

## بررسی اثر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ساسان مهرانی<sup>۱</sup>، احد حسینی<sup>۲</sup>، حسن حیدری<sup>۳</sup>، احمد پویانفر<sup>۴</sup>

**چکیده:** طرفداران خصوصی‌سازی، معتقدند که واگذاری مالکیت به بخش خصوصی، منجر به ارتقای کارایی و ارزش شرکت‌ها، ارتقای فضای کسب‌وکار و در نهایت، رشد و رفاه اقتصادی می‌شود. بنابراین در این پژوهش با استفاده از داده‌های مربوط به هفتاد شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۴، به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌ها با به‌کارگیری روش تخمین حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS) و روش تخمین گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) پرداخته شده است. ساختار مالکیت به چهار طبقه شامل مالکیت دولتی، مالکیت شرکتی، مالکیت نهادی و مالکیت انفرادی تقسیم شده است و از نسبت Q توبین، به‌عنوان معیار ارزش استفاده شده است. نتایج آزمون هم‌جمعی کاتو حاکی از وجود رابطه بلندمدت میان متغیرهای پژوهش است. نتایج تخمین‌های روش EGLS و GMM نیز حاکی از تأثیر مثبت و معنادار مالکیت نهادی و عدم تأثیر انواع دیگر مالکیت بر ارزش شرکت‌ها است. این نتایج تأییدی بر فرضیه نظارت کارا در رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت است.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت، ارزش شرکت، الگوی حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS)، الگوی گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM).

۱. دانشیار دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، ایران
۲. دانشجو دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، ایران
۳. دانشیار دانشگاه ارومیه، ایران
۴. دکتری مدیریت مالی دانشگاه تهران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۰/۱۰/۱۸

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۱/۰۶/۱۳

نویسنده مسئول مقاله: حسن حیدری

E-mail: h.heidari@urmia.ac.ir

**مقدمه**

تا سال‌ها پیش فرض بر این بود که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند، ولی با مطرح شدن نظریه نمایندگی جنسن و مک‌لینق (۱۹۷۶)، این فرضیه مطرح شد که مالکان و مدیران، هر کدام در پی حداکثر کردن منافع خود هستند. 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. در این صورت، این سؤال مطرح است که "آیا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌ها در ارزش شرکت‌ها تأثیر دارد؟"؛ یعنی اگر مالکان شرکت را گروه‌های مختلفی چون دولت، سرمایه‌گذاران عمده، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها و شرکت‌های دیگر تشکیل دهند، عملکرد آنها بر ارزش شرکت چه تأثیری خواهد داشت و وجود کدام یک از این ترکیب‌های متفاوت مالکیت، بر ارزش شرکت مؤثرتر است؟ با دستیابی به جواب این سؤال‌ها، می‌توان برای بالا بردن ارزش شرکت‌ها، اقدامات مناسبی انجام داد و تصمیم‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران نیز برای دستیابی به ارزش مورد نظر برای واحدهای اقتصادی، به ترکیب مالکان شرکت‌ها توجه خواهند کرد. میان صاحب‌نظران در مورد ماهیت شرکت‌های دولتی و روش‌های افزایش ارزش آنها، دو نگاه متفاوت وجود دارد: نگاه اول انتقال هر چه سریع‌تر مالکیت شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی با شرط رعایت ضوابط و مقررات اقتصادی است که موجب تحول در مدیریت شرکت‌ها و افزایش ارزش آنها خواهد شد. نگاه دوم، خصوصی‌سازی تدریجی و آرام است که با انجام اقداماتی چون اصلاح ساختار شرکت‌های دولتی، به سبب احتمال بروز انحصارهای خصوصی و بیکاری نیروی کار و همچنین ارتقای فضای کسب‌وکار برای تسهیل رقابت و فعالیت شرکت‌های خصوصی حاصل می‌شود. نگاه اول، مالکیت دولتی را مسبب مدیریت ناکارآمد و نابسامانی‌های مختلف در شرکت‌های دولتی می‌داند؛ زیرا هیچ‌گاه نمی‌تواند به همسویی مدیریت با منافع اقتصادی شرکت بینجامد. از این‌رو، گرچه خصوصی‌سازی ممکن است به کاهش موقتی اشتغال منجر شود؛ ولی با روی کار آمدن مدیریتی کارآمد، رفع انحصارهای دولتی و کاهش سلطه دولت بر اقتصاد، بخش خصوصی تقویت می‌شود، به طوری که سرمایه‌گذاری‌های خصوصی گسترش و بیکاری به طور طبیعی کاهش می‌یابد. نگاه دوم، با تأکید بر نگرانی نسبت به پیامدهای اجتماعی و سیاسی خصوصی‌سازی، معتقد است که می‌توان مدیریت شرکت‌های دولتی را تغییر داد و ساختار این شرکت‌ها را اصلاح کرد و ارزش آنها را افزایش داد (ایرانمنش، ۱۳۸۵).

در حال حاضر کشور ما در تحقق سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی، به دنبال خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی و عرضه آنها در بورس اوراق بهادار است. عموماً این انتقاد

مطرح می‌شود که اهداف سیاست‌های اصل ۴۴ در خصوصی‌سازی و تقویت بخش خصوصی محقق نمی‌شود و سهام شرکت‌های دولتی، آشکارا در بورس عرضه و به‌طور پنهان از طریق سرمایه‌گذارانی که شبه‌دولتی هستند، به نوع دیگری به تملک بخش دولتی درمی‌آید (حساس یگانه و مرادی، ۱۳۸۷)، یا اینکه شرکت فروخته شده را مؤسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی تملک می‌کنند، ولی چون مؤسسه عمومی غیر دولتی تحت کنترل و مدیریت دولت است، شرکت واگذار شده با وجودی که مالکیتش از دولت خارج شده، اما کماکان تحت مدیریت دولت باقی می‌ماند. در صورت صحت این ادعا، این سؤال پیش می‌آید که آیا خصوصی‌سازی منجر به تغییر در ارزش شرکت‌ها می‌شود؟ حالت دیگر این است که شرکت فروخته شده توسط بخش خصوصی خریداری می‌شود، اما به سهامداران جدید اجازه ورود به هیأت مدیره داده نمی‌شود. این کار از طریق واگذاری مقدار کنترل شده‌ای از سهام شرکت که کماکان مدیریت را در اختیار دولت نگه می‌دارد، انجام می‌شود. حتی فراتر از این، پیش آمده است که یک خریدار خصوصی موفق به خرید بلوک مدیریتی یک شرکت شده، ولی کماکان اجازه ورود به هیأت مدیره شرکت را پیدا نکرده است و این موضوع ربطی به خرد بودن سهام بخش خصوصی ندارد. موضوع دیگر اینکه موفقیت اعمال سیاست‌های کلی اصل ۴۴، وابسته به تأمین دو هدف اصلی است: اول ارتقای فضای کسب‌وکار اقتصادی و دوم ارتقای کارایی شرکت‌های دولتی در امر تولید و تجارت. تأمین هدف اول، شرط ضروری برای دستیابی به هدف دوم است. بنابراین بهترین راه دستیابی به هدف دوم، از مسیر تغییر مدیریت شرکت‌های دولتی، از مدیریت دولتی به مدیریت خصوصی می‌گذرد، نه از راه واگذاری مالکیت دولتی به خصوصی. به بیان دیگر، کانون مسئله باید به‌جای تغییر در مالکیت، به تغییر در مدیریت معطوف گردد تا باعث تغییرات در ارزش شرکت‌ها شود. پاسخ‌گویی به این ابهامات به این بستگی دارد که مشخص شود ترکیب مختلف سهامداران چه اثری بر ارزش شرکت دارد و آیا رابطه‌ای بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت‌ها وجود دارد یا خیر؟ در صورت وجود رابطه، کدام ترکیب از سهامداران با ارزش شرکت رابطه مثبت و کدام ترکیب با ارزش شرکت رابطه منفی دارد؟ در بررسی رابطه ساختار مالکیت و ارزش شرکت، ساختار مالکیتی شرکت می‌تواند ترکیبی از سرمایه‌گذاران نهادی، مالکیت دولتی، مالکیت شرکتی، مالکیت انفرادی، مالکیت خارجی و غیره باشد. ارزش شرکت نیز از طریق نسبت ارزش بازار شرکت، مجموع ارزش بازار سهام شرکت و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت با استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی و بازار سهام قابل استخراج و محاسبه است؛ اما از آنجایی که به‌دست آوردن ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت با توجه به اطلاعات موجود در صورت‌های مالی و گزارش‌های بورس مشکل و بیشتر موارد غیر ممکن است، از ارزش دفتری

دارایی‌های شرکت در مخرج کسر استفاده می‌شود و صورت کسر نیز ارزش بازار شرکت، مجموع ارزش بازار سهام شرکت و ارزش دفتری بدهی‌ها است.

رویکرد فعلی در اجرای سیاست‌های اصل ۴۴، معطوف به واگذاری مالکیت بنگاه‌ها و شرکت‌های دولتی است. مدافعان رویکرد فعلی بر این گمان هستند که واگذاری مالکیت به بخش خصوصی، در نهایت به هدف ارتقای کارایی شرکت‌های دولتی واگذار شده و نیز ارتقای فضای کسب و کار اقتصادی و به دنبال آن رشد و رفاه اقتصادی خواهد انجامید. هر چند تجربه خصوصی‌سازی در ایران، به‌ویژه در چند سال اخیر، نشان داده است که چنین اهدافی هرگز تأمین نشده است، ولی ضرورت دارد با انجام مطالعات و تبیین رابطه بین ساختار مالکیتی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر انواع مختلف مالکیت اعم از مالکیت دولتی، مالکیت نهادی، مالکیت خصوصی و ساختارهای دیگر، مالکیت بر ارزش شرکت‌ها در مقطع زمانی مشخص مورد بررسی قرار گیرد تا از نتایج آن در تصمیم‌گیری‌های آتی برای افزایش کارایی و بهره‌وری شرکت‌ها در امر تولید و تجارت و در نهایت، موفقیت اعمال سیاست‌های اصل ۴۴، بهره گرفته شود. هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

اهمیت این پژوهش در این است که به شکل تجربی به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان دهد که متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بر ارزش آنها تأثیر دارد؛ یعنی اگر مالکان شرکت را گروه‌های مختلف مانند دولت، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها و شرکت‌های خصوصی دیگر تشکیل دهند، ارزش آنها متفاوت خواهد بود. افزون بر این ما دریایی هستیم که نشان دهیم، وجود کدامیک از ترکیب‌های متفاوت مالکیت، در بهبود ارزش شرکت مؤثرتر است.

تعیین ارزش شرکت، از دسته عوامل مهم در فرایند سرمایه‌گذاری است. ارزش هر شرکت با توجه به ارزش سهام آن تعیین می‌شود. از این رو سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه‌گذاری مشخص می‌کند. از دسته عوامل مؤثر بر ارزش سهام شرکت، حاکمیت شرکتی است. نسبت Q توین یکی از ابزارهای اندازه‌گیری عملکرد و ارزش شرکت‌ها است که از طریق تقسیم ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری یا ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت به دست می‌آید. با توجه به مطالب بیان شده در بالا، این پژوهش در صدد تبیین رابطه بین عناصر حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی (۸۸-۱۳۸۴) است. از جامعه آماری اشاره شده، با توجه به شرایط زیر شرکت‌های نمونه آماری انتخاب شدند:

۱. تا پایان اسفند ماه ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند باشد.
۲. نایستی سال مالی خود را طی دوره مورد بررسی تغییر داده باشند.
۳. طی دوره مورد پژوهش، فعالیت مستمر داشته و سهام آنها مورد معامله قرار گرفته باشد.
۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند و البته سودده باشند.
۵. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را طی دوره مورد بررسی (۸۸-۱۳۸۴) به‌طور کامل ارائه کرده باشند.

همچنین این پژوهش دارای یک فرضیه اصلی و سه فرضیه فرعی است. فرضیه اصلی عبارت است از:

- رابطه معناداری بین نوع مالکیت و ارزش شرکت‌ها وجود دارد.  
فرضیه‌های فرعی نیز به شکل زیر فهرست شده‌اند:
۱. رابطه معناداری بین مالکیت نهادی (سرمایه‌گذاران نهادی) و ارزش شرکت‌ها وجود دارد.
  ۲. رابطه معناداری بین مالکیت شرکتی و ارزش شرکت‌ها وجود دارد.
  ۳. رابطه معناداری بین مالکیت انفرادی و ارزش شرکت‌ها وجود دارد.

### پیشینه پژوهش

در زمینه تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت، پژوهش‌های متعددی در سطح جهان انجام شده است و پژوهشگران به نتایج متضادی دست یافته‌اند. اما بسیاری از پژوهش‌های معتبر ارتباط مهم و معناداری را بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت بیان کردند که در زیر به برخی از آنها اشاره می‌شود.

پوند (۱۹۸۸) نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است هم به‌طور مثبت و هم به‌طور منفی بر ارزش شرکت تأثیر بگذارند. تأثیر مثبت زمانی روی می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی، به‌عنوان ناظران کارآمدتر بر مدیران شرکت عمل می‌کنند. تأثیر منفی نیز زمانی روی می‌دهد که

سرمایه‌گذاران نهادی با مدیران شرکت، نسبت به وظیفه قابل اعتماد بودنشان، علیه ذینفعان‌شان توطئه می‌چینند.

برنر و همکاران (۲۰۰۴) بیان کرده‌اند که سوئیس در سال‌های اخیر، گام‌های مهمی در راستای بهبود و شفافیت استانداردهای خویش در شرکت‌ها برداشته است، به طوری که رهنمودهای اطلاعاتی مربوط به حاکمیت شرکتی و تجارت مربوط به آن، به‌عنوان مؤثرترین روش‌ها در سال ۲۰۰۲ شناخته شد. نتایج حاصل از این مطالعه، از فرضیه‌ی ارائه شده حمایت کرده و بیانگر آن است که رابطه مثبت بین شاخص حاکمیت شرکتی و Q تویین وجود دارد و این امر سبب سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و افزایش میانگین ۸/۵۲ درصدی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت‌ها شده است.

لا و سیلوا (۲۰۰۵) رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را با استفاده از داده‌های ترکیبی در برزیل بررسی کردند. آنان شاخصی شامل ۲۴ پرسش دو جوابی از معیارهای مربوط به حاکمیت شرکتی برای دوره زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۲ ایجاد کردند. هر پرسش دارای مقادیر وزنی مساوی بوده و امتیازهای شرکت‌ها در محدوده‌ی صفر تا ۲۴ قرار می‌گرفت. آنان یک رابطه قوی و معنادار مثبت، بین شاخص حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت پیدا کردند که بیان می‌کند، اصلاح رویه‌های حاکمیت شرکتی، سبب کاهش هزینه‌ها در شرکت‌های برزیلی می‌شود. همچنین آنان نشان دادند که اصلاح رویه‌های شاخص‌های حاکمیت شرکتی در سال ۲۰۰۲ (آخرین سال آزمون اطلاعات)، سبب ۰/۳۸ افزایش در Q تویین و ازدیاد یک واحد شاخص حاکمیت شرکتی، سبب افزایش ۶/۸٪ در میانگین قیمت سهام شرکت می‌شود.

وی و همکاران (۲۰۰۵) رابطه بین ساختار مالکیت و ارزش در شرکت‌های خصوصی شده چین را با در نظر گرفتن یک نمونه، شامل ۵۲۸۴ شرکت طی دوره زمانی ۲۰۰۱-۱۹۹۱ بررسی کردند. نتایج آنها بیانگر رابطه معنادار منفی مالکیت شرکتی با ارزش شرکت، رابطه معنادار منفی بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت، رابطه معنادار غیرخطی بین مالکیت شرکتی و Q تویین و نیز بین سهامداران نهادی و Q تویین، و رابطه معنادار مثبت مالکیت خارجی با ارزش شرکت است.

سیلویرا (۲۰۰۷) نیز برای بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت در کشور برزیل، ۱۵۴ شرکت از بورس اوراق بهادار را در سال ۲۰۰۲ انتخاب کرد. وی برای ارزش شرکت از دو معیار Q تویین و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار<sup>۱</sup> استفاده کرد. برای معیارهای حاکمیت شرکتی، علاوه بر شاخص گفته شده، از تعدادی از متغیرهای کنترلی مانند ساختار مالکیت، ساختار سرمایه، نقدینگی، سود هر سهم، سود آوری عملیاتی، فرصت‌های رشد آینده، اندازه شرکت، نوع

عملیات، نوع صنعت و کیفیت کنترل سهامداران استفاده کرد. نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد که کیفیت حاکمیت شرکتی، تأثیر مثبت و قوی بر ارزش بازار شرکت‌ها دارد.

مینگوز - ورا و مارتین - اوگدو (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان "آیا ساختار مالکیت بر ارزش تأثیر دارد؟" تأثیر مثبت مالکیت سهامداران اصلی را بر ارزش شرکت در بازار اسپانیا دریافتند. البته این تأثیر چندان قابل توجه نیست، از این رو، در این پژوهش تأثیرات ساختار مالکیت، به‌عنوان سازوکار کنترل داخلی در بازار سرمایه تلقی شده است. آنها همچنین معتقدند که نباید رابطه نظام‌مندی بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت باشد.

فلوراکیس و اوزکان (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان "مالکیت مدیریتی و عملکرد"، به بررسی ماهیت ارتباط بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت پرداختند. نتایج مطالعه آنها، ارتباط غیر خطی قابل توجهی را بین مالکیت اجرایی (مالکیت مدیریتی) و عملکرد شرکت نشان داد. با این حال یافته‌ها فقط در سطوح پایین مالکیت مدیریتی (کمتر از ۱۵ درصد) است و نتایج روشنی در مورد شکل منحنی مالکیت - عملکرد در سطوح میانی و بالایی مدیریت دیده نشد.

لین (۲۰۱۰) با به‌کارگیری الگوی داده‌های تابلویی و با استفاده از داده‌های ۲۲۱ شرکت در سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰، به بررسی رابطه ساختار مالکیت و ارزش شرکت در تایوان پرداخت. وی از شاخص Q توبین، به‌عنوان متغیر توضیحی ارزش شرکت استفاده کرد و اثر آستانه‌ای بین مالکان نهادی و ارزش شرکت را برابر ۸۱/۲ درصد برآورد کرده است. وی با توجه به این نتایج ادعا کرد، هنگامی که مالکیت نهادی کمتر از ۸۱/۲ درصد باشد، میان مالکیت نهادی و شاخص Q توبین ارتباط معناداری دیده نمی‌شود. هنگامی که مالکیت نهادی بزرگتر از این مقدار باشد، شاخص Q توبین به‌ازای یک درصد افزایش در مالکیت نهادی، ۱/۲۵ درصد افزایش می‌یابد.

پریا و شانموگان (۲۰۱۱) در پژوهش خود با عنوان "ساختار مالکیت خارجی و عملکرد شرکت" با استفاده از داده‌های ۴۲۵ شرکت هندی در دوره زمانی ۲۰۰۳-۲۰۰۹ به بررسی این مسئله پرداختند که آیا تفاوت‌های موجود در ساختار مالکیت شرکت‌ها، می‌تواند تفاوت‌های آنها در عملکرد را، در کشور رو به پیشرفتی چون هندوستان توضیح دهد؟ آنها از شاخص Q توبین، به‌عنوان معیار اندازه‌گیری عملکرد شرکت استفاده کردند. نتایج آنها نشان می‌دهد که شرکت‌های با مالکیت خارجی، به‌صورت مثبت عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

در زمینه مطالعات داخلی نیز، شاه‌صاحبی (۱۳۷۹) در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر ساختار مالکیت (نوع دولتی یا غیر دولتی) بر بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی تأثیر نفوذ، کنترل و مالکیت دولتی و غیر دولتی بر بازدهی شرکت‌ها پرداخت. او نتیجه‌گیری کرده است که درصد مالکیت دولت، عاملی خنثی بر بازده شرکت‌های دولتی بوده

است. به بیان دیگر، بازدهی شرکت‌ها فقط با انتقال مالکیت از دولت به بخش غیر دولتی تغییری نخواهد کرد، بلکه افزایش بازدهی شرکت‌های دولتی نیازمند یک برنامه‌ریزی بلندمدت و کنترل و نظارت بر شرکت‌های واگذار شده است.

مهدوی و میدری (۱۳۸۴) در پژوهشی با عنوان "ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار تهران"، به بررسی تمرکز مالکیت و رابطه آن با کارایی پرداختند. برای این کار، آنها میزان تمرکز مالکیت ۳۲۱ شرکت فعال در بازار اوراق بهادار را بررسی کردند. نتایج مطالعه آنها بیانگر این است که ساختار مالکیت در بازار اوراق بهادار تهران، بسیار متمرکز بوده و رابطه‌ای مثبت میان تمرکز مالکیت و کارایی دیده می‌شود. در ایران همچون چین و کشور چک، تمرکز بیشتر مالکیت با کارایی بیشتر همراه است. به گفته دیگر کوچک کردن مالکیت، تأثیر منفی بر کارایی دارد. به نظر ایشان بازار اوراق بهادار ایران، ساختار حقوقی و ظرفیت اجرایی لازم برای حمایت از سهامداران کوچک را ندارد. در چنین شرایطی خصوصی‌سازی با استفاده از روش کوپنی، می‌تواند به کاهش تولید ناخالص داخلی منجر شده و حتی همچون کشور چک، نه تنها به توزیع عادلانه درآمد نینجامد، بلکه به زیان گروه‌های هدفی باشد که این سیاست برای بهبود درآمد آنها طراحی شده است.

قالیباف اصل و رنجبر درگاه (۱۳۸۴) به بررسی اثر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند. آنها بیان کردند که در این مطالعه، به دنبال ارزیابی اثر خصوصی‌سازی بر عملکرد شرکت‌های واگذار شده به بخش خصوصی و عمومی در ایران هستند تا بهبود عملکرد شرکت‌ها در دوره بعد از واگذاری روی شرکت‌های واگذار شده بررسی شود، به گونه‌ای که مشخص شود کدام نوع از مالکیت‌ها (مالکیت خصوصی یا عمومی) در دوره بعد از واگذاری بهتر عمل کرده است. با استفاده از اطلاعات مالی مربوط به ۱۸ شرکت (۸ شرکت واگذار شده به بخش خصوصی و ۱۰ شرکت واگذار شده به بخش عمومی) که طی ۱۳۷۰ تا ۱۳۷۹ واگذار شده‌اند، عملکرد سه سال قبل و بعد از واگذاری شرکت‌های دو گروه را مورد بررسی قرار دادند. آنها بیان کردند که نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد، اگرچه عملکرد شرکت‌ها بعد از واگذاری بهبود یافته است؛ اما از نظر آماری تفاوت معناداری بین عملکرد شرکت‌های واگذار شده به بخش‌های خصوصی و عمومی در دوره بعد از واگذاری وجود ندارد.

فعلی (۱۳۸۷) در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت" به بررسی نقش سهامداران نهادی و درصد مدیران غیر موظف، به عنوان معیاری از معیارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت پرداخت. وی برای این امر، اطلاعات چهارساله ۹۷ شرکت را مورد بررسی قرار داد. یافته‌های این بررسی نشان داد که با توجه به آن که میزان مالکیت نهادی



در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران زیاد است، رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و ارزش شرکت وجود دارد. همچنین با توجه به اینکه در کلیه شرکت‌های نمونه، دست‌کم یک عضو غیر موظف در هیئت مدیره وجود دارد، رابطه معناداری بین وجود مدیران غیرموظف و ارزش شرکت وجود دارد. به گفته دیگر بین معیارهای حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

حساس یگانه و مرادی (۱۳۸۷)، در پژوهشی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت را مورد بررسی قرار داده‌اند. در پژوهش آنها نگرش‌های مختلفی (یعنی فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع) در مورد سرمایه‌گذاران نهادی مورد آزمون قرار گرفت. آنها بیان کرده‌اند که یافته‌های پژوهش شواهدی در ارتباط با تأثیر مثبت سرمایه‌گذاران نهادی بر ارزش شرکت فراهم می‌آورد که مؤید فرضیه نظارت کارآمد بوده و بیان می‌دارد که سرمایه‌گذاران نهادی از محرک‌هایی برای بهبود عملکرد برخوردارند و توان تنبیه مدیرانی را دارند که در راستای منافعشان حرکت نمی‌کنند. این امر می‌تواند بیانگر آن باشد که مالکان نهادی، پرتفوی خود را به صورت فعال کنترل کرده و مدیران را به اخذ تصمیم‌های بهینه ترغیب می‌کنند. به گفته دیگر، وجود سرمایه‌گذاران نهادی، سبب بهبود عملکرد و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می‌شود. به علاوه مدل پژوهش بیانگر عدم وجود ارتباط معنادار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت است و در نتیجه فرضیه همگرایی منافع را تأیید نمی‌کند.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد ۶۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ پرداختند. یافته‌های پژوهش آنها نشان می‌دهد که رابطه معنادار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنادار و مثبت بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت معنادار و منفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد و در مالکیت خصوصی نیز بهتر است، مالکیت عمده در اختیار سرمایه‌گذاران شرکتی باشد.

محمدی و قالیباف اصل و مشکی (۱۳۸۸) به بررسی ساختار مالکیت (نقش و اثرات جداگانه و همزمان تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری پژوهش آنها شامل ۷۰ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ بوده است. آنها برای مطالعه اثر هر یک از عوامل یاد شده بر بازدهی و ارزش شرکت‌ها، از دو روش داده‌های تلفیقی ایستا و داده‌های تلفیقی پویا استفاده کردند. یافته‌های پژوهش، حاکی از وجود یک رابطه مثبت خطی و معنادار بین دو عامل تمرکز مالکیت و بازدهی شرکت‌ها و عدم وجود هرگونه رابطه معنادار بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت‌ها است. از سوی دیگر، نتایج مربوط به

آزمون اثرات نوع مالکیت آنها نشان می‌دهد که بر خلاف رابطه معکوس بین بازده سهام و نسبت مالکیت دولتی، رابطه بین نسبت مالکیت انفرادی، شرکتی و خصوصی با بازدهی، مستقیم و معنادار است. این در حالی است که متغیر تمرکز مالکیت همچنان در تمام مدل‌ها دارای رابطه خطی مستقیم با بازده سهام بوده است. آزمون رابطه نوع مالکیت با ارزش شرکت نیز نتایج مشابهی با آنچه در مورد بازدهی بیان شد را نشان می‌دهد.

### روش شناسی پژوهش

در این پژوهش با توجه به ماهیت داده‌های مورد استفاده، از الگوی داده‌های تابلویی استفاده شده است. داده‌های تابلویی به مجموعه‌ای از داده‌ها گفته می‌شود که بر اساس آن، مشاهدات به‌وسیله تعداد زیادی از متغیرهای مقطعی ( $N$ ) که اغلب به صورت تصادفی انتخاب می‌شوند، در طول یک دوره زمانی مشخص ( $T$ ) مورد بررسی قرار گرفته باشند. گفتنی است که ویژگی‌های داده‌های مقطعی، بایستی برای دو سال یا بیشتر مورد بررسی قرار گیرد تا ساختار شکل گرفته، داده‌های تابلویی نامیده شود. این مجموعه داده‌ها شامل هر مجموعه از اشیا یا موجودات است که ویژگی‌های آن در طول زمان تکرار شود. از آنجاکه داده‌های تابلویی در برگیرنده هر دو جنبه داده‌های سری زمانی و مقطعی است، به‌کارگیری مدل‌های توضیح دهنده آماری مناسبی که ویژگی‌های آن متغیرها را توصیف کند، پیچیده‌تر از مدل‌های استفاده شده در داده‌های مقطعی یا داده‌های سری زمانی است (زرءنژاد و انواری، ۱۳۸۵).

در این پژوهش برای مطالعه اثر نوع مالکیت بر ارزش شرکت‌ها، علاوه‌بر بررسی روابط هم‌انباشتگی جهت بررسی روابط بلندمدت با به‌کارگیری روش کائو و بهره‌گیری از الگوی داده‌های تابلویی، از دو روش داده‌های تلفیقی و ایستا و داده‌های تلفیقی پویا نیز استفاده شده است. در روش داده‌های تلفیقی ایستا، پس از انجام آزمون هاسمن<sup>۱</sup> برای افزایش قابلیت اعتماد نتایج به‌دست آمده، اقدام به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS) و روش پیشرفته گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) شده است. مدل GMM از یکسو نیاز به اطلاعات دقیق توزیع جملات اخلال نداشته و اساس آن مبتنی بر این فرض است که جملات اخلال در معادلات با مجموعه متغیرهای ابزاری ناهمبسته است و از سوی دیگر، به لحاظ احتمال وجود همبستگی جمله خطا با متغیرهای توضیحی در مدل اثرات ثابت، از اعتبار بالاتری برخوردار است.

---

1. Hausman test

### تصریح مدل

عموماً شاخص نسبت مالکیت، نشان‌دهنده مالکیت شرکت‌های مختلف است که برای هر یک از شرکت‌ها در نمونه پژوهش، در پایان پنج سال دوره مطالعه محاسبه شده است. متغیر مورد نظر در این پژوهش شامل چهار دسته مالکیت شرکتی (com)، مالکیت انفرادی (ind)، مالکیت نهادی (ins) و مالکیت دولتی (gov) است.

شرکت با مالکیت شرکتی (com)، به شرکتی اطلاق می‌شود که بزرگترین مالک آن اشخاص حقوقی غیردولتی است که به صورت یک متغیر موهومی<sup>۱</sup> به شکل زیر، به متغیر کمی تبدیل شده است:

$$com = \begin{cases} 1 & \text{اگر مالکیت شرکت، شرکتی باشد} \\ 0 & \text{در غیر این صورت} \end{cases}$$

شرکت با مالکیت انفرادی (ind) به شرکتی گفته می‌شود که بزرگترین مالک آن اشخاص حقیقی باشند و به صورت یک متغیر موهومی به شکل زیر، به متغیر کمی تبدیل شده است:

$$ind = \begin{cases} 1 & \text{اگر مالکیت شرکت انفرادی باشد} \\ 0 & \text{در غیر این صورت} \end{cases}$$

شرکت با مالکیت نهادی (ins) به شرکتی اطلاق می‌شود که بزرگترین مالک آن بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، سازمان تأمین اجتماعی، بنیاد تعاون سپاه و جامعه‌الصادق و صندوق‌های بازنشستگی باشند و به صورت یک متغیر موهومی به شکل زیر، به متغیر کمی تبدیل شده است:

$$ins = \begin{cases} 1 & \text{اگر مالکیت شرکت نهادی باشد} \\ 0 & \text{در غیر این صورت} \end{cases}$$

شرکت با مالکیت دولتی (gov) به شرکتی اطلاق می‌شود که بیش از ۵۰ درصد سهام آن متعلق به دولت، سازمان خصوصی‌سازی، بنیاد مستضعفان و بنیاد شهید باشد. همچنین در این پژوهش از نسبت Q توبین، به عنوان معیار ارزش استفاده شده است. این نسبت از حاصل تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها بر بهای تمام شده جایگزینی آنها به دست می‌آید و به شکل رابطه شماره ۱ محاسبه محاسبه می‌شود.

1. Dummy variable

$$Q = \frac{M\theta a + B\theta d}{B\theta a} \quad \text{رابطه (۱)}$$

در این رابطه،  $M\theta a$  نشان دهنده ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است.  $B\theta d$  مبین ارزش دفتری بدهی‌های شرکت، شامل ارزش دفتری بدهی‌های جاری شرکت، ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت شرکت و ارزش دفتری موجودی‌های شرکت و  $B\theta a$  مشخص کننده ارزش دفتری دارایی‌های شرکت است.

با توجه به مطالب فوق، در این پژوهش از رابطه شماره ۲ برای بررسی تأثیر نوع مالکیت بر ارزش شرکت‌ها استفاده خواهد شد:

$$Q_{it} = \beta_1 + \beta_2 com_{it} + \beta_3 ind_{it} + \beta_4 ins_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

### یافته‌های پژوهش

قبل از هرگونه برآورد و برای جلوگیری از بروز رگرسیون‌های کاذب، بایستی از ایستا بودن متغیرها اطمینان حاصل کرد. چنانچه متغیرها ایستا باشند، برآوردهای انجام شده مشکل رگرسیون ساختگی را نخواهند داشت. در این پژوهش، علاوه بر بررسی روابط هم‌انباشتگی جهت بررسی روابط بلندمدت با به‌کارگیری روش کائو، از دو روش داده‌های تلفیقی ایستا و داده‌های تلفیقی پویا نیز استفاده شده است. در روش داده‌های تلفیقی ایستا، پس از انجام آزمون هاسمن، اقدام به برآورد ضرایب مدل با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS) شده است. همچنین برای افزایش قابلیت اعتماد نتایج به‌دست آمده در مدل پژوهش، ضرایب مدل در قالب فرآیند پویا و با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) بار دیگر برآورد می‌شود.

### نتایج آزمون‌های ریشه واحد

در این بخش برای آزمون ایستایی متغیرهای مدل، از آماره آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (LLC) استفاده شده است. فرض آزمون ریشه واحد در آزمون لوین، لین و چو (LLC) به قرار زیر است.

$$\begin{cases} H_0 : \rho_i = 0 & \text{وجود ریشه واحد} \\ H_1 : \rho_i = \rho < 0 & \text{عدم وجود ریشه واحد} \end{cases}$$

نتایج این آزمون در جدول شماره (۱) ارائه شده است.

جدول ۱. نتایج آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (LLC)

| متغیر | آماره t | احتمال t |
|-------|---------|----------|
| q     | -۵/۸۷۳۴ | (۰/۰۰۰)  |
| ins   | -۲/۸۶۶۸ | (۰/۰۰۲)  |
| ind   | -۲/۸۶۶۸ | (۰/۰۰۲)  |
| com   | ----    | -----    |

با توجه به نتایج جدول شماره (۱)، مشاهده می‌شود که متغیرهای مذکور در سطح ایستا هستند، بنابراین فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد را می‌توان رد کرد. در جدول شماره (۲) نیز نتایج آزمون ریشه واحد کای دوی ADF-Fisher و کای دوی PP-Fisher آورده شده است که نتایج این آزمون نیز مؤید ایستا بودن متغیرها است.

جدول ۲. نتایج آزمون ریشه واحد کای دوی ADF - Fisher و کای دوی PP - Fisher

| متغیر | نوع آزمون               | آماره t | احتمال t |
|-------|-------------------------|---------|----------|
|       | ADF - Fisher Chi-square | ۲۳۴/۹۵  | (۰/۰۰۰)  |
|       | ADF - Choi Z-stat       | -۳/۴۲۳۶ | (۰/۰۰۳)  |
|       | PP - Fisher Chi-square  | ۳۴۶/۲۵۱ | (۰/۰۰۰)  |
|       | PP - Choi Z-stat        | -۶/۶۳۶۴ | (۰/۰۰۰)  |
| ins   | ADF - Fisher Chi-square | ---     | ---      |
|       | ADF - Choi Z-stat       | ۸/۹۴۲۱  | (۰/۱۷۶۹) |
|       | PP - Fisher Chi-square  | -۱/۳۰۶۷ | (۰/۰۹۵۷) |
|       | PP - Choi Z-stat        | ۷/۱۰۸۹  | (۰/۵۲۳۹) |
| ind   | ADF - Fisher Chi-square | ---     | -----    |
|       | ADF - Choi Z-stat       | ۸/۹۴۲۱  | (۰/۱۷۶۹) |
|       | PP - Fisher Chi-square  | ۱/۲۵۹۶  | (۰/۹۹۶۰) |
|       | PP - Choi Z-stat        | -۱/۳۰۶۷ | (۰/۰۹۵۷) |
| com   | ADF - Fisher Chi-square | ---     | ---      |
|       | ADF - Choi Z-stat       | ---     | ---      |
|       | PP - Fisher Chi-square  | ۱/۶۷۹۵۱ | (۰/۹۸۹۳) |
|       | PP - Choi Z-stat        | ۱/۷۶۰۴۷ | (۰/۹۶۰۸) |

در جدول شماره (۳) نتایج آزمون ریشه واحد هادری<sup>۱</sup> آورده شده است که نتایج این آزمون نیز مؤید ایستا بودن متغیرها است.

1. Hadri unit root test

جدول ۳. نتایج آزمون ریشه واحد هادری

| متغیر | نوع آزمون                         | آماره t | احتمال t |
|-------|-----------------------------------|---------|----------|
| q     | Hadri Z-stat                      | ۷۹/۸۲۷۸ | (۰/۰۰۰)  |
|       | Heteroscedastic Consistent Z-stat | ۸۰/۴۵۵۳ | (۰/۰۰۰)  |
| ins   | Hadri Z-stat                      | ۶۳/۰۸۰۸ | (۰/۰۰۰)  |
|       | Heteroscedastic Consistent Z-stat | ۱۰۰/۴۶۳ | (۰/۰۰۰)  |
| ind   | Hadri Z-stat                      | ۳۲/۷۹۴۱ | (۰/۰۰۰)  |
|       | Heteroscedastic Consistent Z-stat | ۴۴/۰۲۹۵ | (۰/۰۰۰)  |
| com   | Hadri Z-stat                      | ۳۲/۷۹۴۱ | (۰/۰۰۰)  |
|       | Heteroscedastic Consistent Z-stat | ۵۲/۳۳۴۵ | (۰/۰۰۰)  |

### نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو

با بررسی ایستایی متغیرهای مدل و انجام آزمون‌های مربوطه مشخص شد که متغیرهای ارزش بازار و مالکیت نهادی، دولتی، انفرادی و شرکتی انباشته از مرتبه صفر هستند. برای بررسی بیشتر از آزمون‌های هم‌انباشتگی تابلویی کائو استفاده کرده و هم‌انباشتگی متغیرها را در بلندمدت بررسی می‌کنیم. نتایج این آزمون در جدول شماره (۴) نشان داده شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون هم‌انباشتگی تابلویی با استفاده از آزمون کائو

| احتمال t | آماره t  |
|----------|----------|
| -۶/۶۷۳۹  | (۰/۰۰۰۰) |

با توجه به احتمال مربوط به آماره t، می‌توان گفت که آزمون کائو در سطح معناداری یک درصد، بر وجود رابطه هم‌انباشتگی بین متغیرها در بلندمدت دلالت می‌کند.

### انتخاب آزمون مناسب برای برآورد

در این بخش تلاش شده است، تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی برنامه چهارم توسعه مورد بررسی قرار گیرد. برای این امر، لازم است ابتدا با استفاده از آزمون‌های مناسب، روش برآورد مناسب (از بین دو روش اثرات ثابت یا تصادفی) انتخاب شود. الگوی داده‌های تابلویی به دو بخش کلی الگوی داده‌ای تابلویی با

اثرات ثابت و الگوی تابلویی با اثرات تصادفی، تقسیم می‌شود. تفاوت دو شکل کلی الگوهای تابلویی در ثابت یا تصادفی، فرض کردن جزء عرض از مبدأ برای مقاطع است. برای اینکه از بین الگوهای تابلویی ذکر شده (اثرات تصادفی یا اثرات ثابت) الگوی بهتری انتخاب شود، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

این آزمون برای انتخاب مدل بهینه بین الگوی اثرات ثابت و الگوی اثرات تصادفی به کار می‌رود. اگر آزمون هاسمن الگوی اثرات ثابت را تأیید کند، ضرایب به دست آمده از این مدل نسبت به الگوی اثرات تصادفی کاراتر بوده و در نتیجه، نتایج به دست آمده از الگوی تابلویی با اثرات تصادفی رد می‌شود. برعکس، اگر آزمون هاسمن نتایج الگوی تابلویی با اثرات تصادفی را تأیید کند، ضرایب به دست آمده از این الگو، نسبت به الگوی تابلویی با اثرات ثابت کارا بوده و نتایج الگوی تابلویی با اثرات ثابت رد می‌شود. نتایج آزمون هاسمن به طور خلاصه در جدول شماره (۵) گزارش شده است:

جدول ۵. نتایج آزمون هاسمن

|                 |        |
|-----------------|--------|
| $Prob > chi2 =$ | ۰/۲۵۶۴ |
|-----------------|--------|

همان طور که در جدول شماره (۵) مشاهده می‌شود، نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد که در سطح معناداری ۵ درصد، مدل‌های برآورد شده با استفاده از الگوی تابلویی با اثرات تصادفی، دارای ضرایب کاراتری نسبت به الگوی تابلویی با اثرات ثابت هستند. به گفته دیگر، بین عرض از مبدأهای تصادفی به دست آمده و سایر متغیرهای توضیحی مدل، همخطی وجود ندارد.

### نتایج آزمون EGLS و GMM

برای آزمون فرضیه اصلی و سه فرضیه فرعی مطرح شده این پژوهش، از مدل اقتصادسنجی داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی استفاده شده است. همچنین برای افزایش قابلیت اعتماد نتایج به دست آمده در مدل مزبور، ضرایب با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) برآورد شده است. مدل GMM از یکسو به لحاظ آن که نیاز به اطلاعات دقیق توزیع جملات اخلاص نداشته و اساس آن مبتنی بر این فرض است که جملات اخلاص در معادلات با مجموعه متغیرهای ابزار غیرهمبسته است و از سوی دیگر، به دلیل احتمال وجود همبستگی جمله خطا با متغیرهای توضیحی در مدل اثرات ثابت، از اعتبار بالاتری برخوردار است که نتایج حاصل از تخمین در جداول شماره ۶ تا ۹ گزارش شده است:

جدول ۶. نتایج بررسی رابطه بین مالکیت نهادی (سرمایه‌گذاران نهادی) و ارزش شرکت‌ها

| متغیرهای مستقل     | GMM   |              | EGLS  |              |
|--------------------|-------|--------------|-------|--------------|
|                    | ضرایب | سطح معناداری | ضرایب | سطح معناداری |
| مقدار ثابت (C)     | ۱/۲۰۵ | (۰/۰۰۰)      | ۱/۲۶۸ | (۰/۰۰۰)      |
| مالکیت نهادی (ins) | ۰/۲۲۷ | (۰/۰۰۰)      | ۰/۱۸۹ | (۰/۰۳۵)      |

همان‌طور که در جدول شماره (۶) مشخص است، ضریب مالکیت نهادی در رگرسیون بالا معنادار بوده که بیانگر ارتباط معنادار بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت‌ها است.

جدول ۷. نتایج بررسی رابطه بین مالکیت انفرادی و ارزش شرکت‌ها

| متغیرهای مستقل       | GMM    |              | EGLS   |              |
|----------------------|--------|--------------|--------|--------------|
|                      | ضرایب  | سطح معناداری | ضرایب  | سطح معناداری |
| مقدار ثابت (C)       | ۱/۳۲۷  | (۰/۰۰۰)      | ۱/۳۷۳  | (۰/۰۰۰)      |
| مالکیت انفرادی (ind) | -۰/۰۸۴ | (۰/۴۲۶)      | -۰/۰۹۹ | (۰/۴۲۹)      |

همان‌طور که در جدول شماره (۷) مشاهده می‌شود، ضریب مالکیت انفرادی در رگرسیون بالا بی‌معنی بوده که بیانگر عدم وجود ارتباط معنادار بین مالکیت انفرادی و ارزش شرکت‌ها است.

جدول ۸. نتایج بررسی رابطه بین مالکیت شرکتی و ارزش شرکت‌ها

| متغیرهای مستقل     | GMM    |              | EGLS   |              |
|--------------------|--------|--------------|--------|--------------|
|                    | ضرایب  | سطح معناداری | ضرایب  | سطح معناداری |
| مقدار ثابت (C)     | ۱/۳۱۱  | (۰/۰۰۰)      | ۱/۳۵۸  | (۰/۰۰۰)      |
| مالکیت شرکتی (com) | -۰/۰۴۵ | (۰/۶۳۱)      | -۰/۰۳۱ | (۰/۷۹۹)      |

جدول شماره (۸) نیز بیان می‌کند ضریب مالکیت شرکتی در رگرسیون بالا بی‌معنی بوده که نشانه عدم وجود ارتباط معنادار بین مالکیت شرکتی و ارزش شرکت‌ها است.

جدول ۹. نتایج بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت‌ها

| متغیرهای مستقل       | GMM   |              | EGLS  |              |
|----------------------|-------|--------------|-------|--------------|
|                      | ضرایب | سطح معناداری | ضرایب | سطح معناداری |
| مقدار ثابت (C)       | ۱/۱۰۶ | (۰/۰۰۰)      | ۱/۱۷۷ | (۰/۰۰۰)      |
| مالکیت نهادی (ins)   | ۰/۳۲۶ | (۰/۰۰۰)      | ۰/۲۹۱ | (۰/۰۱۳)      |
| مالکیت انفرادی (ind) | ۰/۱۳۵ | (۰/۳۴۲)      | ۰/۰۷۲ | (۰/۶۱۲)      |
| مالکیت شرکتی (com)   | ۰/۲۴۹ | (۰/۰۱۸)      | ۰/۲۳۰ | (۰/۱۲۱)      |



مقادیر آماره F و دوربین واتسن نیز در سطح قابل قبولی می‌باشند و بر صحیح بودن مدل‌های برآورد شده و عدم وجود خودهمبستگی در اجزای اخلاص تاکید می‌نمایند.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این نوشتار با هدف بررسی تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌ها بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی برنامه چهارم توسعه (۱۳۸۸-۱۳۸۴)، به بررسی تأثیر چهار طبقه مالکیت، شامل مالکیت دولتی، مالکیت شرکتی، مالکیت نهادی و مالکیت انفرادی بر ارزش شرکت‌ها پرداخته است. از نسبت Q توبین به‌عنوان معیار ارزش استفاده شده است. شاخص فوق در واقع بیانگر نسبت ارزش بازاری دارایی‌های شرکت به بهای جایگزینی دارایی‌های شرکت است که برای به‌دست آوردن آن، نسبت ارزش دفتری بدهی‌های جاری شرکت، ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت شرکت، ارزش دفتری موجودی‌های شرکت و ارزش بازار کل سهام عادی شرکت به ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود. نمونه مورد استفاده در پژوهش با استفاده از روش غربال و برای هفتاد شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌دست آمده است.

بر اساس ادبیات اقتصادسنجی برای اطمینان از ساختگی نبودن نتایج تخمین‌ها، باید از ایستا بودن متغیرهای پژوهش اطمینان حاصل کرد. برای اطمینان از کاذب نبودن نتایج تخمین‌ها با استفاده از آزمون‌های مختلف ریشه واحد داده‌های تابلویی LLC، DF-Fisher Chi-square، ADF-Choi Z-stat، PP-Fisher Chi-square و Hadri، اقدام به آزمون ریشه واحد شد که نتایج حاکی از ایستا بودن تمامی متغیرهای پژوهش است.

علاوه بر بررسی روابط بلندمدت با به‌کارگیری روش کائو، بعد از انتخاب روش مناسب برای تخمین مدل با استفاده از آزمون هاسمن، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS) و روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) برای تخمین مدل استفاده شده است. نتایج آزمون هم‌انباشتگی کائو حاکی از وجود رابطه بلندمدت میان متغیرهای پژوهش است.

نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد که مدل‌های برآورد شده با استفاده از الگوی تابلویی با اثرات تصادفی، دارای ضرایب کاراتری نسبت به الگوی تابلویی با اثرات ثابت هستند. به بیان دیگر، بین عرض از مبدأهای تصادفی به‌دست آمده و سایر متغیرهای توضیحی مدل، همخطی وجود ندارد. نتایج تخمین‌ها نیز حاکی از تأثیر مثبت و معنادار مالکیت نهادی و عدم تأثیر انواع دیگر مالکیت بر ارزش شرکت‌ها است. ضریب مربوط به تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش شرکت‌ها با استفاده از روش تخمین EGLS، ۲۹ صدم است که در سطح ۵ درصد معنادار است. همچنین

ضریب متغیر مذکور با استفاده از روش تخمین GMM، ۳۲ صدم برآورد شده و در سطح ۱ درصد معنادار است. این نتایج همسو با نتایج حساس یگانه و مرادی (۱۳۸۷)، بابایی زکلیکی و احمدوند (۱۳۸۸) و نمازی و حلاج و ابراهیمی (۱۳۸۸) بوده و تأییدی بر فرضیه نظارت کارا در رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت است.

## منابع

۱. ایرانمنش، م. (۱۳۸۵). پارادوکس خصوصی سازی شرکت های دولتی، نشریه چشم/نداز/ایران، (۴۰): ۳۷-۴۰.
۲. بابایی زکلیکی، م.، و احمدوند، ژ. (۱۳۸۸). بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، (۱۶): ۵۸-۱۳۰-۱۱۳.
۳. حساس یگانه، ی.، و مرادی، م. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسی های حسابداری و حسابرسی، (۵۲): ۱۲۲-۱۰۷.
۴. زراءنژاد، م. و انواری، الف. (۱۳۸۵). برآورد قیمت هدانیک مسکن شهر اهواز به روش داده های ترکیبی، فصلنامه پژوهش های اقتصادی ایران، ۲۸ (۸): ۱۶۸-۱۳۹.
۵. شاه صاحبی، س. (۱۳۷۹). بررسی تأثیر ساختار مالکیت (دولتی یا غیر دولتی) بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم تحقیقات تهران.
۶. فعلی، م. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
۷. قالیباف اصل، ح. و رنجبر درگاه، ف. (۱۳۸۴). بررسی اثر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت ها (تجربه خصوصی سازی در ایران)، تحقیقات مالی، ۱۹: ۱۳۳-۱۱۷.
۸. محمدی، ش.؛ و قالیباف اصل، ح. و مشکی، م. (۱۳۸۸). بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، ۲۸: ۶۹-۸۸.
۹. مهدوی، الف. و میدری، الف. (۱۳۸۴). ساختار مالکیت و کارایی شرکت های فعال در بازار اوراق بهادار تهران، تحقیقات اقتصادی، ۷۱: ۱۰۳-۱۳۲.

۱۰. نمازی، م.؛ حلاج، م. و ابراهیمی، ش. (۱۳۸۸). تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۵۸: ۱۳۰-۱۱۳.

۱۱. نمازی، م. و کرمانی، الف. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۵۳: ۱۰۰-۸۳.

12. Berner, S., Drobetz, W., Schmhid, M. & Zimmerman, H. (2004). An integrated framework of corporate governance and firm valuation evidence from Switzerland. *European Corporate Governance Institute, working papers series, n. 34*.
13. Florackis, C. & Kostakis, A. & Ozkan, A. (2009). Managerial ownership and performance, *Journal of Business Research*, 62: 1350-1357.
14. Greene, W. (2005), *Econometric Analysis*, 5th edition, Prentice-Hall International.
15. Jensen, M. & Meckling, W. (1976). The theory of the firm: managerial behaviour, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
16. Kao, C. (1999). Spurious Regression and Residual-Based Tests for Cointegration in Panel Data. *Journal of Econometrics*, 90: 1-44.
17. Leal, R. P. C. & Da Silva, A. L. C. (2005). *Corporate governance, value and dividend payout in Brazil and Chile. Inter-American Development Bank. Research Network Working Paper, R, 516*.
18. Lin, F. (2010). A Panel Threshold Model of Institutional Ownership and Firm Value in Taiwan International Research, *Journal of Finance and Economics*, 42: 1450-2887.
19. Minguez-Vera, A. & Martin-Ugedo, J.F. (2007). Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market. *International Review of Financial Analysis*, (16): 81-98.
20. Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight, *Journal of Financial Economics*, 20: 237-65.
21. Priya, P.V. & Shanmughan, R. (2011). Foreign Ownership Structure and Corporate Performance: Empirical Evidence from India, *Global Journal of Finance and Management* 3(1), 15-24.
22. Silveira, A.D.M.D. & Leal, R.P.C. & Da-Silva A.L.C. & Barros L. A. B.D.C. (2007). Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil, *Paper presented at the International*

*Research Conference on Corporate Governance in Emerging Markets, Istanbul.*

23. Wei, Z. & Xie, F. & Zhang, S. (2005). Ownership Structure and Firm Value in Chinas Privatized Firms, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40 (1): 87-105.

