

## بررسی رابطه بین نوع مالکیت و عملکرد عملیاتی شرکتها

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۷/۳۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۹/۲۳

دکتر مجید زنجیردار<sup>۱</sup>

دکتر فرزین رضائی<sup>۲</sup>

سید جابر میرمیریان کوه کمر<sup>۳</sup>

### چکیده

وجود تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت یکی از مباحث مهمی است که در خلال دهه‌های اخیر مورد توجه پژوهشگران بوده است. با توجه به پژوهش‌های انجام شده مرتبط با حاکمیت شرکتی می‌توان ساختار یا نوع مالکیت را به عنوان یکی از راهکارهای حل این مسئله مطرح نمود. لذا پژوهش حاضر تاثیر نوع مالکیت را بر عملکرد عملیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد مطالعه قرار می‌دهد. نمونه آماری پژوهش شامل ۶۸ شرکت طی سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ می‌باشد؛ روش آماری مورد استفاده در پژوهش حاضر، روش تحلیل واریانس یک طرفه و دو طرفه است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که نوع مالکیت بر شاخص‌های  $EPS$ ،  $ROA$ ،  $EVA$  و  $P/E$  شرکتها تاثیر گذار است. نتایج حاصل از آزمون توکی نشان می‌دهد که در مورد  $EPS$  نمی‌توان گفت که کدامیک از گروه‌های مختلف نوع مالکیت بیشترین یا کمترین تاثیر را بر این مولفه دارد، اما در مورد  $ROA$  و  $EVA$  باید گفت که این مالکیت مدیریتی است که بیشترین تاثیر را بر این مولفه‌ها دارد. همچنین مالکیت نهادی بیشترین تاثیر را بر مولفه  $P/E$  دارد. ولی نوع مالکیت شاخص‌های  $ROE$ ،  $ROI$ ،  $REVA$ ،  $M/B$  و  $Q$  شرکتها، از لحاظ آماری تاثیر گذار نیست. همچنین در بررسی تاثیر همزمان نوع صنعت و نوع مالکیت بر عملکرد عملیاتی شرکتها، عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد حسابداری، تحت تاثیر عامل صنعت نمی‌باشد، در صورتی که عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکردهای مالی، ارزش افزوده و تلفیقی تحت تاثیر عامل صنعت می‌باشند.

**واژگان کلیدی:** حاکمیت شرکتی، نوع مالکیت، عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکردهای حسابداری، مالی، ارزش افزوده و تلفیقی.

### ۱- مقدمه

یکی از مهمترین مباحث مرتبط با مساله پژوهش حاضر، وجود تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت است که در خلال دهه‌های اخیر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است، وجود تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکتها با اینگونه تضادها است که به طور کلی تحت عنوان "تئوری نمایندگی"<sup>۴</sup> مطرح می‌شود. در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثر سازی ثروت است و لذا به منظور دستیابی به این هدف بر کار مدیران نظارت می‌کنند و عملکرد آنها را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. تضاد بین دو گروه مزبور هنگامی بوجود می‌آید که مدیریت، علائق خود را بر نقطه نظرات و منافع سهامداران ترجیح دهد. (شباهنگ، رضا، ۱۳۸۲) با توجه به پژوهش‌های انجام شده مرتبط با حاکمیت شرکتی،<sup>۵</sup> میتوان تعیین نوع ساختار مالکیت را بعنوان یکی از راهکارهای حل این مساله مطرح نمود، ساختار مالکیت بطور کلی به دو دسته مالکیت نهادی<sup>۶</sup> و مالکیت خصوصی تقسیم می‌شود

<sup>۱</sup> استادیار و عضو هیات علمی دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی اراک m-zanjirdar@iau.arak.ac.ir

<sup>۲</sup> استادیار و عضو هیات علمی دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، مسئول مکاتبات farzin.rezaei@qiau.ac.ir

<sup>۳</sup> کارشناس ارشد حسابداری، دانش آموخته دانشگاه آزاد اسلامی اراک، Mirmiryman@gmail.com

۴. Agency Theory

۵. Corporate Governance

۶. Institutional Ownership

که مالکیت خصوصی خود در سه طبقه ی مالکیت شرکتی،<sup>۷</sup> مدیریتی<sup>۸</sup> و خارجی<sup>۹</sup> گروه بندی می شود، لذا پژوهش حاضر تاثیر نوع مالکیت (نهادی، شرکتی و مدیریتی) را بر رویکردهای عملکرد عملیاتی شرکتها [رویکرد حسابداری (بازده دارایی ها،<sup>۱۰</sup> بازده حقوق صاحبان سهام<sup>۱۱</sup> و سود هر سهم<sup>۱۲</sup>)، رویکرد مالی (بازده سرمایه گذاری<sup>۱۳</sup> و سود باقیمانده<sup>۱۴</sup>)، رویکرد ارزش افزوده (ارزش افزوده اقتصادی<sup>۱۵</sup>، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده<sup>۱۶</sup> و ارزش افزوده بازار<sup>۱۷</sup>) و رویکرد تلفیقی (نسبت قیمت به سود<sup>۱۸</sup>، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری هر سهم<sup>۱۹</sup> و نسبت توپین<sup>۲۰</sup>)] مورد بررسی قرار می دهد، بنابراین سوالی که مطرح می شود این است که آیا بین نوع مالکیت و عملکرد عملیاتی شرکتها رابطه وجود دارد؟ یا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکتها بر عملکرد عملیاتی آنها تاثیر دارد؟ و وجود کدامیک از گروههای مختلف نوع مالکیت در بهبود عملکرد شرکت موثرتر است؟ که با دستیابی به پاسخ این پرسشها میتوان به منظور بهبود عملکرد شرکتها، اقدامات مناسبتری را بعمل آورد. پس بطور خلاصه میتوان گفت که منظور اصلی تحقیق حاضر بررسی تاثیر نوع مالکیت بر عملکرد عملیاتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اهمیت و ضرورت این پژوهش از این دیدگاه میتواند مطرح شود که نتایج بدست آمده میتواند به گونه ای تجربی به مدیران، سرمایه گذاران و سایر تصمیم گیرندگان نشان دهد که متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکتها بر عملکرد آنان تاثیر دارد.

#### ۱-۱- مروری بر پیشینه تحقیق

پایه و اساس مطالعات حاکمیت شرکتی، تئوری نمایندگی است و مسایل نمایندگی نیز ناشی از مجزاسازی مالکیت از کنترل می باشد. فرض تئوری نمایندگی بر این امر استوار است که بین منافع سهامداران و مدیریت یک تعارض بالقوه وجود دارد و مدیران به دنبال کسب حداکثر منافع خود از طریق سهامداران شرکت هستند که این منافع ممکن است در تضاد با منافع سهامداران باشد. کیسی، تامپسون و رایت (۱۹۹۷) برای اعمال حکمرانی اثربخش بر شرکتها، مکانیسم های ساختار مالکیت، ترکیب هیات مدیره، پرداخت پاداش به اعضای هیات مدیره، حسابرسی و عوامل کنترلی بیرونی در بازار نظیر حمایتهای قانونی از سهامداران اقلیت را عنوان نموده اند. لذا تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکتهاست. این بعد از حاکمیت در قالب ابعاد مختلف تعیین کننده ی نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت،

---

۷. Corporate Ownership

۸. Managerial Ownership

۹. Foreign Ownership

۱۰. Return on Assets (ROA)

۱۱. Return on Owner,s Equity (ROE)

۱۲. Earning Per Share (EPS)

۱۳. Return on Investment (ROI)

۱۴. Residual Income (RI)

۱۵. Economic Value Added (EVA)

۱۶. Refined Economic Value Added (REVA)

۱۷. Market Value Added (MVA)

۱۸. Price / Earning Ratio (P/E)

۱۹. Market Value / Book Value Ratio (M/B)

۲۰. Tobin,s Q (Ratio Q)

وجود سهامداران جزء، اقلیت و عمده در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است. همچنین ترکیب سهامداری شرکتها از الگوهای متفاوتی تبعیت می‌کند که الگوهای سهامداری مورد بررسی در این تحقیق شامل سه گروه مالکیت نهادی، شرکتی و مدیریتی هستند. بنابراین می‌توان گفت که یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت و درجه‌بندی آن در مقیاس‌های استاندارد می‌باشد تا با استفاده از آن بتوان استراتژیهای لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود.

اهم پژوهشهای صورت گرفته در این زمینه بطور خلاصه در زیر ارائه گردیده است:

#### ۱-۱-۱- پژوهش‌های خارجی

شاهیرا شاهید در بررسی که در کشور مصر بر روی ۹۰ شرکت منتخب در بورس کاریو والکساندریو انجام داد، نشان داد که رابطه بین نوع مالکیت و عملکرد بازار سهام (P/E, P/BV) معنی دار نیست ولی رابطه بین نوع مالکیت و عملکرد حسابداری شرکت (ROE, ROA) یک رابطه معنی دار است. (Shahira shahid, ۲۰۰۳) وی دریافت که زمانیکه مدیران و بخش‌های دولتی سهامدار عمده شرکت هستند، دارای تأثیری منفی بر ROE شرکت هستند، در مقابل شرکتهای هلدینگ و بخش خصوصی دارای تأثیری مثبت بر ROE شرکت هستند.

در بررسی که در کشور هند توسط جایش کومار با هدف بررسی تأثیر نوع ساختار مالکیت بر ارزش شرکتها انجام شد این نتیجه حاصل شد که زمانیکه مدیران سهامدار عمده شرکت هستند، بیشترین تأثیر را در عملکرد شرکت داشتند و سهامداران خارجی و شرکتهای هلدینگ، بطور معنی داری بر عملکرد شرکت تأثیرگذار نیستند.

بریل فورد در مطالعه‌ای که در کشور استرالیا انجام داد به این نتایج رسید که ترکیب مالکیت مدیریتی و وجود سهامداران بیرونی با نسبت بدهی شرکت رابطه معنی دار دارد، وجود سهامداران بیرونی در ساختار مالکیت موجب افزایش اهرم شرکت می‌شود و با کاهش درصد مالکیت مدیران تضاد منافع کمتر می‌شود.

براک سیفرت در مطالعه‌ای که روی کشورهای آلمان، انگلستان، ایالات متحده و ژاپن انجام داد، دریافت که سهامداران عمده و خصوصاً وجود سهامداران حقوقی در ترکیب مالکیت شرکت با عملکرد شرکت، رابطه معنی دار دارد و نیز مدیران موظف، دارای تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت هستند.

آلبرت میگال در بررسی که بر روی کشورهای مذکور و نیز کشورهای استرالیا و اسپانیا انجام داد، نشان داد که توزیع مالکیت در این کشورها در صورتی موفق است که قوانین و چارچوب‌های حکمرانی در این کشورها، نظیر حمایت از سهامداران و کنترل بازار بر شرکت تقویت گردد. ضمن اینکه عملکرد موفق توزیع مالکیت، مستلزم اثر بخشی هیات مدیره و توسعه یافتگی بیشتر بازار سرمایه است.

#### ۱-۱-۲- پژوهش‌های داخلی

بابایی و احمدوند در تحقیقی "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران" را مورد مطالعه و بررسی قرار دادند و این سوال را مطرح کردند که "آیا تعداد سهامدار عمده و نیز نوع مالکیت آنها بر عملکرد شرکت تأثیر گذار است؟ این تحقیق که نمونه آماری آن شامل ۵۶ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۷۹ است، تأثیر ساختار مالکیت را از دو دیدگاه تعداد سهامداران عمده و نوع مالکیت آنها بر عملکرد شرکتها مورد بررسی قرار می‌دهد، بررسیها با استفاده از تحلیل واریانس و رگرسیون نشان می‌دهد که با افزایش تعداد سهامداران عمده، بازده حقوق صاحبان سهام شرکتها افزایش می‌یابد. این

روند احتمالاً ناشی از افزایش کنترل سهامداران عمده و هم افزایی آنها در تاثیرگذاری بر تصمیمات مالی شرکت است اما به دلیل محدودیت پایین بودن حجم نمونه آماری روابط بین متغیرهای ساختار مالکیت و عملکرد شرکت از لحاظ آماری معنادار نبودند، همچنین نسبت ROE تحت تاثیر عامل صنعت می‌باشد اما صنایع مورد مطالعه از نظر شاخص P/E تفاوت معناداری با یکدیگر نداشته‌اند، یافته‌های نهایی این تحقیق موید آن است که ترکیبی از دو بخش خصوصی و دولتی در ترکیب مالکیت شرکت در افزایش سود آوری شرکت مشرالمثمر بوده است، عبارتی دولت بعنوان یک ارگان کنترلی در بهبود بازده ROE شرکت‌ها تاثیر گذار بوده است همچنین عملکرد شرکت‌های مورد بررسی بیشتر تحت تاثیر شرایط اقتصادی کشور و نوع صنعت است تا اینکه متاثر از اقدامات و تصمیمات مدیریتی باشد.

نمازی و کرمانی در تحقیقی "تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" را مورد مطالعه و بررسی قرار دارند و این سوال را مطرح کردند که "اگر مالکان شرکت را گروه‌های مختلف مانند دولت، موسسات مالی، بانکها و شرکت‌های دیگر تشکیل دهند عملکرد آنها چگونه خواهد بود؟ و وجود کدامیک از ترکیب‌های متفاوت مالکیت در بهبود عملکرد شرکت موثرتر است؟" فرضیه اصلی این پژوهش که نمونه آماری آن شامل ۶۶ شرکت طی سالهای ۱۳۸۶-۱۳۸۲ می‌باشد به شرح زیر است: رابطه معنی داری بین ساختار مالکیت شرکتها و عملکرد آنها وجود دارد یافته‌های این تحقیق نشان داد که بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه منفی و معنی دار وجود دارد. در مورد مالکیت خصوصی نیز فقط میتوان به وجود رابطه معنی دار اشاره کرد، ولی نمی توان نوع این ارتباط را تبیین کرد. همچنین بین سرمایه گذاران شرکتی و عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد. در مورد سرمایه گذاران مدیریتی نتایج معکوس مشاهده گردید، یعنی با وجود سرمایه گذاران مدیریتی در ساختار سرمایه شرکت‌ها عملکرد آنها ضعیف تر می‌شود.

## ۲- روش شناسی تحقیق

### ۲-۱- روش پژوهش

روش تحقیق مورد استفاده در این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ روش و ماهیت از نوع تحقیقات علی است؛ مطالعه ای که درصدد بررسی روابط علت و معلولی است، در پی یافتن تأثیر یک متغیر مستقل بر یک متغیر وابسته است.

### ۲-۲- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری به کار گرفته شده در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سالهای ۱۳۸۷-۱۳۸۳ است، با توجه به ویژگیهای نمونه آماری که در زیر ارائه شده (برای انتخاب نمونه از روش نمونه‌گیری هدفمند یا حذف سیستماتیک استفاده شده است)، از کل این تعداد تنها ۶۸ شرکت از ۱۱ صنعت متفاوت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند:

- (۱) به منظور دستیابی به نمونه همگونی از تعداد شرکت‌های مورد بررسی و همچنین به دلیل اطلاعات قابل اتکا و پوشش دوره تحقیق، شرکت‌های نمونه قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس پذیرفته شده باشند.
- (۲) وقفه معاملاتی شرکت‌های نمونه حداکثر ۳ ماه باشد.
- (۳) به جهت همسانی تاریخ گزارشگری و افزایش قابلیت مقایسه ای اطلاعات دوره مالی آنها مختموم به اسفند ماه باشد.

۴) شرکت‌های نمونه جزو شرکت‌های سرمایه گذاری، هلدینگ، بانکها و واسطه گریهای مالی نباشد زیرا نوع فعالیتهای آنها متفاوت از شرکت‌های سایر صنایع می‌باشند.

۵) شرکت‌های نمونه دارای سود مشمول مالیات باشند، بدین جهت شرکت‌های زیان ده در قلمرو تحقیق نمی‌باشند.

۶) در فاصله بین سالهای ۱۳۸۷-۱۳۸۳ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.

۷) در طول این دوره و در هر سال شرکت‌های منتخب دارای یک سهامدار عمده (سهامداری که حداقل ۵ درصد از سهام شرکت را در اختیار داشته باشد) در ترکیب مالکیت خود باشند و نوع مالکیت عمده این شرکتها طی سالهای مورد بررسی ثابت بوده باشد.

۸) اطلاعات مورد نیاز این شرکتها از طریق منابع موجود (پایگاههای اطلاعاتی بورس) در دسترس باشد.

### ۲-۳- ابزار و روش گردآوری اطلاعات

ادبیات و پیشینه تحقیق حاضر از طریق مطالعات کتابخانه ای جمع آوری شده است، به عبارتی در تحریر ادبیات تحقیق از کتابها، پایان نامه‌ها و مجلات داخلی و خارجی مرتبط با موضوع تحقیق استفاده شده است.

همچنین به منظور جمع آوری اطلاعات مربوط به نوع مالکیت و عملکرد عملیاتی شرکتها نظیر بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، سود هر سهم، بازده سرمایه گذاری، سود باقیمانده، ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده، ارزش افزوده بازار، نسبت قیمت به سود، نسبت قیمت به ارزش دفتری، نسبت توبین و سایر اطلاعات مورد نیاز از بانکهای اطلاعاتی و نرم‌افزارهای مربوطه از جمله نرم‌افزار "ره آورد نوین" استفاده شده است. و با استفاده از برنامه صفحه گسترده اکسل داده‌ها دسته‌بندی و متغیرهای تحقیق از آن استخراج گردیده است.

### ۲-۳- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در پژوهش حاضر با توجه به اینکه متغیر مستقل به صورت کیفی و متغیر وابسته به صورت کمی است و نیز هدف این پژوهش، مقایسه میانگینهای متغیر مستقل و بررسی تأثیر هر یک از آنها بر عملکرد عملیاتی شرکت‌های مورد مطالعه است، بنابراین بهترین روش برای سنجش میزان اثر گذاری متغیر مستقل بر روی عملکرد عملیاتی شرکتها، استفاده از روش تحلیل واریانس ۲۱ است. به بیان آماری برای مقایسه میانگین دو یا چند جامعه (یعنی بررسی تأثیر یک متغیر مستقل گروه بندی بر یک متغیر کمی وابسته) از آزمون تحلیل واریانس استفاده می‌شود. در سطح بررسی تأثیر یک متغیر مستقل (نوع مالکیت) بر روی عملکرد عملیاتی از تحلیل واریانس یک طرفه ۲۲ (تک عاملی یا یک راهه) و در سطح بررسی تأثیر دو متغیر (نوع مالکیت و عامل صنعت) بطور همزمان از تحلیل واریانس دو طرفه (دو عاملی یا دو راهه) استفاده شده است. در صورتی که میانگین K گروه مورد مقایسه باشد در این صورت می‌توان فرض صفر و فرض مقابل را به صورت آماری زیر بیان نمود:

$$\begin{cases} H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_k \\ H_1 : \mu_i \neq \mu_j \quad (i \neq j = 1, \dots, k) \\ H_0 \text{ (حداقل یک جفت از میانگین‌ها با هم برابر نیستند)} \end{cases}$$

۲۱. Analysis of Variance (ANOVA)

۲۲. One-way ANOVA

با استفاده از آزمون تحلیل واریانس میتوان نتیجه گرفت که آیا میانگین‌های ROA، ROE، EPS، ROI، RI، EVA، REVA، MVA، P/E، M/B و Q در گروه‌های مختلف نوع مالکیت با هم تفاوت دارند یا نه؟ که اگر این تفاوت معنی دار باشد می‌توان نتیجه گرفت که گروه عامل بر عملکرد عملیاتی شرکت تاثیر گذار است. ولی نمی‌توان گفت که کدام گروه بیشترین یا کمترین تاثیر را بر عملکرد دارند، به همین دلیل برای بررسی این تاثیر از آزمون توکی استفاده شده است. آزمون توکی یکی از بهترین آزمونهای مقایسه‌ای دو به دو است که علاوه بر مقایسه دو به دو، گروه‌های مختلف را از نظر میانگین آنها رتبه‌بندی میکند در این آزمون در صورتیکه دو یا چند گروه از نظر آماری با هم اختلافی نداشته باشند در زیر گروه‌های همگن قرار می‌گیرند.

در بررسی تاثیر عامل کنترل گر صنعت، از آزمون تحلیل واریانس دو طرفه (دو عاملی یا دو راهه) با هدف تعیین نقش نوع مالکیت بر عملکرد عملیاتی شرکتها با توجه به نوع صنعت، استفاده شده است، بدین صورتکه نمرات عملکرد عملیاتی شرکتها در هر یک از رویکردهای حسابداری، مالی، ارزش افزوده و تلفیقی، به دلیل همسان نبودن دامنه این نمره‌ها، ابتدا نمرات، استاندارد سازی شده و پس از جمع جبری نمرات استاندارد در هر یک از رویکردهای فوق به بررسی تاثیر همزمان نوع صنعت و نوع مالکیت بر عملکرد عملیاتی شرکتها در قالب چهار رویکرد فوق پرداخته شده است.

طبق تحلیل واریانس در صورتی یک متغیر مستقل کیفی گروه بندی بر یک متغیر کمی وابسته تأثیرگذار است که Sig آزمون F از سطح خطای آزمون ( $\alpha=0/05$ ) کوچکتر باشد و این حالت دلیلی بر رد فرض صفر است.

لازم به ذکر است که Significance میزان خطایی است که در رد فرضیه  $H_0$  مرتکب می‌شویم و با علامت اختصاری Sig نشان می‌دهیم که به P-Value نیز معروف است.

آلفا ( ) سطح خطایی است که محقق در نظر می‌گیرد که معمولاً 5 درصد است. اگر:

$$\begin{cases} Sig < \alpha \rightarrow H_0 : Re\ ject \\ Sig > \alpha \rightarrow H_0 : Not\ Re\ ject \end{cases}$$

آلفا ( ) سطح خطای در نظر گرفته شده Sig خطای محاسبه شده در رد فرض  $H_0$  است.

لازم به توضیح است که به منظور پردازش داده‌ها و تجزیه - تحلیل آنها از نرم‌افزار آماری spss استفاده شده است.

## ۴-۲- تعاریف متغیرها و شیوه محاسبه آنها

### ۴-۲-۱- متغیر مستقل

نوع مالکیت: نوع مالکیت بر حسب نوع و ماهیت سهامدار عمده ای (سهامدارانی که حداقل 5 درصد سهام عادی شرکت را در اختیار دارند) که دارای بیشترین درصد مالکیت در ترکیب مالکیت شرکت است تعریف میگردد بر این اساس شرکتهای مورد مطالعه در گروههای ذیل طبقه بندی شده‌اند:

الف- مالکیت نهادی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکتهای دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکتها شامل شرکتهای بیمه، موسسات مالی، بانکها، شرکتهای دولتی و دیگر اجزای دولت است.

ب- مالکیت شرکتی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اجزای شرکتهای سهامی از کل سهام سرمایه بجز موسسات خارجی است.

ج- مالکیت مدیریتی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیات مدیره و خانواده آنها است.

#### ۲-۴-۲- متغیرهای وابسته

سنجش عملکرد از وظایف مدیریتی است که عملکرد قسمتهای مختلف به وسیله آن سنجیده می شود و رویکردهای گوناگونی جهت ارزیابی عملکرد بنگاه وجود دارد. برخی محققین سنجه های ارزیابی عملکرد را با توجه به نوع اطلاعات مورد استفاده در محاسبه آن و موضوع مورد بررسی به شرح زیر طبقه بندی کرده اند که این سنجه ها به عنوان متغیرهای وابسته در این تحقیق بکار رفته است:

#### الف) معیارهای ارزیابی عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد حسابداری

در ارزیابی عملکرد با استفاده از این رویکرد معمولاً از اطلاعات مندرج در صورتهای مالی استفاده می شود؛ مهمترین سنجه های ارزیابی در این رویکرد عبارتند از:

۱- بازده دارایی ها

بازده دارایی ها (ROA) بیانگر کارایی استفاده از دارایی هاست و میزان سود به ازای هر ریال از وجوه سرمایه گذاری شده در شرکت را نشان می دهد.

$$ROA = \frac{NI}{TA} \quad (1)$$

ROA: بازده دارایی ها

NI: سود خالص

TA: کل دارایی ها

۲- بازده حقوق صاحبان سهام

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) بیانگر کارایی استفاده از حقوق صاحبان سهام عادی است و سود شرکت را در ازای هر یک ریال حقوق صاحبان سهام نشان می دهد [۱۳].

$$ROE = \frac{NI}{SHE} \quad (2)$$

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام

NI: سود خالص

SHE: حقوق صاحبان سهام

۳- سود هر سهم

سود هر سهم (EPS) بیانگر سودی است که شرکت در یک دوره مشخص به ازای یک سهم عادی بدست آورده است؛ اگر یک شرکت سهامی تعدادی سهام ممتاز داشته باشد سود متعلق به این سهام از رقم "سود پس از کسر مالیات" کسر و سپس سود قابل تخصیص به سهام عادی محاسبه می شود.

$$EPS = ROE \times BVPS \quad (3)$$

EPS: سود هر سهم

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام

BVPS: ۲۳ ارزش دفتری هر سهم که از تقسیم حقوق صاحبان سهام بر تعداد سهام عادی منتشره بدست می‌آید.

ب) معیارهای ارزیابی عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد مالی

در این رویکرد بیشتر از نظریه‌های مالی و مفاهیم ریسک و بازده استفاده میشود؛ مهمترین سنجه‌های ارزیابی در این رویکرد عبارتند از :

۱- بازده سرمایه گذاری

بازده سرمایه گذاری (ROI) در سهام عادی در یک دوره معین با توجه به قیمت اول و آخر دوره و منافع حاصل از مالکیت بدست می‌آید. این معیار از تقسیم سود عملیاتی بر متوسط سرمایه گذاری حاصل می‌شود.

$$ROI = \frac{OI}{I(A)}$$

(۴)

ROI: بازده سرمایه گذاری

OI: ۲۴ سود عملیاتی

I(A): ۲۵ متوسط سرمایه گذاری

۲- سود باقیمانده

سود باقیمانده (RI) بیانگر سودی است که پس از کسر بازده مورد انتظار سرمایه گذاری از سود عملیاتی بدست می‌آید.

$$RI = OI - [Ke \times I(A)]$$

(۵)

RI: سود باقیمانده

OI: سود عملیاتی

Ke: نرخ بازده مورد انتظار

I(A): متوسط سرمایه گذاری

ج) معیارهای ارزیابی عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد ارزش افزوده

در این رویکرد بیشتر از مفاهیم اقتصادی استفاده می‌شود، عملکرد شرکت در این رویکرد با تاکید بر قدرت سود آوری دارایی‌ها و با توجه به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه بکار گرفته شده ارزیابی می‌شود؛ مهمترین سنجه‌های ارزیابی در این رویکرد عبارتند از:

۱- ارزش افزوده اقتصادی

ارزش افزوده اقتصادی (EVA) یک معیار ارزیابی عملکرد داخلی و معرف سود اقتصادی است و به صورت زیر محاسبه می‌شود.

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

(۶)

EVA: ارزش افزوده اقتصادی

ROIC: برابر با بازده سرمایه سرمایه گذاری شده است این عدد از تقسیم سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات (NOPAT) بر

سرمایه سرمایه گذاری شده (IC) حاصل می‌شود.

WACC: ۲۶ میانگین موزون هزینه سرمایه که از رابطه زیر محاسبه می‌شود.

$$WACC = \frac{L}{L+E} \times k_d (1-t) + \frac{E}{L+E} \times ke$$

۲۴. Operating Income

۲۵. Investment (Average)

۲۶. Weighted Average cost of Capital



(۷)

$L/L+E$ : وزن بدهی

$E/L+E$ : وزن حقوق صاحبان سهام عادی

$Kd$ : نرخ هزینه بدهی

$Ke$ : نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام عادی

t: نرخ موثر مالیاتی است که بر اساس قانون جدید مالیاتهای مستقیم ۲۲/۵ در نظر گرفته شده است.

IC: برابر است با مبلغ سرمایه گذاری شده یا سرمایه به کار گرفته شده.

۲- ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده

ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده (REVA) یکی از جدیدترین معیارهای ارزیابی عملکرد است که نشان دهنده باقیمانده سود پس از کسر هزینه سرمایه (نرخ بازده بازار  $\times$  ارزش بازار سرمایه) از سود حاصل از عملیات می باشد.

$$REVA = NOPAT - (C \times M \text{ Capital}) \quad (۸)$$

REVA: ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده

NOPAT: سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات

C: نرخ هزینه سرمایه، که همان نرخ هزینه سرمایه در بازار است.

M Capital: ۲۷ ارزش بازار سرمایه که همان ارزش داراییهای شرکت می باشد که نحوه محاسبه آن به قرار زیر است.

$$M \text{ capital} = \text{ارزش بازار سهام ممتاز} + \text{ارزش بازار سهام عادی} \quad (۹)$$

(بدهیهای جاری بدون بهره ارزش دفتری بدهی +

در این فرمول براساس معادله حسابداری داراییها با جمع بدهیها و حقوق صاحبان سهام برابر در نظر گرفته شده است.

۳- ارزش افزوده بازار

ارزش افزوده بازار (MVA) برخلاف ارزش افزوده اقتصادی، معیاری برای ارزیابی عملکرد خارجی است و چگونگی ارزیابی عملکرد شرکت از طرف بازار برحسب ارزش بازار بدهی و ارزش بازار سهام با سرمایه گذاری شده در شرکت مقایسه می گردد.

$$MVA = MVSHE(A) - BVSHE(A) \quad (۱۰)$$

MVA: ارزش افزوده بازار

MVSHE (A): میانگین ارزش بازار حقوق صاحبان سرمایه

BVSHE (A): میانگین ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه

(د) معیارهای ارزیابی عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد تلفیقی

در این رویکرد سعی می شود که علاوه بر استفاده از اطلاعات مندرج در صورتهای مالی، از اطلاعات و ارزشهای بازار نیز استفاده شود تا ارزیابیهای انجام شده، مرتبط تر باشد؛ مهمترین سنجههای ارزیابی در این رویکرد عبارتند از:

۱-نسبت قیمت به سود

نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E) از جمله فراگیرترین و مهمترین معیارهای ارزشیابی می‌باشد که بر پایه قیمت بازار سهام شرکت و سود هر سهم محاسبه می‌شود:

$$P/E = \frac{MPS}{EPS} \quad (11)$$

P/E: نسبت قیمت به سود

MPS: قیمت بازار (معاملاتی) سهم

EPS: سود هر سهم

۲- نسبت قیمت به ارزش دفتری

نسبت قیمت به ارزش دفتری (M/B) برای سنجش شایستگی شرکت در استفاده از اعتبار و همچنین بعنوان روشی برای ارزشیابی نسبی انواع بنگاههای اقتصادی بکار می‌رود.

$$M/B = \frac{MPS \times EN}{BVSHE} \quad (12)$$

M/B: نسبت قیمت به ارزش دفتری

MPS: قیمت بازار (معاملاتی) سهم

EN: تعداد سهام عادی منتشره

BVSHE: ۲۸ ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

۳- نسبت توپین

نسبت توپین (Q) از مفاهیم سرمایه گذاری در اقتصاد مالی است که بعنوان یکی از مولفه‌های سنجش عملکرد شرکت در بازار محسوب می‌شود. این نسبت بصورت زیر محاسبه می‌شود [۹].

$$Q = \frac{MVS + BVD}{BVA} \quad (13)$$

Q: نسبت توپین

MVS: ۲۹ ارزش بازار سهام عادی

BVD: ۳۰ ارزش دفتری بدهی‌ها

BVA: ۳۱ ارزش دفتری دارایی‌ها [۸].

۳-۴-۲- متغیر کنترلی

در این تحقیق بدلیل اینکه عملکرد عملیاتی شرکت تحت تاثیر عوامل درونی و بیرونی زیادی است نظیر سابقه و اندازه شرکت، حجم فروش و صنعت؛ بنابراین در این تحقیق، عامل صنعت کنترل شده است، نمونه‌های مورد مطالعه که طی مراحل مختلف از کل جامعه آماری (بورس اوراق بهادار تهران) استخراج شده است در ۱۱ صنعت مختلف (صنعت داروسازی، خودرو و قطعات، محصولات شیمیایی، محصولات مواد غذایی و آشامیدنی بجز قند و شکر، سیمان و گچ، فلزات اساسی، ماشین آلات و تجهیزات، ساخت محصولات فلزی، محصولات کانیهای فلزی و غیرفلزی، کاشی سرامیک و لاستیک و پلاستیک) طبقه‌بندی شده‌اند.

۲۸. Book Value of Stockholders Equity

۲۹. Market Value of Common Stocks

۳۰. Book Value of Debts

۳۱. Book Value of Assets

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی ۱: نوع مالکیت بر معیارهای ارزیابی عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد حسابداری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه فرعی ۱: نوع مالکیت بر بازده دارایی‌های شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه فرعی ۲: نوع مالکیت بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه فرعی ۳: نوع مالکیت بر سود هر سهم شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه اصلی ۲: نوع مالکیت بر معیارهای ارزیابی عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه فرعی ۱: نوع مالکیت بر بازده سرمایه گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه فرعی ۲: نوع مالکیت بر سود باقیمانده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه اصلی ۳: نوع مالکیت بر معیارهای ارزیابی عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد ارزش افزوده در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه فرعی ۱: نوع مالکیت بر ارزش افزوده اقتصادی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه فرعی ۲: نوع مالکیت بر ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه فرعی ۳: نوع مالکیت بر ارزش افزوده بازار شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه اصلی ۴: نوع مالکیت بر معیارهای ارزیابی عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد تلفیقی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه فرعی ۱: نوع مالکیت بر نسبت قیمت به سود هر سهم شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه فرعی ۲: نوع مالکیت بر نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

فرضیه فرعی ۳: نوع مالکیت بر نسبت توین شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است.

### ۴- یافته‌های پژوهش

جمع بندی آزمون فرضیات تحقیق به شرح زیر است:

۴-۱- نوع مالکیت بر بازده دارایی‌های شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مؤثر است.

فرض‌های آماری  $H_0$  و  $H_1$  را می‌توان به صورت زیر نوشت:

: میانگین بازده دارایی‌ها  $H_0(ROA)$  بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، تقریباً یکسان است.

: میانگین بازده دارایی‌ها  $H_1(ROA)$  بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، متفاوت است.

همانگونه که جدول (۱) نشان می‌دهد، میزان Sig، ۰/۰۰۵ است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرض مقابل ( $H_1$ ) مبنی بر اینکه میانگین

بازده داراییها (ROA) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، متفاوت است، پذیرفته میشود. بدین معنی که نوع مالکیت بر بازده داراییهای

شرکتهای تاثیرگذار است. جدول (۱) مقادیر میانگین ROA شرکتهای را در گروههای مختلف نوع مالکیت نشان می‌دهد.

جدول ۱- تحلیل واریانس و میانگین بازده دارایی‌ها (ROA) در گروه‌های مختلف نوع مالکیت

کل	مالکیت مدیریتی	مالکیت نهادی	مالکیت شرکتی	
۶۸	۸	۳۴	۲۶	تعداد شرکتها
۰/۲۸۴	۰/۵۹۷	۰/۲۶۹	۰/۲۰۷	میانگین
۰/۶۶۹	۱/۶۱۸	۰/۴۵۲	۰/۲۸۳	انحراف معیار
۵/۴۱۵	میزان F			
۰/۰۰۵	Sig			

نتایج حاصل از آزمون توکی طبق جدول (۲) نشان می‌دهد که مالکیت‌های شرکتی و نهادی از نظر متغیر ROA با همدیگر تفاوت معنی دار ندارند، در حالیکه مالکیت مدیریتی از نظر متغیر ROA با دو نوع دیگر مالکیت دارای تفاوت معنی دار است. همچنین بیشترین مقدار متغیر ROA مربوط به مالکیت مدیریتی است بعبارت دیگر میانگین ROA در گروه مالکیت مدیریتی باعث رد فرض  $H_0$  (برابری میانگینها) شده است بدین معنی که مالکیت مدیریتی بیشترین تاثیر را بر مولفه بازده داراییها (ROA) دارد.

جدول ۲- آزمون توکی مربوط به ROA

نوع مالکیت	تعداد	آلفا = ۰/۰۵	
		۱	۲
مالکیت شرکتی	۲۶	۰/۲۰۷	
مالکیت نهادی	۳۴	۰/۲۶۹	
مالکیت مدیریتی	۸		۰/۵۹۷
Sig.		۰/۰۸۲۸	۱/۰۰۰

۲-۴- نوع مالکیت بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مؤثر است.

فرض‌های آماری  $H_0$  و  $H_1$  را میتوان به صورت زیر نوشت:

: میانگین بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)  $H_0$  بر اساس نوع مالکیت شرکتها، تقریباً یکسان است.

: میانگین بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)  $H_1$  بر اساس نوع مالکیت شرکتها، متفاوت است.

همانگونه که جدول (۳) نشان می‌دهد، میزان Sig ۰/۵۲۹ است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرض صفر ( $H_0$ ) مبنی بر اینکه میانگین بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، تقریباً یکسان است، پذیرفته می‌شود. بدین معنی که نوع مالکیت بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکتها تأثیرگذار نیست. جدول (۳) مقادیر میانگین ROE شرکتها را در گروه‌های مختلف نوع مالکیت نشان می‌دهد.

جدول ۳- تحلیل واریانس و میانگین بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) در گروه‌های مختلف نوع مالکیت

کل	مالکیت مدیریتی	مالکیت نهادی	مالکیت شرکتهای
۶۸	۸	۳۴	۲۶
۰/۳۷۳	۰/۱۶۸	۰/۶۰۲	۰/۱۳۸
۳/۷۲۵	۰/۱۸۹	۵/۲۶۵	۰/۱۰۱
۰/۶۳۸	میزان F		
۰/۵۲۹	Sig		

۳-۴- نوع مالکیت بر سود هر سهم شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مؤثر است.

فرض‌های آماری  $H_0$  و  $H_1$  را می‌توان به صورت زیر نوشت:

: میانگین سود هر سهم (EPS) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، تقریباً یکسان است.

: میانگین سود هر سهم (EPS) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، متفاوت است.

همانگونه که جدول (۴) نشان می‌دهد میزان Sig، ۰/۰۴۵ است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرض مقابل ( $H_1$ ) مبنی بر اینکه میانگین سود هر سهم (EPS) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، متفاوت است، پذیرفته می‌شود. بدین معنی که نوع مالکیت بر سود هر سهم شرکتهای تاثیر گذار است. جدول (۴) مقادیر میانگین EPS شرکتهای را در گروههای مختلف نوع مالکیت نشان می‌دهد.

جدول ۴- تحلیل واریانس و میانگین سود هر سهم (EPS) در گروههای مختلف نوع مالکیت

کل	مالکیت مدیریتی	مالکیت نهادی	مالکیت شرکتهای
۶۸	۸	۳۴	۲۶
۰/۰۵۱۴	۰/۰۰۱	۰/۱	۰/۰۰۳
۰/۳۶۴	۰/۰۰۱	۰/۵۱۱	۰/۰۱
۳/۱۲۸	میزان F		
۰/۰۴۵	Sig		

نتایج حاصل از آزمون توکی طبق جدول (۵) نشان می‌دهد که میانگین EPS در گروههای مختلف نوع مالکیت در یک زیر گروه همگن رتبه‌بندی شده است، بعبارت دیگر نمی‌توان گفت که کدامیک از گروههای مختلف نوع مالکیت بیشترین یا کمترین تاثیر را بر مولفه سود هر سهم (EPS) دارند.

جدول ۵- آزمون توکی مربوط به EPS

نوع مالکیت	تعداد	$\alpha = ۰/۰۵$
		۱
مالکیت مدیریتی	۸	۰/۰۰۱
مالکیت شرکتهای	۲۶	۰/۰۰۳
مالکیت نهادی	۳۴	۰/۱
Sig.		۰/۲

۴-۴- نوع مالکیت بر بازده سرمایه گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مؤثر است.

فرض‌های صفر و مقابل بصورت زیر هستند :

: میانگین بازده سرمایه گذاری (ROI) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، تقریباً یکسان است.

: میانگین بازده سرمایه گذاری (ROI) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، متفاوت است.

همانگونه که جدول (۶) نشان می‌دهد میزان Sig، ۰/۱۲۰ است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرض صفر ( $H_0$ ) مبنی بر اینکه میانگین بازده سرمایه گذاری (ROI) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، تقریباً یکسان است، پذیرفته می‌شود. بدین معنی که نوع مالکیت بر بازده سرمایه گذاری شرکتها تاثیرگذار نیست. جدول (۶) مقادیر میانگین ROI شرکتها را در گروههای مختلف نوع مالکیت نشان می‌دهد.

جدول ۶- تحلیل واریانس و میانگین بازده سرمایه گذاری (ROI) در گروههای مختلف نوع مالکیت

کل	مالکیت مدیریتی	مالکیت نهادی	مالکیت شرکتی	
۶۸	۸	۳۴	۲۶	تعداد شرکتها
۰/۲۸۱	۰/۱۸۵	۰/۲۲۷	۰/۳۸۱	میانگین
۰/۷۱۱	۰/۱۵۱	۰/۲۱	۱/۱۱۸	انحراف معیار
۲/۱۳۵	میزان F			
۰/۱۲۰	Sig			

۵-۴- نوع مالکیت بر سود باقیمانده شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مؤثر است.

فرض‌های صفر و مقابل بصورت زیر هستند:

: میانگین سود باقیمانده (RI) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، تقریباً یکسان است.

: میانگین سود باقیمانده (RI) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، متفاوت است.

همانگونه که جدول (۷) نشان می‌دهد، میزان Sig، ۰/۴۲۶ است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرض صفر ( $H_0$ ) مبنی بر اینکه میانگین سود باقیمانده (RI) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، تقریباً یکسان است، پذیرفته می‌شود. بدین معنی که نوع مالکیت بر سود باقیمانده شرکتها تاثیرگذار نیست. جدول (۷) مقادیر میانگین RI شرکتها را در گروههای مختلف نوع مالکیت نشان می‌دهد.

جدول ۷- تحلیل واریانس و میانگین سود باقیمانده (RI) در گروههای مختلف نوع مالکیت

کل	مالکیت مدیریتی	مالکیت نهادی	مالکیت شرکتی	
۶۸	۸	۳۴	۲۶	تعداد شرکتها
۱/۲۱۴	۱/۲۴	۱/۵۳۷	۱/۲۴۵	میانگین

	-۱۰۷۸۳۸	-۲۴۴۶۲۰	-۱۹۸۳۶	-۱۶۵۸۷۶
انحراف	/۴۸۳	/۶۱۳	/۰۷۰	/۵۰۸
معیار	۵۰۹۶۸۸	۱۵۹۲۶۳۲	۵۰۵۷۵	۱۱۷۰۷۱۱
	میزان F			۰/۸۵۵
	Sig			۰/۴۲۶

۶-۴- نوع مالکیت بر ارزش اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مؤثر است. فرض‌های صفر و مقابل بصورت زیر هستند:

: میانگین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، تقریباً یکسان است.

: میانگین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، متفاوت است.

همانگونه که جدول (۸) نشان می‌دهد، میزان Sig، ۰/۰۰۰ است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرض مقابل (H1) مبنی بر اینکه میانگین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) بر اساس نوع مالکیت شرکتها متفاوت است، پذیرفته می‌شود. بدین معنی که نوع مالکیت بر ارزش افزوده اقتصادی شرکتها تاثیرگذار است. جدول (۸) مقادیر میانگین EVA شرکتها را در گروه‌های مختلف نوع مالکیت نشان می‌دهد.

جدول ۸- تحلیل واریانس و میانگین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) در گروه‌های مختلف نوع مالکیت

	مالکیت شرکتی	مالکیت نهادی	مالکیت مدیریتی	کل
تعداد شرکتها	۲۶	۳۴	۸	۶۸
میانگین	۱۹۶۰۸۹۵/۶۷۹	۱۳۲۵۱۶۳۸/۶۰۱	۶۶۰۴۸۰۰۸/۸۹۳	۱۴۹۹۵۷۷۳/۸۸۶
انحراف معیار	۹۸۳۳۳۳۰/۰۰۸	۶۰۹۷۴۵۵۸/۰۳۵	۱۳۵۲۳۷۹۳۴/۸۴۹	۶۵۷۲۴۰۸۶/۳۹۱
	میزان F			۱۵/۶۲۷
	Sig			۰/۰۰۰

نتایج حاصل از آزمون توکی طبق جدول (۹) نشان می‌دهد که مالکیت‌های شرکتی و نهادی از نظر متغیر EVA با همدیگر تفاوت معنی دار ندارند، در حالیکه مالکیت مدیریتی از نظر متغیر EVA با دو نوع دیگر مالکیت دارای تفاوت معنی دار است. همچنین بیشترین مقدار متغیر EVA مربوط به مالکیت مدیریتی است بعبارت دیگر میانگین EVA در گروه مالکیت مدیریتی باعث رد فرض Ho (برابری میانگین‌ها) شده است بدین معنی که مالکیت مدیریتی بیشترین تاثیر را بر مولفه ارزش افزوده اقتصادی (EVA) دارد.

جدول ۹- آزمون توکی مربوط به EVA

نوع مالکیت	تعداد	آلفا = ۰/۰۵	
		۱	۲
مالکیت شرکتی	۲۶	/۶۷۹	
مالکیت نهادی	۳۴	۱۹۶۰۸۹۵	/۸۹۳
مالکیت مدیریتی	۸	/۶۰۱	۶۶۰۴۸۰۰۸
مالکیت		۱۳۲۵۱۶۳۸	۱/۰۰۰

مدیریتی		۰/۵۱۰	
Sig.			

۷-۴- نوع مالکیت بر ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مؤثر است. فرض های صفر و مقابل بصورت زیر هستند:

: میانگین ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده (REVA) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، تقریباً یکسان است.

: میانگین ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده (REVA) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، متفاوت است.

همانگونه که جدول (۱۰) نشان می دهد، میزان Sig، ۰/۴۴۳ است، بنابراین با ۹۵٪ اطمینان فرض صفر ( $H_0$ ) مبنی بر اینکه میانگین ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده (REVA) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای تقریباً یکسان است، پذیرفته می شود. بدین معنی که نوع مالکیت بر ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده شرکتهای تاثیرگذار نیست. جدول (۱۰) مقادیر میانگین REVA شرکتهای را در گروههای مختلف نوع مالکیت نشان می دهد.

جدول ۱۰- تحلیل واریانس و میانگین ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده (REVA) در گروههای مختلف نوع مالکیت

کل	مالکیت مدیریتی	مالکیت نهادی	مالکیت شرکتهای	تعداد شرکتهای
۶۸	۸	۳۴	۲۶	تعداد شرکتهای
۲۷۵۱۵۵۵/۳۴۵	-۵۲۰۷۷/۹۳۸	-۱۱۰۸۱۶/۶۸۷	۷۳۵۷۴۰۵/۱۶۶	میانگین
۵۲۲۵۰۸۵۰/۷۸۷	۱۱۲۵۴۸/۹۷	۱۴۷۳۸۹۳/۲۹۷	۸۴۴۸۱۴۸۱/۹۰۹	انحراف معیار
۰/۸۱۷	میزان F			
۰/۴۴۳	Sig			

۸-۴- نوع مالکیت بر ارزش افزوده بازار شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مؤثر است. فرض های صفر و مقابل بصورت زیر هستند:

: میانگین ارزش افزوده بازار (MVA) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، تقریباً یکسان است.

: میانگین ارزش افزوده بازار (MVA) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، متفاوت است.

همانگونه که جدول (۱۱) نشان می دهد، میزان sig، ۰/۷۳۹ است، بنابراین با ۹۵٪ اطمینان فرض صفر ( $H_0$ ) مبنی بر اینکه میانگین ارزش افزوده بازار (MVA) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، تقریباً یکسان است، پذیرفته می شود. بدین معنی که نوع مالکیت بر ارزش افزوده بازار شرکتهای تاثیرگذار نیست. جدول (۱۱) مقادیر میانگین MVA شرکتهای را در گروههای مختلف نوع مالکیت نشان می دهد.

جدول ۱۱- تحلیل واریانس و میانگین ارزش افزوده بازار (MVA) در گروههای مختلف نوع مالکیت

کل	مالکیت مدیریتی	مالکیت نهادی	مالکیت شرکتهای	تعداد شرکتهای
۶۸	۸	۳۴	۲۶	تعداد شرکتهای
۱۴۹۱۲/۶۹۵	۱۵۷۴۶۷/۴۶۰	-۴۸۹۸۰/۶۳۰	۵۴۶۰۲/۵۰	میانگین
۱۶۷۷۱۳۱/۵۶۳	۴۶۹۹۰۶/۸۵۱	۲۱۵۴۲۵۸/۱۹۵	۱۱۰۹۸۷۷/۳۶۱	انحراف معیار
۰/۳۰۳	میزان F			
۰/۷۳۹	Sig			



۹-۴- نوع مالکیت بر نسبت قیمت به سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مؤثر است.

فرض های آماری  $H_0$  و  $H_1$  را می توان به صورت زیر نوشت:

: میانگین نسبت قیمت به سود (P/E) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، تقریباً یکسان است.

: میانگین نسبت قیمت به سود (P/E) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، متفاوت است.

همانگونه که جدول (۱۲) نشان می دهد، میزان Sig، ۰/۰۰۹ است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرض مقابل ( $H_1$ ) مبنی بر اینکه میانگین نسبت قیمت به سود (P/E) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، متفاوت است، پذیرفته می شود. بدین معنی که نوع مالکیت بر نسبت قیمت به سود شرکتهای تأثیرگذار است. جدول (۱۲) مقادیر میانگین (P/E) شرکتهای را در گروههای مختلف نوع مالکیت نشان می دهد.

جدول ۱۲- تحلیل واریانس و میانگین نسبت قیمت به سود (P/E) در گروههای مختلف نوع مالکیت

کل	مالکیت مدیریتی	مالکیت نهادی	مالکیت شرکتهای	تعداد شرکتهای
۶۸	۸	۳۴	۲۶	تعداد شرکتهای
۹/۳۱۳	۵/۸۷	۱۱/۲۱۵	۷/۸۸۷	میانگین
۱۲/۰۶۲	۴/۸۶	۱۵/۰۲۱	۸/۳۱	انحراف معیار
۴/۷۶۵	میزان F			
۰/۰۰۹	Sig			

نتایج حاصل از آزمون توکی طبق جدول (۱۳) نشان می دهد که با توجه به متغیر (P/E) سه نوع مالکیت را می توان در دو زیر گروه قرار داد: زیر گروه اول شامل مالکیتهای شرکتهای و مدیریتی و زیر گروه دوم شامل مالکیتهای شرکتهای و نهادی است، عبارت دیگر مالکیتهای نهادی و مدیریتی از نظر متغیر (P/E) دارای تفاوت معنی دار هستند، در حالیکه مالکیت شرکتهای با دو نوع دیگر مالکیت تفاوت معنی دار ندارد. همچنین بیشترین مقدار متغیر (P/E) مربوط به مالکیت نهادی است بدین معنی که مالکیت نهادی بیشترین تأثیر را بر مولفه نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E) دارد.

جدول ۱۳- آزمون توکی مربوط به (P/E)

نوع مالکیت	تعداد	آلفا = ۰/۰۵	
		۱	۲
مالکیت مدیریتی	۸	۵/۸۶۱	
مالکیت شرکتهای	۲۶	۷/۸۸۷	۷/۸۸۷
مالکیت نهادی	۳۴		۱۱/۲۱۵
Sig.		۰/۵۴۰	۰/۱۹۲

۱۰-۴- نوع مالکیت بر نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مؤثر است.

فرض های آماری  $H_0$  و  $H_1$  را می توان به صورت زیر نوشت:

: میانگین نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم (M/B) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، تقریباً یکسان است.

: میانگین نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم (M/B) بر اساس نوع مالکیت شرکتهای، متفاوت است.

همانگونه که جدول (۱۴) نشان می‌دهد، میزان Sig، ۰/۳۵۳ است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرض صفر ( $H_0$ ) مبنی بر اینکه میانگین نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم (M/B) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، تقریباً یکسان است، پذیرفته می‌شود. بدین معنی که نوع مالکیت بر نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم شرکتها تأثیرگذار نیست. جدول (۱۴) مقادیر میانگین (M/B) شرکتها را در گروههای مختلف نوع مالکیت نشان می‌دهد.

جدول ۱۴- تحلیل واریانس و میانگین نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم (M/B) در گروههای مختلف نوع مالکیت

کل	مالکیت مدیریتی	مالکیت نهادی	مالکیت شرکتی	
۶۸	۸	۳۴	۲۶	تعداد شرکتها
۱/۰۷	۱/۰۸۲	۱/۱۹۶	۰/۹۰۲	میانگین
۱/۷۴۸	۲/۱۳	۱/۹۸۱	۱/۲۱	انحراف معیار
۱/۰۴۴	میزان F			
۰/۳۵۳	Sig			

۱۱-۴- نوع مالکیت بر نسبت توبین شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مؤثر است.

فرض‌های آماری  $H_0$  و  $H_1$  را می‌توان به صورت زیر نوشت:

: میانگین نسبت توبین (Q) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، تقریباً یکسان است.

: میانگین نسبت توبین (Q) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، متفاوت است.

همانگونه که جدول (۱۵) نشان می‌دهد، میزان Sig، ۰/۴۴۷ است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرض صفر ( $H_0$ ) مبنی بر اینکه میانگین نسبت توبین (Q) بر اساس نوع مالکیت شرکتها، تقریباً یکسان است، پذیرفته می‌شود. بدین معنی که نوع مالکیت بر نسبت توبین شرکتها تأثیرگذار نیست. جدول (۱۵) مقادیر میانگین Q شرکتها را در گروههای مختلف نوع مالکیت نشان می‌دهد.

جدول ۱۵- تحلیل واریانس و میانگین نسبت توبین (Q) در گروههای مختلف نوع مالکیت

کل	مالکیت مدیریتی	مالکیت نهادی	مالکیت شرکتی	
۶۸	۸	۳۴	۲۶	تعداد شرکتها
۱۲۲۲/۳۲۲	۴/۸۷۷	۲/۸۰۴	۳/۱۹۱/۶۷۵	میانگین
۲۲۴۸۷/۴۱۴	۹/۶۸۱	۶/۸۷۱	۳۶۳۶۷/۰۴۵	انحراف معیار
۰/۸۰۶	میزان F			
۰/۴۴۷	Sig			

### بررسی تاثیر همزمان عامل صنعت و نوع مالکیت

نمونه‌های مورد مطالعه که طی مراحل مختلف از کل جامعه آماری استخراج شده از ۱۱ صنعت متفاوت هستند. در این بررسی از آزمون تحلیل دو طرفه (دو عاملی یا دو راهه) استفاده شده است.

نتایج تحلیل واریانس طبق جدول (۱۶) نشان می‌دهد که در بررسی تاثیر همزمان نوع صنعت و نوع مالکیت بر عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد حسابداری، نوع صنعت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد حسابداری شرکتها تاثیرگذار نیست، زیرا میزان Sig نوع صنعت (۰/۱۲) بیشتر از ۵ درصد است. همچنین نوع مالکیت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد حسابداری شرکتها تاثیرگذار نیست، زیرا میزان Sig نوع مالکیت (۰/۱۶۸) نیز بیشتر از ۵ درصد است. در نهایت نوع صنعت و نوع مالکیت تاثیر متقابلی بر یکدیگر ندارند، این نتیجه از بیشتر بودن میزان Sig عبارت نوع صنعت \* نوع مالکیت (۰/۰۶۳) از ۵ درصد، حاصل می‌شود. نیز در بررسی تاثیر همزمان نوع صنعت و نوع مالکیت بر عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد مالی، نوع صنعت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد مالی شرکتها، تاثیرگذار است، زیرا میزان Sig نوع صنعت (۰/۰۰۰) کمتر از ۵ درصد است. همچنین نوع مالکیت بر عملکرد مالی شرکتها، تاثیرگذار است، زیرا میزان Sig نوع مالکیت (۰/۰۰۲) نیز کمتر از ۵ درصد است. در نهایت نوع صنعت و نوع مالکیت تاثیر متقابلی بر یکدیگر دارند، این نتیجه از کمتر بودن میزان Sig عبارت نوع صنعت \* نوع مالکیت (۰/۰۰۰) از ۵ درصد، حاصل می‌شود. نیز در بررسی تاثیر همزمان نوع صنعت و نوع مالکیت بر عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد ارزش افزوده، نوع صنعت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد ارزش افزوده شرکتها، تاثیرگذار است، زیرا میزان Sig نوع صنعت (۰/۰۰۰) کمتر از ۵ درصد است. همچنین نوع مالکیت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد ارزش افزوده شرکتها، تاثیرگذار نیست، زیرا میزان Sig نوع مالکیت (۰/۹۷۲) بیشتر از ۵ درصد است. در نهایت نوع صنعت و نوع مالکیت تاثیر متقابلی بر یکدیگر دارند، این نتیجه از کمتر بودن میزان Sig عبارت نوع صنعت \* نوع مالکیت (۰/۰۰۲) از ۵ درصد، حاصل می‌شود. نیز در بررسی تاثیر همزمان نوع صنعت و نوع مالکیت بر عملکرد عملیاتی مبتنی بر رویکرد تلفیقی، نوع صنعت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد تلفیقی شرکتها، تاثیرگذار است، زیرا میزان Sig نوع صنعت (۰/۰۰۱) کمتر از ۵ درصد است. همچنین نوع مالکیت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد تلفیقی شرکتها، تاثیرگذار نیست، زیرا میزان Sig نوع مالکیت (۰/۵۷۰) بیشتر از ۵ درصد است. در نهایت نوع صنعت و نوع مالکیت تأثیر متقابلی بر یکدیگر ندارند، این نتیجه از بیشتر بودن میزان Sig عبارت نوع صنعت \* نوع مالکیت (۰/۶۲۲) از ۵ درصد، حاصل می‌شود.

جدول ۱۶- تحلیل واریانس میانگین عملکرد مبتنی بر هر یک از رویکردهای حسابداری، مالی، ارزش افزوده و تلفیقی در گروههای

مختلف نوع صنعت و نوع مالکیت

	رویکرد حسابداری		رویکرد مالی		رویکرد ارزش افزوده		رویکرد تلفیقی	
	F	Sig	F	Sig	F	Sig	F	Sig
نوع صنعت	۱/۵۵۳	۰/۱۲۰	۶/۸۳۲	۰/۰۰۰	۵/۵۲۴	۰/۰۰۰	۳/۲۵۱	۰/۰۰۱
نوع مالکیت	۱/۷۹۴	۰/۱۶۸	۶/۵۵۲	۰/۰۰۲	۰/۰۲۸	۰/۹۷۲	۰/۵۶۳	۰/۵۷۰
نوع صنعت * نوع مالکیت	۱/۸۲۷	۰/۰۶۳	۸/۰۲۵	۰/۰۰۰	۲/۹۱۸	۰/۰۰۲	۰/۷۹۴	۰/۶۲۲

## ۵- نتیجه‌گیری و بحث

تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت و تضییع حقوق سهامداران به ویژه سهامداران جزء از جمله مسائلی است که یافتن راه حل برای این معضل در قالب اعمال حاکمیت شرکتی بعنوان موضوع بحث بر انگیز تحقیقات اخیر در زمینه حاکمیت شرکتی بوده است [۳] این تحقیق نیز با الگو برداری از تحقیقات پیشین بدنبال بررسی نقش و اهمیت سهامداران عمده در تعیین عملکرد عملیاتی شرکتها بوده است اهم یافته‌های تحقیق بشرح زیر است:

- نوع مالکیت بر بازده دارایی‌های شرکتها تاثیرگذار است و مالکیت مدیریتی بیشترین تاثیر را بر مولفه بازده داراییها دارد.
- نوع مالکیت بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکتها تاثیرگذار نیست.
- نوع مالکیت بر سود هر سهم شرکتها تاثیرگذار است ولی نمی توان گفت که کدامیک از گروههای مختلف نوع مالکیت بیشترین یا کمترین تاثیر را بر سود هر سهم دارند.
- نوع مالکیت بر بازده سرمایه‌گذاری شرکتها تاثیرگذار نیست.
- نوع مالکیت بر سود باقیمانده شرکتها تاثیرگذار نیست.
- نوع مالکیت بر ارزش افزوده اقتصادی شرکتها تاثیرگذار است و مالکیت مدیریتی بیشترین تاثیر را بر ارزش افزوده اقتصادی دارد.
- نوع مالکیت بر ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده شرکتها تاثیرگذار نیست.
- نوع مالکیت بر ارزش افزوده بازار شرکتها تاثیرگذار نیست.
- نوع مالکیت بر نسبت قیمت به سود شرکتها تاثیرگذار است و مالکیت نهادی بیشترین تاثیر را بر نسبت قیمت به سود هر سهم دارد.
- نوع مالکیت بر نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم شرکتها تاثیرگذار نیست.
- نوع مالکیت بر نسبت توپین شرکتها تاثیرگذار نیست.
- در بررسی تاثیر همزمان نوع صنعت و نوع مالکیت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد حسابداری، نوع صنعت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد حسابداری شرکتها تاثیرگذار نیست، همچنین نوع مالکیت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد حسابداری شرکتها موثر نیست و در نهایت نوع صنعت و نوع مالکیت تاثیر متقابلی بر یکدیگر ندارند. نیز در بررسی تاثیر همزمان نوع صنعت و نوع مالکیت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد مالی، نوع صنعت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد مالی شرکتها تاثیرگذار است، همچنین نوع مالکیت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد مالی شرکتها موثر است و در نهایت نوع صنعت و نوع مالکیت تاثیر متقابلی بر یکدیگر دارند. نیز در بررسی تاثیر همزمان نوع صنعت و نوع مالکیت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد ارزش افزوده، نوع صنعت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد ارزش افزوده شرکتها تاثیرگذار است، همچنین نوع مالکیت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد ارزش افزوده شرکتها موثر نیست و در نهایت نوع صنعت و نوع مالکیت تاثیر متقابلی بر یکدیگر دارند. نیز در بررسی تاثیر همزمان نوع صنعت و نوع مالکیت بر عملکرد تلفیقی، نوع صنعت بر عملکرد تلفیقی شرکتها تاثیرگذار است، همچنین نوع مالکیت بر عملکرد مبتنی بر رویکرد تلفیقی شرکتها موثر نیست و در نهایت نوع صنعت و نوع مالکیت تاثیر متقابلی بر یکدیگر ندارند.

بر اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول مربوط به فرضیه اصلی اول و آزمون فرضیه فرعی اول مربوط به فرضیه اصلی سوم، شرکت‌هایی که نفوذ موثر یا کنترل آنها در اختیار سرمایه‌گذاران مدیریتی باشد عملکرد مطلوب و بهتری خواهند داشت. بنابراین بهتر است که مالکیت عمده شرکتها در حد امکان به سرمایه‌گذاران مدیریتی انتقال یابد اما با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول مربوط به فرضیه اصلی چهارم، شرکتها، سرمایه‌گذاران و اقتصاد دانان می‌توانند سرمایه‌گذاران نهادی را مورد توجه قرار دهند. همچنین با توجه به مقررات موجود در ارتباط با سرمایه‌گذاران خارجی، باید زمینه‌های اجرای مقررات مذکور را برای ترغیب و حضور موثر سرمایه‌گذاران خارجی در کشور، فراهم نمود و از فرصت‌های ممکن به منظور پیشرفت‌های ملی و توسعه اقتصادی بهره‌گرفت. در نهایت با توجه به اینکه عوامل متعدد اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی و سیاسی در تغییر قیمت سهام و در نتیجه تعیین ارزش شرکتها موثر هستند، پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار نسبت به افزایش بینش و تحلیل اقتصادی درست از ارزیابی شرکتها و همچنین فرهنگ‌سازی مناسب در راستای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار اقدامات لازم را انجام دهد.

#### ۱-۵- ارائه پیشنهادها جهت انجام پژوهش‌های آتی

- ۱) استفاده از سایر متغیرهای نوین ارزیابی عملکرد، در بررسی تاثیر نوع مالکیت بر عملکرد عملیاتی شرکتها؛
- ۲) بررسی تاثیر اندازه شرکتها، بر روی روابط نوع مالکیت و عملکرد عملیاتی شرکتها؛
- ۳) بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر روی روابط نوع مالکیت و عملکرد عملیاتی شرکتها؛
- ۴) بررسی تاثیر نسبت بدهی و نسبت سرمایه بر روی روابط نوع مالکیت و عملکرد عملیاتی شرکتها؛
- ۵) انجام بررسی‌های مشابه در یک دوره زمانی ۱۰ یا ۱۵ ساله؛
- ۶) محدود کردن بررسی‌های مشابه در یک یا چند صنعت خاص.

#### ۶- فهرست منابع

۱. احمدوند، ژیلا، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران، رساله کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء، تهران، ۱۳۸۵.
۲. بابایی، محمدعلی، احمدوند، ژیلا، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران، تحقیقات مالی، شماره ۲۶: ۶۰-۴۱، ۱۳۸۷.
۳. خاکی، غلامرضا، روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی، انتشارات بازتاب، تهران، ۱۳۸۸.
۴. راعی، رضا، تلنگی، احمد، مدیریت مالی پیشرفته، انتشارات سمت، تهران، ۱۳۸۳.
۵. رهنمای رودپشتی، فریدون، نیکومرام، هاشم، شاهوردیانی، شادی، مدیریت مالی راهبردی (ارزش آفرینی)، انتشارات کسا کاوش، تهران، ۱۳۸۵.
۶. ستایش، محمدحسین، کاظم‌نژاد، مصطفی، بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیات مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، شماره ۱: ۵۱-۲۹، ۱۳۸۹.
۷. شهابنگ، رضا، مدیریت مالی، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، تهران، جلد اول، ۱۳۸۲.

۸. صامتی، مجید، مرادیان، مهناز، بررسی ارتباط میان ارزش شرکت با نرخ تورم با استفاده از شاخص Q توپین در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های اقتصادی، شماره ۳: ۵۱، ۱۳۸۶.
۹. کنعانی امیری، منصور، تعیین رابطه بین مخارج سرمایه‌ای با ضریب Q و بازده آتی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات حسابداری، رساله دکتری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ۱۳۸۴.
۱۰. مجتهد زاده، ویدا، علوی طبری، سید حسین، خدا بخشی، نجمه، رابطه تامین مالی و عملکرد عملیاتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، شماره اول: ۴۹-۲۸، ۱۳۸۸.
۱۱. مومنی، منصور، تحلیل‌های آماری با استفاده از Spss، انتشارات کتاب نو، تهران، ۱۳۸۹.
۱۲. نمازی، محمد، کرمانی، احسان، تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳: ۸۳-۱۰۰، ۱۳۸۷.
۱۳. نوو، ریموند پی، جهانخانی، علی، پارسائیان، علی، مدیریت مالی، انتشارات سمت، تهران، جلد اول، ۱۳۷۹.
۱۴. Alberto, de Miguel, Julio, Pindado & Chabela dela, Torve, (۲۰۰۴), How dose Ownership Structure affect Firm Value? A comparison using different Corporate Governance systems, Universidad de Salamanca, Spain.
۱۵. Bruce, Seifert, Halit, Gonence & Jim, Wright, (۲۰۰۲), The international evidence on Performance and Equity Ownership by Insiders, Blockholders and Institute, Old Dominion University .
۱۶. Cornett, Marcia Millon, Marcus, Alan J, Saunders, Anthony & Tehranian, Hassan. (۲۰۰۷), The impact of institutional ownership on corporate operating performance , Journal of Banking & Finance ۳۱: (۱۷۷۱-۱۷۹۴).
۱۷. Shahira, Abdel Shahid, January (۲۰۰۳), Does Ownership Structure affect Firm value: Evidence from the Egyption Stock Market, Cario & Alexandria Stock Exchanges.
۱۸. Jayesh, Kumar, (۲۰۰۴), Does Ownership Structure influence firm value? : Evidence from India, Idira Gandhi Institute of Development Research. India.