



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال سوم / شماره نهم / بهار ۱۳۹۳

مالکیت شرکتهای سرمایه‌گذاری و ارزش سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

بهمن بنی‌مهد

استادیار و عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج

مهدی مرادزاده فرد

دانشجوی دوره کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات البرز، (نویسنده مسئول)

یعقوب ناصح

دانشجوی دوره کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات البرز

تاریخ دریافت: ۹۲/۴/۱۷ تاریخ پذیرش: ۹۲/۱۰/۲۵

چکیده

این مقاله سرمایه‌گذاران نهادی را از دیدگاه نظری به دو گروه عمده طبقه‌بندی می‌نماید. سرمایه‌گذارانی که با شرکت رابطه تجاری دارند و بر عکس سرمایه‌گذارانی که با شرکتی که سهام آن را در اختیار دارند، رابطه‌ای تجاری ندارند. شرکتهای سرمایه‌گذاری در دسته دوم این طبقه‌بندی قرار دارند. مطالعه حاضر رابطه میان مالکیت شرکتهای سرمایه‌گذاری و ارزش سهام در یک دوره ۶ ساله از سال ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ در شرکت ۱۰۷ شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داده است. روش پژوهش در مقاله حاضر روش همبستگی با استفاده از تحلیل رگرسیونی می‌باشد. آزمون فرضیه با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی انجام شده است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد مالکیت سهام شرکتهای سرمایه‌گذاری موجب کاهش ارزش سهام شرکتهای نمونه پژوهش می‌شود.

واژه‌های کلیدی: شرکتهای سرمایه‌گذاری، مالکیت سهام، ارزش سهام و بورس اوراق بهادار.

۱- مقدمه

با آغاز به کار بورس اوراق بهادار تهران، تشکیل شرکتهای هلدینگ با موضوع سرمایه‌گذاری در سهام شرکتهای رونق و گسترش یافت. سرمایه‌گذاران نیز با خرید سهام شرکتهای سرمایه‌گذاری این امکان را دارند تا در مالکیت واحدهای بزرگ و بین‌المللی سهام شوند. از این رو موفقیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری که تقریباً تمام آن‌ها به طور مستقیم و یا غیر مستقیم تحت نظارت دولت و نهادهای وابسته به دولت هستند، در جذب سرمایه‌های داخلی و خارجی و استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیازمند مدیریت صحیح و پاسخگویی مدیران است. پژوهش‌ها نشان می‌دهند که مالکیت دولتی موجب تحمیل هزینه‌های دولت بر شرکتهای شده و در نهایت این موضوع باعث کاهش سودآوری و کاهش ارزش سهام شرکتهای خواهد شد (Firth et al, 2013). از طرف دیگر برخی دیگر از پژوهش‌ها نشان داده‌اند که شرکتهایی که تحت مالکیت دولت قرار دارند به دلیل دسترسی به منابع مالی دولت از سودآوری بیشتری برخوردار خواهند بود و ارزش سهام آن‌ها در بازار سرمایه رشد خواهد کرد (Fisher and Peters, 2010). به دلیل آن که در محیط اقتصادی کشور، سازمان‌ها و شرکتهای وابسته به دولت، با ایجاد شرکتهای سرمایه‌گذاری، مالکیت شرکتهای سهامی زیادی را در بورس اوراق بهادار در تملک و مدیریت خود دارند. با بررسی روند قیمت‌ها در بازار سرمایه، متوجه این موضوع می‌شویم که قیمت سهام اکثر شرکتهایی که در مالکیت شرکتهای سرمایه‌گذاری قرار دارند در مقایسه با شرکتهای دیگر پایین‌تر است. این موضوع و هم‌چنین فقدان پژوهش‌های کافی درباره آن این انگیزه را در نویسندگان مقاله حاضر به وجود آورد تا به عنوان اولین پژوهش تأثیر مالکیت شرکتهای سرمایه‌گذاری بر شرکتهای سرمایه‌پذیر پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با ارزش سهام شرکتهای فوق‌مورد مطالعه قرار دهند. نوآوری پژوهش حاضر در مقایسه با مطالعات گذشته، معرفی دسته‌بندی جدیدی از سرمایه‌گذاران نهادی است که در مبانی نظری پژوهش به آن پرداخته شده است. توجه به این دسته‌بندی می‌تواند موجب بازنگری در نتایج مطالعات گذشته در زمینه سرمایه‌گذاران نهادی شود و هم‌چنین ایده‌های جدیدی برای انتخاب متغیرهای مربوط به سرمایه‌گذاران نهادی و تفسیر نتایج در پژوهش‌های آتی را فراهم آورد. اهمیت این پژوهش در این است که به سرمایه‌گذاران جزء و بالقوه نشان می‌دهد که آیا مالکیت شرکتهای سرمایه‌گذاری در ایجاد و استفاده از فرصت سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کارا است یا خیر. از این رو، پرسش اصلی این پژوهش آن است که چه رابطه‌ای میان مالکیت شرکتهای سرمایه‌گذاری و ارزش سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار وجود دارد. هدف این مقاله آن است که نخست نشان دهد آیا آن دسته از شرکتهای سرمایه‌گذاری که به عنوان سهامدار عمده برخی از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

شناخته شده اند، قادر به رفع تضاد منافع میان خود و سهامدار جزء هستند؟ یا خیر. هدف دوم این پژوهش نیز آن است تا سازمان بورس اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران را از این موضوع آگاه نماید. انتظار بر آن است تا نتایج این پژوهش بتواند دستاورد و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد.

اول این که نتایج این مقاله می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با سرمایه‌گذاری و نظام راهبری گردد. دوم این که شواهد پژوهش نشان خواهد داد که آیا شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یک سهامدار عمده در ترکیب سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس توانایی ایجاد فرصت و استفاده بهینه از منابع شرکت‌های مزبور را خواهند داشت یا خیر؟ این موضوع به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل قرار دهد. سوم این که نتایج پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های جدید در نظام راهبری و سرمایه‌گذاری، پیشنهاد نماید.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بر اساس مبانی نظری دو دیدگاه عمده درباره تاثیر مالکیت سهامداران عمده بر ارزش شرکت وجود دارد. دیدگاه اول آن است که تمرکز مالکیت یک گروه از سهامداران به عنوان سهامداران نهادی باعث خواهد شد تا نظارت این دسته از سهامداران بر عملکرد مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر بیشتر باشد و این خود به عنوان یک مکانیزم نظارتی و راهبری شرکت موجب افزایش ارزش سهام شرکت می‌گردد. دیدگاه دوم بر عکس دیدگاه اول ادعا دارد که تمرکز مالکیت یک گروه از سهامداران، موجب تبانی این دسته از سرمایه‌گذاران با مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر در راستایی همسویی منافع یکدیگر و به ضرر سهامداران اقلیت خواهد شد و این خود در بلند مدت باعث کاهش ارزش سهام شرکت می‌شود هم‌چنین پژوهش‌های انجام شده در حوزه سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران نهادی را به دو گروه تقسیم می‌کنند. گروه اول سرمایه‌گذاران نهادی که روابط تجاری با شرکت سرمایه‌پذیر خود دارند، مانند بانکها و شرکت‌های بیمه. این دسته از سرمایه‌گذاران به دلیل برقراری رابطه تجاری از تصمیمات مدیریت واحد سرمایه‌پذیر حمایت می‌کنند. اما در گروه دوم، سرمایه‌گذاران نهادی روابط تجاری با شرکت سرمایه‌پذیر خود ندارند، مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی. این گروه از سرمایه‌گذاران، به علت عدم وجود رابطه تجاری، بر عملکرد مدیران واحدهای سرمایه‌پذیر نظارت بیشتری دارند. از دیدگاه نظری شرکت‌های سرمایه‌گذاری اغلب مدیریت پرتفوی سهام را به عهده دارند و با شرکتی که سهامدار آن هستند، رابطه تجاری ندارند. آن‌ها علاقه مند هستند تا ارزش بازار سهام شرکتها افزایش یابد. آن‌ها با نظارت هرچه بیشتر بر عملکرد مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر خود تلاش

می‌کنند تا به این منظور دست یابند (Ruiz-Mallorqu. and Santana-Martin, 2011). با توجه به دو نوع دسته بندی درباره سرمایه گذاران نهادی، در این پژوهش، تنها دسته بندی دوم یعنی مالکیت شرکتهای سرمایه گذاری، مورد بررسی قرار می‌گیرد.

فیرس و همکاران^۱ (۲۰۱۳) رابطه میان هزینه های دولت و ارزش سهام در شرکتهای دولتی چین را بررسی نمودند. آن‌ها دریافتند که عملکرد مالی و ارزش سهام این شرکتها در مقایسه با سایر شرکتها در دوره تحقیق کاهش یافته است و علت آن تیز تحمل هزینه های دولت به شرکتهای مزبور بوده است. بین کنی و همکاران^۲ (۲۰۱۳) اجرای قانون ساربینز اکسلی را بر ارزش بازار (توبین Q) شرکتها در سه کشور آمریکا، آلمان و هنگ کنگ را بررسی نمودند. نتایج این پژوهش بیانگر آن بود که اجرای قانون مزبور موجب کاهش ارزش بازار سهام شرکتها شده است. اما این کاهش در هنگ کنگ بیشتر از دو کشور دیگر بوده است. کانلی و همکاران^۳ (۲۰۱۲) ساختار مالکیت و نظام راهبری بر ارزش بازار شرکت در تایلند را بررسی کردند. نتیجه پژوهش آن‌ها بیانگر آن بود که استقرار نظام راهبری قوی موجب افزایش ارزش بازار سهام خواهد شد. آن‌ها هم چنین دریافتند که ساختار هرمی در مالکیت شرکتها، رابطه بین نظام راهبری و ارزش بازار سهام شرکت‌ها را بهبود خواهد بخشید. آدامز و مهران^۴ (۲۰۱۲) طی پژوهشی در شرکت های سرمایه گذاری شاغل در صنعت بانکداری آمریکا دریافتند رابطه ای میان استقلال هیئت مدیره و عملکرد بازار (توبین Q) وجود ندارد. اما اندازه هیئت مدیره رابطه ای مستقیم با عملکرد بازار شرکت دارد. زهرانی و لفر^۵ (۲۰۱۲) اعتقاد دارند سیستم سیاسی هر کشوری بر تامین مالی و نظام راهبری شرکتها و در نتیجه بر ارزش بازار شرکتها تاثیرگذار است. رویز مالورکو و سان تامارتین^۶ (۲۰۱۱) در اسپانیا نشان دادند که هرگاه سهامداران عمده شرکتی یک بانک باشد، رابطه ای منفی میان مالکیت سهامدار عمده و ارزش سهام آن شرکت وجود دارد. اما اگر سهامدار عمده یک شرکت سرمایه گذاری باشد، در آن صورت رابطه مثبت میان مالکیت و ارزش سهام شرکتها وجود دارد. آنها در نتیجه گیری پژوهش خود عنوان می‌کنند که علت این تفاوت آن است که بانکها درگیر مسائل سیاسی و تحت فشار گروه های سیاسی هستند اما شرکتهای سرمایه گذاری فارغ از این مسائل هستند و تنها بر سودآوری و افزایش بازده شرکتهای سرمایه پذیر خود تمرکز دارند. اندرس^۷ (۲۰۰۸) اثر مالکیت سهامداران عمده بر عملکرد بازار شرکت در آلمان را مورد بررسی قرار داد. او نشان داد شرکتهایی که در ساختار مالکیت آنها، سهامدار عمده خانوادگی وجود دارد، ارزش بازار سهام شرکت افزایش می‌یابد. اما این افزایش در دیگر ساختارهای مالکیت کمتر مشاهده می‌شود. تامسون و همکاران^۸ (۲۰۰۶) رابطه مالکیت سهامداران عمده را با ارزش سهام مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که رابطه ای معنی دار میان مالکیت سهامداران عمده و ارزش سهام در هیچ کدام از شرکتهای بریتانیایی و آمریکایی وجود ندارد. اما در سایر کشورهای اروپا در شرکتهایی که

مالکیت سهامداران بیش از ۱۰ درصد است رابطه ای منفی میان مالکیت این سهامداران و ارزش سهام شرکتها وجود دارد. آنها در نتیجه گیری پژوهش خود عنوان می کنند در کشورهایی که اقتصاد بازار محور دارند مانند آمریکا و انگلستان ، رابطه ای میان مالکیت سهامداران عمده و ارزش سهام وجود ندارد. ما در کشورهایی که اقتصاد بازار محور نیست و تامین مالی از طریق بازار پول(بانکها) انجام می شود، میان سهامداران عمده و ارزش سهام رابطه ای منفی وجود دارد. اریکسون^۸(۲۰۰۵) رابطه میان ارزش بازار شرکت و ترکیب هیئت مدیره در شرکتهای با تمرکز مالکیت را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد استقرار نظام راهبری کارآمد جهت نظارت بر عملکرد مدیران و تامین منافع سهامداران جزء، موجب افزایش ارزش سهام در این شرکتها می شود. تاناتاوی^۹ (۲۰۱۲) ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود را در شرکتهای تایلندی مورد بررسی قرارداد. نتایج تحقیق او نشان می دهد وقتی تمرکز مالکیت در اختیار سهامداران عمده است ، بیشترین تقسیم سود اتفاق می افتد و این موضوع موجب کاهش ارزش سهام شرکت بعد از تقسیم سود می شود. پرادهان و دیگران^{۱۱} (۲۰۱۲) نقش ساختار مالکیت در عملکرد شرکت ها را در هند بررسی نموده اند. نتایج تحقیق آنان نشان می دهد که رابطه مثبت بین نوع سهامداران با عملکرد شرکت وجود دارد. گن گلی^{۱۲}(۲۰۱۳) تداوم نقدینگی بالا، ساختار مالکیت و عملکرد شرکتهای هندی را در یک دوره پنج ساله مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق نشان می دهد ساختار مالکیت تاثیری بر عملکرد شرکتهای مورد بررسی ندارد. ضمن اینکه تمرکز مالکیت تاثیر منفی بر عملکرد این شرکتها داشته است. نجار و تیپور^{۱۳} (۲۰۰۸) در رابطه بین نقدینگی شرکتها و ساختار مالکیت را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج مطالعه آن ها بیانگر آن بود که رابطه ای منفی بین رشد شرکتها و تعداد سهام در اختیار سرمایه گذاران نهادی وجود دارد. دمستز و ویلاونگا^{۱۴}(۲۰۰۰) در تحقیق خود عملکرد شرکت را متغییر وابسته در نظر گرفتند و برای اندازه گیری آن از شاخص Q استفاده کردند. نتایج مطالعه بیان کننده این واقعیت بود که بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت رابطه آماری چشمگیری وجود ندارد. هیونگ^{۱۵}(۲۰۰۶) رابطه بین عملکرد بازار و درصد سهام متعلق به مدیران را بررسی نمود. آن ها دریافتند که میان درصد سهام متعلق به مدیران و عملکرد بازار شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. کلاسنز و دیگران^{۱۶} (۲۰۰۲) ادعا دارند در کشورهای آسیای شرقی رابطه ای مثبت میان مالکیت سهامداران عمده و ارزش سهام شرکتها وجود دارد.

شریعت پناهی (۱۳۸۰) اثر نوع مالکیت را بر عملکرد مدیران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۲ الی ۱۳۷۷ بررسی نمود و به این نتیجه رسید که انواع مالکیت بر عملکرد شرکت ها تاثیری ندارد. مسنوفی(۱۳۸۸) رابطه بین نسبت توبین و ارزش افزوده اقتصادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی و نشان داد رابطه ای مستقیم بین نسبت

مذکور و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده وجود دارد. کاشانی پور و رسائیان (۱۳۸۸) رابطه بین نسبت توبین و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتها را بررسی کردند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد بین نسبت توبین و بازده سالانه سهام رابطه معنی داری وجود ندارد. هم چنین نسبت توبین با ارزش افزوده بازار و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه مثبت و معنی داری دارد. واعظ و دیگران (۱۳۸۹) به بررسی عملکرد شرکت و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق آنها بیانگر آن بود که ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت تاثیر ندارد. سینایی و دیگران (۱۳۹۰) تاثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت را با ارزش شرکت مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت رابطه غیر خطی و معنی دار وجود دارد و فرصت‌های رشد تاثیر معنی داری بر این رابطه دارد. ودیعی و حسینی (۱۳۹۰) رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و شاخص توبین با بازده سهام را بررسی نمودند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد رابطه نسبت توبین با بازده سهام معنی دار است. اما ارزش افزوده اقتصادی رابطه معنی داری با بازده سهام ندارد. شورورزی و آزادوار (۱۳۸۹) ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکتها را مورد مطالعه قرار داده‌اند. نتایج پژوهش آنها نشان داد بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکتها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. توتاخانه (۱۳۸۷) رابطه میان عملکرد شرکت و برخی ویژگی‌های هیئت مدیره مانند دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن بود که بین درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و دوگانگی مسئولیت مدیرعامل با عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود ندارد.

۳- روش شناسی پژوهش

روش پژوهش در این مقاله، روش توصیفی از نوع همبستگی با استفاده از تحلیل رگرسیونی است. مبانی نظری پژوهش از طریق مطالعات کتابخانه‌ای یعنی مطالعه مقالات منتشر شده به دست آمده و بر پایه آن فرضیه‌های پژوهش تدوین گردیده است. هم چنین آزمون فرضیه بر اساس رگرسیون چند متغیره، با استفاده از داده‌های ترکیبی با کنترل نمودن اثرات ثابت نوع صنعت و سال انجام شده است. جامعه آماری مورد بررسی در این تحقیق شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ شامل ۱۰۷ شرکت و به تعداد آنها ۶۴۲ مشاهده می‌باشد که به صورت تصادفی و با توجه به شرایط زیر انتخاب شده‌اند.

الف) شرکت‌هایی که پایان دوره آنها پایان اسفند ماه باشند و در طول دوره تغییر دوره مالی نداشته باشند. ب) شرکت در دوره تحقیق توقف معامله طولانی مدت نداشته باشد. ج) اطلاعات آنها در همه سالهای دوره تحقیق در دسترس باشد. د) شرکت‌های سرمایه‌پذیر مورد بررسی در گروه سرمایه‌گذاری و یا صنعت بانکداری نباشد.

متغیر وابسته در این پژوهش عبارت است از قیمت سهام شرکتها در پایان تیر ماه سال بعد. برای همگن کردن این متغیر در سطح همه شرکت‌ها، از آن لگاریتم طبیعی گرفته شده است. متغیر مستقل نیز عبارت است از نوع سهامدار عمده که یک متغیر مصنوعی است با مقدار یک و صفر. اگر سهامدار عمده شرکتی در یک سال شرکت سرمایه‌گذاری باشد در آن صورت مقدار آن یک و در غیر آن صورت مقدار آن صفر است. از آنجاییکه قیمت سهام می‌تواند تحت تاثیر متغیرهایی چون اندازه شرکت، سودآوری، نسبت اهرمی، توان رقابتی و گزارش زیان باشد لذا متغیرهای مذکور به عنوان متغیرهای کنترل در این پژوهش در نظر گرفته شده‌اند. در ادامه چگونگی اندازه‌گیری این متغیرها توضیح داده می‌شود:

اندازه شرکت: عبارت است از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های هر شرکت در هر سال

سودآوری: عبارت است از نسبت سود خالص به جمع دارایی‌های هر شرکت در هر سال

نسبت اهرمی: عبارت است از نسبت جمع بدهی‌های بلندمدت به جمع دارایی‌های هر شرکت در هر سال

توان رقابتی: عبارت است از نسبت بهای تمام شده کالای فروش رفته به فروش هر شرکت در هر سال

گزارش زیان: یک متغیر مصنوعی است که با یک و صفر نشان داده می‌شود. اگر شرکتی در یک سال زیان گزارش کند در آن صورت مقدار آن یک و در غیر آن صورت مقدار آن صفر است.

۴- فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری پژوهش فرضیه پژوهش به صورت زیر ارائه می‌شود:

میان مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان سهامدار عمده شرکت‌های سرمایه‌پذیر و قیمت هر سهم شرکت‌های سرمایه‌پذیر رابطه معنی‌دار وجود دارد.

۵- نتایج پژوهش

۵-۱- آماره های توصیفی پژوهش

در این بخش و قبل از انجام آزمون فرضیه آماره های توصیفی پژوهش به شرح جدول شماره ۱ ارائه می شود.

جدول شماره ۱- آماره های توصیفی پژوهش

شرح	قیمت هر سهم	سودآوری	نسبت اهرمی	توان رقابتی	جمع داراییها (میلیون ریال)
تعداد مشاهده	۲۷۵	۲۷۵	۲۷۵	۲۷۵	۲۷۵
میانگین	۵۸۹۹/۹۶	۰/۱۵۸۷	۰/۰۷۳۶	۰/۶۳۸۸	۱۹۳۶۰۰۲/۷۱
میان	۳۵۱۸/۰۰	۰/۱۲۷۰	۰/۰۴۷۲	۰/۶۸۴۹	۸۰۶۵۶۵/۰۰
انحراف معیار	۶۴۲۳/۶۴۰	۰/۱۴۳۴	۰/۰۷۸۹	۰/۲۳۶۲	۲۹۱۱۰۴۳/۱۴۵
تعداد مشاهده	۳۶۷	۳۶۷	۳۶۷	۳۶۷	۳۶۷
میانگین	۳۳۶۴/۵۶	۰/۰۸۶۰	۰/۱۰۰۴	۰/۷۵۶۱	۳۱۹۶۷۳۲/۳۵
میان	۲۰۴۳/۰۰	۰/۰۷۶۸	۰/۰۵۱۷	۰/۷۸۴۸	۴۹۲۷۲۶/۰۰
انحراف معیار	۳۴۰۰/۶۸۰	۰/۰۹۹۷	۰/۱۲۷۱	۰/۱۷۰۶	۱۲۵۰۰۰۰/۰۰

نزدیک بودن مقادیر میان و میانگین به معنی نرمال بودن متغیرها است. هم چنین ۴۲/۸ درصد مشاهدات دارای سهامدار عمده شرکت سرمایه گذاری بوده و ۵۷/۲ درصد نیز سهامدار عمده غیر شرکت سرمایه گذاری بوده اند.

۵-۲- آزمون فرضیه

فرضیه اول به صورت زیر بیان می شود:

H_0 = میان مالکیت شرکتهای سرمایه گذاری به عنوان سهامدار عمده شرکتهای سرمایه پذیر و قیمت هر سهم شرکتهای سرمایه پذیر رابطه معنی دار وجود ندارد.

H_1 = میان مالکیت شرکتهای سرمایه گذاری به عنوان سهامدار عمده شرکتهای سرمایه پذیر و قیمت هر سهم شرکتهای سرمایه پذیر رابطه معنی دار وجود دارد.

جدول شماره ۲- آزمون فرضیه

متغیرهای مستقل	ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد		سطح معنی داری
	بتا	خطای استاندارد	بتا	خطای استاندارد	
مقدار ثابت	۰/۱۴۱	۰/۹۰۱	-	۰/۸۴۰	۰/۰۰۰
متغیر اصلی	نوع سهامدار عمده	-۰/۴۸۹	۰/۱۷۵	-۰/۲۶۴	۰/۰۰۵
متغیرهای کنترلی	اندازه شرکت	۰/۱۴۵	-۰/۰۵۷	۰/۲۱۶	۰/۰۱۲
	سودآوری	۱/۶۱۵	۰/۲۹۳	۰/۲۲۲	۰/۰۰۰
	نسبت اهرمی	-۰/۳۸۴	۰/۳۰۵	-۰/۰۴۶	۰/۲۰۹
	توان رقابتی	-۰/۶۵۴	۰/۲۶۳	-۰/۱۵۰	۰/۰۱۳
	گزارش زیان	-۰/۰۱۱	۰/۰۷۸	-۰/۰۰۳	۰/۱۳۸
		Adjusted R2 = ۰/۸۴۳	۱/۷۷۴D.W=	۳۰/۴۲۹F=	
		لحاظ شده است		۰/۰۰۰P- Value =	
اثرات سال و صنعت					

در جدول شماره ۲، مقدار سطح معنی داری نوع سهامدار عمده برابر ۰/۵ درصد یعنی کمتر از ۵ درصد است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین متغیر مستقل یعنی نوع سهامدار عمده و قیمت هر سهم رابطه معنی دار وجود دارد. از این رو فرض صفر آماری H_0 رد و فرض مقابل آن یعنی فرض H_1 را نمی‌توان رد کرد. مقدار آماره F برابر ۳۰/۴۲۹ و سطح معنی داری آن برابر صفر می‌باشد. از این رو می‌توان ادعا نمود که رابطه خطی میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با توجه به جدول شماره ۲ برابر ۸۴ درصد است. این موضوع بیانگر آن است که ۸۴ درصد تغییرات متغیر وابسته براساس تغییرات متغیرهای مستقل مدل بیان می‌شود و مابقی آن متاثر از سایر عواملی است که قابل مشاهده نیستند. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۱/۷۷۴ است. بنابراین خود همبستگی در مقادیر باقی مانده خط رگرسیون وجود ندارد. بنابراین نوع مالکیت بر ارزش سهام تاثیر دارد، یعنی اگر یک شرکت سرمایه‌گذاری سهامدار عمده یک شرکت باشد، آنگاه امکان کاهش ارزش سهام آن شرکت بیش از وضعیت مالکیت است.

۶- نتیجه گیری و بحث

با توجه به نتایج آزمون فرضیه، مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان سهامدار عمده شرکت‌های سرمایه‌پذیر اثری منفی بر قیمت هر سهم دارد. یعنی هرگاه یک شرکت سرمایه‌گذاری، سهامدار عمده یک شرکت سرمایه‌پذیر باشد، در آن صورت ارزش سهام شرکت سرمایه‌پذیر کاهش می‌یابد. با

توجه به مفاهیم تئوری نمایندگی می‌توان گفت احتمالاً مدیران شرکتهای سرمایه پذیر که توسط سهامدار عمده (شرکتهای سرمایه گذاری) منصوب می‌شوند، نقش و وظیفه خود را به عنوان یک مدیر در ایجاد و استفاده از فرصت های سرمایه گذاری در بازار سرمایه به خوبی ایفاء نمی‌کنند. این موضوع مطابق با دیدگاه دوم درباره تاثیر مالکیت سهامداران عمده بر ارزش شرکت است. همان گونه که در مبانی نظری این پژوهش اشاره شد بر اساس این دیدگاه، تمرکز مالکیت یک گروه از سهامداران، موجب همسویی منافع سهامداران عمده با مدیران شرکتهای سرمایه پذیر می‌شود و این خود باعث کاهش ارزش سهام شرکت می‌شود (Ruiz-Mallorqu. and Santana-Martin, 2011). نتایج این پژوهش مطابق با پژوهش تامسون و همکاران (۲۰۰۶) می‌باشد. به عقیده آن‌ها در کشورهایی که اقتصاد بازار محور نیست و تامین مالی از طریق بازار پول (بانکها) انجام می‌شود، میان سهامداران عمده و ارزش سهام رابطه ای منفی وجود دارد. از سوی دیگر نتایج این پژوهش را می‌توان مطابق پژوهش فیرس و همکاران (۲۰۱۳) دانست. آن‌ها نشان دادند مالکیت دولتی موجب تحمیل هزینه های دولت بر شرکتهای شده و در نهایت این موضوع باعث کاهش سودآوری و کاهش ارزش سهام شرکتهای خواهد شد (Firth et al, 2013). به نظر می‌رسد در ایران نیز چنین است. به دلیل مداخله دولت در اقتصاد و وابستگی سیاسی و مدیریتی شرکتهای سرمایه گذاری به دولت، منافع دولت از طریق شرکتهای سرمایه پذیر تامین می‌شود و این موضوع موجب کاهش ارزش سهام آن شرکتهای می‌شود. شواهد دیگر پژوهش بیانگر آن است که ارزش سهام تابع ای از اندازه شرکت، سودآوری و توان رقابتی است. هرچه اندازه شرکت و سودآوری افزایش یابد، قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. هم چنین هرگاه نسبت قیمت تمام شده به فروش (شاخص توان رقابتی) کاهش یابد، در آن صورت قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. بر اساس نتایج تحقیق نمی‌توان گفت که در بازار سرمایه ایران هرگاه سهامدار عمده در ترکیب سهامداران، یک شرکت سرمایه گذاری باشد در آن صورت آن یک سهامدار نهادی است و آن را به عنوان شاخص حاکمیت شرکتی در نظر گرفت. در تحقیقات گذشته انتخاب شرکت های سرمایه گذاری به عنوان سهامدار نهادی (شاخصی از حاکمیت شرکتی) احتمالاً صحیح نبوده و صرفاً بر پایه قضاوت ذهنی پژوهشگران انجام می‌شد. از این رو به سازمان بورس اوراق بهادار و سایر سازمان های قانون گذار پیشنهاد می‌شود تا در مشخصه ها و مولفه های حاکمیت شرکتی تجدید نظر کنند و متغیرهایی متناسب با محیط اقتصادی ایران را به عنوان مولفه ها و ویژگی های حاکمیت شرکتی معرفی نمایند. هم چنین به منظور تسهیل در نظارت بر عملکرد مدیران صنایع، دولت باید ضمن تسهیل خصوصی سازی اقتصاد و تشکیل اقتصاد بازار محور مقدمات جدایی مالکیت از مدیریت به طور محتوایی را فراهم سازد. برای پژوهش های آتی نیز پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

۱) رابطه ورشکستگی و مالکیت شرکت های سرمایه گذاری

- ۲) اثر مالکیت بانکها و شرکتهای بیمه بر عملکرد مالی و بازار شرکتهای
۳) رابطه تقسیم سود و مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری

فهرست منابع

- * توتا خانه ، بهنام (۱۳۸۷)، بررسی رابطه بین ترکیب هیئت مدیره با عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی
- * شریعت پناهی، مجید (۱۳۸۰) اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه دکتری، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی
- * سینایی، حسنعلی، سلگی، محمد و محمدی، کامران (۱۳۹۰) تاثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۱۰، صص ۸۷ الی ۱۰۳
- * شورورزی، محمدرضا و آزادوار، ایمان (۱۳۸۹) تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصتهای سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکتهای مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره ششم
- * کاشانی پور، محمد و رسائیان، امیر (۱۳۸۸) رابطه Q توبین و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتهای در ایران، فصلنامه حسابداری مالی، سال اول، شماره ۳: ۱۴۶-۱۴۱
- * واعظ سیدعلی، کرراهی مقدم سیروس، الهایی سحر مهدی (۱۳۸۹) بررسی عملکرد شرکت و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله حسابداری مالی، شماره ۷، صص ۱۱۴ الی ۱۳۵
- * ودیعی، محمدحسین، حسینی، سیدمحمد (۱۳۹۰) رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و شاخص Q توبین با بازده سهام، نهمین همایش سراسری حسابداری ایران، زاهدان، دانشگاه سیستان و بلوچستان.
- * Adams R. B. and Mehran H. (2012) Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies, Journal of Financial Intermediation , Vol 21, PP. 243-267
- * Alzahrani, M., Lasfer, M., (2012) Investor protection, taxation, and dividends. J. Corp. Finance 745-762.
- * Andres C., (2008) Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership, Journal of Corporate Finance 14 PP. 431-445
- * Bianconi, M., Chen, R., and Yoshino J, A., (2013) Firm value, the Sarbanes-Oxley Act and cross-listing in the U.S., Germany and Hong Kong destinations, North American Journal of Economics and Finance 24 PP. 25- 44

- * Connelly J. T., Limpaphayom P., and Nagarajan, N.J.,(2012) Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand, *Journal of Banking & Finance* 36 PP. 1722–1743
- * Claessens, S., Djankov, S., Lang, L.H.P.(2002) The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 81–112.
- * Erickson J., Park, Y. W. , Reising , J., and Shin H.(2005) Board composition and firm value under concentrated ownership: The Canadian evidence, *Pacific-Basin Finance Journal* 13 PP.387– 410
- * Firth ,M., Stephen X. G., and Liwei S., (2013) Cost of government and firm value, *Journal of Corporate Finance* ,Vol.21 PP. 136–152
- * Fisher, J.D.M., Peters, R., 2010. Using stock returns to identify government spending shocks. *Econ. J.* 120, 414–436
- * Ruiz-Mallorqu , M,V,. and Santana-Martin, D, J.(2011) Dominant institutional owners and firm value, *Journal of Banking & Finance* , Vopl,35 PP. 118–129
- * Thomsen, S. , Torben P., and Hans K.K., (2006) Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems, *Journal of Corporate Finance* 12 ,PP. 246– 269

یادداشت‌ها

- ¹ . Firth et al.
- ² . Bianconi et al.
- ³ .Connelly et al.
- ⁴ .Adams and Mehran
- ⁵ .Alzahrani and lasfer
- ⁶ .Ruiz-Mallorqui and Santana-Martin
- ⁷ .Andres
- ⁸ .Thomsen et al.
- ⁹ .Erickson et al.
- ¹⁰ .Thanatawee
- ¹¹ .Pradhan et al
- ¹² . Ganguli
- ¹³ . Najjar, B. and Taylor
- ¹⁴ .Demstz, H. And Villalonga, B.
- ¹⁵ .Hung, J
- ¹⁶ - Claessens et al.