

مجله اقتصادی - دوماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی
شماره‌های ۹ و ۱۰، آذر و دی ۱۳۹۱، صفحات ۲۴-۵

بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل دیتا

محمدنبی شهیگی تاش

استادیار دانشکده اقتصاد دانشگاه سیستان و بلوچستان
mohammad_tash@yahoo.com

مهدی کاظمی

دانشیار دانشگاه سیستان و بلوچستان
kazemin@usb.ac.ir

موسی امینی

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی و مالی دانشگاه سیستان و بلوچستان
mahan_amini20@yahoo.com

هدف این تحقیق بررسی رابطه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت بر اساس معیارهای نوین عملکرد ارزش افزوده اقتصادی و Q تویین در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. فرضیه‌های این تحقیق مبتنی بر رابطه بین نوع ساختار مالکیت و عملکرد شرکت است. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های ارزش افزوده اقتصادی و Q تویین استفاده شده است. نمونه آماری شامل ۱۰۳ شرکت طی سال‌های (۱۳۸۵-۱۳۸۹) می‌باشد. تکنیک آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این تحقیق پانل دیتا داده‌های ترکیبی می‌باشد. یافته‌های تحقیق بر اساس هر دو مدل ارزش افزوده اقتصادی و Q تویین نشان می‌دهد که رابطه معنادار و مثبت بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنادار و منفی بین مالکیت حقیقی و عملکرد شرکت وجود دارد. در مورد تمرکز مالکیت که بیانگر درصد سهام بزرگترین سهامدار شرکت می‌باشد رابطه معنادار و مثبت با عملکرد شرکت وجود دارد.

طبقه‌بندی JEL: G0, G3

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت، عملکرد شرکت، ارزش افزوده اقتصادی، Q تویین، پانل دیتا.

۱. مقدمه

تشکیل شرکت با مسئولیت محدود و گشودن مالکیت شرکت برای عموم بر روش اداره شرکت‌ها، تأثیر قابل ملاحظه‌ای می‌گذارد. سیستم بازار به گونه‌ای سازماندهی گردید که مالکان شرکت‌ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کنند. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به عمومیت مسأله نمایندگی می‌گردد.

در این خصوص، تضاد بین حداکثر رساندن منافع به کارگزاران و کارگزاران مفروض است. حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می‌سازد که مدیران در تلاشند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند (قالیباف‌اصل، ۱۳۸۷).

برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت پاسخگویی بنگاه‌های اقتصادی در مقابل عموم و افراد ذینفع می‌بایست نظارت و مراقبت کافی به عمل آید. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود سازوکارهای مناسبی است (قالیباف‌اصل، ۱۳۸۷).

در روابط نمایندگی هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است، بنابراین به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. بنابراین، بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت برای ارزیابی بهتر و دقیق‌تر استفاده‌کنندگان از عملکرد مدیران ضروری به نظر می‌رسد (نمازی، ۱۳۸۷).

هدف اصلی این مطالعه بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها با استفاده از شاخص‌های نوین ارزیابی عملکرد ارزش‌افزوده اقتصادی^۱ و Q توبین در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اهمیت این پژوهش این است که رویکرد تجربی به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌های بورسی بر عملکرد آنها تأثیر دارد (ژی‌یانگ، ۲۰۰۴). یکی از موضوعاتی که در چند دهه اخیر در بازارهای مالی مطرح می‌شود حاکمیت شرکتی است که محققان و صاحب‌نظران بسیاری در رشته‌های مختلف همچون حسابداری، بازرگانی، اقتصاد، حقوق و... از زوایای مختلف آن را مورد بررسی قرار داده‌اند. در واقع، حاکمیت شرکتی طی قرن گذشته با هدف افزایش کارایی و اثربخشی فرایند تخصیص پس‌اندازها به سرمایه‌گذاری‌های پربازده مطرح است (نمازی، ۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی مجموعه مکانیزم‌های کنترلی داخلی و خارجی شرکت است که تعیین می‌کند شرکت چگونه و توسط چه کسانی اداره می‌شود (قالیباف‌اصل، ۱۳۸۷). بر اساس قانون تجارت اغلب کشورها، سهامداران مالک شرکت‌ها هستند (تهرانی، ۱۳۸۷) و در حالت ایده‌آل مدیران به نمایندگی

بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ... ۷

از سوی سهامداران می‌بایست منابع مالی را به صورتی تخصیص دهند که افزایش ثروت آنها را به همراه داشته باشد، اما همگام با بزرگ شدن واحدهای تجاری و رشد اقتصادی کشور عملاً کنترل سهامداران کاهش می‌یابد، زیرا مالکان سهام شرکت بیشتر پراکنده شده‌اند و تنها تعداد اندکی از سهامداران واقعی این امکان را می‌یابند تا در انتخاب اعضای هیئت مدیره و همچنین مدیرعامل شرکت نمایند. البته انگیزه بیشتر سهامداران از سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، به دست آوردن کنترل و اداره آن نیست، بلکه هدف کسب سود است (کدیور، ۱۳۸۵).

رشد و توسعه اقتصادی، افزایش شرکت‌های سهامی و تفکیک مدیریت از مالکیت امروزه مسائل نمایندگی را به یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های سرمایه‌گذاران مبدل ساخته است. در روابط نمایندگی هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است، بنابراین به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد وی را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. در این صورت، سؤال قابل بررسی آن است که آیا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آنها تأثیر دارد (ژی‌یانگ، ۲۰۰۴)؟ یعنی اگر مالکان شرکت را گروه‌های مختلف مانند دولت، مؤسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های دیگر تشکیل دهند عملکرد آنها چگونه خواهد بود؟ و وجود کدامیک از ترکیب‌های متفاوت مالکیت در بهبود عملکرد شرکت مؤثرتر است؟ با دستیابی به این پرسش‌ها به منظور بهبود عملکرد شرکت، سرمایه‌گذاران نیز به منظور دستیابی به پاسخ عملکرد بهینه برای واحدهای اقتصادی به ترکیب مالکان شرکت‌ها توجه خواهند نمود. بنابراین، بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت برای ارزیابی بهتر و دقیق‌تر استفاده‌کنندگان از عملکرد مدیران ضروری به نظر می‌رسد (نمازی، ۱۳۸۷).

قابل ذکر است که در این تحقیق نهاد سرمایه‌گذار افرادی هستند که اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند که شامل دو گروه هستند: الف) سرمایه‌گذاران نهادی (افرادی که سرمایه‌گذاری کلان می‌کنند مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌ها (مانند تأمین اجتماعی) یا سایر شرکت‌ها که سهام دیگر شرکت‌ها را در اختیار دارند. ب) سرمایه‌گذاران حقیقی (افرادی هستند که مبلغ سرمایه‌گذاری‌شان جزء می‌باشد مانند اشخاص حقیقی و سایر شرکت‌های تجاری و صنعتی و ... (حساس‌یگانه، ۱۳۸۸). عوامل بسیاری بر عملکرد شرکت‌ها مؤثرند و تاکنون پژوهش‌های بسیاری برای مشخص نمودن رابطه متغیرهای مالی و حسابداری شرکت‌ها و عملکرد آنها صورت گرفته است، اما به تمرکز مالکیت به‌عنوان یکی از سازوکارهای نظارتی حاکمیتی تأثیرگذار بر عملکرد شرکت‌ها به‌ویژه در ایران کمتر توجه شده است. در این پژوهش، برای سنجش تمرکز مالکیت از درصد بزرگترین سهامدار شرکت استفاده شده است (موسوی و دیگران، ۱۳۸۹).

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. در نگاه کلی، راهبری شرکتی شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند. اعضای هیئت‌مدیره و ترکیب آنان مدیریت شرکت که توسط مدیرعامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفع‌ها که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت دارند (سلمن، ۱۳۸۴).

معیارهای ارزیابی سنتی بر پایه اطلاعات تاریخی قرار دارند. طرفداران این معیارها به مطلوبیت اطلاعات تاریخی اعتقاد دارند و بر این باورند که این اطلاعات بستر تاریخی واحد تجاری را بهتر نشان می‌دهند، چراکه گزارشگری مالی تاریخی با تدارک نوعی یکنواختی در ارائه اطلاعات مالی هنوز هم از جایگاه خاصی برخوردار است و این جایگاه به واسطه ویژگی‌های همچون فرض ثبات واحد پولی، اصل تطابق و اصل تحقق درآمدها و هزینه‌ها حفظ شده است. در ضمن، داده‌های مالی قابلیت اتکاء بیشتری دارند و مهم‌ترین این شاخص‌ها عبارتند از سود خالص، EPS، ROE، P/E و تقسیم سود (عباس‌زادگان، ۱۳۸۵). توسعه بازارهای سرمایه نقش معیارهای ارزیابی عملکرد را در انعکاس عملکرد شرکت‌ها پررنگ ساخته است. شاخص‌های متنوعی در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها مطرح هستند که به برخی از آنها تحت عنوان شاخص‌های سنجش عملکرد سنتی اشاره شد، اما طبق آنچه در نوشته‌های مختلف آمده است این معیارها برای کمک به تصمیم‌گیری در شرایط فعلی کافی نیست که سرعت تغییرات زیاد است و رقابت بسیار نزدیک بین بنگاه‌های اقتصادی وجود دارد. ضمن اینکه همانند گذشته سهامداران منتظر کسب بازده توسط مدیران نمی‌شوند، بلکه از مدیران می‌خواهند تدابیری بیندیشند تا ارزش سرمایه‌گذاری آنها حداکثر شود. از این‌رو، شاخص‌های مالی نمی‌توانند عملکرد شرکت‌ها را به گونه‌ای مطلوب نشان دهند. مهم‌ترین و متداول‌ترین شاخص‌های غیرمالی مبتنی بر ارزش عبارتند از ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، تحلیل ارزش برای سهامداران (SVA)، ارزش افزوده بازار (MVA) و ارزش افزوده نقدی (CVA) (ظریف‌فرد و ناظمی، ۱۳۸۲).

ارزش افزوده اقتصادی: اقتصاددانان معتقدند برای آنکه شرکتی ایجاد ارزش نمایند و ثروت خود را افزایش دهند می‌بایست بازدهی آنها بیشتر از هزینه‌های بدهی و حقوق صاحبان سهام آن

باشد. در این راستا، در دهه ۱۹۹۰ مؤسسه استرن استوارت بجای سود علامت تجاری با نام ارزش افزوده اقتصادی ابداع نمود و این معیار را جایگزین سود و جریان‌های نقدی عملیاتی کرد و آن را یک معیار داخلی و خارجی بررسی عملکرد معرفی کرد. معیار ارزش افزوده اقتصادی هزینه فرصت تمام منابع بکار رفته در شرکت را مدنظر قرار می‌دهد. اگر سود خالص شرکتی برابر با هزینه فرصت سرمایه بکار گرفته شده باشد شرکت هیچ ارزشی ایجاد نکرده است، حتی اگر مبلغ سود خالص در سطح بالایی باشد سهامداران با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دیگر با ریسک مشابه و بازدهی معادل هزینه فرصت سرمایه بکار گرفته شده در شرکت نیز بالاتر باشد ارزش سهم شرکت افزایش یافته و به تبع آن ثروت سهامداران افزایش می‌یابد (زولهنر، ۲۰۰۳).

Q توین: برای محاسبه Q توین از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی استفاده می‌شود یعنی ارزش سهام عادی در پایان سال به اضافه ارزش بازار سهام ممتاز در پایان سال به اضافه ارزش دفتری بدهی جاری و غیرجاری در پایان سال تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها (ملکیان و اصغری، ۱۳۸۵). ساختار مالکیت به‌عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی مطرح می‌شود و به‌صورت‌های مالکیت نهادی بودن، مالکیت حقیقی بودن، مالکیت تمرکز، مالکیت پراکندگی و مالکیت درونی بودن بررسی شده است. در این تحقیق ساختار مالکیت را به‌صورت‌های نهادی بودن، حقیقی بودن و تمرکز مالکیت بررسی نموده‌ایم.

تامسون و پیترسون (۲۰۰۰) در تحقیقی تحت عنوان "ترکیب سهامداری نهادی و عملکرد اقتصادی در شرکت‌های اروپایی" دریافتند که رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت متمرکز و عملکرد اقتصادی وجود دارد. هرچند این رابطه غیرخطی بوده و تمرکز مالکیت بیش از حد خاصی آثار معکوس و منفی بر عملکرد شرکت دارد. آنها اعلام کردند علاوه بر رابطه نمایندگی بین مدیریت و مالکیت ترکیب سهامداران در ساختار مالکیت نیز عامل مهمی است که نباید نادیده گرفته شود. ترکیب سهامداری عامل مؤثری بر عملکرد شرکت می‌باشد، زیرا منعکس‌کننده اتخاذ راهبردهای سودآوری متفاوت می‌باشد. همچنین به این نتیجه دست یافتند که برخلاف مالکیت متمرکز در شرایط وجود مالکیت توزیع‌شده سهامداران دیگر نمی‌توانند در سیاستگذاری شرکت حضور داشته باشند و این ضعف سازوکارهای مرتبط با حاکمیت شرکتی است که می‌تواند منجر به کاهش عملکرد مطلوب گردد.

دمستر و ویلاونگا (۲۰۰۱) در پژوهشی تحت عنوان "ساختار مالکیت و عملکرد شرکت" به بررسی این دو در نمونه‌ای مشتمل بر ۲۳۳ شرکت پرداختند. دمستر و ویلاونگا در پژوهش فعلی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت پرداختند. با این فرض که مالکیت به‌صورت

چندبعدی باشد و همچنین به‌عنوان متغیری درون‌زا در نظر گرفته شود. آنها هیچ رابطه آماری معناداری بین ساختار مالکیت و عملکرد مشاهده نکردند. بر اساس گفته این محققین، نتایج این تحقیق با این دیدگاه که مالکیت پراکنده اگرچه ممکن است موجب تشدید مشکلات نمایندگی شود، اما فواید و مزایایی دارد که مشکلات بسیاری را حل می‌کند، سازگار است.

ژی‌یانگ (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 می‌باشد. نسبت‌های حسابداری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت مانند و پیشینه‌های قبلی شامل ROE, ROA, Q Tobin که عبارت است از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر هزینه جایگزینی کل دارایی‌هاست و از آن به‌عنوان یک شاخص عمده عملکرد شرکت استفاده شد. سهام به سهم داخلی (سهم الف) و سهم خارجی (سهم ب) طبقه‌بندی شده‌اند و چهار دسته بندی برای سهام الف وجود دارد: سهم دولت، سهام شخص حقوقی، سهم کارمند و سهم قابل معامله، سهم الف بیشتر به‌صورت شخصی نگهداری می‌شود. سهام دولتی سهامی است که توسط دولت مرکزی، دولت محلی یا صرفاً دولتی سرمایه‌گذاری می‌شود.

کنالس و گنورک (۲۰۰۸) در تحقیقی تحت عنوان "حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت (مبتنی بر شرکت‌های یونانی)" به تبیین شاخصی برای حاکمیت شرکتی با توجه به تحقیقات قبلی و شرایط خاص اقتصادی کشور یونان پرداختند. آنها در تحقیق خود شرکت را از منظر حاکمیت شرکتی به ۳ دسته تقسیم کردند: شرکت‌هایی که دموکراسی مناسبی در اتخاذ تصمیم‌گیری برخوردارند، شرکت‌هایی که تا حدودی دموکراسی در آنها رعایت می‌شود و شرکت‌هایی که فاقد دموکراسی در فرایند تصمیم‌گیری هستند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که شرکت‌های با دموکراسی بیشتر از عملکرد بهتری برخوردار بوده‌اند. تعداد شرکت‌های مورد تحقیق ۳۱۴ شرکت و در یک بازه زمانی دو ساله بوده است.

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 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 رأی‌گیری 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 سرمایه‌گذاران نهادی دست یافتند.

اون‌گور (۲۰۱۱) در تحقیق خود در شرکت‌های کشور آفریقایی کنیا تحت عنوان "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت" 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.

ابراهیمی کردلر و دیگران (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های (۱۳۸۵-۱۳۷۷) پرداختند. برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از سه شاخص کیو تاینز، بازده دارایی‌ها و حاشیه سود خالص استفاده گردیده است. یافته‌های پژوهش عموماً بیانگر وجود رابطه مثبت معناداری بین هر دو نوع مالکیت نهادی (اعم از فعال و منفعل) با عملکرد شرکت بوده است.

موسوی و دیگران (۱۳۸۹) به بررسی ارزیابی تأثیر ساز و کار نظارتی راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار اوراق بهادار تهران پرداختند. فرضیه تحقیق این است که رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. برای آزمون فرضیه‌ها از همبستگی استفاده شده است. در این تحقیق، تمرکز مالکیت متغیر مستقل و عملکرد شرکت (نسبت‌های ROE, ROA, P/B) متغیر وابسته هستند. نمونه آماری تحقیق شامل ۵۶ شرکت طی سال‌های (۱۳۸۶-۱۳۸۴) می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد بین تمرکز مالکیت و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه معناداری وجود دارد، اما وجود رابطه بین تمرکز مالکیت با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام تأیید نگردید.

نمازی و دیگران (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. دوره زمانی مورد مطالعه سال‌های (۱۳۸۵-۱۳۸۳) و نمونه انتخابی شامل ۷۲ شرکت است. در این تحقیق، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش با استفاده از روش حداقل مربعات جزئی مربوط به رگرسیون جزئی حاکی از این است که بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد. تجزیه و تحلیل بیشتر این یافته‌ها نشان‌دهنده رابطه مثبت معنادار بین عملکرد و مالکیت نهادی است.

صادقی شریف و بهادری (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا پایان سال ۱۳۸۷ می‌باشد. نتایج

تحقیق نشان داد که میزان مالکیت بزرگترین سهامدار و همچنین میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر بر روی نسبت پرداخت سود شرکت تأثیر مثبت دارد یعنی شرکت‌هایی با چنین ساختارهای مالکیتی نسبت به شرکت‌هایی که مالکیت آنها پراکندگی بیشتری دارد، نسبت پرداخت سود بیشتری دارند و تمرکز در مالکیت باعث افزایش پرداخت سود بیشتر می‌شود. تأثیر نهادی بودن سهامداران بر نسبت پرداخت سود تأیید گردید؛ یعنی هر قدر مالکیت سهامداران نهادی در یک شرکت بیشتر باشد باعث می‌شود که نسبت پرداخت سود آن طی زمان افزایش یابد. از سویی، هر چه مالکیت سهامداران حقیقی در یک شرکت بیشتر باشد باعث می‌شود که نسبت پرداخت سود آن کاهش یابد.

صادقی شریف و پنجه‌شاهی (۱۳۸۷) به بررسی تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. قلمرو مکانی این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی این تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا پایان سال ۱۳۸۵ را دربرداشت. نتایج این تحقیق به‌طور کامل فرض غیرخطی بودن تأثیر ترکیب سهامداران بر بازده را رد نمی‌کند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد شرکت‌هایی که درصد کمتری از سهام آنها در اختیار بزرگترین سهامدار آنهاست (ترکیب سهامداران آنها پراکنده‌تر است) برای سرمایه‌گذاری گزینه‌های مناسب‌تری هستند. شرکت‌هایی که درصد بیشتری از سهام آنها در اختیار سهامداران حقوقی است برای سرمایه‌گذاری گزینه‌های مناسب‌تری هستند. تأثیر میزان مالکیت سهامداران حقیقی و میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره یک شرکت بر بازده آن تأیید نشد.

حساس‌یگانه و دیگران (۱۳۸۷) در پژوهش خود تحت عنوان "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت" به گردآوری شواهدی در ارتباط با نقش سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت به گردآوری شواهدی در ارتباط با نقش سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تأثیر دارد، مبادرت ورزیدند. در این تحقیق، نگرش مختلف یعنی (فرضیه کارآمد و فرضیه همگرایی منابع) در مورد سرمایه‌گذاران نهادی مورد آزمون قرار گرفت. برای آزمون ارتباط بین ارزش شرکت و مالکیت نهادی از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به‌طور کلی، نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت بوده و مؤید نظارت کارآمد است. با این وجود، نتایج تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معناداری بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت بوده و فرضیه همگرایی منافع را تأیید نمی‌کند.

۳. روش تحقیق

تحقیق حاضر درصدد بررسی این پرسش است که آیا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آنها تأثیر دارد؟ بنابراین این تحقیق کاربردی است طرح تحقیق آن از نوع نیمه‌تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است.

فرضیه‌های اصلی

- میان میزان مالکیت سهامداران نهادی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.
- میان میزان مالکیت سهامداران حقیقی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و منفی وجود دارد.
- میان میزان تمرکز مالکیت سهامداران با عملکرد شرکت رابطه معنادار مثبت وجود دارد.

فرضیه‌های فرعی تحقیق:

- میان میزان مالکیت سهامداران نهادی با عملکرد شرکت بر اساس مدل Q توپین رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.
- میان میزان مالکیت سهامداران حقیقی با عملکرد شرکت بر اساس مدل Q توپین رابطه معنادار و منفی وجود دارد.
- میان میزان تمرکز مالکیت سهامداران با عملکرد شرکت بر اساس مدل Q توپین رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.
- میان میزان مالکیت سهامداران نهادی با عملکرد شرکت بر اساس مدل ارزش‌افزوده اقتصادی رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.
- میان میزان مالکیت سهامداران حقیقی با عملکرد شرکت بر اساس مدل ارزش‌افزوده اقتصادی رابطه معنادار و منفی وجود دارد.
- میان میزان تمرکز مالکیت سهامداران با عملکرد شرکت بر اساس مدل ارزش‌افزوده اقتصادی رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.

۴. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شامل تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بجز شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ طی دوره زمانی (۱۳۸۹-۱۳۸۵) به‌عنوان جامعه آماری می‌باشد. دلیل نادیده گرفتن و حذف شرکت‌های سرمایه‌گذاری این است که ارزش سهام این

شرکت‌ها وابسته به ارزش سهام موجود در سبد آنهاست و عملکرد این شرکت‌ها بیش از اینکه تحت تأثیر مدیران و سهامداران باشد از شرایط بازار و وضعیت شرکت‌های سرمایه‌پذیر تأثیر می‌پذیرد. روش نمونه‌گیری در این تحقیق از نوع غربالی می‌باشد و به منظور غربال جامعه، نمونه‌گیری شامل شرکت‌هایی است که تمام شرایط زیر را دارا باشند:

- پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفندماه باشد.
 - جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا هلدینگ نباشند.
 - طی دوره مورد بررسی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشند.
 - اطلاعات مالی آنها قابل دسترس باشد.
- پس از لحاظ کردن غربال‌های فوق ۱۰۳ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شدند که به بررسی و آزمون موضوع پژوهش با استفاده از اطلاعات این شرکت‌ها پرداختیم.

۵. روش گردآوری داده‌ها

در این مقاله، برای گردآوری اطلاعات مربوط به چارچوب نظری و پیشینه آن از سایت‌ها و پایگاه‌های اینترنتی فارسی و لاتین، مقالات لاتین و نیز پایان‌نامه‌ها و کتب فارسی استفاده به عمل آمده است. به منظور گردآوری داده‌ها و اطلاعات مرتبط با متغیرهای تحقیق از پایگاه‌های اطلاعاتی بورس اوراق‌بها دار استفاده شده است. اطلاعات مربوط به متغیرهای مستقل از گزارش‌های هیئت مدیره به مجمع عمومی عادی و گزارش‌های حسابرس مستقل و بازرس قانونی استخراج شده و داده‌های مرتبط به متغیرهای وابسته و متغیرهای کنترل از نرم‌افزارهای بورسی از قبیل ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز سازمان بورس گردآوری شده است.

۶. تجزیه و تحلیل داده‌ها

پس از آنکه داده‌ها از نمونه‌های جامعه آماری جمع‌آوری شد، مرحله بعد آن است که داده‌ها جهت آزمون فرضیه‌ها تحلیل شود. فرایند تجزیه و تحلیل داده‌ها یک فرایند چندمرحله‌ای است که طی آن داده‌های جمع‌آوری شده خلاصه، کدبندی، بسته‌بندی و در نهایت پردازش می‌شوند تا زمینه اجرای تحلیل‌ها و انجام آزمون فراهم گردد. در این بخش با توجه به حجم وسیع داده‌ها و ضرورت پردازش آنها برای برآورد آمارهای توصیفی و پارامترهای مدل تحقیق و تجزیه و تحلیل و استنباط آماری از نرم‌افزارهای Excel و Eviews استفاده شده است. به این منظور، برای پردازش، بسته‌بندی و آماده نمودن متغیرها (ترکیب سهامداران، عملکرد شرکت، اندازه شرکت و ضریب بتا) و ورود به

بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ... ۱۵

نرم افزارهای Eviews از نرم افزار تخصصی Excel استفاده شده است و در نهایت برای برآورد مدل تحقیق از نرم افزار Eviews استفاده گردیده است. در این مقاله، با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل آماری موجود از روش پانل دیتا داده‌های ترکیبی استفاده شد، زیرا به منظور بررسی رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی (۱۳۸۵-۱۳۸۹) آزمون می‌شوند. برای تعیین رگرسیون از رابطه زیر استفاده گردید:

در این مقاله، از طریق معادله زیر رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته تبیین شده است. شایان ذکر است که متغیرهای اندازه شرکت و ضریب ریسک سیستماتیک (بتا) به عنوان متغیر کنترل وارد مدل شده‌اند. در واقع، هدف ما در این پژوهش بررسی میزان جهت تأثیر ساختار مالکیتی بر عملکرد شرکت در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران با کنترل متغیرهای فوق ذکر شده است.

$$Qtobin_{it} = \alpha_0 + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 BIGEST_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 \beta_{it} + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$EVA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 BIGEST_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 \beta_{it} + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$Qtobin_{it}$: مجموع بدهی‌ها + ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر مجموع دارایی‌ها شرکت i در زمان t

EVA_{it} : ارزش افزوده اقتصادی شرکت i در زمان t

$INST$: برابر درصد مالکیت سهامداران نهادی شرکت i در زمان t

$BIGEST$: برابر درصد مالکیت بزرگترین سهامدار شرکت i در زمان t

$SIZE$: اندازه شرکت i در زمان t

β : ضریب ریسک سیستماتیک شرکت i در زمان t

ε : خطا

ارزش افزوده اقتصادی (EVA): یک معیار ارزیابی عملکرد داخلی و معرف سود اقتصادی

است و به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC \quad (3)$$

$ROIC$: برابر با بازده سرمایه‌گذاری شده است. این عدد از تقسیم سود عملیاتی پس از کسر مالیات

بر سرمایه‌گذاری (IC) حاصل می‌شود.

WACC: میانگین موزون هزینه سرمایه با توجه به فرمول زیر است:

$$WACC: (W_e \times k_e) + (w_s \times k_s) + (w_d \times k_d) \quad (۴)$$

میانگین هزینه سرمایه از دو جزء اصلی نرخ هزینه منابع (k_i) و وزن منابع (w_i) تشکیل شده است (اکوولا و آرت، ۲۰۰۰).

۷. یافته‌های تحقیق

به منظور بررسی هر فرضیه، هر یک از فرضیه‌ها بر اساس متغیرهای وابسته ارزش افزوده اقتصادی و Q توین که برای ارزیابی عملکرد بکار رفته‌اند، تعریف و تخمین زده شد. سپس، با توجه به نتایج به دست آمده از مدل هر فرضیه به گونه جداگانه بررسی گردید و در نهایت نتیجه کلی برای هر فرضیه بیان شد.

۸. آزمون تشخیص مدل

برای گزینش اینکه کدام یک از مدل‌های pool یا پانل برای آزمون فرضیه‌های پژوهش و تخمین مدل مناسب‌ترند از آزمون F لیمر استفاده می‌گردد (عباسی نژاد، ۱۳۸۰).

$$F_0 = \frac{(RRSS - URSS)/(N - 1)}{URSS/(NT - N - K)} \stackrel{H_0}{\sim} F_{N-1, N(T-1)-K} \quad (۵)$$

جدول ۱. نتایج حاصل از آزمون F مدل اول

$F_{N-1, N(T-1)-K}$	K	T	N	URSS	RRSS
۴/۹۶۵۸۲۲	۵	۵	۱۰۳	۴۱۸/۷۹۵۲	۹۳۹/۹۸۸۲

مأخذ: نتایج تحقیق.

با توجه به اینکه $F_{N-1, N(T-1)-K}$ کوچکتر از F_0 جدول می‌باشد، مدل پانل برای برآورد مدل اول انتخاب گردید.

جدول ۲. نتایج حاصل از آزمون F مدل دوم

$F_{N-1, N(T-1)-K}$	K	T	N	URSS	RRSS
۱/۳۲۴۲۷۹	۵	۵	۱/۳	۳۶۹۱/۶۹۵	۲۷۷۱/۷۸۶

مأخذ: نتایج تحقیق.

بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ... ۱۷

با توجه به اینکه $F_{N-1, N(T-1)-K}$ کوچکتر از F_0 جدول است. مدل پانل برای برآورد مدل دوم انتخاب گردید.

۸-۱. انتخاب اثرات ثابت یا تصادفی در برآورد مدل پانل

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 مبدأهای 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 مبدأها را جمله‌ای ثابت و مخصوص هر فرد یا مقطع در مدل رگرسیونی فرض می‌کند. مدل اثر تصادفی فرض می‌کند عرض از مبدأ جمله‌ای 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 (اشرف‌زاده و مهرگان، ۱۳۸۷). برای گزینش بین اثرات ثابت و تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است که نتایج حاصل از آن در جدول (۳) آورده شده است.

جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون هاسمن مدل اول

آماره χ^2	درجه آزادی	معناداری
۱/۲۲۵۱	۵	۱/۶۱۵۰۹۸

مأخذ: نتایج تحقیق.

با توجه به اینکه Prob بیشتر از ۰/۰۵ است فرضیه H_0 رد می‌شود و مدل اثر تصادفی با اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

جدول ۴. نتایج حاصل از آزمون هاسمن مدل دوم

آماره χ^2	درجه آزادی	معناداری
۰/۸۶۰۰۹۶	۵	۰/۹۷۳۰

مأخذ: نتایج تحقیق.

با توجه به اینکه Prob بیشتر از ۰/۰۵ است فرضیه H_0 و مدل اثر تصادفی با اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

۹. برآورد مدل

پس از انجام آزمون‌های F لیمر و هاسمن و انتخاب مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل نتایج حاصل از برآورد مدل در جداول (۴) و (۵) ارائه شده است. همانطور که در جدول (۳) مشاهده می‌شود، نتایج حاصل از آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون بیانگر این است که با توجه به مقدار و سطح معناداری آماره F به دست آمده فرضیه H_0 که همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است رد می‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که کل مدل معنادار می‌باشد. در این مدل، ضریب تعیین (R^2) ۶۴/۲۷۷۶ درصد است. ضریب تعیین معیاری است که رابطه میان متغیر مستقل و وابسته را تشریح می‌کند. در واقع، مقدار این ضریب تعیین می‌کند که چند درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیر مستقل توضیح داده می‌شود. از این رو، می‌توان گفت که ۶۴/۲۷۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است.

جدول ۵. نتایج حاصل از برآورد مدل اول (متغیر وابسته Q توبین)

معناداری	آماره t	ضریب	نام متغیر
۰/۰۰۰۰	۲۴/۶۳۹۰۷	۰/۰۱۷۶۲۰	INST
۰/۰۰۳۰	۲/۹۷۷۶۰۱	۰/۶۲۴۶۳۱	BIGEST
	۰/۰۰۲۷	-۳/۰۱۳۸۷۶-۰/۱۳۶۳۵۵	SIZE
۰/۰۰۰۰	۶/۵۵۵۳۰۹	۰/۰۶۷۲۸۵	BETA
۰/۰۰۰۰	۴/۹۷۰۶۵۰	۲/۹۸۰۴۹۰	مقدار ثابت
		۰/۶۴۲۷۷۶	ضریب تعیین
		۰/۳۶۹۹۳۶	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰۰	معناداری آماره F	۲۲۶/۲۷۰۵	آماره F

$$Q_{tobin_{it}} = 2/980490 + 0/017620INST_{it} + 0/624631BIGEST_{it} - 0/136355SIZE_{it} + 0/067285\beta_{it} + \varepsilon_1$$

مأخذ: نتایج تحقیق.

همانطور که در جدول (۶) مشاهده می‌شود، نتایج حاصل از آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون بیانگر این است که با توجه به مقدار و سطح معناداری آماره F به دست آمده فرضیه H_0 که همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است رد می‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که کل مدل معنادار است. در این مدل ضریب تعیین R^2 ، ۷۸/۹۰۰۵ درصد است. ضریب تعیین معیاری است که رابطه میان متغیر مستقل و وابسته را تشریح می‌کند. در واقع، مقدار این ضریب تعیین می‌کند که چند درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح داده می‌شود. از این رو، می‌توان گفت که ۷۸/۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است.

جدول ۶. نتایج حاصل از برآورد مدل دوم (متغیر وابسته ارزش افزوده اقتصادی)

نام متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
INST	۰/۰۲۶۷۹۶	۳۲/۴۷۵۳۹	۰/۰۰۰۰
BIGEST	۲/۳۵۴۱۵۷	۳/۹۴۷۶۱۸	۰/۰۰۰۱
SIZE	-۰/۲۴۸۶۳۰	-۴/۰۵۷۸۳۱	۰/۰۰۰۱
BETA	۰/۲۵۵۴۴۹	۳۰/۷۰۷۵۱	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	۲/۴۳۲۳۷۱	۲/۹۳۶۷۲۵	۰/۰۰۳۵
ضریب تعیین	۰/۷۸۹۰۰۵		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۸۷۳۲۸		
آماره F	۴۷۰/۲۳۶۸	معناداری آماره F	۰/۰۰۰

$$EVA_{it} = 2/43371 + 0/026796INST_{it} + 2/354157BIGEST_{it} - 0/248630SIZE_{it} + 0/255449 \beta_{it} + \varepsilon_2$$

مأخذ: نتایج تحقیق.

۱۰. نتایج حاصل از آزمون فرضیات

فرضیه‌های فرعی اول و دوم: میان میزان مالکیت سهامداران نهادی و حقیقی با عملکرد شرکت بر اساس مدل Q توبین رابطه معنادار وجود دارد. همانطور که در جدول (۵) مشاهده می‌شود، مثبت بودن ضریب متغیر مالکیت سهامداران نهادی بیانگر ارتباط مثبت این متغیر با Q توبین می‌باشد، که با توجه به مقدار احتمال ($P\text{-value} < 0/05$) محاسبه شده این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر عدم وجود رابطه معنادار بین مالکیت سهامداران نهادی و Q توبین رد می‌شود. به عبارت دیگر، فرضیه پژوهش تأیید شده و یک رابطه مثبت و معناداری بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و Q توبین وجود دارد. نتایج نشان می‌دهد هر چه درصد مالکیت سهامداران نهادی بیشتر باشد شرکت‌ها عملکرد بهتری داشته‌اند و بالعکس هر چه درصد سهامداران حقیقی بیشتر باشد شرکت‌ها عملکرد ضعیف‌تری داشته‌اند.

فرضیه فرعی سوم: میان میزان تمرکز مالکیت سهامداران با عملکرد شرکت بر اساس مدل Q توبین رابطه معنادار و مثبت وجود دارد. همانطور که در جدول (۵) مشاهده می‌شود، مثبت بودن ضریب متغیر تمرکز مالکیت سهامداران بیانگر ارتباط مثبت این متغیر با Q توبین می‌باشد که با توجه به مقدار احتمال ($p\text{-value} < 0/05$) محاسبه شده این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. بنابراین، فرضیه H_0 مبنی بر عدم وجود رابطه معنادار بین مالکیت سهامداران نهادی و Q توبین رد می‌شود. به عبارت دیگر، فرضیه پژوهش تأیید شده و یک رابطه مثبت و معناداری بین میزان تمرکز مالکیت سهامداران

و Q توپین وجود دارد. به عبارتی، تمرکز مالیکت در دست یک سهامدار عملکرد بهتری را برای شرکت در پی خواهد داشت.

۱۱. آزمون متغیرهای کنترلی

نتایج حاصل از تأثیر متغیرهای کنترلی بر Q توپین در جدول (۵) ارائه شده است. ضریب منفی متغیر اندازه شرکت بیانگر رابطه منفی بین این متغیر و Q توپین است که با توجه به احتمال ($p\text{-value} < 0/05$) محاسبه شده این رابطه از لحاظ آماری معنادار می‌باشد.

ضریب مثبت متغیر ریسک سیستماتیک (بتا) بیانگر وجود رابطه مثبت بین این متغیر و Q توپین است که با توجه به احتمال ($p\text{-value} < 0/05$) محاسبه شده این رابطه از لحاظ آماری معنادار می‌باشد. فرضیه‌های فرعی چهارم و پنجم: میان میزان مالیکت سهامداران نهادی و حقیقی با عملکرد شرکت بر اساس مدل ارزش افزوده اقتصادی رابطه معنادار وجود دارد. همانطور که در جدول (۶) مشاهده می‌شود، مثبت بودن ضریب متغیر مالیکت سهامداران نهادی بیانگر ارتباط مثبت این متغیر با ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد که با توجه به مقدار احتمال ($p\text{-value} < 0/05$) محاسبه شده این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. بنابراین، فرضیه H_0 مبنی بر عدم وجود رابطه معنادار بین مالیکت سهامداران نهادی و ارزش افزوده اقتصادی رد می‌شود. به عبارت دیگر، فرضیه پژوهش تأیید شده و یک رابطه مثبت و معناداری بین میزان مالیکت سهامداران نهادی و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. نتایج نشان می‌دهد هر چه درصد مالیکت سهامداران نهادی بیشتر باشد شرکت‌ها عملکرد بهتری داشته‌اند و بالعکس هر چه درصد سهامداران حقیقی بیشتر باشد شرکت‌ها عملکرد ضعیف‌تری خواهند داشت.

فرضیه فرعی ششم: میان میزان تمرکز مالیکت سهامداران با عملکرد شرکت بر اساس مدل ارزش افزوده اقتصادی رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد. همانطور که در جدول (۶) مشاهده می‌شود، مثبت بودن ضریب متغیر تمرکز مالیکت سهامداران بیانگر ارتباط مثبت این متغیر با ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد که با توجه به مقدار احتمال ($p\text{-value} < 0/05$) محاسبه شده این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. بنابراین، فرضیه H_0 مبنی بر عدم وجود رابطه معنادار بین تمرکز مالیکت سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی رد می‌شود. به عبارت دیگر، فرضیه پژوهش تأیید شده و یک رابطه مثبت و معنادار بین میزان تمرکز مالیکت سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. بررسی فرضیه‌های اصلی اول، دوم و سوم: فرضیه اول این پژوهش که در خصوص رابطه میزان مالیکت نهادی با عملکرد شرکت است، بر اساس جداول (۳) و (۴) تأیید شد. در پژوهش

صادقی شریف و پنجه‌شاهی (۱۳۸۷) تأثیر مالکیت نهادی بر بازدهی تأیید شد. همچنین، در پژوهش آنها فرضیه تأثیر نهادی بودن مالکیت بر نسبت پرداخت سود مورد تأیید واقع شد. یافته‌های پژوهش نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت می‌باشد. البته حساس‌یگانه، مرادی و اسکندر (۱۳۸۷) به گردآوری شواهدی در ارتباط با نقش سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تأثیر دارد یا خیر پرداختند که نتایج محققان بیانگر عدم وجود ارتباط معنادار بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت می‌باشد. در فرضیه دوم، رابطه بین مالکیت سهامداران حقیقی و عملکرد شرکت منفی است. تامسن و پیترسون (۲۰۰۰) در خصوص مالکیت توزیع شده بیان داشتند که سهامداران دیگر نمی‌توانند در سیاستگذاری شرکت حضور داشته باشند و این می‌تواند منجر به کاهش عملکرد مطلوب شود. در پژوهش صادقی شریف و پنجه‌شاهی (۱۳۸۷) رابطه میزان مالکیت حقیقی با بازدهی تأیید نشد و آنها تأثیر منفی میزان مالکیت سهامداران حقیقی بر نسبت پرداخت سود را تأیید نمودند.

در فرضیه سوم، رابطه بین تمرکز مالکیت سهامداران و عملکرد شرکت مثبت است. مورک، شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) بیان می‌دارند که سهامداران بزرگ منافع خود را دارند که برخی اوقات با منافع دیگر سهامداران سازگار نیست. شاید بتوان دلیل عملکرد شرکت‌ها با ساختار مالکیت متمرکز را در همین عامل یافت. همانطور که مشاهده شد، تمرکز مالکیت (بزرگترین سهامداران) بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت دارد و هر چه در ساختار مالکیت شرکت، میزان مالکیت بزرگترین سهامدار افزایش یابد عملکرد آن نیز افزایش خواهد یافت. تامسون و پیترسون (۲۰۰۰)، نیز رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت متمرکز و عملکرد اقتصادی به‌عنوان متغیر وابسته یافتند. همچنین، صادقی شریف و پنجه‌شاهی (۱۳۸۷) دریافتند که میزان مالکیت بزرگترین سهامدار بر روی بازدهی سهام شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. همچنین، در کار دیگری که صادقی شریف و بهادری (۱۳۸۸) در خصوص تأثیر ساختار مالکیت بر نسبت پرداخت سود انجام دادند مشخص شد که میزان مالکیت بزرگترین سهامدار بر نسبت پرداخت سود تأثیر مثبت دارد.

منابع

- ابراهیمی کردلر، علی و محمدجواد اعرابی (۱۳۸۹)، "تمرکز مالکیت و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره دوم، سال دوم، صص ۹۵-۱۱۰.
- اشرف‌زاده، حمیدرضا و نادر مهرگان (۱۳۸۷)، *اقتصادسنجی پانل دیتا*، تهران: نشر مؤسسه تحقیقات تعاون دانشگاه تهران.
- تهرانی (۱۳۸۷)، *مدیریت مالی*، تهران: انتشارات نگاه دانش.
- حساس‌یگانه، یحیی، اسکندر، هدی و محمد مرادی (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، صص ۱۸۷-۱۲۲.
- سلمن آریس و جیل آسدموس (۱۳۸۴)، *نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی*، ترجمه یحیی حساس‌یگانه و امیر پوریا نسب، *ماهنامه حسابداری*، سال ۱۹، شماره ۴.
- صادقی شریف، سیدجلال و محمد کفایش‌پنجه‌شاهی (۱۳۸۸)، "تأثیر ترکیب سهامداری بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۶، شماره ۵۵، صص ۴۵-۵۵.
- صادقی شریف، سیدجلال (۱۳۸۸)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *نشریه تحقیقات مالی*، دوره ۱۱، شماره ۲۷، صص ۶۱-۶۰.
- ظریف‌فرد، احمد و احمد ناظمی (۱۳۸۲)، "بررسی نقش سود حسابداری و جریان نقدی در سنجش عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳۷.
- عارفی، اصغر (۱۳۸۹)، *ارزش‌افزوده اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۹، صص ۶۲-۴۷.
- عباس‌زادگان، سیدمحمد (۱۳۸۵)، *مدیریت عملکرد مالی*، تهران: ناشر شرکت‌های سهامی.
- عباسی‌نژاد، حسین (۱۳۸۰)، *اقتصادسنجی (مبانی و روش‌ها)*، چاپ اول، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- قالیباف‌اصل، حسن و فاطمه رضایی (۱۳۸۶)، "بررسی تأثیر ترکیب هیأت‌مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات مالی*، دوره ۹، شماره ۲۳، صص ۴۸-۳۳.
- موسوی، زهرا، "ارزیابی تأثیر سازوکار نظارتی راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، سال دوم، شماره ۶، صص ۱۴۱-۱۵۵.
- نمازی، محمد، حلاج، محمد و شهلا ابراهیمی (۱۳۸۸)، "تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۶، شماره ۵۸، صص ۱۳۸-۱۳۰.

Bhattacharya, P. & M. A. Graham (2009), "Institutional Ownership Structure and Corporate Performance: A Disaggregated View", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 19, PP. 370-394.

Demsetz, H. & B. Villalonga (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, PP. 209-233.

Jiang, P. (2004), "The Relationship between Ownership Structure and Firm Performance", *Nature and Science*, Vol. 2, No. 4.

Kanellos, T. S. & K. George (2008), "Corporate Governance and Firms", Available at SSRN.

Kudla, R. J. & D. A. Arendt (2000), "Making EVA Work", *AFP Exchange*, Vol. 20, No. 4.

- Okothongore, V. (2011), "The Relationship between Ownership Structure and Firm Performance", *African Journal of Business Management*, Vol. 5, PP. 220-228.
- Shleifer, A. & R. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, PP. 88-142.
- Thomsen, S. & T. Pedersen (2000), "Ownership Structure and Performance in the Largest European Companies", *Journal of Strategic Management*, Vol. 21, PP. 689-705.
- Zulehner, C. & et al (2003), "The Effects of Mergers an International Comparison", *International Journal of Industrial Organization*, PP. 625-657.

