

ارتباط میان ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس
اوراق بهادار تهران

دکتر نظام الدین رحیمیان *

دکتر فرزین رضایی *

فرانک سادات میرعبداللهی **

چکیده

با شکل گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به وجود می آید و مدیران ممکن است دست به رفتارهای فرصت طلبانه بزنند و تصمیماتی را اتخاذ کنند که در جهت منافع آنان و برخلاف منافع سهامداران باشد. شرکت های عضو بورس اوراق بهادار دارای ساختار مالکیت متفاوتی هستند و در سالهای اخیر، اصول راهبری شرکت ها روی این ساختار مالکیت تاثیر گذاشته است. این تحقیق به منظور مطالعه تاثیر ساختار مالکیت شرکت ها بر عملکرد آن ها در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. برای انجام تحقیق از ۷۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی (۱۳۸۹-۱۳۸۳) و روش داده های تابلویی استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت های بورس اوراق بهادار ارتباط معناداری وجود ندارد و این ارتباط به صورت منحنی شکل نمی باشد و در مورد مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد مالی شرکت ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

JEL:G32,G34

واژه های کلیدی :

نظریه نمایندگی، ساختار مالکیت، عملکرد مالی شرکت، معیار های ارزیابی عملکرد،

سرمایه گذاران نهادی

*عضو هیات علمی موسسه آموزش عالی رجا - قزوین

*عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی - قزوین

**کارشناس ارشد حسابداری

۱- مقدمه

اقتصاددانان برای سالیان متمادی در گذشته، فرض می کردند که تمام گروه های مربوط به شرکت سهامی، برای هدف مشترکی فعالیت می کنند. اما در ۳۰ سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع میان گروه ها و نحوه مواجهه شرکت ها با این تضادها مطرح شده است. این موارد به طور کلی، با عنوان «**نظریه نمایندگی**» بیان می شود. در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می دهند.

بحث مالکیت سهام در شرکت ها و نحوه تاثیر آن بر عملکرد شرکت، موضوعی است که برای چند دهه مورد توجه محققان بوده است. در واقع این موارد به معضلات زیربنایی مربوط می شوند که مبحث ساختار مالکیت در باب نظریه اصول راهبری شرکت ها، بر آن اساس تکوین یافته است. تضاد منافع میان سهامداران و مدیریت، اعمال کنترل مطلق از سوی سهامداران عمده، منحصر شدن اتخاذ تصمیمات از سوی مدیران و تضييع حقوق سهامداران از جمله این موارد به شمار می روند. (احمدوند، ۱۳۸۵).

۲- بیان مساله

در این تحقیق، بر روی دو بعد با اهمیت ساختار مالکیت، **تمرکز مالکیت** (یعنی سهامی که سهامداران اکثریت مالک آن هستند) و **شناسایی مالکان** تاکید می شود. ساختار مالکیت از ساز و کارهای داخلی با اهمیت اصول راهبری شرکت هاست. اصول راهبری شرکت ها، از مباحث بااهمیت و روبه رشد است که در مبانی نظری اقتصاد توجه بسیار کمی به آن شده است. (Sanghoon, 2008).

اصول راهبری شرکت ها، مجموعه قوانین و رویه های حاکم بر روابط مدیران، سهامداران و حسابرسان شرکت است که با اعمال سیستم نظارتی، از حقوق سهامداران حمایت می کند. این مبحث بر پایه نظریه نمایندگی و نیز توجه به مسئولیت های اجتماعی مدیران و سهامداران عمده استوار است. بنابراین اصول راهبری شرکت ها با نشانه گرفتن اولین گروه ذینفعان در شرکت ها یعنی هیات مدیره و ساختار مالکیت شرکت به دنبال آن است که هیات مدیره و سهامداران در دستیابی به بازده سرمایه گذاری اطمینان کسب کنند. با توجه به اینکه سازمان های امروزی به

منظور کاهش تعارض منافع بین سهامداران و مدیریت بر مجزا سازی مالکیت از مدیریت تاکید می‌ورزند، با افزایش تعداد سهامداران بالاخص سهامداران عمده، تضاد منافع در بین سهامداران و مدیران و نیز میان سهامداران افزایش می‌یابد و ممکن است بر امر نظارت و کنترل بر عملکرد مدیریت شرکت خدشه وارد کند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹).

با توجه به اینکه اولاً در ترکیب مالکیت اغلب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سهامداران عمده‌ای وجود دارند که از نظر نظریه اصول راهبری شرکت‌ها دارای توانایی اعمال نظارت بیشتری در مقایسه با سهامداران جزء هستند، ثانیاً ساختار حاکم بر اغلب شرکت‌ها و سازمان‌ها در ایران (به لحاظ مالکیت) ساختار دولتی است، این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که نوع مالکیت سهامداران بر عملکرد شرکت تاثیر گذار است یا خیر.

۳- مبانی نظری پژوهش

پایه و اساس مطالعات اصول راهبری شرکت‌ها نظریه نمایندگی است و مسائل نمایندگی نیز ناشی از مجزا سازی مالکیت از کنترل می‌باشد. فرض نظریه 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. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست (احمدوند، ۱۳۸۵).

ساختار مالکیت مشتمل بر دو مفهوم بافت یا ترکیب مالکیت از یک سو و میزان تمرکز سهام نزد ایشان از سوی دیگر است. یافته‌ها نشان می‌دهد که گروه‌های مالک به یک شکل و میزان از قدرت و هم‌سویی در اثرگذاری بر عملکرد شرکت برخوردار نیستند (Sanghoon, 2008).

ترکیب مالکیت یعنی اینکه سهامداران چه کسانی هستند و چه افرادی از میان آنها کنترل شرکت را در اختیار دارند. در قالب کلی رابطه ساختار مالکیت بر عملکرد آنچه که نیازمند دقت و بررسی است قدرت گرفتن گروهی از مالکان به نام سرمایه‌گذاران نهادی است که سهم مالکانه زیادی را به خود اختصاص داده‌اند و تعامل بین این گروه‌ها با سایر مالکان است که می‌تواند بر عملکرد شرکت موثر واقع شود (شریعت پناهی، ۱۳۸۰).

سرمایه گذاران نهادی به سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانک ها، شرکت های بیمه و شرکت های سرمایه گذاری گفته می شود. سرمایه گذاران نهادی معمولاً به دلیل در اختیار داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکت ها و همچنین حرفه ای بودن در امر سرمایه گذاری، توان و انگیزه لازم برای نظارت بر شرکت ها را دارا می باشند. عموماً این گونه تصور می شود که حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و عملکرد شرکت ها منجر شود (اسداللهی، ۱۳۸۹).

ارزیابی و اندازه گیری عملکرد شرکت از مهم ترین مسائل مالی است و عدم ارزیابی و کنترل عملکرد شرکت ها به عدم تخصیص بهینه منابع می انجامد که این موضوع سبب زیان سهام داران و در نهایت اقتصاد در سطح کلان می شود. ارزیابی عملکرد یعنی ارزیابی اینکه شرکت تا چه حدی به اهداف تعیین شده در برنامه های خود دست یافته است. عملیاتی کردن مفهوم عملکرد شرکت امر پیچیده‌ای است و معمولاً برای انجام آن از سنجه های مختلفی استفاده می شود (عبداللهی، ۱۳۸۸).

۴- پیشینه پژوهش

۴-۱ تحقیقات خارجی

* بروس و کینی (۱۹۹۴) در تحقیق خود به این نتیجه رسیده اند که بین قیمت سهام، سودآوری شرکت و بهبود عملیات با سطح سرمایه گذاران نهادی، رابطه مثبت وجود دارد. سیفرت، گاننس و رایت (۲۰۰۴) اثرات حق مالکیت بوسیله دارندگان اطلاعات محرمانه و حق مالکیت بوسیله سهامداران عمده و موسسات را بر عملکرد شرکت با استفاده از نمونه موسساتی از ۴ کشور (امریکا، انگلستان، آلمان و ژاپن) بررسی کردند. نتایج مشخص می کند که اثرات مالکیت بوسیله دارندگان اطلاعات محرمانه یا سهامداران عمده و موسسات، بستگی زیادی به قوانین محلی یا محیط تجاری دارد (Seifert, Gonence and Wright, 2005).

* کیرچمایر و گرانت (۲۰۰۵) تحقیق دیگری در اروپا انجام دادند. نتایج نشان می دهد که سهامداران عمده اثر منفی بر روی عملکرد قیمت سهام در بلندمدت دارند. این نتایج بعد از کنترل اثرات صنعت، کشور، اندازه و نوع مالکیت هم به قوت خود باقی است (Kirchmaier, 2005, and Grant).

*میولر و اسپیتز (۲۰۰۶) ارتباط میان مالکیت مدیریتی (که شامل سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیئت مدیره می باشد) و عملکرد شرکت های خصوصی متوسط و کوچک آلمانی را با آزمایش فرضیات انگیزشی، تجزیه و تحلیل می نمایند. آنها در پژوهش خود از نمونه ۳۵۶ تایی شرکت های بخش خدمات برای سال های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰، استفاده کردند که با کسب و کار ارتباط دارند. یافته های این پژوهش نشان داد که عملکرد شرکت های با درصد مالکیت مدیریتی بالای ۴۰درصد، در حال بهبود می باشد.

* تیسای و گو (۲۰۰۷) نیز در بررسی ارتباط میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت دریافتند که مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت (شاخص کیوتوبین) تاثیر مثبت وجود دارد. همچنین الیاسیانی و جیا (۲۰۰۷) در تحقیقی دریافتند که سهامداران نهادی با عملکرد شرکت رابطه مثبت دارند.

* کاپوپولس و لازاری تو (۲۰۰۷) تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت متمرکزتر به گونه مثبت با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است.

* آیدین، ساییم و یالاما (۲۰۰۷) بررسی کردند که آیا شرکت های ترکیه ای دارای مالکیت خارجی، به گونه معنی داری بهتر از شرکت های دارای مالکیت داخلی عمل می کنند؟ در این پژوهش، از آزمون تی و متغیرهای حاشیه سود عملیاتی شرکت ها، بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام و اطلاعات تمام شرکت های حاضر در بازار بورس استانبول برای سال های ۲۰۰۳ و ۲۰۰۴، استفاده شده است. نتایج نشان می دهد که شرکت های دارای مالکیت خارجی، از نظر بازده دارایی ها، بهتر از شرکت هایی عمل می کنند که دارای مالکیت داخلی هستند. شواهد این پژوهش از این فرضیه نیز حمایت می کند که مشارکت مالکیت خارجی عملکرد شرکت را بهبود می بخشد (Aydin, N. Sayim, M. & A. Yalama, 2007).

۴-۲ تحقیقات داخلی

*در سال ۱۳۸۰ سید مجید شریعت پناهی در پایان نامه دکتری خود اثر نوع مالکیت را بر عملکرد مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس بررسی کرده است. نتایج نشان می دهد: رابطه متعاملی میان استفاده از این ساز و کارهای کنترلی وجود دارد. بین عملکرد شرکت ها و استفاده از بازار نیروی کار مدیریتی و میزان استفاده شرکت از بدهی، رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. ولی عملکرد شرکت ها با سایر سازو کارها به ویژه ساز و کارهای مربوط به انواع مستقیم مالکیت آنها، رابطه معناداری ندارد. بین عملکرد شرکت ها و درصد مالکیت سهام سهامداران داخلی شرکت، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد (شریعت پناهی، ۱۳۸۰).

*احمد میدری در رساله دکتری خود در سال ۱۳۸۱ با عنوان «سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصاد ایران»، تاثیر خرد و کوچک شدن سهام و دارایی های شرکت بر عملکرد آن را بررسی کرد. نتایج نشان داد که در ایران رابطه معنادار و مثبتی میان تمرکز مالکیت و کارایی وجود دارد. کارایی شرکت های فاقد مالک عمده حتی از شرکت های دولتی نیز کمتر است. عملکرد شرکت های خانوادگی تفاوت چندانی با شرکت های دولتی ندارد. در نهایت وی نتیجه گرفت ساختار نامتمرکز مالکیت در ایران به بدتر شدن عملکرد می انجامد (میدری، ۱۳۸۰).

*در تحقیق دیگری در سال ۱۳۸۲ نادر مظلومی، رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذران نهادی را با سهم مالکیت آن نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس بررسی کرده است. یافته ها نشان می دهد که گروه های مالک به یک شکل و میزان از قدرت و هم سویی در اثرگذاری بر عملکرد برخوردار نیستند که توسط بازده دارایی ها و ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام سنجیده شده است. بر مبنای نتایج حاصل نهادها در نقش مالکان در شرکت های سهامی عام، قدرت کاهش هزینه های نمایندگی و اثرگذاری مثبت بر عملکرد را دارند. قدرت اثرگذاری نهادها در شرکت های کوچکتر بیشتر است (مظلومی، ۱۳۸۲).

*ژیلا احمدوند (۱۳۸۵) در تحقیقی با عنوان «بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» با بررسی ضریب P/E و نسبت ROE دریافت که بازده حقوق صاحبان سهام شرکت (ROE) تحت تاثیر عوامل صنعت می باشد، اما صنایع مورد مطالعه، از نظر شاخص P/E تفاوت معناداری با هم ندارند. او به این نتیجه رسید که با

افزایش تعداد سهامداران عمده در ترکیب مالکیت شرکت ها، ROE نیز افزایش می یابد. این روند احتمالاً ناشی از نظارت و کنترل سهامداران عمده شرکت و هم افزایی آنها در تاثیرگذاری بر تصمیمات مالی شرکت می باشد (احمدوند، ۱۳۸۵).

* حساس یگانه، مرادی و اسکندر (۱۳۸۷) در تحقیق خود نشان دادند که سرمایه گذاران نهادی بر ارزش شرکت (ارزش بازار به ارزش دفتری) تاثیر مثبتی دارند. بر این اساس، سرمایه گذاران نهادی برای بهبود عملکرد، محرک هایی دارند و توان تنبیه مدیرانی را نیز دارا هستند که در جهت منافعشان حرکت نمی کنند. به عبارتی، مالکان نهادی پرتفوی خود را به صورت فعال، مدیریت می کنند و مدیران را به گرفتن تصمیمات بهینه ترغیب می کنند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷).

* نرگس برادران خسروشاهی (۱۳۸۷) تحقیقی با عنوان « اثر ساختار مالکیت از نظر میزان پراکندگی و تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار» انجام داده است. در این تحقیق با طبقه بندی شرکت ها بر اساس ساختار مالکیت شرکتی از نظر میزان تمرکز به دو گروه شرکت هایی با مالکیت سهام متمرکز و شرکت هایی با مالکیت سهام پراکنده، سعی می شود به این پرسش پاسخ داده شود که کدام یک از این دو نوع ساختار مالکیت به عملکرد بهتر شرکت از نظر مالی و غیر مالی منجر می شود. با بررسی ساختار مالکیت به عنوان یکی از عوامل درون سازمان برای تشخیص نوع حاکمیت شرکتی، سیستم حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت های ایرانی مورد شناسایی قرار می گیرد.

* راضیه ماه آور پور (۱۳۸۷) در تحقیقی با عنوان « بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت های عضو بورس» رابطه میان EPS و تمرکز مالکیت را در تجزیه و تحلیل پانل دیتا بررسی کرده است و با ۹۵ درصد اطمینان نشان داد که میان درصد مالکیت سهامداران عمده و نیز سهامداران نهادی و EPS ، از نظر آماری ارتباط معنی داری وجود دارد. در این تحقیق، تمرکز مالکیت با استفاده از درصد مالکیت سهامداران عمده و سهامداران نهادی مورد بررسی قرار گرفته و عملکرد شرکت نیز با دو معیار بازده سهام و EPS سنجیده شده است (ماه آور پور، ۱۳۸۷).

* آرش جالبی (۱۳۸۸) تحقیقی با عنوان « تاثیر حاکمیت شرکتی از دیدگاه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » انجام داده است. هدف این

پژوهش بررسی تاثیر حاکمیت شرکتي از دیدگاه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. فرضیه اصلی تحقیق این است که رابطه معنی داری بین ساختار مالکیت شرکت ها و عملکرد آنها وجود دارد. فرضیه های فرعی مبتنی بر رابطه بین ساختار مالکیت و انواع شاخص های عملکرد شرکت ها است. یافته های تحقیق حاکی از وجود رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد آن ها می باشد (جالبی، ۱۳۸۸).

*مهین عبداللهی، در تحقیقی با عنوان « بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » در سال ۱۳۸۸، رابطه میان تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده است. نتایج نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین تمرکز مالکیت و دو معیار عملکرد یعنی ROE و Q توبین رابطه معناداری وجود دارد. به طوریکه تمرکز مالکیت ۱۲/۶۷ درصد از تغییرات ROE و ۱۳/۱۱ درصد از تغییرات Q توبین را تفسیر می کند. همچنین بین معیار عملکرد ROE و نسبت سود تقسیمی رابطه ای معنادار مشاهده شد که ۱۰/۲۷ درصد از تغییرات نسبت سود تقسیمی توسط معیار عملکرد ROE تفسیر می شود. در عین حال از نظر آماری رابطه ای معنادار بین تمرکز مالکیت و نسبت سود تقسیمی مشاهده نشد (عبداللهی، ۱۳۸۸).

*زینب عبدی نصرآباد (۱۳۸۹) در تحقیقی با عنوان «بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» رابطه میان ساختار مالکیت و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار داده است. در این تحقیق، از درصد مالکیت سهامداران عمده، بعنوان متغیر مستقل و از متغیرهای اندازه شرکت، فرصت های رشد، سودآوری و جریان نقدی آزاد، بعنوان متغیرهای کنترلی استفاده گردیده است تا بتوان رابطه آنها را با ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دریافت.

*مهديه پرتو اعظم (۱۳۸۹) در « بررسی تاثیر نوع ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت ها »، به بررسی تاثیر نوع ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت ها می پردازد. معیار در نظر گرفته شده برای عملکرد بازده دارایی ها (ROA)، جریان نقدی بازده دارایی ها ($CFOA$)، بازده فروش (ROS)،

بهره‌وری (سرانه دارایی‌ها و سرانه فروش کارکنان) و کیوتوبین است. به این منظور، عملکرد شرکت‌هایی مورد آزمون قرار گرفت که سهامدار عمده آنها یکی از چهار گروه بانک ملی، بنیاد مستضعفان، تامین اجتماعی و بخش خصوصی بود (پرتواعظم، ۱۳۸۹).

۵- سوالات تحقیق

این تحقیق به دنبال آن دسته از ویژگی‌های ساختار مالکیت شرکت می‌باشد که بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. بدین ترتیب سوالات مطرح شده این است که آیا میان ترکیب ساختار مالکیت شرکت‌های عضو بورس و معیارهای ارزیابی عملکرد، رابطه معناداری وجود دارد؟ و در صورت وجود رابطه معنادار، آیا این رابطه منحنی شکل است و همچنین کدامیک از معیارها، رابطه قوی‌تری با ساختار مالکیت دارند؟

۶- فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مبانی نظری، سوالات تحقیق و تحقیقات انجام شده، در این تحقیق فرضیات زیر مورد آزمون قرار می‌گیرند:

فرضیه ۱. میان تمرکز مالکیت با عملکرد شرکت ارتباط مثبتی وجود دارد.

فرضیه ۲. میان تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت نوعی ارتباط منحنی شکل وجود دارد. (رابطه افزایش در تمرکز مالکیت با عملکرد مالی در سطوح بالا و پایین تمرکز متفاوت است).

فرضیه ۳. میان مالکیت نهادی با عملکرد مالی شرکت ارتباط مثبتی وجود دارد.

۷- متغیرهای تحقیق

برای آزمون فرضیه‌ها در این تحقیق از متغیرهای مورد استفاده توسط سنگون (۲۰۰۸) برای بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است (Sanghoon, 2008).

➤ متغیرهای وابسته

NIA: نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها

OIA : نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها

➤ متغیرهای مستقل

متغیرهای مربوط به مالکیت:

CR: درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران بلوکی (سه نفر اول دارای بالاترین درصد مالکیت بیش از ۵٪)

INS : درصد سهام نگهداری شده توسط سرمایه‌گذاران نهادی (اشخاص حقیقی دارای درصد مالکیت بیش از ۵ درصد و کلیه اشخاص حقوقی)

متغیرهای مربوط به اندازه:

LNA : لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها

LNS : لگاریتم طبیعی مجموع فروش

متغیرهای مربوط به اهرم مالی:

EAR : نسبت حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی‌ها

LER : نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام

متغیرهای مربوط به نقدینگی:

CUR: نسبت جاری (نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری)

QKR: نسبت سریع

متغیرهای مربوط به ریسک:

BET: ضریب بتا حاصل از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (*CAPM*)

متغیرهای مربوط به چرخه عملیاتی:

IVA : نسبت موجودی‌ها به مجموع دارایی‌ها

OPCYCLE : متغیر مربوط به چرخه عملیاتی (لگاریتم دوره وصول مطالبات به علاوه دوره

گردش کالا)

IND : متغیر مجازی مربوط به صنعت

*CR : متغیر مجازی که برای کنترل ارتباط میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌ها در سطح بالای تمرکز مورد استفاده قرار می‌گیرد. اگر میزان مالکیت سهامداران بلوکی بیش از ۵۵٪ باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر برای آن در نظر گرفته می‌شود.

۸- روش تحقیق

۸-۱ انواع تحقیق

روش تحقیق حاضر با توجه به هدف کاربردی است و با توجه به روش تحقیق بر اساس روش‌های توصیفی و همبستگی صورت گرفته است. در تحقیق همبستگی هدف اصلی مشخص کردن رابطه بین دو یا چند متغیر، اندازه و مقدار آن رابطه است. از آنجا که تحقیق حاضر با داده‌های واقعی سر و کار دارد فراهم کردن اطلاعات مربوط به گزارش‌های سالانه شرکت‌ها می‌شود و از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت اطلاع‌رسانی سازمان بورس استفاده شده است. اطلاعات تحقیق حاضر شامل داده‌های تابلویی است و برای پردازش و آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزارهای *Excel* و *Eviews* استفاده شده است و روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای آزمون فرضیه انجام شد.

۸-۲ جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره مالی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ می‌باشد.

روش انتخاب نمونه در واقع غربالگری می‌باشد. کلیه شرکت‌های نمونه باید واجد کلیه شرایط مندرج در زیر باشند:

۱- در سال قبل از آغاز دوره تحقیق یعنی سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲- طی دوره تحقیق ۸۹-۸۳ وقفه معاملاتی بیش از پنج ماه نداشته باشد.

۳- نمونه‌ها شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری نمی‌باشند.

۴- سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.

۵- طی دوره تحقیق با تغییر در دوره مالی مواجه نباشند.

- ۶- شرکت های منتخب جزو شرکت های زیان ده طی دوره تحقیق نباشند.
- ۷- شرکت ها از صناعی باشند که حداقل آن صنعت ۳ شرکت در نمونه داشته باشد.

۸-۳ قلمرو تحقیق

تحقیق حاضر، رابطه بین ساختار مالکیت بر عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی می کند. قلمرو زمانی تحقیق شامل دوره زمانی ۷ ساله از سال ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۹ می باشد. قلمرو مکانی تحقیق محدود به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

۹- تجزیه و تحلیل آزمون فرضیات

۹-۱ آمار توصیفی و تجزیه و تحلیل آن

آمار های توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق در نگاره ۱ ارائه شده اند. نتایج ارائه شده در نگاره ۱ شمایی کلی از وضعیت داده های تحقیق ارائه می کند.

نگاره ۱: آمار توصیفی تحقیق

متغیرها	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
<i>NIA</i>	۴۹۰	۰/۱۵۶	۰/۱۳	۰/۵۴	۰/۰۰۱	۰/۱۰۳
<i>OIA</i>	۴۹۰	۰/۱۸۷	۰/۱۷	۰/۵۶	۰/۰۰۱	۰/۱۰۷
<i>CR</i>	۴۹۰	۰/۶۹۹	۰/۷۰۶	۰/۹۸۱	۰/۰۵۳	۰/۱۶۵
<i>INS</i>	۴۹۰	۰/۷۷۲	۰/۸۰۹	۰/۹۹۳	۰/۰۹۵	۰/۱۵۴
<i>LNA</i>	۴۹۰	۱۳/۵۹	۱۳/۳۴	۱۸/۴	۱۰/۸	۱/۴۳
<i>LNS</i>	۴۹۰	۱۳/۳۶	۱۳/۱۶	۱۸/۴۱	۱۰/۲۱	۱/۴۳
<i>EAR</i>	۴۹۰	۰/۳۷	۰/۳۶	۰/۹۰	۰/۰۷	۰/۱۴۸
<i>LER</i>	۴۹۰	۲/۲۴	۱/۸۱	۱۳/۸۱	۰/۱۱	۱/۷۹
<i>CUR</i>	۴۹۰	۱/۲۷	۱/۱۹	۷/۲۴	۰/۱۶	۰/۶۴
<i>QKR</i>	۴۹۰	۰/۷۴۴	۰/۶۹	۵/۰۱	۰/۰۴	۰/۴۹
<i>BET</i>	۴۹۰	۰/۳۸۹	۰/۲۲	۵/۳۹	-۵/۲۴	۱/۱۹
<i>IVA</i>	۴۹۰	۰/۲۳۹	۰/۲۳	۰/۶۹	۰/۰۰۳	۰/۱۳

۰/۵۷	۲/۵۵	۷/۵۴	۵/۴۶	۵/۳۸	۴۹۰	OPC
------	------	------	------	------	-----	-----

NIA در مجموع شرکت‌های نمونه با میانگین ۰/۱۵۶ به معنای آن است که به ازای هر یک هزار ریال جمع داراییها در شرکت‌های نمونه آنها توانسته اند ۱۵۶ ریال سود خالص کسب نمایند. دامنه تغییرات این نسبت بین ۰/۰۰۱ تا ۰/۵۴ می‌باشد. در واقع بهترین شرکت نمونه تحقیق به ازای هر یک هزار ریال ۵۴ ریال و ضعیف‌ترین شرکت نمونه به ازای هر یک هزار ریال صفر ریال سود خالص کسب نموده است. با توجه به اینکه میانه و میانگین نسبت فوق نزدیک اند، از نظر چولگی و کشیدگی مشکل خاصی وجود دارد. همچنین درصد مالکیت در اختیار ۳ نفر اول سهامداران شرکت‌های نمونه تحقیق به طور میانگین ۶۹/۹ درصد بوده در حالیکه در کمترین حالت ۵/۳ درصد و در بیشترین حالت ۹۸/۱ درصد در اختیار آن‌ها قرار دارد. با توجه به نزدیکی میانه و میانگین در بیشتر متغیرها و همچنین دیگر آماره‌های بدست آمده از متغیرهای مختلف می‌توان نتیجه گرفت که کلیه متغیرهای تحقیق از توزیع آماری مناسبی برخوردار هستند.

۲-۹ آزمون فرضیات تحقیق

۱-۲-۹ آزمون فرضیه اول

در این فرضیه، به بررسی وجود ارتباط مثبت میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود. برای آزمون این فرضیه از الگوی شماره یک به شرح زیر استفاده می‌شود:

الگوی شماره یک

$$NIA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 INS_{i,t} + \beta_3 LNA_{i,t} + \beta_4 EAR_{i,t} + \beta_5 CUR_{i,t} + \beta_6 BET_{i,t} + \beta_7 IVA_{i,t} + \beta_8 OPC_{i,t} + \sum_{i=1}^9 \beta_{8+i} IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

قبل از برآزش الگو، آزمون تشخیصی چاو (F لیمر) برای انتخاب از بین روش‌های داده‌های ترکیبی معمولی در مقابل روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شد. با توجه به نتایج به دست آمده، روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت روش ارجح می‌باشد. به منظور بررسی خود همبستگی سریالی میان جملات باقیمانده‌های الگوی تحقیق، باقیمانده‌های بدست آمده از رگرسیون بالا در

مقابل سه وقفه آن مورد تخمین قرار گرفت و نتایج نشان داد که خودهمبستگی سریالی مرتبه اول میان جملات باقیمانده الگوی تحقیق وجود دارد. حال برای رفع این مشکل متغیرهای مستقل الگو با یک وقفه وارد الگو شده و الگو دوباره مورد تخمین قرار گرفت که نتایج آن در نگاره شماره ۲ ارائه شده است.

نگاره شماره ۲. نتایج تخمین الگوی شماره ۱

متغیر	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
عرض از مبدا	-۰/۱۰۵	۲/۲۲	۰/۰۲۷
CR	-۰/۰۰۰۱	-۰/۳۷۵	۰/۷۰۸
INS	۰/۰۰۰۴	۰/۸۹۹	۰/۳۶۹
LNA	۰/۰۰۰۶	۰/۳۳۴	۰/۷۳۸
EAR	۰/۳۵۹	۶/۵۶	۰/۰۰۰
CUR	۰/۰۰۰۲	۰/۴۷۸	۰/۶۳۳
BET	-۰/۰۰۰۲	-۰/۶۵۹	۰/۵۰۹
IVA	۰/۰۰۱۵	۰/۴۰۸	۰/۶۸۳
OPC	-۰/۰۰۳۴	-۳/۹۸	۰/۰۰۰
IND _۱	-۰/۰۰۰۵	-۰/۴۸۷	۰/۶۲۶
IND _۲	-۰/۰۰۱۸	-۲/۱۱۶	۰/۰۳۵
IND _۳	-۰/۰۰۴۲	-۴/۹	۰/۰۰۰
IND _۴	-۰/۰۰۲۴	-۲/۵۳	۰/۱۲
IND _۵	-۰/۰۰۳۱	-۳/۳۷	۰/۰۰۰
IND _۶	-۰/۰۰۴۱	-۴/۹	۰/۰۰۰
IND _۷	-۰/۰۰۰۴	-۴/۷۲	۰/۰۰۰
IND _۸	-۰/۰۰۰۱	-۰/۷۹۲	۰/۴۲۹
IND _۹	-۰/۰۰۲۹	۱/۸۷	۰/۰۶۲
CR(-۱)	۰/۰۰۰۰۰۲	۰/۰۳۷	۰/۹۷

۰/۶۳۹	۰/۴۶۸	۰/۰۰۰۲	<i>INS(-۱)</i>
۰/۹۹۸	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۰۰۵	<i>LNA(-۱)</i>
۰/۰۰۰	-۳/۷۳	-۰/۲۰۲	<i>EAR(-۱)</i>
۰/۶۵۷	-۰/۴۴۵	-۰/۰۰۴	<i>CUR(-۱)</i>
۰/۲۱	-۱/۲۵۵	-۰/۰۰۲	<i>BET(-۱)</i>
۰/۳۰۹	۱/۰۱۹	۰/۰۳۹	<i>IVA(-۱)</i>
۰/۰۰۰	۴/۴۶	۰/۰۳۲	<i>OPC(-۱)</i>
۰/۰۰۰	-۱۵/۸۷	-۰/۶۲۷	<i>NIA(-۱)</i>
۰/۸۶۳			<i>R-Squared</i>
۰/۸۵۲			<i>Adjusted R-Squared</i>
۷۸/۹۶(۰/۰۰۰)			<i>F stat. (P.Value)</i>
۱/۸۸			<i>D.W Stat.</i>

با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره شماره ۲ از برآورد الگوی تحقیق، با توجه به آماره $F(۹۶/۷۸)$ و سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر با (۰/۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۹ می توان بیان کرد که در کل الگوی تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون بدست آمده نشان می دهد که خودهمبستگی سریالی میان جملات باقیمانده های الگوی تحقیق، وجود ندارد. در فرضیه یک به بررسی ارتباط میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از تخمین الگوی شماره ۱ و ضریب متغیر تمرکز مالکیت که برابر (۰/۰۰۰۱-) و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر (۰/۷۰۸) و بیشتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می باشد، می توان بیان کرد که ارتباط معناداری میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی وجود ندارد.

۹-۲-۲ آزمون فرضیه دوم

در این فرضیه، به بررسی وجود ارتباط منحنی شکل میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای آزمون این فرضیه از الگوی شماره دو به شرح زیر استفاده می شود.

الگوی شماره دو

$$OIA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 CR^*_{i,t} + \beta_3 INS_{i,t} + \beta_4 LNA_{i,t} + \beta_5 EAR_{i,t} \\ + \beta_6 CUR_{i,t} + \beta_7 BET_{i,t} + \beta_8 IVA_{i,t} + \beta_9 OPC_{i,t} \\ + \sum_{i=1}^9 \beta_{9+i} IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

قبل از برازش الگو، آزمون تشخیصی چاو (F لیمر) برای انتخاب از بین روش های داده های ترکیبی معمولی در مقابل روش داده های تابلویی با اثرات ثابت انجام شد. لازم به توضیح است در این الگو با توجه به اینکه اثرات مکانی (مربوط به صنایع مختلف) کنترل شده و به عنوان متغیر مجازی در الگو قرار گرفته لازم است تا در آزمون تشخیصی چاو به بررسی اثرات ثابت زمانی در مقابل داده های ترکیبی معمولی پرداخته شود. نتایج به دست آمده نشان می دهد که روش داده های تابلویی با اثرات ثابت روش ارجح می باشد. همچنین به منظور بررسی خودهمبستگی سریالی میان جملات باقیمانده های الگو تحقیق، باقیمانده های بدست آمده از رگرسیون بالا در مقابل سه وقفه آن مورد تخمین قرار گرفت و نتایج نشان داد که خودهمبستگی سریالی مرتبه اول میان جملات باقیمانده الگوی تحقیق وجود دارد. حال برای رفع این مشکل متغیرهای مستقل الگو با یک وقفه وارد الگو شده و الگو دوباره مورد تخمین قرار گرفت که نتایج آن در نگاره شماره ۳ ارائه شده است.

نگاره شماره ۳. نتایج تخمین الگوی شماره ۲

متغیر	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
عرض از مبدا	-۰/۰۶	-۰/۸۴	۰/۴۰۱
CR	۰/۰۰۰۱	۰/۱۷۴	۰/۸۶۲

•/۹۲۹	•/۰۸۹	•/۰۰۱۳	<i>CR*</i>
•/۴۳۸	•/۷۷۷	•/۰۰۰۵	<i>INS</i>
•/۵۵۵	•/۵۹۱	•/۰۰۱۲	<i>LNA</i>
•/۰۰۰	۳/۸۴	•/۲۹۵	<i>EAR</i>
•/۶۲۳	•/۴۹۲	•/۰۰۰۴	<i>CUR</i>
•/۳۶۶	-•/۹۰۵	-•/۰۰۰۳	<i>BET</i>
•/۲۷۳	۱/۰۹۷	•/۰۸۵	<i>IVA</i>
•/۰۰۰	-۳/۸۴	-•/۰۰۷	<i>OPC</i>
•/۴۵۹	-•/۷۴	-•/۰۰۱۳	<i>IND۱</i>
•/۰۰۳	-۲/۹۸	-•/۰۰۴	<i>IND۲</i>
•/۰۰۰	-۴/۰۸	-•/۰۰۵۷	<i>IND۳</i>
•/۰۰۱۴	-۲/۴۷	-•/۰۰۳	<i>IND۴</i>
•/۰۰۲	-۳/۰۶	-•/۰۰۴۳	<i>IND۵</i>
•/۰۰۲	-۳/۱	-•/۰۰۴۷	<i>IND۶</i>
•/۰۰۰	-۴/۲۵	-•/۰۰۵۹	<i>IND۷</i>
•/۲۶۹	-۱/۱۰۷	-•/۰۰۲۲	<i>IND۸</i>
•/۰۸۲	-۱/۷۵	-•/۰۰۳۳	<i>IND۹</i>
•/۴۰۱	-•/۸۴	-•/۶۰۶	<i>OAI(-۱)</i>
•/۸۴۵	-•/۱۹۶	-•/۰۰۰۱	<i>CR(-۱)</i>
•/۶۱۶	-•/۵۰۲	-•/۰۰۷۹	<i>CR*(-۱)</i>
•/۴۴۷	•/۷۶	•/۰۰۰۵	<i>INS(-۱)</i>
•/۶۹۶	-•/۳۹	-•/۰۰۰۸	<i>LNA(-۱)</i>
•/۰۰۱۸	-۲/۳۷	-•/۱۶۹	<i>EAR(-۱)</i>
•/۶۸۶	-•/۴۰۵	-•/۰۰۰۴۹	<i>CUR(-۱)</i>
•/۵۳	-•/۶۲۸	-•/۰۰۰۱۳	<i>BET(-۱)</i>
•/۹۹۵	-•/۰۰۰۶	-•/۰۰۰۰۴	<i>IVA(-۱)</i>

۰/۰۰۱	-۳/۲۹	۰/۰۶۳	<i>OPC(-۱)</i>
۰/۷۵۷			<i>R-Squared</i>
۰/۷۳۷			<i>Adjusted R-Squared</i>
۳۶/۴۵(۰/۰۰۰)			<i>F stat. (P.Value)</i>
۱/۹۵			<i>D.W Stat.</i>

با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره شماره ۳ از برآورد الگوی تحقیق، با توجه به آماره F (۳۶/۴۵) و سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر با (۰/۰۰/۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۹ می توان بیان کرد که در کل الگوی تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون بدست آمده نشان می دهد که خودهمبستگی سریالی میان جملات باقیمانده های الگوی تحقیق، وجود ندارد. در فرضیه دو به بررسی ارتباط منحنی شکل میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از تخمین الگوی شماره ۲ و ضریب متغیر تمرکز مالکیت و متغیر مجازی تمرکز مالکیت که به ترتیب برابر (۰/۰۰۱/۰) و (۰/۰۱۳/۰) و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آنها که به ترتیب برابر (۰/۸۶۲) و (۰/۹۲۹) بوده که بیشتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می باشد، می توان بیان کرد که ارتباط معناداری میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی وجود ندارد که مطابق با نتیجه فرضیه شماره یک نیز می باشد.

۹-۲-۳ آزمون فرضیه سوم

در این فرضیه، به بررسی وجود ارتباط مثبت میان میزان مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای آزمون این فرضیه از الگوی شماره سه به شرح زیر استفاده می شود:

الگوی شماره سه

$$OIA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 INS_{i,t} + \beta_3 LNS_{i,t} + \beta_4 LER_{i,t} + \beta_5 QKR_{i,t} + \beta_6 BET_{i,t} + \beta_7 IVA_{i,t} + \beta_8 OPC_{i,t} + \sum_{i=1}^9 \beta_{\lambda+i} IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

قبل از برازش الگو، آزمون تشخیصی چاو (F لیمر) برای انتخاب از بین روش‌های داده‌های ترکیبی معمولی در مقابل روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شد. لازم به توضیح است در این الگو با توجه به اینکه اثرات مکانی (مربوط به صنایع مختلف) کنترل شده و به عنوان متغیر مجازی در الگو قرار گرفته لازم است تا در آزمون تشخیصی چاو به بررسی اثرات ثابت زمانی در مقابل داده‌های ترکیبی معمولی پرداخته شود. طبق نتایج به دست آمده می‌توان بیان کرد که روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت روش ارجح می‌باشد.

همچنین برای بررسی خودهمبستگی سریالی میان جملات باقیمانده‌های الگو تحقیق، باقیمانده‌های بدست آمده از رگرسیون بالا در مقابل سه وقفه آن مورد تخمین قرار گرفت و نتایج نشان داد که خودهمبستگی سریالی مرتبه اول میان جملات باقیمانده الگوی تحقیق وجود دارد. حال برای رفع این مشکل متغیرهای مستقل الگو با یک وقفه وارد الگو شده و الگو دوباره مورد تخمین قرار گرفت که نتایج آن در نگاره شماره ۴ ارائه شده است.

نگاره شماره ۴. نتایج تخمین الگوی شماره ۳

متغیر	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
عرض از مبدا	-۰/۰۸۹	-۱/۴۸	۰/۱۳۹
<i>CR</i>	۰/۰۰۰۰۸	۰/۱۲۲	۰/۹۰۳
<i>INS</i>	۰/۰۰۰۱	۳/۵۷	۰/۰۰۰
<i>LNS</i>	۰/۱۳۹	۹/۷۷	۰/۰۰۰
<i>LER</i>	-۰/۰۰۶	-۲/۸۲	۰/۰۰۵
<i>QKR</i>	۰/۰۳۲	۴/۱۳۶	۰/۰۰۰
<i>BET</i>	-۰/۰۰۳	-۱/۲۰۴	۰/۲۲۹
<i>IVA</i>	۰/۰۷۹	۱/۵۷۸	۰/۱۱۵
<i>OPC</i>	-۰/۰۲۲	-۱/۸۴	۰/۰۶۷

۰/۸۷۱	-۰/۱۶۲	-۰/۰۰۲	IND λ
۰/۱۲۵	-۱/۵۴	-۰/۰۲۷	IND λ^2
۰/۰۰۰	-۳/۵۹	-۰/۰۴۲	IND λ^3
۰/۶۳۶	۰/۴۷۳	۰/۰۰۶	IND λ^4
۰/۰۱۷	-۲/۳۸	-۰/۰۳۳	IND λ^5
۰/۰۰۵	-۲/۸۲	-۰/۰۳۴	IND λ^6
۰/۰۰۰	-۴/۰۲	-۰/۰۵۳	IND λ^7
۰/۴۲۶	-۰/۷۹۷	-۰/۰۰۹	IND λ^8
۰/۱۸۴	-۱/۳۳	-۰/۰۱۹	IND λ^9
۰/۰۰۰	۱۸/۶۷	۰/۶۴۷	OIA(-۱)
۰/۹۱۸	۰/۱۰۳	۰/۰۰۰۰۷	CR(-۱)
۰/۳۸۳	۰/۸۷۴	۰/۰۰۰۰۶	INS(-۱)
۰/۰۰۰	-۹/۴۳	-۰/۱۳۴	LNS(-۱)
۰/۱۱۹	۱/۵۶	۰/۰۰۳۶	LER(-۱)
۰/۳۲۵	-۰/۹۸۵	-۰/۰۰۰۸۷	QKR(-۱)
۰/۶۰۲	-۰/۵۲۲	-۰/۰۰۱	BET(-۱)
۰/۸۰۹	۰/۲۴۲	۰/۰۱۲	IVA(-۱)
۰/	۱/۹۱	۰/۰۲۳	OPC(-۱)
۰/۷۷۳			R-Squared
۰/۷۵۵			Adjusted R-Squared
۴۲/۶۹(۰/۰۰۰)			F stat. (P.Value)
۱/۹۸			D. W Stat.

با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره شماره ۴ از برآورد الگوی تحقیق، با توجه به آماره $F(۴۲/۶۹)$ و سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر با (۰/۰۰/۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۹ می توان بیان کرد که در کل الگوی تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون بدست آمده نشان می دهد که خودهمبستگی سریالی میان جملات باقیمانده های

الگوی تحقیق، وجود ندارد. در فرضیه سه به بررسی ارتباط میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از تخمین الگوی شماره ۳ و ضریب متغیر مالکیت سهامداران نهادی که برابر (۰/۰۰۱/۰) و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر (۰/۰۰۰) و کمتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می باشد می توان بیان کرد که ارتباط مثبت و معناداری میان مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد مالی شرکت وجود دارد.

۱۰- بحث و نتیجه گیری

نتایج تحقیق به شرح زیر ارائه می گردد :

۱-۱۰ فرضیه اول تحقیق

در این فرضیه به بررسی ارتباط میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده می توان بیان کرد که ارتباط معناداری میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی وجود ندارد که این نتیجه مغایر با تحقیق کلاسنس، دجانکو و پل (۱۹۹۷) است. این پژوهشگران بیان کرده اند که مالکیت های متمرکز، از ارزش بازار و سودآوری بیشتری برخوردارند. همچنین با نتایج تحقیقات کلاسنس و جانکو (۱۹۹۹)، گورسوی و آی دوگان (۲۰۰۳) و سنگون (۲۰۰۸) نیز مغایر است، زیرا آنان بیان کرده اند که ساختار مالکیت، تمرکز مالکیت و ترکیب مالکیت اثر با اهمیتی بر عملکرد و رفتار ریسک پذیری موسسات دارد. نتایج تحقیق حاضر همچنین با برخی تحقیقات داخلی مانند تحقیق میدری (۱۳۸۱)، عبداللهی (۱۳۸۸)، جالبی (۱۳۸۸) و ماه آورپور (۱۳۸۷) نیز متناقض است؛ زیرا یافته های تحقیقات آن ها حاکی از وجود رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد می باشد. عبداللهی (۱۳۸۸) به منظور بررسی عملکرد از دو معیار عملکرد یعنی ROE و Q توین و ماه آور پور (۱۳۸۷) از معیار EPS استفاده کرده است. در صورتی که در تحقیق حاضر از نسبت های مربوط به چرخه تجاری، نقدینگی، ریسک، اهرم مالی و اندازه به عنوان شاخص هایی برای عملکرد شرکت استفاده شده است. احتمالاً دستیابی به نتایج مغایر به دلیل استفاده از معیارهای متفاوت است.

از سوی دیگر، نتایج این تحقیق مطابق با تحقیقات دمستر و ویلاونگا (۲۰۰۰)، ولچ (۲۰۰۳)، عمران (۲۰۰۸) می باشد. چرا که آن ها بیان کرده اند که ساختار مالکیت عاملی درون زا (خود جوش) بوده و لزوماً این ساختار نمی تواند بر روی عملکرد شرکت ها تاثیرگذار باشد.

۲-۱۰ فرضیه دوم تحقیق

فرضیه دوم بیان می کند که نوعی ارتباط منحنی شکل میان تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد (رابطه افزایش در تمرکز مالکیت با عملکرد مالی در سطوح بالا و پایین تمرکز متفاوت است). می توان بیان کرد که ارتباط معناداری میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی وجود ندارد که مطابق با نتیجه فرضیه شماره یک نیز می باشد. این نتیجه مغایر با تحقیق سنگون (۲۰۰۸) است. سنگون (۲۰۰۸) بیان کرده است که نوعی ارتباط منحنی شکل بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد؛ به گونه ای که در سطوح میانی تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت حداکثر می شود. وی بیان کرده که هر چه تمرکز مالکیت افزایش می یابد، اثرات منفی بازبینی توسط مالکان نسبت به اثرات مثبت آن بیشتر می شود. نتایج این تحقیق با نتیجه تحقیق کیرچمایر و گران (۲۰۰۵) نیز مغایر است. این محققان بیان کرده اند که سهامداران مقتدر، اثر منفی بر عملکرد قیمت سهام در بلندمدت دارند (یعنی نوعی ارتباط منحنی شکل میان تمرکز مالکیت و عملکرد سهام وجود دارد) ولی در تحقیق به عمل آمده در بورس اوراق بهادار تهران چنین ارتباطی به چشم نمی خورد.

۳-۱۰ فرضیه سوم تحقیق

فرضیه سوم نیز بیان می کند که ارتباط معناداری (مثبت) میان مالکیت نهادی با عملکرد مالی شرکت وجود دارد. طبق نتایج، این فرضیه مورد تأیید قرار می گیرد. به عبارت دیگر، می توان بیان کرد که ارتباط مثبت و معناداری میان مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد مالی شرکت وجود دارد.

این نتیجه مطابق با نتایج تحقیقات شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶)، چارل و پولسن (۱۹۸۷)، چو و وانگ (۱۹۹۷) و سنگون و لی (۲۰۰۸) و نیز تحقیقات داخلی چون نادر مظلومی (۱۳۸۲)، حساس یگانه، مرادی و اسکندر (۱۳۸۷) می باشد. شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) و حساس یگانه، مرادی و اسکندر

(۱۳۸۷) بیان کرده اند که وجود سرمایه گذاران نهادی بزرگ به دلیل افزایش نظارت موثر، اثر مثبتی بر ارزش شرکت خواهد داشت. چارل و پولسن (۱۹۸۷) بیان کرده است که بین درصد سهام مدیران و درصد سهام سرمایه گذاران نهادی و شرکت های سرمایه گذاری سهامدار و عملکرد شرکت ها رابطه معنادار موثری وجود دارد. چو و وانگ (۱۹۹۷) به این نتیجه رسیده اند که ساختار مالکیت (هم ترکیب و هم تمرکز) در حقیقت اثرات با اهمیتی بر عملکرد شرکت های سهامی دارد. نادر مظلومی (۱۳۸۲) نیز بیان کرده است که نهادها در نقش مالکان در شرکت های سهامی عام، قدرت کاهش هزینه های نمایندگی و اثرگذاری مثبت بر عملکرد را دارند. قدرت اثرگذاری نهادها در شرکت های کوچکتر بیشتر است.

۱۱- پیشنهادات تحقیق

۱-۱۱ پیشنهادات کاربردی

با توجه به تحقیقات صورت گرفته در داخل و خارج از کشور تا حدودی به اهمیت ترکیب و تمرکز مالکیت و تأثیر آن بر روی عملکرد شرکت پی بردیم، لیکن به سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل پیشنهاد می گردد که برای برآورد وضعیت مالی، تجزیه و تحلیل نحوه عملکرد و بکار بردن پیش بینی های لازم برای اینکه تصمیمات مرتبط و معقولانه ای در مورد استفاده از صورت های مالی گرفته شود، با دقت بیشتری به ارزیابی تمرکز مالکیت و ترکیب آن در شرکت ها پردازند.

۲-۱۱ پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

۱- به منظور دستیابی به نتایج جامع تر، تحقیقاتی نظیر تحقیق حاضر با در نظر گرفتن محدوده زمانی گسترده تر صورت پذیرد. به گونه ای که از داده های بیشتری استفاده شود تا دقت و اعتبار مدل ها افزایش یابد و نتایج مقبول تری حاصل شود.

۲- می توان در تحقیق حاضر به منظور بررسی اثرات ساختار مالکیت بر روی عملکرد شرکت ها، علاوه بر نسبت های مربوط به چرخه تجاری، نقدینگی، ریسک، اهرم مالی و اندازه به عنوان شاخص هایی برای عملکرد؛ از نسبت های ROA ، EPS ، ROE ، P/E ، بازده سهام نیز به عنوان شاخصی برای عملکرد شرکت استفاده شود؛ تا نتایج دقیق تر و جامع تری به دست آید.

۱۲- محدودیت های تحقیق

هر تحقیقی دارای محدودیت‌هایی می‌باشد که پژوهش حاضر نیز از این محدودیت‌ها مستثنی نمی‌باشد. از محدودیت‌های این تحقیق می‌توان به مورد زیر اشاره کرد:

رویه‌های حسابداری مورد استفاده در شرکت‌های نمونه مورد توجه قرار نگرفته است. هر چند که تفاوت در رویه‌های حسابداری بر جریان‌های نقدی شرکت اثر نخواهد گذاشت، اما بر سود خالص گزارش شده اثر می‌گذارد، چرا که سود خالص از جمله مواردی است که در اندازه‌گیری عملکرد عملیاتی در این پژوهش استفاده شده است.

۱۳- منابع و ماخذ

الف - منابع فارسی

۱. احمدوند، ژیلا (۱۳۸۵). «بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهرا.

۲. اسداللهی، آسیه (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی رجاء.

۳. آذر، عادل و منصور مومنی (۱۳۸۰). «آمار و کاربرد آن در مدیریت»، انتشارات سمت، تهران، جلد دوم، چاپ دهم.

۴. بیدرام، رسول (۱۳۸۱). «*EvIEWS همگام با اقتصاد سنجی*»، انتشارات منشور بهره وری.

۵. پرتو اعظم، مهدیه (۱۳۸۵). «بررسی تاثیر نوع ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.

۶. جالبی، آرش (۱۳۸۸). «تاثیر حاکمیت شرکتی از دیدگاه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی رجاء.
۷. حساس یگانه، یحیی؛ محمد مرادی و هدی اسکندر (۱۳۸۷). «بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت»، **مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.
۸. شریعت پناهی، سید مجید (۱۳۸۰). «اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه دکتری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی تهران.
۹. صادقی شریف، سید جلال و محمد کفاش پنجه شاهی (۱۳۸۸). «تاثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، **مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵۵، صص ۵۱-۶۶.
۱۰. عبداللهی، مهین (۱۳۸۸). «بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
۱۱. ماه آور پور، راضیه (۱۳۸۶). «بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
۱۲. 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، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی تهران.
۱۳. مهرانی، ساسان؛ محمد مرادی و هدی اسکندر (۱۳۸۹). «رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه»، **مجله پژوهش های حسابداری مالی**، سال دوم، شماره اول، پیاپی ۳، صص ۴۷-۶۲.

۱۴. میدری، احمد (۱۳۸۱). «سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصاد ایران»، پایان نامه دکتری، دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران .

۱۵. نمازی، محمد؛ فرزانه حیدرپور و کاظم محمدی (۱۳۸۸). «بررسی تاثیر ترکیب سهام داران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت ها بر حجم مبادلات و نقد شوندگی سهام آن ها»، **پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی**، شماره ۳، صص ۱-۲۲.

۱۶. نمازی، محمد و احسان کرمانی (۱۳۸۷). «تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، **مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.

ب- منابع انگلیسی

1. Baltagi, B. (2005). "Econometric Analysis of Panel Data". John Wiley & Sons, LTD. Third edition.

2. Burkart Mike and Fausto Panunzi (2006). Agency Conflicts, Ownership Concentration and Legal Shareholder Protection, **Journal Of Financial Intermediation**, Vol. 15. Pp. 1-31.

3. Cornett, Marcia Millon, Marcus, Alan, Tehranian, Hassan and saunders, Anthony (2007). The Impact of institutional ownership on corporate operating performance. **Journal of banking & finance**. Vol. 31. Pp. 1771-1794.

4. Cui Huimin, Y.T. Mak, (2002) . The Relationship between Managerial ownership and firm performance in High R&D firms. **Journal of corporate finance**, vol.8, pp. 313-336.

5. Dalton, D. R., Daily, C. M., Certo, S. T. and Roengpitya, R. (2003) Meta-Analyses of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion? **Academy of Management Journal**, 46, 13-26.

6. Demsetz, Harold and Lehn, Kenneth. (1985). The Structure of corporate ownership : Causes and consequences. **Journal of Political economy**, Vol. 39, no.

7. Gel, Y. R. and Gastwirth, J. L. (2006) A Robust Modification of the Jarque-Bera Test of Normality. **Economics Letters**, 99, 30-32.

8. Gillan Stuart L. and Laura T. Starks (2003) . *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investor: A Global Perspective*. www.SSRN.com.
9. Gillan Stuart L. (2006) . *Recent Development in Corporate Governance: An Overview*, **Journal of Corporate Finance**, Vol . 12. Pp, 381-402.
10. Greene, William H., (1993). *Econometric Analysis*. Macmilan Company.
11. Gursoy Guner and Kursat Aydogan (2003). *Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance, An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies, Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 38, No.6 , pp. 6-25.
12. Huber, P. J. (1981) *Robust statistics*. New York: John Wiley and Sons.
13. Jarrel, & Poulsen, (1987). *Empirical studies on ownership structure and Performance*, **Journal of financial economics**. Pp, 401-432.
14. Kim, H. S., N. S. and Wong, C. (2004) *Korea*. In G. S. Dallas (ed.) *Governance and Risk: An Analytical Handbook for Investors, Managers, Directors, and Stakeholders*. New York, NY: McGraw-Hill.
15. Kirchmaier Thomas and Jeremy Grant (2005). *Corporate Ownership Structure and Performance in Europe* .
16. Lins Karl V. (2003). *Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets*, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**.
17. Morck, R. Shleifer, A. Vishny, R. (1988). *Management ownership and market valuation: an empirical analysis*. **Journal of financial economics**, 20, pp. 293-315.
18. Sanghoon, Lee. (2008) *Ownership Structure and Financial performance: Evidence from Panel Data of South Korea* .
19. Seifert Bruce, Halit Gonence and Jim Wright (2005). *The International Evidence on Performance and Equity Ownership by Insiders Block holders, and Institutions*, *J. of Multi. Fin. Manag.* Vol.15. pp, 171-191.
20. Shapiro, S. S. and Wilk, M. B. (1965) *An Analysis of Variance Test for Normality (Complete Samples)*. *Biometrika*, 52, 591-611.

21. Thamsen Steen, Torben Pedersen, Hans Kurt Kvist, (2006). *Block holder ownership: effect on firm value in market and control based governance systems. Journal of corporate finance* , Vol. 12, pp. 246-269.
22. Wang Changyun,(2005). *Ownership and operating performance of Chinese IPOs. Journal of banking & finance*, Vol. 29, pp. 1835-1856.
23. Welch Emma (2003). *The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies, Australian Journal of Management*, Vol.28 , NO.3.
24. Yaffe, R.(2003). "Aprimer for Panel data analysis". *Social Science, Statistics & Mapping Group of ITS*,

ABSTRACT

With forming Agency relationship, there is relation between the conflict between Managers and Shareholders and the managers can behave like opportunities and make decisions that are toward based on their benefits and interest and in contrast of the shareholder's interest. The companies that are member of Stock Exchange, have different structure and in recent years, corporate governance of Harvey Company influenced upon its structure. This research was performed for studying the effect of structure of corporate Governance upon their performance in Tehran Stock Exchange ,for this research,70 active Companies in Tehran Stock Exchange at time period (2004-2010)and panel data was used. The results showed that there is not meaningful relation between ownership concentration as not hump – shaped and there is positive relation between Institutional investors and firm financial performance.

JEL:G32,G34

Keywords: *Agency Theory, Ownership structure, Firm Financial Performance, performance Assessment Measures, Institutional Investors.*