

ارتباط میان ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

اوراق بهادار تهران

نظام الدین رحیمیان^۱، فرزین رضایی^۲، فرانک سادات میرعبداللهی^۳

چکیده

با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به وجود می‌آید و مدیران ممکن است دست به رفتارهای فرصت طلبانه بزنند و تصمیماتی را اتخاذ کنند که در جهت منافع آنان و برخلاف منافع سهامداران باشد. شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار دارای ساختار مالکیت متفاوتی هستند و در سال‌های اخیر، اصول راهبری شرکت‌ها بر این ساختار مالکیت تأثیر گذاشته است. این پژوهش به منظور مطالعه تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آنها در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. برای انجام پژوهش از ۷۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در قلمروی زمانی (۱۳۸۹-۱۳۸۳) و روش داده‌های تابلویی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار ارتباط معناداری وجود ندارد و این ارتباط به صورت منحنی شکل نمی‌باشد و در مورد مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد مالی شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: نظریه نمایندگی، ساختار مالکیت، عملکرد مالی شرکت، معیارهای ارزیابی عملکرد،

سرمایه‌گذاران نهادی

طبقه‌بندی موضوعی: G32, G34

۱. استادیار گروه حسابداری دانشگاه غیرانتفاعی رجاء قزوین

۲. استادیار دانشکده حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه غیرانتفاعی رجاء قزوین (مسئول مکاتبات: Faranak_mirabdollahi@yahoo.com)

۱. مقدمه

اقتصاددانان برای سالیان متمادی فرض می‌کردند که تمام گروه‌های مربوط به شرکت سهامی برای هدف مشترکی فعالیت می‌کنند. اما در ۳۰ سال گذشته، موارد بسیاری از تضاد منافع میان گروه‌ها و نحوه مواجهه شرکت‌ها با این تضادها مطرح شده است. این موارد به طور کلی با عنوان «نظریه نمایندگی» بیان می‌شود. در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و برای دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می‌دهند.

بحث مالکیت سهام در شرکت‌ها و نحوه تاثیر آن بر عملکرد شرکت، موضوعی است که برای چند دهه مورد توجه پژوهشگران بوده است. در واقع این موارد به معضلات زیربنایی مربوط می‌شوند که مبحث ساختار مالکیت در باب نظریه اصول راهبری شرکت‌ها بر آن اساس تکوین یافته است. تضاد منافع میان سهامداران و مدیریت، اعمال کنترل مطلق از سوی سهامداران عمده، منحصر شدن اتخاذ تصمیمات از سوی مدیران و تضييع حقوق سهامداران، از جمله این موارد به شمار می‌روند (احمدوند، ۱۳۸۵).

۲- بیان مساله

در این پژوهش، بر روی دو بعد با اهمیت ساختار مالکیت، تمرکز مالکیت (یعنی سهامی که بیشتر سهامداران مالک آن هستند) و شناسایی مالکان تاکید می‌شود. ساختار مالکیت از ساز و کارهای داخلی با اهمیت اصول راهبری شرکت‌هاست. اصول راهبری شرکت‌ها، از مباحث با اهمیت و روبه رشد است که در مبانی نظری اقتصاد توجه بسیار کمی به آن شده است (Sanghoon, ۲۰۰۸).

اصول راهبری شرکت‌ها، مجموعه قوانین و رویه‌های حاکم بر روابط مدیران، سهامداران و حسابرسان شرکت است که با اعمال سیستم نظارتی، از حقوق سهامداران حمایت می‌کند. این مبحث بر پایه نظریه نمایندگی و نیز توجه به مسئولیت‌های اجتماعی مدیران و سهامداران عمده استوار است. بنابراین اصول راهبری شرکت‌ها با نشانه گرفتن اولین گروه ذینفعان در شرکت‌ها یعنی هیات مدیره و ساختار مالکیت شرکت، به دنبال آن است که هیات مدیره و سهامداران در دستیابی به بازده سرمایه‌گذاری اطمینان کسب کنند. با توجه به اینکه سازمان‌های امروزی به منظور کاهش تعارض منافع بین سهامداران و مدیریت بر مجزا سازی مالکیت از مدیریت تاکید می‌ورزند،

با افزایش تعداد سهامداران بالاخص سهامداران عمده، تضاد منافع در بین سهامداران و مدیران و نیز میان سهامداران افزایش می‌یابد و ممکن است بر امر نظارت و کنترل بر عملکرد مدیریت شرکت خدشه وارد کند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹).

با توجه به اینکه اولاً در ترکیب مالکیت اغلب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سهامداران عمده ای وجود دارند که از نظر نظریه اصول راهبری شرکت‌ها دارای توانایی اعمال نظارت بیشتری در مقایسه با سهامداران جزء هستند، ثانیاً ساختار حاکم بر اغلب شرکت‌ها و سازمانها در ایران (به لحاظ مالکیت) ساختار دولتی است، این پژوهش به دنبال بررسی موضوع تاثیر یا عدم تاثیر نوع مالکیت سهامداران بر عملکرد شرکت است.

۳- مبانی نظری پژوهش

پایه و اساس مطالعات اصول راهبری شرکت‌ها نظریه نمایندگی است و مسائل نمایندگی نیز حاصل مجزا سازی مالکیت از کنترل می‌باشد. فرض نظریه نمایندگی بر این است که بین منافع سهامداران و مدیریت یک تعارض بالقوه وجود دارد و مدیران به دنبال کسب بیشترین حد منافع خود از طریق سهامداران شرکت هستند. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست (احمدوند، ۱۳۸۵).

ساختار مالکیت مشتمل بر دو مفهوم بافت یا ترکیب مالکیت از یک سو و میزان تمرکز سهام نزد ایشان از سوی دیگر است. یافته‌ها نشان می‌دهد که گروه‌های مالک به یک شکل و میزان از قدرت و هم‌سویی در اثرگذاری بر عملکرد شرکت برخوردار نیستند (Sanghoon, ۲۰۰۸).

ترکیب مالکیت به این معنی است که سهامداران چه کسانی هستند و چه افرادی از میان آنها کنترل شرکت را در اختیار دارند. در قالب کلی، رابطه ساختار مالکیت بر عملکرد آنچه که نیازمند دقت و بررسی است، قدرت گرفتن گروهی از مالکان به نام سرمایه‌گذاران نهادی است که سهم مالکانه زیادی را به خود اختصاص داده‌اند و تعامل بین این گروه‌ها با سایر مالکان است که می‌تواند بر عملکرد شرکت موثر واقع شود (شریعت پناهی، ۱۳۸۰).

سرمایه‌گذاران نهادی به سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری گفته می‌شود. سرمایه‌گذاران نهادی معمولاً به دلیل در اختیار داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکت‌ها و همچنین حرفه‌ای بودن در امر سرمایه‌گذاری، توان و انگیزه لازم برای

نظارت بر شرکت‌ها را دارند. به کلی این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است سبب تغییر رفتار و عملکرد شرکت‌ها شود (اسداللهی، ۱۳۸۹).

ارزیابی و اندازه‌گیری عملکرد شرکت از مهم‌ترین مسائل مالی است و عدم ارزیابی و کنترل عملکرد شرکت‌ها به عدم تخصیص بهینه منابع می‌انجامد که این موضوع سبب زیان سهام‌داران و در نهایت اقتصاد در سطح کلان می‌شود. ارزیابی عملکرد یعنی ارزیابی شرکت در این است که تا چه حدی به اهداف تعیین شده در برنامه‌های خود دست یافته است. عملیاتی کردن مفهوم عملکرد شرکت، امر پیچیده‌ای است و به طور معمول برای انجام آن از سنج‌های مختلفی استفاده می‌شود (عبداللهی، ۱۳۸۹).

۴- پیشینه پژوهش

۴-۱ پژوهش‌های خارجی

بروس و کینی (۱۹۹۴) در پژوهش خود به این نتیجه رسیده‌اند که بین قیمت سهام، سودآوری شرکت و بهبود عملیات با سطح سرمایه‌گذاران نهادی، رابطه مثبت وجود دارد.

سیفرت، گانسنس و رایت (۲۰۰۴)^۱، اثرات حق مالکیت دارندگان اطلاعات محرمانه و سهامداران عمده و موسسات بر عملکرد شرکت را با استفاده از نمونه موسساتی کشور (امریکا، انگلستان، آلمان و ژاپن) بررسی کردند. نتایج مشخص می‌کند که اثرات مالکیت دارندگان اطلاعات محرمانه یا سهامداران عمده و موسسات، به قوانین محلی یا محیط تجاری بستگی زیادی دارد.

کیرچمایر و گرانت^۲ (۲۰۰۵) پژوهش دیگری در اروپا انجام دادند. نتایج نشان می‌دهد که سهامداران عمده اثر منفی بر روی عملکرد قیمت سهام در بلندمدت دارند. این نتایج بعد از کنترل اثرات صنعت، کشور، اندازه و نوع مالکیت هم به قوت خود باقی است.

میولر و اسپیتز (۲۰۰۶) ارتباط میان مالکیت مدیریتی (که شامل سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیئت مدیره می‌باشد) و عملکرد شرکت‌های خصوصی متوسط و کوچک آلمانی را با آزمایش فرضیات انگیزشی، تجزیه و تحلیل می‌نمایند. آنها در پژوهش خود از نمونه ۳۵۶ تایی شرکت‌های بخش خدمات برای سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰ استفاده کردند که با کسب و کار ارتباط دارند. یافته‌های این پژوهش نشان داد که عملکرد شرکت‌های با درصد مالکیت مدیریتی بالای ۴۰ درصد، در حال بهبود می‌باشد.

1. Seifert, Gonence and Wright 2005

2. Kirchmaier and Grant 2005

تیسای و گو (۲۰۰۷) نیز در بررسی ارتباط میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت دریافتند که مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت (شاخص کیوتوبین) تاثیر مثبت دارد. همچنین الیاسیانی و جیا (۲۰۰۷) در پژوهشی یافتند که سهامداران نهادی با عملکرد شرکت رابطه مثبت دارند. کاپوپولس و لازاری تو (۲۰۰۷) تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت متمرکزتر به گونه مثبت با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است.

آیدین، ساییم و یالاما (۲۰۰۷)^۱ بررسی کردند که آیا شرکت‌های ترکیه ای دارای مالکیت خارجی، به گونه معنی داری بهتر از شرکت‌های دارای مالکیت داخلی عمل می‌کنند؟ در این پژوهش، از آزمون تی و متغیرهای حاشیه سود عملیاتی شرکت‌ها، بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و اطلاعات تمام شرکت‌های حاضر در بازار بورس استانبول برای سال های ۲۰۰۳ و ۲۰۰۴، استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای مالکیت خارجی، از نظر بازده دارایی‌ها، بهتر از شرکت‌هایی عمل می‌کنند که دارای مالکیت داخلی هستند. شواهد این پژوهش از این فرضیه نیز حمایت می‌کند که مشارکت مالکیت خارجی عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد (Aydin, N. Sayim, M. & A. Yalama, ۲۰۰۷).

۴-۲ پژوهش‌های داخلی

در سال ۱۳۸۰ سید مجید شریعت پناهی در پایان نامه دکتری خود ، اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را بررسی کرده است. نتایج نشان می‌دهد که رابطه تعاملی میان استفاده از این ساز و کارهای کنترلی وجود دارد. بین عملکرد شرکت‌ها و استفاده از بازار نیروی کار مدیریتی و میزان استفاده شرکت از بدهی، رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. ولی عملکرد شرکت‌ها با سایر سازو کارها به ویژه ساز و کارهای مربوط به انواع مستقیم مالکیت آنها، رابطه معناداری ندارد. بین عملکرد شرکت‌ها و درصد مالکیت سهام سهامداران داخلی شرکت، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد (شریعت پناهی، ۱۳۸۰).

احمد میدری در رساله دکتری خود به سال ۱۳۸۱ با عنوان «سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصاد ایران»، تاثیر خرد و کوچک شدن سهام و دارایی های شرکت بر عملکرد آن را بررسی کرد. نتایج نشان داد که در ایران، رابطه معنادار و مثبتی میان تمرکز مالکیت و کارایی وجود دارد. کارایی شرکت های فاقد مالک عمده حتی از شرکت های دولتی نیز کمتر است. عملکرد شرکت های خانوادگی تفاوت چندانی با شرکت های دولتی ندارد. در نهایت وی نتیجه گرفت که ساختار نامتمرکز مالکیت در ایران به بدتر شدن عملکرد می انجامد (میدری، ۱۳۸۰).

در پژوهش دیگری به سال ۱۳۸۲ نادر مظلومی، رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی را با سهم مالکیت آن نهادها در شرکت های پذیرفته شده بورس بررسی کرده است. یافته ها نشان می دهد که گروه های مالک به یک شکل و میزان از قدرت و هم سویی در اثرگذاری بر عملکرد برخوردار نیستند که توسط بازده دارایی ها و ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام سنجیده شده است. بر مبنای نتایج حاصل، نهادها در نقش مالکان شرکت های سهامی عام، قدرت کاهش هزینه های نمایندگی و اثرگذاری مثبت بر عملکرد را دارند. قدرت اثرگذاری نهادها در شرکت های کوچکتر بیشتر است (مظلومی، ۱۳۸۲).

ژیلا احمد و نلد (۱۳۸۵) در پژوهشی با عنوان «بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» با بررسی P/E نسبت به ROE دریافت که بازده حقوق صاحبان سهام شرکت (ROE) تحت تاثیر عوامل صنعت می باشد، اما صنایع مورد مطالعه از نظر P/E تفاوت معناداری با هم ندارند. او به این نتیجه رسید که با افزایش تعداد سهامداران عمده در ترکیب مالکیت ROE نیزها، افزایش می یابد. این روند شاید حاصل نظارت و کنترل سهامداران عمده شرکت و هم افزایی آنها در تاثیرگذاری بر تصمیمات مالی شرکت باشد (احمد و نلد، ۱۳۸۵).

حساس یگانه، مرادی و اسکندر (۱۳۸۷) در پژوهش خود نشان دادند که سرمایه گذاران نهادی بر ارزش شرکت (ارزش بازار به ارزش دفتری) تاثیر مثبتی دارند. بر این اساس، سرمایه گذاران نهادی برای بهبود عملکرد، محرک هایی دارند و توان تنبیه مدیرانی را نیز دارند که در جهت منافعشان حرکت نمی کنند. به عبارتی، مالکان نهادی، پرتفوی خود را به صورت فعال مدیریت می کنند و مدیران را به گرفتن تصمیمات بهینه ترغیب می کنند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷).

نرگس برادران خسروشاهی (۱۳۸۷) پژوهشی با عنوان «اثر ساختار مالکیت از نظر میزان پراکنده گی و تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار» انجام داده است. در این پژوهش با طبقه بندی شرکت ها بر اساس ساختار مالکیت شرکتی از نظر

میزان تمرکز به دو گروه شرکت‌هایی با مالکیت سهام متمرکز و شرکت‌هایی با مالکیت سهام پراکنده، سعی می‌شود به این پرسش پاسخ داده شود که کدام یک از این دو نوع ساختار مالکیت به عملکرد بهتر شرکت از نظر مالی و غیر مالی می‌انجامد. با بررسی ساختار مالکیت به عنوان یکی از عوامل درون سازمان برای تشخیص نوع حاکمیت شرکتی، سیستم حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌های ایرانی مورد شناسایی قرار می‌گیرد.

راضیه ماه آور پور (۱۳۸۷) در پژوهشی با عنوان «بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های عضو بورس»، رابطه میان EPS و تمرکز مالکیت را در تجزیه و تحلیل پانل دیتا بررسی کرده است و با ۹۵ درصد اطمینان نشان داد که میان درصد مالکیت سهامداران عمده و نیز سهامداران نهادی و EPS، از نظر آماری ارتباط معنی داری وجود دارد. در این پژوهش، تمرکز مالکیت با استفاده از درصد مالکیت سهامداران عمده و سهامداران نهادی مورد بررسی قرار گرفته و عملکرد شرکت نیز با دو معیار بازده سهام و EPS سنجیده شده است (ماه آور پور، ۱۳۸۷).

آرش جالبی (۱۳۸۸) پژوهشی با عنوان «تاثیر حاکمیت شرکتی از دیدگاه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام داده است. هدف این پژوهش، بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی از دیدگاه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. فرضیه اصلی پژوهش این است که رابطه معنی داری بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها وجود دارد. فرضیه‌های فرعی مبتنی بر رابطه بین ساختار مالکیت و انواع شاخص‌های عملکرد شرکت‌هاست. یافته‌های پژوهش حاکی از وجود رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد آنها می‌باشد (جالبی، ۱۳۸۸).

مهین عبداللهی در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به سال ۱۳۸۸، رابطه میان تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده است. نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین تمرکز مالکیت و دو معیار عملکرد یعنی ROE و Q توبین رابطه معناداری وجود دارد. به طوریکه تمرکز مالکیت ۱۲/۶۷ درصد از تغییرات ROE و ۱۳/۱۱ درصد از تغییرات Q توبین را تفسیر می‌کند. همچنین بین معیار عملکرد ROE و نسبت سود تقسیمی رابطه معنادار مشاهده شد که ۱۰/۲۷ درصد از تغییرات نسبت سود تقسیمی توسط معیار عملکرد ROE تفسیر می‌شود. در عین حال از نظر آماری رابطه‌ی معنادار بین تمرکز مالکیت و نسبت سود تقسیمی مشاهده نشد (عبداللهی، ۱۳۸۸).

زینب عبدی نصرآبادی (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» رابطه میان ساختار مالکیت و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار داد. در این پژوهش، از درصد مالکیت سهامداران عمده بعنوان متغیر مستقل و از متغیرهای اندازه شرکت، فرصتهای رشد، سودآوری و جریان نقدی آزاد بعنوان متغیرهای کنترلی استفاده شده است تا بتوان رابطه آنها را با ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شهیافت.

مهدیه پرتو اعظم (۱۳۸۹) در « بررسی تاثیر نوع ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها » به بررسی تاثیر نوع ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها می‌پردازد. معیار در نظر گرفته شده برای عملکرد بازده دارایی‌ها (ROA)، جریان نقدی بازده دارایی‌ها (CFOA)، بازده فروش (ROS)، بهره‌وری (سرايه دارایی‌ها و سرايه فروش کارکنان) و کیوتو بین است. به این منظور، عملکرد شرکت‌هایی مورد آزمون قرار گرفت که سهامدار عمده آنها، یکی از چهار گروه بانک ملی، بنیاد مستضعفان، تامین اجتماعی و بخش خصوصی بود (پرتو اعظم، ۱۳۸۹).

۵- پرسش‌های پژوهش

این پژوهش به دنبال آن دسته از ویژگی‌های ساختار مالکیت شرکت می‌باشد که بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. بدین ترتیب پرسش مطرح شده این است که آیا میان ترکیب ساختار مالکیت شرکت‌های عضو بورس و معیارهای ارزیابی عملکرد، رابطه معناداری وجود دارد؟ و در صورت وجود رابطه معنادار، آیا این رابطه منحنی شکل است و همچنین کدامیک از معیارها، رابطه قوی‌تری با ساختار مالکیت دارند؟

۶- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری، پرسش‌های پژوهش‌های انجام شده، در این پژوهش فرضیه‌های زیر مورد آزمون قرار می‌گیرند:

فرضیه ۱. میان تمرکز مالکیت با عملکرد شرکت ارتباط مثبتی وجود دارد.

فرضیه ۲. میان تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت نوعی ارتباط منحنی شکل وجود دارد (رابطه افزایش در تمرکز مالکیت با عملکرد مالی در سطوح بالا و پایین تمرکز متفاوت است).

فرضیه ۳. میان مالکیت نهادی با عملکرد مالی شرکت ارتباط مثبتی وجود دارد.

۷- متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها در این پژوهش از متغیرهای مورد استفاده توسط سنگون برای بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.^۱

متغیرهای وابسته

NIA: نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها

OIA: نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها

متغیرهای مستقل

متغیرهای مربوط به مالکیت

CR: درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران بلوکی (سه نفر نخست دارای بالاترین

درصد مالکیت بیش از ۵٪)

INS: درصد سهام نگهداری شده توسط سرمایه‌گذاران نهادی (اشخاص حقیقی داری درصد

مالکیت بیش از ۵ درصد و کلیه اشخاص حقوقی)

متغیرهای مربوط به اندازه

LNA: لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها

LNS: لگاریتم طبیعی مجموع فروش

متغیرهای مربوط به اهرم مالی

EAR: نسبت حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی‌ها

LER: نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام

متغیرهای مربوط به نقدینگی

CUR: نسبت جاری (نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری)

QKR: نسبت سریع

متغیرهای مربوط به ریسک

BET: ضریب بتای حاصل از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)

متغیرهای مربوط به چرخه عملیاتی

IVA: نسبت موجودی‌ها به مجموع دارایی‌ها

OPCYCLE: متغیر مربوط به چرخه عملیاتی (لگاریتم دوره وصول مطالبات به علاوه دوره

گردش کالا)

IND: متغیر مجازی مربوط به صنعت

CR*: متغیر مجازی که برای کنترل ارتباط میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌ها در

سطح بالای تمرکز مورد استفاده قرار می‌گیرد. اگر میزان مالکیت سهامداران بلوکی بیش از ۵۵٪

باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر برای آن در نظر گرفته می‌شود.

۸- روش پژوهش

۸-۱ نوع پژوهش

روش پژوهش حاضر با توجه به هدف کاربردی است و با توجه به روش پژوهش، بر اساس روش‌های توصیفی و همبستگی صورت گرفته است. در پژوهش همبستگی، هدف اصلی، مشخص کردن رابطه بین دو یا چند متغیر، اندازه و مقدار آن رابطه است. از آنجا که پژوهش حاضر با داده‌های واقعی سر و کار دارد، از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت اطلاع‌رسانی سازمان بورس استفاده شده است. داده‌های پژوهش حاضر شامل داده‌های تابلویی است و برای پردازش و آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزارهای Excel و Eviews7 استفاده شده است و روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای آزمون فرضیه انجام شد.

۸-۲ جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره مالی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ می‌باشد.

روش انتخاب نمونه نیز در واقع غربالگری می‌باشد که در آن، کلیه شرکت‌های نمونه باید واجد کلیه شرایط مندرج در زیر باشند:

۱- در سال قبل از آغاز دوره پژوهش یعنی سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲- طی دوره پژوهش ۸۹-۸۳، وقفه معاملاتی بیش از پنج ماه نداشته باشند.

۳- نمونه‌ها شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری نباشند.

۴- سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.

۵- طی دوره پژوهش با تغییر در دوره مالی مواجه نباشند.

۶- شرکت‌های منتخب جزو شرکت‌های زیان ده طی دوره پژوهش نباشند.

۷- شرکت‌ها از صناعی باشند که دست کم ۳ شرکت از آن صنعت در نمونه حضور داشته باشد.

۸-۳ قلمرو پژوهش

پژوهش حاضر بر رابطه بین ساختار مالکیت بر عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی می‌کند و زمانی پژوهش شامل دوره زمانی از ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ می‌باشد. قلمرو مکانی پژوهش محدود به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۹- تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه‌ها

۹-۱ آمار توصیفی و تجزیه و تحلیل آن

آمارهای توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول ۱ داده شده‌اند. نتایج داده شده در جدول ۱، شمایی کلی از وضعیت داده‌های پژوهش نشان می‌دهد.

جدول ۱: آمار توصیفی پژوهش

متغیرها	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
NIA	۴۹۰	۰/۱۵۶	۰/۱۳	۰/۵۴	۰/۰۰۱	۰/۱۰۳
OIA	۴۹۰	۰/۱۸۷	۰/۱۷	۰/۵۶	۰/۰۰۱	۰/۱۰۷
CR	۴۹۰	۰/۶۹۹	۰/۷۰۶	۰/۹۸۱	۰/۰۵۳	۰/۱۶۵
INS	۴۹۰	۰/۷۷۲	۰/۸۰۹	۰/۹۹۳	۰/۰۹۵	۰/۱۵۴
LNA	۴۹۰	۱۳/۵۹	۱۳/۳۴	۱۸/۴	۱۰/۸	۱/۴۳
LNS	۴۹۰	۱۳/۳۶	۱۳/۱۶	۱۸/۴۱	۱۰/۲۱	۱/۴۳
EAR	۴۹۰	۰/۳۷	۰/۳۶	۰/۹۰	۰/۰۷	۰/۱۴۸
LER	۴۹۰	۲/۲۴	۱/۸۱	۱۳/۸۱	۰/۱۱	۱/۷۹
CUR	۴۹۰	۱/۲۷	۱/۱۹	۷/۲۴	۰/۱۶	۰/۶۴
QKR	۴۹۰	۰/۷۴۴	۰/۶۹	۵/۰۱	۰/۰۴	۰/۴۹
BET	۴۹۰	۰/۳۸۹	۰/۲۲	۵/۳۹	-۵/۲۴	۱/۱۹
IVA	۴۹۰	۰/۲۳۹	۰/۲۳	۰/۶۹	۰/۰۰۳	۰/۱۳
OPC	۴۹۰	۵/۳۸	۵/۴۶	۷/۵۴	۲/۵۵	۰/۵۷

NIA در مجموع شرکت‌های نمونه با میانگین ۰/۱۵۶ به معنای آن است که آنها توانسته‌اند به ازای هر یک هزار ریال دارایی شرکت‌های نمونه، ۱۵۶ ریال سود خالص کسب نمایند. دامنه تغییرات این نسبت بین ۰/۰۰۱ تا ۰/۵۴ می‌باشد. در واقع بهترین شرکت نمونه پژوهش به ازای هر یک هزار ریال ۵۴ ریال و ضعیف‌ترین شرکت نمونه به ازای هر یک هزار ریال صفر ریال سود خالص کسب نموده است. با توجه به اینکه میانه و میانگین نسبت فوق به هم نزدیک اند، از نظر چولگی و کشیدگی مشکل خاصی وجود دارد. همچنین درصد مالکیت در اختیار ۳ نفر نخست سهامداران شرکت‌های نمونه پژوهش به طور میانگین ۶۹/۹ درصد بوده، حال آنکه در کمترین حالت ۵/۳ درصد و در بیشترین حالت ۹۸/۱ درصد در اختیار آنها قرار دارد. با توجه به نزدیکی میانه و میانگین در بیشتر متغیرها و همچنین دیگر آماره‌های به دست آمده از متغیرهای مختلف می‌توان نتیجه گرفت که همه متغیرهای پژوهش از توزیع آماری مناسبی برخوردار هستند.

۹-۲ آزمون فرضیات پژوهش

۹-۲-۱ آزمون فرضیه نخست

در این فرضیه، به بررسی وجود ارتباط مثبت میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود. برای آزمون این فرضیه از الگوی شماره یک به شرح زیر استفاده می‌شود:

الگوی شماره ۱

$$NIA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 INS_{i,t} + \beta_3 LNA_{i,t} + \beta_4 EAR_{i,t} + \beta_5 CUR_{i,t} + \beta_6 BET_{i,t} + \beta_7 IVA_{i,t} + \beta_8 OPC_{i,t} + \sum_{i=1}^9 \beta_{8+i} IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

قبل از برازش الگو، آزمون تشخیصی چاو (F لیمر) برای انتخاب از بین روشهای دادههای ترکیبی معمولی در مقابل روش دادههای تابلویی با اثرات ثابت انجام شد. با توجه به نتایج به دست آمده، روش دادههای تابلویی با اثرات ثابت روش ارجح میباشد. به منظور بررسی خود همبستگی سریالی میان جملات باقی ماندههای الگوی پژوهش، باقی ماندههای بدست آمده از رگرسیون بالا در مقابل سه وقفه آن مورد تخمین قرار گرفت و نتایج نشان داد که خودهمبستگی سریالی مرتبه نخست میان جملات باقی مانده الگوی پژوهش وجود دارد. حال برای رفع این مشکل، متغیرهای مستقل الگو با یک وقفه وارد الگو شده و الگو دوباره مورد تخمین قرار گرفت که نتایج آن در جدول ۲ نشان داده شده است.

با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۲ در برآورد الگوی پژوهش، با توجه به آماره F (۷۸/۹۶) و سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر با (۰/۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ میباشد، در سطح اطمینان ۰/۹۹ می‌توان بیان کرد که در کل، الگوی پژوهش به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون بدست آمده نشان می‌دهد که خودهمبستگی سریالی میان جملات باقی ماندههای الگوی پژوهش وجود ندارد. در فرضیه یک به بررسی ارتباط میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از تخمین الگوی ۱ و ضریب متغیر تمرکز مالکیت که برابر (۰/۰۰۰۱-) و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر (۰/۷۰۸) و بیشتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می‌باشد، می‌توان بیان کرد که ارتباط معناداری میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی وجود ندارد.

جدول ۲. نتایج تخمین الگوی شماره ۱

متغیر	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
عرض از مبدا	-۰/۱۰۵	۲/۲۲	۰/۰۲۷
CR	-۰/۰۰۰۱	-۰/۳۷۵	۰/۷۰۸
INS	۰/۰۰۰۴	۰/۸۹۹	۰/۳۶۹
LNA	۰/۰۰۰۶	۰/۳۳۴	۰/۷۳۸
EAR	۰/۳۵۹	۶/۵۶	۰/۰۰۰
CUR	۰/۰۰۰۲	۰/۴۷۸	۰/۶۳۳
BET	-۰/۰۰۰۲	-۰/۶۵۹	۰/۵۰۹
IVA	۰/۰۱۵	۰/۴۰۸	۰/۶۸۳
OPC	-۰/۰۳۴	-۳/۹۸	۰/۰۰۰
IND1	-۰/۰۰۰۵	-۰/۴۸۷	۰/۶۲۶
IND2	-۰/۰۱۸	-۲/۱۱۶	۰/۰۳۵
IND3	-۰/۰۴۲	-۴/۹	۰/۰۰۰
IND4	-۰/۰۲۴	-۲/۵۳	۰/۱۲
IND5	-۰/۰۳۱	-۳/۳۷	۰/۰۰۰
IND6	-۰/۰۴۱	-۴/۹	۰/۰۰۰
IND7	-۰/۰۰۴	-۴/۷۲	۰/۰۰۰
IND8	-۰/۰۰۱	-۰/۷۹۲	۰/۴۲۹
IND9	-۰/۰۲۹	۱/۸۷	۰/۰۶۲
CR(-1)	۰/۰۰۰۰۲	۰/۰۳۷	۰/۹۷
INS(-1)	۰/۰۰۰۰۲	۰/۴۶۸	۰/۶۳۹
LNA(-1)	-۰/۰۰۰۰۵	۰/۰۰۳	۰/۹۹۸
EAR(-1)	-۰/۲۰۲	-۳/۷۳	۰/۰۰۰
CUR(-1)	-۰/۰۰۰۴	-۰/۴۴۵	۰/۶۵۷
BET(-1)	-۰/۰۰۰۲	-۱/۲۵۵	۰/۲۱
IVA(-1)	۰/۰۳۹	۱/۰۱۹	۰/۳۰۹
OPC(-1)	۰/۰۳۲	۴/۴۶	۰/۰۰۰
NIA(-1)	-۰/۶۲۷	-۱۵/۸۷	۰/۰۰۰
R-Squared		۰/۸۶۳	
Adjusted R-Squared		۰/۸۵۲	
F stat. (P. Value)		۷۸/۹۶ (۰/۰۰۰)	
D.W Stat.		۱/۸۸	

۹-۲-۲ آزمون فرضیه دوم

در این فرضیه به بررسی وجود ارتباط منحنی شکل میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای آزمون این فرضیه از الگوی ۲ به شرح زیر استفاده می‌شود.

الگوی ۲

$$OIA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 CR^*_{i,t} + \beta_3 INS_{i,t} + \beta_4 LNA_{i,t} + \beta_5 EAR_{i,t} + \beta_6 CUR_{i,t} + \beta_7 BET_{i,t} + \beta_8 IVA_{i,t} + \beta_9 OPC_{i,t} + \sum_{i=1}^9 \beta_{9+i} IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

قبل از برازش الگو، آزمون تشخیصی چاؤ (لیمر) به منظور انتخاب روش از بین روشهای داده‌های ترکیبی معمولی و روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شد. لازم به توضیح است که در این الگو با توجه به اینکه اثرات مکانی (مربوط به صنایع مختلف) کنترل شده و به عنوان متغیر مجازی در الگو قرار گرفته است، باید در آزمون تشخیصی چاؤ به بررسی اثرات ثابت زمانی در مقابل داده‌های ترکیبی معمولی پرداخته شود. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت روش ترجیح می‌باشد. همچنین به منظور بررسی خودهمبستگی سریالی میان جملات باقی‌مانده‌های الگو پژوهش، باقی‌مانده‌های بدست آمده از رگرسیون بالا در مقابل سه وقفه آن مورد تخمین قرار گرفت و نتایج نشان داد که خودهمبستگی سریالی مرتبه نخست میان جملات باقی‌مانده الگوی پژوهش وجود دارد. حال برای رفع این متغیرهای مستقل الگو با یک وقفه وارد الگو شده و الگو دوباره مورد تخمین قرار گرفت که نتایج آن نشان‌دهنده شده است. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۳ برآورد الگوی پژوهش، با توجه به $F(36/45)$ و سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر (۰/۰۰۰۱) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۹ میتوان بیان کرد که در کل، الگوی پژوهش به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است همچنین آماره دوربین واتسون بدست آمده نشان می‌دهد که خودهمبستگی سریالی میان جملات باقی‌مانده‌های الگو پژوهش وجود ندارد فرضیه ۲ به بررسی ارتباط منحنی شکل میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. نتایج بدست آمده از تخمین الگوی و ضریب متغیر تمرکز مالکیت و متغیر مجازی تمرکز مالکیت که به ترتیب برابر (۰/۰۰۰۱) و (۰/۰۰۱۳) و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آنها که به ترتیب برابر (۰/۸۶۲) و (۰/۹۲۹) و بیشتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می‌باشد، می‌توان بیان کرد که ارتباط معناداری میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی وجود ندارد که مطابق با نتیجه فرضیه باشد.

جدول ۳. نتایج تخمین الگوی شماره ۲

متغیر	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
عرض از مبدا	-۰/۰۶	-۰/۸۴	۰/۴۰۱
CR	۰/۰۰۰۱	۰/۱۷۴	۰/۸۶۲
CR*	۰/۰۰۱۳	۰/۰۸۹	۰/۹۲۹
INS	۰/۰۰۰۵	۰/۷۷۷	۰/۴۳۸
LNA	۰/۰۱۲	۰/۵۹۱	۰/۵۵۵
EAR	۰/۲۹۵	۳/۸۴	۰/۰۰۰
CUR	۰/۰۰۴	۰/۴۹۲	۰/۶۲۳
BET	-۰/۰۰۰۳	-۰/۹۰۵	۰/۳۶۶
IVA	۰/۰۸۵	۱/۰۹۷	۰/۲۷۳
OPC	-۰/۰۷	-۳/۸۴	۰/۰۰۰
IND1	-۰/۰۱۳	-۰/۷۴	۰/۴۵۹
IND2	-۰/۰۴	-۲/۹۸	۰/۰۰۳
IND3	-۰/۰۵۷	-۴/۰۸	۰/۰۰۰
IND4	-۰/۰۳	-۲/۴۷	۰/۰۱۴
IND5	-۰/۰۴۳	-۳/۰۶	۰/۰۰۲
IND6	-۰/۰۴۷	-۳/۱	۰/۰۰۲
IND7	-۰/۰۵۹	-۴/۲۵	۰/۰۰۰
IND8	-۰/۰۲۲	-۱/۱۰۷	۰/۲۶۹
IND9	-۰/۰۳۳	-۱/۷۵	۰/۰۸۲
OAI(-1)	-۰/۶۰۶	-۰/۸۴	۰/۴۰۱
CR(-1)	-۰/۰۰۰۱	-۰/۱۹۶	۰/۸۴۵
CR*(-1)	-۰/۰۰۷۹	-۰/۵۰۲	۰/۶۱۶
INS(-1)	۰/۰۰۰۵	۰/۷۶	۰/۴۴۷
LNA(-1)	-۰/۰۰۸	-۰/۳۹	۰/۶۹۶
EAR(-1)	-۰/۱۶۹	-۲/۳۷	۰/۰۱۸
CUR(-1)	-۰/۰۰۴۹	-۰/۴۰۵	۰/۶۸۶
BET(-1)	-۰/۰۰۱۳	-۰/۶۲۸	۰/۵۳
IVA(-1)	-۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۶	۰/۹۹۵
OPC(-1)	۰/۰۶۳	-۳/۲۹	۰/۰۰۱
R-Squared		۰/۷۵۷	
Adjusted R-Squared		۰/۷۳۷	
F stat. (P.Value)		۳۶/۴۵(۰/۰۰۰)	
D.W Stat.		۱/۹۵	

۹-۲-۳ آزمون فرضیه سوم

در این فرضیه به بررسی وجود ارتباط مثبت میان میزان مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای آزمون این فرضیه از الگوی شماره ۳ به شرح زیر استفاده می‌شود:

الگوی شماره ۳

$$OIA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 INS_{i,t} + \beta_3 LNS_{i,t} + \beta_4 LER_{i,t} + \beta_5 QKR_{i,t} + \beta_6 BET_{i,t} + \beta_7 IVA_{i,t} + \beta_8 OPC_{i,t} + \sum_{i=1}^9 \beta_{8+i} IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

قبل از برازش الگو، آزمون تشخیصی چاو (F لیمر) برای انتخاب روش از بین روش داده‌های ترکیبی معمولی و روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شد. لازم به توضیح است در این الگو با توجه به اینکه اثرات مکانی (مربوط به صنایع مختلف) کنترل شده و به عنوان متغیر مجازی در الگو قرار گرفته است، در آزمون تشخیصی چاو به بررسی اثرات ثابت زمانی در مقابل داده‌های ترکیبی معمولی پرداخته می‌شود. طبق نتایج به دست آمده می‌توان بیان کرد که روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت روش ارجح می‌باشد. همچنین برای بررسی خودهمبستگی سریالی میان جملات باقی مانده‌های الگوی پژوهش، باقی مانده‌های بدست آمده از رگرسیون بالا در مقابل سه وقفه آن مورد تخمین قرار گرفت و نتایج نشان داد که خودهمبستگی سریالی مرتبه نخست میان جملات باقی مانده الگوی پژوهش وجود دارد. حال برای رفع این مشکل، متغیرهای مستقل الگو با یک وقفه وارد الگو شده و الگو دوباره مورد تخمین قرار گرفت که نتایج آن در جدول ۴ نشان داده شده است.

با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۴ برآورد الگوی پژوهش و با توجه به آماره $F(4/69)$ و سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر با (۰/۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد، در سطح اطمینان ۰/۹۹ می‌توان بیان کرد که در کل، الگوی پژوهش به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون بدست آمده نشان می‌دهد که خودهمبستگی سریالی میان جملات باقی مانده‌های الگوی پژوهش وجود ندارد

در فرضیه ۳ به بررسی ارتباط میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از تخمین الگوی ۳ و ضریب متغیر مالکیت سهامداران نهادی که برابر (۰/۰۰۰۱) و با توجه به سطح خطای بدست آمده

برای آن که برابر (۰/۰۰۰) و کمتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می باشد، می توان بیان کرد که ارتباط مثبت و معناداری میان مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد مالی شرکت وجود دارد.

جدول ۴. نتایج تخمین الگوی شماره ۴

متغیر	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
عرض از مبدا	-۰/۰۸۹	-۱/۴۸	۰/۱۳۹
CR	۰/۰۰۰۰۸	۰/۱۲۲	۰/۹۰۳
INS	۰/۰۰۰۰۱	۳/۵۷	۰/۰۰۰
LNS	۰/۱۳۹	۹/۷۷	۰/۰۰۰
LER	-۰/۰۰۶	-۲/۸۲	۰/۰۰۵
QKR	۰/۰۳۲	۴/۱۳۶	۰/۰۰۰
BET	-۰/۰۰۳	-۱/۲۰۴	۰/۲۲۹
IVA	۰/۰۷۹	۱/۵۷۸	۰/۱۱۵
OPC	-۰/۰۲۲	-۱/۸۴	۰/۰۶۷
IND1	-۰/۰۰۲	-۰/۱۶۲	۰/۸۷۱
IND2	-۰/۰۲۷	-۱/۵۴	۰/۱۲۵
IND3	-۰/۰۴۲	-۳/۵۹	۰/۰۰۰
IND4	۰/۰۰۶	۰/۴۷۳	۰/۶۳۶
IND5	-۰/۰۳۳	-۲/۳۸	۰/۰۱۷
IND6	-۰/۰۳۴	-۲/۸۲	۰/۰۰۵
IND7	-۰/۰۵۳	-۴/۰۲	۰/۰۰۰
IND8	-۰/۰۰۹	-۰/۷۹۷	۰/۴۲۶
IND9	-۰/۰۱۹	-۱/۳۳	۰/۱۸۴
OIA(-1)	۰/۶۴۷	۱۸/۶۷	۰/۰۰۰
CR(-1)	۰/۰۰۰۰۷	۰/۱۰۳	۰/۹۱۸
INS(-1)	۰/۰۰۰۰۶	۰/۸۷۴	۰/۳۸۳
LNS(-1)	-۰/۱۳۴	-۹/۴۳	۰/۰۰۰
LER(-1)	۰/۰۰۰۳۶	۱/۵۶	۰/۱۱۹
QKR(-1)	-۰/۰۰۸۷	-۰/۹۸۵	۰/۳۲۵
BET(-1)	-۰/۰۰۱	-۰/۵۲۲	۰/۶۰۲
IVA(-1)	۰/۰۱۲	۰/۲۴۲	۰/۸۰۹
OPC(-1)	۰/۰۲۳	۱/۹۱	۰
R-Squared	۰/۷۷۳		
Adjusted R-Squared	۰/۷۵۵		
F stat. (P.Value)	۴۲/۶۹ (۰/۰۰۰)		
D.W Stat.	۱/۹۸		

۱۰- بحث و نتیجه گیری

نتایج پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

۱-۱۰ فرضیه نخست پژوهش

در این فرضیه به بررسی ارتباط میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان بیان کرد که ارتباط معناداری میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی وجود ندارد که این نتیجه مغایر با پژوهش کلاسنس، جانکو و پل (۱۹۹۷) است. این پژوهشگران بیان کرده اند که مالکیت های متمرکز، از ارزش بازار و سودآوری بیشتری برخوردارند. همچنین با نتایج پژوهش های کلاسنس و جانکو (۱۹۹۹)، گورسوی و آی دوگان (۲۰۰۳) و سنگون (۲۰۰۸) نیز مغایر است. زیرا آنان بیان کرده اند که ساختار مالکیت، تمرکز مالکیت و ترکیب مالکیت اثر با اهمیتی بر عملکرد و رفتار ریسک پذیری موسسات دارد.

نتایج پژوهش حاضر همچنین با برخی پژوهش های داخلی مانند پژوهش میدری (۱۳۸۱)، عبداللهی (۱۳۸۸)، جالبی (۱۳۸۸) و ماه آورپور (۱۳۸۷) نیز متناقض است؛ زیرا یافته های پژوهش های آنها حاکی از وجود رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد می باشد. عبداللهی (۱۳۸۸) به منظور بررسی عملکرد از دو معیار عملکرد یعنی ROE و Q توپین و ماه آورپور (۱۳۸۷) از معیار EPS استفاده کرده است. در صورتی که در پژوهش حاضر از نسبت های مربوط به چرخه تجاری، نقدینگی، ریسک، اهرم مالی و اندازه به عنوان شاخص هایی برای عملکرد شرکت استفاده شده است. شاید دستیابی به نتایج مغایر به دلیل استفاده از معیارهای متفاوت است.

از سوی دیگر، نتایج این پژوهش با پژوهش های دمستز و ویلالونگا (۲۰۰۰)، ولچ (۲۰۰۳)، عمران (۲۰۰۸) مطابق می باشد. زیرا آنها بیان کرده اند که ساختار مالکیت عاملی درونزا (خود جوش) بوده و لزوما این ساختار نمی تواند بر روی عملکرد شرکت ها تاثیر گذار باشد.

۱۰-۲ فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم بیان می کند که نوعی ارتباط منحنی شکل میان تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد (رابطه افزایش در تمرکز مالکیت با عملکرد مالی در سطوح بالا و پایین تمرکز متفاوت است). می توان بیان کرد که ارتباط معناداری میان تمرکز مالکیت و عملکرد مالی وجود ندارد که

مطابق با نتیجه فرضیه ۱ نیز می‌باشد. این نتیجه مغایر با پژوهش سنگون (۲۰۰۸) است. سنگون (۲۰۰۸) بیان کرده است که نوعی ارتباط منحنی شکل بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد؛ به گونه‌ای که در سطوح میانی تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت حداکثر می‌شود. وی بیان کرده که هر چه تمرکز مالکیت افزایش می‌یابد، اثرات منفی بازینی توسط مالکان نسبت به اثرات مثبت آن بیشتر می‌شود. نتایج این پژوهش با نتیجه پژوهش کیرچمایر و گران (۲۰۰۵) نیز مغایر است. این پژوهشگران بیان کرده‌اند که سهامداران مقتدر، اثر منفی بر عملکرد قیمت سهام در بلندمدت دارند (یعنی نوعی ارتباط منحنی شکل میان تمرکز مالکیت و عملکرد سهام وجود دارد). ولی در پژوهش به عمل آمده در بورس اوراق بهادار تهران چنین ارتباطی به چشم نمی‌خورد.

۱۰-۳ فرضیه سوم پژوهش

فرضیه سوم نیز بیان می‌کند که ارتباط معناداری (مثبت) میان مالکیت نهادی با عملکرد مالی شرکت وجود دارد. طبق نتایج، این فرضیه مورد تأیید قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد که ارتباط مثبت و معناداری میان مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد مالی شرکت وجود دارد. این نتیجه مطابق با نتایج پژوهش‌های شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶)، چارل و پولسن (۱۹۸۷)، چو و وانگ (۱۹۹۷) و سنگون و لی (۲۰۰۸) و نیز پژوهش‌های داخلی چون نادر مظلومی (۱۳۸۲)، حساس یگانه، مرادی و اسکندر (۱۳۸۷) می‌باشد. شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) و حساس یگانه، مرادی و اسکندر (۱۳۸۷) بیان کرده‌اند که وجود سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ به دلیل افزایش نظارت موثر، اثر مثبتی بر ارزش شرکت خواهد داشت. چارل و پولسن (۱۹۸۷) بیان کرده است که بین درصد سهام مدیران و درصد سهام سرمایه‌گذاران نهادی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهامدار و عملکرد شرکت‌ها رابطه معنادار موثری وجود دارد. چو و وانگ (۱۹۹۷) به این نتیجه رسیده‌اند که ساختار مالکیت (هم ترکیب و هم تمرکز) در حقیقت اثرات با اهمیتی بر عملکرد شرکت‌های سهامی دارد. نادر مظلومی (۱۳۸۲) نیز بیان کرده است که نهادها در نقش مالکان در شرکت‌های سهامی عام، قدرت کاهش هزینه‌های نمایندگی و اثرگذاری مثبت بر عملکرد را دارند. قدرت اثرگذاری نهادها در شرکت‌های کوچکتر بیشتر است.

۱۱- پیشنهادهای پژوهش

۱۱-۱ پیشنهادهای کاربردی

با توجه به پژوهش‌های صورت گرفته در داخل و خارج از کشور تا حدودی به اهمیت ترکیب و تمرکز مالکیت و تأثیر آن بر روی عملکرد شرکت پی بردیم، اما به سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل پیشنهاد می‌شود که برای برآورد وضعیت مالی، تجزیه و تحلیل نحوه عملکرد و به کار بردن پیش‌بینی‌های لازم برای اتخاذ تصمیم‌های مرتبط و معقولانه در مورد استفاده از صورت‌های مالی، با دقت بیشتری به ارزیابی تمرکز مالکیت و ترکیب آن در شرکت‌ها پردازند.

۱۱-۲ پیشنهادهایی برای پژوهش‌های بعدی

۱- به منظور دستیابی به نتایج جامع‌تر، پژوهش‌هایی نظیر پژوهش حاضر با در نظر گرفتن محدوده زمانی گسترده‌تر صورت پذیرد. به گونه‌ای که از داده‌های بیشتری استفاده شود تا دقت و اعتبار مدل‌ها افزایش یابد و نتایج مقبول‌تری حاصل شود.

۲- می‌توان در پژوهش حاضر به منظور بررسی اثرات ساختار مالکیت بر روی عملکرد شرکت‌ها، علاوه بر نسبت‌های مربوط به چرخه تجاری، نقدینگی، ریسک، اهرم مالی و اندازه به عنوان شاخص‌هایی برای عملکرد از نسبت‌های P/E ، ROE ، EPS ، ROA ، بازده سهام نیز به عنوان شاخصی برای عملکرد شرکت استفاده کرد تا نتایج دقیق‌تر و جامع‌تری به دست آید.

۱۲- محدودیت‌های پژوهش

هر پژوهشی دارای محدودیت‌هایی می‌باشد که پژوهش حاضر نیز از این محدودیت‌ها مستثنی نیست. از محدودیت‌های این پژوهش می‌توان به مورد زیر اشاره کرد:

رویه‌های حسابداری مورد استفاده در شرکت‌های نمونه مورد توجه قرار نگرفته است. هر چند که تفاوت در رویه‌های حسابداری بر جریان‌های نقدی شرکت اثر نخواهد گذاشت، اما بر سود خالص گزارش شده اثر می‌گذارد، زیرا سود خالص از جمله مواردی است که در اندازه‌گیری عملکرد عملیاتی این پژوهش استفاده شده است.

۱۳- منابع

۱. احمدوند، ژیلا (۱۳۸۵). «بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهرا.
۲. اسداللهی، آسیه (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی رجاء.
۳. آذر، عادل و منصور مومنی (۱۳۸۰). «آمار و کاربرد آن در مدیریت»، انتشارات سمت، تهران، جلد دوم، چاپ دهم.
۴. بیدرام، رسول (۱۳۸۱). «Eviews همگام با اقتصادسنجی»، انتشارات منشور بهره وری.
۵. پرتو اعظم، مهدیه (۱۳۸۵). «بررسی تاثیر نوع ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
۶. جالبی، آرش (۱۳۸۸). «تاثیر حاکمیت شرکتی از دیدگاه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی رجاء.
۷. حساس یگانه، یحیی؛ محمد مرادی و هدی اسکندر (۱۳۸۷). «بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت»، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵، صص ۱۰۷-۱۲۲.
۸. شریعت پناهی، سید مجید (۱۳۸۰). «اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه دکتری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی تهران.
۹. صادقی شریف، سید جلال و محمد کفاش پنجه‌شاهی (۱۳۸۸). «تاثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۵، صص ۵۱-۶۶.
۱۰. عبداللهی، مهین (۱۳۸۸). «بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.

۱۱. ماه آور پور، راضیه (۱۳۸۶). «بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
۱۲. مظلومی، نادر (۱۳۸۲). «رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه دکتری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی تهران.
۱۳. مهران، ساسان؛ محمد مرادی و هدی اسکندر (۱۳۸۹). «رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه»، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول، پیاپی ۳، صص ۶۲-۴۷.
۱۴. میدری، احمد (۱۳۸۱). «سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصاد ایران»، پایان نامه دکتری، دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران.
۱۵. نمازی، محمد؛ فرزانه حیدرپور و کاظم محمدی (۱۳۸۸). «بررسی تاثیر ترکیب سهام داران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم مبادلات و نقد شوندگی سهام آنها»، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳، صص ۲۲-۱.
۱۶. نمازی، محمد و احسان کرمانی (۱۳۸۷). «تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳.
17. Baltagi, B (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. John Wiley & Sons, LTD. Third edition.
18. Burkart Mike and Fausto Panunzi (2006). Agency Conflicts, Ownership Concentration and Legal Shareholder Protection, **Journal of Financial Intermediation**, Vol. 15. Pp. 1-31.
19. Cornett, Marcia Millon, Marcus, Alan, Tehranian, Hassan and saunders, Anthony (2007). The Impact of institutional ownership on corporate operating performance. **Journal of banking & finance**. Vol. 31. Pp. 1771-1794.
20. Cui Huimin, Y.T. Mak, (2002). The Relationship between Managerial ownership and firm performance in High R&D firms. **Journal of corporate finance**, vol. 8, pp. 313-336.
21. Dalton, D. R., Daily, C. M., Certo, S. T. and Roengpitya, R. (2003) Meta-Analyses of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion? **Academy of Management Journal**, 46, 13-26.
22. Demsetz, Harold and Lehn, Kenneth. (1985). The Structure of corporate ownership: Causes and consequences. **Journal of Political economy**, Vol. 39, no.

23. Gel, Y. R. and Gastwirth, J. L. (2006) A Robust Modification of the Jarque-Bera Test of Normality. *Economics Letters*, 99, 30-32.
24. Gillan Stuart L. and Laura T. Starks (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investor: A Global Perspective. www.SSRN.com.
25. Gillan Stuart L. (2006). Recent Development in Corporate Governance: An Overview, **Journal of Corporate Finance**, Vol.12. Pp, 381-402.
26. Greene, William H., (1993). *Econometric Analysis*. Macmillan Company.
27. Gursoy Guner and Kursat Aydogan (2003). Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance, An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 38, No.6 , pp. 6-25.
28. Huber, P. J. (1981) *Robust statistics*. New York: John Wiley and Sons.
29. Jarrel, & Poulsen, (1987). Empirical studies on ownership structure and Performance, **Journal of financial economics**. Pp, 401-432.
30. Kim, H. S., N. S. and Wong, C. (2004) Korea. In G. S. Dallas (ed.) *Governance and Risk: An Analytical Handbook for Investors, Managers, Directors, and Stakeholders*. New York, NY: McGraw-Hill.
31. Kirchmaier Thomas and Jeremy Grant (2005). Corporate Ownership Structure and Performance in Europe.
32. Lins Karl V. (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets, **the Journal of Financial and Quantitative Analysis**.
33. Morck, R. Shleifer, A. Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of financial economics**, 20, pp. 293-315.
34. Sanghoon, Lee. (2008) Ownership Structure and Financial performance: Evidence from Panel Data of South Korea.
35. Seifert Bruce, Halit Gonence and Jim Wright (2005). The International Evidence on Performance and Equity Ownership by Insiders Block holders, and Institutions, *J. of Multi. Fin. Manag.* Vol. 15. pp, 171-191.
36. Shapiro, S. S. and Wilk, M. B. (1965) An Analysis of Variance Test for Normality (Complete Samples). *Biometrika*, 52, 591-611.
37. Thamsen Steen, Torben Pedersen, Hans Kurt Kvist, (2006). Block holder ownership: effect on firm value in market and control based governance systems. **Journal of corporate finance**, Vol.12, pp. 246-269.
38. Wang Changyun, (2005). Ownership and operating performance of Chinese IPOs. **Journal of banking & finance**, Vol. 29, pp. 1835-1856.
39. Welch Emma (2003). The Relationship between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies, **Australian Journal of Management**, Vol. 28, NO.3.
40. Yaffe, R. (2003). *Apimer for Panel data analysis* .Social Science, Statistics & Mapping Group of ITS,