

## بررسی عملکرد شرکت و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سید علی واعظ\*

سیروس کرراهی مقدم\*\*

مهدی الهائی سحر\*\*\*

تاریخ پذیرش: ۸۹/۹/۲۰

تاریخ دریافت: ۸۹/۶/۳

### چکیده:

در این پژوهش تأثیر ساختار مالکیت به عنوان معیار سنجش حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. ساختار مالکیت به عنوان متغیر مستقل از دو جنبه ترکیب و تمرکز مالکیت بررسی شده است. نمونه ی پژوهش از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷ که حجم آن ۷۰ شرکت می باشد، انتخاب شد. برای آزمون فرضیه های پژوهش از روش رگرسیون چندگانه روش رو به عقب استفاده شده است. نتایج پژوهش بیانگر آن است که ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت به طور معنادار و سیستماتیک تأثیر ندارد و همچنین ساختار مالکیت بر سیاست پرداخت سود بطور کلی تأثیر ندارد؛ اثر مالکیت دولتی بر بازده سهام مثبت و معنادار می باشد، اثر تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت معنادار و منفی است و اثر مالکیت دولتی و نهادی بر نسبت پرداخت سود معنادار و مثبت می باشد.

---

\* عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز و دانشجوی دکتری حسابداری

Email:sa.vaez59@yahoo.com

\*\* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد مسجدسلیمان

\*\*\* مربی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد سوسنگرد

## واژه های کلیدی: حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت، بازده شرکت، ارزش شرکت، نسبت

پرداخت سود

### ۱- مقدمه

ظهور انقلاب صنعتی در قرن نوزدهم، آغازی برای تشکیل شرکت های سهامی با مسئولیت محدود و مشارکت در مالکیت این شرکت ها را برای عموم میسر ساخت. سیستم بازار طوری سازماندهی گردید که مالکان شرکت ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به بوجود آمدن مسئله ی نمایندگی گردید. حل مشکل نمایندگی با هر وسیله ی ممکن تا حدودی اطمینان خاطر سهامدار را فراهم می کند. مدیران در تلاشند تا منافع خود را به حداکثر برسانند، که در این راه ممکن است حقوق بقیه ی سهامداران پایمال شود. برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت پاسخگویی بنگاه های اقتصادی در مقابل عموم و افراد ذینفع باید نظارت و مراقبت کافی به عمل آید. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود ساز و کارهای مناسبی است. از جمله این ساز و کارها، طراحی و اجرای حاکمیت مناسب در شرکت ها و بنگاه های اقتصادی، حاکمیت شرکتی است. در دو دهه ی اخیر، حاکمیت شرکتی یکی از جنبه های اساسی تجارت شده و توجه به آن روز به روز در حال افزایش است. موضوع حاکمیت شرکتی از اوایل دهه ۱۹۹۰ در انگلستان، کانادا و آمریکا در پاسخ به مشکلات ناشی از فقدان اثربخشی هیئت مدیره شرکت های بزرگ دنیا مطرح گردید. مبانی اولیه ی حاکمیت شرکتی با تهیه گزارش کادبری<sup>۱</sup> در انگلستان، گزارش دی<sup>۲</sup> در کانادا و مقررات هیئت مدیره در جنرال موتورز آمریکا شکل گرفت، که بیشتر به موضوع راهبری شرکت ها و حقوق سهامداران متمرکز بود و بعدها، با طرح دیدگاه های نوین با توجه جدی به حقوق تمام ذینفعان و اجتماع تکامل پیدا کرد. در سال های اخیر، پیشرفت در موضوع حاکمیت شرکتی در سطح جهانی صورت گرفت. سازمان های بین المللی مانند شبکه جهانی حاکمیت شرکتی<sup>۳</sup>، بانک جهانی، انجمن مشترک المنافع حاکمیت شرکتی<sup>۴</sup>، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی<sup>۵</sup> استانداردهای قابل قبول بین المللی را در این مورد فراهم می کنند.

<sup>1</sup> - Cadbury

<sup>2</sup> - Dey

<sup>3</sup> - International Corporate Governance Network

<sup>4</sup> - Common wealth Association for Corporate Governance

<sup>5</sup> - Organization for economic co-operation and development

در امریکا و بریتانیا و سایر کشورها، همچنان به تقویت سیستم های حاکمیت شرکتی خود ادامه می دهند و به سهامداران و روابط آنها، پاسخگویی، بهبود عملکرد هیئت مدیره، کمیته های هیئت مدیره، کمیته حسابرسی، حسابرسان و سیستم های حسابداری و کنترل داخلی توجه ویژه می کنند. افزون بر آن، حسابداران و حسابرسان و سایر بازیگران صحنه بازار پول و سرمایه از فلسفه ی وجودی اصلاح و بهبود دائمی حاکمیت شرکتی، آگاهند.

## ۲- پیشینه پژوهش

**دیمیستز و ویلاونگا**<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) در تحقیقی در آرژانتین به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت می پرداخته اند. یافته های آنان حاکی از آن است که از نظر آماری هیچ رابطه معناداری میان ساختار مالکیت و عملکرد وجود ندارد. آنان در رابطه با این مطلب این گونه بیان می دارند که: یافته های ما با این چشم انداز که مالکیت پراکنده ممکن است مسائل نمایندگی و هم چنین مزایای جبرانی که عموماً از چنین مسائلی ناتج می شود را همسان می کند. نتیجتاً با استفاده از داده های موجود رابطه سیستماتیک میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت که مورد انتظار باشد، یافت نشد.

**لیمان و جورجن**<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) با استفاده از ۳۶۱ شرکت آلمانی در طول دوره زمانی ۱۹۹۶-۱۹۹۱ نشان دادند که: (۱) حضور سهامداران زیاد لزوماً سودآوری را افزایش نمی دهد، و (۲) درجه بالایی از تمرکز مالکیت برای بسیاری از شرکت های آلمانی در حالت پایین تر از حد مطلوب ظاهر شده است. نتایجشان هم چنین به طور ضمنی بیان می کند که تمرکز مالکیت به طور معناداری بر سودآوری اثر منفی دارد.

**کوسندا**<sup>۳</sup> (۲۰۰۰) در پژوهشی که در چکسلواکی طی سالهای ۱۹۹۶ تا ۱۹۹۹ انجام داد، روابط میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را بررسی کرد. پژوهشگر بیان می دارد که مالک عمده حقیقی، در کشور مذکور سهامدار اصلی است و شرکت های صنعتی دارای بیشترین سهامدار باثبات و بزرگترین دستاوردهای مالکیت ثبت شده هستند. تمرکز مالکیت به تنهایی تغییر در عملکرد شرکت را توضیح نمی دهد و در گروه های صنعت، گروهی یافت نشد که

<sup>1</sup> - Harold Demsetz & Belén Villalonga

<sup>2</sup> - Erik Lehmann & Jurgen Weigand

<sup>3</sup> - Evžen Kočenda

دارای تاثیر خاص بر آن باشند. در ادامه پژوهشگر می افزاید؛ شواهدی را که در آنها چندین نوع از مالکان که دارای تاثیر بر عملکرد هستند را یافتیم. هر چند که، حمایت چندانی از اینکه ترکیب مالکان بطور عام دارای تاثیر روی عملکرد شرکت دارد، وجود ندارد.

**اوزر و یاماک<sup>۱</sup>** (۲۰۰۴) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا وجود و میزان کنترل بازار از طریق سهامداران جزء در شرایطی که ساختار مالکیت سهام شرکت ها متمرکز است، منجر به تفاوت در عملکرد شرکت خواهد شد یا خیر. نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان داد که رابطه بین ترکیب مالکیت و عملکرد شرکت تنها برای متغیرهای بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام با اهمیت است و نرخ سود و بازده فروش ارتباط معناداری با ترکیب سهامداران نداشتند.

**امام و مالک<sup>۲</sup>** (۲۰۰۷) یک پژوهش مشابه در بنگلادش انجام داده اند. آنان در پژوهش خود رابطه میان ساختار مالکیت به عنوان معیار سنجش حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود سهام را مورد آزمون قرار دادند. داده های پژوهش آنها از تعداد ۲۰۱ شرکت برای دوره ۳ ساله یعنی ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۳ بوده که برای تجزیه و تحلیل آنها از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش آنها نشان می دهد که مالکیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر مثبت و معنادار دارد و تمرکز مالکیت مدیریتی تاثیر منفی و معناداری بر سیاست تقسیم سود سهام دارد.

**النجار<sup>۳</sup>** (۲۰۰۹) در مطالعه ای که در کشور اردن بر شرکتهای غیر مالی انجام داد در این پژوهش روابط میان ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی را مورد آزمون قرار می دهد. یافته های پژوهش وی حاکی از آن است که سرمایه گذاران نهادی اردنی زمانی که می خواهند تصمیمات سرمایه گذاری اتخاذ کنند عواملی از قبیل ساختار سرمایه، سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی، نقدینگی دارایی و اندازه شرکت را مورد توجه قرار می دهند. در مجموع سرمایه گذاران نهادی در اردن سرمایه گذاری در شرکت های خدماتی را به شرکت های تولیدی ترجیح می دهند. در ادامه پژوهشگر متذکر می شود که این پژوهش نمی تواند روابط معناداری میان سیاست تقسیم سود و سرمایه گذاران نهادی کشف کند.

<sup>1</sup>- Ozer - B , yamak

<sup>2</sup>- Imam & Malik

<sup>3</sup>- Basil Al-Najjar

**بلاک و همکاران (۲۰۱۰)** به منظور بررسی روابط میان حاکمیت شرکتی و ارزش بازار شرکت ها در کشور کره طی سالهای ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۴ به این نتیجه رسیدند که در شرکت های با حاکمیت بهتر ۱- مخارج سرمایه ای و رشد فروش در حد پایین است، اما سرمایه گذاری حساسیت بیشتری به سود آوری دارد. ۲- سود آوری به فرصت های رشد بیشتر حساس است.

**لانور و المرزوقی (۲۰۱۱)** روابط میان مالکیت نهادی و عملکرد ۳۵ شرکت بورسی در فرانسه را طی سالهای ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می دهد که میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت که بوسیله Q توبین اندازه گیری شده است، رابطه معنادار و معکوس وجود دارد.

**نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)** با بررسی ۶۶ شرکت طی سال های ۱۳۸۲-۱۳۸۶ نشان دادند که رابطه معنی داری بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و مثبتی بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت معنادار و منفی بر عملکرد شرکت تاثیر می گذارد.

**زکلیلی و احمدوند (۱۳۸۷)** ۵۶ شرکت را طی سال های ۱۳۷۹-۱۳۸۷ مورد بررسی قرار دادند. بررسی های آنها که با استفاده از تحلیل واریانس و رگرسیون انجام گرفته نشان می دهد که با افزایش تعداد سهامدار عمده، بازده حقوق صاحبان سهام افزایش می یابد. آنان نشان دادند که این روند احتمالاً ناشی از افزایش کنترل سهامداران عمده و هم افزایی آنها در تاثیر گذاری بر تصمیمات مالی شرکت است.

**حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷)** ۶۱ شرکت بورسی را طی سال های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۳ را مورد بررسی قرار دادند. بررسی آنها که با استفاده از رگرسیون چندگانه انجام گرفته نشان می دهد که میان نسبت مالکیت سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج تحقیقی آنان نشان می دهد که میان اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه معکوس وجود دارد.

**آقاجری و خدادادی (۱۳۸۸)** تحقیقی در طی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۴ بر ۴۵ شرکت پذیرفته شده در بورس انجام دادند. هدف پژوهش نشان دادن تأثیر ساختار مالکیت شرکت ها بر سیاست های تقسیم سود بوده است. به بیان دیگر میزان نحوه تأثیر گذاری سهامداران نهادی و نیز سهامداران حقیقی بر سیاست های تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفته است. آنان بیان می دارند که سیاست تقسیم سود عبارت است از روش های پرداخت سود که به صورت سود نقدی یا سود سهمی است، در نظر گرفته شد و با استفاده از مدل های رگرسیون کمترین مربعات خطا و مدل لجستیک در سطح خطای ۵٪ آن را آزمون کردند. نتایج آزمون اول آنها

نشان داد که بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. و همچنین نتایج آزمون مدل لجستیک حاکی از آن است که ساختار مالکیت بر سیاست های تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.

### ۳- پرسش های پژوهش

با توجه به نتایج پژوهش های قبلی انجام گرفته در رابطه با تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود سهام پرسش های اصلی که به شرح زیر میباشند مطرح می شوند:

۱- آیا ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت تأثیر دارد؟

۲- آیا ساختار مالکیت بر سیاست پرداخت سود شرکت تأثیر دارد؟

### ۴- فرضیه های پژوهش

فرضیه های این پژوهش که در جهت یافتن پاسخی منطقی برای پرسش های پژوهش تدوین شده اند به صورت زیر ارائه می شوند:

#### فرضیه های اهم:

فرضیه اهم اول: ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت تأثیر دارد.

فرضیه اهم دوم: ساختار مالکیت بر سیاست پرداخت سود شرکت تأثیر دارد.

#### فرضیه های اخص:

۱- اگر اندازه شرکت بیشتر باشد عملکرد شرکت افزایش پیدا خواهد کرد.

۲- مالکیت خارجی ارتباط مثبت و معناداری با عملکرد شرکت دارد.

۳- اگر اهرم شرکت افزایش یابد عملکرد شرکت نیز افزایش می یابد.

۴- عملکرد شرکت با سنوات حضور شرکت در بورس رابطه مثبت و معناداری دارد.

۵- اگر تمرکز مالکیت مدیریتی بیشتر باشد، نسبت پرداخت سود سهام کمتر خواهد شد.

## ۵- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷ (دوره ۳ ساله) است. از این جامعه شرکت ها، یک نمونه (۷۰ شرکت) با توجه به شرایط و معیارهای زیر انتخاب شده است:

۱- تا پایان اسفندماه ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۲- شرکت نبایستی سال مالی خود را در طی دوره های مورد نظر تغییر داده باشد.

۳- شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در هیچ سال منفی نباشد.

۴- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۷ به طور کامل ارائه کرده باشد، جزء شرکت های سرمایه گذاری ومالی نباشد و سود ده باشد.

## ۶- روش گرد آوری و تجزیه و تحلیل داده ها

در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه ای استفاده به عمل آمد. در بخش کتابخانه ای، مبانی نظری از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شد و سپس داده های پژوهش به روش میدانی از طریق جمع آوری داده های شرکت های منتخب با مراجعه به صورت های مالی، یادداشت های همراه، گزارش های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم افزار های دنا سهم و ره آورد نوین انجام گردید. همچنین جهت آزمون فرضیه ها و در نهایت تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار های Excel و Spss استفاده شده است.

## ۷- روش پژوهش و متغیرهای مربوط

در پژوهش حاضر از روش پژوهش نیمه تجربی یا طرح پس از رخداد استفاده شده و هدف بررسی روابط میان حاکمیت شرکتی (که با استفاده از ساختار مالکیت اندازه گیری می شود) و عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود می باشد. متغیرهای به کار گرفته شده در این پژوهش شامل ۳ گروه متغیرهای مستقل اصلی که شامل ساختار مالکیت که خود به دو بخش ترکیب مالکیت و تمرکز مالکیت تقسیم می شود و متغیرهای وابسته که شامل عملکرد شرکت که خود به دو بخش ارزش شرکت (Q توبین) و بازده شرکت (بازده سهام) تقسیم می شود و سیاست

تقسیم سود که توسط نسبت سود پرداختی اندازه گیری می شود، هستند. گروه سوم از متغیرهای پژوهش، متغیرهای کنترلی که شامل اندازه شرکت، سنوات حضور شرکت در بورس، اهرم شرکت، سود هر سهم و نوع صنعت هستند.

## ۸- مدل های آماری و روش های آزمون

برای ارائه شواهد اصلی تاثیرات ساختار مالکیت روی عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در این پژوهش از روش رگرسیون چندگانه روش روبه عقب استفاده شده است. در کل برای آزمون کردن این روابط ۶ مدل به شرح زیر استفاده شده است:

### مدل اول:

$$FIRM\_VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 CON_{it} + \delta_1 SIZE_{it} + \delta_2 LEVERAGE_{it} + \delta_3 LISTAGE_{it} + \sum_{j=1}^{20} \gamma_j INDUSTRY_{ijt} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل روابط میان ارزش شرکت و تمرکز مالکیت و سایر متغیرهای کنترلی بررسی می شود که در آن:

**FIRM\_VALUE**: ارزش شرکت که بواسطه شاخص Q توپین (ارزش دفتری بدهی بعلاوه ارزش روز سهام عادی، تقسیم بر ارزش دفتری دارایی) محاسبه شده و برای اندازه گیری عملکرد شرکت استفاده می شود.

**CON**: اشاره به تمرکز مالکیت مدیریتی دارد. در صورتی که مالکیت مدیران (اعضای هیئت مدیره) بیشتر از سایرین باشد به آن نمره ۱ و در غیر این صورت نمره صفر می دهیم.

**SIZE**: اندازه شرکت، لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی های شرکت می باشد.

**LEVERAGE**: اهرم مالی، نسبت بدهی به دارایی می باشد.

**LISTAGE**: تعداد سالهایی که شرکت از ابتدای پذیرفته شدن در بورس تا ۲۹/اسفند/۱۳۸۴ در بورس حضور داشته است.

**INDUSTRY**: نوع صنعت، به عنوان متغیر مصنوعی که در این پژوهش تعداد صنعت ۲۰ نوع می باشد.

### مدل دوم:

$$Return_{it} = \alpha + \beta_1 CON_{it} + \delta_1 SIZE_{it} + \delta_2 LEVERAGE_{it} + \delta_3 LISTAGE_{it}$$

$$+ \sum_{j=1}^{20} \gamma_j INDUSTRY_{ijt} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل روابط میان بازده شرکت و تمرکز مالکیت و سایر متغیرهای کنترلی بررسی می شود که در آن:

**Return:** بازده شرکت متغیر وابسته، همان بازده سهام شرکت از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷ می باشد.

**مدل سوم:**

$$FIRM\_VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 MAN-OWN_{it} + \beta_2 INST-OWN_{it} + \beta_3 GOV-OWN_{it} + \beta_4 FORG-OWN_{it} + \beta_5 OTHER-OWN_{it} + \delta_1 SIZE_{it} + \delta_2 LEVERAGE_{it} + \delta_3 LISTAGE_{it} + \sum_{j=1}^{20} \gamma_j INDUSTRY_{ijt} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل روابط میان ارزش شرکت و ترکیب مالکیت و سایر متغیرهای کنترلی بررسی می شود که در آن:

**MAN-OWN:** مالکیت مدیریتی، درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیئت مدیره، می باشد.

**INST-OWN:** مالکیت نهادی (خصوصی)، درصد سهام نگهداری شده توسط موسسات خصوصی، می باشد.

**GOV-OWN:** مالکیت دولتی، درصد سهام نگهداری شده، توسط شرکت های تحت شمول تعریف ماده ۴ قانون محاسبات عمومی کشور مصوب شهریور ماه ۱۳۶۶ می باشد.

((طبق ماده قانونی مذکور «شرکت دولتی واحد سازمانی مشخصی است که با اجازه قانون به صورت شرکت ایجاد و یا به حکم قانون یا دادگاه صالح، ملی شده است و یا صادره شده و به عنوان شرکت دولتی شناخته شده باشد و بیش از ۵۰ درصد سرمایه آن متعلق به دولت باشد. هر شرکت تجاری که از طریق سرمایه گذاری شرکت های دولتی ایجاد شود، مادام که بیش از ۵۰ درصد سهام آن متعلق به شرکت دولتی است، شرکت دولتی تلقی می گردد)).

**FORG-OWN:** مالکیت خارجی، درصد سهام نگهداری شده توسط موسسات و سرمایه گذاران خارجی، می باشد.

**OTHER-OWN:** مالکیت سایر سهامداران، درصد سهام نگهداری شده توسط سایر سهامداران حقیقی، می باشد.

## مدل چهارم:

$$\text{Return}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{MAN-OWN}_{it} + \beta_2 \text{INST-OWN}_{it} + \beta_3 \text{GOV-OWN}_{it} + \beta_4 \text{FORG-OWN}_{it} + \beta_5 \text{OTHER-OWN}_{it} + \delta_1 \text{SIZE}_{it} + \delta_2 \text{LEVERAGE}_{it} + \delta_3 \text{LISTAGE}_{it} + \sum_{j=1}^{20} \gamma_j \text{INDUSTRY}_{ijt} + \varepsilon_{it}$$

## مدل پنجم:

$$\text{DIV\_PAYAOUT}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{MANAGERIAL-OWN}_{it} + \beta_2 \text{INST-OWN}_{it} + \beta_3 \text{GOV-OWN}_{it} + \beta_4 \text{FORG-OWN}_{it} + \beta_5 \text{OTHER-OWN}_{it} + \delta_1 \text{SIZE}_{it} + \delta_2 \text{LEVERAGE}_{it} + \delta_3 \text{EPS}_{it} + \sum_{j=1}^{20} \gamma_j \text{INDUSTRY}_{ijt} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل روابط میان نسبت پرداخت سود شرکت و ترکیب مالکیت و سایر متغیرهای کنترلی بررسی می شود که در آن:

**DIV\_PAYAOUT**: سیاست تقسیم سود، که توسط نسبت پرداخت سود به عنوان متغیر وابسته اندازه گیری می شود. نحوه محاسبه آن هم، سود تقسیمی هر سهم بر سود هر سهم می باشد.

**EPS**: سود هر سهم، که از سود و زیان بعد از مالیات بر تعداد سهام در دست سهامداران بدست می آید.

## مدل ششم:

$$\text{DIV\_PAYAOUT}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{CON}_{it} + \delta_1 \text{SIZE}_{it} + \delta_2 \text{LEVERAGE}_{it} + \delta_3 \text{EPS}_{it} + \sum_{j=1}^{20} \gamma_j \text{INDUSTRY}_{ijt} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل روابط میان نسبت پرداخت سود شرکت و تمرکز مالکیت و سایر متغیرهای کنترلی بررسی می شود.

## ۹. بررسی باقیمانده ها

باقیمانده تفاوت بین مقدار مشاهده شده متغیر وابسته و مقداری که توسط خط رگرسیون پیش بینی می شود است. اگر فرضهای لازم برای آنالیز رگرسیون صادق باشد باقیمانده باید مشخصات زیر را داشته باشد:

۱. باید توزیع آنها تقریباً نرمال باشد.

۲. باید واریانس آنها برای تمام مقادیر متغیر مستقل ثابت باشد.

۳. باید باقیمانده ها تقریباً مستقل از یکدیگر باشند.

### ۹-۱. آزمون نرمال بودن باقیمانده ها

جدول ۱: اطلاعات مربوط به نرمال بودن باقیمانده ها

مدل ها	مقدار Z	Sig
مدل اول	۰/۸۸۹	۰/۵۱۳
مدل دوم	۱/۱۵۰	۰/۱۴۲
مدل سوم	۱/۳۲۰	۰/۰۶
مدل چهارم	۱/۱۰۳	۰/۱۷۶
مدل پنجم	۰/۸۸۶	۰/۴۱۲
مدل ششم	۰/۴۹۴	۰/۹۶۸

مأخذ: یافته های پژوهشگر

### ۹-۲. همبستگی متغیرهای مستقل با باقیمانده

عدم همبستگی بین متغیرهای مستقل و باقیمانده، علاوه بر بیان احتمال وجود ارتباط خطی بین متغیرهای مستقل و وابسته ثابت بودن واریانس خطا برای تمام مقادیر متغیر مستقل را نیز بیان می کند. بدین منظور همبستگی بین متغیرهای مستقل و باقیمانده محاسبه می شود. با توجه به نتایج آزمون همبستگی پیرسون مشاهده شده که هیچ گونه همبستگی خطی بین متغیرها وجود ندارد.

### ۹-۳. بررسی مستقل بودن باقیمانده ها

چون متغیرهای وابسته پژوهش که مشتمل بر ارزش شرکت، بازده شرکت و نسبت سود پرداختی، مقادیر مربوط به هریک از شرکت به طور جداگانه می باشند و شرکت ها مستقل از یکدیگر هستند بنابراین مقادیر متغیرهای وابسته، مستقل از یکدیگر می باشند. بنابراین با توجه به تعریف باقیمانده، باقیمانده های کلیه مدل ها مستقل از یکدیگر می باشند.

### ۱۰-۱. آزمون معناداری مدل های پژوهش

#### \*آزمون معناداری مدل اول

در این قسمت فرض وجود متغیر اثر گذار بر روی ارزش شرکت بررسی می شود. فرضیه آماری اولیه بیان می دارد که هیچکدام از متغیرهای مستقل بر تغییرات متغیر وابسته تاثیر

ندارد. در مقابل، فرضیه ی آماری جایگزین بیان می دارد، حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که بر تغییرات متغیرهای وابسته موثر است.

به بیان دیگر برای مدل اول:

$$H_0 = a_1 = a_2 = a_3 \dots = a_{24} = 0 \quad H_1 = a_i \neq 0 \quad \text{برای حداقل یک } i$$

با توجه به مقادیر (sig = ۰/۰۰۰ , F=4/120) مشاهده می شود که آماره آزمون در ناحیه رد  $H_0$  قرار گرفته است. بنابراین، حداقل یک متغیر اثر گذار بر روی ارزش شرکت وجود داشته و دلیلی برای رد معناداری کل مدل اول وجود ندارد. ضریب تعیین ( $R^2 = ۰/۶۹۲$ ) نیز نشان می دهد که حدود (۶۹/۲) درصد از تغییرات ارزش شرکت، توسط متغیرهای وارد شده در مدل از قبیل تمرکز مالکیت مدیریتی، اندازه شرکت، اهرم شرکت، سنوات حضور شرکت در بورس و صنعت توضیح داده می شوند.

جدول ۲: اطلاعات مربوط به گام نهایی (۱۷) برای مدل اول

متغیر وابسته: ارزش شرکت به عنوان جانشینی برای عملکرد شرکت			
مقدار معناداری	آماره T	مقدار ضریب استاندارد نشده	متغیرهای مستقل
۰/۰۰۰	۳/۹۵۹	۴/۷۴۹	مقدار ثابت
۰/۰۱۴	-۲/۵۲۹	-۰/۶۹۱	تمرکز مالکیت مدیریتی
۰/۰۰۳	-۳/۱۵۳	-۰/۰۱۶	اهرم شرکت
۰/۰۰۲	۳/۱۷۷	۰/۵۹۹	صنعت دارو
۰/۰۰۰	۵/۰۳۴	۱/۸۴۵	صنعت سیمان
۰/۰۰۰	۴/۷۴۵	۱/۸۵۶	صنعت کانه های فلزی
۰/۰۵۸	۱/۹۳۲	۱/۲۹۹	صنعت ماشین آلات
۰/۰۰۰	۴/۲۱۴	۲/۶۳۲	صنعت چوبی
۰/۰۵۵	-۱/۹۵۴	-۰/۴۲۵	اندازه شرکت
Adjusted-R <sup>2</sup> = /۵۹۲		F = ۱۳/۳۳۹	
R <sup>2</sup> = /۶۴۰			
* معناداری در سطح ۰/۱۰ می باشد.			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

$$FIRM-VALUE = ۴/۷۴۹ + /۶۹۱ CON - /۰۱۶ LEV - /۴۲۵ SIZE + /۵۹۹ INDU_4 + ۱/۸۴۵ INDU_7 + ۱/۸۵۶ INDU_{13} + ۱/۲۹۹ INDU_{16} + ۲/۶۳۲ INDU_{17}$$

با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط ۹ متغیر مقدار ثابت، تمرکز مالکیت مدیریتی، اهرم شرکت، اندازه شرکت، صنعت دارو، صنعت سیمان، صنعت کانه های فلزی، صنعت ماشین

آلات و صنایع چوبی معنادار بوده (در خصوص معناداری این پنج صنعت در این مدل، قابل ذکر است که شرکتهای صنایع مذکور عملاً ارزش بیشتری نسبت به سایر صنایع دارند) و در مدل نهایی باقی ماندند و سایر متغیرهای پیشنهاد شده، معنادار نبوده و از مدل حذف شدند. نتیجتاً مدل شماره (۱) و نتایج نهایی آن بشرح بالا می باشد.

• **آزمون معناداری مدل دوم**

در این قسمت فرض وجود متغیر اثر گذار بر روی بازده شرکت بررسی می شود. فرضیه آماری اولیه بیان می دارد که هیچکدام از متغیرهای مستقل بر تغییرات متغیر وابسته تاثیر ندارد. در مقابل، فرضیه ی آماری جایگزین بیان می دارد، حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که بر تغییرات متغیرهای وابسته موثر است. به بیان دیگر برای مدل دوم :

$$H_0 = a_1 = a_2 = a_3 \dots = a_{24} = 0 \quad H_1 = a_i \neq 0 \quad \text{برای حداقل یک } i$$

با توجه به مقادیر (F=۱/۱۹۲ و sig=۰/۲۹۹) ملاحظه می شود که آماره آزمون در ناحیه رد  $H_0$  قرار نگرفته است. ضریب تعیین ( $R^2=۰/۳۹۴$ ) نیز نشان می دهد که حدود (۳۹/۴) درصد از تغییرات بازده شرکت، توسط متغیرهای وارد شده در مدل از قبیل تمرکز مالکیت مدیریتی، اندازه شرکت، اهرم شرکت، سنوات حضور شرکت در بورس و صنعت توضیح داده می شوند. با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط چهار متغیر مقدار ثابت، اندازه شرکت، صنعت چهارم (دارو) و صنعت سیزدهم (کانه های فلزی) معنادار بوده (در خصوص معناداری این دو صنعت در این مدل، قابل ذکر است که شرکتهای صنایع مذکور عملاً بازده بیشتری نسبت به سایر صنایع دارند) در مدل نهایی باقی ماندند و سایر متغیرهای پیشنهاد شده، معنادار نبوده و از مدل حذف شدند. نتیجتاً مدل شماره (۲) و نتایج نهایی آن بشرح زیر می باشد.

جدول ۳: اطلاعات مربوط به گام نهایی (۲۲) برای مدل دوم

متغیر وابسته: بازده شرکت به عنوان جانشینی برای عملکرد شرکت			
متغیرهای مستقل	مقدار ضریب استاندارد نشده	آماره T	مقدار معناداری
مقدار ثابت	۱۲۷/۳۳۲	۱/۹۶۱	۰/۰۵۴
صنعت دارو	۴۱/۹۷۶	۳/۸۰۳	۰/۰۰۰
صنعت کانه های فلزی	۴۹/۳۶۸	۲/۲۳۴	۰/۰۲۹
اندازه شرکت	-۲۱/۳۲۵	-۱/۸۱۰	۰/۰۷۵
F = ۶/۱۶۹		Adjusted-R <sup>2</sup> = ۰/۱۸۶	
R <sup>2</sup> = ۰/۲۲۲			
* معناداری در سطح ۰/۱۰ می باشد.			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

$$RETURN = 127/332 + 41/976INDU_4 + 49/368INDU_{13} - 21/325SIZE$$

• آزمون معناداری مدل سوم

در این قسمت فرض وجود متغیر اثر گذار بر روی ارزش شرکت بررسی می شود. فرضیه آماری اولیه بیان می دارد که هیچکدام از متغیرهای مستقل بر تغییرات متغیر وابسته تاثیر ندارد. در مقابل، فرضیه ی آماری جایگزین بیان می دارد، حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که بر تغییرات متغیرهای وابسته موثر است. به بیان دیگر برای مدل سوم :

$$H_0 = a_1 = a_2 = a_3 \dots = a_{28} = 0$$

$$H_1 = a_i \neq 0 \quad i \text{ برای حداقل یک}$$

با توجه به مقادیر (  $F = 3/488$  و  $sig = 0/000$  ) ملاحظه می شود که آماره آزمون در ناحیه رد  $H_0$  قرار گرفته است. بنابراین، حداقل یک متغیر اثر گذار بر روی ارزش شرکت وجود داشته و دلیلی برای رد معناداری کل مدل سوم وجود ندارد. ضریب تعیین ( $R^2 = 0/697$ ) نیز نشان می دهد که حدود (  $69/7$  ) درصد از تغییرات ارزش شرکت، توسط متغیرهای وارد شده در مدل از قبیل مالکیت مدیریتی، مالکیت دولتی، مالکیت خصوصی نهادی، مالکیت سایر سهامداران حقیقی، اندازه شرکت، اهرم شرکت، سنوات حضور شرکت در بورس و صنعت توضیح داده می شوند.

جدول ۴: اطلاعات مربوط به گام نهایی (۲۳) برای مدل سوم

متغیر وابسته: ارزش شرکت به عنوان جانشینی برای عملکرد شرکت			
مقدار معناداری (sig)	آماره T (T-statistic)	مقدار ضریب استاندارد نشده (Unstandardized Coefficients)	متغیرهای مستقل
0/000	6/815	2/160	مقدار ثابت (constant)
0/009	-2/200	-0/13	اهرم شرکت (LEVERAGE)
0/008	-2/230	/533	صنعت چهارم (دارو) (INDUSTRY4)
0/000	5/065	1/932	صنعت هفتم (سیمان) (INDUSTRY7)
0/000	4/634	1/816	صنعت سیزدهم (کانه های فلزی) (INDUSTRY13)
0/000	4/612	2/952	صنعت هفدهم (چوبی) (INDUSTRY17)
Adjusted-R <sup>2</sup> = 0/55		F = 17/592	
R <sup>2</sup> = 0/583			
* معناداری در سطح 0/10 می باشد.			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

$$FIRM\_VALUE_{it} = 2/160 - /0.12LEVERAGE + /533INDU_4 + 1/932INDU_7 + 1/816INDU_{13} + 2/952INDU_{17}$$

با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط شش متغیر مقدار ثابت، متغیر اهرم شرکت، صنعت چهارم (دارو)، صنعت هفتم (سیمان)، صنعت سیزدهم (کانه های فلزی) و صنعت هفدهم (صنایع چوبی) معنادار بوده (در خصوص معناداری این چهار صنعت در این مدل، قابل ذکر است که شرکتهای صنایع مذکور عملاً ارزش بیشتری نسبت به سایر صنایع دارند) و در مدل نهایی باقی ماندند و سایر متغیرهای پیشنهاد شده، معنادار نبوده و از مدل حذف شدند. نتیجتاً مدل شماره (۳) و نتایج نهایی آن بشرح بالا می باشد.

### • آزمون معناداری مدل چهارم

در این قسمت فرض وجود متغیر اثر گذار بر روی بازده شرکت بررسی می شود. فرضیه آماری اولیه بیان می دارد که هیچکدام از متغیرهای مستقل بر تغییرات متغیر وابسته تاثیر ندارد. در مقابل، فرضیه ی آماری جایگزین بیان می دارد، حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که بر تغییرات متغیرهای وابسته موثر است.

به بیان دیگر برای مدل چهارم :

$$H_0 = a_1 = a_2 = a_3 \dots = a_{28} = 0$$

$$H_1 = a_i \neq 0 \quad i \text{ برای حداقل یک}$$

با توجه به مقادیر (F=1/120 و sig=0/365) ملاحظه می شود که آماره آزمون در ناحیه رد  $H_0$  قرار نگرفته است. ضریب تعیین ( $R^2=0/424$ ) نیز نشان می دهد که حدود (42/4) درصد از تغییرات بازده شرکت، توسط متغیرهای وارد شده در مدل از قبیل مالکیت مدیریتی، مالکیت دولتی، مالکیت خصوصی نهادی، اندازه شرکت، اهرم شرکت، سنوات حضور شرکت در بورس و صنعت توضیح داده می شوند. با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط شش متغیر مقدار ثابت، مالکیت دولتی، اندازه شرکت، صنعت سیزدهم (کانه های فلزی)، صنعت هشتم (شیمیایی) و صنعت چهارم (دارو) معنادار بوده (در خصوص معناداری این سه صنعت در این مدل، با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط شش متغیر مقدار ثابت، متغیر اهرم شرکت، صنعت چهارم (دارو)، صنعت هفتم (سیمان)، صنعت سیزدهم (کانه های فلزی) و صنعت هفدهم (صنایع چوبی) معنادار بوده (در خصوص معناداری این چهار صنعت در این مدل، قابل ذکر است که شرکتهای صنایع مذکور عملاً بازده بیشتری نسبت به سایر صنایع دارند) و در

مدل نهایی باقی ماندند و سایر متغیرهای پیشنهاد شده، معنادار نبوده و از مدل حذف شدند. نتیجتاً مدل شماره (۴) و نتایج نهایی آن بشرح زیر می باشد.

جدول ۵: اطلاعات مربوط به گام نهایی (۲۳) به مدل چهارم

متغیر وابسته: بازده سهام به عنوان جانشینی برای عملکرد شرکت			
مقدار معناداری	آماره T	مقدار ضریب استاندارد نشده	متغیرهای مستقل
۰/۰۴۶	۲/۰۳۱	۱۲۹/۲۳۰	مقدار ثابت
۰/۰۴۰	۲/۰۹۸	۰/۲۶۲	مالکیت دولتی
۰/۰۴۰	۲/۰۹۸	-۲۳/۷۶۸	اندازه شرکت
۰/۰۲۶	۲/۲۷۹	۴۸/۹۰۳	صنعت کانه های فلزی
۰/۰۹۷	-۱/۶۸۵	-۳۵/۷۰۱	صنعت شیمیایی
۰/۰۰۱	۳/۶۳۳	۳۹/۳۹۸	صنعت دارو
Adjusted-R <sup>2</sup> = ۰/۲۴۱			F = ۵/۳۰۸
R <sup>2</sup> = ۰/۲۹۶			
* معناداری در سطح ۰/۱۰ می باشد.			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

$$RETURN = 129/230 + 39/398INDU_4 - 35/701INDU_8 + 48/903INDU_{13} - 23/768size + 0/262GOV-OWN$$

### آزمون معناداری مدل پنجم

در این قسمت فرض وجود متغیر اثر گذار بر روی نسبت سود پرداختی بررسی می شود. فرضیه آماری اولیه بیان می دارد که هیچکدام از متغیرهای مستقل بر تغییرات متغیر وابسته تاثیر ندارد. در مقابل، فرضیه ی آماری جایگزین بیان می دارد، حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که بر تغییرات متغیرهای وابسته موثر است.

به بیان دیگر برای مدل پنجم :

$$H_0 = a_1 = a_2 = a_3 \dots = a_{28} = 0$$

$$H_1 = a_i \neq 0 \quad i \text{ برای حداقل یک}$$

با توجه به مقادیر (F=۱/۰۸۶ و sig = ۰/۳۹۸) ملاحظه می شود که آماره آزمون در ناحیه رد H<sub>0</sub> قرار نگرفته است. ضریب تعیین (R<sup>2</sup>=۰/۴۱۷) نیز نشان می دهد که حدود (۴۱/۷) درصد از تغییرات نسبت سود پرداختی شرکت، توسط متغیرهای وارد شده در مدل از قبیل مالکیت

مدیریتی، مالکیت دولتی، مالکیت خصوصی نهادی، اندازه شرکت، اهرم شرکت، سود هر سهم و صنعت توضیح داده می شوند.

جدول ۶: اطلاعات مربوط به گام نهایی (۲۲) به مدل پنجم

متغیر وابسته: نسبت سود پرداختی به عنوان جانشینی برای سیاست پرداخت سود سهام			
مقدار معناداری	آماره T	مقدار ضریب استاندارد شده	متغیرهای مستقل
۰/۰۰۰	۵/۶۹۵	۰/۷۱۰	مقدار ثابت
۰/۰۰۴	۳/۰۰۶	۰/۰۰۳	مالکیت دولتی
۰/۰۷۸	۱/۷۹۱	۰/۰۰۳	مالکیت خصوصی نهادی
۰/۰۸۵	۱/۷۵۳	۵E-۵/۴۸۷	سود هر سهم
۰/۰۴۲	-۲/۰۷۵	-۰/۰۰۴	اهرم مالی
۰/۰۹۲	-۱/۷۱۳	-۰/۲۳۶	صنعت شیمیایی
۰/۰۲۶	-۲/۲۸۲	-۰/۳۳۹	صنعت کانه فلزی
Adjusted-R <sup>2</sup> = ۰/۲۳۱		F = ۴/۲۱۱	
R <sup>2</sup> = ۰/۲۹۰			
* معناداری در سطح ۰/۱۰ می باشد.			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

$$DIV-PAYOUT = ۰/۷۱۰ - ۰/۰۰۴LEVERAGE - ۰/۲۳۶INDU_8 - ۰/۳۳۹INDU_{13} + ۰/۰۰۳INSTITUOWN + ۰/۰۰۳GOVERNOWN + ۵/۴۸۷E-۵EPS$$

با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط هفت متغیر مقدار ثابت، مالکیت دولتی، مالکیت خصوصی نهادی، صنعت سیزدهم (کانه های فلزی)، صنعت هشتم (شیمیایی)، اهرم شرکت و سود هر سهم معنادار بوده (در خصوص معناداری این دو صنعت در این مدل، قابل ذکر است که شرکت های صنایع مذکور عملاً سود سهام کمتری نسبت به سایر صنایع پرداخت می نمایند) و در مدل نهایی باقی ماندند و سایر متغیرهای پیشنهاد شده، معنادار نبوده و از مدل حذف شدند. . نتیجتاً مدل شماره (۵) و نتایج نهایی آن بشرح بالا می باشد.

#### • آزمون معناداری مدل ششم

در این قسمت فرض وجود متغیر اثر گذار بر روی نسبت سود پرداختی بررسی می شود. فرضیه آماری اولیه بیان می دارد که هیچکدام از متغیرهای مستقل بر تغییرات متغیر وابسته

تاثیر ندارد. در مقابل، فرضیه ی آماری جایگزین بیان می دارد، حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که بر تغییرات متغیرهای وابسته موثر است.

به بیان دیگر برای مدل ششم :

$$H_0 = a_1 = a_2 = a_3 \dots = a_{24} = 0$$

$$H_1 = a_i \neq 0 \quad \text{برای حداقل یک } i$$

با توجه به مقادیر (F=۰/۹۵۳ و sig=۰/۵۳۹) ملاحظه می شود که آماره آزمون در ناحیه رد  $H_0$  قرار نگرفته است. ضریب تعیین ( $R^2=۰/۳۴۲$ ) نیز نشان می دهد که حدود (۳۴/۲) درصد از تغییرات نسبت سود پرداختی شرکت، توسط متغیرهای وارد شده در مدل از قبیل تمرکز مالکیت مدیریتی ، اندازه شرکت، اهرم شرکت، سود هر سهم و صنعت توضیح داده می شوند. همانگونه که در بالا ذکر شد با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط سه متغیر مقدار ثابت، صنعت سیزدهم (کانه های فلزی) و سود هر سهم معنادار بوده (در خصوص معناداری صنعت کانه های فلزی در این مدل، قابل ذکر است که شرکتهای صنایع مذکور عملاً سود سهام کمتری نسبت به سایر صنایع پرداخت می نمایند) و در مدل نهایی باقی ماندند و سایر متغیرهای پیشنهاد شده، معنادار نبوده و از مدل حذف شدند. مدل بدست آمده و نتایج آن در زیر آمده است.

جدول ۷: اطلاعات مربوط به گام نهایی (۲۳) به مدل ششم

متغیر وابسته: نسبت سود پرداختی به عنوان جانشینی برای سیاست پرداخت سود سهام			
متغیرهای مستقل	مقدار ضریب استاندارد نشده	آماره T	مقدار معناداری
مقدار ثابت	۰/۶۳۵	۱۵/۳۴۶	۰/۰۰۰
سود هر سهم	۹/۶۹۳E-۵	۳/۱۶۶	۰/۰۰۲
صنعت کانه های فلزی	-۰/۳۰۱	-۱/۹۵۷	۰/۰۵۵
$F = ۵/۴۶۴$		$Adjusted-R^2 = ۰/۱۱۶$	
$R^2 = ۰/۱۴۲$			
* معناداری در سطح ۰/۱۰ می باشد.			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

$$DIV-PAYOUT = ۰/۶۳۵ - ۰/۳۰۱ INDU_{13} + ۹/۶۹۳E-۵ EPS$$

## ۹- نتیجه گیری و پیشنهادات

شواهد بدست آمده از آزمون مدل های پژوهش به شرح زیر می باشد:

با استفاده از چهار مدل اول جهت آزمون کردن روابط میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت، نتایج حاکی از آن است که بطور کلی در این پژوهش با در نظر گرفتن ترکیب و تمرکز به عنوان نماد برای ساختار مالکیت و ارزش شرکت (Q توبین) و بازده شرکت (بازده سهام) به عنوان نماد برای عملکرد شرکت تنها در مدل اول و سوم مشاهده می شود که ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت تاثیر دارد و معناداری آن در مدل دوم و چهارم رد می شود. به عبارتی به طور کلی ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت در چهار مدل اول تاثیر معنادار ندارد.

تمرکز مالکیت مدیریتی با ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری دارد به عبارتی هرچقدر مالکیت در دست مدیران اجرایی یا اعضای هیئت مدیره باشد ارزش شرکت کاهش می یابد. مالکیت دولتی بر بازده شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد به عبارتی هرچه درصد مالکیت دولتی در شرکتی افزایش یابد بازده سهام آن نیز افزایش می یابد.

رابطه معناداری میان ساختار مالکیت و سیاست پرداخت سود یافت نشد و همچنین رابطه معناداری میان تمرکز مالکیت مدیریتی و نسبت پرداخت سود نیز یافت نشد.

میان مالکیت دولتی و نسبت پرداخت سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین رابطه مثبت و معناداری میان مالکیت خصوصی نهادی و نسبت پرداخت سود وجود دارد.

در رابطه با مالکیت خارجی، چون در نمونه این پژوهش هیچ اطلاعاتی در ارتباط با مالکیت سرمایه گذاران خارجی مشاهده نشد، اطلاعاتی ارائه نمی شود.

این فرضیه که اندازه شرکت رابطه معنادار و مثبت با عملکرد شرکت دارد رد می شود و معناداری رابطه بصورت منفی مورد تایید قرار می گیرد. بطوری که اگر اندازه شرکت افزایش پیدا کند عملکرد آن کاهش می یابد. این فرضیه که اهرم شرکت رابطه معنادار و مثبت با عملکرد شرکت دارد رد می شود و معناداری رابطه بصورت منفی مورد تایید قرار می گیرد. بطوری که اگر اهرم شرکت (نسبت بدهی به دارایی) افزایش یابد عملکرد شرکت کاهش می یابد همچنین مشاهده شده که افزایش در اهرم باعث می شود که شرکت سود سهام کمتری پرداخت کند.

این فرضیه که سنوات حضور شرکت در بورس رابطه معنادار با عملکرد شرکت دارد در هیچکدام از مدل ها مورد تایید قرار نگرفته و رد می شود. سایر یافته ها حاکی از آن است که رابطه مثبت و معناداری میان سود هر سهم و نسبت پرداخت سود سهام وجود دارد بطوری که

اگر سود هر سهم در یک شرکت افزایش یابد نسبت پرداخت سود در آن شرکت نیز افزایش می یابد.

یافته های دیگر این پژوهش اشاره به رابطه شدید میان نوع صنعت و عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود دارد. در مدل اول و سوم مشاهده می شود که در صورتی که شرکت در صنعت دارو، صنعت سیمان، کانه های فلزی، ماشین آلات و یا صنایع چوبی فعالیت می کند ارزش آن نیز افزایش پیدا می کند.

در مدل دوم و چهارم مشاهده می شود که در صورتی که شرکت در صنعت دارو، صنعت سیمان، کانه های فلزی فعالیت می کند بازده آن نیز افزایش پیدا می کند. در مدل پنجم و ششم مشاهده می شود که در صورتی که شرکت در صنعت شیمیایی یا کانه های فلزی فعالیت کند سود سهام کمتری پرداخت می کند یعنی رابطه میان این صنایع و نسبت سود پرداختی معنادار و منفی می باشد.

با توجه به نتایج پژوهش به نظر می رسد که بطور کلی ساختار مالکیت ارتباط سیستماتیک و منطقی با عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود ندارد. انتظار می رود دولت نتایج این پژوهش را به عین اعتبار گرفته و علاوه بر ساختار مالکیت به عنوان جانشین برای حاکمیت شرکتی اقدام به تقویت سایر سازو کارهای جهانی آن از قبیل تدوین، تصویب و استقرار قوانین نظارتی مناسب، تشویق و گسترش سرمایه گذاری نهادی، احترام به حقوق سهامداران اقلیت و مجاز بودن نظارت اقلیت بر فعالیت شرکت، الزامی کردن حسابرسی مستقل و ایجاد تسهیلات برای فعالیت موسسات رتبه بندی و غیره در بازار سرمایه به عنوان یکی از ارکان مهم اقتصادی بپردازد، تا سرمایه گذاران داخلی و خارجی با خیال آسوده وارد این بازار شوند. با توجه به یافته های پژوهش انتظار می رود که سرمایه گذاران هنگام تصمیم گیری صورت ها و گزارش های مالی شرکتها را مورد ملاحظه قرار داده و ساختار مالکیت شرکتها را از نقطه نظر تمرکز و ترکیب مالکیت بررسی کرده و در شرکتهایی که بیشترین سهم مالکیت آن در دست مدیران است سرمایه گذاری نکنند و نیز عواملی از قبیل اندازه شرکت، اهرم مالی، سود هر سهم و نوع صنعت را مورد توجه قرار دهند. علاوه بر این مدیران شرکتها باید، ساختار مالکیت شرکت را به عنوان یک عامل تاثیر گذار بر عملکرد و سیاست پرداخت سود به حساب آورده و در جهت اصلاح آن، تلاش کنند.

## منابع

- ۱- بابایی زکلیکی، محمد علی و احمدوند، ژیلا(۱۳۸۷). " بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " **تحقیقات مالی**، شماره ۲۶.
- ۲- حساس یگانه، یحیی(۱۳۸۳). " حاکمیت شرکتی و تاثیر آن بر گزارشگری " همایش گزارشگری مالی، انجمن حسابداران خبره ایران.
- ۳- خدادادی، ولی و آقاجری، ولی ا.ا.(۱۳۸۸). " ارزیابی بین ساختار مالکیت شرکت و سیاست های سود سهام در ایران " **فصلنامه حسابداری مالی**، شماره ۲.
- ۴- صادقی شریف، سید جلال و بهادری حجت(۱۳۸۸). " بررسی تاثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " **تحقیقات مالی**، شماره ۲۷.
- ۵- قالیباف اصل، حسن و رضایی، فاطمه(۱۳۸۶). " بررسی تاثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " **تحقیقات مالی**، شماره ۲۳.
- ۶- نمازی، محمد و کرمانی، احسان(۱۳۸۷). " تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " **فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵۳.
- 7- Anlin Chen & Lanfeng Kao.(2005). "The conflict between agency theory and corporate control on managerial ownership: The evidence from Taiwan IPO performance", *International Journal of business* 10(1).
- 8- Basil Al-Najjar.(2009). " Corporate governance and institutional ownership: evidence from Jordan", <http://www.ssrn.com>
- Leif Anders Fr̄nningen and Nico van der Wijst(2009). " Ownership structure and performance of the largest German companies" , <http://www.ssrn.com>.
- 9- Demsetz, H. & Lehn, k(1985). "The Structure of corporate Ownership: Causes and con Sequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1115-1177.
- 10- Imam, Mahmood Osman & Malik, Mahfuja,(2007). "Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market" *International Review of Business Research Papers*, Pp. 88-110.

- 11- Jayesh Kumar.(2004).”Does Ownership Structure influence firm value?:Evidence from India”,Indira Gandhi Institute of Development Research, India.
- 12- Lehmann Erik, and Jürgen Weigand, 2000, “Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany”, *Working Paper, Department of Economics, University of Konstanz* .
- 13- Onder, z.(2003). " Ownership Concentration and firm Performance: Evidence From Turkish Firms" . METU studies in development, 2003,181-203.
- 14- Shleifer Andrei and Robet W Vishny, 1997. “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance*, 737-783.
- 15- Tsaia, H. and Z. Gu (2007). "The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance." *Hospitality Management*. Vol. 26, pp. 517-530.
- 16- Xu, X. & Wang, Y.(1997). Ownership Structure, Corporate Governance, and corporate performance: The case of Chinese stock companies. Word bank policy research. Working paper 179.
- 17- Yammeesri, j. & lodh, S. C(2002). " The effects of ownership structure on firm performance: Evidence from Thailand. Hawaii international conference on business.