

ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)

علی سعیدی¹ / امیر شیرینی قهی²

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این تحقیق ساختار مالکیتی به عنوان متغیر مستقل و نسبت کیوتوبین (معیار عملکرد مالی شرکت‌ها) به عنوان متغیر وابسته و معیار اندازه‌گیری عملکرد در نظر گرفته شده است. قلمرو مکانی تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی از ابتدای سال 1383 لغایت 1387 می‌باشد که در مجموع با توجه به محدودیت‌های اعمال شده 93 شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید. آزمون فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت نشان داد که رابطه‌ای بین انواع مختلف مالکیت و عملکرد وجود ندارد، لیکن در روش رگرسیون تعمیم‌یافته رابطه خطی معنی‌دار و معکوس بین دارندگان بیش از 5% سهام شرکت‌ها و عملکرد آن به‌دست آمد و تأثیر دیگر شاخصه‌های ساختار مالکیت یعنی میزان مالکیت سهامداران حقیقی، حقوقی و بزرگترین سهامدار بر عملکرد شرکت تأیید نشد.

واژگان کلیدی: ساختار مالکیت، عملکرد شرکت، Q توبین، رگرسیون تعمیم‌یافته
طبقه‌بندی موضوعی: G32.

1. استادیار دانشکده مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال a_saeedi@iau-tnb.ac.ir

2. کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.

مقدمه

در ادبیات و متون مالی، رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها مورد توجه بسیاری از محققین قرار گرفته است، با این حال اجماع و توافق نظر در مورد ماهیت چنین رابطه‌ای ایجاد نشده است (Chen, et al., 2005).

سهامداران هر شرکت را افراد و مؤسساتی با علایق، اهداف، افق‌های سرمایه‌گذاری و توانایی‌های مختلف تشکیل می‌دهند. با توجه به پیچیدگی‌هایی که در اداره امور شرکت‌ها وجود دارد، از سهامداران انتظار نمی‌رود در اداره امور شرکت مسئولیتی به عهده گیرند. نفوذ سهامداران در شرکت‌ها فقط در مجامع عمومی امکان پذیر است و در مواردی از جمله: تصویب صورت‌های مالی، انتخاب اعضای هیأت مدیره و بازرس قانونی، اصلاح اساسنامه شرکت، تصویب معاملات فوق‌العاده و ... متمرکز می‌باشد (سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، 1385). از طرفی برخی از ساختارهای سرمایه‌ای به بعضی از سهامداران این امکان را می‌دهد که به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیتی که در شرکت دارند دسترسی داشته باشند. همه این موارد ممکن است بر عملکرد یک شرکت تأثیرگذار باشد، چرا که بسیاری از سرمایه‌گذاران در بررسی هزینه فایده اعمال حقوق مالکیت خود ممکن است به این نتیجه برسند که با میزان معقولی از تحلیل و استفاده از حقوق خود می‌توانند به بازده مالی و رشد سرمایه بیشتری دست پیدا کنند. در این مطالعه هدف اصلی بررسی تأثیر ساختار مالکیتی بر عملکرد شرکت می‌باشد. شاخص‌های اقتصادی متعددی برای بررسی عملکرد یک شرکت وجود دارد، از میان انواع مختلف این شاخص‌ها در پژوهش حاضر از شاخص کیوتوبین به عنوان معیار سنجش عملکرد مالی شرکت‌ها استفاده شد. به این منظور و با توجه به پژوهش‌های قبلی صورت گرفته، چهار شاخص برای ساختار مالکیت تعریف شده و با استفاده از روش‌های رگرسیون معمولی (OLS) و تعمیم یافته (GLS) به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شده است.

پیشینه تحقیق

رویکردهای متفاوتی در بررسی میان ارتباط ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. عده‌ای از محققین ساختار مالکیت را برونزا و عده‌ای دیگر آن را درونزا فرض کرده‌اند. ساختار مالکیت هنگامی برونزا است که به عنوان یک عامل مهم در تعیین عملکرد شرکت در نظر گرفته شود (ساختار مالکیت مؤثر باشد) و هنگامی درونزا است که توسط برخی از ویژگی‌های شرکت از جمله عملکرد آن تعیین گردد (ساختار مالکیت متأثر باشد) (Myeong, 1998).

در تحقیق چن و همکاران (Chen, et al., 2005) آمده است که برل و همکاران (Berle, et al., 1932) جزء اولین کسانی بودند که به بررسی رابطه بین ساختار مالکیتی شرکت و عملکرد آن پرداختند. آن‌ها در تحقیق خود این موضوع را بیان کردند که هر چه پراکندگی مالکیت افزایش یابد، از قدرت سهامداران در کنترل مدیران حرفه‌ای کاسته می‌شود و با فرض این که بین منافع مدیریت و سهامداران تضاد وجود دارد، منابع شرکت به درستی در بالابردن بهره‌وری شرکت مورد استفاده قرار نمی‌گیرند. بنابراین آن‌ها به این نتیجه رسیدند که رابطه بین پراکندگی مالکیت و عملکرد رابطه‌ای منفی است.

این نگرش از سوی دمستز (Demsetz, 1983) به چالش کشیده شد. وی استدلال می‌کند که ساختار مالکیت یک شرکت باید به عنوان نتیجه درونزای تصمیماتی تصور شود که نفوذ سهامداران را بر بازار سهام نشان دهد و با این انتخاب هزینه‌ها و منافع مختلف برای رسیدن به یک سازماندهی مطلوب متعادل شده‌اند. به بیان دیگر وقتی مالکان یک شرکت سهامی خاص تصمیم به فروش سهام می‌گیرند و زمانی که سهامداران یک شرکت سهامی عام بر عرضه سهام شرکت در بورس توافق می‌کنند، آن‌ها در واقع تصمیم به اصلاح، تغییر و به احتمال زیاد پراکنده‌تر کردن ساختار مالکیت بنگاه خود گرفته‌اند. خرید و فروش بعدی سهام، تمایل مالکان شرکت برای تغییر میزان مالکیت خود در شرکت را نشان می‌دهد. بنابراین پراکندگی سهامداران دلیلی بر عدم اعمال فشار در شرایط عملکرد نامطلوب نبوده و چنین نیست که بین پراکندگی مالکیت و عملکرد شرکت‌ها، رابطه‌ای منفی وجود داشته باشد.

فاما و همکاران (Fama, et al., 1983) در تحقیق به این نتیجه رسیدند که زمانی که مدیر درصد پائینی از سهام شرکت را در اختیار داشته باشد، تحت تأثیر نیروهای بازار و اعمال نظارت کارآمد، در جهت به حداکثر رساندن ارزش شرکت حرکت می‌کند (فرضیه همگرایی منافع). در مقابل فرضیه تثبیت موقعیت مدیران¹ بیان می‌کند وقتی مالکیت مدیران در یک شرکت از یک حدی بالاتر رود، افزایش در مالکیت مدیران موقعیت شغلی آن‌ها را تثبیت کرده و آنان کمتر مطیع نظم و انضباط خواهند بود و ممکن است رفتارهایی از خود نشان دهند که کاملاً مغایر با اهداف شرکت است و بدین گونه عملکرد شرکت کاهش می‌یابد.

گورسوی و همکاران (Gursoy, et al., 1988) اثر ساختار مالکیت بر عملکرد و ریسک‌پذیری را در شرکت‌های غیر مالی بورس سهام استانبول مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دو جنبه ساختار مالکیت

را مورد توجه قرار دادند: تمرکز و هویت مالک (یا مالکین)، و به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های ترکیه‌ای تمرکز مالکیت اثر چشمگیری بر عملکرد و ریسک‌پذیری دارد و تمرکز بالاتر عملکرد را بهبود می‌بخشد. همچنین شرکت‌هایی که مالکیت خانوادگی دارند عملکرد پایین‌تر و ریسک کمتری دارند در حالی که شرکت‌ها با مالکیت خارجی، کارکرد بهتری را از خود نشان می‌دهند و شرکت‌های دولتی هنگامی که بازار دارای ریسک بالایی می‌باشد عملکرد بهتری دارند.

میئونگ هیئون چو (Myeong, 1998) در پژوهشی به این نتیجه رسید که ساختار مالکیت بر سرمایه‌گذاری و در نهایت بر روی ارزش شرکت تأثیرگذار است، در عین حال نتایج نشان داد دورنمایی ساختار مالکیت ممکن است بر نتیجه‌گیری‌ها تأثیرگذار باشد، بدین صورت که سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت تأثیر گذاشته و به نوبه خود بر ساختار مالکیت نیز تأثیرگذار باشد.

لمون و همکاران (Lemmon, et al., 2001) مطالعات خود را در بیش از 800 شرکت در هشت کشور آسیای شرقی در زمان بحران مالی سال 1997 انجام دادند. تحقیق آن‌ها به این نتیجه رسید که بحران، شوک منفی به فرصت‌های سرمایه‌گذاری در این بازارها وارد کرده و سهامداران عمده را به سلب مالکیت سهامداران خرد ترغیب کرده است. آن‌ها در نهایت نشان دادند که برای شرکت‌هایی که در آن سهامداران خرد سلب مالکیت می‌شوند، نسبت کیوتوین، 12 درصد بیش از سایر شرکت‌ها کاهش یافت. لذا بر اساس یافته‌های آن‌ها، ساختار مالکیت شرکت نقش مهمی در سلب مالکیت کردن سهامداران خرد در زمان‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد، دارد.

دمستز و همکاران (Demsetz, et al., 2001) با بررسی 223 شرکت آمریکایی و با بکارگیری آزمون OLS و استفاده از نسبت کیوتوین دریافتند هیچ‌گونه ارتباط معنی‌داری بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود ندارد. در عین حال بیان داشتند نه تنها باید ساختار مالکیت به عنوان یک متغیر درونزا در نظر گرفته شود بلکه باید به طور همزمان ترکیبی از سهامداری‌های افراد مختلف با منافع متفاوت مدنظر قرار گیرد.

سوک وون نا (Suk kwon Na, 2002) در رساله دکتری خود رابطه بین ساختار مالکیتی و عملکرد شرکت را در کشور کره بررسی کرد. او در این تحقیق بیش از 600 شرکت موجود در بورس کره را بین سال‌های 1998 تا 2000 بررسی نمود. متغیرهای نماگر ساختار مالکیتی که توسط او انتخاب شده بود عبارتند از: میزان مالکیت بزرگترین سهامدار، میزان مالکیت سهامداران نهادی، میزان مالکیت سهامداران بیگانه (خارج از کشور) و میزان مالکیت سهامداران حقیقی و معیار سنجش عملکرد نیز کیوتوین بود. وی این کار را با دو فرض برونزا بودن و درونزا بودن ساختار مالکیت انجام داد، در

حالت برونزا فقط بین مالکیت سهامداران خارجی یک رابطه آماری مثبت با عملکرد شرکت وجود داشت که با فرضیه نظارت کارا سازگار بود و برای سایر متغیرها رابطه معناداری یافت نشد. در حالت دورنزایی، ساختار مالکیت فقط بین مالکیت سهامداران نهادی بر عملکرد شرکت رابطه‌ای منفی وجود داشت و برای سایر متغیرها رابطه معناداری یافت نشد. ضمن این که در این حالت تمام متغیرهای نماگر ساختار مالکیت از عملکرد شرکت تأثیر می‌پذیرند، این تأثیر برای مالکیت بزرگترین سهامدار منفی و برای سایر متغیرها مثبت بود.

چن و همکاران (Chen, et al., 2005) تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود را در نمونه‌ای از 412 شرکت هنگ کنگی در خلال سال‌های 1995 تا 1998 مورد مطالعه قرار دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که بین مالکیت خانوادگی و بازده دارایی و بازده ارزش ویژه رابطه‌ای وجود ندارد و بین مالکیت خانوادگی و پرداخت سود سهام ارتباط اندکی وجود دارد.

هس و همکاران (Hess, et al., 2003) در پژوهشی میزان تأثیر مالکیت دولتی و تمرکز مالکیت را با توجه به داده‌های سالیانه 1034 شرکت پذیرفته شده در بورس چین طی سال‌های 2000 تا 2004 مورد بررسی قرار دادند. نتایج بدست آمده نشان داد رابطه‌ای منفی در سطح بالای مالکیت دولتی و عملکرد شرکت وجود دارد.

الفاروق و همکاران (Al Farooque, et al., 2007) در مقاله‌ای به بررسی ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در 660 شرکت بنگلادشی پرداختند. آنها با استفاده از روش معادلات همزمان¹، ارتباط دوسویه‌ای را میان مالکیت و عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت تأثیری بر عملکرد شرکت ندارد اما رابطه منفی میان عملکرد شرکت و ساختار مالکیت وجود دارد.

همچنین تائو لی و همکاران (Tao LI, et al., 2009) نمونه‌ای متشکل از 643 شرکت غیرمالی پذیرفته شده در بورس چین را مورد مطالعه قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که سودآوری بیشتری دارند بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت رابطه‌ای معنی‌دار و منفی وجود دارد.

دریفلد و همکاران (Driffield, et al., 2009) در مقاله‌ای تأثیر ساختار مالکیتی را بر ساختار سرمایه‌ای و ارزش شرکت‌هایی که به واسطه بحران‌های مالی شرق آسیا بیشترین آسیب را داشته‌اند، مورد بررسی قرار دادند. آنها در تحقیق خود مالکیت را از کنترل و مدیریت تفکیک کردند و رفتار

متقابل شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های غیرخانوادگی (با/بدون شریک) را مورد ارزیابی قرار دادند. آنها دریافتند جداسازی کنترل از مسئولیت گردش وجوه نقد، تأثیرات محدودی بر اهرم و ارزش شرکت در بین شرکت‌های خانوادگی بدون شریک دارد، در حالی که به نظر می‌رسد این کار در مورد شرکت‌های خانوادگی دارای شریک اثر قابل توجهی داشته باشد.

در اکثر مطالعات انجام شده از کیوتوین به عنوان معیار سنجش عملکرد مالی شرکت‌ها استفاده شده است، هر چند در تعدادی از مطالعات از نرخ سود حسابداری استفاده کرده‌اند. نتایج متضاد و متعارض مربوط به این پژوهش‌ها می‌تواند از تفاوت‌های مربوط به اندازه‌گیری متغیرها، دوره مورد آزمایش، تکنیک‌های ارزیابی و این که آیا متغیرهای مورد نظر به صورت درونزا یا برونزا در نظر گرفته شده‌اند، باشد. همچنین برخی از تضادها مربوط به تفاوت‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازده‌های مختلف باشد. صادقی شریف و همکاران (1387) در تحقیق خود با عنوان "تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" با مطالعه 41 شرکت در فاصله سال‌های 1381 لغایت 1385 به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که درصد کمتری از سهام آن‌ها در اختیار بزرگترین سهامدار است (ترکیب سهامداران آنها پراکنده‌تر است)، برای سرمایه‌گذاری گزینه‌های مناسب‌تری هستند. همچنین شرکت‌هایی که درصد بیشتری از سهام آن‌ها در اختیار سهامداران حقوقی است، برای سرمایه‌گذاری گزینه‌های مناسب‌تری هستند.

تحقیق مرادی و همکاران (1387) به این نتیجه رسید که نسبت‌های PE و PB در مقایسه با کیوتوین، در پیش‌بینی بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، موفق‌تر عمل می‌کند.

نمازی و همکاران (1387) در تحقیق خود با عنوان "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، 66 شرکت را در طی سال‌های 1382 تا 1386 بررسی نمودند. آن‌ها ساختار مالکیت را به دو طبقه نهادی و خصوصی تقسیم کردند که مالکیت خصوصی را نیز به سه دسته سرمایه‌گذاران شرکتی، مدیریتی و خارجی تقسیم نمودند. نتایج بدست آمده از مطالعه آنان نشان داد رابطه معنادار و معکوس بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و مالکیت مدیریتی بر عملکرد شرکت وجود دارد و همچنین رابطه بین مالکیت شرکتی و عملکرد رابطه‌ای معنی‌دار و مثبت می‌باشد.

سعیدی و همکاران (1388) در مطالعه‌ای با عنوان "بررسی رابطه بین ترکیب سهامداری (حقیقی و حقوقی) و سود تقسیمی در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسیدند که بین درصد سهام شناور

آزاد و نسبت سود تقسیمی و همچنین بین درصد سهامداران و نسبت سود تقسیمی رابطه معنی دار و معکوس وجود دارد در حالی که بین درصد سهامداران حقیقی و نسبت سود تقسیمی رابطه معنی دار و مثبت وجود دارد.

مسأله و فرضیه‌های تحقیق

مسأله اصلی تحقیق این است که آیا ساختار مالکیتی شرکت‌ها بر عملکرد آن‌ها تأثیر دارد. در این راستا با توجه به متغیرهای کمی اندازه‌گیری ساختار مالکیت، 4 معیار انتخاب شده و 4 فرضیه به شرح زیر مورد آزمون قرار گرفته‌اند.

فرضیه اول: بین میزان مالکیت سهامداران حقوقی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه خطی معنی دار وجود دارد.

فرضیه دوم: بین میزان مالکیت سهامداران حقیقی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه خطی معنی دار وجود دارد.

فرضیه سوم: بین میزان مالکیت بزرگترین سهامدار و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه خطی معنی دار وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین میزان مالکیت دارندگان بیش از 5% سهام و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه خطی معنی دار وجود دارد.

داده‌ها و روش تحقیق

این پژوهش به لحاظ هدف از نوع کاربردی و به لحاظ روش از نوع توصیفی - همبستگی است. جامعه آماری تحقیق عبارت است از تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1383 تا پایان سال 1387 که حائز شرایط زیر باشند:

1. در طول دوره مورد بررسی به صورت پیوسته در بورس حضور داشته باشند؛
2. پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه پایان اسفند باشد؛
3. شرکت‌ها در طول دوره تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند؛
4. در یک ماهه منتهی به سال مالی سهام معامله شده داشته باشند؛

5. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی 1383 تا 1387 به طور کامل ارائه کرده باشند.

با توجه به محدودیت‌های اعمال شده، تعداد 93 شرکت باقی ماندند که تمامی آن‌ها در بررسی قرار گرفتند. اطلاعات صورت‌های مالی این شرکت‌ها از سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی¹ سازمان بورس و اوراق بهادار، نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز جمع‌آوری شده است.

متغیرهای تحقیق، تعاریف عملیاتی و روش محاسبه متغیرها

متغیر مستقل: در این تحقیق ساختار مالکیت شرکت‌ها به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده که با چهار شاخص اندازه‌گیری شده است:

(الف) درصد مالکیت سهامداران حقیقی: برابر است با مجموع درصد مالکیت سهامداران حقیقی هر شرکت و برای آن نماد (NAT) در نظر گرفته شده است.

(ب) درصد مالکیت سهامداران حقوقی: برابر است با مجموع درصد مالکیت سهامداران حقوقی هر شرکت و برای آن نماد (LEG) در نظر گرفته شده است.

(ج) درصد مالکیت بزرگترین سهامدار: برابر است با درصد بزرگترین سهامدار و برای آن نماد (BIG) در نظر گرفته شده است.

(د) درصد مالکیت دارندگان بیش از 5% سهام شرکت: برابر است با مجموع درصد مالکیت سهامدارانی که بیش از 5% سهام شرکت را در اختیار دارند و برای آن نماد (BIG5PER) در نظر گرفته شده است.

متغیر وابسته: در این پژوهش از نسبت کیوتوبین به عنوان معیار ارزیابی عملکرد شرکت‌ها استفاده شده است. این نسبت متداول‌ترین مقیاسی است که در بررسی رابطه بین ساختار مالکیتی و عملکرد شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد. از میان انواع روش‌های محاسبه کیوتوبین، در این تحقیق از مدل ساده شده کیوتوبین استفاده شده که به شرح زیر قابل محاسبه است.

$$Q_i = \frac{MVE_i + BVD_i}{BVA_i}$$

Q_i : نسبت کیوتوبین شرکت i

MVE_i : ارزش بازار سهام شرکت i

1. www.rdis.ir

BVD_i : ارزش دفتری بدهی‌های شرکت i

BVA_i : ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i .

متغیرهای کنترل: در این تحقیق بر اساس مطالعات مشابه، متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترل انتخاب شده‌اند.

نسبت بدهی (DR): که از تقسیم کل بدهی به کل دارایی محاسبه شده است.

اندازه شرکت ($SIZE$): که از لگاریتم ارزش دارایی‌های شرکت به عنوان معیار سنجش اندازه شرکت استفاده شده است.

نسبت PE : این نسبت از تقسیم قیمت هر سهم (P) بر سود هر سهم (EPS) بدست می‌آید. این نسبت اعتبار شرکت و مدیریت آن و همچنین میزان اعتمادی که سرمایه‌گذاران در مورد استعداد دستیابی شرکت به سود دارند را منعکس می‌کند.

در این پژوهش سعی شده است تا از طریق مدل زیر برای پیدا کردن رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته موجود در مدل به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شود.

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 NAT_{it} + \beta_2 LEG_{it} + \beta_3 BIG_{it} + \beta_4 BIG5PER_{it} + \beta_5 DR_{it} + \beta_6 PE_{it} + \beta_7 \log(SIZE) + \varepsilon_{it}$$

Q_{it} : نسبت کیوتوبین شرکت i در زمان t ؛

NAT_{it} : درصد مالکیت سهامداران حقیقی شرکت i در زمان t ؛

LEG_{it} : درصد مالکیت سهامداران حقوقی شرکت i در زمان t ؛

BIG_{it} : درصد مالکیت بزرگترین سهامدار شرکت i در زمان t ؛

$BIG5PER_{it}$: درصد مالکیت دارندگان بیش از 5% سهام شرکت i در زمان t ؛

DR_{it} : نسبت بدهی شرکت i در زمان t ؛

PE_{it} : نسبت قیمت به سود هر سهم شرکت i در زمان t ؛

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت i در زمان t .

تجزیه و تحلیل داده‌ها

نسبت‌های بکار گرفته‌شده در این پژوهش با توجه به داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم افزار Excel دسته‌بندی شده و سپس از نرم‌افزار Eviews 6 برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است.

ساختار داده‌ها از نوع داده‌های ترکیبی¹ بوده که با توجه به 93 شرکت (مقطع) و 5 سال (روند)، تعداد مشاهدات معادل 465 داده می‌باشد.

برای بررسی فرض نبود همخطی، ابتدا شدت همبستگی² بین متغیرها بررسی و مشخص شد ضریب همبستگی بین درصد مالکیت سهامداران حقیقی و حقوقی بسیار بالا و برابر 1- است. سپس با استفاده از شاخص تورم واریانس³ (VIF) مشخص گردید همبستگی بین تمامی متغیرها به جز درصد مالکیت سهامداران حقیقی و حقوقی به هم خطی شدید منجر نمی‌شود (جدول پیوست 1).

با توجه به استفاده از ساختار داده‌های ترکیبی، ابتدا ترکیب‌پذیری با آزمون Redundant بررسی شده است. با توجه به نتایج بدست آمده در این مرحله مدل اثرات ثابت⁴ به عنوان مدل ارجح انتخاب گردید (جدول شماره 1).

جدول (1): خروجی آزمون Redundant

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.572711	(92,364)	0.0000
Cross-section Chi-square	406.976519	92	0.0000

پس از تأیید استفاده از مدل اثرات ثابت، برای انتخاب بین مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی⁵ از آزمون هاسمن استفاده شد (جدول شماره 2).

سطح معنی‌داری بدست آمده در جدول شماره (2) نشان می‌دهد برای برآورد مدل، باید از آزمون اثرات ثابت استفاده گردد.

بررسی‌های انجام شده یک‌بار بر اساس روش حداقل مربعات معمولی⁶ (OLS) و یک‌بار بر اساس روش حداقل مربعات تعمیم داده شده⁷ (GLS) با دادن وزن به داده‌های مقطعی⁸ مورد بررسی قرار گرفته است.

-
1. Panel Data
 2. Correlation
 3. Variance Inflation Rate (VIF)
 4. Fixed Effect
 5. Random Effect
 6. Ordinary Least Square (OLS)
 7. Generalized Least Square (GLS)
 8. Weighted Cross Section

جدول (2): خروجی آزمون هاسمن

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: OLS1

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	46.496693	6	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
NAT	-0.252825	-0.625412	0.027718	0.0252
BIG	-0.249595	-0.069881	0.146203	0.6384
BIG5PER	-1.126483	-0.551550	0.220839	0.2212
PE	0.054517	0.077752	0.000021	0.0000
DR	1.024730	0.339552	0.042386	0.0009
LOG(SIZE)	-0.550270	-0.145227	0.006455	0.0000

برای بررسی نبود همبستگی بین پسماندها از آزمون دورین واتسون و برای رفع ناهمسانی واریانس از تصحیح وایت استفاده شده است.

تجزیه و تحلیل آماری و آزمون فرضیات

به منظور آزمون فرضیات تحقیق از دو روش حداقل مربعات معمولی (OLS) و حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) با اثرات ثابت استفاده شده است که تابلوی اولیه خروجی مدل‌های مزبور در جدول 3 ارائه شده است.

نتایج بدست آمده در روش OLS نشان می‌دهد هیچ کدام از فرضیه‌های تحقیق مورد تأیید قرار نگرفته‌اند و فقط متغیر نسبت بدهی و اندازه شرکت در این مدل معنادار بوده است. با آزمون فرضیه های تحقیق به روش GLS مشخص گردید رابطه معناداری بین میزان مالکیت دارندگان بیش از 5% سهام شرکت و عملکرد شرکت وجود دارد، لیکن با توجه به ضریب بدست آمده این رابطه به صورت معکوس می‌باشد. به این معنی که هر چه میزان مالکیت سهامدارانی که بیش از 5% سهام شرکت را در اختیار دارند افزایش یابد این موضوع به معنی کاهش عملکرد شرکت خواهد بود.

جدول (3): تابلوی اولیه مدل رگرسیون OLS و GLS با اثرات ثابت

متغیر وابسته (کیوتوبین)		روش OLS		روش GLS	
متغیرهای مستقل	ضرایب	سطح معنی داری	ضرایب	سطح معنی داری	سطح معنی داری
مقدار ثابت (C)	9/024525	0/0010	7/308704	0/0000	
سهامداران حقیقی (NAT)	-0/140923	0/5528	-0/052807	0/3065	
بزرگترین سهامدار (BIG)	0/116910	0/7886	-0/251784	0/1155	
دارندگان بیش از 5% سهام (BIG5PER)	-1/112076	0/1839	-0/503569	0/0020	
نسبت PE	0/047851	0/0330	0/048224	0/0000	
اندازه شرکت (SIZE)	-0/526300	0/0029	-0/422601	0/0000	
نسبت بدهی (DR)	0/186191	0/5973	0/150496	0/0310	
خود رگرسیون مرحله اول (AR)	0/352685	0/0002	0/376410	0/0000	
آماره F	12/36332		48/83518		
احتمال آماره F	0/0000		0/0000		
ضریب تعیین تعدیل شده	0/753007		0/927713		
آماره دورین - واتسن	2/390357		2/457366		

بنابراین از بین فرضیه‌ها فقط فرضیه 4 تأیید می‌شود. پس از حذف متغیرهای بی‌معنا، با توجه به روش تصریح عام به خاص¹ مدل نهایی از هر روش بصورت زیر ارائه می‌شود.

علت استفاده از رگرسیون تعمیم یافته، قدرت بیشتر تبیین ارتباط در مقایسه با رگرسیون معمولی است. با توجه به این که مدل از نوع خودرگرسیون مرتبه اول است، استفاده از روش رگرسیون تعمیم یافته توجیه دارد. به همین علت نتیجه نهایی تحقیق مبتنی بر روش رگرسیون تعمیم یافته بدست می‌آید و آن تأیید فرض وجود ارتباط معکوس بین تمرکز مالکیت دارندگان بیش از 5% سهام و عملکرد شرکت است. در همین حال بین درصد مالکیت سهامداران حقیقی و درصد مالکیت بزرگترین سهامدار و عملکرد شرکت ارتباطی تأیید نشد

1. General to Specific Specification

جدول (4): تابلوی مدل نهایی رگرسیون OLS و GLS با اثرات ثابت

متغیر وابسته (کیوتوبین)		روش OLS		روش GLS	
متغیرهای مستقل	ضرایب	سطح معنی داری	ضرایب	سطح معنی داری	سطح معنی داری
مقدار ثابت (C)	8/548285	0/0008	7/411071	0/0000	0/0000
دارندگان بیش از 5% سهام (BIG5PER)	-----	-----	-0/603844	0/0010	0/0010
نسبت PE	0/046453	0/0313	0/048898	0/0000	0/0000
اندازه شرکت (SIZE)	-0/541317	0/0034	-0/433564	0/0000	0/0000
نسبت بدهی (DR)	-----	-----	0/113805	0/0942	0/0942
خود رگرسیون مرحله اول (AR)	0/345321	0/0004	0/373132	0/0000	0/0000
آماره F	12/72697		48/96378		
احتمال آماره F	0/0000		0/0000		
ضریب تعیین تعدیل شده	0/751190		0/926516		
آماره دوربین - واتسن	2/435392		2/453157		

بحث و نتیجه گیری

در این تحقیق اثر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت مورد آزمون قرار گرفت. عملکرد مالی درجه یا میزانی است که شرکت به هدف‌های مالی سهامداران در راستای افزایش ثروت نائل می‌آید. برای این منظور 4 شاخص به عنوان تعاریف ساختار مالکیت بر اساس تحقیقات قبلی انتخاب شد و در پی آن 4 فرضیه مطرح گردید. برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش، از روش‌های رگرسیون معمولی (OLS) و رگرسیون تعمیم یافته (GLS) استفاده گردید. بر اساس یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها، مشخص شد روش OLS هیچ گونه رابطه معناداری بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را نشان نمی‌دهد. این یافته با نتایج پژوهش دمسترز و ویلاونگا و الفاروق [15، 7] همراستا است. پس از بکارگیری روش GLS، رابطه معنادار و معکوس بین میزان مالکیت دارندگان بیش از 5% سهام شرکت به عنوان یکی از شاخص‌های تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت تأیید گردید. از آنجایی که در بورس اوراق بهادار سهامدارانی که بیش از 5% سهام یک شرکت را در اختیار دارند عمدتاً عضو هیأت مدیره و یا از سهامداران عمده (که نقش مهمی در استحکام موقعیت مدیران) هستند و با توجه به این موضوع که وقتی میزان مالکیت مدیران افزایش یابد و به سطح معینی برسد، مدیرانی که مالک شرکت هستند، ممکن است در جهت منافع خود و بر

خلاف منافع سهامداران اقلیت و اعتباردهندگان به شرکت عمل نمایند، در نتیجه عملکرد شرکت کاهش می‌یابد. این یافته بر خلاف نظر جنسن و مک‌لینک است که معتقدند هر چه مدیران مالکیت بیشتری در اختیار داشته باشند تلاش بیشتری برای بهبود عملکرد شرکت انجام می‌دهند. بنابراین توصیه این است که مالکیت سهام به گونه‌ای بین سهامداران توزیع شود که تعداد سهامداران مالک بیش از 5 درصد سهام به حداقل برسد. همچنین شواهدی دال بر این که آیا ترکیب حقیقی یا حقوقی بدن سهامداران تأثیری بر عملکرد دارد، تأیید نگردید. فرضیه تأثیر درصد بزرگترین سهامدار و عملکرد نیز مورد تأیید قرار نگرفت. یافته‌های این تحقیق برای سهامداران، مدیران سرمایه‌گذاری و شرکت‌های هلدینگ قابل استفاده است.

منابع و مأخذ:

1. سازمان همکاری اقتصادی و توسعه (1385). اصول حاکمیت شرکتی، رهبری خرازی، مهسا، شرکت اطلاع رسانی بورس، چاپ اول.
2. سعیدی، علی و حسینی قیداری، مجتبی، (1388). «بررسی رابطه بین ترکیب سهامداری (حقیقی و حقوقی) و سود تقسیمی در بورس اوراق بهادار تهران»؛ پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد واحد تهران شمال.
3. صادقی شریف، سید جلال و کفاش پنجه‌شاهی، محمد، (1387). «تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه شهید بهشتی.
4. مرادی، مهدی و پور حسن، فهیمه، (1387). «بررسی کاربرد نسبت Q تووین و مقایسه آن با نسبت های PE و PB در پیش‌بینی بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»؛ پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد تهران مرکز.
5. نمازی، محمد و احسان، کرمانی (1387). «تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»؛ فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره 53: 100-83.
6. Al Farooque, O., and Zijl, T., Dunstan, K., and Karim, W., (2007), "Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from Bangladesh" Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, Vol.: 14, Pp: 127-150.
7. Chen, Zh., Cheung, Y., Stouraitis, A., and Wong, A., (2005), "Ownership concentration, firm performance and dividend policy in Hong Kong" Pacific-Basin Finance Journal, Vol.: 13, Pp: 431- 449.
8. Demsetz, H., (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", Journal of Law and Economics, Vol.:26, Pp: 375-390.
9. Demsetz, H., and Villalonga, B., (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", Journal of Corporate Finance, Vol.: 7, Pp: 209-33.
10. Driffield, N., Mahambare, V., and Sarmistha., P, (2007), "How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Performance? Recent Evidence from East Asia", Economics of Transition, Vol.: 15, Pp: 235-273.
11. Fama, E., and Jensen, M., (1983), "Separation of Ownership and Control", Journal of Law and Economics, Vol.: 26, Pp: 228-307.
12. Gursoy, G. and Aydogar K., (1998), "Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies", International Global Finance Conference -1998 held in Istanbul, Turkey.

13. Hess K., Gunasekarage, A., and Hu, A., (2007), "The Influence of the Degree of State Ownership and the Ownership Concentration on the Performance of Listed Chinese Companies", *Research in International Business and Finance*, Vol.: 21, Pp: 379-395.
14. Lemmon, M., and Lins, K., (2003), "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis", *Journal of Finance*, Vol.: 58 Pp: 1445-1468
15. Myeong Hyeon Cho., (1998), " Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol.: 47, Pp: 103- 121.
16. Na Suk kwon., (2002), "Ownership Structure and Firm Performance in Korea" University of Missouri- Columbia.
17. Tao Li and Sun L., and L. Zou, (2009), "State Ownership and Corporate Performance: A Quantile Regression Analysis of Chinese Listed Companies", *China Economic Review*, Vol.: 20, Pp: 703–716.
18. Welch, E., (2003), "The Relationship between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies" *Australian Journal of Management*, Vol.: 28, Pp: 287-305.

پیوست‌ها:

با استفاده از شاخص تورم واریانس، همبستگی بین تمامی متغیرها به جز رابطه بین سهامداران حقیقی و حقوقی همخطی شدید منجر نمی‌شود.

جدول پیوست (1): بررسی همبستگی بین متغیرها

Covariance Analysis: Ordinary

Date: 11/18/13 Time: 23:26

Sample: 1983-1987

Included observations: 460

Balanced sample (please see missing value deletion)

Correlation LS statistic	EQ	BIC5PER	DR	LEC	NAT	PE	QTOBIN	SIZE
EQ	1.000000 -----							
BIC5PER	0.503023 12.49814	1.000000 -----						
DR	0.083548 1.830380	0.101091 2.187046	1.000000 -----					
LEC	0.235423 4.200005	0.348485 7.930076	0.091194 1.986201	1.000000 -----				
NAT	-0.253705 4.250789	-0.344900 7.891486	-0.090155 2.008860	-0.390537 3.064146	1.000000 -----			
PE	-0.112569 2.401420	0.030403 0.826190	0.050730 1.284239	-0.035366 0.756814	0.030299 0.717500	1.000000 -----		
QTOBIN	-0.025667 0.661288	0.039625 0.851479	-0.070113 1.509106	0.171425 3.735046	-0.172091 3.788888	0.409002 5.523371	1.000000 -----	
SIZE	-0.272660 8.084815	-0.214295 7.108417	0.201273 5.104007	-0.041511 0.992043	0.045199 0.977910	-0.102108 2.295837	-0.121020 2.617822	1.000000 -----

جدول پیوست (2): تابلوی اولیه مدل رگرسیون OLS با اثرات ثابت

Dependent Variable: QTOBIN
 Method: Panel Least Squares
 Date: 11/18/10 Time: 23:53
 Sample (adjusted): 1984 1987
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 93
 Total panel (unbalanced) observations: 370
 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)
 Convergence achieved after 7 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.024525	2.705046	3.336182	0.0010
NAT	-0.140923	0.237115	-0.594326	0.5528
BIG	0.116910	0.435518	0.268440	0.7886
BIG5PER	-1.112076	0.834664	-1.332363	0.1839
PE	0.047851	0.022326	2.143315	0.0330
DR	0.186191	0.352032	0.528904	0.5973
LOG(SIZE)	-0.526300	0.175043	-3.006684	0.0029
AR(1)	0.352685	0.092694	3.804810	0.0002

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.819273	Mean dependent var	1.448058
Adjusted R-squared	0.753007	S.D. dependent var	0.766599
S.E. of regression	0.380987	Akaike info criterion	1.133358
Sum squared resid	39.19085	Schwarz criterion	2.191061
Log likelihood	-109.6712	Hannan-Quinn criter.	1.553487
F-statistic	12.36332	Durbin-Watson stat	2.390357
Prob(F-statistic)	0.000000		

Inverted AR Roots .35

جدول پیوست (3): تابلوی مدل نهایی رگرسیون OLS با اثرات ثابت

Dependent Variable: QTOBIN
 Method: Panel Fixed Squares
 Date: 11/18/10 Time: 23:56
 Sample (adjusted): 1984 1987
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 93
 Total panel (unbalanced) observations: 370
 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)
 Convergence achieved after 8 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.540205	2.500061	1.407230	0.0000
PE	0.046453	0.021460	2.164624	0.0313
LOG(SIZE)	-0.411317	0.183082	-2.246627	0.0034
AR(1)	0.316321	0.097120	3.256607	0.0004

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.615247	Mean dependent var	1.440050
Adjusted R-squared	0.751190	S.D. dependent var	0.756599
S.E. of regression	0.382380	Akaike info criterion	1.133770
Sum squared resid	40.00393	Schwarz criterion	2.191105
Log likelihood	-113.7474	Hannan-Quinn criter.	1.547033
F-statistic	12.72697	Durbin-Watson stat	2.435302
Prob(F-statistic)	0.000000		

Inverted AR Roots .35

جدول پیوست (4): تابلوی اولیه مدل رگرسیون GLS با اثرات ثابت

Dependent Variable: QTOBIN				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 11/19/10 Time: 00:03				
Sample (adjusted): 1984 1987				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 93				
Total panel (unbalanced) observations: 370				
Iterate coefficients after one-step weighting matrix				
White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Convergence achieved after 13 total coef iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.308704	0.666891	10.95938	0.0000
NAT	-0.052807	0.051541	-1.024568	0.3065
BIG	-0.251748	0.159423	-1.579116	0.1155
BIG5PER	-0.503569	0.161565	-3.116823	0.0020
PE	0.048224	0.003892	12.39032	0.0000
DR	0.150496	0.069407	2.168320	0.0310
LOG(SIZE)	-0.422601	0.047069	-8.978308	0.0000
AR(1)	0.376410	0.022698	16.58375	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.947107	Mean dependent var	3.943136	
Adjusted R-squared	0.927713	S.D. dependent var	4.016924	
S.E. of regression	0.365502	Sum squared resid	36.06979	
F-statistic	48.83518	Durbin-Watson stat	2.457366	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.816456	Mean dependent var	1.448058	
Sum squared resid	39.80190	Durbin-Watson stat	2.454444	
Inverted AR Roots	.38			

جدول پیوست (5): تابلوی مدل نهایی رگرسیون GLS با اثرات ثابت

Dependent Variable: QTOBIN				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 11/19/10 Time: 00:03				
Sample (adjusted): 1984 1987				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 93				
Total panel (unbalanced) observations: 370				
Iterate coefficients after one-step weighting matrix				
White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Convergence achieved after 13 total coef iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.411071	0.701415	10.56589	0.0000
BIG5PER	-0.603844	0.180988	-3.336385	0.0010
PE	0.048898	0.003969	12.32055	0.0000
DR	0.113805	0.067762	1.679484	0.0942
LOG(SIZE)	-0.433564	0.049910	-8.686843	0.0000
AR(1)	0.373132	0.024116	15.47269	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.945833	Mean dependent var	3.966518	
Adjusted R-squared	0.926516	S.D. dependent var	4.069365	
S.E. of regression	0.368188	Sum squared resid	36.87305	
F-statistic	48.96378	Durbin-Watson stat	2.453157	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.817287	Mean dependent var	1.448058	
Sum squared resid	39.62162	Durbin-Watson stat	2.447061	
Inverted AR Roots	.37			