

## بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از داده‌های تابلویی

دکتر مهدی صالحی،\* فتانه داوطلب طوسی\*\*

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه تمرکز مالکیت و درجه کنترل بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل Q توبین استفاده شده است. نمونه آماری شامل ۹ بانک و مؤسسه اعتباری در سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۱ بوده که در صنعت بانکها و مؤسسات اعتباری فعالیت داشته‌اند. تکنیک آماری استفاده شده برای آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش، داده‌های تابلویی است. بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری به وسیله پنج متغیر به عنوان معیار تمرکز مالکیت صورت گرفته است. همچنین، تأثیر تمرکز مالکیت بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری به صورت مقطعی و در نقاط عطف متفاوت نیز بررسی شده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که تنها متغیر میزان کنترل و متغیر تمرکز مالکیت بر ارزش سهام بانک تأثیرگذار است و عکس قضیه نیز برقرار است؛ یعنی ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری بر میزان کنترل تأثیرگذار است و متغیرهای دیگر رابطه‌ای بی‌معنا بین تمرکز مالکیت و ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری را نشان می‌دهند. افزون بر این، نوع سهامدار اصلی بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری بی‌تأثیر است.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری، ساختار مالکیت، تمرکز مالکیت.

طبقه‌بندی JEL: G32, G34

\* mehdi.salehi@um.ac.ir

\*\* fattane.tousi@gmail.com

\* استادیار گروه حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد

\*\* کارشناس ارشد حسابداری

## ۱. مقدمه

ظهور انقلاب صنعتی در قرن نوزدهم، آغازی برای تشکیل شرکت‌های سهامی با مسئولیت محدود و مشارکت در مالکیت این شرکت‌ها را برای عموم میسر ساخت. سیستم بازار طوری سازماندهی شد که مالکان شرکت‌ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت به وجود آمدن مسأله نمایندگی منجر شد.<sup>۱</sup> با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و ذی‌نفعان دیگر ایجاد می‌شود و به طور بالقوه این امکان به وجود می‌آید که مدیران اقداماتی انجام دهند که در جهت منافع خودشان بوده و ضرورتاً در جهت منافع سهامداران و ذی‌نفعان دیگر نباشد.<sup>۲</sup> حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می‌کند که مدیران در تلاشند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود ساز و کارهای مناسبی است. از جمله این ساز و کارها، طراحی و اجرای راهبری شرکتی (حاکمیت شرکتی) مناسب در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است. حاکمیت شرکتی مجموعه ساز و کارهای کنترلی داخلی و خارجی شرکت است که تعیین می‌کند شرکت چگونه و توسط چه کسانی اداره شود.<sup>۳</sup>

از طرفی ارزش شرکت، از جمله عوامل مهم در فرایند سرمایه‌گذاری است. از این رو، سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه‌گذاری مشخص می‌کند. از جمله عوامل مؤثر بر ارزش سهام شرکت، ساختار سرمایه است.<sup>۴</sup> ساختار مالکیت به عنوان روشی از حاکمیت شرکتی است.<sup>۵</sup>

اهداف متفاوت بین سرمایه‌گذاران و مدیران و اعضای هیأت مدیره که باعث ایجاد مشکلاتی برای شرکت‌ها می‌شود، اهمیت پژوهشی در زمینه حاکمیت شرکتی را آشکار می‌کند؛ زیرا پژوهشی در

۱. واعظ؛ کراهی مقدم و الهائی سحر. (۱۳۸۹). ص ۱۱۵.

۲. باباجانی و عبدی. (۱۳۸۹). ص ۶۶.

۳. عباسی و احمدی. (۱۳۹۰). ص ۱۱۵.

۴. سینایی، سلگی و محمدی. (۱۳۹۰). ص ۸۸.

زمینه حاکمیت شرکتی باعث یافتن راهی به‌منظور کنترل شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران و در نتیجه کاهش مشکلات ذکر شده، می‌شود.

از سوی دیگر، یک موضوع جدید در این مقاله بررسی تأثیر درجه کنترل بر ارزش شرکت و استفاده از داده‌های تابلویی است، بنابراین، به پیشینه ادبیات کمک خواهد کرد.

موضوع این پژوهش در حوزه رابطه بین ساختار مالکیت و ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری قرار دارد. هدف از این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت از دید تمرکز مالکیت سهامداران بانک‌ها و مؤسسات اعتباری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان متغیری برونزا بر ارزش سهام این بانک‌ها و مؤسسات است. در این راه، ابتدا پیشینه پژوهش شامل مبانی نظری مشتمل بر تعاریف، نظریات و فرضیه‌های مرتبط با موضوع و پیشینه تجربی پژوهش و نظرات و نتیجه‌گیری‌های پژوهشگران مختلف ارائه می‌شود. پس از آن در بخش روش پژوهش، نوع پژوهش، متغیرهای پژوهش، جامعه آماری، نمونه و مراحل انتخاب آن و روش مورد استفاده برای تحلیل داده‌ها معرفی می‌شوند و در ادامه پس از بیان فرضیات پژوهش و نحوه آزمون فرضیه‌ها، مدل‌های مورد آزمون بررسی و ارائه می‌شود. سپس، در قسمت یافته‌ها و نتایج به بررسی آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل آماری یافته‌های به‌دست آمده از پردازش داده‌های خام پرداخته می‌شود و در پایان، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای حاصل از آن ارائه خواهد شد.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

پایه و اساس مطالعات حاکمیت شرکتی، نظریه نمایندگی است و مسائل نمایندگی نیز ناشی از مجزاسازی مالکیت از کنترل است. فرض نظریه 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.<sup>۱</sup> عوامل بسیاری بر عملکرد شرکت‌ها مؤثرند و تاکنون پژوهش‌های بسیاری برای مشخص نمودن رابطه متغیرهای مالی و

حسابداری شرکت‌ها و عملکرد آنها صورت گرفته است، اما به تمرکز مالکیت به عنوان یکی از ساز و کارهای نظارتی حاکمیتی تأثیرگذار بر عملکرد شرکت‌ها به‌ویژه در ایران کمتر توجه شده است.<sup>۱</sup> ارزش هر شرکت با توجه به ارزش سهام آن قابل تعیین است. از این رو، سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه‌گذاری مشخص می‌کند. از جمله عوامل مؤثر بر ارزش سهام شرکت، تصمیم‌گیری‌های مالی (ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود) است.<sup>۲</sup>

حاکمیت شرکتی مجموع قوانین و رویه‌های حاکم بر روابط مدیران، سهامداران و حسابرسان شرکت است که با اعمال یک سیستم نظارتی از حقوق سهامداران حمایت می‌کند. با توجه به اینکه سازمان‌های امروزی به منظور کاهش تعارض منافع بین سهامداران و مدیریت بر مجزاسازی مالکیت از مدیریت تأکید می‌کنند، بنابراین، با افزایش تعداد سهامداران به‌ویژه سهامداران عمده، تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت و نیز میان سهامداران افزایش می‌یابد تا جایی که ممکن است بر امر نظارت و کنترل بر عملکرد مدیریت شرکت خدشه وارد کند. در ترکیب مالکیت اغلب شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، سهامداران عمده‌ای وجود دارند که به‌لحاظ نظریه حاکمیت شرکتی دارای توانایی اعمال نظارت بیشتری در مقایسه با سهامداران جزء هستند.<sup>۳</sup>

یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت و درجه‌بندی آن در مقیاس‌های استاندارد است تا با استفاده از آن بتوان راهبردهای لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود.<sup>۴</sup>

ساختار مالکیت عبارت است از بخشی از سهام شرکت که تحت مالکیت سهامداران عمده قرار دارد. سهامداران عمده اشخاص حقیقی یا حقوقی هستند که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در دست دارند.<sup>۵</sup> از جمله معضلات زیربنایی که مبحث ساختار مالکیت در باب نظریه حاکمیت شرکتی بر آن

۱. همان مأخذ، ص ۷.

۲. سینیایی، سلگی و محمدی. (۱۳۹۰). ص ۸۸.

۳. بابایی زکیلی و احمدوند. (۱۳۸۷). ص ۴۲.

۴. نمازی و کرمانی. (۱۳۸۷). ص ۸۵.

۵. سینیایی، سلگی و محمدی. (۱۳۹۰). ص ۹۳.

اساس تکوین یافته است، تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت، اعمال کنترل مطلق از سوی سهامداران عمده، کاهش توان کنترل و نظارت سهامداران جزء بر امور شرکت و منحصراً شدن اتخاذ تصمیمات از سوی مدیران است.<sup>۱</sup> 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.<sup>۲</sup>

برای نخستین بار "برل و مینز"<sup>۳</sup> در سال ۱۹۳۲، به دنبال مطالعات انجام‌شده پی به وجود یک رابطه معکوس بین پراکندگی سهامداران و عملکرد مؤسسات بردند. با وجود آن که نتایج پژوهش‌های آنان در سال ۱۹۸۳ توسط دمستز به چالش کشیده شد، ولی مطالعه آنها سرآغاز بحث‌ها و پژوهش‌های متعددی قرار گرفت که بعدها توسط پژوهشگران در کشورهای مختلف با بنیادهای اقتصادی و سطوح متفاوت توسعه یافتگی انجام شد.<sup>۴</sup>

لیمان و جورجن<sup>۵</sup> (۲۰۰۰) با استفاده از ۳۶۱ شرکت آلمانی در طول دوره ۱۹۹۶-۱۹۹۱ نشان دادند که: اولاً حضور سهامداران زیاد لزوماً سودآوری را افزایش نمی‌دهد و ثانیاً درجه بالایی از تمرکز مالکیت برای بسیاری از شرکت‌های آلمانی در حالت پایین‌تر از حد مطلوب ظاهر شده است. نتایج آنها همچنین به‌طور ضمنی بیان می‌کند که تمرکز مالکیت به‌طور معناداری بر سودآوری اثر منفی دارد.

کوسندا<sup>۶</sup> (۲۰۰۰) در پژوهشی که در چکسلواکی در سال‌های ۱۹۹۶-۱۹۹۹ انجام داد، روابط میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را بررسی کرد. وی بیان می‌کند که مالک عمده و حقیقی در کشور یادشده سهامدار اصلی است و شرکت‌های صنعتی دارای بیشترین سهامدار با ثبات و بزرگترین دستاوردهای مالکیت ثبت شده هستند. تمرکز مالکیت به تنهایی تغییر در عملکرد شرکت را توضیح نمی‌دهد و در گروه‌های صنعت، گروهی یافت نشد که دارای تأثیر خاص بر آن باشند. در ادامه وی

۱. بابایی زکیلی و احمدوند. (۱۳۸۷). ص ۴۲.

۲. شهیکی تاش. (۱۳۹۱). ص ۹.

3. Berle and Means

۴. محمدی، قالیباف اصل و مشکی. (۱۳۸۸). ص ۷۰.

5. Lehmann and Jürgen

6. Ko enda

می‌افزاید، شواهدی را که در آنها چندین نوع از مالکان که دارای تأثیر بر عملکرد هستند، یافته است. هرچند که حمایت چندانی از اینکه ترکیب مالکان به طور عام دارای تأثیر روی عملکرد شرکت است، وجود ندارد.

النجار<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) مطالعه‌ای را در کشور اردن بر شرکت‌های غیرمالی انجام داد. در این پژوهش، روابط میان ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی را مورد آزمون قرار می‌دهد. یافته‌های پژوهش وی حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران نهادی اردنی زمانی که می‌خواهند تصمیمات سرمایه‌گذاری اتخاذ کنند، عواملی از قبیل ساختار سرمایه، سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی، نقدینگی دارایی و اندازه شرکت را مورد توجه قرار می‌دهند. در ادامه وی متذکر می‌شود که این پژوهش نمی‌تواند روابط معناداری میان سیاست تقسیم سود و سرمایه‌گذاران نهادی کشف کند.

چاپل<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) نشان داد که حدود دوسوم شرکت‌های فعال در بورس بلژیک عمدتاً دارای ساختار مالکیت متمرکز هستند؛ زیرا یکی از راه‌های افزایش اعمال کنترل بر شرکت‌ها، تمرکز مالکیت است. ضمن اینکه اکثر شرکت‌های بورسی در بلژیک به ترکیب مالکیت عمده‌ای گرایش دارند که سهامداران عمده آنها دارای حق رأی نسبت به حداقل ۵۰ یا ۶۰ درصد سهام شرکت باشند. چاپل، علت اصلی این یافته را در این نکته خاطر نشان کرده است که سهامداران عمده در کشور بلژیک دارای قدرت کنترل بالایی هستند؛ زیرا در این کشور اعضای هیأت مدیره، عمدتاً به نفع منافع مدیران و سهامداران عمل می‌کنند حتی اگر نحوه کنترل و مدیریت آنها خلاف قانون باشد، زیرا منافع سهامداران عمده را به عنوان بهترین گزینه برای پیش دستی بر قوانین می‌دانند.<sup>۳</sup>

کاپوپولس و لازاری تو<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت

1. Al-Najjar

2. Chapelle

۳. بابایی زکیلی و احمدوند. (۱۳۸۷). ص ۴۶.

4. Kapopoulos and Lazaretou

متمرکز به‌طور مثبتی با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) با بررسی ۶۶ شرکت در سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۸۲ نشان دادند که رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنادار و مثبتی بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت معنادار و منفی بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد.

زکیلی و احمدوند (۱۳۸۷) ۵۶ شرکت بورسی را در سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۷۹ مورد بررسی قرار دادند. بررسی‌های آنها که با استفاده از تحلیل واریانس و رگرسیون انجام گرفته نشان می‌دهد که با افزایش تعداد سهامدار عمده، بازده حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد. آنان نشان دادند که این روند احتمالاً ناشی از افزایش کنترل سهامداران عمده و هم‌افزایی آنها در تأثیرگذاری بر تصمیم‌های مالی شرکت است.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷)، ۶۱ شرکت بورسی را در سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۷۶ مورد بررسی قرار دادند. بررسی آنها که با استفاده از رگرسیون چندگانه انجام گرفته نشان می‌دهد که میان نسبت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد که میان اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه معکوس وجود دارد.

محمدی و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهش خود به بررسی نقش و اثرات جداگانه و همزمان تمرکز و نوع مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش پرداختند. یافته‌های آنها نبود هرگونه رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت را نشان می‌دهد که بر خلاف رابطه معکوس بین ارزش شرکت و نسبت مالکیت دولتی، رابطه بین نسبت مالکیت انفرادی، شرکتی و خصوصی با ارزش شرکت، مستقیم و معنادار است.

### ۳. روش پژوهش

این پژوهش به دنبال پاسخ این پرسش است که آیا تمرکز مالکیت بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری تأثیرگذار است؟ بنابراین، این پژوهش از نوع کاربردی است. طرح پژوهش آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. متغیرهای استفاده‌شده

در این پژوهش شامل ۳ گروه متغیرهای مستقل اصلی است که شامل LOWN1، OWN1، شاخص H<sup>1</sup>، SUM، LSUM، SUM<sub>2</sub>، SUM<sub>3</sub>، سهامداران حقوقی و سهامداران حقیقی و متغیر وابسته که شامل ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری (Q توبین) و متغیرهای کنترلی که شامل اندازه شرکت (لگاریتم ارزش دفتری مجموع دارایی شرکت) و اهرم مالی (نسبت بدهی به دارایی شرکت) است. گفتنی است در این پژوهش هرچا نامی از شرکت برده شده است، منظور بانکها و مؤسسات اعتباری است.

### فرضیه‌های اصلی

- تمرکز سهامداران عمده بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری تأثیر مثبت و معناداری دارد.
- درجه کنترل بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری تأثیر منفی و معناداری دارد.
- تمرکز سهامداران عمده در نقاط عطف متفاوت بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری تأثیر منفی و معناداری دارد.
- نوع سهامدار اصلی بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری تأثیر مثبت و معناداری دارد.
- ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری بر لگاریتم درصد سهام سهامداران عمده تأثیر مثبت و معناداری دارد.
- ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری بر درجه کنترل آنها تأثیر منفی و معناداری دارد.

### ۳-۱. مدل‌های پیشنهادی

- تمرکز سهامداران عمده بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری تأثیر مثبت و معناداری دارد. برای به‌دست آوردن ارتباط بین مالکیت سهامداران عمده و ارزش سهام بانک از رابطه زیر استفاده شده که با جایگزینی ۵ متغیر متفاوت در این رابطه، ۵ مدل برای فرضیه اول آزمون می‌شود.

$$Q_{it} = B_0 + B_1 V_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$



که در آن، به طور متناوب متغیرهای OWN1، LOWN1، H، SUM و LSUM جایگزین V شده و در نهایت ۵ مدل را تشکیل می‌دهند.

OTHER به متغیرهای کنترل اطلاق می‌شود و  $\psi_t$ ،  $\eta_i$  و  $\varepsilon_{it}$  به ترتیب عبارتند از عوامل زمان،

عامل شرکت و ضریب خطا.

### متغیرهای کنترلی

– BETA: ریسک سیستماتیک،

– SRISK: ریسک ثابت،

– SIZE: اندازه بانکها و مؤسسات اعتباری، لگاریتم دارایی‌های بانکها و مؤسسات اعتباری.

### متغیر وابسته

Q توبین: برای اندازه‌گیری ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری از Q توبین استفاده شده که به عنوان جمع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی تعریف شده است.

### متغیرهای مستقل اصلی

SUM: جمع سهام سهامدارانی است که سهام آنها ۵ درصد سرمایه یا بیشتر از آن است.

H، شاخص هرفیندال هیرشمن: جمع مجذور سهامداران صاحب سرمایه است که از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود که Pi در آن درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران (i) است.

$$H = \sum_{i=1}^N p_i^2 \quad (2)$$

LOWN1: لگاریتم درصد سرمایه سهامداران اصلی است که از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود.

$$LOWN_i = \log \left( \frac{OWN_i}{1-OWN_i} \right) \quad (3)$$

OWN1: درصد سرمایه سهامدار اصلی شرکت است.

LSUM، لگاریتم SUM: لگاریتم جمع سهام سهامدارانی است که سهام آنها ۵ درصد سرمایه یا بیشتر از آن است.

– درجه کنترل بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری تأثیر منفی و معناداری دارد.

برای به دست آوردن ارتباط بین درجه کنترل و ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری مدل زیر استفاده می‌شود.

$$Q_{it} = B_0 + B_1 ALFA_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (۴)$$

ALFA درجه کنترل است که از طریق شاخص Cubbin - Leech به دست می‌آید که رابطه آن

بدین صورت است:

$$\alpha = \Phi \left( \frac{OWN_1}{\sqrt{H + OWN_1^2}} \right) \quad (۵)$$

که  $\Phi$  تابع توزیع نرمال استاندارد،  $OWN_1$  درصد سهام بزرگترین سهامدار حقیقی یا حقوقی (تلفیقی) و  $H$  شاخص هرفیندال هیرشمن است.

همان‌طور که پیشتر نیز ذکر شد، شاخص هرفیندال هیرشمن از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود که درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران در آن نقش اصلی را بازی می‌کند؛ زیرا حق رأی و درصد سهام سهامداران با یکدیگر ارتباطی تنگاتنگ دارند. در واقع، معیار ما برای اندازه‌گیری درجه کنترل حق رأی سهامدارانی است که سهام آنها ۵ درصد سرمایه یا بیشتر از آن است.

$$H = \sum_{i=1}^N p_i^2 \quad (۶)$$

تمرکز سهامداران عمده در نقاط عطف متفاوت بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری تأثیر منفی و معناداری دارد.

نخستین مدل شامل مجذور حقوق صاحبان سهام با سهام عمده (SUM2) است که برای آزمون حضور رابطه درجه دوم سهم مالکیت و ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری استفاده می‌شود. رابطه به این صورت است:

$$Q_{it} = B_0 + B_1 SUM1_{it} + B_2 SUM2_{it} + \sum_{j=3}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (۷)$$

سپس، درجه سوم جمع (SUM3) را برای آزمون احتمال ارتباط درجه سوم بین مالکیت و ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری استفاده می‌شود. از رابطه زیر استفاده می‌کنیم:

$$Q_{it} = B_0 + B_1 SUM_{it} + B_2 SUM2_{it} + B_3 SUM3_{it} + \sum_{j=4}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (۸)$$

در پایان، ۳ مدل داریم که در آنها روشی را به کار می‌بریم که توسط مارک ات ال<sup>۱</sup> (۱۹۸۸) توسعه پیدا کرد و در جهت به دست آوردن نتایج ارتباط بین مالکیت و ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری برای نقطه سربه سر (عطف) متفاوت است. در نخستین مدل نقطه انحراف بین ۱۰ و ۲۵ درصد تمرکز سهامداران قابل توجه است، بنابراین، رابطه عبارت است از:

$$Q_{it} = B_0 + B_1 X1_{it} + B_2 X2_{it} + B_3 X3_{it} + \sum_{j=4}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

### متغیرهای مستقل اصلی

- X1: متغیری است که اگر درصد سهام سهامدار اصلی کمتر از ۰/۱۰ را داشته باشد، همان عدد را می‌پذیرد و در صورتی که غیر از این باشد، عدد ۰/۱۰ را می‌پذیرد.
- X2: متغیری است که اگر مالکیت کمتر از ۰/۱۰ باشد، عدد صفر را می‌پذیرد، اگر مالکیت عددی بین ۰/۱۰ و ۰/۲۵ باشد، این متغیر مجموع مالکیت منهای ۰/۱۰ را می‌پذیرد و اگر مالکیت بیشتر یا برابر ۰/۲۵ باشد، ۰/۲۵ را می‌پذیرد.
- X3: متغیری است که اگر مالکیت بیشتر یا برابر ۰/۲۵ باشد، مقدار کل مالکیت منهای ۰/۳۵ را می‌پذیرد و در غیر این صورت، عدد صفر را می‌پذیرد.

در مدل دوم، نقطه عطف در نقطه ۵۰ درصد مالکیت سهامدار اصلی است. رابطه به این صورت

است:

$$Q_{it} = B_0 + B_1 Y1_{it} + B_2 Y2_{it} + \sum_{j=3}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

### متغیرهای مستقل اصلی

- Y1: متغیری است که اگر درصد سهام سهامدار اصلی کمتر از ۰/۵ باشد، همان عدد را می‌پذیرد و در غیر این صورت، مقدار ۰/۵ را می‌پذیرد.
- Y2: متغیری است که اگر مالکیت کمتر از ۰/۵ باشد، عدد صفر را می‌پذیرد و در غیر این صورت، کل مالکیت منهای ۰/۵ را می‌پذیرد.

سومین مدل مارک ات ال (۱۹۸۸) نقطه عطف را ۷۰ درصد مالکیت در نظر می‌گیرد:

$$Q_{it} = B_0 + B_1 Z1_{it} + B_2 Z2_{it} + \sum_{j=3}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

### متغیرهای مستقل اصلی

- Z1: متغیری است که اگر درصد سهام سهامدار اصلی کمتر از ۰/۷ باشد، همان مقدار مالکیت سهامداران را می‌پذیرد و در غیر این صورت، مقدار ۰/۷ را می‌پذیرد.
- Z2: متغیری است که اگر مالکیت کمتر از ۰/۷ باشد، مقدار صفر را می‌پذیرد و در غیر این صورت، مقدار کل مالکیت منهای ۰/۷ را می‌پذیرد.

- نوع سهامدار اصلی بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری تأثیر مثبت و معناداری دارد. ما مدلی برای تحلیل تأثیر سهامدار اصلی بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به‌کار می‌بریم. این مدل شامل هر دو متغیر سرمایه‌گذار فردی و نهادی است که در یک رگرسیون آمده است. رابطه به این صورت است:

$$Q_{it} = B_0 + B_1 INS_{it} + B_2 IND_{it} + \sum_{j=3}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

### متغیرهای مستقل اصلی

- INS: متغیری مجازی (ساختگی) است، هنگامی که سرمایه‌گذار عمده، حقوقی است عدد یک را می‌پذیرد.
- IND: متغیری مجازی (ساختگی) است، هنگامی که سرمایه‌گذار عمده، حقیقی است عدد یک را می‌پذیرد.
- ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بر لگاریتم درصد سهام سهامداران عمده تأثیر مثبت و معناداری دارد.

ما مدلی را برای تحلیل راستای ارتباط بین لگاریتم درصد سهام سهامداران اصلی و ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به‌کار می‌بریم. در این مدل، متغیری که ارائه‌دهنده مالکیت

سهامداران است، عملکردی از ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری و متغیرهای دیگر کنترلی به صورت زیر است:

$$LOWN1_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{it} + \sum_{j=2}^n \alpha_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

- ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری بر درجه کنترل آنها تأثیر منفی و معناداری دارد. ما مدلی را برای تحلیل راستای ارتباط بین درجه کنترل بانکها و ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری به کار می‌بریم. در این مدل، شاخص Cubbin–Leech تابعی از ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری است. رابطه به این صورت است:

$$ALFA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{it} + \sum_{j=2}^n \alpha_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

#### ۴. جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در صنعت خاص بانکها و مؤسسات اعتباری فعالیت داشته و از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ در بورس فعال بوده‌اند. در این پژوهش برای بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت با ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری از اطلاعات سال-شرکت استفاده شده است. داده‌های مورد استفاده در این پژوهش از نوع تابلویی است. داده‌های تابلویی هم در برگزیده ویژگی‌های مقطعی و سری زمانی هستند. نمونه مورد استفاده در این پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است. بنابراین، بانکها و مؤسسات اعتباری باید ویژگی‌های زیر را داشته باشند تا عضو نمونه منظور شوند.

۱. بانکها و مؤسسات اعتباری عضو نمونه تا سال ۱۳۸۷ در بورس تهران پذیرفته شده باشند.
  ۲. اطلاعات مورد نیاز برای هر یک از بانکها و مؤسسات اعتباری انتخابی در دسترس باشد.
- پس از حذف شرکت‌های فاقد شرایط یادشده، تعداد ۹ بانک و مؤسسه اعتباری به عنوان نمونه باقی مانده است و با توجه به ماهیت تابلویی داده‌ها، تعداد مشاهدات این پژوهش ۴۵ سال-شرکت است.

## ۵. روش گردآوری داده‌ها

اطلاعات مورد نیاز این پژوهش، با مطالعه صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی گردآوری شده است. گردآوری داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار پایگاه داده‌ای ره‌آورد نوین و برداشت مستقیم آنها از صورت‌های مالی صورت گرفته است. صورت‌های مالی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نیز از تارنمای سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است.

## ۶. تجزیه تحلیل داده‌ها

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، پس از انتخاب بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نمونه و گردآوری اطلاعات مربوطه، این اطلاعات با استفاده از نرم‌افزار اکسل پردازش شده، سپس، با استفاده از نرم‌افزار SAS اقدام به آزمون فرضیه‌ها شده است. مدل‌های مورد استفاده در این پژوهش نیز از نوع رگرسیون خطی چند متغیره هستند.

## ۷. یافته‌های پژوهش

به منظور بررسی هر فرضیه، هر یک از فرضیه‌ها بر اساس متغیرهای وابسته تعریف و برآورد شد. سپس، با توجه به نتایج به‌دست آمده از مدل هر فرضیه به‌گونه جداگانه بررسی شد و سرانجام، نتیجه کلی برای هر مدل بیان شد.

## ۸. آزمون تشخیص مدل

در ادامه، به بررسی آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌پردازیم. الگوی کلی داده‌های تابلویی در این فرضیه‌ها به صورت زیر است:

$$Dep_{it} = B_0 + B_1 Var_{it} + \sum B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

که در آن، Dep متغیر وابسته، Var متغیر مستقل، OTHER متغیرهای کنترلی و  $\psi_t$ ،  $\eta_i$  و  $\varepsilon_{it}$  جملات خطا هستند. با توجه به اینکه انتخاب بانک‌ها و مؤسسات اعتباری مورد سنجش در این پژوهش و زمان مورد مطالعه به صورت تصادفی انتخاب و یا ایجاد شده است، به‌لحاظ نظری می‌توان گفت عامل اثر زمان و عامل اثر بانک‌ها و مؤسسات اعتباری تصادفی هستند که با این تفاسیر باید  $\eta_i$  و

$\psi_t$  ناهمبسته از متغیرهای دیگر وارده شده به مدل باشند که نتایج آزمون هاسمن مؤید این نکته است که اثرات موجود در این الگو مستقل است. بنابراین، الگوی خطی داده‌های تابلویی را می‌توان به صورت زیر بازنویسی کرد، که در این الگو  $\gamma_{it}$  شرایط جمله خطا را دارد.

$$Dep_{it} = B_0 + B_1 Var_{it} + \sum B_j OTHER_{jit} + \gamma_{it} \quad ; \quad \gamma_{it} = \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (۱۶)$$

در ادامه، این الگو را در بررسی آزمون فرضیه‌ها به کار می‌بریم. در این بخش به دو نکته مهم در خصوص آثار ثابت یا تصادفی اشاره می‌شود: نخست 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 واقع، رویکرد داده‌های تابلویی به خوبی می‌تواند ناهمگنی میان افراد را نشان دهد. این نکته یکی از مزایای مدل‌های پانل نسبت به مدل‌های مقطعی یا سری زمانی است. دوم اینکه، عرض از مبدأها را جمله‌ای ثابت و مخصوص هر فرد یا مقطع در مدل رگرسیونی فرض می‌کند. مدل اثر تصادفی فرض می‌کند عرض از مبدأ جمله‌ای تصادفی برای هر گروه است، اما در هر دوره زمانی از این توزیع تصادفی تنها یک رخداد به صورت یکسان در هر دوره در مدل رگرسیونی وارد می‌شوند. به بیان دیگر، برای کل دوره زمانی برای هر فرد تنها یک عرض از مبدأ وجود دارد. برای گزینش بین اثرات ثابت و تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است.

## ۹. برآورد مدل

$$Q_{it} = B_0 + B_1 Sum1_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad \text{۱-۹. بررسی الگوی}$$

در این زیربخش به بررسی اثر متغیر مجموع سهامداری که سهام آنها بیش از ۵ درصد سهام شرکت است، بر متغیر وابسته این پژوهش یعنی ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری خواهیم پرداخت که رابطه ریاضی آن در تیتراژ این زیربخش قرار گرفته است.

نتایج برازش الگو برای صنعت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که متغیر  $Sum1$  دارای ضریب صفر بوده و این به این معناست که این متغیر بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده و تنها متغیر  $Lev$  بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده است. ضریب دو متغیر  $Beta$  و  $Srisc$  بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری معنادار نبوده و متغیر  $Size$  به علت داشتن همخطی با متغیرهای دیگر مستقل از الگو حذف شده‌اند.

## جدول ۱. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۱

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال	
بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	۰/۳۸	۰/۱۳۳۴	۲/۸۳	۰/۰۰۷۳	
	Sum1	۱	۰/۰۰	۰	۰	۰	
	Beta	۱	-۰/۰۲	۰/۰۲۷۸	-۰/۶	۰/۵۵	
	Size	همخطی					
	srisk	۱	۰/۰۰	۰/۰۰۲۷۸	۰/۲۵	۰/۸۰۵۳	
	Lev	۱	۰/۷۵	۰/۱۳۹۶	۵/۳۸	<۰/۰۰۰۱	
	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						۰/۵۶۸۵

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

۹-۲. بررسی الگوی  $Q_{it} = B_0 + B_1 H_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$ 

هدف این زیربخش بررسی اثر متغیر جمع مربعات درصد سهام سهامداران بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بوده که الگوی خطی داده‌های تابلویی آن در تیترا این زیربخش آمده است. نتایج برازش الگو برای صنعت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که متغیر H دارای ضریب صفر بوده و این به این معناست که این متغیر بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده و تنها متغیر Lev و Size بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده است. همچنین، ضریب دو متغیر Beta و Srisk بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری معنادار نبوده است.

## جدول ۲. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۲

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	۰/۹۹۸۰۷	۰/۲۰۹۰۰	۴/۷۸	<۰/۰۰۰۱
	H	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۱	-۰/۲۷	۰/۷۸۶۶
	Beta	۱	-۰/۰۱۳۵۰	۰/۰۲۶۴۰	-۰/۵۱	۰/۶۱۲۳
	Size	۱	۰/۰۷۱۴۴	۰/۰۱۸۱۰	-۳/۹۴	۰/۰۰۰۳
	srisk	۱	۰/۰۰۲۵۶	۰/۰۰۲۶۳	۰/۹۷	۰/۳۳۸
	Lev	۱	۰/۶۵۷۳۶	۰/۱۳۳۱۰	۴/۹۴	<۰/۰۰۰۱
	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات					

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.



$$Q_{it} = B_0 + B_1 \text{LOWN}_{it} + \sum_{j=2}^n B_j \text{OTHER}_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad \text{۳-۹. بررسی الگوی}$$

این زیربخش به منظور بررسی بود یا نبود رابطه بین لگاریتم درصد سرمایه سهامداران اصلی و ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری طراحی شده است.

نتایج برازش الگو برای صنعت بانکها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که ضریب متغیر Lown تفاوت معناداری نسبت به صفر ندارد و این به این معناست که این متغیر بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده و متغیرهای Lev و Size بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده‌اند و ضریب دو متغیر Beta و Srisk بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری معنادار نبوده است.

جدول ۳. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۳-۹

مقدار احتمال	t آماره	انحراف از خطا	برآورد	درجه آزادی	متغیر	صنعت
<۰/۰۰۰۱	۴/۴۳	۰/۲۲۲۰۰	۰/۹۸۳۳۶	۱	عرض از مبدأ	بانکها و مؤسسات اعتباری
۰/۶۹۶۴	-۰/۳۹	۰/۰۱۰۰۰	-۰/۰۰۳۹۳	۱	LOWN	
۰/۶۲۸	-۰/۴۹	۰/۰۲۷۰۰	-۰/۰۱۳۱۸	۱	Beta	
۰/۰۰۱	-۳/۵۵	۰/۰۱۹۷۰	-۰/۰۶۹۹۱	۱	Size	
۰/۳۵۱۳	۰/۹۴	۰/۰۰۲۷۶	۰/۰۰۲۶۰	۱	srisk	
<۰/۰۰۰۱	۴/۷	۰/۱۳۸۵۰	۰/۶۵۰۹۰	۱	Lev	
۰/۸۱۷۵	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات					

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

$$Q_{it} = B_0 + B_1 \text{OWN}_{it} + \sum_{j=2}^n B_j \text{OTHER}_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad \text{۴-۹. بررسی الگوی}$$

بررسی وجود رابطه معنادار بین دو متغیر درصد سرمایه سهامداران اصلی بر متغیر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری الگوی خطی داده‌های تابلویی بالا مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

نتایج برازش الگو برای صنعت بانکها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که ضریب متغیر Own تفاوت معناداری نسبت به صفر ندارد و این به این معناست که این متغیر بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده و تنها متغیر Lev و Size بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده و ضریب دو متغیر Beta و Srisk بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری معنادار نبوده است.

جدول ۴. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۴

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	۰/۹۹۸۳۲	۰/۲۰۱۰۰	۴/۹۷	<۰/۰۰۰۱
	OWN	۱	-۰/۰۰۰۰۲	۰/۰۰۰۴۳	-۰/۰۵	۰/۹۶۰۱
	Beta	۱	-۰/۰۱۲۱۶	۰/۰۲۵۹۰	-۰/۴۷	۰/۶۴۱۳
	Size	۱	-۰/۰۷۲۰۸	۰/۰۱۷۴۰	-۴/۱۴	۰/۰۰۰۲
	Srisk	۱	۰/۰۰۲۴۳	۰/۰۰۲۵۷	۰/۹۵	۰/۳۴۹۷
	Lev	۱	۰/۶۶۰۷۳	۰/۱۳۰۸۰	۵/۰۵	<۰/۰۰۰۱
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						
۰/۸۶۵۹						

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

$$Q_{it} = B_0 + B_1 LSUM_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad \text{۹-۵. بررسی الگوی}$$

در این زیربخش به بررسی اثر متغیر لگاریتم مجموع سهام سهامداران اصلی بر متغیر وابسته این پژوهش یعنی ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری خواهیم پرداخت که رابطه ریاضی آن در تیتراژ این زیربخش قرار گرفته است.

نتایج برازش الگو برای صنعت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که متغیر Lsum دارای ضریب بی‌معنا بوده و این به این معناست که این متغیر بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده و ضریب دو متغیر Beta و Srisk بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری معنادار نبوده و متغیر Size و Lev به علت داشتن همخطی با متغیرهای دیگر مستقل از الگو حذف شده‌اند.

جدول ۵. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۵

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	۱/۳۳۲۲۴	۰/۱۶۶۰۰	۷/۴۲	<۰/۰۰۰۱
	LSUM	۱	-۰/۰۱۳۰۱	۰/۰۱۰۹۰	-۱/۱۹	۰/۳۳۹۴
	Beta	۱	-۰/۰۱۷۱۲	۰/۰۳۷۴۰	-۰/۴۶	۰/۶۴۹۶
	Size	همخطی				
	Srisk	۱	۰/۰۰۱۹۸	۰/۰۰۳۸۵	۰/۵۱	۰/۶۱۰۵
	Lev	همخطی				
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						
۰/۰۲۸۹						

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

$$9-6. \text{ بررسی الگوی } Q_{it} = B_0 + B_1 ALFA_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

هدف این زیربخش بررسی اثر متغیر درجه کنترل شرکت بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بوده که الگوی خطی داده‌های تابلویی آن در تیترا این زیربخش آمده است.

نتایج برازش الگو برای صنعت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که متغیر ALFA دارای ضریب معنادار بوده و این به این معناست که این متغیر بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده و متغیرهای Lev و Size بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده است. ضریب دو متغیر Beta و Srisk بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری معنادار نبوده و الگوی خطی داده‌های تابلویی این رابطه به صورت زیر است:

$$Q_{it} = 2.84 - 3.5 ALFA_{it} - 0.068 Size_{it} - 0.57 Lev_{it} \quad (17)$$

جدول ۶. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۶

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	۲/۸۴۲۷۱	۰/۹۷۱۱۰	۲/۹۳	۰/۰۰۵۷
	ALFA	۱	-۳/۴۹۸۹۵	۱/۶۸۹۹۰	-۲/۰۷	۰/۰۴۵۱
	Beta	۱	۰/۰۰۵۷۸	۰/۰۲۸۰۰	-۰/۲۱	۰/۸۳۷۶
	Size	۱	۰/۰۶۸۴۰	۰/۰۲۵۹۰	-۲/۶۴	۰/۰۱۱۹
	Srisk	۱	۰/۰۰۱۳۶	۰/۰۰۳۱۱	۰/۴۱	۰/۶۸۷۱
	Lev	۱	۰/۵۷۴۷۱	۰/۱۵۴۷۰	۳/۷۱	۰/۰۰۰۶
				آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات		

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

$$9-7. \text{ بررسی الگوی } Q_{it} = B_0 + B_1 SUM1_{it} + B_2 SUM2_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

در این زیربخش به بررسی رابطه خطی متغیرهای درجه یک مجموع سهام سهامداران اصلی شرکت و متغیر درجه دو مجموع سهام سهامداران اصلی شرکت بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری پرداخته خواهد شد.

نتایج برازش الگو برای صنعت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که متغیرهای Sum1 و Sum 2 دارای ضریب صفر بوده و این بدین معناست که این متغیر بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات

اعتباری اثرگذار نبوده و تنها متغیر Lev بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده است. ضریب دو متغیر Beta و Srisk بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری معنادار نبوده و متغیر Size به علت داشتن همخطی با متغیرهای دیگر مستقل از الگو حذف شده‌اند.

جدول ۷. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۷

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال	
بانکها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	۰/۳۷۰۶۳	۰/۱۵۲۵۰	۲/۴۳	۰/۰۱۹۸	
	Sum1	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰	
	Sum2	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰	
	Beta	۱	-۰/۰۱۳۴۸	۰/۰۲۹۵۰	-۰/۴۶	۰/۶۴۹۹	
	Size	همخطی					
	Srisk	۱	۰/۰۰۱۳۸	۰/۰۰۳۰۸	۰/۴۵	۰/۶۵۶۷	
	Lev	۱	۰/۷۴۴۶۴	۰/۱۵۵۶۰	۴/۷۹	<۰/۰۰۰۱	
		آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات					۰/۳۵۴۱

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

#### ۹-۸. بررسی الگوی $Q_{it} = B_0 + B_1 \text{SUM1}_{it} + B_2 \text{SUM2}_{it} + B_3 \text{SUM3}_{it} + \sum_{j=2}^n B_j \text{OTHER}_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$

در این زیربخش به بررسی رابطه خطی متغیرهای درجه یک مجموع سهام سهامداران اصلی شرکت و متغیر درجه دو مجموع سهام سهامداران اصلی شرکت و متغیر درجه سوم مجموع سهام سهامداران اصلی شرکت بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری پرداخته خواهد شد.

نتایج برازش الگو برای صنعت بانکها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که متغیرهای Sum1 و Sum2 و Sum3 دارای ضریب صفر بوده و این بدین معناست که این متغیر بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده و تنها متغیر Lev بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده است. ضریب دو متغیر Beta و Srisk بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری معنادار نبوده و متغیر Size به علت داشتن همخطی با متغیرهای دیگر مستقل از الگو حذف شده‌اند.

جدول ۸. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۸

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	۰/۳۰۸۷۰	۰/۱۷۰۲۰	۱/۸۱	۰/۰۷۷۶
	Sum1	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰
	Sum2	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰
	Sum3	۱	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰
	Beta	۱	-۰/۰۱۲۰۴	۰/۰۲۹۷۰	-۰/۴۱	۰/۶۸۷۴
	Size	همخطی				
	Srisk	۱	۰/۰۰۱۲۸	۰/۰۰۳۱۸	۰/۴	۰/۶۹۰۲
	Lev	۱	۰/۷۹۰۰۴	۰/۱۶۷۳۰	۴/۷۲	<۰/۰۰۰۱
	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات					

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

### ۹-۹. بررسی الگوی $Q_{it} = B_0 + B_1 X_{1it} + B_2 X_{2it} + B_3 X_{3it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$

نتایج برازش الگو برای صنعت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که متغیرهای  $X_1$  و  $X_2$  و  $X_3$  دارای ضریب بی‌معنا بوده و این بدین معناست که این متغیر بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده و متغیرهای Lev و Size بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده است. ضریب دو متغیر Beta و Srisk بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری معنادار نبوده است.

جدول ۹. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۹

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	۰/۹۶۱۲۴	۰/۲۹۳۲۰	۳/۲۸	۰/۰۰۲۳
	X1	۱	-۰/۰۰۷۳۵	۰/۰۰۳۷۷	-۱/۹۵	۰/۰۵۸۷
	X2	۱	-۰/۰۰۲۰۶	۰/۰۰۱۵۲	-۱/۳۵	۰/۱۸۳۹
	X3	۱	۰/۰۰۰۳۵	۰/۰۰۰۸۵	۰/۴۱	۰/۶۸۱۷
	Beta	۱	-۰/۰۲۲۹۸	۰/۰۲۸۵۰	-۰/۸۱	۰/۴۲۵۷
	Size	۱	-۰/۰۶۴۹۴	۰/۰۲۸۴۰	۲/۲۹	۰/۰۲۷۹
	Srisk	۱	۰/۰۰۴۲۸	۰/۰۰۳۱۷	۱/۳۵	۰/۱۸۵۲
	Lev	۱	۰/۶۶۷۶۲	۰/۱۵۰۹۰	۴/۴۲	<۰/۰۰۰۱
	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات					

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

### ۹-۱۰. بررسی الگوی $Q_{it} = B_0 + B_1 Y1_{it} + B_2 Y2_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$

نتایج برازش الگو برای صنعت بانکها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که ضریب متغیر  $Y_1$  دارای مقدار احتمال کمتر از ۰/۰۵ بوده و در نتیجه این ضریب معنادار است، ولی مقدار احتمال مربوط به ضریب متغیر  $Y_2$  بیشتر از ۰/۰۵ است، بنابراین، بی‌معناست و این بدین معناست که این متغیر بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده است. متغیر Size بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده و ضریب سه متغیر Beta و Srisk و Lev بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری معنادار نبوده که الگوی آن به صورت زیر است:

جدول ۱۰. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۱۰

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بانکها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	۱/۶۳۲۹۹	۰/۲۴۷۳۰	۶۶	<۰/۰۰۰۱
	Y1	۱	-۰/۰۶۳۴۷	۰/۰۱۳۰۰	-۴/۹	<۰/۰۰۰۱
	Y2	۱	-۰/۰۰۰۰۲	۰/۰۰۰۴۴	-۰/۰۴	۰/۹۶۹۷
	Beta	۱	-۰/۰۱۵۶۵	۰/۰۲۲۶۰	-۰/۶۹	۰/۴۹۳۹
	Size	۱	-۰/۰۵۷۵۶	۰/۰۱۹۷۰	-۲/۹۲	۰/۰۰۵۹
	Srisk	۱	۰/۰۰۳۵۹	۰/۰۰۲۳۵	۱/۵۳	۰/۱۳۴۵
	Lev	۱	۰/۱۸۱۰۸	۰/۱۵۱۳۰	۱/۲	۰/۲۳۸۷
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						
۰/۴۲۲۵						

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

### ۹-۱۱. بررسی الگوی $Q_{it} = B_0 + B_1 Z1_{it} + B_2 Z2_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$

نتایج برازش الگو برای صنعت بانکها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که ضریب متغیر  $Z_1$  دارای مقدار احتمال کمتر از ۰/۰۵ بوده و در نتیجه این ضریب معنادار است، ولی مقدار احتمال مربوط به ضریب متغیر  $Z_2$  بیشتر از ۰/۰۵ است، بنابراین، بی‌معناست و این بدین معناست که این متغیر بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده است. متغیر Size بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده و ضریب سه متغیر Beta و Srisk و Lev بر ارزش سهام بانکها و مؤسسات اعتباری معنادار نبوده است. الگوی این رابطه به صورت زیر است:

$$Q_{it} = 1.55 - 0.046Z1_{it} - 0.053Size_{it} \quad (18)$$

جدول ۱۱. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۱۱

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	۱/۵۴۹۸۴	۰/۲۲۰۷۰	۷/۰۲	<۰/۰۰۰۱
	Z1	۱	-۰/۰۴۶۴۵	۰/۰۰۸۹۳	-۵/۲	<۰/۰۰۰۱
	Z2	۱	۰/۰۰۰۰۴	۰/۰۰۰۰۴۱	۰/۱	۰/۹۲۰۹
	Beta	۱	-۰/۰۱۵۱۶	۰/۰۲۱۷۰	-۰/۷	۰/۴۸۹۹
	Size	۱	-۰/۰۵۳۰۳	۰/۰۱۸۰۰	-۲/۹۵	۰/۰۰۵۴
	Srisk	۱	۰/۰۰۳۹۱	۰/۰۰۲۲۴	۱/۷۴	۰/۰۸۹۴
	Lev	۱	۰/۲۳۴۲۶	۰/۱۳۸۰۰	۱/۷	۰/۰۹۷۷
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						
۰/۵۰۳۶						

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

### ۹-۱۲. بررسی الگوی $Q_{it} = B_0 + B_1 INS_{it} + B_2 IND_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$

در این زیربخش هدف این است که بدانیم آیا ماهیت سرمایه‌گذار عمده (شخص حقیقی و یا حقوقی) در یک شرکت بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اهمیت دارد یا خیر؟ به این منظور متغیرهای ظاهری INS (سرمایه‌گذار عمده شخص حقوقی) و IND (سرمایه‌گذار عمده شخص حقیقی) وارد الگوی خطی داده‌های تابلویی وارد شده است، ولی با توجه به اینکه متغیرهای INS و IND مکمل یکدیگر هستند، بنابراین، وجود یکی از این متغیرها در مدل به معنای دانستن نتایج متغیر دیگر است، در نتیجه، ضریب متغیر INS یعنی  $B_1$  در این الگو صفر است.

با برازش الگوی خطی داده‌های تابلویی زیر به داده‌های پژوهش نتایج زیر به دست می‌آید:

$$Q_{it} = B_0 + B_1 INS_{it} + B_2 IND_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \gamma_{it}; \quad \gamma_{it} = \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (19)$$

نتایج برازش الگو برای صنعت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که ضریب متغیرهای IND و INS دارای مقدار احتمال بیشتر از ۰/۰۵ بوده، در نتیجه، این ضرایب معنادار نیستند و این بدین معناست که این متغیر بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده است. ضریب متغیرهای Size و Lev دارای مقدار احتمال کمتر از ۰/۰۵ هستند، بنابراین، معنادارند و بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده‌اند؛ اما ضریب متغیرهای Beta و Srisk بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری معنادار نبوده است.

جدول ۱۳. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۱۳

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	۰/۹۹۷۲۷	۰/۱۹۵۸۰	۵/۰۹	<۰/۰۰۰۱
	INS	۰	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰	۰
	IND	۰	۰/۰۰۰۰۰	۰	۰	۰
	Beta	۱	-۰/۰۱۱۷۰	۰/۰۲۵۴۰	-۰/۴۶	۰/۶۴۷۱
	Size	۱	-۰/۰۷۲۲۴	۰/۰۱۶۶۰	-۴/۳۵	<۰/۰۰۰۱
	Srisk	۱	۰/۰۰۲۴۲	۰/۰۰۲۵۱	۰/۹۶	۰/۳۴۱۱
	Lev	۱	۰/۶۶۲۵۲	۰/۱۲۷۶۰	۵/۱۹	<۰/۰۰۰۱
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						۰/۸۳۹

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

### ۹-۱۳. بررسی الگوی $LOWN_{it} = B_0 + B_1 Q_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$

در این زیربخش تأثیر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بر لگاریتم درصد سهام سهامداران اصلی شرکت را مورد بررسی قرار خواهیم داد که با برازش الگوی خطی داده‌های تابلویی زیر به داده‌های پژوهش، نتایج زیر به دست آمد:

$$Low_{it} = B_0 + B_1 Q_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \gamma_{it} \quad ; \quad \gamma_{it} = \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (20)$$

نتایج برازش الگو برای صنعت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که هیچ یک از متغیرهای Q و متغیرهای کنترلی اثر معناداری بر متغیر LOWN ندارند. همچنین، متغیرهای Size و Lev به دلیل داشتن همخطی با متغیرهای دیگر مستقل از مدل حذف شدند.

جدول ۱۳. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۱۳

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	-۰/۵۵۷۹۲	۰/۷۶۹۵۰	-۰/۷۳	۰/۴۷۲۶
	Q	۱	-۰/۷۶۱۷۲	۰/۶۵۱۳۰	-۱/۱۷	۰/۲۴۹۱
	Beta	۱	۰/۰۰۹۲۱	۰/۱۵۵۱۰	۰/۰۶	۰/۹۵۳
	Size	همخطی				
	Srisk	۱	-۰/۰۰۲۱۰	۰/۰۱۶۹۰	-۰/۱۲	۰/۹۰۱۷
	Lev	همخطی				
آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات						۰/۸۷۰۵

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.



**۹-۱۴. بررسی الگوی**  $ALFA_{it} = B_0 + B_1 Q_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$

در این زیربخش تأثیر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بر درجه کنترل شرکت‌ها را مورد بررسی قرار خواهیم داد که با برازش الگوی خطی داده‌های تابلویی زیر به داده‌های پژوهش، نتایج زیر به دست آمد:

$$ALFA_{it} = B_0 + B_1 Q_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \gamma_{it} \quad ; \quad \gamma_{it} = \psi_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (21)$$

نتایج برازش الگو برای صنعت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نشان می‌دهد که فقط مقدار احتمال مربوط به ضریب متغیر Q کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین، اثر معناداری بر متغیر ALFA دارد. ضریب متغیرهای دیگر معنادار نیست، همچنین، متغیرهای Size و Lev به دلیل داشتن همخطی با متغیرهای دیگر مستقل از مدل حذف شدند. الگوی خطی داده‌های تابلویی این صنعت به صورت زیر است:

$$ALFA_{it} = 0.54 - 0.028Q_{it} \quad (22)$$

**جدول ۱۴. جدول بررسی الگوی داده‌های تابلویی برازش شده به الگوی زیربخش ۹-۱۴**

صنعت	متغیر	درجه آزادی	برآورد	انحراف از خطا	t آماره	مقدار احتمال
بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	عرض از مبدأ	۱	۰/۵۴۲۳۵	۰/۰۰۹۱۸	۵۹/۰۸	<۰/۰۰۰۱
	Q	۱	-۰/۰۲۸۱۰	۰/۰۰۸۵۸	-۳/۲۸	۰/۰۰۲۲
	Beta	۱	۰/۰۰۰۸۴	۰/۰۰۲۰۳	۰/۴۱	۰/۶۸۲۷
	همخطی Size					
	Srisk	۱	-۰/۰۰۰۳۱	۰/۰۰۰۲۲	-۱/۴۱	۰/۱۶۴۷
	همخطی Lev					
	آزمون هاسمن برای بررسی تصادفی بودن اثرات					

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

## ۹-۱۵. خلاصه فرآیند پذیرش یا رد فرضیات

نتیجه آزمون	P-Value	متغیر مستقل	متغیر وابسته	مدل	فرضیه
رد فرضیه	۰	Sum1	Q	۱	اول
رد فرضیه	۰/۷۸۶۶	H	Q	۲	
رد فرضیه	۰/۶۹۶۴	LOWN	Q	۳	
رد فرضیه	۰/۹۶۰۱	OWN	Q	۴	
رد فرضیه	۰/۲۳۹۴	LSUM	Q	۵	
پذیرش فرضیه	۰/۰۴۵۱	ALFA	Q	۶	دوم
رد فرضیه	۰	Sum1	Q	۷	سوم
رد فرضیه	۰	Sum2			
رد فرضیه	۰	Sum1	Q	۸	
رد فرضیه	۰	Sum2			
رد فرضیه	۰	Sum3			
رد فرضیه	۰/۰۵۸۷	X1	Q	۹	
رد فرضیه	۰/۱۸۳۹	X2			
رد فرضیه	۰/۶۸۱۷	X3			
پذیرش فرضیه	<۰/۰۰۰۱	Y1	Q	۱۰	
رد فرضیه	۰/۹۶۹۷	Y2			
پذیرش فرضیه	<۰/۰۰۰۱	Z1	Q	۱۱	
رد فرضیه	۰/۹۲۰۹	Z2			
رد فرضیه	۰	IND	Q	۱۲	چهارم
رد فرضیه	۰	INS			
رد فرضیه	۰/۲۴۹۱	Q	LOWN	۱۳	پنجم
پذیرش فرضیه	۰/۰۰۲۲	Q	ALFA	۱۴	ششم

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

### ۱۰. جمع‌بندی و ارائه پیشنهادها

در این پژوهش، رابطه بین تمرکز سهامداران، نوع سهامدار و درجه کنترل با ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در صنعت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری فعالیت می‌کنند، به‌وسیله چهارده مدل ذکر شده در قسمت برآورد مدل مورد بررسی قرار گرفت. مدل‌های اول الی پنجم نشان می‌دهد که متغیرهای  $Sum1$ ،  $H$ ،  $LowN$ ،  $Own$  و  $Lsum$  بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده است. در مدل ششم، ارتباط بین درجه کنترل و ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بررسی شد که نشان می‌دهد متغیر  $ALFA$  بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده است. مدل هفتم، هشتم و نهم به ترتیب نشان می‌دهند که متغیرهای  $Sum1$  و  $Sum2$ ، متغیرهای  $Sum1$  و  $Sum2$  و  $Sum3$  و متغیرهای  $X1$  و  $X2$  و  $X3$  بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده است. در مدل دهم، ارتباط بین متغیرهای  $Y1$ ،  $Y2$  و ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بررسی شد. این مدل نشان می‌دهد که ضریب متغیر  $Y1$  بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده، ولی ضریب متغیر  $Y2$  بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده است. در مدل یازدهم، ارتباط بین متغیرهای  $Z1$ ،  $Z2$  و ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بررسی شد. این مدل نشان می‌دهد که ضریب متغیر  $Z1$  بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار بوده و ضریب متغیر  $Z2$  بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده است. مدل دوازدهم نشان می‌دهد متغیرهای  $IND$  و  $INS$  بر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اثرگذار نبوده‌اند. مدل سیزدهم نیز نشان می‌دهد که متغیر  $Q$  بر متغیر  $LOWN$  اثرگذار نیست. در مدل چهاردهم، تأثیر ارزش سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بر درجه کنترل بررسی شده است که نشان می‌دهد ضریب متغیر  $Q$  بر متغیر  $ALFA$  اثرگذار است.

همچنین، در این پژوهش بین درجه کنترل و ارزش سهام سهامداران عمده بانک‌ها رابطه منفی و معنادار یافت شد. بدین معنا که هرچه حق رأی سهامداران عمده و در نتیجه تمرکز مالکیت و درجه کنترل آنها بیشتر باشد، باعث کاهش ارزش سهام بانک‌ها خواهد شد. بنابراین، به این نتیجه رسیدیم که بهتر است تمرکز مالکیت کمتر باشد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های نمازی و کرمانی (۱۳۸۴)

همسو است؛ زیرا پژوهش‌های آنها نیز نشان می‌دهد بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه منفی و معنادار مشاهده شده است، از این رو بهتر است مالکیت در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی نباشد. باتوجه به نتایج حاصل از این پژوهش و مشخص شدن تأثیر میزان مالکیت بزرگترین سهامدار بر ارزش سهام بانکها در برخی مدل‌ها، پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران در هنگام اخذ تصمیم‌های خرید و فروش سهام، ترکیب سهامداران را هم به عنوان یکی از متغیرهای تصمیم در نظر داشته باشند.

پیشنهادها به پژوهشگران برای پژوهش‌های آتی بدین شرح است:

- ۱- پیشنهاد می‌شود تأثیر تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت‌ها در صنایع دیگر نیز مورد بررسی قرار گیرد. در این پژوهش، تنها صنعت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بررسی شد، می‌توان با همین فرضیات و بسط جامعه آماری به صنایع دیگر به آزمون اثر صنعت پرداخت.
- ۲- پیشنهاد می‌شود که این پژوهش را با در نظر گرفتن اطلاعات شرکت‌های خارج از بورس و برای یک دوره زمانی طولانی‌تر تکرار نمایند تا نتایج قابلیت تعمیم بیشتری داشته باشند.

محدودیت‌های این پژوهش به شرح زیر بوده است:

در صورتی که قلمرو زمانی پژوهش برای دوره طولانی‌تری در نظر گرفته می‌شد، ممکن بود نتایج قابلیت تعمیم بیشتری داشته، ولی در صورتی که سال‌های بیشتری برای انتخاب نمونه در نظر گرفته می‌شد، تعداد بانک‌های عضو جامعه و نمونه آماری کاهش می‌یافت، که این امر موجب کاهش روایی پژوهش می‌شد و امکان بررسی فرضیات را با محدودیت مواجه می‌ساخت.

## منابع

- باباجانی، جعفر و عبدی، مجید. (پاییز ۱۳۸۹). رابطه حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکت‌ها. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، ش سوم. شماره پیاپی ۵. صص ۶۵-۸۶.
- بابایی زکیلی، محمدعلی و احمدوند، ژیلا. (پاییز و زمستان ۱۳۸۷). بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی. دوره ۱۰، ش ۲۶. صص ۴۱-۶۰.
- سینایی، حسنعلی؛ سلگی، محمد و محمدی، کامران. (زمستان ۱۳۹۰). تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی. سال سوم. ش چهارم. صص ۸۷-۱۰۲.
- محمدی، شاپور؛ قالیباف اصل، حسن و مشکئی، مهدی. (پاییز و زمستان ۱۳۸۸). بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دوره ۱۱، ش ۲۸. صص ۶۹-۸۸.
- شهیکی تاش، محمد نبی. (آذر و دی ۱۳۹۱). بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل دیتا. مجله اقتصادی، ش ۹ و ۱۰. صص ۵-۲۴.
- عباسی، مجید و احمدی، موسی. (زمستان ۱۳۹۰). بررسی تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه روند پژوهش‌های اقتصادی، سال نوزدهم، ش ۶۰. صص ۱۱۳-۱۵۰.
- نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (پاییز ۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳. صص ۸۳-۱۰۰.

- واعظ، سید علی؛ کرراهی مقدم، سیروس و الهائی سحر، مهدی. (پاییز ۱۳۸۹). بررسی عملکرد شرکت و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، ش ۷. صص ۱۱۴-۱۳۵.
- Basil, Al-Najjar. (2009). Corporate Governance and Institutional Ownership: Evidence from Jordan, <http://www.ssrn.com>
- Berle, A. A., and Means, G. C. (1932). The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan.
- Chapelle, Ariane. (2004). Block Investments and the Race for Corporate Control in Belgium, Universite Libre de Bruxelles, Belgium.
- Kapopoulos, P. and Lazaretou, S. (2007). Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms. *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 15, No. 2, pp. 144-158.
- Lehmann, Erik. and Jürgen, Weigand. (2000). Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany, Working Paper, Department of Economics, University of Konstanz.
- Minguez-Vera, Antonio. Martin-Ugedo, Juan Francisco. (2007). Does Ownership Structure Affect Value? A Panel Data Analysis for the Spanish Market Management. *International Review of Financial Analysis* 16. pp. 81-98.