری تشریح شده به برآورد مدل و انتخاب الگوی مناسب و تجزیه و تحلیل ناهمسانی واریانس و همبستگی داده های تحقیق پرداخته می شود و بعد با تجزیه و تحلیل الگوی رگرسیونی حاصل از فرآیند تحقیق و بررسی معناداری مدل رگرسیون و ضرایب متغیرها، به کمک آزمون  $t$  که مبنای استنباط آن در سطح خطای ۰/۰۵ خواهد بود اقدام به تایید یا رد فرضیه های تحقیق می شود.

۳-۵ شاخص های توصیفی متغیرها

شاخص های مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش حاضر، تلفیقی از سری های زمانی و مقطعی در دوره زمانی ۱۱ ساله پژوهش بوده و تعداد مشاهدات سال - شرکت و بر اساس داده های ترکیبی متوازن، ۱۶۷۲ مشاهده می باشد که جهت آشکار شدن ماهیت داده های پژوهش آمار توصیفی آنها در جدول (۲) ارائه شده است.

ارائه روش پژوهش و جمع آوری داده های مورد نیاز جهت آزمون فرضیه ها، با بهره گیری از روش های مناسب و مشخص آماری به بررسی و تجزیه و تحلیل این داده ها خواهیم پرداخت تا نهایتاً با تأیید یا رد فرضیه های مطرح شده بتوانیم پاسخی مناسب برای پرسش های این تحقیق بیابیم. تجزیه و تحلیل داده ها، فرایندی چند مرحله ای است که طی آن داده هایی که به طرق مختلف جمع آوری شده اند خلاصه، دسته بندی و در نهایت پردازش می شوند تا زمینه برقراری روابط بین داده ها و انجام تحلیل های علمی به منظور آزمون فرضیه ها فراهم شود. در این فرآیند داده ها هم از لحاظ مفهومی و هم از لحاظ تجربی پالایش می شوند و تکنیک های گوناگون آماری نقش بسزایی در تعمیم یافته ها به عهده دارند. فرآیندهای تجزیه و تحلیل با توجه به نوع تحقیق، ماهیت فرضیه ها، نوع نظریه سازی، ابزار به کار رفته برای جمع آوری اطلاعات متفاوت هستند. در این تحقیق ابتدا آمار توصیفی ارائه می شود و پس از

جدول (۲): شاخص های توصیفی متغیرهای پژوهش

نماد متغیر	نام متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	خطای استاندارد	چولگی	کشیدگی	تعداد مشاهده
PERFORMANCE	عملکرد شرکت	۱/۵۱۳۳	۱/۳۴۰۶	۲/۹۷۱۳	۰/۸۸۵۸	۰/۵۶۵۷	۱/۱۶۰۸	۳/۵۶۲۴	۱۶۷۲
MAJORITY	وجود سهامدار عمده در شرکت	۰/۵۲۳۹	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۴۹۹۶	-۰/۹۵۵۸	۱/۰۰۹۲	۱۶۷۲
SECOND	وجود سهامدار ردیف دوم در شرکت	۰/۷۱۷۷	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۴۵۰۳	-۰/۹۶۷۳	۱/۹۳۵۷	۱۶۷۲
%MAJORITY	درصد مالکیت سهامدار عمده	۰/۶۵۰۵	۰/۵۹۳۰	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۱۵۸۵	۰/۱۹۳۸	۵/۰۶۷۱	۱۶۷۲
%SECOND	درصد مالکیت سهامدار ردیف دوم	۰/۲۵۷۴	۰/۲۴۳۴	۰/۵۰۰۰	۰/۱۱۰۰	۰/۱۰۵۳	۰/۵۳۸۳	۲/۲۷۹۲	۱۶۷۲
SIZE	اندازه شرکت	۱۳/۶۹۵۳	۱۳/۵۵۶۸	۱۶/۷۳۳	۱۱/۵۹۳۳	۱/۳۵۳۸	۰/۶۱۲۲	۲/۸۰۵۰	۱۶۷۲
LEV	اهرم مالی شرکت	۰/۶۰۰۳	۰/۶۱۳۶	۰/۸۹۵۳	۰/۲۶۹۰	۰/۱۷۲۸	-۰/۱۸۱۱	۲/۲۲۲۴	۱۶۷۲
TANGIBLE	دارایی های ثابت شرکت	۰/۲۵۵۰	۰/۲۱۶۵	۰/۶۲۰۴	۰/۰۴۵۶	۰/۱۶۶۰	۰/۶۹۹۸	۲/۴۹۳۲	۱۶۷۲
GROWTH	رشد شرکت	۰/۱۶۶۰	۰/۱۵۳۳	۰/۷۹۸۱	-۰/۳۰۹۷	۰/۲۲۵۶	۰/۳۳۹۴	۲/۸۸۱۹	۱۶۷۲

و ۰/۰۰۰۰ می باشد. میانگین و میانه متغیر درصد مالکیت سهامدار عمده به ترتیب برابر با ۰/۶۵۰۷ و ۰/۵۹۳۰ می باشد و از آنجائی که مقدار میانگین بیشتر از میانه می باشد دارای چولگی مثبت و به سمت راست می باشد.

شاخص های توصیفی متغیر عملکرد شرکت، با ۱۶۷۲ داده حاکی از آن است که میانگین آن ۱/۵۱۳۳، میانه آن ۱/۳۴۰۶ و حداکثر آن ۲/۹۷۱۳ و حداقل آن ۰/۸۸۵۸ بوده است. متغیرهای وجود سهامدار عمده در شرکت و وجود سهامدار ردیف دوم در شرکت، متغیرهای دو وجهی می باشند. بنابراین حداکثر و حداقل این متغیرها به ترتیب برابر با ۱/۰۰۰۰

۴-۵ آزمون همبستگی بین متغیرهای تحقیق

توزیع احتمالی است. کشیدگی مثبت یعنی قله توزیع مورد نظر از توزیع نرمال بالاتر و کشیدگی منفی نشانه پایین تر بودن قله از توزیع نرمال است. چولگی معیاری از وجود عدم تقارن تابع توزیع بوده، برای یک توزیع کاملاً متقارن چولگی صفر و برای یک توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر چولگی مثبت و برای توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر کوچک تر مقدار چولگی منفی است. کشیدگی نشان دهنده قله مندی یک شدت وابستگی دو متغیر به یکدیگر همبستگی می نامند. هدف روش های همبستگی بررسی میزان رابطه بین دو یا چند متغیر است. همبستگی بیانگر شدت وابستگی دو متغیر و جهت وابستگی آنها است. برای آزمون همبستگی بین متغیرهای توضیحی پژوهش و متغیر وابسته، ماتریس (جدول) همبستگی تهیه شده است. چنانچه یکی از متغیرهای توضیحی با متغیر وابسته همبستگی بسیار ضعیفی داشته باشد، می تواند از مدل کنار گذاشته شود یا جایگزینی برای آن مشخص شود. جدول (۳) نشان می دهد که بین متغیرهای توضیحی و متغیر وابسته همبستگی قابل قبولی و معنی داری وجود دارد. چون مقدار احتمال به دست آمده برای متغیرها کمتر از ۰/۰۵ می باشد.

همچنین میانگین و میانه متغیر درصد مالکیت سهامدار ردیف دوم به ترتیب برابر با ۰/۲۵۷۴ و ۰/۲۴۳۴ می باشد و از آنجائی که این مقادیر نزدیک به یکدیگر می باشد، نشان دهنده توزیع تقریباً نرمال این متغیر می باشد. خطای استاندارد این متغیر برابر با ۰/۱۰۵۳ می باشد. میانگین متغیر اندازه شرکت برابر با ۱۳/۶۹۵۳ می باشد. این متغیر توسط لگاریتم طبیعی جمع دارایی های شرکت در پایان سال اندازه گیری شده بود. همچنین توزیع متغیر اهرم مالی چوله به چپ می باشد. متغیر دارایی های ثابت شرکت برابر ۰/۶۹۹۸ و چوله به راست است. حداقل متغیر رشد شرکت برابر با ۰/۳۰۹۷- می باشد. چون مقدار حداقل این متغیر منفی شده است این بدان معنی می باشد که در بین شرکت های استفاده شده در این پژوهش، شرکت هایی وجود داشته اند که فروش آنها در یک سال نسبت به سال گذشته کاهش پیدا کرده است. بر اساس جدول بالا بیشترین و کمترین انحراف معیار به ترتیب مربوط به اندازه شرکت و درصد مالکیت سهامدار ردیف دوم است. انحراف معیار نشان دهنده میزان پراکنش اعداد در اطراف میانگین است. هر چه این مقدار بیشتر باشد پراکندگی اعداد از میانگین هم بیشتر است. بیشترین کشیدگی و چولگی به ترتیب مربوط به متغیرهای درصد مالکیت سهامدار عمده و عملکرد شرکت می باشد، کمترین کشیدگی و چولگی به ترتیب مربوط به وجود سهامدار عمده و وجود سهامدار ردیف دوم است.

جدول (۳): آزمون همبستگی متغیرهای تحقیق

GROWTH	TANGIBLE	LEV	SIZE	%SECOND	%MAJORITY	SECOND	MAJORITY	PERFORMANCE	
								۱/۰۰۰۰	PERFORMANCE
								-----	
							۱/۰۰۰۰	۰/۰۳۰۶	MAJORITY
							-----	۰/۰۲۱۲	
						۱/۰۰۰۰	-۰/۴۸۸۸	۰/۰۰۹۵	SECOND
						-----	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۷۰	
					۱/۰۰۰۰	-۰/۶۲۴۷	۰/۹۵۴۰	۰/۰۱۵۱	%MAJORITY
					-----	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۵۴	
				۱/۰۰۰۰	-۰/۶۵۳۷	۰/۷۸۷۷	-۰/۵۷۱۱	۰/۰۰۹۳	%SECOND
				-----	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۷۱	
			۱/۰۰۰۰	۰/۱۱۹۳	-۰/۱۴۶۱	۰/۰۹۶۷	-۰/۱۵۲۳	-۰/۰۳۶۲	SIZE
			-----	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۳۹	
		۱/۰۰۰۰	۰/۰۴۷۵	۰/۰۹۱۹	۰/۰۵۷۲	۰/۰۳۷۰	۰/۰۶۸۸	-۰/۲۱۳۲	LEV
		-----	۰/۰۰۵۲	۰/۰۰۰۲	۰/۰۱۹۲	۰/۰۱۳۱	۰/۰۰۴۹	۰/۰۰۰۰	
	۱/۰۰۰۰	-۰/۰۹۵۴	۰/۰۱۴۹	۰/۰۳۷۳	-۰/۰۴۰۰	۰/۰۶۶۷	-۰/۰۳۱۷	۰/۰۴۰۹	TANGIBLE
	-----	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۶۴	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۱	
۱/۰۰۰۰	۰/۰۴۱۵	-۰/۰۰۷۰	۰/۰۰۴۲	-۰/۰۱۰۱	۰/۰۰۹۳	-۰/۰۰۳۷	۰/۰۱۲۴	۰/۱۰۰۱	GROWTH
-----	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰	

۵-۵ بررسی پایایی (ایستایی) متغیرهای پژوهش

با ضرایب قابل اعتماد است. در تعیین پایایی داده‌های پانلی، آزمون‌های متفاوتی وجود دارد. در این پژوهش برای بررسی پایایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو (LLCH) استفاده شده است.

قبل از برآورد مدل، ابتدا باید پایایی متغیرهای پژوهش را مورد بررسی قرار داد. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. آزمون‌های پایایی از جمله مهمترین آزمون‌ها برای برآورد یک رگرسیون

جدول (۴): نتایج آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

احتمال آماره لوین، لین و چو (LLCH) (Prob)	آماره لوین، لین و چو (LLCH) (Statistic)	نام متغیر	نماد متغیر
۰/۰۰۰۰	-۱۵/۶۱۲۴	عملکرد شرکت	PERFORMANCE
۰/۰۰۰۰	-۴/۱۹۱۹	وجود سهامدار عمده در شرکت	MAJORITY
۰/۰۰۰۰	-۵/۰۹۹۹	وجود سهامدار ردیف دوم در شرکت	SECOND
۰/۰۰۰۰	-۶۲/۰۱۳۲	درصد مالکیت سهامدار عمده	%MAJORITY
۰/۰۰۰۰	-۸۱/۶۵۴۱	درصد مالکیت سهامدار ردیف دوم	%SECOND
۰/۰۰۰۰	-۴/۲۸۰۹	اندازه شرکت	SIZE
۰/۰۰۰۰	-۷/۱۹۳۵	اهرم مالی شرکت	LEV
۰/۰۰۰۰	-۱۰/۴۲۸۵	دارایی‌های ثابت شرکت	TANGIBLE
۰/۰۰۰۰	-۳۰/۳۳۲۰	رشد شرکت	GROWTH

نتایج به دست آمده در جدول (۵) نشان می‌دهد که با توجه به سطح معنی داری در آزمون مذکور که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است لذا آزمون مذکور برای مدل رگرسیون خطی حاکی از ناهمسانی واریانس است و ملاحظه گردید که بین جملات اخلاص مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد. بنابراین باید برآورد الگوی رگرسیونی به روش حداقل مربعات تعمیم یافته صورت گیرد.

با توجه به جدول فوق نتایج آزمون حاکی از آن است که کلیه متغیرهای پژوهش در سطح معنی‌داری ۰/۰۵ در طی قلمرو زمانی پژوهش در سطح پایا بوده‌اند. بنابراین نتایج حاصل از روش آماری مدل‌های رگرسیونی پژوهش قابل اعتماد است.

۵-۶ آزمون ناهمسانی واریانس

از دیگر پیش فرض‌های مدل رگرسیون خطی این بود که جملات پسماند رگرسیون دارای واریانس همسان باشند. از میان روش‌های متعدد برای کشف ناهمسانی واریانس، در این پژوهش از آزمون براش-پاگان و گادفری<sup>۷</sup> استفاده شد که نتایج آن به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول (۵): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

شماره مدل	آماره آزمون	احتمال (Prob)	نتیجه آزمون
مدل (۱)	۳/۷۵۷۵	۰/۰۰۰۲	ناهمسانی واریانس وجود دارد

<sup>7</sup> Breusch-Pagan-Godfrey



۵-۷ آزمون همخطی

یکی از فرض های اولیه در تخمین مدل های رگرسیون چند متغیره عدم وجود همبستگی خطی بین متغیرهای توضیحی است. همبستگی خطی بین متغیرهای توضیحی، همخطی<sup>۸</sup> نام دارد. طبیعی است که همواره بین متغیرهای توضیحی، مقداری همبستگی (بین صفر تا یک) وجود داشته باشد. اما چنانچه بین متغیرهای توضیحی همبستگی شدیدی وجود داشته باشد، نتایج مدل رگرسیون با خلل همراه خواهد شد و مشکلاتی در تخمین پارامترها ایجاد می شود. همخطی بین متغیرهای توضیحی در مدل های چند متغیره موجب می شود که ضرایب متغیرهای توضیحی بی معنی شوند.

در حالت وجود همخطی علی رغم عدم معنی داری ضرایب، R2 مدل بزرگ خواهد شد و این نتایج متناقض دارای تورش و عدم کارایی خواهد بود [۴]. در این پژوهش برای بررسی وجود وابستگی خطی بین متغیرهای مستقل در پژوهش حاضر از عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۶) مشاهده می شود که آماره VIF کمی از یک بالاتر است که همخطی ضعیفی را بین متغیرهای مستقل پژوهش نشان می دهد. از طرفی این مقدار بین بازه بهینه پیش فرض که کمینه آن ۱ و بیشینه آن کوچکتر از ۵ بوده قرار دارد که در حالت کلی عدم همخطی بین متغیرهای مستقل پژوهش را نشان می دهد.

جدول (۶): آزمون همخطی

آماره همخطی <sup>۹</sup>		مدل آزمون فرضیه های پژوهش
VIF	نام متغیر	نماد متغیر
	متغیر وابسته	PERFORMANCE
۱/۲۴۸۷	عملکرد شرکت	MAJORITY
۱/۳۸۱۹	وجود سهامدار ردیف دوم در شرکت	SECOND
۱/۶۱۰۴	درصد مالکیت سهامدار عمده	%MAJORITY
۱/۰۶۳۴	درصد مالکیت سهامدار ردیف دوم	%SECOND
۱/۰۳۱۰	اندازه شرکت	SIZE
۱/۰۵۳۴	اهرم مالی شرکت	LEV
۱/۰۱۵۹	دارایی های ثابت شرکت	TANGIBLE
۱/۰۰۹۹	رشد شرکت	GROWTH

تابلویی ( بررسی و در صورت استفاده از روش داده های پانل ، به منظور اینکه مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی ) جهت برآورد مناسب تر است از آزمون هاسمن استفاده می شود. نتایج این آزمون ها در جدول (۷) ارائه شده است.

۵-۸ آزمون انتخاب الگو (F لیمر و هاسمن)

در این پژوهش برای آنکه بتوان مشخص نمود که استفاده از روش داده های پانل در برآورد مدل مورد نظر کارآمد خواهد بود یا خیر ، از آزمون F لیمر استفاده می شود که در این آزمون ، یکسان بودن عرض از مبدأها (داده های تلفیقی) در مقابل ناهمسانی عرض از مبدأها (روش داده های

<sup>۸</sup> Collinearity

<sup>۹</sup> Collinearity Statistics

جدول (۷): آزمون انتخاب الگو

نام آزمون	مقدار آماره	سطح احتمال	نتیجه آزمون
F لیمر	۷/۷۴۳۹	۰/۰۰۰۰	داده های تابلویی
هاسمن	۷۱/۵۷۵۴	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

از آنجاییکه که سطح به دست آمده برای آزمون F لیمر برابر با ۰/۰۰۰۰ می باشد و این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرض صفر آزمون F لیمر پذیرفته نمی شود. یعنی استفاده از داده های تابلویی (اثرات ثابت یا اثرات ثابت بر استفاده از الگوی اثرات تصادفی ارجحیت دارد.

## ۶- آزمون فرضیه های پژوهش

جدول (۸): ضرایب و برآورد مدل رگرسیونی فرضیه های پژوهش

شاخص های آماری نماد متغیرها	نام متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال آماره t (Prob)
MAJORITY	وجود سهامدار عمده در شرکت	۰/۴۴۹۳	۰/۰۶۲۲	۷/۲۲۲۴	۰/۰۰۰۰
%MAJORITY	درصد مالکیت سهامدار عمده	۰/۰۰۹۰	۰/۰۰۱۱	۷/۸۷۰۱	۰/۰۰۰۰
SECOND	وجود سهامدار ردیف دوم در شرکت	۰/۰۹۱۰	۰/۰۳۲۶	۲/۸۸۷۱	۰/۰۴۷۴
%SECOND	درصد مالکیت سهامدار ردیف دوم	۰/۰۱۶۳	۰/۰۰۷۷	۲/۱۲۰۸	۰/۰۲۷۸
SIZE	اندازه شرکت	۰/۱۰۴۸	۰/۰۴۷۱	۲/۲۲۶۶	۰/۰۲۶۱
LEV	اهرم مالی شرکت	۰/۰۴۰۷	۰/۱۱۸۵	۰/۳۴۳۵	۰/۷۳۱۳
TANGIBLE	دارایی های ثابت شرکت	-۰/۴۴۰۹	۰/۰۹۴۹	-۴/۶۴۷۵	۰/۰۰۰۰
GROWTH	رشد شرکت	۰/۰۶۴۷	۰/۰۳۷۷	۱/۷۱۸۰	۰/۰۸۶۰
C	مقدار ثابت	۰/۳۵۰۶	۰/۶۵۸۰	۰/۵۳۲۸	۰/۵۹۴۲
ضریب تعیین R <sup>2</sup>	ضریب تعیین تعدیل شده R <sup>2</sup>	احتمال آماره F (Prob)	آماره F	آماره دوربین- واتسون	
۰/۵۵۸۶	۰/۵۱۲۲	۰/۰۰۰۰	۱۲/۰۳۵۸	۱/۶۴۶۱	

#### ۶-۱ آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول: بین وجود سهامدار عمده و عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی داری وجود دارد. برای آزمون این فرضیه باید به نتایج آماری متغیر

**MAJORITY** توجه شود. با توجه به مقدار و احتمال آماره  $t$  متغیر وجود سهامدار عمده که به ترتیب برابر با  $۷/۲۲۲۴$  و  $۰/۰۰۰۰$  است و از آنجا که این احتمال کمتر از  $۰/۰۵$  می باشد و با توجه به اینکه این تحقیق در سطح اطمینان  $۰/۹۵$  و سطح خطای  $۰/۰۵$  صورت می گیرد میتوان بیان نمود که وجود سهامدار عمده، تاثیر معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارد. با توجه به ضریب این متغیر که برابر با  $۰/۴۴۹۲$  (علامت ضریب مثبت است) می باشد، میتوان بیان نمود که رابطه مستقیمی بین این متغیر و متغیر عملکرد شرکت‌ها وجود دارد.

#### ۶-۲ آزمون فرضیه دوم پژوهش

بین درصد مالکیت سهام توسط سهامدار عمده و عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی داری وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه باید به نتایج آماری متغیر **MAJORITY** توجه شود. با توجه به مقدار و احتمال آماره  $t$  متغیر درصد مالکیت سهامدار عمده که به ترتیب برابر با  $۷/۸۷۰۱$  و  $۰/۰۰۰۰$  است و از آنجا که این احتمال

کمتر از  $۰/۰۵$  می باشد و با توجه به اینکه این تحقیق در سطح اطمینان  $۰/۹۵$  و سطح خطای  $۰/۰۵$  صورت می گیرد میتوان بیان نمود که درصد مالکیت سهامدار عمده، تاثیر مستقیمی بر عملکرد شرکت‌ها دارد.

با توجه به ضریب این متغیر که برابر با  $۰/۰۰۹۰$  (علامت ضریب مثبت است) می باشد، میتوان بیان نمود که رابطه مستقیمی بین این متغیر و متغیر عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. یعنی اینکه با افزایش درصد مالکیت سهامدار عمده، عملکرد شرکت‌ها افزایش می یابد در نتیجه فرضیه دوم تایید می شود.

#### ۶-۳ آزمون فرضیه سوم پژوهش

بین وجود سهامدار ردیف دوم و عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی داری وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه باید به نتایج آماری متغیر **SECOND** توجه شود. با توجه به مقدار و احتمال آماره  $t$  متغیر وجود سهامدار ردیف دوم که به ترتیب برابر با  $۲/۷۸۷۱$  و  $۰/۴۷۴$  است و از آنجا که این احتمال کمتر از  $۰/۰۵$  می باشد و با توجه به اینکه این تحقیق در سطح اطمینان  $۰/۹۵$  و سطح خطای  $۰/۰۵$  صورت می گیرد میتوان بیان نمود که وجود سهامدار ردیف دوم، تاثیر معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارد. با توجه به ضریب

این متغیر که برابر با  $۰/۰۹۱۰$  (علامت ضریب مثبت است) می باشد، میتوان بیان نمود که رابطه مستقیمی بین این متغیر و متغیر عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. یعنی اینکه با وجود سهامدار ردیف دوم، عملکرد شرکت‌ها افزایش می یابد بنابراین این فرضیه تایید می شود.

#### ۶-۴ آزمون فرضیه چهارم پژوهش

بین درصد مالکیت سهام توسط سهامدار ردیف دوم و عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی داری وجود دارد. برای آزمون این فرضیه باید به نتایج آماری متغیر **SECOND** توجه شود. با توجه به مقدار و احتمال آماره  $t$  متغیر درصد مالکیت سهام توسط سهامدار ردیف دوم که به ترتیب برابر با  $۲/۱۲۰۸$  و  $۰/۰۲۷۸$  است و از آنجا که این احتمال کمتر از  $۰/۰۵$  می باشد و با توجه به اینکه این تحقیق در سطح اطمینان  $۰/۹۵$  و سطح خطای  $۰/۰۵$  صورت می گیرد میتوان بیان نمود که درصد مالکیت سهام توسط سهامدار ردیف دوم، تاثیر معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارد. با توجه به ضریب این متغیر که برابر با  $۰/۰۱۶۳$  (علامت ضریب مثبت است) می باشد، میتوان بیان نمود که رابطه مستقیمی بین این متغیر و متغیر عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. یعنی اینکه با افزایش درصد مالکیت سهام توسط سهامدار ردیف دوم، عملکرد شرکت‌ها افزایش می یابد و در نتیجه فرضیه چهارم تایید می شود.

#### جدول (۹): خلاصه نتایج آزمون فرضیه های تحقیق

فرضیه	عنوان فرضیه	نتیجه آزمون فرض در سطح اطمینان ۹۵٪
اول	بین وجود سهامدار عمده و عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی داری وجود دارد.	تایید فرضیه
دوم	بین درصد مالکیت سهام توسط سهامدار عمده و عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی داری وجود دارد.	تایید فرضیه
سوم	بین وجود سهامدار ردیف دوم و عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی داری وجود دارد.	تایید فرضیه
چهارم	بین درصد مالکیت سهام توسط سهامدار ردیف دوم و عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی داری وجود دارد.	تایید فرضیه

#### ۷- نتیجه گیری

نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق نشان داد که رابطه مستقیمی بین وجود سهامدار عمده با عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. به عبارت دیگر، اگر در شرکتی سهامدار عمده وجود داشته باشد، عملکرد شرکت‌ها بهبود پیدا می کند. تفسیر این یافته می توان این چنین باشد که سهامداران عمده به گزارش‌های فعالیت‌های هیئت مدیره شرکت‌ها توجه می کنند و

نتایج این تحقیق در راستای داکی و گویوت (۲۰۱۷) می باشد. آنها در تحقیقی با عنوان «ساختارهای پیچیده مالکیت، حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت: شواهدی در کشور فرانسه» به بررسی تاثیر ساختارهای پیچیده مالکیت و عملکرد شرکتها پرداختند. منظور آنها از ساختارهای پیچیده مالکیت، وجود سهامداران ردیف دوم در کشور فرانسه می باشد. نمونه آنها متشکل از ۲۱۱۸ مشاهده در دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۹ بود. آنها از متغیرهای اندازه شرکتها، اهرم مالی، داراییهای مشهود و رشد فروش به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده کرده اند. نتایج تحقیق آنها نشان می دهد که سهامداران ردیف دوم میتوانند نقش مهمی را در بهبود حاکمیت شرکتها و در نتیجه بهبود عملکرد شرکتها ایفا کنند. همچنین آنها به این نتیجه رسیدند که یکسان بودن نوع سهامداران، هزینه های نمایندگی را کاهش می دهد.

همچنین نتایج این پژوهش، منطبق با پژوهش اونگور (۲۰۱۱) می باشد. وی در تحقیق خود در شرکتهای کشور آفریقای کنیا تحت عنوان "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت" با استفاده از نظریه نمایندگی به عنوان یک چارچوب تحلیلی پرداخت. وی در تحقیق خود، ساختار مالکیت را با استفاده از تمرکز مالکیت (درصد سهام متعلق به سهامداران) و نوع مالکیت عملیاتی نمود. و عملکرد شرکتها را با استفاده از معیارهای بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام و سود پرداختی هر سهم عملیاتی نمود. نمونه تحقیق وی شامل ۴۲ شرکت بود. وی به این نتیجه رسید که بین ساختار مالکیت، تمرکز و مالکیت دولتی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و منفی وجود دارد و از سوی دیگر بین ساختار مالکیت پراکنده و مالکیت شرکتی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.

همچنین نتایج این پژوهش با یافته های بهاتاچریا و گراهام (۲۰۰۹) تطابق دارد. آنها در تحقیقی تحت عنوان "رابطه مالکیت نهادی و عملکرد شرکت با دیدگاه تفکیکی" در شرکتهای فنلاندی پرداختند. یک رویکرد سیستمی شامل بکارگیری اندازه بالقوه رابطه علت و معلولی دو طرفه بین عملکرد شرکت و ساختار مالکیت است. شواهد نشان از مشکل درونزا بودن بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی دارد. آنها به این نتایج دست یافتند که بیش از یک توزیع مساوی از قدرت را آگیری در میان بزرگترین سهامداران نهادی ممکن است. اعمال آثار مثبت بر عملکرد بیانجامد. آنها همچنین به تفاوت قابل توجهی در رابطه با عملکرد شرکت و تساوی مالکیت بین دو دسته از سرمایه گذاران نهادی دست یافتند.

در داخل کشور نیز نتایج این پژوهش مشابه نتایج نیکبخت و رحمانی نیا (۱۳۸۹) می باشد. آنها در پژوهش خود به بررسی تاثیر میزان مالکیت نهادی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نظارت کافی بر گزارشگری مالی دارند. پیشنهاد می شود که سهامداران هنگام تصمیم گیری در ارتباط با خرید، فروش یا نگهداری سهام شرکت های مختلف، به وجود یا عدم وجود سهامدار عمده در بین سهامداران شرکتها توجه نمایند. زیرا با وجود سهامدار عمده، عملکرد شرکتها بهبود پیدا می کند و در نتیجه احتمال سودآوری آنها افزایش پیدا می کند.

نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق نشان داد که رابطه مستقیمی بین درصد مالکیت سهام توسط سهامدار عمده با عملکرد شرکتها وجود دارد. یعنی هرچه درصد شرکتی سهام نگهداری شده توسط سهامداران عمده بالا باشد، عملکرد شرکتها بهتر می باشد. منظور از سهامدار عمده، سهامداری که بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت را در اختیار داشته باشد (بانک، هلدینگ، موسسات مالی وسایر). در این راستا، به سهامداران پیشنهاد می گردد، اگر در یک گزینه سرمایه گذاری، شرکتهایی وجود دارند که در آنها سهامدار عمده وجود دارد، شرکتی را انتخاب به سرمایه گذاری نمایند که درصد بالاتری از سهام آن در اختیار سهامدار عمده باشد.

نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق نشان داد که رابطه مستقیمی بین وجود سهامدار ردیف دوم با عملکرد شرکتها وجود دارد. وجه تمایز اصلی این پژوهش، معرفی و تعریف سهامدار ردیف دوم می باشد. منظور از سهامدار ردیف دوم، سهامداری که بیش از ۱۰ درصد و کمتر از ۵۰ درصد سهام شرکت را در اختیار داشته باشد (بانک، هلدینگ، موسسات مالی وسایر). یافته های آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان داد که با وجود سهامدار ردیف دوم، عملکرد شرکتها بهبود می یابد. تفسیر این یافته می توان این چنین باشد که سهامداران ردیف دوم نقش کنترلی بیشتری در شرکت می تواند ایفا کند و می تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامدار عمده و سایر سهامداران که ناشی از انحصار تصمیم گیری سهامدار عمده می باشد را کاهش داده و موجب بهبود عملکرد شرکت گردد. در راستای نتایج این یافته، به سازمان بورس پیشنهاد می شود تا سازوکاری را تدوین نماید که در آن، شرکتها وجود یا عدم وجود سهامدار ردیف دوم را روزانه افشاء نماید و همچنین درصد مالکیت سهام این گروه در پایان هر روز معاملاتی منتشر گردد.

نتایج آزمون فرضیه چهارم تحقیق نشان داد که رابطه مستقیمی بین درصد مالکیت سهام توسط سهامدار ردیف دوم با عملکرد شرکتها وجود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش درصد مالکیت سهامدار ردیف دوم نیز عملکرد شرکتها بهبود می یابد. در این راستا، به سهامداران پیشنهاد می شود در مدل های سرمایه گذاری و تصمیم گیری خود به عامل درصد مالکیت سهامدار ردیف دوم به عنوان متغیر کلیدی توجه کنند.

- پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود.
- [۳] بابایی زکلیکی، محمدعلی، احمدوند، ژیلایا، (۱۳۸۷)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران، تحقیقات مالی، شماره ۲۶، ۶۰-۴۱.
- [۴] بنی مهد، بهمن، عربی، مهدی، حسینیور، شیوا، (۱۳۹۵)، اشتباهات رایج در پژوهشهای تجربی حسابداری، دانش حسابداری مالی.
- [۵] جعفری سرشت، داود، (۱۳۸۹)، بررسی ترکیب مطلوب سهامداری در بازار سرمایه، مرکز پژوهش و توسعه مطالعات اسلامی، صص ۱-۴۲۵.
- [۶] خدای پور، احمد، امینی، میثم، زعفرانیه رحمت الله، هوشمند، (۱۳۹۱)، بررسی تاثیر الزامات افشاء معاملات با اشخاص وابسته و عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق و بهادار تهران. اولین کنفرانس بین المللی مدیریت، اقتصاد، حسابداری و علوم تربیتی.
- [۷] مظلومی، نادر، (۱۳۸۲)، رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه دکتری به راهنمایی دکتر حسین رحمان سرشت، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی تهران.
- [۸] میدری، احمد، (۱۳۸۱)، سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصاد ایران، پایان نامه دکتری به راهنمایی دکتر ابوالقاسم مهدوی، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
- [۹] نصیرزاده، فرزانه، صالحی، مهدی، بیگی، بهزاد، (۱۳۹۴)، ویژگی های ساختاری و فرایندی هیأت مدیره و ریسک مالی: تغییر در نقدینگی - تغییر در بحران مالی، نشریه دانش حسابداری، دوره ۶، شماره ۲۲، صص ۸۱-۱۰۵
- [10] Bennedsen, M., Wolfenzon, D., (2000), **The Balance of Power in Closely Held Corporations**, Journal of Financial Economics, 58: 113-139.
- [11] Bhattacharya, P. M., Graham, A., (2009), **Institutional Ownership Structure and Corporate Performance: A Disaggregated View**, Journal of Multinational Financial Management, Vol. 19, PP. 370-394.
- [12] Bloch, F., Hege, U., (2001), **Multiple Shareholders and Control Contest**, Working Paper no. 01A16, GREQAM, Marseille, France.
- [13] Demsetz, H., (1983), **The Structure of Ownership and the Theory of the Firm**, Journal of Law and Economics, 26: 375-390.
- [14] Denis, D.K., McConnell, J.J., (2003), **International Corporate Governance**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38 (1): 1-36.
- [15] Holderness, C.G., Sheehan, D.P., (1988), **The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: an Exploratory Analysis**, Journal of Financial Economics, 20: 317-346
- [16] Isabelle, D., Alexis, G., (2017), **Complex Ownership Structures, Corporate Governance and Firm Performance: The French Context**, Research in International Business and Finance 39 (2017) 291-306.
- [17] Jensen, M., Meckling, W., (1976), **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics, 3: 305-360.
- [18] jiang, p. (2003), **The relationship between ownership structure and firm performance**, nature and science, 2(4).
- [19] Kahn, C., Winton, A., (1998), **Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention**, Journal of Finance, 53: 99-129.
- [20] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A., Vishny, R., (2000), **Investor Protection and Corporate Governance**, Journal of Financial Economics, 58: 3-27.
- [21] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., (1998), **Law and Nance**, Journal of Political Economy 106, 1113-1155.

پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی دار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکتها بود. آنها برای اندازه گیری عملکرد شرکت ها از معیارهای بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و Q توبین بعنوان متغیرهای وابسته تحقیق استفاده کردند. همچنین میزان مالکیت نهادی بعنوان متغیر مستقل تحقیق آنها و متغیرهای اهرم مالی، مخارج سرمایه ای، ریسک بازار و اندازه شرکت بعنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفتند. آنها ۷۸ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۶ مورد بررسی قرار دادند و از یک مدل رگرسیون چندگانه استفاده گردیده است. به طور کلی نتایج تحقیق آنها بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی دار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکتها (بر اساس شاخص های بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و Q توبین) بود. همچنین بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی دارای رابطه معنی دار می باشند، حال آنکه نتایج تحقیق بیانگر نبود ارتباط خطی معنی دار بین سایر متغیرهای کنترل با عملکرد شرکت ها می باشد.

همچنین نتایج این پژوهش در راستای نتایج محمدی و همکاران (۱۳۸۸) می باشد. آنها به بررسی نقش و اثرات جداگانه و همزمان تمرکز و نوع مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. نمونه آماری پژوهش آنها شامل ۷۰ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۱ لغایت ۱۳۸۶ بوده است. در تحقیق آنها برای مطالعه اثر هر یک از عوامل یاد شده فوق بر بازدهی و ارزش شرکت ها از دو روش داده های تلفیقی ایستا و روش داده های تلفیقی پویا استفاده شده است. یافته های پژوهش حاکی از وجود یک رابطه مثبت خطی و معنادار بین دو عامل تمرکز مالکیت و بازدهی شرکت ها و عدم وجود هر گونه رابطه معنادار بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت ها بوده است. از سوی دیگر نتایج مربوط به آزمون اثرات نوع مالکیت نشان می دهد که برخلاف رابطه معکوس بین بازده سهام و نسبت مالکیت دولتی، رابطه بین نسبت مالکیت انفرادی، شرکتی و خصوصی با بازدهی، مستقیم و معنادار است. این در حالی است که متغیر تمرکز مالکیت هم چنان در کلیه مدل ها دارای رابطه خطی مستقیم با بازده سهام بوده است. آزمون رابطه نوع مالکیت با ارزش شرکت نیز به نتایج مشابهی با آنچه در مورد بازدهی عنوان گردید، منجر شد.

## منابع و ماخذ

- [۱] احمدوند، ژیلایا، (۱۳۸۵)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (س).
- [۲] برزویی، الهه، (۱۳۹۲)، تحقیق پیرامون بررسی میزان افشای داوطلبانه و ارتباط آن با برخی مولفه های راهبری شرکتی و ارزیابی کیفیت سود شرکت های

- [22] Okothongore, V., (2011), **The Relationship between Ownership Structure and Firm Performance**, African journal of business management, 5, pp, 220-228.
- [23] Shleifer, A., Vishny, R. W., (1986), **Large Shareholders and Corporate Control**, Journal of Political Economy, 94: 461-488.
- [24] Shleifer, A., Vishny, R. W., (1997), **A Survey of Corporate Governance**, The Journal of Finance, 52(2), 737-783.
- [25] Zwiebel, J., (1995), **Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control**, Review of Economic Studies, 62: 161-185.