

فصلنامه بورس اوراق بهادار
سال دهم / شماره ۷ / پائیز ۸۸
تاریخ دریافت: ۸۸/۱۱/۱۱
تاریخ پذیرش: ۸۹/۳۰/۰۳
ص ۳۳-۵

بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک صنعت

علیرضا فضلزاده^۱
پرویز محمدزاده^۲
علی طهباز هندی^۳

چکیده

تحقیق حاضر با هدف تعیین نقش ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای صورت گرفته است. بدین منظور در این تحقیق تاثیر متغیرهای ساختار مالکیت که عبارتند از: تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی؛ بر عملکرد ۱۳۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در ۶ صنعت مختلف و طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ بررسی شده است. تحقیق حاضر از لحاظ هدف از نوع تحقیقات کاربردی است زیرا با هدف برخورداری از نتایج یافته‌ها برای حل مسائل موجود در سازمانها صورت گرفته است. همچنین روش تحقیق از نوع تحقیقات علی می‌باشد. با توجه به اینکه اطلاعات مورد بررسی هم به صورت مقطعی و بین

۱. استادیار گروه اقتصاد دانشگاه تبریز

۲. استادیار گروه اقتصاد دانشگاه تبریز

۳. کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی موسسه آموزش عالی الغدیر تبریز

شرکتهای مختلف است و هم به صورت سری زمانی می‌باشد، از روش تحلیل رگرسیون داده‌های تلفیقی استفاده شده است.

یافته‌های کلی تحقیق نشان می‌دهد تمرکز مالکیت تاثیر معنی‌داری بر عملکرد شرکت ندارد اما تاثیر مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی معنی‌دار است. نتایج همچنین نشان می‌دهد که این رابطه تاثیرگذاری با ورود عامل صنعت تعدیل می‌شود. نتایج این تحقیق نقشی را که ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتها ایفا می‌کند روشن‌تر می‌کند و چشم‌اندازهایی را برای سیاستگذاران فراهم می‌نماید تا سیستم حاکمیت شرکتی خود را بهبود بخشند.

واژه‌گان کلیدی: ساختار مالکیت، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، راهبری شرکتی،

عملکرد شرکت.

طبقه بندی موضوعی: G32, G34

مقدمه

ساختار مالکیت^۱ یکی از مکانیسم‌های داخلی راهبری شرکتی^۲ است. راهبری شرکتی یکی از مولفه‌های اساسی و مهم رشد می‌باشد. با این حال راهبری شرکتی مورد بی‌توجهی ادبیات اقتصادی قرار گرفته است. تئوری سنتی شرکتی بر مبنای مفهوم جعبه سیاه^۳ قرار دارد که داده را به ستاده تبدیل می‌کند. این تئوری بیان می‌کند که هدف شرکت حداکثرسازی سود می‌باشد که وقتی حاصل می‌شود که درآمد نهایی مساوی هزینه نهایی باشد. این تئوری به ساختار سازمانی درون شرکت توجهی نداشته است (Lee, 2008).

1. Ownership Structure

2. Corporate Governance

3. Black Box

در این تحقیق، نقش ساختار مالکیت؛ به عنوان یکی از سازو کارهای اصلی حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

بیان مسأله

موضوع اصلی در مباحث ساختار مالکیت، "مسأله نمایندگی" می باشد چرا که تضاد منافع بین مدیران و سهامداران منجر به ایجاد هزینه های نمایندگی می شود. مالکیت پراکنده (غیرمتمرکز) به این خاطر موجب بروز مسأله نمایندگی در شرکتهای می شود که توانایی و انگیزه های سهامداران برای کنترل کردن مدیریت ضعیف خواهد شد چرا که سهم آنها اندک است. علاوه بر این، سهامداران معمولاً در شرکتهای مختلفی سرمایه گذاری می کنند تا ریسک را از طریق تنوع بخشیدن کاهش دهند. آنها در واقع به امید سودهای آتی پرتفوی سهامشان سرمایه گذاری می کنند نه به امید آینده بهتر یک شرکت خاص. بعلاوه سهامداران پراکنده توانایی اینکه مدیریت را به طور اثر بخش کنترل کنند، ندارند چرا که اطلاعات کافی و تخصص لازم را به منظور اتخاذ تصمیمات صحیح دارا نیستند. در مقابل، مالکیت متمرکز به صورت قابل توجهی در سهامداران عمده ایجاد انگیزه می کند و به موازات افزایش سهم آنها در شرکت، انگیزه های آنها نیز برای بهبود عملیات شرکت و کنترل مدیریت، بیشتر می شود. منافع کاملاً آشکاری از مالکیت متمرکز وجود دارد ولی بحث هایی در جهت خلاف آن نیز صادق است. اول اینکه سهامداران عمده به طور معمول ریسک گریز هستند. مالکیت پراکنده، قابلیت نقد شوندگی بهتر سهام را موجب می شود و ایجاد تنوع به منظور ریسک پذیری کمتر را برای سرمایه گذاران فراهم می کند. دوم اینکه وقتی کنترل بیش از حد توسط مالکیت متمرکز صورت می گیرد، ذینفعان داخلی (مدیران و کارکنان) را از سرمایه گذاری های پرهزینه دلسرد می کند.

¹.Agency Problem

سوم اینکه مالکیت متمرکز ممکن است سبب بروز مشکل نمایندگی به نحوی دیگر شود و آن اینکه تعارض و اختلاف بین سهامداران عمده و سهامداران جزء پدید آید. سهامداران عمده انگیزه‌های لازم را به منظور استفاده از موقعیت کنترلی خود خواهند داشت تا منافع خاص خود را با هزینه سهامداران جزء به دست آورند.

علاوه بر بحث تمرکز مالکیت، ماهیت مالکان نیز در ارتباط با مساله نمایندگی می‌باشد. کنترل‌ها وقتی اثر بخشی بیشتری خواهد داشت که سهامداران کنترل کننده شرکت، دانش و تجربه کافی در زمینه‌های مالی و تخصصی مربوطه را داشته باشند که عموماً شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران نهادی، منابع و توانایی لازم را جهت کنترل مدیریت به طور صحیح دارا هستند.

اهمیت موضوع: ساختار مالکیت از موضوعات اساسی در بحث راهبری شرکتی می‌باشد. تحقیقات قبلی نشان داده که داشتن ساختار مالکیت مناسب با توجه به شرایط محیطی کشورهای مختلف فرق می‌کند و الگوی یکسانی در کلیه کشورها حاکم نیست. بررسی نتایج خصوصی‌سازی در کشورهای بلوک شرق نشان می‌دهد که عدم تمرکز مالکیت به کاهش کارایی شرکت‌های خصوصی‌سازی شده انجامیده است. در ایران نیز همچون بسیاری از کشورها فعالیت‌های زیادی در راستای خصوصی‌سازی صورت گرفته است اما همانگونه که بیان شد، تجربه خصوصی‌سازی در کشورهای مختلف و از جمله ایران نشان می‌دهد که خصوصی‌سازی به خودی خود الزاما در همه موارد منجر به بهبود عملکرد نشده است. داشتن ساختار مالکیت مناسب لازمه خصوصی‌سازی موفق می‌باشد و می‌تواند شرکتها را در جهت تحقق اهداف خصوصی‌سازیشان یاری نماید. یکی از مسائل در ارتباط با بحث ساختار مالکیت، سهام عدالت است. از آنجا که اجرای طرح سهام عدالت موجب پراکندگی مالکیت شرکتها

می‌شود، انتقاداتی بر آن وارد شده است. نتایج این تحقیق می‌تواند نشان دهد که آیا پراکنده شدن مالکیت شرکتهای (اجرای طرح سهام عدالت)، لزوماً به بدتر شدن عملکرد شرکتهای می‌انجامد؟

ادبیات و پیشینه پژوهش

پیشینه نظری: طبیعت ارتباط بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ریشه در ادبیات راهبری شرکتی (حاکمیت شرکتی) دارد. بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد هیچ تعریف مورد توافق در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد. تفاوت‌های چشمگیری در تعاریف ارائه شده در هر کشور وجود دارد. تعاریف موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع شامل دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده‌تر در سوی دیگر طیف قرار دارد. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود. این یک الگوی قدیمی است که در قالب تئوری نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت یک شبکه از روابط دید که نه تنها بین شرکت و مالکان آنها (سهامداران)، بلکه بین شرکت و عده زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و وجود دارند. چنین دیدگاهی در قالب تئوری ذینفعان بیان می‌شود (حساس یگانه، ۱۳۸۴). سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD)^۱ راهبری شرکتی را به این صورت تعریف کرده است:

مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت، هیات مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان شرکت.

^۱. Organization for Economic Co-operation and Development

وجود یک سیستم راهبری شرکتی کارآمد و موثر درون یک شرکت و در کل یک اقتصاد، کمک می کند تا درجه‌ای از اعتماد فراهم آید که برای عملکرد مناسب یک اقتصاد بازار لازم است (آیین نامه راهبری شرکتی بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۶).

طبق تئوری سهامداری راهبری شرکتی، شرکتها باید به گونه‌ای اداره شوند که ثروت سهامداران را حداکثر کنند و سهامداران باید حق تصمیم‌گیری داشته باشند. آلچن و دمستز (Alchain & Demsetz, 1972) که پیشگامان تئوری حقوق دارایی‌ها بوده‌اند، عنوان کرده‌اند که راه حل برای کم کاری برخی از اعضاء در یک کار تیمی، در نزد سایر اعضای تیم است که از طریق کنترل کردن و داشتن قدرت و اختیار برای رهبری کردن صورت می‌گیرد. در نتیجه کار کنترلی اعضایی که تمایل دارند کار به خوبی انجام گیرد و از طریق پافشاری آنها بر اهداف و علایق خود، نهایتاً ارزش کل کار حداکثر خواهد شد (Lee, 2008).

مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی: مبانی نظری حاکمیت شرکتی شامل ۶ مکانیسم

مختلف به منظور کنترل هزینه‌های نمایندگی می‌باشد:

۱. ساختار مالکیت (Jensen & Meckling, 1976)، (Shleifer & Vishny, 1986)

۲. ساختار سرمایه (Jensen, 1986)

۳. ساختار هیات مدیره (Jensen, 1986)

۴. حقوق و پاداش مدیریتی (Jensen & Mourphy, 1990)

۵. رقابت در بازار محصول (Hart, 1983)

۶. بلعیدن شرکتها (Fama & Jensen, 1983) و (Jensen & Warner, 1988)

در حالی که در تحلیل تئوریک راهبری شرکتی، مکانیسم‌های متقابل کنترل مورد بررسی قرار می‌گیرد، ادبیات تجربی نقش این مکانیسم‌های متقابل را مشخص‌تر می‌کند و ارزش

شرکت را پی‌آمدی از این مکانیسم‌ها می‌داند. از آنجا که سهامداری عمده در دنیا معمول است (بجز آمریکا و کشورهای حوزه اسکانندیناوی)(پرتا و لیز دی سیلانس و شلیفر، ۱۹۹۹)، شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) این موضوع مورد بحث قرار داده‌اند که انگیزه و توانایی سهامداران عمده برای جمع‌آوری اطلاعات و کنترل دقیق مدیریت، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد (Kumar, 2003).

از طرفی اگر مدیران آزادی عمل بیشتری داشته باشند، امکان انجام دادن عملیات ابتکاری توسط آنان بیشتر می‌شود. بورکارت (Burkart, 1997) عنوان نمود که نظارت افراطی که در مالکیت متمرکز صورت می‌گیرد، ممکن است پرهزینه باشد چرا که امکان عملیات ابتکاری را از مدیران می‌گیرد. مدیران اگر بدانند که سهامداران در کار آنها دخالت خواهند کرد، فعالیت کمتری خواهند نمود (Grosfeld, 2006).

در بررسی ادبیات موضوع علاوه بر رویکرد هزینه نمایندگی، برخی دیگر از مکانیسم‌ها به منظور بیان تفاوت‌ها و رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت عنوان شده‌اند. به طور کلی تئوری نمایندگی برای تحلیل روابط بین سهامداران و نمایندگان به کار می‌رود ولی بسیار مهم است که تفاوت‌های بین طبقات مختلف سهامداران (ماهیت سهامداران) نیز درک شود چرا که برخی از سهامداران ممکن است انگیزه‌ها و استراتژیهای متفاوتی برای عملیات کنترلی خود داشته باشند. همچنین ممکن است برخی از آنها همچون مالکان نهادی، دانش و توانایی بیشتری برای گرفتن نتایج بهتر از عملیات شرکت داشته باشند. بنابراین طبقات مختلف مالکان، تاثیرات شبکه‌ای متفاوتی خواهند داشت (Kumar, 2003).

پیشینه تجربی: ویگ و لمن (Weig & Lehmann, 1999) در تحقیق خود به بررسی ساز و کارهای راهبری شرکتی از جمله ساختار مالکیت شرکت و تاثیر آن بر سودآوری

شرکتهای آلمانی پرداختند. نتیجه تحقیق حاکی از این است که تمرکز مالکیت تاثیر معنی دار منفی بر عملکرد شرکت دارد. همچنین نتایج تحقیق نشان می دهد شرکتهایی که تحت مالکیت سایر شرکتهای صنعتی هستند یا توسط بانکها اداره می شوند نسبت به شرکتهای خانوادگی و شرکتهایی که تحت مالکیت خارجی هستند، از نرخ بازدهی کمتری برخوردار بوده اند. بالاخره اینکه حضور مالکان در هیات مدیره تاثیر مثبت بر عملکرد شرکت دارد. این نتایج اشاره به این امر دارد که حضور سهامداران عمده و تمرکز مالکیت زیاد، لزوماً به بهبود سودآوری شرکت نمی انجامد.

لینز و لمن (Lemmon & Lins, 2001) به بررسی شرکتهای بورسی آسیای شرقی در بحران مالی آسیایی که در جولای ۱۹۹۷ آغاز شده بود پرداختند. این بحران یک شوک منفی برای فرصتهای سرمایه گذاری در بازار این کشورها بود که انگیزه های لازم را به سهامداران عمده و کنترل کننده شرکت می داد تا از سهامداران اقلیت سلب مالکیت کنند. نتیجه تحقیق این بود که بازده سهام شرکتهایی که امکان سلب مالکیت از سهامداران اقلیت در آنها بیشتر بود، تقریباً در هر سال ۹ درصد کمتر از سایر شرکتهای بود یعنی تاثیر تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت منفی بود. شواهد نشان داد که در زمانی که فرصتهای سرمایه گذاری محدود است، ساختار مالکیت نقش عمده ای در انگیزش سهامداران داخلی برای تضييع حقوق سهامداران اقلیت دارد.

آکیموا و اشوودایر (Akimova & Schwodiauer, 2004) در تحقیق خود به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر راهبری شرکتی و عملکرد شرکتهای خصوصی سازی شده اکرایی پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که ساختار مالکیت تاثیر معنی داری بر عملکرد شرکت دارد. مالکیت داخلی اثر معنی دار غیرخطی بر عملکرد شرکت دارد بدین ترتیب که در سطوح پایین

مالکیت داخلی، تأثیر آن مثبت است ولی هنگامی که میزان مالکیت داخلی به نزدیکی حدی می‌رسد که مالکان داخلی اکثریت سهام را در اختیار داشته باشند، این تأثیر منفی می‌شود. در مورد مالکان اکرایی خارج از شرکت که میزان معینی از تمرکز مالکیت سهام در دست آنهاست تأثیر معنی‌داری بر عملکرد شرکت مشاهده نشده است و بالاخره در مورد تأثیر مالکیت خارجی بر عملکرد شرکت، نتایج نشان می‌دهد مالکیت خارجی تا زمانی تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت دارد که مالکان خارجی سهم کمتری نسبت به مالکان داخلی در اختیار داشته باشند.

کاپوپولوس و لازارتو (Kapopoulos & Lazaretou, 2006) در تحقیق خود به بررسی رابطه بین تغییرات در متغیرهای مالکیت و سودآوری شرکتهای یونانی پرداختند. هدف اصلی این تحقیق این است که کشف شود آیا نسبت سهامی که در مالکیت سهامداران عمده خارج از شرکت است و نسبت سهامی که در مالکیت مدیریت شرکت می‌باشد، به صورت سیستماتیک با عملکرد شرکت ارتباط دارد؟ نتایج تحقیق نشان می‌دهد هر چقدر ساختار مالکیتی متمرکزتر شود، به طور مثبت بر سودآوری بیشتر شرکت تأثیر می‌گذارد.

روبین (Rubin, 2007) در تحقیق خود به بررسی قابلیت نقدشوندگی سهام و ارتباط آن با ساختار مالکیتی شرکت پرداخت. وی برای ساختار مالکیت دو معیار در نظر گرفت. درصد سهامی که در مالکیت داخلی (مدیران) است و درصد سهامی که در اختیار سهامداران نهادی است و اینکه تمرکز سهام در اختیار هر کدام از آنها چقدر است؟ وی نتیجه‌گیری کرد که رابطه نقدشوندگی سهام و ساختار مالکیت بیشتر در ارتباط با سهامداران نهادی است تا سهامداران داخلی. بدین گونه که نقدشوندگی سهام به طور مثبت با مالکیت کل سهامداران نهادی در ارتباط است ولی وقتی سهامداری موسسات نهادی به صورت بلوکی می‌شود، این رابطه منفی می‌باشد.

دو متا آنالیز به نامهای سانچز و گارسیا (Sanchez & Garsia, 2007) با استفاده از تکنیک فراتحلیل^۱ بر روی ۳۳ پژوهش قبلی، به بررسی رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت پرداختند. آنها نتیجه‌گیری کردند که رابطه معنی‌داری بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود ندارد. البته این ارتباط با اثر محیط تعدیل می‌شود به طوری که نتایج نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت در کشورهایی که حمایت از سرمایه‌گذار در آنها در سطح پایینتری قرار دارد، موجب عملکرد بهتر شرکت می‌شود.

لی (Lee, 2008) در تحقیق خود اثر ساختار مالکیت را بر عملکرد مالی شرکتهای کمره‌ای را مورد بررسی قرار داد. وی دو معیار تمرکز مالکیت (توزیع سهامی که در اختیار اکثریت سهامداران است) و ماهیت سهامداران (سرمایه‌گذاران خارجی و سرمایه‌گذاران نهادی) را به عنوان معرف ساختار مالکیت در نظر گرفت. نتایج این تحقیق نشان داد عملکرد شرکت با افزایش تمرکز مالکیت شرکت بهبود می‌یابد اما اثر مالکیت نهادی و مالکیت خارجی ناچیز است. همچنین نتیجه‌گیری شد که یک رابطه U شکل معکوس بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. بدین گونه که عملکرد شرکت وقتی به اوج می‌رسد که تمرکز مالکیت در یک سطح متوسط باشد.

مهدوی و میدری (۱۳۸۴) در تحقیق خود به بررسی ساختار مالکیت و کارایی شرکتهای فعال در بازار اوراق بهادار تهران پرداختند. برآورد معادله بازدهی در این تحقیق نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت یکی از متغیرهای توضیح دهنده بازدهی شرکتهای فعال در بازار اوراق بهادار است. همچنین رابطه‌ای مثبت میان تمرکز مالکیت و کارایی دیده می‌شود. در این تحقیق

^۱. تحلیل متا (فرا تحلیل) یک تکنیک آماری برای تلفیق نتایج پژوهش‌های قبلی و نتیجه‌گیری جدید از آنهاست.

نتیجه‌گیری شده است در ایران نیز همچون چین و کشور چک، تمرکز بیشتر مالکیت با کارآیی بیشتر همراه است. به عبارت دیگر کوچک کردن مالکیت تأثیر منفی بر کارآیی دارد.

ماه آورپور (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان "بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" تعداد ۵۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق وی نشان داد بین تمرکز مالکیت و معیار EPS رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. از طرفی بین درصد مالکیت سهامداران عمده و معیار بازدهی رابطه معنی‌داری وجود ندارد اما بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و معیار بازدهی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

حساس یگانه و دیگران (۱۳۷۸) در تحقیق خود به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت بوده و موید فرضیه نظارت کارآمد است. با این وجود یافته‌های تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معنی‌دار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت است. یعنی فرضیه همگرایی منافع را تایید نمی‌کند.

فرضیه‌های پژوهش

بر اساس تئوری نمایندگی، ساختار مالکیتی باید کارایی مکانیسم‌های کنترلی را تحت تأثیر قرار دهد. به طور سنتی این تئوری بیان می‌کند که مالکیت متمرکز مشکل نمایندگی را کاهش می‌دهد. بر مبنای تئوری سنتی نمایندگی پیش‌بینی می‌شود که تمرکز مالکیت به صورت مثبت بر عملکرد شرکت تأثیرگذار خواهد بود. از طرفی همانطور که قبلاً بحث شد، اثرات منفی

مالکیت متمرکز قابل توجه است که ناشی از اثرات منفی مواردی همچون مساله سلب مالکیت^۱ از سهامداران جزء می‌باشد. بنابراین فرضیه اول به صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیه ۱: مالکیت متمرکز بر عملکرد شرکت تاثیرگذار است.

همچنین سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند کنترل کنندگان موثری باشند چرا که سرمایه‌گذاران نهادی منابع و توانایی لازم را به منظور نظارت صحیح بر تصمیمات مدیریتی دارا هستند. ادعا شده است که عملکرد شرکت با رشد مالکیت نهادی بهبود می‌یابد. بنابراین فرضیه دوم به صورت زیر خواهد بود:

فرضیه ۲: مالکیت نهادی به صورت مثبت بر عملکرد شرکت تاثیرگذار است.

اگرچه شاید سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل تخصص در سرمایه‌گذاری‌ها موجب بهبود عملکرد شرکت شوند، از طرفی به نظر می‌رسد هنگامی که سرمایه‌گذاران نهادی بلوک بزرگی از سهام شرکت را مالکند، یا به عبارتی وقتی که تمرکز سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی زیاد است، مدیران شرکتها تحت تاثیر قرار گرفته و فقط در جهت منافع سرمایه‌گذاران نهادی خاص که اکثریت سهام شرکت را در اختیار دارند حرکت خواهند کرد و این امر تاثیر منفی بر عملکرد شرکت خواهد گذاشت. لذا فرضیه سوم تحقیق به صورت زیر بیان می‌گردد:

فرضیه ۳: تمرکز مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت تاثیرگذار است.

روش‌شناسی تحقیق: تحقیق حاضر از لحاظ هدف از نوع تحقیقات کاربردی است زیرا با هدف برخورداری از نتایج یافته‌ها برای حل مسائل موجود در سازمان‌ها صورت گرفته است. همچنین روش تحقیق از نوع تحقیقات علی می‌باشد چرا که تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته مطالعه می‌شود. با توجه به اینکه اطلاعات مورد بررسی هم به صورت مقطعی و بین

¹ Expropriation problem

شرکتهای مختلف است و هم به صورت سری زمانی می‌باشد، از روش تحلیل رگرسیون پانل دیتا استفاده شده است. همچنین صورتهای مالی شرکتهای و نرم‌افزارهای بورس به عنوان ابزار گردآوری داده‌ها مورد استفاده قرار گرفته است. لازم به توضیح است که تحلیل پانلی در این تحقیق، یک بار به صورت کلی و بار دیگر به تفکیک صنعت صورت گرفته است.

مدل‌های تحقیق که جهت آزمون فرضیه‌های این تحقیق برآورد می‌گردند به صورت زیر

می‌باشند:

$$1) NIA = \beta_0 + \beta_1 CR + \beta_2 INS + \beta_3 INSH + \beta_4 LNA + \beta_5 EAR + \beta_6 CUR + \beta_7 BET + \beta_8 IVA + \varepsilon$$

$$2) OIA = \beta_0 + \beta_1 CR + \beta_2 INS + \beta_3 INSH + \beta_4 LNA + \beta_5 EAR + \beta_6 CUR + \beta_7 BET + \beta_8 IVA + u$$

در مدل فوق:

متغیر وابسته *ROA* است که با دو شاخص محاسبه شده است:

NIA = نسبت سود خالص به کل داراییها

OIA = نسبت سود عملیاتی به کل داراییها

متغیرهای مستقل اصلی:

CR = درصد تمرکز سهام با استفاده از شاخص هر فیندال^۱

INS = درصد سهام در اختیار موسسات نهادی (مطابق با تعریف بوش: صندوق‌های تعاونی،

صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها، موسسات بیمه و تامین اجتماعی، شرکتهای سرمایه‌گذاری

و ... که مالکیت سهام سایر شرکتهای را در اختیار دارند، مالکان نهادی نامیده می‌شوند).

^۱ Herfindahl Index، این شاخص یک شاخص اقتصادی است که برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده می‌گردد.

بدین ترتیب که درصد سهم بازار هر یک از عرضه‌کنندگان به توان ۲ رسیده و سپس باهم جمع می‌شوند. حاصل که بین ۰ تا ۱ است، هر چه قدر به ۱ نزدیک‌تر باشد بیانگر تمرکز و در مقابل هر چقدر به صفر نزدیک‌تر باشد نشان دهنده عدم تمرکز خواهد بود (حساس یگانه و دیگران، ۱۳۸۷).

$INSH$ = درصد تمرکز مالکیت نهادی با استفاده از شاخص هرفیندال

متغیرهای توضیحی:

LNA = لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها (اندازه شرکت)

EAR = نسبت حقوق صاحبان سهام بر کل دارایی‌ها (اهرم)

CUR = نسبت جاری (نقدینگی)

BET = ضریب بتا (ریسک سیستماتیک شرکت)

IVA = نسبت موجودی کالا بر کل دارایی‌ها (چرخه تجارت)

همچنین جهت آزمون فرضیه‌ها به تفکیک صنایع، مدل‌های زیر تخمین زده می‌شوند.

متغیرهای سمت راست مدل‌های زیر، متغیرهای مستقل اصلی تحقیق می‌باشند.

$$NIA = \beta_0 + \beta_1 CR + \beta_2 INS + \beta_3 INSH + \varepsilon \quad (۳)$$

$$OIA = \beta_0 + \beta_1 CR + \beta_2 INS + \beta_3 INSH + u \quad (۴)$$

جامعه آماری: با توجه به اینکه تحقیق حاضر برای شرکت‌های پذیرفته شده بورس

تهران و به تفکیک صنعت برای سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ صورت گرفته است، به منظور انتخاب

جامعه آماری مورد نظر اینگونه عمل شد:

با مبنا قرار دادن سال ۱۳۸۰، تعداد ۳۷۱ شرکت در مجموع صنایع مختلف شناسایی شدند.

سپس صنایعی که تعداد شرکت‌ها در آنها بیش از ۵ درصد کل شرکت‌های بورسی را در بر

می‌گرفتند، به عنوان جامعه آماری مورد نظر انتخاب گردیدند. این صنایع عبارت اند از:

(۱) مواد و محصولات دارویی و شیمیایی، ۶۱ شرکت، ۱۶ درصد کل شرکتها

(۲) سایر محصولات کانی غیرفلزی، ۵۰ شرکت، ۱۳ درصد کل شرکتها

۳) انواع فرآوردههای غذایی و آشامیدنی، ۴۸ شرکت، ۱۳ درصد کل شرکتهای

۴) ماشین آلات و تجهیزات، ۳۰ شرکت، ۸ درصد کل شرکتهای

۵) خودرو و ساخت قطعات، ۲۶ شرکت، ۷ درصد کل شرکتهای

۶) منسوجات، ۲۵ شرکت، ۷ درصد کل شرکتهای

لازم به ذکر است تفکیک صنایع مطابق با طبقه‌بندی سازمان بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است که در سایت بورس نیز موجود است.

نمونه آماری: با توجه به اینکه از تکنیک داده‌های تلفیقی متوازن^۱ به منظور تحلیل داده‌ها استفاده خواهد شد، لذا در جامعه آماری اشاره شده در صنایع فوق، شرکتهایی به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند که دارای شرایط زیر باشند:

۱) در دوره ۶ ساله مورد بررسی به صورت فعال در بورس حضور داشته‌اند و

صورت‌های مالی آنها برای هر سال موجود است.

۲) سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

۳) در دوره مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

۴) جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا مادر تخصصی نباشند.

لذا با در نظر گرفتن شرایط فوق، از بین ۲۴۰ شرکت که به عنوان جامعه آماری تحقیق

انتخاب شده بودند، پس از اعمال شرایط شرکتهای نمونه، نهایتاً ۱۳۷ شرکت به عنوان نمونه

آماري مورد بررسی انتخاب گردیدند. پژوهش‌های علمی و مطالعات فرآیندی
پرتال جامع علوم انسانی

^۱ . Balanced Panel Data

یافته‌های پژوهش:

آمار توصیفی: در جداول زیر که خلاصه یافته‌های مربوط به آمار توصیفی است، مقادیر میانگین سه متغیر مستقل اصلی و دو متغیر وابسته به تفکیک صنعت آورده شده است.

جدول شماره ۱: میانگین متغیرهای تحقیق برای سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵

OIA	NIA	INSH	INS	CR	صنعت
-/۲۲	-/۱۸	-/۲۲۷۰	۵۶/۱۱	-/۳۳۲۸	دارویی و شیمیایی
-/۲۰	-/۱۹	-/۲۰۲۳	۵۴/۶۳	-/۳۱۵۱	کانی‌های غیرفلزی
-/۰۸	-/۰۳	-/۲۹۷۱	۵۶/۹۱	-/۴۳۵۹	غذایی و آشامیدنی
-/۰۶	-/۰۰۶	-/۳۵۶۳	۶۰/۲۳	-/۴۵۳۶	ماشین آلات و تجهیزات
-/۱۴۵	-/۱۰۵	-/۱۱۸۴	۳۶/۲۳	-/۳۹۵۲	خودرو و ساخت قطعات
-/۳۱	-/۴۱	-/۳۶۹۹	۶۵/۴۰	-/۴۷۷۸	منسوجات

جدول شماره ۲: رتبه‌بندی صنایع با توجه به میانگین متغیرهای تحقیق

OIA	NIA	INSH	INS	CR	صنعت
۱	۲	۴	۴	۵	دارویی و شیمیایی
۲	۱	۵	۵	۶	کانی‌های غیرفلزی
۴	۴	۳	۳	۳	غذایی و آشامیدنی
۵	۵	۲	۲	۲	ماشین آلات و تجهیزات
۳	۳	۶	۶	۴	خودرو و ساخت قطعات
۶	۶	۱	۱	۱	منسوجات

ملاحظه می‌شود که طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵، سودآوری شرکتها که با معیار (ROA) سنجیده شده است، در دو صنعت کانی‌های غیرفلزی و مواد و محصولات دارویی و شیمیایی از بقیه صنایع بهتر بوده است.

برآورد مدل و تجزیه و تحلیل نتایج:

برآورد مدل (۱) (کل صنایع مورد بررسی): اولین مرحله در برآورد داده‌های پانلی، آگاهی از روش مناسب تخمین می‌باشد. در ابتدا برای بررسی همگن و یا عدم همگن بودن واحدهای مقطعی از آماره آزمون F استفاده می‌شود. رد فرضیه صفر در این آزمون بیانگر استفاده از روش

داده‌های پانلی بوده و عدم رد این فرضیه بیانگر استفاده از روش داده‌های یکپارچه شده است. نتایج آزمون F در انتخاب روش مناسب تخمین گزارش شده است. نتیجه این آزمون برای مدل (۱) در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول شماره ۳: نتیجه آزمون F برای مدل (۱)

مقدار آماره آزمون	ارزش احتمال (Prob)
۲/۴۰	(۰/۰۳)

اگر مقدار ارزش احتمال (Prob.) کوچکتر از سطح معنی‌داری باشد، فرض H_0 رد شده و از روش پانل دیتا استفاده می‌شود.

با توجه به جدول فوق نتیجه آزمون F بیانگر رد فرضیه صفر در سطح معنی‌داری ۵ درصد می‌باشد. لذا به نظر می‌رسد واحدهای مقطعی همگن نبوده و باید از روش اثرات ثابت جهت تخمین مدل استفاده شود.

جدول شماره ۴: نتایج برآورد مدل (۱) به روش اثرات ثابت

نام متغیر	مقدار ضریب برآورد شده	مقدار آماره آزمون t	ارزش احتمال (Prob)
NIA	۱	---	---
C مشترک	-۰/۲۸۵	-۲/۴۳	(۰/۰۱۵)
CR	۰/۰۱۶	۰/۵۲	(۰/۶۰۲)
INS	-۰/۰۰۱	۳/۵۴	(۰/۰۰۰)
INSH	-۰/۲۰۸	-۳/۹۴	(۰/۰۰۰)
LNA	۰/۰۱۲	۲/۷۶	(۰/۰۰۶)
EAR	-۰/۱۹۶	۳۴/۲۳	(۰/۰۰۰)
CUR	۰/۰۸۴	۶/۷۳	(۰/۰۰۰)
BET	۰/۰۱۷	۴/۰۸	(۰/۰۰۰)
IVA	-۰/۳۶۳	-۸/۱۷	(۰/۰۰۰)
	$DW = 1/81$	$\bar{R}^2 = 0/74$	$R^2 = 0/75$
			Prob(F-statistic) = 0.000

نتایج جدول (۴) نشان می‌دهد که همه ضرایب برآورد شده به‌جز ضریب متغیر تمرکز مالکیت از لحاظ آماری در سطح معنی‌داری ۵ درصد معنی‌دار می‌باشند. متغیر تمرکز مالکیت علی‌رغم معنی‌دار نبودن به دلیل اینکه یکی از متغیرهای اصلی تحقیق است در مدل حفظ شده است. مقدار ضریب تعیین ۷۵ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد برازش مدل مناسب می‌باشد. مقدار آماره دوربین-واتسون نیز نزدیک به ۲ است که بیانگر عدم وجود خودهمبستگی در اجزاء اخلاص الگو است. همچنین آماره آزمون معنی‌دار بودن کلی رگرسیون، در سطح یک درصد معنی‌دار می‌باشد.

برآورد مدل (۲) (کل صنایع مورد بررسی): در این مرحله، مدل (۲) که در آن نرخ بازده دارایی‌ها (متغیر وابسته) با متغیر (OIA) اندازه‌گیری شده، برآورد شده است. نتیجه آزمون F جهت بررسی همگن و یا عدم همگن بودن واحدهای مقطعی در جدول (۵) گزارش شده است. با توجه به اینکه فرضیه صفر این آزمون در سطح معنی‌داری ۱۰ درصد رد شده است، لذا از روش اثرات ثابت جهت تخمین مدل دوم استفاده شده است. نتایج برآورد این مدل در جدول (۶) نشان داده شده است. به دلیل اینکه مقدار آماره آزمون دوربین-واتسون پایین بود و احتمال وجود خودهمبستگی مثبت وجود داشت این مدل بعد از اضافه کردن متغیر $AR(1)$ برآورد شده است.

جدول شماره ۵: نتیجه آزمون F برای مدل (۲)

مقدار آماره آزمون	ارزش احتمال (Prob.)
۱/۹۱	(۰/۰۸)

جدول شماره ۶: نتایج برآورد مدل (۲) به روش اثرات ثابت

جدول (۶): نتایج برآورد مدل (۲) به روش اثرات ثابت			
نام متغیر	مقدار ضریب برآورد شده	مقدار آماره آزمون t	ارزش احتمال
OIA	۱	---	---
C مشترک	-۰/۲۳۶	-۱/۹۲	(۰/۰۵۵)
CR	۰/۰۱۴	۰/۴۵	(۰/۶۴۹)
INS	۰/۰۰۱	۲/۱۵	(۰/۰۳۲)
INSH	-۰/۱۳۵	-۲/۵۵	(۰/۰۱۱)
LNA	۰/۰۱۱	۲/۷۶	(۰/۰۱۷)
EAR	۰/۱۴۸	۲۲/۶۳	(۰/۰۰۰)
CUR	۰/۰۸۹	۶/۲۰	(۰/۰۰۰)
BET	۰/۰۱۷	۳/۸۷	(۰/۰۰۰)
IVA	-۰/۲۰۵	-۴/۸۸	(۰/۰۰۰)
AR(1)	۰/۱۸۱	۵/۰۸	(۰/۰۰۰)
Prob(F-statistic) = 0.000	$DW = 2/01$	$\bar{R}^2 = 0/60$	$R^2 = 0/61$

با توجه به جدول فوق، نتایج برآورد این مدل نیز همانند مدل (۱) می‌باشد. علامت ضرایب با مدل اول یکسان بوده و در اکثر آنها معنی‌داری و حتی مقدار ضرایب نیز شبیه مدل اول است. مقدار ضریب تعیین و آزمون کلی رگرسیون مناسب بودن برازش مدل را نشان می‌دهد. ضریب متغیر AR(1) از لحاظ آماری قویا معنی‌دار بوده و وارد کردن آن توانسته است وجود خودهمبستگی در مدل را از بین ببرد.

برآورد مدل‌های (۳ و ۴) به تفکیک صنعت: حال در این مرحله از تحقیق، مدل‌های ۳ و ۴ جهت آزمون فرضیات تحقیق به تفکیک صنایع برآورد می‌گردند. در ابتدا مشابه تخمین مدل‌های ۱ و ۲، آزمون اثرات گروه؛ (F)، برای هر دو مدل و برای تمام صنایع بررسی شد. با توجه به نتایج آزمون F، روش مناسب تخمین برای هر دو مدل در صنعت "مواد کانی غیرفلزی" روش اثرات ثابت بوده و برای سایر صنایع روش داده‌های ترکیبی (Pooled) می‌باشد.

جدول شماره ۷: ضرایب حاصل از تخمین مدل های ۳ و ۴ (تفکیک صنعت)

صنعت	متغیر وابسته	ضریب CR	ضریب INS	ضریب INSH
دارویی و شیمیایی	NIA	-۰,۰۳۴ بی معنی	۰,۰۰۲ معنی دار	-۰,۳۳۱ معنی دار
	OIA	۰,۰۰۴ بی معنی	۰,۰۰۱ معنی دار	-۰,۲۷۰ معنی دار
مواد غذایی و آشامیدنی	NIA	۰,۰۳۳ بی معنی	-۰,۰۰۴ معنی دار	۰,۵۵۲ معنی دار
	OIA	۰,۰۰۴ بی معنی	-۰,۰۰۳ معنی دار	۰,۳۹۰ معنی دار
کانیهای غیرفلزی	NIA	۰,۱۰۹ معنی دار	۰,۰۰۳ معنی دار	-۰,۳۵۷ معنی دار
	OIA	۰,۱۶۴ معنی دار	۰,۰۰۳ معنی دار	-۰,۴۲۷ معنی دار
خودرو و ساخت قطعات	NIA	-۰,۰۴۶ بی معنی	-۰,۰۰۱ بی معنی	۰,۰۱۶ بی معنی
	OIA	-۰,۰۵۱ بی معنی	-۰,۰۰۱ بی معنی	۰,۴۸۴ بی معنی
منسوجات	NIA	-۰,۰۰۳ بی معنی	۰,۰۰۲ بی معنی	۰,۵۵۰ بی معنی
	OIA	-۰,۰۱۷ بی معنی	-۰,۰۰۴ بی معنی	-۰,۱۵۵ بی معنی
ماشین آلات و تجهیزات	NIA	-۰,۵۰۶ معنی دار	-۰,۰۰۲ معنی دار	۰,۶۷۸ معنی دار
	OIA	-۰,۳۱۹ معنی دار	-۰,۰۰۱ معنی دار	۰,۴۱۴ معنی دار

خلاصه نتایج بدست آمده از آزمون فرضیات درجدول (۸)، ارائه شده است. لازم به توضیح است آنچنانکه در مطالعات حوزه تحقیق مرسوم است، تایید یا رد فرضیات در سطوح معنی داری ۱ درصد، ۵ درصد یا ۱۰ درصد صورت گرفته است. در جدول (۸) هر فرضیه با شماره آن آورده شده است.

جدول شماره ۸: خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها

کل صنایع مورد بررسی	ماشین آلات و تجهیزات	مسئولیت	خودرو و ساخت قطعات	کانی‌های غیر فلزی	غذایی و آشامیدنی	دارویی و شیمیایی	صنعت
عدم تایید	تایید	عدم تایید	عدم تایید	تایید	عدم تایید	عدم تایید	فرضیه: ۱
تایید	عدم تایید	عدم تایید	عدم تایید	تایید	عدم تایید	تایید	فرضیه: ۲
تایید	تایید	عدم تایید	عدم تایید	تایید	تایید	تایید	فرضیه: ۳

هدف اصلی این تحقیق، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. در این راستا، ساختار مالکیت از دو جنبه کلی مورد بررسی قرار گرفت. اولین جنبه، تمرکز مالکیت است که اشاره به میزان سهام در اختیار سهامداران عمده دارد. دومین جنبه ساختار مالکیت، بحث ماهیت مالکیت است. بدین معنی که آیا تنوع مالکان می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد؟ به طور کلی در این تحقیق، تحلیل آماری داده‌ها در دو بخش صورت گرفت بدین صورت که یک بار داده‌ها برای کل ۱۳۷ شرکت عضو نمونه آماری و سپس به تفکیک صنعت مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفتند. در جدول (۹)، خلاصه یافته‌های تحقیق در کل ۱۳۷ شرکت عضو نمونه آماری و به تفکیک صنعت آورده شده است.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی این تحقیق، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. در این راستا، ساختار مالکیت از دو جنبه کلی مورد بررسی قرار گرفت. اولین جنبه، تمرکز مالکیت است که اشاره به میزان سهام در اختیار سهامداران عمده دارد. دومین جنبه ساختار مالکیت، بحث ماهیت مالکیت است. بدین معنی که آیا تنوع مالکان

می‌تواند بر عملکرد شرکت تاثیرگذار باشد؟ به طور کلی در این تحقیق، تحلیل آماری داده‌ها در دو بخش صورت گرفت بدین صورت که یک بار داده‌ها برای کل ۱۳۷ شرکت عضو نمونه آماری و سپس به تفکیک صنعت مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفتند. در جدول (۹)، خلاصه یافته‌های تحقیق در کل ۱۳۷ شرکت عضو نمونه آماری و به تفکیک صنعت آورده شده است.

جدول شماره ۹: خلاصه نتایج بدست آمده از تحقیق

متغیر/صنعت	کل	دارویی	کانی	خودرو	منسوجات	غذایی	ماشین‌آلات
CR	بی تأثیر	بی تأثیر	تأثیر	بی تأثیر	بی تأثیر	بی تأثیر	تأثیر
INS	تأثیر	تأثیر	تأثیر	بی تأثیر	بی تأثیر	بی تأثیر	تأثیر
INSH	تأثیر	تأثیر	تأثیر	بی تأثیر	بی تأثیر	بی تأثیر	تأثیر

در جدول (۱۰) نوع تاثیر متغیرهای تحقیق در مدل رگرسیونی کل صنایع آورده شده است.

جدول شماره ۱۰: نوع تاثیر متغیرهای تحقیق در مدل رگرسیونی کل صنایع

متغیر	نوع رابطه تاثیرگذاری
تمرکز مالکیت (CR)	تأثیر مثبت بی‌معنی
مالکیت نهادی (INS)	تأثیر مثبت معنی‌دار
تمرکز مالکیت نهادی (INSH)	تأثیر منفی معنی‌دار
اندازه شرکت (LNA)	تأثیر مثبت معنی‌دار
اهرم شرکت (EAR)	تأثیر مثبت معنی‌دار
نقدینگی شرکت (CUR)	تأثیر مثبت معنی‌دار
ریسک سیستماتیک شرکت (β)	تأثیر مثبت معنی‌دار
چرخه تجارت (IVA)	تأثیر منفی معنی‌دار

در بررسی کلی صنایع نمونه آماری تحقیق، این نتیجه به دست آمد که تمرکز مالکیت تأثیر معنی داری بر عملکرد شرکت ندارد. همانطور که قبلاً بحث شد، تمرکز مالکیت از لحاظ تئوری آثار مثبت و منفی خاص خود را دارد. از آثار مثبت آن می توان به اثرات کنترلی و از آثار منفی آن می توان به مواردی همچون تضييع حقوق سهامداران اقلیت توسط سهامداران اکثریت اشاره کرد. به نظر می رسد که تلفیق جنبه های مثبت و منفی تمرکز مالکیت، دلیلی بر نتیجه به دست آمده در این تحقیق باشد.

در بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت، نتایج حاصل از تحلیل داده ها نشان می دهد که مالکیت نهادی به صورت مثبت بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است. این نتیجه مطابق با انتظار بود چرا که مالکان نهادی به دلیل تخصص های مالی و تخصص در سرمایه گذاری و همچنین توانایی و منابع لازم به منظور نظارت صحیح بر تصمیمات مدیریتی، قادر خواهند بود کنترل کنندگان موثری باشند و عملیات شرکت را به گونه ای اداره کنند که موجب بهبود عملکرد شرکت شود.

در بررسی تأثیر تمرکز مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت این نتیجه به دست آمد که تمرکز مالکیت نهادی به صورت منفی بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است. در این مورد نیز نتیجه مطابق انتظار بود. تمرکز مالکیت نهادی اشاره به حالتی دارد که یک یا چند موسسه نهادی سهم بزرگی از سهام یک شرکت را در اختیار دارند. همانطور که در بحث تمرکز مالکیت مطرح شد، مالکیت متمرکز، مزایا و معایب خاص خود را دارد. از طرفی موسسات نهادی می توانند به دلایلی که قبلاً ذکر شد در بهبود عملکرد شرکت موثر باشند اما هنگامی که یک موسسه نهادی سهم بزرگی از سهام یک شرکت را در اختیار دارد، به جای اینکه منافع کل سهامداران را در نظر بگیرد، اهداف و منافع خاص خود را پیگیری خواهد کرد که نهایتاً موجب ضعف در

عملکرد شرکت خواهد شد. این امر بیانگر فرضیه همگرایی منافع است که بیان می‌کند "سهامداران نهادی بزرگ، اتحاد و پیوستگی استراتژیکی با مدیریت شرکت دارند. در نتیجه مدیران به جای اینکه منافع کل سهامداران را دنبال کنند، در اختیار سهامداران نهادی بزرگ درآمده و در جهت منافع آنها کار خواهند کرد". لذا نتیجه بدست آمده در تحقیق حاضر، با مبانی تئوریک آن همخوانی دارد.

بررسی پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد نتایج متفاوت و بعضاً متناقضی از تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت در تحقیقات گذشته به دست آمده است. برخی محققان با توجه به نتایج مختلف به دست آمده در تحقیقات گوناگون اینگونه استدلال کرده‌اند که شاید نتایج به دست آمده حاکی از آن است که نوع ساختار مالکیت با توجه به شرایط محیطی کشورهای مختلف می‌تواند اثرات مثبت یا منفی بر عملکرد شرکت داشته باشد. برخی محققان نیز درون‌زا بودن ساختار مالکیت^۱ را جوابی بر شواهد نامطمئن و متفاوتی که در این زمینه به دست آمده است می‌دانند. بدین معنی که ساختار مالکیت را پی‌آمد عملکرد شرکت می‌دانند؛ به عبارت دیگر اینگونه استدلال می‌کنند که عملکرد شرکت است که ساختار مالکیت شرکت را تعیین می‌کند.

یافته‌های تحقیق حاضر نشان داد که عامل صنعت نیز می‌تواند یکی از عوامل مهم در تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت باشد به طوری که نتایج بدست آمده، با ورود عامل صنعت تعدیل می‌شود. همانطور که عنوان شد، دو صنعت مواد و محصولات دارویی و شیمیایی و کانی‌های غیرفلزی بهترین عملکرد را در مقایسه با سایر صنایع داشته‌اند. بررسی متغیرهای ساختار مالکیت در این دو صنعت نشان می‌دهد که:

^۱ . Ownership Endogeneity

۱. از لحاظ متغیرهای ساختار مالکیتی در وضعیت مناسبی قرار داشته‌اند به نحوی که عملکرد بهتر آنان با مبانی نظری حوزه تحقیق قابل پیش‌بینی بوده است. آنچنانکه در فرضیات تحقیق نیز بیان شد، پیش‌بینی می‌شود تمرکز مالکیت در یک حد متوسط (به خاطر تلفیق جنبه‌های مثبت و منفی)؛ میزان مالکیت نهادی زیاد (فرضیه نظارت کارآمد) و میزان تمرکز مالکیت نهادی کم (فرضیه همگرایی منافع)؛ موجب عملکرد بهتر شرکت خواهد شد. همانطور که در جدول (۱) قابل مشاهده است، هر دو صنعت از لحاظ تمرکز مالکیت در حد متوسط، از لحاظ مالکیت نهادی در حد متوسط به بالا و از لحاظ تمرکز مالکیت نهادی در حد متوسط به پایین نسبت به کل نمونه آماری مورد بررسی قرار داشته‌اند.

۲. در ساختار مالکیتی آنها شرکتهای مادر تخصصی وجود داشته است. به نظر می‌رسد وجود این مالکان که تخصص لازم را در زمینه فعالیتهای شرکت دارا هستند، باعث شده است که عملیات شرکت به صورت بهتری اداره شود و نتیجتاً عملکرد شرکتهای بهبود یابد.

البته نباید نادیده انگاشت که علاوه بر متغیرهای ساختار مالکیت و سایر متغیرهای توضیحی استفاده شده در مدل تحقیق، متغیرهای دیگری همچون قوت یا ضعف بنیادی صنعت نیز می‌تواند توضیح دهنده تفاوتها در عملکرد شرکتهای باشد. به طور مثال هیچکدام از متغیرهای ساختار مالکیت در دو صنعت خودرو و ساخت قطعات و منسوجات، تأثیر معنی‌داری بر عملکرد شرکت نداشته‌اند که به نظر می‌رسد این امر ناشی از شرایط خاص این دو صنعت بوده است که در کشور ما حاکم است (خودرو و ساخت قطعات به دلیل انحصاری بودن و منسوجات به دلیل ضعف بنیادی).

پیشنهاد‌های سیاست‌گذاری:

۱. نتایج تحقیق حاضر نشان داد که متغیرهای ساختار مالکیت می‌توانند نقش مهمی را در عملکرد شرکت ایفا کنند. با عنایت به اینکه لزوم توجه به مکانیسم‌های راهبری شرکتی در آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی بورس تهران نیز مورد تاکید قرار گرفته است، لذا لازم است دولت و شرکتهای با درکی صحیح از مقوله راهبری شرکتی، نسبت به ایجاد یک ساختار مالکیت مناسب که منجر به بهبود عملکرد آنها خواهد شد، اقدام کنند.

۲. یکی از انتقاداتی که بر طرح سهام عدالت وارد شده، این است که با اجرای این طرح مالکیت شرکتهای به مالکیت پراکنده تبدیل می‌شود و این امر موجب بدتر شدن عملیات شرکتهای خواهد شد. نتایج کلی تحقیق حاضر نشان داد که تمرکز مالکیت، تاثیر معنی‌داری بر عملکرد شرکت ندارد. لذا به نظر می‌رسد اجرای طرح سهام عدالت تاثیر منفی بر عملکرد شرکتهای نخواهد گذاشت. البته این توضیح لازم است که دارندگان سهام عدالت باید در تصمیم‌گیری‌ها نقش داشته و به آنها اطلاع‌رسانی لازم به عمل آید؛ در غیراینصورت تمرکز مالکیت در دست عده‌ای که از نظر سهامداران ناشناخته هستند، مسئولیت پاسخگویی را از بین می‌برد. لذا پیشنهاد می‌گردد با توجه به منافع ناشی از مالکیت نهادی، و به منظور رفع ابهاماتی که از لحاظ تئوریک بر مالکیت پراکنده وارد است، سهام عدالت از طریق مؤسسات نهادی؛ به‌ویژه از طریق شرکتهای مادر تخصصی در اختیار عموم مردم قرار گیرد تا گروه‌های مختلف سهامداران بتوانند از طریق انتخاب نمایندگان نهادی در اعضای هیات مدیره، بر عملیات شرکت و مدیریت نظارت کرده و از منافع ناشی از آن بهره‌مند گردند. با این وجود لازم است در واگذاری

سهام شرکتهای جانب احتیاط رعایت شده و مالکیت سهام شرکتهای به صورت هدفمند توزیع گردد.

۳. نتایج این مطالعه نشان داد که مالکیت نهادی در کل و در اکثریت صنایع مورد بررسی، به دلایلی همچون نظارت موثر و دارا بودن منابع و تخصص لازم جهت اداره شرکتهای، موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود. لذا به نظر می‌رسد مالکان نهادی در مقایسه با مالکان عادی و پراکنده، عملکرد بهتری خواهند داشت. از طرفی این نتیجه به دست آمد که تمرکز مالکیت نهادی تأثیر منفی بر عملکرد شرکتهای دارد یعنی چنانچه بخش عمده‌ای از سهام یک شرکت در اختیار تعداد محدودی از سهامداران نهادی باشد، می‌تواند تأثیر منفی بر عملکرد شرکت بگذارد. لذا بهتر است مالکیت سهام شرکتهای در اختیار چندین موسسه نهادی باشد تا این سرمایه‌گذاران نهادی بتوانند با کنترل صحیح عملیات شرکت، منجر به بهبود عملکرد شرکت شوند.

پیشنهادهایی برای تحقیقات آینده:

۱. بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران خارجی در ساختار مالکیت شرکتهای بر عملکرد شرکت.
۲. بررسی تأثیر عملکرد شرکتهای بر ساختار مالکیت آنها (مساله درون‌زا بودن ساختار مالکیت).
۳. بررسی تأثیر ساختار مالکیت شرکتهای بر قابلیت نقدشوندگی سهام آنها.

منابع و مأخذ:

۱. آیین نامه نظام راهبری شرکتی بورس اوراق بهادار تهران، (مصوب هیئت مدیره بورس تهران-۸۶/۸/۱۱)
۲. حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۴)، "مفاهیم حاکمیت شرکتی"، مجله حسابداری، شماره ۱۶۷، سال نوزدهم، تهران.
۳. حساس یگانه، یحیی. مرادی، محمد و هدی، اسکندر (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت"، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۲، تهران.
۴. ماه‌آورپور، راضیه (۱۳۸۶)، "بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایاننامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء.
۵. مهدوی، ابوالقاسم و میدری، احمد (۱۳۸۴)، "ساختار مالکیت و کارایی شرکتهای فعال در بازار اوراق بهادار تهران"، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۷۱.
6. Akimova, I, & Schwodiauer, G 2004, "Ownership Structure, Corporate Governance and Enterprise Performance: Empirical Results for Ukraine", International Advances In Economic Research Journal, Volume 10.
7. Grosfeld, I 2006, "Ownership Concentration and Firm Performance: Evidence from an Emerging Market", Paris School of Economics.
8. Kapopoulos, P & Lazaretou, S 2006, "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms", Bank of Greece, Working Paper, No.37.

9. Kumar, J 2003, "Does Ownership Structure Influence Firm Value", Department of Economics, Mumbai University, Working Paper.
10. Lee, S 2008, "Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea", University of Utah, Department of Economics, Working Paper No.17.
11. Lemmon, M & Lins, K 2001, "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis", University of Utah, Department of Finance, Working Paper.
12. Rubin, A 2007, "Ownership Level, Ownership Concentration and Liquidity", Journal of Financial Markets, Volume 10.
13. Sanchez Ballesta, J & Garsia Meca, E 2007, "A Meta-Analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance", University of Murcia, Accounting and Finance Department.
14. Weig, J & Lehmann, E 1999, "Does Ownership Structure Matter? Governance Structure and the Market for Corporate Control in Germany", Department of Economic, University of Nurnberg, Germany, Working Paper.