

## بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد مالی واسطه‌های مالی (بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیمه) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حبیب‌الله نخعی<sup>۱</sup>، سیده مریم زهرایی<sup>۲</sup>

۱- استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی - واحد بیرجند

۲- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی - واحد بیرجند

### چکیده

در ایران طی سال‌های اخیر موضوع حاکمیت شرکتی و مالکیت شرکت‌ها مورد توجه قرار گرفته است. از آنجا که عملکرد بهینه بانک‌ها و موسسات مالی در یک کشور می‌تواند منجر به بهبود وضعیت اقتصادی آن کشور گردد، لذا بررسی شرایطی که موجب بهبود عملکرد بانک‌ها و موسسات مالی گردد ضروری به نظر می‌رسد. بنابراین هدف تحقیق حاضر بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد مالی واسطه‌های مالی (بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیمه) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ است. با استفاده از روش حذف سیستماتیک نمونه نهایی ۲۹ بانک، شرکت سرمایه‌گذاری و بیمه به دست آمد. برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار آماری Eviews، و روش رگرسیون پانل دیتا بهره گرفته شده است. یافته‌های تحقیق نشان داد که ساختار مالکیت (نهادی، حقیقی و تمرکز مالکیت) بر بازده دارایی تاثیر معناداری دارند. اما ساختار مالکیت (نهادی، حقیقی و تمرکز مالکیت) بر بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر معناداری ندارد.

**واژگان کلیدی:** بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام، مالکیت نهادی، مالکیت حقیقی و تمرکز مالکیت

### ۱- مقدمه

سهامداران هر شرکت را افراد و مؤسساتی با علایق، اهداف، افق‌های سرمایه‌گذاری و توانایی‌های مختلف تشکیل می‌دهند. با توجه به پیچیدگی‌هایی که در اداره امور شرکت‌ها وجود دارد، از سهامداران انتظار نمی‌رود در اداره امور شرکت مسئولیتی به عهده گیرند. نفوذ سهامداران در شرکت‌ها فقط در مجامع عمومی امکان‌پذیر است و در مواردی از جمله: تصویب صورت‌های مالی، انتخاب اعضای هیئت‌مدیره و بازرس قانونی، اصلاح اساسنامه شرکت، تصویب معاملات فوق‌العاده و... متمرکز می‌باشد. از طرفی برخی از ساختارهای سرمایه‌ای به بعضی از سهامداران این امکان را می‌دهد که به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیتی که در شرکت دارند دسترسی داشته باشند. همه این موارد ممکن است بر عملکرد یک شرکت تأثیرگذار باشد، چرا که بسیاری از سرمایه‌گذاران در بررسی هزینه فایده اعمال حقوق مالکیت خود ممکن است به این نتیجه برسند که با میزان معقولی از تحلیل و استفاده از حقوق خود می‌توانند به بازده مالی و رشد سرمایه بیشتری دست پیدا کنند (سعیدی و شیرینی قهی، ۱۳۹۱). طبق نظریه نمایندگی، بین مالکان و مدیران شرکت‌ها ممکن است تضاد منافع وجود داشته باشد. با توجه به اینکه در روابط نمایندگی هدف مالکان حداکثر سازی ثروت است و برای دستیابی به این هدف بر کار نمایندگان نظارت و عملکرد او را ارزیابی می‌کنند. پس باید در این راستا عواملی که بر عملکرد شرکت تأثیرگذارند به خوبی شناسایی و مورد توجه قرار گیرند. برخی از مالکان ممکن است انگیزه‌ها و استراتژی‌های متفاوتی برای نظارت داشته باشند که به بهبود عملکرد شرکت بیانجامد (کرمانی، ۱۳۸۷).

امروزه با توجه به تأکید زیاد بر مجزا شدن مالکیت از مدیریت، به ساختار و ترکیب مالکیت شرکت‌ها به عنوان ابزار کنترل و نظارت بر شرکت و منافع سهامداران توجه زیادی می‌شود. حفظ منافع و حقوق سهامداران از یک طرف ایجاب می‌کند تا سهامداران

برای کنترل و نظارت و حفظ حقوق خود در شرکت‌ها به دنبال توجه به ابعاد ساختار مالکیت به عنوان یکی از اصول راهبری و افزایش ارزش شرکت باشند (ساقی، ۱۳۸۹).

در ایران طی سال‌های اخیر موضوع حاکمیت شرکتی و مالکیت شرکت‌ها مورد توجه قرار گرفته است. از آنجا که عملکرد بهینه بانک‌ها و موسسات مالی در یک کشور می‌تواند منجر به بهبود وضعیت اقتصادی آن کشور گردد، لذا بررسی شرایطی که موجب بهبود عملکرد بانک‌ها و موسسات مالی گردد ضروری به نظر می‌رسد. ترکیب مالکین یا سهامداران بانک‌ها از حیث تمرکز یا پراکندگی و نیز نوع مالکیت آن‌ها می‌تواند در بهبود عملکرد آن‌ها تأثیرگذار باشد. تحولات اخیر صورت گرفته در رابطه با خصوصی‌سازی و به دنبال آن تغییر ساختار مالکیت و سهامداران و وارد شدن آن‌ها به بورس اوراق بهادار منجر به خارج شدن بانک‌ها از مالکیت صرفاً دولتی و تأسیس بانکهای خصوصی با سهامداران گوناگون گردید؛ بنابراین در این تحقیق به دنبال پاسخ به این سؤال هستیم که آیا بین ساختار مالکیت و عملکرد مالی واسطه‌های مالی پذیرفته شده در بورس ارتباط معناداری وجود دارد؟

## ۲- پیشینه تحقیق

ماه آور پور (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان "بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" تعداد ۵۸ شرکت پذیرفته‌شده 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 مؤید فرضیه نظارت کارآمد است. باین وجود یافته‌های تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معنی‌دار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت است. یعنی فرضیه همگرایی منافع را تأیید نمی‌کند. نمازی و همکاران (۱۳۸۷) در تحقیق خود با عنوان "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، ۶۶ شرکت را در طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ بررسی نمودند. آن‌ها ساختار مالکیت را به دو طبقه نهادی و خصوصی تقسیم کردند که مالکیت خصوصی را نیز به سه دسته سرمایه‌گذاران شرکتی، مدیریتی و خارجی تقسیم نمودند. نتایج به دست آمده از مطالعه آنان نشان داد رابطه معنادار و معکوس بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و مالکیت مدیریتی بر عملکرد شرکت وجود دارد و همچنین رابطه بین مالکیت شرکتی و عملکرد رابطه‌ای معنی‌دار و مثبت است.

سعیدی و شیرینی قهی (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق ساختار مالکیتی به عنوان متغیر مستقل و نسبت کیو توین (معیار عملکرد مالی شرکت‌ها) به عنوان متغیر وابسته و معیار اندازه‌گیری عملکرد در نظر گرفته شده است. قلمرو مکانی تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی از ابتدای سال ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۷ در نظر گرفته شد که در مجموع با توجه به محدودیت‌های اعمال شده ۹۳ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید. آزمون فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت نشان داد که رابطه‌ای بین انواع مختلف مالکیت و عملکرد وجود ندارد، لیکن در روش رگرسیون تعمیم‌یافته رابطه خطی معنی‌دار و معکوس بین دارندگان بیش از ۵٪ سهام شرکت‌ها و عملکرد آن به دست آمد و تأثیر دیگر شاخص‌های ساختار مالکیت یعنی میزان مالکیت سهامداران حقیقی، حقوقی و بزرگ‌ترین سهامدار بر عملکرد شرکت تأیید نشد. توبره ریزی (۱۳۹۳) رابطه بین نظام راهبری شرکتی با عملکرد مالی و رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داد. نتایج این تحقیق نشان داد که بین سهامداران نهادی و بازده دارایی‌ها و بین نسبت مدیران غیرموظف و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معنادار، بین درصد سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت و درصد سهام شناور آزاد با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

آکیمووا و اشوودایر<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) در تحقیق خود به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر راهبری شرکتی و عملکرد شرکت‌های خصوصی‌سازی شده اکرایی پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که ساختار مالکیت تأثیر معنی‌داری بر عملکرد شرکت دارد. مالکیت داخلی اثر معنی‌دار غیرخطی بر عملکرد شرکت دارد بدین ترتیب که در سطوح پایین مالکیت داخلی، تأثیر آن مثبت است ولی

<sup>1</sup> Akimova & Schwodiauer

هنگامی که میزان مالکیت داخلی به نزدیکی حدی می‌رسد که مالکان داخلی اکثریت سهام را در اختیار داشته باشند، این تأثیر منفی می‌رود. در مورد مالکان اکرایی خارجی 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.

الفاروق<sup>۱</sup> و همکاران (2007) در مقاله‌ای به بررسی ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در 660 شرکت بنگلادش پرداختند. آن‌ها با استفاده از روش معادلات همزمان، ارتباط دوسویه‌ای را میان مالکیت و عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت تأثیری بر عملکرد شرکت ندارد اما رابطه منفی میان عملکرد شرکت و ساختار مالکیت وجود دارد. کاپوپولوس و لازاری تو<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات 175 شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت متمرکزتر به گونه مثبت با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است. لی<sup>۳</sup> (2008) در تحقیق خود اثر ساختار مالکیت را بر عملکرد مالی شرکت‌های کره‌ای 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 به‌عنوان 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. اوکتتگور<sup>۴</sup> (2011) در تحقیق خود در شرکت‌های کشور آفریقای کنیا تحت 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 معنادار و منفی وجود دارد و از سوی دیگر بین ساختار مالکیت پراکنده و مالکیت شرکتی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.

وانجیرو<sup>۵</sup> و همکارانش (۲۰۱۳) ارتباط بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را برای سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش شش متغیر تمرکز مالکیت، مالکیت دولتی، مالکیت خارجی، مالکیت نهادی، مالکیت فردی، مالکیت مدیریتی در نظر گرفته شد. همچنین برای اندازه‌گیری عملکرد از بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام استفاده نمودند. نتایج حاصل نشان داد که تمرکز مالکیت، مالکیت دولتی، مالکیت خارجی و مالکیت نهادی رابطه منفی با عملکرد دارند اما مالکیت مدیریتی، مالکیت فردی ارتباط مثبت با عملکرد شرکت داشته‌اند. ظهوری و تکتا<sup>۶</sup> (۲۰۱۴) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد بانک‌های اسلامی پرداختند. به همین منظور نمونه‌ای از ۵۳ بانک‌های اسلامی در بیش از ۱۵ کشور برای دوره زمانی ۲۰۰۵-۲۰۰۹ انتخاب نمودند. نتایج نشان داد که درصد تمرکز مالکیت نهادی ۴۹ درصد بوده و سرمایه‌گذاران دولت در جایگاه دوم قرار داشتند، سپس ساختار خانوادگی و در نهایت سهامداران حقیقی. با استفاده از بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام عملکرد بانک‌های اندازه‌گیری شد که نتایج نشان داد که بین تمرکز مالکیت و عملکرد بانک‌های اسلامی رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج نشان داد تلاش مشترک ساختار خانوادگی و دولتی برای عملکرد بانک‌ها سودمند است. همچنین بانک‌ها با سهامداران نهادی و خارجی عملکرد مناسبی نداشته‌اند. در نهایت بحران مالی تأثیر منفی بر عملکرد بانک اسلامی داشته است. کوین<sup>۷</sup> (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت پرداخت. برای اندازه‌گیری عملکرد از نسبت‌های بازده دارایی و ارزش بازار به ارزش دفتری و رشد فروش استفاده نمود. همچنین برای اندازه‌گیری ساختار مالکیت از متغیرهای میزان سرمایه ۵ سهامدار بزرگ و میزان سرمایه نگهداری شده توسط بزرگ‌ترین سهامدار استفاده شده است. نتایج حاصل نشان داد که شواهد محکمی مبنی بر اینکه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر داشته باشد یافت نشد.

<sup>1</sup> Al Faroque

<sup>2</sup> Kapopoulos and Lazaretou

<sup>3</sup> Lee

<sup>4</sup> Okothongore

<sup>5</sup> Wanjiru

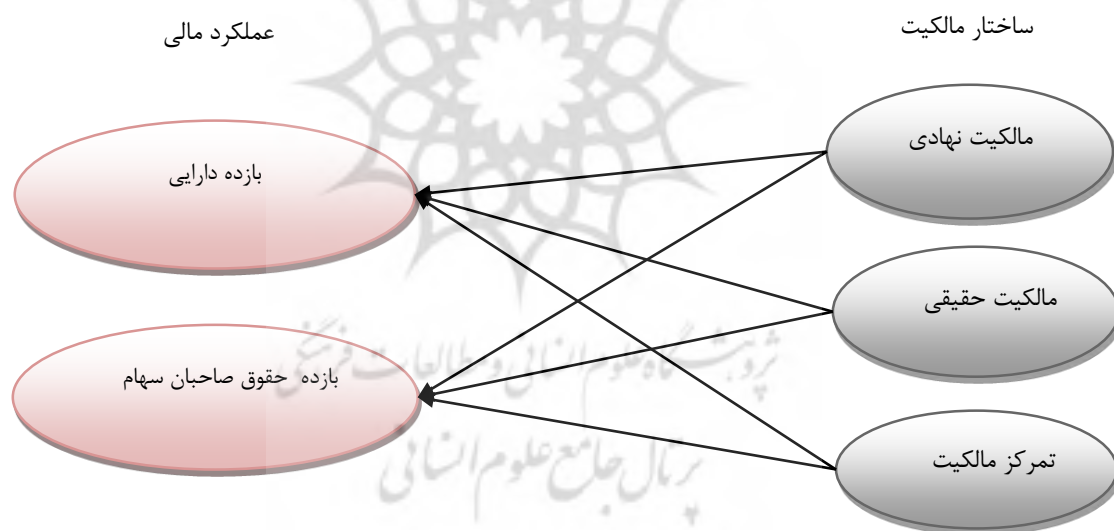
<sup>6</sup> Zouari & Taktak

<sup>7</sup> Coenen

### ۳- روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی است. و از نظر نحوه گردآوری داده‌ها توصیفی- همبستگی می‌باشد. در این تحقیق بخشی که برای تدوین مبانی نظری بوده است از طریق روش کتابخانه‌ای یعنی مطالعه کتب، مقالات و پایان‌نامه‌ها انجام گرفته است. بخشی نیز که در ارتباط با متغیرها می‌باشد، از طریق روش میدانی یعنی استفاده از لوح فشرده و نرم‌افزارهای موجود استخراج شده است. منبع مورد استفاده برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز، صورت‌های مالی شرکت‌ها بوده است جامعه آماری این تحقیق شامل بانک، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیمه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ است که حجم نمونه پس از محدودیت‌های زیر مشخص می‌شود:

تا قبل از فروردین سال ۱۳۸۹ در بورس پذیرفته شده‌اند و تا پایان اسفند سال ۱۳۹۳ به صورت فعال در بورس حضور داشته‌اند؛ کلیه نمادهای آن‌ها طی دوره مالی (۱۳۸۹/۰۱/۰۱) تا (۱۳۹۳/۱۲/۲۹) فعال باشد، لذا شرکت‌هایی که نمادهایشان طی دوره مذکور حذف شده‌اند و همچنین نمادهایی که طی این دوره اضافه شده‌اند، از جامعه آماری کنار گذاشته شده‌اند؛ شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها ناقص است حذف خواهند شد با استفاده از روش حذف سیستماتیک (حذف مواردی که دارای یکی از شرایط فوق هستند) نمونه نهایی 29 بانک، شرکت سرمایه‌گذاری و بیمه به دست آمد.



شکل (۱) مدل مفهومی تحقیق

### ۳-۱ فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مدل مفهومی تحقیق فرضیه‌های بصورت زیر ارائه می‌شوند.

#### ۳-۱-۱ فرضیه‌های اصلی

- ۱- بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲- بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.
- ۳- بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.
- ۴- بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.
- ۵- بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.
- ۶- بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۱) نحوه اندازه‌گیری متغیرها

نوع متغیر	نام متغیر	نحوه اندازه گیری
مستقل	مالکیت سهامداران نهادی	مجموع درصد سهام شرکت که متعلق اشخاص حقوقی (شرکت‌ها)
	مالکیت سهامداران حقیقی	مجموع درصد مالکیت سهامداران حقیقی هر شرکت
	تمرکز مالکیت سهامداران	مجموع سهام اشخاص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند
وابسته	بازده دارایی	$\text{بازده دارایی} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{دارایی‌ها}}$
	بازده حقوق صاحبان سهام	$\text{بازده حقوق صاحبان سهام} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$
کنترلی	اهرم مالی	$\text{اهرم} = \frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{دارایی‌ها}}$
	اندازه شرکت	لگاریتم دارایی‌های شرکت

### ۲-۳ روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش در ابتدا متغیرهای تحقیق را از لحاظ ویژگی‌های توصیفی مثل انحراف معیار، میانگین، حداکثر و... مورد بررسی و سپس در ادامه برای تجزیه و تحلیل مدل‌ها از تحلیل پانلی<sup>۱</sup> استفاده شده است. در این مدل‌ها وجود یا عدم وجود اثرات و همچنین ثابت یا تصادفی بودن اثرات در مدل‌ها بررسی شده و در نهایت مناسب‌ترین مدل برآورد شده است. همچنین در خصوص استفاده از این مدل‌ها، پیش فرض‌های آن‌ها از جمله نرمال بودن متغیرهای وابسته، نداشتن خود همبستگی، عدم هم خطی و ناهمسانی واریانس با آزمون‌ها مناسب بررسی شده است. در صورت نقض هر کدام از این پیش فرض‌ها راهکار مناسبی جهت رفع مشکل به کار گرفته شده است. در این تحقیق داده‌های جمع‌آوری شده در نرم‌افزار اکسل وارد شده و محاسبات مقادیر متغیرهای تحقیق در آن انجام گرفته است و برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از نرم‌افزار Eviews9 استفاده شده است.

### ۴- نتایج تحقیق

#### ۴-۱ آمار توصیفی

در این تحقیق متغیرها از لحاظ میانگین، انحراف معیار، حداقل و حداکثر و میانه مورد بررسی قرار گرفته‌اند. که نتایج آن در جدول زیر آمده است.

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	تعداد مشاهدات
اهرم	0.708	0.825	1.747	0.047	0.302	145
بازده دارایی	0.186	0.2133	0.457	-1.809	0.207	145
بازده حقوق صاحبان سهام	0.0598	0.028	0.330	-0.118	0.080	145
مالکیت حقیقی	25.510	16.528	93.02	0.57	22.939	145
مالکیت نهادی	74.489	83.472	99.43	6.98	22.939	145
اندازه شرکت	7.261	7.113	9.161	4.811	1.004	145
تمرکز مالکیت	59.189	69.985	96	0	28.209	145

#### ۲-۴ بررسی پیش فرض های رگرسیون

از آنجایی که در این پژوهش برای بررسی فرضیه ها از آزمون رگرسیون استفاده می شود لازم است پیش فرض های آن بررسی و از صحت آنها اطمینان حاصل شود.

#### ۱-۲-۴ بررسی پایایی متغیرها

عمدتاً ناپایایی متغیرها یا به عبارتی تصادفی بودن سری زمانی متغیرها منجر به کاذب شدن رگرسیون برآوردی می شود. به همین منظور در این پژوهش از آزمون لوین، لین و چاو برای بررسی پایایی استفاده شده است.

جدول (۳) آزمون پایایی متغیرها

متغیرها	نوع آزمون	آماره	سطح معنی داری	نتیجه
اهرم	سطح	-20.3674	0.0000	پایا
بازده دارایی	سطح	-27.9854	0.0000	پایا
بازده حقوق صاحبان سهام	سطح	-20.6279	0.0000	پایا
مالکیت حقیقی	سطح	-25.2955	0.0000	پایا
مالکیت نهادی	سطح	-25.2955	0.0000	پایا
اندازه شرکت	سطح	-18.6397	0.0000	پایا
تمرکز مالکیت	سطح	-56.2880	0.0000	پایا

بر اساس جدول بالا با توجه به اینکه مقدار سطح معنی داری برای تمامی متغیرها کوچکتر از ۰,۰۵ بدست آمد در نتیجه فرض صفر رد می شود و متغیرهای فوق در سطح پایا هستند.

#### ۳-۲-۴ آزمون هم خطی چندگانه

یکی از مهم ترین مفروضات در آزمون رگرسیون خطی چندگانه، این است که یک متغیر مستقل نباید با دیگر متغیرهای مستقل رابطه خطی داشته باشد. برای این منظور از آزمون همبستگی پیرسون استفاده شده است چنانچه ضریب همبستگی کمتر از ۰,۵ باشد نشان دهنده عدم هم خطی بین متغیرها است. در صورتی که ضریب همبستگی بین ۰,۵ و ۰,۸ باشد نشان دهند هم خطی ناقص می باشد و در نهایت چنانچه ضریب همبستگی بزرگتر از ۰,۸ باشد نشان دهنده هم خطی کامل است و باید در جهت رفع آن تلاش شود.

جدول (۴): نتایج آزمون هم خطی چندگانه

متغیر مستقل	مالکیت حقیقی	مالکیت نهادی	تمرکز مالکیت	اهرم
اهرم	-0.27216	0.272161	0.125638	1
اندازه شرکت	-0.27489	0.274894	0.047972	0.614155

همان طور که در جدول بالا مشاهده می شود ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل در حد بسیار ضعیف، ضعیف و متوسط می باشد. در نتیجه بین متغیرهای مستقل مشکل هم خطی کامل وجود ندارد.

#### ۴-۲-۴ واریانس ناهمسانی

یکی از موضوعات مهمی که در اقتصادسنجی به آن برخورد می کنیم موضوع واریانس ناهمسانی است. واریانس ناهمسانی به این معناست که در تخمین مدل رگرسیون مقادیر جملات خطا دارای واریانس های نابرابر هستند. برای انجام آزمون فوق از نرم افزار STATA استفاده شده است.

جدول (۵) آزمون واریانس ناهمسانی

نتیجه	سطح معنی داری	آماره	آزمون واریانس ناهمسانی
وجود واریانس ناهمسانی	0.0032	52.64	بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.
وجود واریانس ناهمسانی	0.0000	132.04	بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.
وجود واریانس ناهمسانی	0.0037	52.31	بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.
وجود واریانس ناهمسانی	0.0000	132.04	بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.
وجود واریانس ناهمسانی	0.0033	52.60	بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.
وجود واریانس ناهمسانی	0.0000	128.87	بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به اینکه مقدار سطح معنی داری برای همه مدل‌ها کوچک‌تر از  $0.05$  بدست آمد در نتیجه همه‌ی آن‌ها دارای واریانس ناهمسانی هستند. برای رفع این مشکل از رگرسیون تعمیم‌یافته پانل دیتا<sup>۱</sup> استفاده خواهد شد.

#### ۴-۲-۵ آزمون F لیمر

برای انتخاب مسئله ناهمگنی واحدها می‌توان از F لیمر کمک گرفت. در صورت تأیید ناهمگنی واحدها، الگو از طریق داده‌های پانل برآورد می‌شود و در غیر این صورت به روش OLS معمولی برآورد می‌شود.

جدول (۶): نتایج آزمون F لیمر

نتیجه	سطح معنی داری	آماره	فرضیه
استفاده از روش پانل دیتا	۰,۰۰۰۰	3.497059	بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.
استفاده از روش پانل دیتا	۰,۰۰۰۰	3.512073	بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.
استفاده از روش پانل دیتا	۰,۰۰۰۰	3.591341	بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.
استفاده از روش پانل دیتا	۰,۰۰۰۰	3.56221	بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.
استفاده از روش پانل دیتا	۰,۰۰۰۰	3.194756	بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.
استفاده از روش پانل دیتا	۰,۰۰۰۰	3.327258	بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج جدول بیانگر رد شدن فرضیه‌ی صفر و وجود ناهمگنی مقاطع می‌باشد و در واقع بیانگر مناسب بود روش پانل دیتا برای همه‌ی فرضیه‌ها است.

<sup>۱</sup> Panel Egls

## ۴-۲-۶ آزمون هاسمن

بعد از این که مشخص شد ناهمگنی در مقاطع وجود دارد و تفاوت‌های فردی قابل لحاظ کردن است و روش داده‌های ترکیبی برای برآورد مناسب است، باید مشخص شود که خطای تخمین، ناشی از تغییر در مقاطع است یا این که در طی زمان رخ داده است. در نحوه‌ی در نظر گرفتن چنین خطاهایی با دو اثر ثابت و اثر تصادفی مواجه می‌شویم. از آزمون هاسمن برای مشخص شدن اثر ثابت و تصادفی استفاده می‌شود

جدول (۷) نتایج آزمون هاسمن

فرضیه‌ها	آماره	سطح معنی داری	نتیجه
بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.	11.0892154	0.0101	اثرات ثابت
بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.	3.732432	0.2704	اثرات تصادفی
بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.	11.099703	0.0112	اثرات ثابت
بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.	3.831877	0.2802	اثرات تصادفی
بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.	9.619794	0.0221	اثرات ثابت
بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.	2.208411	0.5303	اثرات تصادفی

## ۴-۳ نتایج فرضیه‌ها

با مشخص شدن موارد بالا حال می‌توان از رگرسیون پانل دیتا استفاده کرد. نتایج حاصل از بررسی فرضیه‌های تحقیق در زیر آمده است.

## ۴-۳-۱ فرضیه اول: بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۸) نتایج رگرسیون مالکیت سهامداران نهادی با بازده دارایی

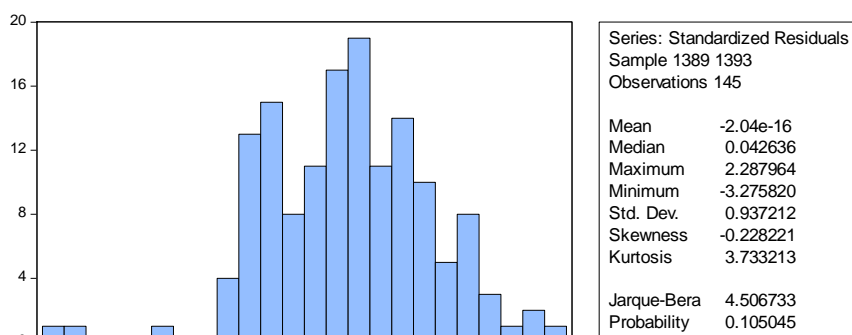
متغیرهای مستقل	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معنی داری	نتیجه
سهامداران نهادی	-0.020791	-3.327233	0.0012	معنی دار
اهرم مالی	2.841235	21.03193	0.0000	معنی دار
اندازه شرکت	-1.373459	-11.17881	0.0000	معنی دار
مقدار ثابت	9.545658	9.006742	0.0000	معنی دار
ضریب تعیین	0.932018	آماره F	49.97398	
ضریب تعیین تعدیل شده	0.913367	سطح معنی داری F	0.000000	
آماره دوربین واتسون	2.037217			

## \*متغیر وابسته: بازده دارایی

بر اساس جدول بالا تأثیر متغیرهای سهامداران نهادی، اهرم مالی و اندازه شرکت بر بازده دارایی معنی دار است. با توجه به علامت ضرایب رگرسیونی می‌توان گفت که سهامداران نهادی و اندازه شرکت تأثیر منفی بر بازده دارایی و اهرم مالی تأثیر مثبتی بر آن دارد. همچنین مقدار ثابت معادله معنادار است و در معادله نهایی وارد می‌شود.

با توجه به جدول بالا مقدار آماره دوربین-واتسون حاکی از عدم وجود مشکل خود همبستگی است. بر اساس احتمال آماره F ( $F < 0.05$ ) معادله رگرسیون در کل معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده‌ی مدل برابر 0.913 می‌باشد که نشان می‌دهد 91.3 درصد از تغییرات متغیر وابسته، قابل استناد به تغییرات متغیرهای مستقل می‌باشد و بقیه تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات سایر عوامل می‌باشد که در اینجا نادیده گرفته شده‌اند. نمودار زیر نرمال بودن باقیمانده‌ها را نشان می‌دهد.





نمودار (1) بررسی نرمال بودن باقیمانده - فرضیه اول

۴-۳-۲ فرضیه دوم: بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

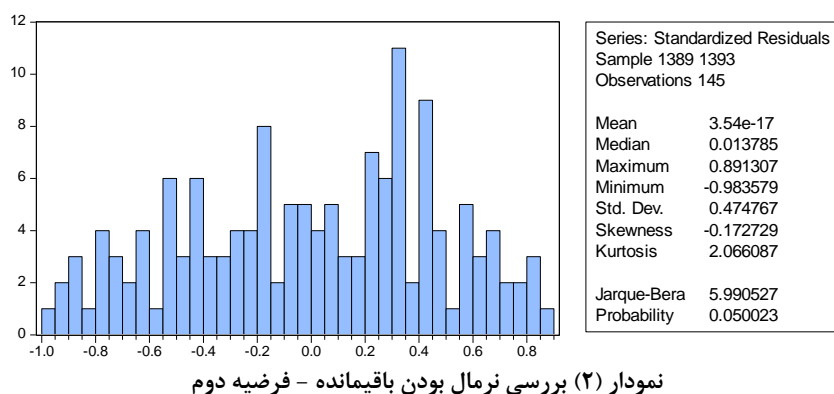
جدول (۹) نتایج رگرسیون مالکیت سهامداران نهادی با بازده حقوق صاحبان سهام

نتیجه	سطح معنی داری	t آماره	ضریب رگرسیون	متغیرهای مستقل
غیر معنی دار	0.7888	-0.268331	-0.000616	سهامداران نهادی
معنی دار	0.0008	-3.421979	-1.891846	اهرم مالی
غیر معنی دار	0.3807	-0.879387	-0.093539	اندازه شرکت
معنی دار	0.0010	3.371935	2.030194	مقدار ثابت
24.39736		F آماره	0.341712	ضریب تعیین
0.00000		F سطح معنی داری	0.327706	ضریب تعیین تعدیل شده
			2.034032	آماره دوربین واتسون

#### \*متغیر وابسته: بازده حقوق صاحبان سهام

بر اساس جدول بالا تأثیر متغیر اهرم مالی بر حقوق صاحبان سهام معنی دار و تأثیر سهامداران نهادی و اندازه شرکت معنی دار نیست. با توجه به علامت ضرایب رگرسیونی می توان گفت که اهرم مالی تأثیر منفی بر بازده حقوق صاحبان سهام دارد. همچنین مقدار ثابت معادله معنادار است و در معادله نهایی وارد می شود.

با توجه به جدول بالا مقدار آماره دوربین - واتسون حاکی از عدم وجود مشکل خود همبستگی است. بر اساس احتمال آماره F ( $F < 0.05$ ) معادله رگرسیون در کل معنادار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده ی مدل برابر 0.327 می باشد که نشان می دهد 32.7 درصد از تغییرات متغیر وابسته، قابل استناد به تغییرات متغیرهای مستقل می باشد و بقیه تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات سایر عوامل می باشد که در اینجا نادیده گرفته شده اند. نمودار زیر نرمال بودن باقیمانده ها را نشان می دهد.



نمودار (۲) بررسی نرمال بودن باقیمانده - فرضیه دوم

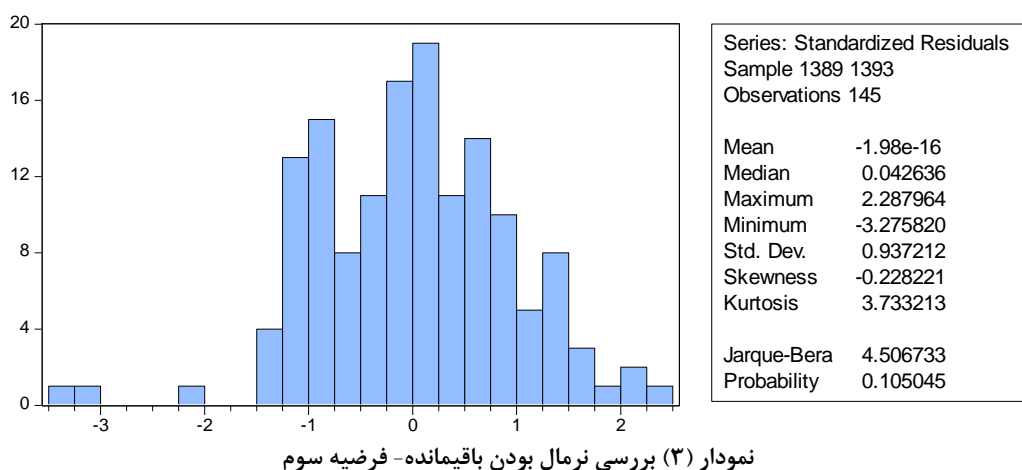
۳-۳-۴ فرضیه سوم: بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۱۰) نتایج رگرسیون مالکیت سهامداران حقیقی با بازده دارایی

نتیجه	سطح معنی داری	t آماره	ضریب رگرسیون	متغیرهای مستقل
معنی دار	0.0012	3.327233	0.020791	سهامداران حقیقی
معنی دار	0.0000	21.03193	2.841235	اهرم مالی
معنی دار	0.0000	-11.17881	-1.373459	اندازه شرکت
معنی دار	0.0000	9.744729	7.466547	مقدار ثابت
49.97398	آماره F		0.932018	ضریب تعیین
0.000000	سطح معنی داری F		0.913367	ضریب تعیین تعدیل شده
			2.037217	آماره دوربین واتسون

#### \*متغیر وابسته: بازده دارایی

بر اساس جدول بالا تأثیر متغیرهای مالکیت سهامداران حقیقی، اهرم مالی و اندازه شرکت بر بازده دارایی معنی دار است. با توجه به علامت ضرایب رگرسیونی می توان گفت که مالکیت سهامداران حقیقی و اهرم مالی تأثیر مثبتی بر بازده دارایی اما اندازه شرکت تأثیر منفی بر آن دارد. همچنین مقدار ثابت معادله معنادار است و در معادله نهایی وارد می شود. با توجه به جدول بالا مقدار آماره دوربین واتسون حاکی از عدم وجود مشکل خود همبستگی است. بر اساس احتمال آماره  $F (F < 0.05)$  معادله رگرسیون در کل معنادار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده ی مدل برابر ۰,۹۱۳ می باشد که نشان می دهد ۹۱,۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته، قابل استناد به تغییرات متغیرهای مستقل می باشد و بقیه تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات سایر عوامل می باشد که در اینجا نادیده گرفته شده اند. نمودار زیر نرمال بودن باقیمانده ها را نشان می دهد.



۴-۳-۴ فرضیه چهارم: بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

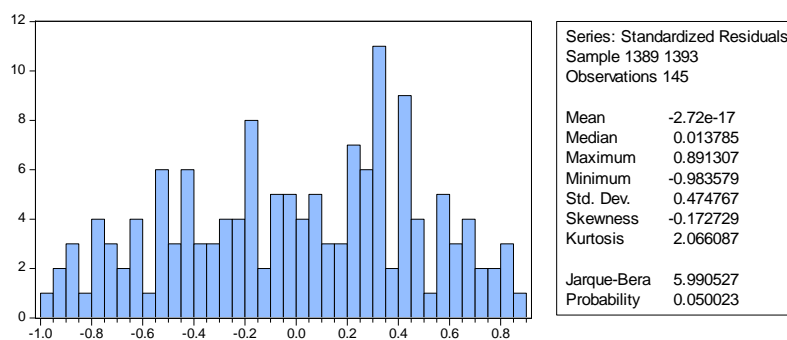
جدول (۱۱) نتایج رگرسیون مالکیت سهامداران حقیقی با بازده حقوق صاحبان سهام

نتیجه	سطح معنی داری	t آماره	ضریب رگرسیون	متغیرهای مستقل
غیر معنی دار	0.7888	0.268331	0.000616	سهامداران حقیقی
معنی دار	0.0008	-3.421979	-1.891846	اهرم مالی
غیر معنی دار	0.3807	-0.879387	-0.093539	اندازه شرکت
معنی دار	0.0055	2.822166	1.968599	مقدار ثابت
24.39736	آماره F		0.341712	ضریب تعیین
0.000000	سطح معنی داری F		0.327706	ضریب تعیین تعدیل شده
			2.034032	آماره دوربین واتسون

#### \*متغیر وابسته: بازده حقوق صاحبان سهام

بر اساس جدول بالا تأثیر متغیر اهرم مالی بر حقوق صاحبان سهام معنی دار و تأثیر مالکیت سهامداران حقیقی و اندازه شرکت معنی دار نیست. با توجه به علامت ضرایب رگرسیونی می توان گفت که اهرم مالی تأثیر منفی بر بازده حقوق صاحبان سهام دارد. همچنین مقدار ثابت معادله معنادار است و در معادله نهایی وارد می شود.

با توجه به جدول بالا مقدار آماره دوربین - واتسون حاکی از عدم وجود مشکل خود همبستگی است. بر اساس احتمال آماره F ( $F < 0.05$ ) معادله رگرسیون در کل معنادار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده ی مدل برابر 0.327 می باشد که نشان می دهد 32.7 درصد از تغییرات متغیر وابسته، قابل استناد به تغییرات متغیرهای مستقل می باشد و بقیه تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات سایر عوامل می باشد که در اینجا نادیده گرفته شده اند. نمودار زیر نرمال بودن باقیمانده ها را نشان می دهد.



نمودار (۴) بررسی نرمال بودن باقیمانده - فرضیه چهارم

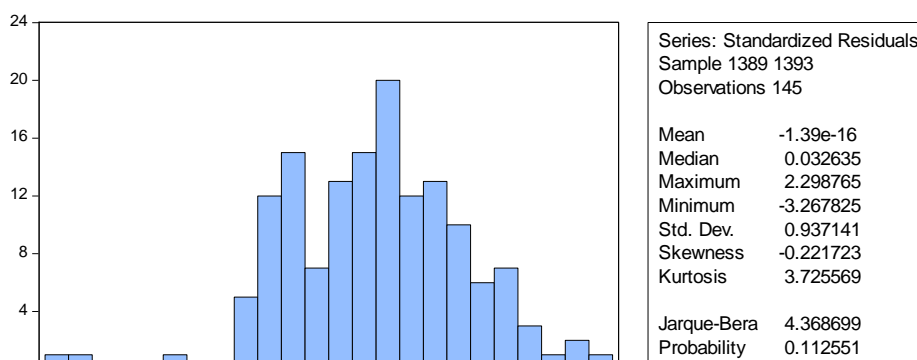
۴-۳-۵ فرضیه پنجم: بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.

جدول (۱۲) نتایج رگرسیون تمرکز مالکیت سهامداران با بازده دارایی

نتیجه	سطح معنی داری	t آماره	ضریب رگرسیون	متغیرهای مستقل
معنی دار	0.0391	-2.087836	-0.001624	تمرکز مالکیت
معنی دار	0.0000	24.27981	2.005207	اهرم مالی
معنی دار	0.0000	-9.314459	-0.641309	اندازه شرکت
معنی دار	0.0000	8.123452	3.368335	مقدار ثابت
120.1670	F آماره		0.970559	ضریب تعیین
0.000000	سطح معنی داری F		0.962482	ضریب تعیین تعدیل شده
			1.824508	آماره دوربین واتسون

### \*متغیر وابسته: بازده دارایی

بر اساس جدول بالا تأثیر متغیرهای تمرکز مالکیت سهامداران، اهرم مالی و اندازه شرکت بر بازده دارایی معنی دار است. با توجه به علامت ضرایب رگرسیونی می توان گفت که اهرم مالی تأثیر مثبتی بر بازده دارایی اما تمرکز مالکیت سهامداران و اندازه شرکت تأثیر منفی بر آن دارند. همچنین مقدار ثابت معادله معنادار است و در معادله نهایی وارد می شود. با توجه به جدول بالا مقدار آماره دوربین - واتسون حاکی از عدم وجود مشکل خود همبستگی است. بر اساس احتمال آماره F ( $F < 0.05$ ) معادله رگرسیون در کل معنادار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده ی مدل برابر ۰٫۹۶۲ می باشد که نشان می دهد ۹۶٫۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته، قابل استناد به تغییرات متغیرهای مستقل می باشد و بقیه تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات سایر عوامل می باشد که در اینجا نادیده گرفته شده اند. نمودار زیر نرمال بودن باقیمانده ها را نشان می دهد.



نمودار (۵) بررسی نرمال بودن باقیمانده - فرضیه پنجم

۴-۳-۶ فرضیه ششم: بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

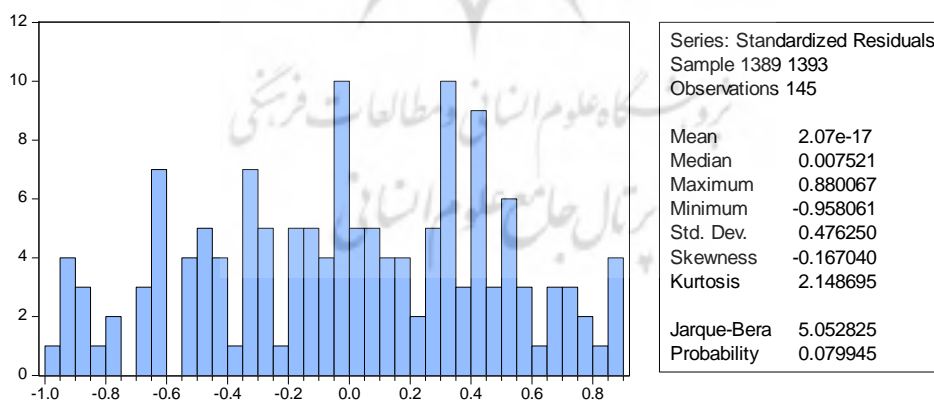
جدول (۱۳) نتایج رگرسیون تمرکز مالکیت سهامداران با بازده حقوق صاحبان سهام

نتیجه	سطح معنی داری	t آماره	ضریب رگرسیون	متغیرهای مستقل
معنی دار	0.3305	-0.976488	-0.001804	تمرکز مالکیت
معنی دار	0.0010	-3.353903	-1.873874	اهرم مالی
معنی دار	0.3455	-0.946604	-0.097931	اندازه شرکت
معنی دار	0.0001	3.912272	2.110260	مقدار ثابت
24.45320	آماره F		0.342227	ضریب تعیین
0.000000	سطح معنی داری F		0.328232	ضریب تعیین تعدیل شده
			2.037273	آماره دوربین واتسون

**\*متغیر وابسته: بازده حقوق صاحبان سهام**

بر اساس جدول بالا تأثیر متغیر اهرم مالی بر حقوق صاحبان سهام معنی دار و تأثیر تمرکز مالکیت سهامداران و اندازه شرکت معنی دار نیست. با توجه به علامت ضرایب رگرسیونی می توان گفت که اهرم مالی تأثیر منفی بر بازده حقوق صاحبان سهام دارد. همچنین مقدار ثابت معادله معنادار است و در معادله نهایی وارد می شود.

با توجه به جدول بالا مقدار آماره دوربین - واتسون حاکی از عدم وجود مشکل خود همبستگی است. بر اساس احتمال آماره F ( $F < 0.05$ ) معادله رگرسیون در کل معنادار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده ی مدل برابر 0.328 می باشد که نشان می دهد 32.8 درصد از تغییرات متغیر وابسته، قابل استناد به تغییرات متغیرهای مستقل می باشد و بقیه تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات سایر عوامل می باشد که در اینجا نادیده گرفته شده اند. نمودار زیر نرمال بودن باقیمانده ها را نشان می دهد.



نمودار (۶) بررسی نرمال بودن باقیمانده ها - فرضیه ششم

جدول (۱۴) خلاصه نتایج

شماره فرضیه	فرضیه	نتیجه
۱	بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.	پذیرش فرض
۲	بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.	عدم پذیرش فرض
۳	بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.	پذیرش فرض
۴	بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.	عدم پذیرش فرض
۵	بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده دارایی رابطه معناداری وجود دارد.	پذیرش فرض
۶	بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.	عدم پذیرش فرض

## نتیجه گیری

در تحقیق حاضر بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده دارایی رابطه منفی و معناداری به دست آمد اما بین تمرکز مالکیت سهامداران با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری به دست نیامد. همان طور که در بحث تمرکز مالکیت مطرح شد، مالکیت متمرکز مزایا و معایب خاص خود را دارد. از طرفی مؤسسات نهادی می‌توانند به دلایلی که قبلاً ذکر شد در بهبود عملکرد شرکت مؤثر 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 درآمد و در جهت منافع آن‌ها کار خواهند کرد. لذا نتیجه به دست آمده در تحقیق حاضر، با مبانی تئوریک آن همخوانی دارد.

نتایج دیگر فرضیه تحقیق نشان داد که بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده دارایی رابطه منفی و معناداری وجود دارد اما بین مالکیت سهامداران نهادی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود ندارد. این نتیجه نشان می‌دهد که مالکان نهادی بیشتر به دنبال منافع و مقاصد خود بوده و عملیات شرکت را به گونه‌ای اداره کرده‌اند که موجب کاهش عملکرد شرکت شده‌اند. بر اساس فرضیه همسویی استراتژیک، گاهی ممکن است انتظارات سهامداران نهادی با منافع مدیران گره بخورد و به واسطه انطباق منافع این دو گروه، منافع سهامداران خرد نادیده گرفته شود. در صورت بروز چنین وضعیتی، آثار مفید مورد انتظار از اعمال نظارت مؤثر توسط سهامداران عمده بر مدیران، کاهش می‌یابد در این حالت در واقع نوعی تضاد منافع بین سهامداران عمده و سایر مالکان مشاهده می‌رود که به دلیل قدرت تأثیرگذاری سهامداران عمده، این تعارض در نهایت به ضرر سهامداران دیگر خواهد بود.

با توجه به دیگر نتایج تحقیق مشخص شد بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده دارایی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد اما بین مالکیت سهامداران حقیقی با بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود ندارد. سهامداران حقیقی از آنجایی که بیشتر به سود فکر می‌کنند و در راستای تحقق آن تلاش می‌کنند می‌توانند تأثیر مثبتی بر روی عملکرد شرکت داشته باشند. به صورت کلی نتایج تحقیق حاضر نشان می‌دهد که انواع ساختار مالکیت تأثیر متفاوتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها داشته‌اند. به صورت کلی بررسی پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد نتایج متفاوت و بعضاً متناقضی از تأثیر 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 این گونه 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 را جوابی بر شواهد نامطمئن و متفاوتی که در این زمینه به دست آمده است می‌دانند. بدین معنی که ساختار مالکیت را پی آمد عملکرد شرکت می‌دانند؛ به عبارت دیگر این گونه استدلال می‌کنند که عملکرد شرکت است که ساختار مالکیت شرکت را تعیین می‌کند. نتیجه تحقیق حاضر با تحقیقات داخلی سعیدی و شیرینی قهپی (۱۳۹۱) حساس یگانه و دیگران (۱۳۷۸) و تحقیقات خارجی کوینن<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) ظهوری و تکتاک<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) و الفاروق<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۰۷) همخوانی دارد. همچنین با تحقیقات داخلی توبره ریزی (۱۳۹۳) نمازی و همکاران (۱۳۸۷) و تحقیقات خارجی آکیموا و اشودایر<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) ویگ و لمن<sup>۵</sup> (۱۹۹۹) همخوانی ندارد.

## پیشنهادات تحقیق

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

<sup>1</sup>Coenen

<sup>2</sup>Zouari & Taktak

<sup>3</sup>Al Farooque

<sup>4</sup>Akimova & Schwodiauer

<sup>5</sup>Weig & Lehmann

- ۲- نتیجه به دست آمده نشان داد که تمرکز مالکیت نهادی تأثیر منفی بر عملکرد (بازده دارایی) شرکت‌ها 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 شرکت‌ها در اختیار چندین موسسه نهادی باشد تا این سرمایه‌گذاران نهادی بتوانند با کنترل صحیح عملیات شرکت، منجر به بهبود عملکرد شرکت شوند.
- ۳- نتیجه به دست آمده نشان داد که مالکیت سهامداران حقیقی تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها (بازده دارایی) دارد. لذا بهتر است مالکیت سهام شرکت‌ها بیشتر در اختیار سهامداران حقیقی باشد زیرا فعالیت آن‌ها در راستای بهبود وضعیت شرکت و به دنبال آن افزایش سود، منجر به بهبود عملکرد شرکت خواهند شد.
- ۴- بر اساس نتیجه تحقیق مالکیت سهامداران نهادی تأثیر منفی بر عملکرد (بازده دارایی) داشت. این نتیجه نشان می‌دهد که مالکان نهادی بیشتر به دنبال منافع و مقاصد خود بوده و عملیات شرکت را به گونه‌ای اداره کرده‌اند که موجب کاهش عملکرد شرکت شده‌اند؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود که جهت بهبود عملکرد شرکت‌ها میزان مالکیت سهامداران نهادی کاهش یابد تا عملکرد شرکت‌ها بهبود پیدا کند.

### پیشنهادات برای تحقیقات آتی:

- ۱- بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها به تفکیک صنایع و مقایسه صنایع مختلف
- ۲- بررسی اثر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها با توجه به چرخه عمر
- ۳- بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد مالی و اقتصادی شرکت‌ها
- ۴- بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها با توجه به تأثیر تحریم‌ها

### منابع

- ۱- توبره ریزی امیرعلی، (۱۳۹۳)، «بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر عملکرد مالی و رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران، دانشکده اقتصاد و علوم اداری
- ۲- 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.
- ۳- ساقی، ایوب (۱۳۸۹) بررسی رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه پیام نور بهشهر.
- ۴- سعیدی، علی و شیرینی قهی، امیر (۱۳۹۱) ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۱۸، سال پنجم، ص ۱۷۲-۱۵۳
- ۵- کرمانی، احسان (۱۳۸۷) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شیراز، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی.
- ۶- ماه‌آووپور، راضیه (۱۳۸۶)، " بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
- ۷- نمازی، محمد و کرمانی، احسان، (۱۳۸۷)، «تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، ۸۳-۱۰۰.

- 8- Akimova, I, & Schwodiauer, G (2004) "Ownership Structure, Corporate Governance and Enterprise Performance: Empirical Results for Ukraine", International Advances In Economic Research Journal, Volume 10.
- 9- Al Farooque, O. and Ziji, T. Dunstan, K. and Karim, W. (2007) "Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from Bangladesh", Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, Vol.: 14, Pp: 127-150.

- 10- Coenen, Mathijs (2015) Ownership Structure and Firm Performance: An Analysis of Publicly Listed Firms in The Netherlands, University of Twente, The Faculty of Behavioural, Management and Social sciences.
- 11- Kapopoulos, P. and S. Lazaretou (2007). "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms." Corporate Governance: An International Review. Vol. 15, No. 2, pp. 144-158.
- 12- 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.
- 13- Okothongore, V. (2011), "The Relationship between Ownership Structure and Firm Performance", African Journal of Business Management, Vol. 5, PP. 220-228.
- 14- Wanjiru Nyururu, R., Wachira, Anita & Mwenda, Lilian (2013) Ownership Structure and Firm Performance of Listed Companies in the Kenya's Nairobi Securities Exchange, African Journal of Education, Science and Technology, Vol. 1(3): 168-174. ISSN 2309-9240
- 15- Zouari, S. B. & Taktak N. B, (2014) "Ownership structure and financial performance in Islamic banks Does bank ownership matter?" International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 7, No. 2, pp. 146-160

