



## بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق

### بهادار تهران ( رویکرد پانل دیتا)

« صفحات ۶۷ تا ۹۵ »

محمد نبی شهیکی تاش<sup>۱</sup> مهدی کاظمی<sup>۲</sup> موسی امینی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۹۱/۷/۲۵ تاریخ پذیرش: ۹۱/۱۲/۲۰

#### چکیده

هدف این تحقیق بررسی رابطه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت بر اساس معیارهای نوین عملکرد ارزش افزوده اقتصادی و Q توبین در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. فرضیه‌های این تحقیق مبتنی بر رابطه بین نوع ساختار مالکیت و عملکرد شرکت است. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های ارزش افزوده اقتصادی و Q توبین استفاده شده است. نمونه آماری شامل ۱۰۳ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ می‌باشد. روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این تحقیق پانل دیتا « داده‌های ترکیبی » و با استفاده از نرم افزار Eviews می‌باشد. یافته‌های تحقیق براساس هر دو مدل ارزش افزوده اقتصادی و Q توبین نشان می‌دهد که رابطه معنی دار و مثبت بین " مالکیت نهادی " و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و منفی بین " مالکیت حقیقی " و عملکرد شرکت وجود دارد. در مورد " تمرکز مالکیت " که بیانگر درصد سهام بزرگترین سهامدار شرکت می‌باشد، رابطه معنی دار و مثبت با عملکرد شرکت وجود دارد.

**کلید واژه ها:** ساختار مالکیت، عملکرد شرکت، ارزش افزوده اقتصادی، Q توبین، پانل دیتا

طبقه بندی JEL: G0, G3

۱- نویسنده مسئول، استادیار دانشکده اقتصاد دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران

۲- دانشیار دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی-مدیریت مالی، دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران

## ۱- مقدمه

تشکیل شرکت با مسولیت محدود و گشودن مالکیت شرکت برای عموم، بر روش اداره شرکت ها، تاثیر قابل ملاحظه‌ای می‌گذارد. سیستم بازار به گونه‌ای سازماندهی گردید که مالکان شرکت‌ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کنند. جدایی "مالکیت" از "مدیریت" منجر به عمومیت مساله "نماینده‌گی" می‌گردد. در این مساله، تضاد بین حداکثر رساندن منافع به کارگزاران و کارگزاران، مفروض است. حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می‌کند که مدیران در تلاشند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند (قالیباف اصل، ۱۳۸۷). در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثر سازی ثروت است و لذا به منظور دستیابی به این هدف، بر کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. بنابراین، بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت برای ارزیابی بهتر و دقیق‌تر استفاده‌کنندگان از عملکرد مدیران ضروری به نظر می‌رسد (نمازی، ۱۳۸۷).

هدف اصلی این مطالعه بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها با استفاده از شاخص‌های نوین ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی<sup>۱</sup> و Q توبین در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اهمیت این پژوهش این است که رویکرد تجربی به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌های بورسی بر عملکرد آنها تاثیر دارد (ژی یانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴). یکی از موضوعاتی که در چند دهه اخیر در بازارهای مالی مطرح می‌شود. «حاکمیت شرکتی» است که محققان و صاحب نظران بسیاری در رشته‌های مختلف همچون حسابداری، بازرگانی، اقتصاد، حقوق و... از زوایای مختلف آن را مورد بررسی قرار داده‌اند. در واقع حاکمیت شرکتی طی قرن گذشته با هدف افزایش کارایی و اثر بخشی فرایند تخصیص پس اندازها به سرمایه‌گذاری‌های پر بازده مطرح است (نمازی، ۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی مجموعه مکانیزم‌های کنترلی داخلی و خارجی شرکت است که تعیین می‌کند شرکت چگونه و توسط چه کسانی اداره می‌شود (قالیباف

1- Economic Value Added

2- Jiang

اصل، ۱۳۸۷). و در حالت ایده ال، مدیران به نمایندگی از سوی سهامداران باید منابع مالی را به شکلی تخصیص دهند که افزایش ثروت آنها را به همراه داشته باشد. اما همگام با بزرگ شدن واحدهای تجاری و رشد اقتصادی کشور عملاً کنترل سهامداران کاهش می‌یابد، زیرا مالکان سهام شرکت بیشتر پراکنده شده‌اند و تنها تعداد اندکی از سهامداران واقعی این امکان را می‌یابند تا در انتخاب اعضای هیئت مدیره و هم چنین مدیر عامل مشارکت نمایند. البته انگیزه بیشتر سهامداران از سرمایه گذاری در شرکت‌ها، بدست آوردن کنترل و اداره آن نیست، بلکه هدف کسب سود می‌باشد (کدیور، ۱۳۸۵). رشد و توسعه اقتصادی، افزایش شرکت‌های سهامی و تفکیک مدیریت از مالکیت، امروزه مسایل نمایندگی را به یکی از مهم ترین دغدغه‌های سرمایه‌گذاران مبدل ساخته است. در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و لذا به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد وی را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. در این صورت، سوال قابل بررسی آن است که: آیا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آنها تاثیر دارد؟ (ژی یانگ، ۲۰۰۴). یعنی 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؟ با دستیابی به این سوال‌ها می‌توان به منظور بهبود عملکرد شرکت، سرمایه‌گذاران نیز به منظور دستیابی به عملکرد بهینه برای واحدهای اقتصادی، به ترکیب مالکان شرکت‌ها توجه خواهند کرد. بنابراین، بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت برای ارزیابی بهتر و دقیق‌تر استفاده کنندگان از عملکرد مدیران ضروری به نظر می‌رسد (نمازی، ۱۳۸۷).

## ۲- ادبیات و پیشینه تحقیق

### ۲-۱- پژوهش‌های خارجی

تامسن و پیترسون<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) در تحقیقی با عنوان "ترکیب سهامداری نهادی و عملکرد اقتصادی در شرکتهای اروپایی" دریافتند که رابطه مثبت و معنی‌داری بین مالکیت متمرکز و عملکرد اقتصادی وجود دارد. هر چند این رابطه غیرخطی بوده و تمرکز مالکیت بیش از حد

1- Thomsen, s., Pedersen

خاصی، اثرات معکوس و منفی بر عملکرد شرکت دارد. آنها اعلام کردند علاوه بر رابطه نمایندگی بین مدیریت و مالکیت، ترکیب سهامداران در ساختار مالکیت نیز عامل مهمی است که نباید نادیده گرفته شود. ترکیب سهامداری یک عامل موثر بر عملکرد شرکت می‌باشد. زیرا منعکس کننده اتخاذ راهبردهای سودآوری متفاوت می‌باشد. آنها همچنین به این نتیجه رسیدند که، برخلاف مالکیت متمرکز، در شرایط وجود مالکیت توزیع شده سهامداران دیگر نمی‌توانند در سیاست گذاری شرکت حضور داشته باشند و این ضعف سازوکارهای مرتبط با حاکمیت شرکتی است که می‌تواند منجر به کاهش عملکرد مطلوب گردد. دمستز و ویلالونگا<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) در پژوهشی با عنوان "ساختار مالکیت و عملکرد شرکت" به بررسی این دو در نمونه‌ای مشتمل بر ۲۳۳ شرکت پرداختند. دمستز و ویلالونگا در پژوهش فعلی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت پرداختند. با این فرض که مالکیت به صورت چند بعدی باشد و همینطور به عنوان متغیری درونزا در نظر گرفته شود. آنها هیچ رابطه آماری معناداری بین ساختار مالکیت و عملکرد مشاهده نکردند. طبق گفته این محققین، نتایج این تحقیق با این دیدگاه که، مالکیت پراکنده اگر چه ممکن است موجب تشدید مشکلات نمایندگی شود اما فواید و مزایایی دارد که مشکلات زیادی را حل می‌کند، سازگار است.

ژی‌یانگ (۲۰۰۳) در تحقیقی با عنوان "رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت" در شرکت‌های فهرست شده در استان هیلونگ ژیانگ کشور چین پرداخت. وی به روش توصیفی و تجربی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از رابطه بین ساختار مالکیت و کارایی شرکت پرداخت. ساختار مالکیت دارای دو مفاهیم: ساختار مالکیت و تمرکز مالکیت می‌باشد. نسبت‌های حسابداری برای اندازه گیری عملکرد شرکت همانند پیشینه های قبلی شامل ROE, ROA, Q tobin, که Q توبین عبارت است از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر هزینه جایگزینی کل دارایی هاست و از آن به عنوان یک شاخص عمده عملکرد شرکت استفاده شد. سهام به سهم داخلی (سهم الف) و سهم خارجی (سهم ب) طبقه بندی شده‌اند چهار دسته بندی برای سهام الف وجود دارند: سهم دولت، سهام شخص حقوقی، سهم کارمند و

---

1 - Demsetz, H., Villalonga

سهام قابل معامله سهم الف بیشتر به صورت شخصی نگهداری می‌شود، سهام دولتی سهامی هستند که توسط دولت مرکزی، دولت محلی و یا صرفاً دولتی سرمایه‌گذاری می‌شوند. کنالس و جورج<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) در تحقیقی با عنوان "حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت (مبتنی بر شرکت‌های یونانی)" به تبیین شاخصی برای حاکمیت شرکتی با توجه به تحقیقات قبلی و شرایط خاص اقتصادی کشور یونان پرداختند آنها در تحقیق خود شرکت را از منظر حاکمیت شرکتی به ۳ دسته تقسیم کردند، شرکت‌هایی که دموکراسی مناسبی در اتخاذ تصمیم‌گیری برخوردارند، شرکت‌هایی که تا حدودی دموکراسی در آنها رعایت می‌شود و شرکت‌هایی که فاقد دموکراسی در فرایند تصمیم‌گیری هستند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که شرکت‌های با دموکراسی بیشتر از عملکرد بهتری برخوردار بوده‌اند. تعداد شرکت‌های مورد تحقیق، ۳۱۴ شرکت و در یک بازه زمانی دو ساله بوده است. بهاتاچریا و گراهام<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) در تحقیقی با عنوان "رابطه مالکیت نهادی و عملکرد شرکت: با دیدگاه تفکیکی" در شرکت‌های فنلاندی پرداختند. یک رویکرد سیستمی شامل به کارگیری اندازه بالقوه رابطه علت و معلولی دو طرفه بین عملکرد شرکت و ساختار مالکیت است. شواهد نشان از مشکل درونزا بودن بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی دارد. آنها به این نتایج رسیدند که بیش از یک توزیع مساوی از قدرت رای‌گیری در میان بزرگترین سهامداران نهادی ممکن است اعمال اثرات مثبت بر عملکرد بیانجامد. آنها همچنین به تفاوت قابل توجهی در رابطه با عملکرد شرکت و تساوی مالکیت بین دو دسته از سرمایه‌گذاران نهادی رسیدند.

اون‌گور<sup>۳</sup> (۲۰۱۱) در تحقیق خود در شرکت‌های کشور افریقای کنیا با عنوان بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت به این نتیجه رسید که بین ساختار مالکیت، تمرکز و مالکیت دولتی با عملکرد شرکت رابطه معنی‌دار و منفی وجود دارد و از سوی دیگر بین ساختار مالکیت پراکنده و مالکیت شرکتی با عملکرد شرکت رابطه معنی‌دار و مثبت وجود دارد.

1 - Kanellos , T.S ., Georg

2 - Bhattacharya, P., Graham

3 - okothongore

## ۲-۲- پژوهش‌های داخلی

ابراهیمی کردلر و دیگران (۱۳۸۹) به بررسی "تاثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" در طی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۵ پرداختند. برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از سه شاخص (کیو تابینز، بازده داراییها و حاشیه سود خالص) استفاده گردیده است. یافته‌های پژوهش عموماً بیانگر وجود رابطه مثبت معناداری بین هر دو نوع مالکیت نهادی (اعم از فعال و منفعل) با عملکرد شرکت بوده است. موسوی و دیگران (۱۳۸۹) به بررسی "ارزیابی تاثیرساز و کار نظارتی راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران" پرداختند. فرضیه‌ی پژوهش این است که رابطه معنی‌داری بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. برای آزمون فرضیه‌ها از همبستگی استفاده شده است. در این پژوهش، تمرکز مالکیت متغیر مستقل و عملکرد شرکت (نسبت‌های ROE, ROA, P/B) متغیر وابسته هستند. نمونه آماری پژوهش شامل ۵۶ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۶ می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد اما وجود رابطه بین تمرکز مالکیت با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام تایید نگردید.

نمازی و دیگران (۱۳۸۸) به بررسی "تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند. دوره زمانی مورد مطالعه سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۵ و نمونه انتخابی شامل ۷۲ شرکت است. در این تحقیق نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش با استفاده از "روش حداقل مربعات جزئی مربوط به رگرسیون جزئی"، حاکی از این است که بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد. تجزیه و تحلیل بیشتر این یافته‌ها نشان دهنده رابطه مثبت معنی‌دار بین عملکرد و مالکیت نهادی است. صادقی شریف و بهادری (۱۳۸۸) به بررسی "تاثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا پایان سال ۱۳۸۷ می‌باشد. نتایج تحقیق نشان داد که میزان مالکیت بزرگترین سهامدار و همچنین میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر بروی نسبت پرداخت سود شرکت تاثیر مثبت دارد.

یعنی شرکتهای با چنین ساختارهای مالکیتی نسبت به شرکت‌های که مالکیت آنها پراکندگی بیشتری دارد، نسبت پرداخت سود بیشتری دارند و تمرکز در مالکیت باعث افزایش پرداخت سود بیشتر می‌شود. تاثیر نهادی بودن سهامداران بر نسبت پرداخت سود تایید گردید، یعنی هر چه مالکیت سهامداران نهادی در یک شرکت بیشتر باشد باعث می‌شود که نسبت پرداخت سود آن در طی زمان افزایش یابد. از طرفی هرچه مالکیت سهامداران حقیقی در یک شرکت بیشتر باشد باعث می‌شود که نسبت پرداخت سود آن کاهش یابد. صادقی شریف و پنجه شاهی (۱۳۸۷) به بررسی " تاثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " پرداختند. قلمرو زمانی این تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی این تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۱ هجری شمسی تا پایان سال ۱۳۸۵ هجری شمسی را در بر داشت. نتایج این تحقیق بطور کامل فرض غیر خطی بودن تاثیر ترکیب سهامداران بر بازده را رد نمی‌کند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که درصد کمتری از سهام آنها در اختیار یزرگترین سهامدار آنهاست ( ترکیب سهامداران آنها پراکنده تر است) برای سرمایه گذاری گزینه های مناسب تری هستند. شرکت‌هایی که درصد بیشتری از سهام آنها در اختیار سهامداران حقوقی است، برای سرمایه گذاری گزینه های مناسب تری هستند. تاثیر میزان مالکیت سهامداران حقیقی و میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره یک شرکت بر بازده ان تأیید نشد. حساس یگانه و دیگران (۱۳۸۷) در مطالعه خود با عنوان "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت" به گردآوری شواهدی در ارتباط با نقش سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت به گردآوری شواهدی در ارتباط با نقش سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تاثیر دارد، پرداختند. در این تحقیق، نگرش مختلف یعنی (یعنی فرضیه کارآمد و فرضیه همگرایی منابع) در مورد سرمایه‌گذاران نهادی مورد آزمون قرار گرفت. برای آزمون ارتباط بین ارزش شرکت و مالکیت نهادی از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به طور کلی نتایج تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت بوده و موید نظارت کارآمد است. با این وجود نتایج تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معنی‌داری بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت بوده و فرضیه همگرایی منافع را تایید نمی‌کند.

در این مطالعه به بررسی رابطه ساختار مالکیت با عملکرد شرکت می‌پردازیم. در راستای نیل به این هدف از معیارهای متنوعی برای ارزیابی عملکرد استفاده خواهد شد که در تحقیقات قبل کمتر به آن توجه شده است. بعبارت دیگر در این تحقیق درصددیم که از زوایای مختلف و با استفاده از شاخص‌های متنوع که دارای آکسیوم‌های متفاوت هستند عملکرد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دهیم.

### ۳- مبانی نظری

پایه و اساس مطالعات حاکمیت شرکتی، تئوری نمایندگی است و مسائل نمایندگی نیز ناشی از مجزاسازی مالکیت از کنترل می‌باشد. فرض تئوری نمایندگی بر این است که بین منافع سهامداران و مدیریت یک تعارض بالقوه وجود دارد و مدیران به دنبال کسب حداکثر منافع خود از طریق سهامداران شرکت هستند که این منافع ممکن است در تضاد با منافع سهامداران باشد. در یک نگاه کلی، راهبری شرکتی شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت‌وسوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند (سلمن، ۱۳۸۴). توسعه بازارهای سرمایه نقش معیارهای ارزیابی عملکرد را در انعکاس عملکرد شرکت‌ها پررنگ ساخته است، شاخص‌های متنوعی در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها مطرح هستند که به برخی از آنها تحت عنوان شاخص‌های سنجش عملکرد سنتی اشاره می‌گردد که معیارهای ارزیابی سنتی چون که از گزارشگری مالی تاریخی با تدارک نوعی یکنواختی در ارائه اطلاعات مالی هنوز هم از جایگاه خاصی برخوردار است. در ضمن داده‌های مالی قابلیت اتکای بیشتری دارند و مهم‌ترین این شاخص‌ها عبارتند از: سود خالص، EPS، ROE، P/E و تقسیم سود (عباس‌زادگان، ۱۳۸۵).

اما طبق آنچه در نوشته‌های مختلف آمده است این معیارها برای کمک به تصمیم‌گیری در شرایط فعلی کافی نیست که سرعت تغییرات زیاد است و رقابت بسیار نزدیک بین بنگاه‌های اقتصادی وجود دارد. ضمن اینکه همانند گذشته سهامداران منتظر کسب بازده توسط مدیران نمی‌شوند بلکه از مدیران می‌خواهند تدابیری بیاندیشند تا ارزش سرمایه‌گذاری آنها حداکثر شود، از اینرو شاخص‌های مالی نمی‌توانند عملکرد شرکت‌ها را به گونه‌ای مطلوب نشان دهند. مهم‌ترین و متداولترین شاخص‌های غیرمالی مبتنی بر ارزش عبارتند از: ارزش افزوده



اقتصادی (EVA)، تحلیل ارزش برای سهامداران (SVA)، ارزش افزوده بازار (MVA) و ارزش افزوده نقدی (CVA) (ظریف‌فرد و ناظمی، ۱۳۸۲).

ارزش افزوده اقتصادی: اقتصاددانان معتقد هستند برای این که شرکتی ایجاد ارزش نماید و ثروت خود را افزایش دهد، باید بازدهی اش بیشتر از هزینه‌های بدهی و حقوق صاحبان سهام آن باشد. در این راستا در دهه ۱۹۹۰ موسسه‌ی استرن استوارت به جای سود علامت تجاری با نام ارزش افزوده اقتصادی ابداع کرد و این معیار را جایگزین سود و جریان‌های نقدی عملیاتی کرد و آن را یک معیار داخلی و خارجی بررسی عملکرد معرفی کرد. معیار ارزش افزوده اقتصادی هزینه‌ی فرصت همه منابع به کار رفته به کار گرفته شده در شرکت را مدنظر قرار می‌دهد. اگر سود خالص شرکتی برابر با هزینه‌ی فرصت سرمایه به کار گرفته شده باشد، شرکت هیچ ارزشی ایجاد نکرده است، حتی اگر مبلغ سودخالص در سطح بالایی باشد زیرا سهامداران با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دیگر با ریسک مشابه، بازدهی معادل هزینه فرصت سرمایه به کار گرفته شده در شرکت بالاتر باشد ارزش سهم شرکت افزایش یافته و به تبع آن ثروت سهامداران افزایش می‌یابد (زوله‌نر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳).

Q توبین: برای محاسبه Q توبین از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی، استفاده می‌شود یعنی ارزش سهام عادی در پایان سال به اضافه ارزش بازار سهام ممتاز در پایان سال به اضافه ارزش دفتری بدهی جاری و غیر جاری در پایان سال تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها (ملکیان و اصغری، ۱۳۸۵).

قابل ذکر است که در این مطالعه نهاد سرمایه‌گذار، افرادی هستند که اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند که شامل دو گروه هستند:

۱- سرمایه‌گذاران نهادی (افرادی که سرمایه‌گذاری کلان می‌کنند) مثل شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌ها (مثلاً تأمین اجتماعی) ویا سایر شرکت‌ها که سهام دیگر شرکت‌ها را در اختیار دارند.

---

1- Zulehner

۲- سرمایه گذاران حقیقی (افراد هیستند که مبلغ سرمایه‌گذاری‌شان جزء می‌باشد مانند اشخاص حقیقی و سایر شرکت‌های تجاری و صنعتی و...) (حساس یگانه، ۱۳۸۸). عوامل بسیاری بر عملکرد شرکت‌ها مؤثرند و تاکنون پژوهش‌های زیادی برای مشخص کردن رابطه‌ی متغیرهای مالی و حسابداری شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها صورت گرفته اما به تمرکز مالکیت به عنوان یکی از سازوکارهای نظارتی حاکمیتی تاثیرگذار بر عملکرد شرکت‌ها به ویژه در ایران کمتر توجه شده است. در این مطالعه، برای سنجش تمرکز مالکیت از «درصد بزرگ‌ترین سهامدار شرکت» استفاده شده است (موسوی و دیگران، ۱۳۸۹). ساختار مالکیت به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی مطرح می‌شود، و به صورتهای مالکیت نهادی بودن، مالکیت حقیقی بودن، مالکیت تمرکز، مالکیت پراکندگی و مالکیت درونی بودن بررسی شده است. ما در این مطالعه ساختار مالکیت را به صورتهای نهادی بودن، حقیقی بودن و تمرکز مالکیت بررسی نموده‌ایم.

#### ۴- روش تحقیق

مطالعه حاضر درصدد بررسی این سؤال است که: آیا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آنها تاثیر دارد؟ بنابراین، این تحقیق کاربردی است، طرح تحقیق آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است.

#### ۴-۱- فرضیه‌های اصلی:

- ۱) میان میزان مالکیت سهامداران نهادی با عملکرد شرکت رابطه معنی دار و مثبت وجود دارد.
- ۲) میان میزان مالکیت سهامداران حقیقی با عملکرد شرکت رابطه معنی دار و منفی وجود دارد.
- ۳) میان میزان تمرکز مالکیت سهامداران با عملکرد شرکت رابطه معنی دار مثبت وجود دارد.

#### ۴-۲- فرضیه‌های فرعی تحقیق:

- ۱-۱) میان میزان مالکیت سهامداران نهادی با عملکرد شرکت براساس مدل Q توبین رابطه معنی دار و مثبت وجود دارد.
- ۲-۱) میان میزان مالکیت سهامداران حقیقی با عملکرد شرکت بر اساس مدل Q توبین رابطه معنی دار و منفی وجود دارد.

۳-۱) میان میزان تمرکز مالکیت سهامداران با عملکرد شرکت بر اساس مدل Q توبین رابطه معنی دار و مثبت وجود دارد.

۱-۲) میان میزان مالکیت سهامداران نهادی با عملکرد شرکت بر اساس مدل ارزش افزوده اقتصادی رابطه معنی دار و مثبت وجود دارد.

۲-۲) میان میزان مالکیت سهامداران حقیقی با عملکرد شرکت بر اساس مدل ارزش افزوده اقتصادی رابطه معنی دار و منفی وجود دارد.

۳-۲) میان میزان تمرکز مالکیت سهامداران با عملکرد شرکت بر اساس مدل ارزش افزوده اقتصادی رابطه معنی دار و مثبت وجود دارد.

### ۵- جامعه و نمونه آماری

در این مطالعه تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به غیر از شرکت های سرمایه گذاری و هلدینگ طی دوره زمانی بین سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ هجری شمسی به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شده است. علت نادیده گرفتن و حذف شرکت های سرمایه گذاری این است که ارزش سهام این شرکت ها وابسته به ارزش سهام موجود در سبد آنهاست و عملکرد این شرکت ها بیش از اینکه تحت تأثیر مدیران و سهامداران باشد، از شرایط بازار و وضعیت شرکت های سرمایه پذیر تأثیر می پذیرد. روش نمونه گیری در این پژوهش از نوع غربالی می باشد و به منظور غربال جامعه، نمونه گیری شامل شرکت هایی است که تمام شرایط زیر را دارا باشند:

۱) پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفندماه باشد.

۲) جزو شرکت های سرمایه گذاری یا هلدینگ نباشند.

۳) در طی دوره مورد بررسی تحقیق، تغییر سال مالی نداشته باشند.

۴) اطلاعات مالی آنها قابل دسترس باشد.

پس از لحاظ کردن غربال های فوق ۱۰۳ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند که به بررسی و آزمون موضوع پژوهش با استفاده از اطلاعات این شرکت ها پرداختیم.

### ۶- روش گردآوری داده ها

به منظور گردآوری داده ها و اطلاعات مرتبط با متغیرهای تحقیق از پایگاه های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار استفاده شده است. اطلاعات مربوط به متغیرهای مستقل از گزارش های

هیأت مدیره به مجمع عمومی عادی و گزارش‌های حسابرس مستقل و بازرس قانونی استخراج شده و داده‌های مرتبط به متغیرهای وابسته و متغیرهای کنترل از نرم‌افزارهای مرتبط با بورس از قبیل ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز سازمان بورس گردآوری شده است.

### ۷- تجزیه و تحلیل داده‌ها

بعد از اینکه داده‌ها از نمونه‌های جامعه آماری جمع‌آوری شد، مرحله بعدی آن است که داده‌ها جهت آزمون فرضیه‌ها تحلیل شود. فرآیند تجزیه و تحلیل و تحلیل داده‌ها یک فرآیند چند مرحله‌ای است که طی آن داده‌های جمع‌آوری شده خلاصه، کدبندی، بسته بندی و در نهایت پردازش می‌شوند تا زمینه اجرای تحلیل‌ها و انجام آزمون فراهم گردد. در این بخش با توجه به حجم وسیع داده‌ها و ضرورت پردازش آنها برای برآورد آمارهای توصیفی و پارامترهای مدل تحقیق و تجزیه و تحلیل و استنباط آماری از نرم‌افزارهای Excel و Eviews استفاده شده است. به این منظور برای پردازش، دسته بندی و آماده نمودن متغیرها (ترکیب سهامداران، عملکرد شرکت، اندازه شرکت، ضریب بتا) و ورود به نرم افزارهای Eviews، از نرم افزار تخصصی Excel استفاده شده است و در نهایت برای برآورد مدل تحقیق از نرم افزار Eviews استفاده گردیده است. در این مطالعه با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل آماری موجود، از روش پانل دیتا (داده‌های ترکیبی) استفاده شده است. زیرا به منظور بررسی رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی سال ۱۳۸۵ تا سال ۱۳۸۹ آزمون می‌شوند. برای تعیین رگرسیون از رابطه زیر استفاده گردید:

در این پژوهش، از طریق معادله زیر رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته تبیین شده است. شایان ذکر است که متغیرهای اندازه شرکت و ضریب ریسک سیستماتیک (بتا) بعنوان متغیر کنترل وارد مدل شده‌اند. در واقع هدف ما در این پژوهش بررسی میزان جهت تاثیر ساختار مالکیتی بر عملکرد شرکت در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران با کنترل متغیرهای فوق ذکر شده است.

$$Qtobin_{it} = \alpha_0 + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 BIGEST_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 \beta_{it} + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$EVA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 BIGEST_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 \beta_{it} + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$Qtobin_{it}$ : (مجموع بدهی ها+ ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) تقسیم بر مجموع دارایی ها شرکت  $i$  در زمان  $t$

$EVA_{it}$ : ارزش افزوده اقتصادی شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $INST$ : برابر درصد مالکیت سهامداران نهادی شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $BIGEST$ : برابر درصد مالکیت بزرگترین سهامدار شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $SIZE$ : اندازه شرکت شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $\beta$ : ضریب ریسک سیستماتیک شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $\varepsilon$ : خطا

ارزش افزوده اقتصادی (EVA): یک معیار ارزیابی عملکرد داخلی و معرف سود اقتصادی است و به صورت زیر محاسبه می شود:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC \quad (۳)$$

$ROIC$ : برابر با بازده سرمایه گذاری شده است، این عدد از تقسیم سود عملیاتی پس از کسر مالیات بر سرمایه سرمایه گذاری (IC) حاصل می شود.  
 $WACC$ : میانگین موزون هزینه سرمایه، با توجه به فرمول

$$WACC : (w_e \times k_e) + (w_s \times k_s) + (w_d \times k_d) \quad (۴)$$

می باشد میانگین هزینه سرمایه از دو جز اصلی نرخ هزینه منابع ( $k_i$ ) و وزن منابع ( $w_i$ ) تشکیل شده است (کدلا و آرنه، ۲۰۰۰).

## ۸- نتایج

به منظور بررسی هر فرضیه، هر کدام از فرضیه ها براساس متغیرهای وابسته ارزش افزوده اقتصادی و  $Q$  توبین که برای ارزیابی عملکرد به کار رفته اند، تعریف و تخمین زده شد. سپس با توجه به نتایج به دست آمده از مدل، هر فرضیه به گونه جداگانه بررسی گردید و در نهایت نتیجه کلی برای هر فرضیه بیان شد.

### ۸-۱- آزمون تشخیص مدل

جهت گزینش اینکه کدام یک از مدل های pool یا پانل برای آزمون فرضیه های پژوهش و تخمین مدل، مناسب تر است از آزمون F لیمر استفاده می گردد (عباسی نژاد، ۱۳۸۰: ۸۹).

$$F_0 = \frac{(RRSS - URSS) / (N - 1)^{H_0}}{URSS / (NT - N - K)} \sim F_{N-1, N(T-1)-K} \quad (5)$$

جدول ۱: نتایج حاصل از آزمون F مدل اول

$F_{N-1, N(T-1)-K}$	$K$	$T$	$N$	$URSS$	$RRSS$
۳.۱۶	۴	۵	۱۰۳	۴۲۱.۲۰	۷۵۴.۳۷

که با توجه به اینکه  $F_{N-1, N(T-1)-K}$  بزرگتر از  $F_0$  جدول می باشد، پس مدل پانل را برای برآورد مدل اول انتخاب گردیده است.

جدول ۲: نتایج حاصل از آزمون F مدل دوم

$F_{N-1, N(T-1)-K}$	$K$	$T$	$N$	$URSS$	$RRSS$
۱.۲۱	۴	۵	۱۰۳	۲۶۱۱.۵۷	۳۴۰۵.۳۱

که با توجه به اینکه  $F_{N-1, N(T-1)-K}$  بزرگتر از  $F_0$  جدول می باشد، پس مدل پانل را برای برآورد مدل دوم انتخاب گردیده است.

### ۸-۲- انتخاب اثرات ثابت یا تصادفی در برآورد مدل پانل

در این جا به دو نکته مهم درباره اثرات ثابت یا تصادفی اشاره می گردد، اول اینکه تمام افراد یا مقاطع در پانل همگن هستند، در این صورت لازم نیست نگران عرض از مبدأهای مختلف برای هر فرد یا مقطع باشیم. در حقیقت رویکرد پانل دیتا به خوبی می تواند ناهمگنی میان افراد را نشان دهد. این نکته یکی از مزایای مدل های پانل نسبت به مدل های مقطعی یا سری زمانی است. دوم اینکه، عرض از مبدأها را جمله ای ثابت و مخصوص هر فرد یا مقطع در مدل رگرسیونی فرض می شود. مدل اثر تصادفی فرض می کند عرض از مبدأ جمله ای تصادفی برای هر گروه است. اما در هر دوره زمانی، از این توزیع تصادفی فقط یک رخداد، به طور یکسان در هر دوره در مدل رگرسیونی وارد می شوند، به عبارت دیگر، برای کل دوره زمانی، برای هر فرد، فقط یک عرض از مبدأ داریم (اشرف زاده و مهرگان، ۱۳۸۷: ۲۶).

برای گزینش بین اثرات ثابت و تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است که نتایج حاصل از آن در نگاره آورده شده است.

**جدول ۳:** نتایج حاصل از آزمون هاسمن مدل اول

معنی داری	درجه آزادی	آماره $\chi^2$
۰/۲۲	۴	۱/۶۱

با توجه به اینکه Prob بیشتر از ۰/۰۵ بوده فرضیه  $H_0$  رد می شود، مدل اثر تصادفی با اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود.

**جدول ۴:** نتایج حاصل از آزمون هاسمن مدل دوم

معنی داری	درجه آزادی	آماره $\chi^2$
۰/۹۳	۴	۱۶/۶۳

با توجه به اینکه Prob بیشتر از ۰/۰۵ بوده فرضیه  $H_0$  پذیرفته می شود، مدل اثر تصادفی با اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود.

### ۸-۳- برآورد مدل

بعد از انجام آزمون های F لیمر و هاسمن و انتخاب مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل، حال نتایج حاصل از برآورد مدل را در جداول ۵ و ۶ ارائه شده است. همانطور که در جدول شماره ۵ مشاهده می شود، نتایج حاصل از آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون بیانگر این است که با توجه به مقدار و سطح معناداری آماره F بدست آمده، فرضیه  $H_0$  که همان بی معنی بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می شود و می توان نتیجه گرفت که کل مدل معنی دار می باشد. در این مدل ضریب تعیین ( $R^2$ ) ۶۴/۲۷ درصد است. ضریب تعیین معیاری است که رابطه میان متغیر مستقل و وابسته را تشریح می کند. مقدار این ضریب در واقع تعیین می کند که چند درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح داده می شود. از این رو می توان گفت که ۶۴/۲۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است.

جدول ۵: جدول نتایج حاصل از برآورد مدل اول (متغیر وابسته Q توبین)

معنا داری	t آمار	ضریب	نام متغیر
۰.۰۰۰۰	۲۴.۶۳	۰.۰۱۷	INST
۰.۰۰۳۰	۲.۹۷	۰.۶۲۱	BIGEST
۰.۰۰۲۷	-۳.۰۱	-۰.۱۳۶	SIZE
۰.۰۰۰۰	۶.۵۵	۰.۰۶۷	BETA
۰.۰۰۰۰	۴.۹۷۰	۲.۹۸۰	مقدار ثابت
		۰.۶۴	ضریب تعیین
		۰.۶۳	ضریب تعیین تعدیل شد
۰.۰۰۰	معنا داری آماره F	۲۲۶.۲۷	آماره F

$$Qtobin_{it} = 2.980490 + 0.017620INST_{it} + 0.624631BIGEST_{it} - 0.136355SIZE_{it} + 0.067285\beta_{it} + \varepsilon_1$$

همانطور که در جدول شماره ۶ مشاهده می شود، نتایج حاصل از آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون بیانگر این است که با توجه به مقدار و سطح معناداری آماره F بدست آمده، فرضیه  $H_0$  که همان بی معنی بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می شود و می توان نتیجه گرفت که کل مدل معنی دار می باشد. در این مدل ضریب تعیین ( $R^2$ ) ۷۸/۹۰ درصد است.



جدول ۶: جدول نتایج حاصل از برآورد مدل دوم (متغیر وابسته ارزش افزوده اقتصادی)

نام متغیر	ضریب	t آمار	معنا داری
INST	۰.۰۲۶۶	۳۲.۴۷	۰.۰۰۰۰
BIGEST	۲.۳۵	۳.۹۴	۰.۰۰۰۱
SIZE	-۰.۲۴	-۴.۰۵	۰.۰۰۰۱
BETA	۰.۲۵	۳۰.۷۰	۰.۰۰۰۰
مقدار ثابت	۲.۴۳	۲.۹۳	۰.۰۰۰۳
ضریب تعیین	۰.۷۸۹		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۷۸		
آماره F	۴۷۰.۲۳	معنا داری آماره F	۰.۰۰۰۰

$$EVA_{it} = 2.433371 + 0.026796INST_{it} + 2.354157BIGEST_{it} - 0.248630SIZE_{it} + 0.255449\beta_{it} + \varepsilon_2$$

#### ۸-۴- نتایج حاصل از آزمون فرض ها

فرضیه های فرعی اول و دوم: میان میزان مالکیت سهامداران نهادی و حقیقی با عملکرد شرکت براساس مدل Q توبین رابطه معنی دار وجود دارد. همانطور که در جدول شماره ۵ مشاهده می شود، مثبت بودن ضریب متغیر مالکیت سهامداران نهادی بیانگر ارتباط مثبت این متغیر با Q توبین می باشد، که با توجه به مقدار احتمال ( $p\text{-value} < 0.05$ ) محاسبه شده این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. بنابراین فرضیه  $H_0$  مبنی بر عدم وجود رابطه ی معنادار بین مالکیت سهامداران نهادی و Q توبین را نمی توان پذیرفت. نتایج نشان می دهد هر چه درصد مالکیت سهامداران نهادی بیشتر باشد،

شرکت‌ها از عملکرد بهتری داشته‌اند و بالعکس هر چه درصد سهامداران حقیقی بیشتر باشد شرکت‌ها عملکرد ضعیف‌تری داشته‌اند. منظور از سرمایه‌گذاران نهادی شامل سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، موسسات مالی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و... هستند که در سایر شرکت‌های سهامی عام سرمایه‌گذاری می‌کنند (نمازی و دیگران، ۱۳۸۸). سرمایه‌گذاران نهادی معمولاً به دلیل در اختیار داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکت‌ها و همچنین حرفه‌ای بودن در امر سرمایه‌گذاری، توان و انگیزه لازم برای نظارت بر شرکت‌ها را دارا می‌باشند. عموماً این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و عملکرد شرکت‌ها منجر شود، این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند نشأت می‌گیرد (کردلر و دیگران، ۱۳۸۹). از نظر شرکت‌های سرمایه‌پذیر، به نظر می‌رسد جایگزینی مالکیت عمده از سهامداران انفرادی به سوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب‌تر باشد. زیرا سهامداران عمده در قالب اشخاص حقوقی قادرند تصمیمات سرمایه‌گذاری، تامین مالی و عملیاتی بهتری اتخاذ کنند (عرب مازار یزدی و مشایخ، ۱۳۸۴). و اما مالکان حقیقی به صورت غیر مستقیم از مؤسسات سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران نهادی نفع می‌برند. این سرمایه‌گذاران به صورت غیر مستقیم از پرتغلیوی این مؤسسات منتفع می‌شوند و یا آنها را خریداری می‌کنند. سرمایه‌گذاران حقیقی فقط به صورت روزانه با این مؤسسات رقابت می‌کنند. هر کدام از این سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند در معاملات خود تصمیمات آگاهانه‌ای را در خصوص اوراق بهادار اتخاذ کنند (جونز<sup>۱</sup>، ۱۳۸۸: ۲۴).

فرضیه فرعی سوم): میان میزان تمرکز مالکیت سهامداران با عملکرد شرکت براساس مدل Q توبین رابطه معنی دار و مثبت وجود دارد. همانطور که در جدول شماره ۵ مشاهده می‌شود، مثبت بودن ضریب متغیر تمرکز مالکیت سهامداران بیانگر ارتباط مثبت این متغیر با Q توبین می‌باشد، که با توجه به مقدار احتمال ( $p\text{-value} < 0.05$ ) محاسبه شده این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. بنابراین فرضیه  $H_0$  مبنی بر عدم وجود رابطه ی معنادار بین مالیکیت سهامداران نهادی و Q توبین را نمی‌توان پذیرفت. به عبارت دیگر، فرضیه‌ی تحقیق را نمی‌توان

1- Jones

رد کرد و یک رابطه ی مثبت و معناداری بین میزان تمرکز مالکیت سهامداران و Q توبین وجود دارد به عبارتی تمرکز مالکیت در دست یک سهامدار عملکرد بهتری را برای شرکت در پی خواهد داشت.

#### ۸-۵- آزمون متغیرهای کنترلی

نتایج حاصل از تأثیر متغیرهای کنترلی بر Q توبین در جدول شماره ۵ ارائه شده است. ضریب منفی متغیر اندازه شرکت بیانگر رابطه منفی بین این متغیر و Q توبین است، که با توجه به احتمال ( $p\text{-value} < 0/05$ ) محاسبه شده، این رابطه از لحاظ آماری معنادار می باشد. ضریب مثبت متغیر ریسک سیستماتیک (بتا) بیانگر وجود رابطه مثبت بین این متغیر و Q توبین است، که با توجه به احتمال ( $p\text{-value} < 0/05$ ) محاسبه شده، این رابطه از لحاظ آماری معنادار می باشد.

فرضیه‌های فرعی چهارم و پنجم): میان میزان مالکیت سهامداران نهادی و حقیقی با عملکرد شرکت براساس مدل ارزش افزوده اقتصادی رابطه معنی دار وجود دارد.

همانطور که در جدول شماره ۶ مشاهده می شود، مثبت بودن ضریب متغیر مالکیت سهامداران نهادی بیانگر ارتباط مثبت این متغیر با ارزش افزوده اقتصادی می باشد، که با توجه به مقدار احتمال ( $p\text{-value} < 0/05$ ) محاسبه شده این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. بنابراین فرضیه  $H_0$  مبنی بر عدم وجود رابطه ی معنادار بین مالکیت سهامداران نهادی و ارزش افزوده اقتصادی را نمی توان پذیرفت. به عبارت دیگر، فرضیه ی تحقیق را نمی توان رد کرد و یک رابطه ی مثبت و معناداری بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. نتایج نشان می دهد هر چه درصد مالکیت سهامداران نهادی بیشتر باشد، شرکت ها از عملکرد بهتری داشته اند و بالعکس هر چه درصد سهامداران حقیقی بیشتر باشد شرکت ها عملکرد ضعیف تری داشته اند. منظور از سرمایه گذاران نهادی شامل سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکت های بیمه، موسسات مالی، صندوق های سرمایه گذاری و... هستند که در سایر شرکت های سهامی عام سرمایه گذاری می کنند (نمازی و دیگران، ۱۳۸۸). سرمایه گذاران نهادی معمولاً به دلیل در اختیار داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکتها و همچنین حرفه ای بودن در امر سرمایه گذاری، توان و انگیزه لازم برای نظارت بر شرکتها را دارا می باشند. عموماً این

گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و عملکرد شرکتها منجر شود، این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند نشأت می‌گیرد (کردلر و دیگران، ۱۳۸۹). از نظر شرکت‌های سرمایه‌پذیر، به نظر می‌رسد جایگزینی مالکیت عمده از سهامداران انفرادی به سوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب‌تر باشد. زیرا سهامداران عمده در قالب اشخاص حقوقی قادرند تصمیمات سرمایه‌گذاری، تامین مالی و عملیاتی بهتری اتخاذ کنند (عرب مازار یزدی و مشایخ، ۱۳۸۴). مالکان حقیقی به صورت غیر مستقیم از مؤسسات سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران نهادی نفع می‌برند. این سرمایه‌گذاران به صورت غیر مستقیم از پرتفلیوی این مؤسسات منتفع می‌شوند و یا آنها را خریداری می‌کنند. سرمایه‌گذاران حقیقی فقط به صورت روزانه با این مؤسسات رقابت می‌کنند. هر کدام از این سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند در معاملات خود تصمیمات آگاهانه‌ای را در خصوص اوراق بهادار اتخاذ کنند (جونز، ۱۳۸۸: ۲۴).

فرضیه فرعی ششم: میان میزان تمرکز مالکیت سهامداران با عملکرد شرکت براساس مدل ارزش افزوده اقتصادی رابطه معنی‌دار و مثبت وجود دارد.

همانطور که در جدول شماره ۶ مشاهده می‌شود، مثبت بودن ضریب متغیر تمرکز مالکیت سهامداران بیانگر ارتباط مثبت این متغیر با ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد، که با توجه به مقدار احتمال ( $p\text{-value} < 0/05$ ) محاسبه شده این رابطه از لحاظ آماری معنادار است. بنابراین فرضیه  $H_0$  مبنی بر عدم وجود رابطه‌ی معنادار بین تمرکز مالکیت سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی را نمی‌توان پذیرفت. به عبارت دیگر، فرضیه‌ی تحقیق را نمی‌توان رد کرد و یک رابطه‌ی مثبت و معناداری بین میزان تمرکز مالکیت سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد.

### بررسی فرضیه‌های اصلی اول و دوم و سوم

فرضیه‌ی اول این تحقیق که در مورد رابطه‌ی میزان مالکیت نهادی با عملکرد شرکت صحبت می‌کرد همان طور که در جداول ۵ و ۶ مشاهده می‌کنید، را نمی‌توان رد کرد. منظور از سرمایه‌گذاران نهادی شامل سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، مؤسسات مالی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و... هستند که در سایر شرکت‌های سهامی عام سرمایه‌گذاری

می‌کنند (نمازی و دیگران، ۱۳۸۸). سرمایه‌گذاران نهادی معمولاً به دلیل در اختیار داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکتها و همچنین حرفه‌ای بودن در امر سرمایه‌گذاری، توان و انگیزه لازم برای نظارت بر شرکتها را دارا می‌باشند. عموماً این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و عملکرد شرکتها منجر شود، این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند نشات می‌گیرد (کردلر و دیگران، ۱۳۸۹). از نظر شرکت‌های سرمایه‌پذیر، به نظر می‌رسد جایگزینی مالکیت عمده از سهامداران انفرادی به سوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب‌تر باشد. زیرا سهامداران عمده در قالب اشخاص حقوقی قادرند تصمیمات سرمایه‌گذاری، تامین مالی و عملیاتی بهتری اتخاذ کنند (عرب مازار یزدی و مشایخ، ۱۳۸۴). در تحقیق صادقی شریف و پنجه شاهی (۱۳۸۷)، تاثیر مالکیت نهادی بر بازدهی تأیید شد، همین طور در تحقیق صادقی شریف و بهادری (۱۳۸۸)، فرضیه تأثیر نهادی بودن مالکیت بر نسبت پرداخت سود، مورد تأیید واقع شد. یافته‌های تحقیق نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نشان دهنده وجود رابطه معنی دار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت می‌باشد. البته حساس یگانه، مرادی و اسکندر (۱۳۸۷) به گرد اوری شواهدی در ارتباط با نقش سرمایه‌گذاران نهادی از این منظر که ایا مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تاثیر دارد یا خیر پرداختند، که نتایج محققین بیانگر عدم وجود ارتباط معنی دار بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت می‌باشد.

در فرضیه دوم رابطه بین مالکیت سهامداران حقیقی و عملکرد شرکت را نمی‌توان پذیرفت. مالکان حقیقی به صورت غیر مستقیم از مؤسسات سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران نهادی نفع می‌برند. این سرمایه‌گذاران به صورت غیر مستقیم از پرتفلیوی این مؤسسات منتفع می‌شوند و یا آنها را خریداری می‌کنند. سرمایه‌گذاران حقیقی فقط به صورت روزانه با این مؤسسات رقابت می‌کنند. هر کدام از این سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند در معاملات خود تصمیمات آگاهانه‌ای را در خصوص اوراق بهادار اتخاذ کنند (جونز، ۱۳۸۸: ۲۴). تامسن و پیترسون (۲۰۰۰) در مورد مالکیت توزیع شده بیان داشتند که، سهامداران دیگر نمی‌توانند در سیاست‌گذاری شرکت حضور داشته باشند، و این می‌تواند منجر به کاهش عملکرد مطلوب شود. در تحقیق صادقی شریف و پنجه شاهی (۱۳۸۷) رابطه میزان مالکیت حقیقی با بازدهی تأیید نشد. تحقیق صادقی شریف و بهادری (۱۳۸۸) تاثیر منفی میزان مالکیت سهامداران حقیقی بر نسبت پرداخت سود را تأیید نمود.

در فرضیه سوم رابطه بین تمرکز مالکیت سهامداران و عملکرد شرکت مثبت است. مورک، شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) و بیان می دارند که "سهامداران بزرگ منافع خودشان را دارند که بعضی اوقات با منافع دیگر سهامداران سازگار نیست." شاید بتوان علت عملکرد شرکت ها با ساختار مالکیت متمرکز را در همین عامل پیدا کرد. همان طور که دیدیم، تمرکز مالکیت (بزرگترین سهامداران) بر عملکرد شرکت تاثیر مثبت دارد و هر چه در ساختار مالکیت شرکت، میزان مالکیت بزرگترین سهامدار افزایش یابد، عملکرد آن نیز بیشتر خواهد شد. تامسن و پیترسون (۲۰۰۰)، نیز رابطه مثبت و معنی داری بین مالکیت متمرکز و عملکرد اقتصادی به عنوان متغیر وابسته پیدا کردند. همچنین صادقی شریف و پنجه شاهی (۱۳۸۷) دریافتند که میزان مالکیت بزرگترین سهامدار بر روی بازدهی سهام شرکت تاثیر منفی می گذارد. همچنین در کار دیگری که صادقی شریف و بهادری (۱۳۸۸) در مورد تاثیر ساختار مالکیت بر نسبت پرداخت سود انجام دادند، مشخص شد که میزان مالکیت بزرگترین سهامدار بر روی نسبت پرداخت سود تاثیر مثبت دارد.

#### ۹- پیشنهادات

یافته های تحقیق نشان می دهد که شرکت های دارای عملکرد بهتر (بر مبنای ارزش افزوده اقتصادی و Q توبین) می باشند، که ساختار مالکیت نهادی داشته باشند. سهامداران نهادی سهامدارانی حرفه ای در بازارهای مالی می باشند که اطلاعات داخلی با ارزشی درباره چشم اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و غیره شرکت، از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیارشان قرار می گیرد، عموماً این گونه تصور می شود که حضور سهامداران نهادی ممکن است موجب تغییر رفتار سرمایه گذاران شود. در سال های اخیر حضور سرمایه گذاران نهادی در جمع سهامداران شرکت های سهامی عام در بورس اوراق بهادار تهران رشد چشم گیری داشته است.

بر این اساس اگر از زاویه ساختار مالکیت بنگریم می توان پیشنهاد نمود که شرکت هایی برای سرمایه گذاری جذاب ترند که مالکیت نهادی بر آنها حاکم بوده و تمرکز مالکیت در آنها بالاتر است.

## منابع

- ۱- ابراهیمی کردلر، علی، اعرابی، محمد جواد. (۱۳۸۹)، " تمرکز مالکیت و کیفیت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، ص ۹۵-۱۱۰.
- ۲- اشرف زاده، حمیدرضا، مهرگان، نادر. (۱۳۸۷)، اقتصاد سنجی پانل دیتا، تهران، نشر مؤسسه تحقیقات تعاون دانشگاه تهران.
- ۳- جونز، چارلز. مدیریت سرمایه گذاری، ترجمه: رضا تهرانی و عسگر نوربخش تهران، انتشارات نگاه دانش.
- ۴- حساس یگانه، یحیی، اسکندر، هدی و مرادی، محمد. (۱۳۸۷)، " بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی"، دوره ۱۵، شماره ۳، ص ۱۲۲-۱۸۷.
- ۵- سلمن، آریس، اوسدمون، جییل. (۱۳۸۴)، نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکتهای سهامی، ترجمه: یحیی حساس یگانه و امیر پوریا نسب، ماهنامه حسابداری، سال ۱۹، شماره ۴، ص ۴۰-۶۰.
- ۶- صادقی شریف، سید جلال، کفاش پنجه‌شاهی، محمد. (۱۳۸۸)، تاثیر ترکیب سهامداری بر بازدهی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۵، ص ۴۵-۵۵.
- ۷- صادقی شریف، سید جلال. (۱۳۸۸)، بررسی تاثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۷، ص ۶۰-۶۱.
- ۸- ظریف‌فرد، احمد، ناظمی، احمد. (۱۳۸۲)، بررسی نقش سود حسابداری و جریان‌ات نقدی در سنجش عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۷، ص ۹۳-۱۱۹.
- ۹- عارفی، اصغر. (۱۳۸۹)، ارزش افزوده اقتصادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۹، ص ۴۷-۶۲.
- ۱۰- عباس‌زادگان، سید محمد. (۱۳۸۵)، مدیریت عملکرد مالی. تهران: ناشر شرکت های سهامی.

- ۱۱- عباسی نژاد، حسین. (۱۳۸۰)، اقتصاد سنجی (مبانی و روش ها). تهران، انتشارات دانشگاه تهران.
- ۱۲- عرب مازار یزدی، محمد، مشایخ، شهناز. (۱۳۸۴)، " بررسی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۷۴-۱۳۸۰"، مجله پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، ص ۴۱-۶۰.
- ۱۳- قالیباف اصل، حسن، رضایی، فاطمه. (۱۳۸۶)، " بررسی تأثیر ترکیب هیأت مدیره بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، دوره ۹، ش ۲۳، ص ۳۳-۴۸.
- ۱۴- کدیور، علی. (۱۳۸۵)، اصول حاکمیت شرکتی، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۱۰۳۹.
- ۱۵- موسوی، زهرا. (۱۳۸۹)، ارزیابی تاثیر ساز و کار نظارتی راهبردی شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۶، ص ۱۴۱-۱۵۵.
- ۱۶- نمازی، محمد، حلاج، محمد و ابراهیمی، شهلا. (۱۳۸۸)، تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۸، ص ۱۳۰-۱۳۸.
- 17- Bhattacharya, P., and Graham, M. A. (2009), institutional ownership structure and corporate performance: A disaggregated view, *Journal of multinational financial management*, 19, pp, 370-394.
- 18- Demsetz, H., and Villalonga, B. (2001), ownership structure and corporate performance, *journal of corporate finance*, V. 7, pp, 209-233.
- 19- jiang, p. (2004), The relationship between ownership structure and firm performance, *nature and science*, 2(4).
- 20- Kanellos, T. S., and George, K. (2008), *Corporate Governance and Firms*. Available at SSRN.



- 21- Kudla, R. J., and Arendt, D. A. (2000), "Making EVA work". AFP Exchange, 20(4).
- 22- Okothongore, V. (2011), The relationship between ownership structure and firm performance, African journal of business management, 5, pp, 220-228.
- 23- Shleifer, A., and Vishny, R. (1986), Large shareholders and Corporate Control, Journal of Political Economy, Vol. 94, pp, 88-142.
- 24- Thomsen, s., and Pedersen, t. (2000), Ownership Structure and Performance In The Largest European Companies, Journal of strategic management, 21, pp, 689-705.
- 25- Zulehner, C., and et al. (2003), The Effects of Mergers An International Comparison, International Journal of Industrial Organization, pp, 625-657.

پیوست ۱ الف: آزمون هاسمن مدل اول

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: POOL01

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.615098	4	0.2251

پیوست ۱ ب: انتخاب آزمون با اثرات تصادفی برای تخمین مدل اول

Dependent Variable: Q?

Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)

Date: 07/03/12 Time: 09:23

Sample: 1385 1389

Included observations: 5

Cross-sections included: 103

Total pool (unbalanced) observations: 508

Wansbeek and Kapteyn estimator of component variances

White cross-section standard errors & covariance (no d.f. correction)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.98049	0.599618	4.970650	0.0000
NA?/100	0.01762	0.000715	24.63907	0.0000
TA?/100	0.62463	0.209776	2.977601	0.0030
SIZE?	-0.13635	0.045242	-3.013876	0.0027
BETA?	0.06728	0.010264	6.555309	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.64277	Mean dependent var	0.87133
Adjusted R-squared	0.63993	S.D. dependent var	1.70267
S.E. of regression	1.02121	Sum squared resid	524.569
F-statistic	226.270	Durbin-Watson stat	1.89597
Prob(F-statistic)	0.00000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.61392	Mean dependent var	1.50941
Sum squared resid	711.688	Durbin-Watson stat	1.39748

پیوست ۲ الف: آزمون هاسمن مدل دوم

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: POOL02

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	16.63147	4	0.938

پیوست ۲ ب: انتخاب آزمون با اثرات تصادفی برای تخمین مدل دوم

Dependent Variable: EVA?/1000000

Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)

Date: 07/03/12 Time: 09:23

Sample: 1385 1389

Included observations: 5

Cross-sections included: 103

Total pool (unbalanced) observations: 508

Wansbeek and Kapteyn estimator of component variances

Period SUR (PCSE) standard errors & covariance (no d.f. correction)

Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.43337	0.82860	2.93672	0.0035
NA?/100	0.02679	0.00082	32.4753	0.0000
TA?/100	2.35415	0.59634	3.94761	0.0001
SIZE?	-0.24863	0.06127	-4.05783	0.0001
BETA?	0.25544	0.00831	30.7075	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.78900	Mean dependent var	0.29341
Adjusted R-squared	0.78732	S.D. dependent var	5.55554
S.E. of regression	2.56202	Sum squared resid	3301.66
F-statistic	470.236	Durbin-Watson stat	2.48840
Prob(F-statistic)	0.00000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.79061	Mean dependent var	0.31474
Sum squared resid	3363.92	Durbin-Watson stat	2.44235