

The Effect of Ownership Structure on the Corporate Financial Performance in Tehran Stock Exchange: a Dynamic Panel Data Analysis

Milad Badii *^{ORCID}, Mohammad Hassan Ebrahimi Sarve

Oliya **^{ORCID}, Mostafa Sargolzaei***^{ORCID}

Research Paper

Abstract

The development of a new system of corporate governance after the collapse of Enron and WorldCom in the early years of the 21st century at the global level and the acceleration of the process of handing over government assets simultaneously with the development of the capital market and the strengthening of institutional investment at the country level, the issue of ownership and its impact has made the performance of companies a controversial topic in the field of financial literacy. The purpose of this research is to investigate the relationship between the ownership structure and the financial performance of companies listed in the Tehran Stock Exchange. Based on this, the research investigated the effect of the relationship between institutional and government ownership on the financial performance of 146 listed companies on the Tehran Stock Exchange from 2012 to 2021 using the dynamic panel (Panel GMM) method. The research results indicate the positive effect of institutional ownership on the performance of sample companies. Also, performance metrics based on accounting information show a significant and negative relationship between government ownership and company performance. Other findings of the research show the positive effect of financial leverage and the positive view of shareholders towards the shares of large and growing companies in evaluating the company's financial performance.

Keywords: Dynamic panel; Firm Performance; Government ownership; Institutional ownership.

Received: 2023. March. 15, Accepted: 2023. June. 23.

* M.Sc. in Financial Engineering and Risk Management, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). E-Mail: m_badii@atu.ac.ir

** Associate Prof., Department of Finance and banking, University of Allame Tabataba'i, Tehran, Iran. E-Mail: mh.ebrahimi@atu.ac.ir

Assistant Prof, Department of Finance and banking, University of Allame Tabataba'i, Tehran, Iran. E-Mail: mostafa.sargolzaei@atu.ac.ir

اثر ساختار مالکیت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل پویا

میلاذ بدیعی^{❶*}، محمد حسن ابراهیمی سرو علیا^{❷**}، مصطفی سرگلزایی^{❸***}

چکیده

مقاله پژوهشی



شکل‌گیری نظام جدید حاکمیت شرکتی پس از سقوط انرون و ورلداکام در سال‌های ابتدایی قرن بیست و یکم در سطح جهانی و سرعت گرفتن روند واگذاری دارایی‌های دولت همگام با توسعه بازار سرمایه و تقویت سرمایه‌گذاری نهادی در سطح کشور، مسئله مالکیت و تاثیر آن بر عملکرد شرکت‌ها را به موضوعی مناقشه برانگیز در حوزه ادبیات مالی بدل ساخته است. هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه میان ساختار مالکیت با عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بر این اساس، پژوهش به بررسی اثر مالکیت نهادی و دولتی بر عملکرد مالی ۱۴۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۴۰۰-۱۳۹۲ و با استفاده از روش پانل پویا پرداخته است. نتایج پژوهش حاکی از اثر مثبت مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های نمونه می‌باشند. همچنین سنجش‌های عملکردی مبتنی بر اطلاعات حسابداری، رابطه معنادار و منفی مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت را نشان می‌دهند. سایر یافته‌های پژوهش بیانگر اثر مثبت اهرم مالی و نگاه مثبت سهامداران نسبت به سهام شرکت‌های بزرگ و رشدی در ارزیابی عملکرد مالی شرکت می‌باشند.

کلیدواژه‌ها: روش پانل پویا؛ عملکرد شرکت؛ مالکیت دولتی؛ مالکیت نهادی.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۱/۱۲/۲۴، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۲/۰۴/۰۲.

* کارشناسی ارشد مالی - مهندسی مالی و مدیریت ریسک، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

E-Mail: m_badiee@atu.ac.ir

** دانشیار، گروه مالی و بانکداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

E-Mail: mh.ebrahimi@atu.ac.ir

*** استادیار، گروه مالی و بانکداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

E-Mail: mostafa.sargolzaei@atu.ac.ir

۱. مقدمه

رسوایی‌های اخیر در حوزه شرکت‌داری و بحران‌های متعاقب آن که منجر به سقوط شرکت‌های بزرگی همچون انرون^۱ و ورلدکام^۲ گردیدند، توجه پژوهشگران و سیاست‌گذاران را نسبت به اهمیت وجود یک حاکمیت شرکتی قوی در سطح شرکت، در سراسر جهان به طور کلی و در بازارهای نوظهور به طور خاص جلب نمود. حاکمیت شرکتی شامل تعامل میان ذینفعان گوناگون، نظیر اعضای هیئت مدیره، سهامداران، مدیریت شرکت و سایر ذینفعان یک کسب و کار می‌باشد. ترکیب و سایر جنبه‌های مالکیتی یک شرکت نقشی اساسی در تضمین پیاده‌سازی و اجرای یک حاکمیت شرکتی قوی دارند. برای نمونه، نظریه نمایندگی سنتی ادعا می‌کند که برخلاف ساختار مالکیت پراکنده، مالکیت متمرکز توانایی سهامداران را برای نظارت بر مدیریت شرکت افزایش می‌دهد و مانع از تصمیم‌گیری‌های خودسرانه مدیریت می‌گردد. با این وجود، مالکیت متمرکز ممکن است به تضاد منافع میان سهامداران اکثریت و اقلیت منجر شود. در واقع ماهیت پیچیده ارتباط ساختار مالکیت با جنبه‌های گوناگون راهبردی و عملیاتی شرکت، آن را به عنصری حائز اهمیت از حاکمیت شرکتی و حوزه مورد علاقه پژوهشگران تبدیل کرده است و رابطه میان ساختار مالکیت با عملکرد شرکت حوزه‌ای است که به طور گسترده در گذشته مورد پژوهش قرار گرفته است. اکثر این پژوهش‌ها در مورد ساختار مالکیت در کشورهای پیشرفته و به خصوص ایالات متحده با تمرکز اصلی بر تضاد منافع میان مدیریت فاقد نظارت^۳ و مالکیت پراکنده انجام شده است؛ با این وجود شرکت‌ها در اقتصادهای نوظهور، عمدتاً با ساختار مالکیت نسبتاً متمرکز اداره می‌شوند که اغلب منجر به تضاد منافع میان سهامداران اقلیت و اکثریت می‌گردد و این موضوع ممکن است در نهایت بر عملکرد شرکت تأثیر بگذارد. علاوه بر این، پیچیدگی دیگری توسط اشکال گوناگون مالکیتی به این رابطه اضافه می‌شود. برخی از این اشکال که مالکیت نهادی^۴، دولتی^۵، خانوادگی^۶، خارجی^۷ و مدیریتی^۸ را شامل می‌گردند، در پژوهش‌های پیشین مورد مطالعه قرار گرفته‌اند. تضاد منافع میان این مالکان می‌تواند به پیچیدگی مضاعفی در زمینه ارتباط میان مالکیت و ابعاد گوناگون عملکرد شرکت بدل شود. بررسی ارتباط میان اشکال گوناگون مالکیت با عملکرد شرکت در پژوهش‌های پیشین، نتایج متنوع و گاه متناقضی بر جای گذاشته است. برای نمونه، یافته‌های برخی از پژوهشگران در زمینه ارتباط میان مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت بیانگر رابطه مثبت این دو پدیده می‌باشد

^۱ Enron

^۲ WorldCom

^۳ Unmonitored management

^۴ Institutional ownership

^۵ Government ownership

^۶ Family ownership

^۷ Foreign ownership

^۸ Managerial ownership

[۴۲، ۶۱]، در حالی که سایر پژوهشگران این رابطه را معکوس می‌دانند [۲۷، ۴۴، ۶۵]. نتایج حاصل از برخی پژوهش‌ها از این دیدگاه حمایت می‌کنند که مالکیت خانوادگی با مشکلاتی جدی در راهبری شرکتی همراه است [۵۶]؛ در حالی که برخی دیگر از پژوهش‌ها بیانگر ارتباط مثبتی میان این مدل مالکیتی و عملکرد شرکت می‌باشند [۸]. در پژوهشی که مورک و همکاران^۱ (۱۹۸۸) در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سهام ایالات متحده انجام دادند مشخص شد که یک رابطه منفی میان مالکیت اشخاص وابسته^۲ و ارزش شرکت وجود دارد. در حالی که یافته‌های سایر پژوهشگران خلاف این موضوع را نشان می‌دهد [۱۴، ۵۶، ۶۹]. فارغ از تناقض نتایج حاصل از پژوهش‌های پیشین، عمده ادبیات نظری، نتیجه مطالعات در بازارهای مالی توسعه یافته‌اند که به روز بودن قوانین و پویایی حاکمیت شرکتی در آن‌ها در مقایسه با بازارهای نوظهور و در حال توسعه به شکل چشمگیری قوی‌تر است. پژوهش حاضر، تلاشی در جهت بررسی رابطه میان مالکیت و عملکرد شرکت با تاکید بر مالکیت نهادی و دولتی است. ایران به عنوان کشوری با بازارهای مالی در حال توسعه، تلاش چشمگیری را در راستای توسعه بازار سرمایه، افزایش سهم تامین مالی بلندمدت از طریق این بازار و تقویت سرمایه‌گذاری نهادی انجام داده است. ضمن آن که در راستای نوسازی نظام حاکمیت شرکتی، اقدام به تدوین و لازم الاجرا نمودن دستورالعمل حاکمیت شرکتی برای تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه نموده است.^۳ پژوهش‌های داخلی انجام شده در زمینه رابطه میان مالکیت و عملکرد شرکت‌ها نیز نتایج گوناگونی را گزارش نموده‌اند. نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) بر رابطه منفی میان مالکیت نهادی و مدیریتی با عملکرد شرکت تاکید نموده‌اند؛ در حالی که یافته‌های بادآور نه‌دی و زارعی (۱۳۸۹) بر رابطه مثبت میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت دلالت دارند. یافته‌های عرب مازار یزدی و عزیزاده (۱۳۹۱) بیانگر ارتباط میان مالکیت نهادی با شکاف میان ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و ارزش بازار شرکت می‌باشند و مرادی جزء و همکاران (۱۳۹۶) یک رابطه معنادار میان ساختار مالکیت و به موقع بودن افشای سود یافتند. پژوهش حاضر از دو منظر اقدام به غنی نمودن ادبیات پژوهش نموده است: اولاً طی دوره زمانی مورد پژوهش، دستورالعمل حاکمیت شرکتی تصویب و لازم الاجرا شده است و همچنین، بخش چشمگیری از مالکیت دولت در شرکت‌های بورسی و فرابورسی با اجرایی شدن لایحه آزادسازی سهام عدالت، به مالکان نهادی^۴ انتقال یافته است. این تحولات تاثیرگذار اهمیت بررسی رابطه میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را دو چندان نموده است. علاوه بر این در حالی که پژوهش‌های داخلی پیشین از رویکرد

^۱ Morck et al.

^۲ Insider ownership

^۳ اولین دستورالعمل "حاکمیت شرکتی شرکت‌های بورسی و فرابورسی" در سال ۱۳۹۷ تصویب و از ۱۳۹۷/۰۶/۳۱ لازم الاجرا شد. این دستورالعمل در آذرماه ۱۴۰۱ مورد بازنگری و اصلاح قرار گرفت.

^۴ شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی

رگرسیون با روش حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده نموده اند، پژوهش حاضر با تاکید بر لزوم اهمیت در نظر گرفتن مسئله درون‌زایی متغیر ساختار مالکیت، از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) بهره می‌برد. استفاده از این روش ضمن آن که در حل مشکل همبستگی میان متغیرهای مستقل و جز اخلاص موثر است، در رفع خودهمبستگی میان جملات جز اخلاص نیز مفید می‌باشد [۴۶].

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

پیوند نظری میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ریشه در نظریه نمایندگی^۱ دارد که در سال ۱۹۷۶ توسط جنسن و مک‌لینگ^۲ (۱۹۷۶) ارائه گردید. یافته‌های شلیفر و ویشنی^۳ (۱۹۹۷) نیز نشان نشان داد که تفکیک میان مالکیت و مدیریت یا کنترل یک شرکت می‌تواند سبب بروز مشکل نمایندگی گردد، که منجر به درگیری میان سهامداران و مدیران می‌شود. در نتیجه سرمایه‌گذاران تلاش می‌کنند تا ساختار مالکیت را با تمرکز مالکیت در گروهی از افراد برای نظارت بر اقدامات مدیران و در جهت کاهش مشکل نمایندگی حفظ کنند؛ که به نوبه خود عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد [۲۲]. ژوانگ^۴ (۱۹۹۹) معتقد است که ساختار مالکیت یکی از مهم‌ترین عوامل تاثیر گذار در شکل دادن به نظام حاکمیت شرکتی محسوب می‌گردد؛ زیرا ماهیت تضاد نمایندگی را می‌توان بر اساس ساختار مالکیت تعریف نمود. همچنین از طریق مطالعه ساختار مالکیت شرکت می‌توان تعارض میان مدیران و سهامداران و کنترل سهامداران اقلیت را مشاهده کرد. نتایج حاصل از پژوهش‌های متعدد نشان می‌دهند که مشکل نمایندگی ممکن است از مالک به مدیر و سپس از مالک به مالک منتقل شود، زمانی که گروه خاصی از مالکان تلاش می‌کنند تا عملیات و مدیریت شرکت را کنترل کنند [۷۸، ۶۹]. شرکت‌هایی که مالکیت آن‌ها میان تعداد زیادی از سهامداران خرد پراکنده است، توسط مدیران کنترل می‌شوند که در نهایت ممکن است بر سرمایه‌گذاران آینده‌نگر تأثیر منفی بگذارد [۲۱]. مطالعات تجربی متعددی رابطه میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه را مورد بررسی قرار داده‌اند که از آن جمله می‌توان از پژوهش‌های مورک و همکاران (۱۹۸۸)، دویدی و جین^۵ (۲۰۰۵)، الیاسیانی و جیا^۶ (۲۰۰۸) و مادیوی^۷ (۲۰۱۴) نام برد. با این حال یافته‌های حاصل از پژوهش‌های مذکور بیانگر نتایج متفاوتی می‌باشند. برای نمونه، پترسون^۸ (۲۰۰۰) نتایج متفاوتی را پیرامون رابطه میان

^۱ Agency theory

^۲ Jensen and Meckling

^۳ Shleifer and Vishny

^۴ Zhuang

^۵ Dwivedi and Jain

^۶ Elyasiani and Jia

^۷ Madiwe

^۸ Patterson

ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ارائه می‌دهد. کارلین و مایر^۱ (۲۰۰۲) نیز نشان دادند که این یافته‌های متناقض ناشی از جهت‌گیری‌های نهادی و فرهنگی متفاوت در کشورهای مختلف مورد مطالعه می‌باشند. یافته‌های پژوهش دویدی و جین (۲۰۰۵) نشان‌دهنده یک رابطه غیرخطی منفی میان مالکیت مدیران و مالکیت نهانی با ارزش شرکت است. در مقابل کاپوپولوس و لازارتو^۲ (۲۰۰۷) یک رابطه معنادار مثبت میان سهام‌داری مدیریتی و Q توبین^۳ را ارائه دادند و پژوهش دمستز و لن^۴ (۱۹۸۵) نیز نشان داد که یک ساختار سهام‌داری متمرکز ممکن است به یک انگیزه اقتصادی قابل توجه جهت کاهش تعارض نمایندگی و به حداکثر رساندن ارزش شرکت مبدل شود. عبدالله و اسماعیل^۵ (۲۰۱۷) معتقدند که سطح حاکمیت شرکتی به طور مثبت با عملکرد مالی شرکت در ارتباط است. آن‌ها همچنین یک ارتباط مثبت میان تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت را نشان دادند. روش پژوهش مادیوی (۲۰۱۴) نشان می‌دهد که ساختار مالکیت، یک متغیر درون‌زا است که به عملکرد شرکت مربوط نمی‌شود و به رابطه ضعیفی میان مالکیت نهانی با عملکرد شرکت اشاره می‌کند. بکیریس^۶ (۲۰۱۳) نیز نشان داد که اندازه هیئت مدیره شرکت‌هایی با سهامداران نهادی قوی‌تر، با مالکیت مدیریتی و استقلال هیئت مدیره همبستگی منفی دارد. تعدادی از پژوهش‌های پیشین از جمله پژوهش‌های الیاسیانی و جیا^۷ (۲۰۱۰)، اونگور^۸ (۲۰۱۱)، الیلی^۹ (۲۰۱۱) و التیمی و حسن^{۱۰} (۲۰۱۲) به رابطه ضعیف یا منفی میان مالکیت نهادی و عملکرد مالی شرکت اشاره می‌کنند؛ در حالی که برخی پژوهش‌های دیگر رابطه میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت را معنادار نمی‌دانند [۴۲، ۳]. آن‌ها نتیجه می‌گیرند که سرمایه‌گذاران نهادی علاقه چندانی به بهبود حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت نداشته و به دنبال کسب بازدهی از طریق معاملات سوداگرانه^{۱۱} مبتنی بر مزیت‌های اطلاعاتی در افق کوتاه مدت هستند تا اهداف مربوط به عملکرد سبب سرمایه‌گذاری خود را محقق سازند. پژوهش‌های آگراوال و نویر^{۱۲} (۱۹۹۶) و داگال و میلار^{۱۳} (۱۹۹۹) نیز هیچ رابطه معناداری را میان سرمایه‌گذاری نهادی و عملکرد شرکت نشان نمی‌دهند. در حالی که الفرایح و همکاران^{۱۴} (۲۰۱۲) میان مالکیت نهادی و عملکرد مالی رابطه مثبت و معناداری یافتند. آن‌ها همچنین نشان دادند که میان مالکیت دولتی

¹ Carlin and Mayer

² Kapopoulos and Lazaretou

³ Tobin's Q

⁴ Demsetz and Lehn

⁵ Abdallah and Ismail

⁶ Bekiris

⁷ Elyasiani and Jia

⁸ Ongore

⁹ Ellili

¹⁰ Al-Tamimi and Hassan

¹¹ Speculative trading

¹² Agrawal and Knoeber

¹³ Duggal and Millar

¹⁴ Alfaraih et al.

و عملکرد شرکت رابطه منفی وجود دارد. پژوهش های اسمیت^۱ (۱۹۹۶) و کورنت و همکاران^۲ (۲۰۰۷) تأثیر مثبت معنادار مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت را نشان می‌دهند. الیاسانی و جیا (۲۰۰۸) نیز تأثیر مثبت مالکیت نهادی بر عملکرد مالی را در نمونه‌ای از شرکت‌های صنعت بانکداری تشخیص دادند. در نتایج مشابه کانگ و همکاران^۳ (۲۰۰۷) نیز استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاران نهادی اغلب به عنوان ناظران فعال در نظر گرفته می‌شوند که برای به حداکثر رساندن ارزش سرمایه‌گذاری خود تلاش می‌کنند. آن‌ها عامل اصلی این پدیده را تعدیل مسئله نمایندگی در حضور سرمایه‌گذاران نهادی می‌دانند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه رفتارهای غیرحرفه‌ای مدیران را کاهش می‌دهند و از این طریق عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشند.

رابطه میان مالکیت دولتی و عملکرد شرکت به طور گسترده مورد مطالعه قرار گرفته است و پژوهش‌های مربوطه، نتایج تجربی متفاوتی را نیز ارائه نموده‌اند. مطالعات پیشین [۷۱،۴۵،۳۳،۵] نشان می‌دهند که مالکیت دولتی، شکل ناکارآمدی از مالکیت است که اثری منفی بر عملکرد مالی شرکت دارد. طرفداران نظریه نمایندگی استدلال می‌کنند که مالکیت دولتی ممکن است منجر به افت عملکرد مالی شرکت شود، زیرا شرکت‌های دولتی^۴ اهداف اجتماعی و حاکمیتی متعددی را دنبال می‌کنند و برخی از این اهداف ممکن است سبب ایجاد تعارض منافع با سایر سهامداران شرکت شوند [۴۵]. آگیلرا و همکاران^۵ (۲۰۲۰) نیز معتقدند که مالکیت دولتی تأثیر منفی کوچکی بر عملکرد مالی شرکت دارد و ناهمگونی بالایی در اندازه و جهت این اثر در کشورهای مختلف وجود دارد. علاوه بر این، فونگ و میشر^۶ (۲۰۱۶) معتقدند زمانی که اهداف دولت با سایر سهامداران هماهنگ نباشد، مالکیت دولتی ممکن است بر عملکرد شرکت تأثیر منفی بگذارد. یافته‌های پژوهش‌های چی و همکاران^۷ (۲۰۰۰)، دی آندرس و والادو^۸ (۲۰۰۸) و کاپوبیانکو و کریستینسن^۹ (۲۰۱۱) بیانگر رابطه منفی معناداری میان مالکیت دولت و عملکرد مالی شرکت می‌باشند. این پژوهشگران استدلال می‌کنند که نمایندگان دولت در شرکت‌ها درگیر فساد هستند و به جای منافع دولتی به دنبال منافع شخصی می‌باشند. ضمن اینکه حاکمیت شرکتی ضعیف و هزینه‌های نمایندگی بالا سبب می‌شوند تا مالکیت دولتی عملکرد شرکت را تضعیف نماید. خو و وانگ^{۱۰} (۱۹۹۹) نیز نشان دادند که مالکیت دولت می‌تواند به دلیل دخالت‌های سیاسی

¹ Smith

² Cornett et al.

³ Kang et al.

⁴ State-owned enterprises (SoEs)

⁵ Aguilera et al.

⁶ Phung and Mishra

⁷ Qi et al.

⁸ De Andres and Valllado

⁹ Capobianco and Christiansen

¹⁰ Xu and Wang

ارزش شرکت را کاهش دهد. بویکو و همکاران^۱ (۱۹۹۶) استدلال می‌کنند که شرکت‌های دولتی در سراسر جهان بسیار ناکارآمد هستند؛ زیرا استراتژی‌هایی نظیر اشتغال بیش از حد را دنبال می‌کنند که اهداف سیاسی کنترل‌کنندگان‌شان را تحقق می‌بخشند. پژوهش مگینسون و همکاران^۲ (۱۹۹۴) نیز نشان می‌دهد که پس از خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی، فروش واقعی و سودآوری شرکت رشد کرده، هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت با بودجه پایین‌تری تحقق یافته و کارایی عملیاتی آن‌ها نیز بهبود می‌یابد. علاوه بر این، شرکت‌های دولتی خصوصی‌شده به‌طور قابل‌توجهی پرداخت سود سهام خود را با سطوح بدهی پایین‌تر افزایش می‌دهند. از سوی دیگر، بوریسوا و همکاران^۳ (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که مالکیت دولتی بر عملکرد مالی شرکت تأثیر مثبت دارد. فرث و همکاران^۴ (۲۰۰۸) نیز دریافتند که مالکیت دولتی به شرکت کمک می‌کند تا به راحتی از محل دریافت وام‌های بانکی سرمایه خود را افزایش دهد. همچنین ارتباط با دولت به شرکت‌ها در مسیر انطباق با الزامات دیوان‌سالاری یاری رسانده و سبب بهره‌مندی از حمایت‌های دولت در این مسیر می‌گردد. برخی از پژوهش‌ها، نظیر مطالعات سان و همکاران^۵ (۲۰۰۲)، سان و تانگ^۶ (۲۰۰۳)، دلیوس و وو^۷ (۲۰۰۵) و کانگ و کیم^۸ (۲۰۱۲) بیانگر رابطه غیرخطی میان مالکیت دولت و عملکرد مالی شرکت می‌باشند. نتایج پژوهش‌های آن‌ها نشان می‌دهند که مالکیت دولت تا یک سطح آستانه خاص تأثیر منفی بر عملکرد مالی شرکت می‌گذارد و سپس فراتر از آن سطح این تأثیر مثبت می‌گردد. یو^۹ (۲۰۱۳) نیز به یافته‌های مشابهی در این زمینه دست یافته است که نشان می‌دهند مالکیت دولتی دارای یک رابطه U شکل با عملکرد شرکت می‌باشد. این پژوهش استدلال می‌کند که مالکیت دولتی در ابتدا دارای تأثیر منفی بر عملکرد شرکت است؛ با این حال، زمانی که مالکیت دولتی به شرکت‌ها کمک می‌کند تا از کمک‌های دولت سود ببرند، ممکن است عملکرد مالی شرکت را بهبود ببخشد. تیان و استرین^{۱۰} (۲۰۰۵)، هس و همکاران^{۱۱} (۲۰۱۰) و هنگ شینگ و یونا^{۱۲} (۲۰۱۳) یک رابطه محدب میان سهام‌داری دولت و عملکرد مالی شرکت را مشاهده کرده‌اند، که نشان می‌دهد شرکت‌ها با مالکیت دولتی سود قابل‌توجهی به دست می‌آورند. فونگ و میشر^{۱۳} (۲۰۱۶) نیز به نتیجه یکسانی پیرامون رابطه محدب شکل مالکیت دولتی با عملکرد شرکت رسیدند. بوبکری و همکاران^{۱۳} (۲۰۲۰) نیز یک رابطه غیرخطی میان مالکیت

¹ Boycko et al.

² Megginson et al.

³ Borisova et al.

⁴ Firth et al.

⁵ Sun et al.

⁶ Sun and Tong

⁷ Delios and Wu

⁸ Kang and Kim

⁹ Yu

¹⁰ Tian and Estrin

¹¹ Hess et al.

¹² Hongxing and Yu'na

¹³ Boubakri et al.

دولت و ارزش بازار شرکت‌های سهامی عام در شرق آسیا یافتند. آن‌ها نشان می‌دهند که شرکت‌های دولتی دارای ارزش بازار بالاتری نسبت به شرکت‌های غیردولتی می‌باشند. پژوهش‌های فونگ و هوانگ^۱ (۲۰۱۳) و سان و همکاران (۲۰۰۲) نیز نشان می‌دهند که جهت و شدت اثر مالکیت دولت بر عملکرد شرکت، تحت تاثیر توسعه بازارهای مالی، کیفیت دولت و نهادها و همچنین میزان مشارکت دولت در بخش خصوصی می‌باشند. این پژوهش‌ها حتی یک رابطه U شکل معکوس میان مالکیت دولتی و عملکرد شرکت را نشان می‌دهند که بیان می‌کند سهام‌داری دولت اگرچه در ابتدا می‌تواند سبب بهبود عملکرد شرکت گردد، اما با گذشت زمان هزینه‌های نمایندگی و ناکارایی عملیاتی ناشی از آن، اثر مزایای مالکیت دولت را خنثی و عملکرد شرکت را کاهش می‌دهند. مطالعات مذکور نشان می‌دهند که سهام‌داری دولت دارای تاثیر چشمگیر بر عملکرد شرکت در بازارهای مالی در حال توسعه و اقتصادهای نوظهور می‌باشد. با توجه به ادبیات نظری بیان شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل مطرح می‌گردند:

فرضیه ۱: میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد.

فرضیه ۲: میان مالکیت دولتی و عملکرد شرکت رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد.

۳. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش، پژوهشی با بهره‌گیری از تحلیل رگرسیونی است که در آن از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده گردیده است. قلمرو مکانی پژوهش شامل بورس اوراق بهادار تهران بوده و شرکت‌های پذیرفته شده آن جامعه آماری پژوهش را تشکیل می‌دهند. همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال‌های مالی ۱۳۹۲-۱۴۰۰ را شامل می‌گردد. نمونه‌گیری مبتنی بر حذف روش‌مند شرکت‌های تشکیل‌دهنده جامعه، بر اساس روش مورد استفاده در پژوهش شهاب‌الدین و همکاران (۲۰۲۱) انجام و پس از حذف شرکت‌های فعال در صنعت بانک و موسسات مالی، بیمه، سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، که دارای الگوی عملیاتی متفاوتی از شرکت‌های تولیدی می‌باشند، آن دسته از شرکت‌هایی که طی دوره زمانی مورد مطالعه حائز شرایط ذیل بودند، نمونه پژوهش را تشکیل داده‌اند:

- ۱) سال مالی شرکت‌های نمونه منتهی به پایان اسفندماه می‌باشد.
- ۲) طی دوره زمانی مورد پژوهش به طور پیوسته در بورس اوراق بهادار تهران مورد پذیرش بوده و اطلاعات مربوط به ساختار مالکیتی خود را از طریق گزارش‌های مالی سالانه منتشر شده افشا نموده‌اند.

^۱ Phung and Hoang

۳) گزارش‌های مالی سالانه خود را به طور منظم از طریق سامانه جامع اطلاع رسانی ناشران (کدال) منتشر کرده‌اند.

۴) آن دسته از شرکت‌هایی که برای سه سال پیاپی دارای نسبت تقسیم سود صفر، حقوق صاحبان سهام و حاشیه سود خالص صفر و یا منفی بوده‌اند، از نمونه مستثنی گردیده‌اند.

۵) آن دسته از شرکت‌هایی که دارای کسری اطلاعات در دوره زمانی مورد پژوهش بودند، از نمونه مستثنی گردیده‌اند.

پس از اعمال شاخصه‌های فوق، ۱۴۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان حجم نمونه نهایی پژوهش برگزیده شدند. داده‌های مورد نیاز پژوهش از طریق گزارش‌های مالی سالانه منتشرشده شرکت‌ها بر روی سامانه جامع اطلاع رسانی شرکت‌ها (کدال) و همچنین اطلاعات منتشرشده سازمان بورس و اوراق بهادار بر روی پایگاه داده TSE CLIENT جمع آوری گردیده است. با توجه به فرآیند حسابرسی مستقل صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه و استفاده از گزارش‌های مورد تایید سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، وسیله اندازه‌گیری پایایی داشته و نظر به پشتیبانی مبانی نظری و پیشینه پژوهش یاد شده، وسیله اندازه‌گیری از روایی مکفی بهره‌مند است.

پژوهش حاضر جهت بررسی اثر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت، از مدل تجربی آورده شده در رابطه (۱) پژوهش بهره برده است:

$$FP_{it} = \alpha + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 Z_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن FP_{it} بیانگر عملکرد شرکت می‌باشد. بر اساس ادبیات نظری، پژوهشگران جهت سنجش عملکرد مالی شرکت‌ها از سنجه‌های مبتنی بر اطلاعات حسابداری یا سنجه‌های مبتنی بر اطلاعات بازار سهام استفاده می‌کنند. جنتری و شن (۲۰۱۰) معتقدند که سنجه‌های حسابداری تنها به اندازه‌گیری جنبه‌هایی از عملکرد مالی شرکت اکتفا می‌کنند، در حالی که عملکرد شرکت، یک ساختار چندبعدی است که از جنبه‌های متنوعی نظیر اثربخشی عملیاتی، شهرت شرکت و بقای سازمانی تشکیل شده است [۶۱]. بدیعی (۱۴۰۱) نیز معتقد است که وجود اصول پذیرفته‌شده، میثاق‌های محدودکننده و همچنین استانداردهای حسابداری در برخی موارد نظیر شناسایی هزینه‌های غیرنقدی، ارزشیابی موجودی‌ها، محافظه‌کاری در شناسایی هزینه‌ها و درآمدهای احتمالی و در نهایت تقلب و خطای انسانی منجر به قرارگیری سنجه‌های حسابداری در معرض انحراف، دستکاری و تحریف مدیریتی می‌گردند. در مقابل برخی پژوهشگران نظیر

^۱ Gentry and Shen

گیمه و همکاران^۱ (۲۰۲۱) معتقدند که سنجه‌های مبتنی بر بازار سطح بالاتری از داده‌های ذهنی را شامل می‌گردند. همچنین کارایی این سنجه‌ها به شدت تحت تاثیر سطح کارایی بازارهای سهام است و ممکن است قیمت سهام یک شرکت، ارزش واقعی آن را منعکس ننماید. کاستی‌هایی که در سنجه‌های حسابداری کمتر قابل مشاهده هستند. بنابراین در پژوهش حاضر، تاثیر ساختار مالکیت بر هر دو گروه سنجه‌های عملکردی شرکت‌های نمونه مورد بررسی قرار گرفته است. بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) جهت نشان دادن عملکرد مالی مبتنی بر اطلاعات حسابداری مورد استفاده قرار گرفته‌اند و Q توبین (Tobin's Q) نیز به عنوان سنجه مبتنی بر اطلاعات بازار به کار گرفته شده است. بازده دارایی‌ها از تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام نیز از تقسیم سود خالص بر مجموع حقوق صاحبان سهام شرکت حاصل گردیده است. بر اساس روش به کار گرفته شده در پژوهش شهاب الدین و همکاران (۲۰۲۱) Q توبین از تقسیم مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (براساس ارزش معاملاتی آخرین روز سال) و ارزش دفتری بدهی‌ها بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت حاصل می‌گردد.

متغیر OWN_{it} بیانگر ساختار مالکیت شرکت می‌باشد. در پژوهش حاضر اثر دو مدل مالکیتی، یعنی مالکیت نهادی و مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. مالکیت نهادی (INSO) بیانگر درصدی از مالکیت شرکت است که در اختیار نهادهای مالی، اعم از دولتی یا غیر دولتی قرار دارد. در مقابل مالکیت دولتی (GO) بیانگر درصدی از سهام شرکت می‌باشد که توسط دولت یا سازمان‌های دولتی^۲ نگهداری می‌شود. منظور از سازمان دولتی، نهادی است که بر اساس مصوبه دولت و به منظور هدفی خاص ایجاد می‌گردد.

متغیر Z_{it} نیز بیانگر متغیرهای کنترلی پژوهش می‌باشد. ویژگی‌های خاص شرکتی متعددی می‌توانند به شکل بالقوه بر عملکرد مالی شرکت تاثیر داشته باشند. به منظور در نظر گرفتن این عوامل و پیروی از ادبیات نظری، پژوهش حاضر ویژگی‌های اهرم مالی (Lev)، نسبت تقسیم سود (Pratio) و اندازه شرکت (Size) را به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر می‌گیرد. اهرم مالی از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها و نسبت تقسیم سود از تقسیم سود نقدی پرداخت شده به سهامداران بر سود خالص حاصل می‌گردند. اندازه هر شرکت نیز برابر با لگاریتم طبیعی ارزش بازار آن می‌باشد. ε_{it} بیانگر جز اخلال مدل است.

¹ Gyimah et al.

² Government agency

پژوهش‌های پیشین در حوزه حاکمیت شرکتی نظیر پژوهش دمستز و ویلانگا^۱ (۲۰۱۱) نشان می‌دهند که مالکیت یک متغیر درون‌زا محسوب می‌گردد. بنابراین پژوهش حاضر از تخمین‌گر گشتاورهای تعمیم یافته پانل پویا^۲ جهت کاهش مشکل درون‌زایی ناشی از متغیر مالکیت بهره می‌برد. این روش پیش‌تر در پژوهش‌های آنتونیو و همکاران^۳ (۲۰۰۸)، فلانری و هانکینز^۴ (۲۰۱۳)، ناکانو و نگوین^۵ (۲۰۱۲)، نگوین و همکاران^۶ (۲۰۱۴) و وینتوکی و همکاران^۷ (۲۰۱۲) مورد استفاده قرار گرفته است. در مدل پژوهش حاضر، متغیر وابسته یا عملکرد شرکت با وقفه یک دوره‌ای وارد مدل می‌شود تا مشکل درون‌زایی را کنترل کند [۷۱] و رابطه (۲) این تغییرات را به نمایش می‌گذارد:

$$FP_{it} = \alpha + \gamma FP_{it-1} + \beta_1 OWN_{it} + \beta_2 Z_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که FP_{it-1} بیانگر عملکرد مالی شرکت i در زمان $t-1$ می‌باشد. یافته‌های پژوهش رحمانی و همکاران (۱۳۹۰) نشان می‌دهند که عملکرد شرکت در انتهای دوره، با اهرم مالی و اندازه شرکت در ابتدای دوره رابطه معنادار دارد. با در نظر گرفتن انواع مالکیت مورد بررسی در پژوهش، متغیرهای کنترلی و یافته‌های شهاب‌الدین و همکاران (۲۰۲۱) و رحمانی و همکاران (۱۳۹۰) می‌توان رابطه (۲) را به شکل زیر بازنویسی نمود:

$$FP_{it} = \alpha + \gamma FP_{it-1} + \beta_1 INSO_{it} + \beta_2 GO_{it} + \beta_3 Size_{it-1} + \beta_4 Lev_{it-1} + \beta_4 Pratio_{it} + \sum_{i=1}^n YDUM + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در آن $YDUM$ ، بیانگر ۸ متغیر مجازی برای ۹ سال نمونه است.

۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

جدول (۱) شاخص‌های مرکزی و پراکندگی مربوط به متغیرهای پژوهش و اطلاعات مالی شرکت‌های نمونه را نشان می‌دهد. بر اساس یافته‌های پژوهش حداقل و حداکثر ارزش بازار شرکت‌های نمونه به ترتیب برابر با ۸۴،۴۰۰ و ۲۲۰،۰۰۰،۰۰۰ میلیون ریال می‌باشند. دامنه مذکور نشان می‌دهد که نمونه به اندازه کافی ناهمگون است و شرکت‌های بزرگ و کوچک (از نظر ارزش بازار) را شامل می‌گردد. حداکثر سود پرداختی شرکت‌های نمونه طی دوره مورد بررسی ۱۱۲،۰۰۰،۰۰۰ میلیون ریال است، در حالی که حداقل سود پرداختی برابر صفر می‌باشد. عدم

¹ Demsetz and Villalonga

² Dynamic panel GMM estimator

³ Antoniou et al.

⁴ Flannery and Hankins

⁵ Nakano and Nguyen

⁶ Nguyen et al.

⁷ Wintoki et al.

تقسیم سود نقدی در برخی از شرکت‌های نمونه در حالی رخ می‌دهد که یافته‌های پژوهش نشان از منفی بودن حداقل نسبت تقسیم دارند که بیانگر تقسیم سود برخی از شرکت‌های نمونه در دوره زیان دهی می‌باشد. شرکت‌های نمونه در دوره زمانی مورد بررسی به طور میانگین بیش از نیمی از ساختار سرمایه خود را از محل بدهی تامین مالی نموده‌اند و این امر سبب پیشی گرفتن بازده حقوق صاحبان سهام از بازده دارایی‌ها گردیده است. متوسط فروش شرکت‌های نمونه نیز با نرخ ۳۹ درصد رشد داشته است؛ با این حال انحراف معیار این متغیر بالاست و نشان از پراکندگی بالای داده‌های مربوط به رشد فروش شرکت‌های نمونه دارد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش و اطلاعات مالی نمونه

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	تعداد مشاهده
اطلاعات مالی شرکت های نمونه - میلیون ریال							واحد
کل دارایی‌ها	ASSET	۲۱,۲۹۹,۴۴۹	۲,۷۵۳,۵۵۸	۱,۸۳۰,۰۰۰,۰۰۰	۳۷,۵۳۲,۰۰۰	۸۵,۰۶۳,۹۴۱	۱۳۱۴
کل بدهی‌ها	DEBT	۸,۵۴۹,۵۱۹	۱,۴۸۵,۳۹۲	۴۲۵,۰۰۰,۰۰۰	۱۶,۷۰۵,۰۰۰	۲۵,۳۶۰,۴۶۸	۱۳۱۴
سود تقسیمی	DIVIDEN D	۱,۹۶۳,۹۰۴	۱۰۳,۵۸۱	۱۱۲,۰۰۰,۰۰۰	۰	۸۰,۳۷,۱۵۱	۱۳۱۴
حقوق صاحبان سهام	EQUITY	۱۲,۷۴۹,۹۳۰	۱,۱۰۹,۱۸۲	۱,۴۱۰,۰۰۰,۰۰۰	-	۶۲,۰۸۴,۰۹۹	۱۳۱۴
ارزش بازار سهام	MARKET CAP	۴,۸۶۴,۶۸۰	۴,۷۷۲,۲۸۸	۳,۲۱۰,۰۰۰,۰۰۰	۸۴,۴۰۰,۰۰۰	۲۲۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۳۱۴
سود خالص	PROFIT	۶,۵۶۹,۹۰۱	۳۶۳,۴۲۹	۸۴۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۱,۱۸۹,۷۰۷	۳۵,۵۷۳,۳۲۶	۱۳۱۴
فروش خالص	SALE	۲۹,۳۹۲,۹۷۳	۲,۲۰۱,۸۶۲	۲,۰۱۳,۰۰۰,۰۰۰	۲۰,۲۱۰,۰۰۰	۱۲۹,۰۰۰,۰۰۰	۱۳۱۴
متغیرهای پژوهش - واحد							واحد
سرمایه‌گذاری نهادی	INSO	۰/۳۴	۰/۲۸	۰/۹۶	۰	۰/۳۰	۱۳۱۴
سرمایه‌گذاری دولتی	GO	۰/۰۸	۰	۰/۹۵	۰	۰/۱۷	۱۳۱۴
اهرم مالی	LEV	۰/۵۳	۰/۵۳	۱/۲۱	۰/۰۶	۰/۲۰	۱۳۱۴
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۸	۰/۱۵	۰/۸۴	-۰/۵۴	۰/۱۶	۱۳۱۴
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۳۶	۰/۳۷	۵/۰۰	-۷/۶۶	۰/۴۳	۱۳۱۴
اندازه شرکت	SIZE	۱۵/۵۴	۱۵/۳۸	۲۱/۸۹	۱۱/۳۴	۱/۹۳	۱۳۱۴
توبین Q	TobinQ	۲/۹۶	۲/۰۰	۷۶/۶۳	۰/۶۹	۳/۵۵	۱۳۱۴

همچنین جدول (۱) نشان می‌دهد که متوسط سرمایه‌گذاری دولتی در شرکت‌های نمونه برابر با ۸ درصد می‌باشد. حداکثر سهم دولت در شرکت‌های نمونه برابر با ۹۵ درصد می‌باشد که بیانگر مالکیت متمرکز دولت در این شرکت‌ها می‌باشد. شهاب الدین و همکاران (۲۰۲۱) معتقدند که یکی از دلایل این الگوی سهامداری بسته ۱ در شرکت‌هایی که دولت اکثریت سهام آن‌ها را در دست دارد، حفظ اکثریت بالای ۷۵ درصدی جهت اتخاذ تصمیم‌های استراتژیک می‌باشد. متوسط سرمایه‌گذاری نهادی نیز طی دوره پژوهش برابر با ۳۴ درصد می‌باشد که بالاتر از متوسط سهام‌داری دولت به شمار می‌رود. این موضوع می‌تواند نشان‌دهنده شکل‌گیری ساختار جدید مالکیتی در بازار مالی در حال توسعه ایران باشد.

متوسط سنج‌های عملکرد شرکت، بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و Q توبین به ترتیب برابر با ۰/۱۸، ۰/۳۶ و ۲/۹۶ می‌باشد. متوسط سنج مبتنی بر اطلاعات بازار بیشترین مقدار را دارد که نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه به طور متوسط بالاتر از ارزش دفتری در بازار قیمت خورده‌اند. همچنین متوسط این نسبت بزرگتر از یک می‌باشد و نشان از احساسات مثبت بازار نسبت به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه دارد.

جدول (۲) نتایج تحلیل همبستگی میان ساختار مالکیت، عملکرد مالی و متغیرهای کنترلی را ارائه می‌دهد.

جدول ۲. تحلیل همبستگی متغیرهای پژوهش

اندازه شرکت	نسبت تقسیم سود	اهرم مالی	مالکیت دولتی	مالکیت نهادی	توبین Q	بازده حقوق صاحبان سهام	بازده دارایی‌ها
بازده دارایی‌ها					۱		
بازده حقوق صاحبان سهام					۰/۵۰***	۱	
توبین Q					۰/۲۵***	۰/۱۳	۱
مالکیت نهادی				۱	-۰/۰۹***	۰/۰۶**	-۰/۱۰***
مالکیت دولتی			۱	-۰/۱۶***	-۰/۰۹***	۰/۰۲	۰/۰۲
اهرم مالی		۱	۰/۰۴	۰/۰۲	-۰/۱۷***	-۰/۱۶***	-۰/۰۶۴***
نسبت تقسیم سود	۱	۰/۰۴	۰/۰۴	-۰/۰۲	-۰/۰۵*	-۰/۰۳	-۰/۰۶**
اندازه شرکت	-۰/۰۳	-۰/۲۹***	۰/۲۹**	۰/۱۰**	۰/۲۴**	۰/۲۹***	۰/۵۲***

توجه: ***، ** و * نشان دهنده معناداری در سطوح به ترتیب ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ می‌باشند.

¹ Closed shareholding

جدول فوق نشان می‌دهد که مالکیت نهادی و دولتی هر دو دارای همبستگی مثبت با سنجه‌های عملکردی مبتنی بر اطلاعات حسابداری و همبستگی منفی با سنجه مبتنی بر اطلاعات بازار می‌باشند. ضمن این که مالکیت نهادی در مقایسه با مالکیت دولتی از همبستگی مثبت قوی‌تری با بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام برخوردار می‌باشد. از میان متغیرهای کنترلی نیز اندازه شرکت با کلیه معیارهای سنجش عملکرد رابطه مثبت دارد. با توجه به آن که ضرایب همبستگی متغیرهای مستقل کوچکتر از ۷۰ درصد می‌باشند، می‌توان نتیجه گرفت که داده‌های مدل از مشکل هم‌خطی برخوردار نمی‌باشند [۶۶]. نتایج حاصل از عامل تورم واریانس^۱ نیز نشان می‌دهد که این ضریب برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ بوده که عدم مشکل هم‌خطی میان متغیرهای مستقل پژوهش را تایید می‌نماید. جدول (۳)، یافته‌های آزمون هم‌خطی را به نمایش می‌گذارد.

جدول ۳. نتایج آزمون هم‌خطی

متغیر	متغیر مستقل : ROA	متغیر مستقل : ROE	متغیر مستقل : TobinQ
	Centered VIF	Centered VIF	Centered VIF
ROA _{it-1}	۲/۲۳	-	-
ROE _{it-1}	-	۱/۱۱	-
TobinQ _{it-1}	-	-	۱/۱۳
INSO _{it}	۱/۰۷	۱/۰۶	۱/۰۸
GO _{it}	۱/۱۸	۱/۱۷	۱/۲۱
SIZE _{it-1}	۱/۶	۱/۳۴	۱/۳۵
LEV _{it-1}	۱/۷۴	۱/۱۲	۱/۱۲
PRATIO _{it}	۱/۰۱	۱/۰۱	۱/۰۱

جداول (۴) و (۵) نتایج حاصل از برآورد مدل با استفاده از سنجه‌های عملکردی حسابداری و با بهره‌گیری از روش پانل پویا و برآوردگر تفاضلی آرلانو و باند^۲ را به نمایش می‌گذارند. جدول (۱) نیز نتایج حاصل از برآورد مدل با استفاده از Q توپین، به عنوان سنجه عملکرد بازار را به تصویر می‌کشد. همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، دلیل ترجیح روش پانل پویا، درون‌زایی متغیر مالکیت شرکت و همچنین رفع مشکل همبستگی اثرات مقطعی با متغیرهای توضیحی می‌باشند. متغیرهای ابزاری به کار گرفته شده در مدل بر اساس پژوهش شهاب‌الدین و همکاران (۲۰۲۱)، وقفه زمانی اول متغیرهای مستقل پژوهش، یعنی مالکیت نهادی و مالکیت دولتی می‌باشند.

نتایج حاصل از جدول (۴) نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنادار بازده دارایی‌ها با مالکیت نهادی و رابطه منفی و معنادار با مالکیت دولتی در سطح معناداری ۵ درصد می‌باشد. همچنین وقفه مرتبه

¹ variance inflation factor(VIF)

² Arellano-Bond estimator

اول متغیر وابسته نیز معنادار است که ماهیت پویا مدل برآورد شده را تایید می‌کند. وجود تفاضل‌های متغیر وابسته در مدل نشان‌دهنده تایید رابطه کوتاه مدت است [۱۳]. احتمال آماره آزمون نیز معناداری کل مدل را نشان می‌دهد.

نتایج حاصل از جدول (۵) نیز نشان می‌دهد که بازده حقوق صاحبان سهام با مالکیت نهادی رابطه مثبت معنادار و با مالکیت دولتی رابطه منفی معنادار دارد. آماره J و احتمال مربوط به آن نیز بیانگر معناداری مدل می‌باشند. وقفه متغیر وابسته نیز معنادار است و ماهیت پویا مدل را به نمایش می‌گذارد.

جدول ۴. نتایج رگرسیون پانل دیتا پویا به روش *Panal GMM* (متغیر وابسته: نرخ بازده دارایی‌ها)

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری ضرایب
ROA _{it-1}	۰/۱۲۲۷	۰/۰۳۴۰	۳/۰۶۹۷	۰/۰۰۲۶
INSO _{it}	۰/۰۱۵۳	۰/۰۰۳۴	۴/۴۸۲۰	۰/۰۰۰۰
GO _{it}	-۰/۱۳۰۱	۰/۰۳۳۰	-۳/۹۵۱۴	۰/۰۰۰۱
SIZE _{it-1}	-۰/۰۱۶۹	۰/۰۰۷۵	-۲/۲۵۲۱	۰/۰۲۵۸
LEV _{it-1}	۰/۱۷۲۱	۰/۰۳۶۶	۴/۷۰۷۲	۰/۰۰۰۰
PRATIO _{it}	-۰/۰۰۷۸	۰/۰۰۱۳	-۶/۱۰۰۳	۰/۰۰۰۰
J-statistic	۵۳/۹۸۲۸			
Prob(J-statistic)	۰/۸۰۹۶			
rank Instrument	۷۷			
خطای استاندارد رگرسیون	۰/۱۰۸۰			
واریانس وابسته میانگین	۰/۰۱۳۳			
واریانس وابسته انحراف معیار	۰/۱۱۷۲			
باقیمانده مجموع مربعات	۱۱/۷۷۳۵			
متغیرهای ابزاری	INSO _{it-1} , GO _{it-1}			

جدول ۵. نتایج رگرسیون پانل دیتا پویا به روش *Panal GMM* (متغیر وابسته: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام)

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری ضرایب
ROE _{it-1}	۰/۲۶۸۰	۰/۰۴۴۰	۶/۰۹۱۱	۰/۰۰۰۰
INSO _{it}	۰/۰۴۶۷	۰/۰۰۹۰	۵/۱۶۸۷	۰/۰۰۰۰
GO _{it}	-۰/۱۴۹۶	۰/۰۶۹۳	-۲/۱۵۹۶	۰/۰۳۲۴
SIZE _{it-1}	-۰/۰۸۵۶	۰/۰۱۸۲	-۴/۶۹۵۳	۰/۰۰۰۰
LEV _{it-1}	۰/۹۱۹۳	۰/۱۱۳۴	۸/۱۰۹۲	۰/۰۰۰۰
PRATIO _{it}	-۰/۰۱۶۱	۰/۰۰۵۸	-۲/۷۶۲۳	۰/۰۰۶۵
J-statistic	۶۸/۴۸۱۵			

۰/۳۲۷۸	Prob(J-statistic)
۷۷	rank Instrument
۰/۶۷۱۲	خطای استاندارد رگرسیون
۰/۰۱۹۶	واریانس وابسته میانگین
۰/۵۷۱۷	واریانس وابسته انحراف معیار
۴۵۴/۵۹۲۱	باقیمانده مجموع مربعات
$INSO_{it-1}, GO_{it-1}$	متغیرهای ابزاری

نتایج حاصل از جدول (۶) نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنادار Q توبین با مالکیت نهادی در سطح معناداری ۵ درصد می‌باشند که قوی‌تر از اثر مالکیت نهادی بر بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان سنج‌های حسابداری می‌باشد. در حالی که اثر مالکیت دولتی بر Q توبین نیز منفی می‌باشد، با این حال این اثر در سطح ۵ درصد معنادار نمی‌باشد. آماره J و احتمال مربوط به آن نیز معناداری مدل را نشان می‌دهند. همچنین وقفه مرتبه اول متغیر وابسته نیز معنادار است و ماهیت پویا مدل برآورد شده را تایید می‌کند.

جدول ۶. نتایج رگرسیون پانل دیتا پویا به روش *Panal GMM* (متغیر وابسته: Q توبین)

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری ضرایب
TobinQ _{it-1}	-۰/۸۲۴۳	۰/۰۶۴۶	-۱۲/۷۶۹	۰/۰۰۰۰
INSO _{it}	۰/۳۹۳۳	۰/۰۵۲۱	۷/۵۴۸۵	۰/۰۰۰۰
GO _{it}	-۰/۱۳۹۰	۰/۷۷۴۲	-۰/۱۷۹۶	۰/۸۵۷۷
SIZE _{it-1}	۲/۷۰۳۰	۰/۲۹۸۰	۹/۰۷۰	۰/۰۰۰۰
LEV _{it-1}	۱۱/۴۸۱۶	۱/۴۳۳۱	۸/۰۱۲۰	۰/۰۰۰۰
PRATIO _{it}	-۰/۰۴۳۵	۰/۰۱۶۸	-۲/۵۸۳۷	۰/۰۱۰۸
J-statistic			۵۷/۷۸۴۹	
Prob(J-statistic)			۰/۶۹۴۵	
rank Instrument			۷۷	
خطای استاندارد رگرسیون			۳/۵۸۲۶	
واریانس وابسته میانگین			۰/۱۸۸۳	
واریانس وابسته انحراف معیار			۴/۴۳۴۰	
باقیمانده مجموع مربعات			۱۳۹۵۰/۸۰	
متغیرهای ابزاری			$INSO_{it-1}, GO_{it-1}$	

با این حال، پیش از تفسیر یافته‌ها باید نسبت به صحت شروط اساسی سازگاری برآوردگر Panel GMM اطمینان حاصل نمود [۶۸]. شرط اولیه استفاده از روش مذکور، بزرگتر بودن تعداد مشاهدات در برش مقطعی (N) نسبت به طول دوره (T) می‌باشد. با توجه به این که در پژوهش حاضر تعداد شرکت‌های مورد مطالعه (۱۴۶ شرکت) بیشتر از تعداد سال‌های مورد نظر (۹ سال)

است، لذا شرط یاد شده تامین می‌گردد. دو شرط دیگر، ناظر بر عدم همبستگی متغیرهای ابزاری با جز اخلال و عدم خودهمبستگی مرتبه دوم پسماندهای مدل می‌باشند. با توجه به بهره‌گیری از دو متغیر مستقل با وقفه به عنوان متغیرهای ابزاری، جهت سنجش همبستگی این متغیرهای وقفه دار با جز اخلال مدل، از آزمون سارگان استفاده می‌شود. مقدار احتمال این آزمون با استفاده از آماره J و تعداد متغیرهای ابزاری به کار گرفته شده محاسبه می‌گردد. فرض صفر آزمون سارگان مبتنی بر عدم همبستگی میان متغیرهای ابزاری و جز اخلال مدل می‌باشد. جدول (۷) نتایج آزمون سارگان را به نمایش می‌گذارد:

جدول ۷. نتایج آزمون سارگان

شماره مدل	متغیر وابسته	متغیرهای ابزاری	آماره J	Instrument rank	Sargan p-Value
۱	ROA	$INSO_{it-1}, GO_{it-1}$	۵۳/۹۸۳	۷۷	۰/۸۰۹۶
۲	ROE	$INSO_{it-1}, GO_{it-1}$	۶۸/۴۸۲	۷۷	۰/۳۲۷۹
۳	TobinQ	$INSO_{it-1}, GO_{it-1}$	۵۷/۷۸۵	۷۷	۰/۶۹۴۵

فرضیه صفر آزمون سارگان به صورت عدم همبستگی میان متغیرهای ابزاری با جز اخلال مدل است و با توجه به مقادیر احتمال حاصل شده، فرضیه صفر آزمون در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌گردد. بنابراین شرط عدم همبستگی میان متغیرهای ابزاری و جز اخلال تامین می‌گردد.

جهت بررسی خودهمبستگی مرتبه دوم پسماندهای مدل از آزمون همبستگی سریالی آرلاندو و باند^۱ استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون در جدول (۸) خلاصه گردیده است:

جدول ۸. نتایج آزمون آرلاندو و باند

شماره مدل	متغیر وابسته	مرتب	آماره	احتمال
۱	ROA	AR(1)	-۳/۷۴۲۳	۰/۰۰۰۲
		AR(2)	-۰/۷۷۷۲	۰/۴۳۷۰
۲	ROE	AR(1)	۱/۴۸۸۳	۰/۰۰۱۳
		AR(2)	۱/۱۰۸۵	۰/۲۶۷۶
۳	TobinQ	AR(1)	-۳/۱۳۷۵	۰/۰۰۱۷
		AR(2)	-۱/۱۸۳۶	۰/۲۳۶۶

^۱ Arellando – Bond Serial Correlation Test

با توجه به اینکه فرضیه صفر آزمون، عدم خودهمبستگی پسماندهای مرتبه دوم مدل است، در نتیجه مدل برآورد شده با تفاضل وقفه دار مرتبه اول مدل مناسبی بوده و دارای تورش تصریح نمی باشد.

جهت استحکام نتایج حاصل شده، مدل‌های پژوهش با استفاده از برآوردگر سیستمی بلاندل و باند^۱ نیز مورد برآورد قرار گرفتند و آثار مالکیت نهادی و دولتی بر سنجه‌های عملکردی شرکت بررسی گردیده است. جدول (۹)، نتایج حاصل از برآورد مدل‌ها با استفاده از برآوردگر سیستمی را نشان می‌دهد. یافته‌ها بیانگر تایید اثر مثبت مالکیت نهادی و اثر منفی مالکیت دولتی بر سنجه‌های عملکردی شرکت و شدیدتر شدن این اثر می‌باشند. ضمن آن که با استفاده از این روش، اثر منفی مالکیت دولتی بر Q تویین نیز در سطح معناداری ۵ درصد، معنادار گردید.

جدول ۹. نتایج برآورد مدل با استفاده از روش پانل پویا سیستمی

Sargan Test		AR(2)		AR(1)		احتمال	ضریب	متغیر توضیح دهنده	متغیر وابسته
احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره				
/۰۰۷۲۶ ۰	/۶۹ ۱۲۵	/۲۲۹۸ ۰	۲۰۰ ۱/۹	/۰۰۰۰ ۰	۵۷۴۵ -۵/	۰/۰۰۰۰	-۰/۵۳۳۸	ROA _{it-1}	ROA
						۰/۰۰۰۰	-۰/۱۲۸۵	INSO _{it}	
						۰/۰۰۰۰	-۰/۳۷۲۹	GO _{it}	
						۰/۰۰۰۰	-۰/۰۰۵۲	SIZE _{it-1}	
						۰/۰۰۰۰	-۰/۱۸۶۲	LEV _{it-1}	
						۰/۰۰۰۰	-۰/۰۰۷۶	PRATIO _{it}	
/۰۰۵۴۴ ۰	/۱۲ ۱۲۸	/۶۸۱۹ ۰	۴۰۹ -۰/۸	/۰۰۱۵ ۰	۴۲۰۵ ۱/	۰/۰۰۰۰	-۰/۱۳۱۹	ROE _{it-1}	ROE
						۰/۰۰۰۰	-۰/۱۷	INSO _{it}	
						۰/۰۰۰۰	-۰/۶۶۰۹	GO _{it}	
						۰/۰۰۰۰	-۰/۰۴۵۵	SIZE _{it-1}	
						۰/۰۰۰۰	-۰/۴۱۴۷	LEV _{it-1}	
						۰/۰۰۰۰	-۰/۰۰۵	PRATIO _{it}	
/۰۰۶۵۵ ۰	/۰۳ ۱۳۸	/۰۹۶۰ ۰	۶۶۴ -۱/۴	/۰۰۰۰ ۰	۶۳۶۳ -۴/	۰/۰۰۰۰	-۰/۱۰۹۴	TobinQ _{it-1}	Tobin Q
						۰/۰۰۰۰	۵/۹۳۴۲	INSO _{it}	
						۰/۰۰۰۰	-۹/۰۹۳۸	GO _{it}	
						۰/۰۰۰۰	-۰/۴۶۹۲	SIZE _{it-1}	
						۰/۰۰۰۱	-۰/۳۰۴۲	LEV _{it-1}	
						۰/۰۰۰۰	-۰/۱۰۲۷	PRATIO _{it}	

¹ Blundell and Bond estimator

۵. بحث و نتیجه‌گیری

هدف از پژوهش حاضر بررسی رابطه میان مالکیت، به عنوان یکی از تاثیرگذارترین اجزای پازل حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های بورسی با در نظر گرفتن درون‌زایی مالکیت شرکت می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهند که مالکیت نهادی در بازار سرمایه ایران در حال گسترش است. میانگین سرمایه‌گذاری نهادی به شکل چشمگیری بیش از میانگین سرمایه‌گذاری دولتی است و نشان از تشکیل الگوی جدید مالکیت در شرکت‌های ایرانی دارد. علاوه بر واگذاری بخشی از مالکیت شرکت‌های بورسی از طرف دولت که پس از اجرایی شدن لایحه آزادسازی سهام عدالت شدت گرفته است، توسعه بازارهای مالی در ایران سبب شده است تا دولت بخشی از سرمایه‌گذاری‌های خود را از طریق نهادهای مالی تحت مدیریت خود انجام دهد. اثر مثبت و معنادار مالکیت نهادی بر سنج‌های عملکردی مبتنی بر اطلاعات حسابداری و اطلاعات بازار نشان می‌دهد که این مدل مالکیتی می‌تواند به بهبود جنبه‌هایی از عملکرد مالی شرکت‌ها و نگاه مثبت سرمایه‌گذاران منجر شود. این رابطه مثبت معنادار با نتایج حاصل از پژوهش‌های اسمیت (۱۹۹۶)، بادآور نهدی و زارع (۱۳۸۹)، کورنت و همکاران (۲۰۰۷)، کانگ و همکاران (۲۰۰۷)، الیاسیانی و جیا (۲۰۰۸) و الفرایح و همکاران (۲۰۱۲) مطابقت دارد که معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی، به عنوان ناظرانی آگاه، می‌توانند مشکلات ناشی از نمایندگی را به حداقل رسانده و ارزش شرکت را افزایش دهند. بنابراین فرضیه اول پژوهش مورد تایید قرار می‌گردد.

رابطه منفی معنادار میان سنج‌های عملکردی و مالکیت دولتی نیز نتایج حاصل از پژوهش‌های آهارونی^۲ (۱۹۸۱)، رحمانی و همکاران (۱۳۹۰)، استن و همکاران^۳ (۲۰۱۴)، لازارینی و موساکویو^۴ (۲۰۱۸) و آگیلرا و همکاران (۲۰۲۰) را تایید کرده و ضمن آن که بر ناکارآمدی این شکل از مالکیت و اثر منفی‌اش بر عملکرد شرکت‌ها صحنه می‌گذارد، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اثر مثبت مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت را رد می‌کند.

از میان متغیرهای کنترلی نیز یافته‌های پژوهش بیانگر اثر مثبت و معنادار اهرم مالی بر عملکرد شرکت می‌باشند. این اثر مثبت را می‌توان با استفاده از نظریه «علامت دهی» راس^۵ (۱۹۷۷) توجیه نمود. بر این اساس، نسبت بالای بدهی شرکت‌ها، می‌تواند خوشبینی‌ها

^۱ در پژوهش حاضر نیز، مطابق با ادبیات پژوهش، مالکیت کلیه نهادهای مالی دولتی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاری‌ها و... که مالکیت آن‌ها به طور مستقیم یا با واسطه در اختیار دولت می‌باشد، به عنوان مالکیت نهادی در نظر گرفته شد.

^۲ Aharoni

^۳ Stan et al.

^۴ Lazzarini & Musacchio

^۵ Ross

نسبت به استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با کیفیت آتی را تقویت نماید. شهاب‌الدین و همکاران (۲۰۲۱) نیز معتقدند که تقویت اهرم مالی می‌تواند با کاهش هزینه‌های نمایندگی، ارزش شرکت را افزایش دهد. همچنین نتایج پژوهش بیانگر رابطه منفی میان نسبت سود تقسیمی و عملکرد شرکت می‌باشند که توجه بیشتر بازار نسبت به سهام رشدی در مقایسه با سهام ارزشی را نشان می‌دهد. رابطه مثبت میان اندازه و عملکرد بازار شرکت نیز نشان می‌دهد که بازار به طور متوسط نسبت به سهم‌های بزرگ توجه بیشتری نشان داده است، اگرچه در دوره مورد بررسی، اندازه اثری منفی بر سنج‌های حسابداری عملکرد داشته است.

قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۲-۱۴۰۰ را شامل می‌گردد. تصویب و لازم الاجرا شدن دستورالعمل حاکمیت شرکتی، اجرایی شدن لایحه آزادسازی سهام عدالت، افزایش چشمگیر سرمایه‌گذاران حقیقی و رشد سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، وقوع چرخه‌های تجاری، رویدادهای اقتصاد سیاسی که بر متغیرهای کلان اقتصادی نظیر نرخ ارز، نرخ تورم و نرخ بازدهی بدون ریسک اثر گذار بودند^۱ و همچنین حجم نمونه پژوهش، تعمیم‌پذیری نتایج حاصل از آن را منطقی می‌نماید.

۶. پیشنهادها و محدودیت‌ها

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) در پژوهش خود با اشاره به آن که پس از بررسی جامعه آماری، وجود مالکیت خارجی در تعداد معدودی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران وجود دارد، ارائه یک مدل معتبر در خصوص بررسی رابطه میان مالکیت خارجی و عملکرد شرکت‌ها را مشکل دانسته‌اند. پس از گذشت بیش از یک دهه از پژوهش یاد شده، تعداد بسیار محدود شرکت‌های دارای سرمایه‌گذار خارجی و همچنین عدم پذیرش شرکت‌های بین‌المللی در بازار سرمایه ایران، مطالعه تجربی پیرامون رابطه این مدل مالکیتی با عملکرد شرکت را بسیار مشکل می‌سازد. اودین و همکاران^۲ (۲۰۱۷) عدم حمایت از سرمایه‌گذار خارجی، حاکمیت شرکتی ضعیف و مشکلات اجتماعی و سیاسی را عوامل اصلی پایین بودن سطح سرمایه‌گذاری خارجی می‌دانند. علیرغم تلاش‌های صورت پذیرفته در تدوین و بهسازی قوانین موضوعه نظیر بازنگری در دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های بورسی و فرابورسی و ارائه مشوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران، به نظر می‌رسد این حوزه همچنان نیازمند تلاش و توجه بیشتری می‌باشد.

^۱ توافق موقت ژنو در آذرماه ۱۳۹۲، امضای برجام در تیرماه ۱۳۹۴، خروج یک طرفه ایالات متحده از برجام در اردیبهشت ۱۳۹۷ و تحولات ناشی از هر یک از این پدیده‌ها از آن جمله‌اند.

^۲ Udin et al.

نظر به افزایش متوسط سرمایه‌گذاری نهادی در بازار سرمایه، نیاز است تا شرکت‌های سرمایه‌گذار، علاوه بر تقویت حوزه سرمایه‌گذاری، در حوزه شرکت‌داری نیز اقدام به تجهیز منابع مورد نیاز نمایند. سنجش‌های مبتنی بر بازار به شدت نسبت به نگرش سرمایه‌گذاران حساس می‌باشند [۵۸،۲] و این موضوع، اهمیت حسن شهرت نهادهای سرمایه‌گذار را دو چندان نموده است.

با توجه به مزایای یاد شده روش پانل پویا جهت بررسی اثر مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها، بررسی اثر سایر اشکال مالکیتی نظیر مالکیت خانوادگی و مدیریتی نیز با استفاده از این روش، به عنوان موضوع پژوهش‌های آتی به محققان پیشنهاد می‌گردد.

اکتفا به افشا سرمایه‌گذاران عمده و خلاصه کردن سرمایه‌گذاری‌های کمتر از یک درصد در قالب سایر سهامداران در گزارش‌های مالی شرکت‌ها، سبب ایجاد محدودیت در جمع‌آوری داده‌های مربوط به مالکیت شرکت‌های نمونه گردید که پیشنهاد می‌گردد شرکت‌ها تدبیر مناسبی را جهت افشا مربوط و قابل اتکا این اطلاعات در نظر بگیرند.

سپاسگزاری

از کلیه افرادی که ما را در انجام این پژوهش یاری نمودند تشکر می‌نماییم. در این پژوهش از سازمان، نهاد یا شخصی کمک مالی دریافت نشده است.



منابع

1. Abdallah, A.A.-N. and Ismail, A.K. (2017), "Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46,98-115.
2. Arabmazar Y., Mohammad; Alizadeh, Majid (2013). Ownership structure and the relationship between economic value added (EVA) and created shareholder value (CSV). *Journal of Financial Management Perspective*, 1(4).(in persian)
3. Badavar.N, Younes, Zarei, Mostafa(2010), owner structure and performance of listed companies, *Journal of Business Management*, 2(7), 41-63.(in persian)
4. Badii, Milad.(2022), The effect of systematic risk sources on the performance of mutual funds in Tehran Stock Exchange, *2nd International Conference on Management Laboratory and Innovative Approaches in Management and Economics*, Tehran, <https://civilica.com/doc/1588995>.(in persian)
5. Baltagi, B.H., Demetriades, P.O. and Law, S.H. (2009), Financial development and openness: evidence from panel data, *Journal of Development Economics*,89 (2), 285-296.
6. Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M.M. and Zimmermann, H. (2006), An integrated framework of corporate governance and firm valuation", *European Financial Management*, 12(2), 249-283.
7. Bekiris, F.V. (2013), Ownership structure and board structure: are corporate governance mechanisms interrelated?, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 13 (4), 352-364.
8. Borisova, G., Brockman, P., Salas, J.M. and Zagorchev, A. (2012), Government ownership and corporate governance: evidence from the EU, *Journal of Banking Finance*, 36 (11), 2917-2934.
9. Boubakri, N., Chen, R.R., El Ghoul, S., Guedhami, O. and Nash, R. (2020), State ownership and stock liquidity: evidence from privatization, *Journal of Corporate Finance*, 65, 101763.
10. Boycko, M., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1996), A theory of privatisation, *The Economic Journal*, 106 (435), 309-319.
11. Carlin, W. and Mayer, C. (2002), International evidence on corporate governance: lessons for developing countries, *Journal of African Economies*, 11 (1), 37-59.
12. Adjei Gyamfi Gyimah, Bismark Addai, George Kwasi Asamoah.(2021). Macroeconomic determinants of mutual funds performance in Ghana, *Cogent Economics & Finance*, 9:1
13. Capobianco, A. and Christiansen, H. (2011), Competitive Neutrality and State-Owned Enterprises: Challenges and Policy Options, Working Papers, OECD Corporate Governance, 1.
14. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P. and Lang, L.H. (2002), Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, *The Journal of Finance*, 57 (6), 2741-2771.

15. Colpan and Yoshikawa (2012), Performance sensitivity of executive pay: the role of foreign investors and affiliated directors in Japan, *Corporate Governance: An International Review*, 20 (6), 547-561.
16. Cornett, M.M., Marcus, A.J., Saunders, A. and Tehranian, H. (2007), The impact of institutional ownership on corporate operating performance, *Journal of Banking and Finance*, 31 (6), 1771-1794.
17. De Andres, P. and Vallelado, E. (2008), Corporate governance in banking: the role of the board of directors, *Journal of Banking and Finance*, 32 (12), 2570-2580.
18. Delios, A. and Wu, Z.J. (2005), Legal person ownership, diversification strategy and firm profitability in China, *Journal of Management and Governance*, 9 (2), 151-169.
19. Demsetz, H. and Lehn, K. (1985), The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 93 (6), 1155-1177.
27. Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001), Ownership structure and corporate performance, *Journal of Corporate Finance*, 7 (3), 209-233.
20. Duggal, R. and Millar, J.A. (1999), Institutional ownership and firm performance: the case of bidder returns, *Journal of Corporate Finance*, 5 (2), 103-117.
21. Dwivedi, N. and Jain, A.K. (2005), Corporate governance and performance of Indian firms: the effect of board size and ownership, *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 17 (3), 161-172.
22. Agrawal, A. and Knoeber, C.R. (1996), Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), 377-397.
23. Ellili, N.O.D. (2011), Ownership structure, financial policy and performance of the firm: US evidence, *International Journal of Business and Management*, 6 (10), 80.
24. Elyasiani, E. and Jia, J. (2010), Distribution of institutional ownership and corporate firm performance, *Journal of Banking and Finance*, 34 (3), 606-620.
25. Elyasiani, E. and Jia, J.J. (2008), Institutional ownership stability and BHC performance, *Journal of Banking and Finance*, 32 (9), 1767-1781.
26. Estrin, S., Meyer, K.E., Nielsen, B.B. and Nielsen, S. (2016), Home country institutions and the internationalization of state owned enterprises: a cross-country analysis, *Journal of World Business*, 51 (2), 294-307.
27. Firth, M., Lin, C. and Wong, S.M. (2008), Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: evidence from China, *Journal of Corporate Finance*, 14 (5), 642-653.
28. Flannery, M.J. and Hankins, K.W. (2013), Estimating dynamic panel models in corporate finance, *Journal of Corporate Finance*, 19, 1-19.
29. Hess, K., Gunasekarage, A. and Hovey, M. (2010), State-dominant and non-state-dominant ownership concentration and firm performance", *International Journal of Managerial Finance*, 6 (4), 264-289.

30. Hongxing, F. and Yu'na, J. (2013), Corporate governance, internal control and inefficient investment: theoretical analysis and empirical evidences [J], *Accounting Research*, 7, 1009.
31. Jensen, M. and Meckling, W. (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
32. Kang, H., Cheng, M. and Gray, S.J. (2007), Corporate governance and board composition: diversity and independence of Australian boards, *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2), 194-207.
33. Aguilera, R., Duran, P., Heugens, P., Sauerwald, S., Roxana, T. and VanEssen, M. (2020), State ownership, political ideology, and firm performance around the world, *Journal of World Business*, 56 (1), 101-113.
34. Kang and Kim (2012), Ownership structure and firm performance: evidence from the Chinese corporate reform, *China Economic Review*, 23 (2), 471-481.
35. Kapopoulos, P. and Lazaretou, S. (2007), Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms, *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2), 144-158.
36. Karpoff, J.M., Malatesta, P.H. and Walkling, R.A. (1996), Corporate governance and shareholder initiatives: empirical evidence, *Journal of Financial Economics*, 42 (3), 365-395.
37. Kumar, J. (2004), Does ownership structure influence firm value? Evidence from India, *The Journal of Entrepreneurial Finance Business Ventures*, 9 (2), 61-93.
38. Lang, L.H. and So, R.W. (2002), Bank Ownership Structure and Economic Performance, Chinese University of Hong Kong mimeo, Hong Kong mimeo.
39. Lazzarini, S.G. and Musacchio, A. (2018), "State ownership reinvented? Explaining performance differences between state-owned and private firms", *Corporate Governance: An International Review*, 26 (4), 255-272.
40. Lin, Y.R. and Fu, X.M. (2017), Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China, *International Review of Economics Finance*, 49, 17-57.
41. Madiwe, J. (2014), Ownership Structure, Inside Ownership and Firm Performance, University of Twente, Enschede.
42. Megginson, W.L., Nash, R.C. and Van Randenborgh, M. (1994), The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis, *The Journal of Finance*, 49 (2), 403-452.
43. Moradi.J., saead; Fadaei Nejad, Mohammad Esmail; Ghorbani, Milad(2017). Company ownership structure and profit timeliness: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Perspective*, 7(17), 113-126.(in persian)

44. Aharoni, Y. (1981), Performance evaluation of state owned enterprises: a process perspective, *Management Science*, Cambridge University Press, 27, 1340-1347.
45. Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
46. Nakano, M. and Nguyen, P. (2012), Board size and corporate risk taking: further evidence from Japan, *Corporate Governance: An International Review*, 20 (4), 369-387
47. Namazi, Mohammad; Kermani, Ehsan(2009). Investigating the Effects of Ownership Structure on The Performance of the Companies Accepted in the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 15(4). (in persian)
48. Nguyen, T., Locke, S. and Reddy, K. (2014), A dynamic estimation of governance structures and financial performance for Singaporean companies, *Economic Modelling*, 40, 1-11
49. Ongore, V.O. (2011), Corporate governance and performance: an analysis of ownership structure in Kenya, *International Journal of Governance*, 1 (2), 404-423.
50. Patterson, D.J. (2000), *The Link Between Corporate Governance and Corporate Performance*, New York: The Conference Board.
51. Perrini, F., Rossi, G. and Rovetta, B. (2008), Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian market, *Corporate Governance: An International Review*, 16(4), 312-325.
52. Phung, D.N. and Hoang, T.P.T. (2013), Corporate ownership and firm performance in emerging market: a study of Vietnamese listed firms, Paper Presented at the World Business and Social Science Research Conference, October, Bangkok.
53. Phung, D.N. and Mishra, A. (2016), Ownership structure and firm performance: evidence from Vietnamese listed firms, *Australian Economic Papers*, 55 (1), 63-98.
54. Qi, D., Wu, W. and Zhang, H. (2000), "Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: evidence from listed Chinese companies", *Pacific-Basin Finance Journal*, 8 (5), 587-610
55. Alfaraih, M., Alanezi, F. and Almujaed, H. (2012), The influence of institutional and government ownership on firm performance: evidence from Kuwait, *International Business Research*, 5(10), 192.
56. Rahmani, A., Mashaikh, S., & Popazam, M. (2011). Effect of ownership structure on corporate performance. *Financial Accounting and Auditing Research*, 3(9), 1-22.(in persian)
57. Richard, P., Devinney, T., Yip, G., & Johnson, G. (2009). Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice. *Journal of Management*, 35. <http://doi/10.1177/0149206308330560>.
58. Ross, S.A. (1977), The determination of financial structure: the incentive-signalling approach, *Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40, Spring.

59. Rowe, W. and Davidson, W.N. (2002), Endogeneity in Financial Performance and Board Composition: The Case of Closed-End Funds, Working Paper, University of Nebraska at Omaha.
60. Severin, E. (2001), "Ownership structure and the performance of firms: evidence from France", *European Journal of Economic Social Systems*, 15(2), 85-107.
61. Shahab Udin; Muhammad Arshad Khan; Majid Jamal Khan; Muhammad Yar Khan(2021). Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis, *International Journal of Emerging Markets*, 10.1108/IJOEM-03-2019-0220.
62. Shahveisi, F., Khairollahi, F. and Alipour, M. (2017), Does ownership structure matter for corporate intellectual capital performance? An empirical test in the Iranian context, *Eurasian Business Review*, 7 (1), 67-91
63. Shakeri, A., & FATHI, Y. (2017). WTO Accessing Negotiations and Economic Growth: Dynamic Panel Data (Panel GMM) Approach. *Iranian Journal of Trade Studies*, 21(83), 135-182.(in persian)
64. Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997), A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
65. Smith, M.P. (1996), Shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERS, *The Journal of Finance*, 51 (1), 227-252.
66. Al-Tamimi and Hassan, H.A. (2012), The effects of corporate governance on performance and financial distress, *Journal of Financial Regulation Compliance*, 169-181
67. Stan, C.V., Peng, M.W. and Bruton, G.D. (2014), Slack and the performance of state-owned enterprises, *Asia Pacific Journal of Management*, 31 (2), 473-495.
68. Sun, Q. and Tong, W.H. (2003), China share issue privatization: the extent of its success, *Journal of Financial Economics*, 70 (2), 183-222.
69. Sun, Q., Tong, W.H. and Tong, J. (2002), How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience, *Journal of Business Finance and Accounting*, 29 (2), 1-27
70. Tian, L. and Estrin, S. (2008), "Retained state shareholding in Chinese PLCs: does government ownership reduce corporate value?", *Journal of Comparative Economics*, 36 (1), 74-89.
71. Udin, S., Khan, M.A. and Javid, A.Y. (2017), The effects of ownership structure on likelihood of financial distress: an empirical evidence, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17 (4), 589-612
72. Wintoki, M.B., Linck, J.S. and Netter, J.M. (2012), Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 105 (3), 581-606.
73. Xu, X. and Wang, Y. (1999), Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies, *China Economic Review*, 10 (1), 75-98.

74. Yeh, C.M. (2019), Ownership structure and firm performance of listed tourism firms, *International Journal of Tourism Research*, 21 (2), 165-179.
75. Yu, M. (2013), State ownership and firm performance: empirical evidence from Chinese listed companies, *China Journal of Accounting Research*, 6 (2), 75-87.
76. Zhuang, J. (1999), Corporate governance in East Asia and some policy implications, Economics and Development Resource Center, Asian Development Bank, available at: <https://www.think-asia.org/bitstream/handle/11540/2617/bn014.pdf?sequence=1>.
77. Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003), Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1328.
78. Antoniou, A., Guney, Y. and Paudyal, K. (2008), The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1). 59-92.

استناد

بدیعی، میلاد؛ ابراهیمی سرو علیا، محمدحسن و سرگلزایی، مصطفی (۱۴۰۲). اثر ساختار مالکیت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل پویا. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۱۳(۴۲)، ۶۳-۹۰.

Citation

Badiei, Milad; Ebrahimi Sarve Oliya, Mohammad Hassan & Sargolzaei, Mostafa (2023). The Effect of Ownership Structure on the Corporate Financial Performance in Tehran Stock Exchange: a Dynamic Panel Data Analysis. *Journal of Financial Management Perspective*, 13(42), 63 - 90. (in Persian)
