



مقاله پژوهشی

اثر ساختار مالکیت بر عملکرد و بازده سهام شرکت‌ها در بازار سهام ایران<sup>۱</sup>

الهام کوهی<sup>۲</sup>، مهدی حیدری<sup>۳</sup>، علی ابراهیم نژاد<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۱۷

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۴/۰۸

چکیده

ساختار مالکیت هرمی و شبکه‌ای که حق کنترل بالاتر از میزان مالکیت سهام شرکت‌ها (سهام از جریان نقد) را برای سهام‌داران عمده فراهم می‌کند از ساختارهای رایج در بازار سهام ایران است. با در نظر گرفتن شبکه‌های سهام‌داری چندلایه و با توجه به تحولاتی که در دو دهه گذشته در ساختار مالکیت بنگاه‌های بزرگ ایرانی رخ داده است، هدف از این پژوهش، بررسی رابطه ساختار مالکیت با عملکرد و بازده سهام شرکت‌ها است. بدین منظور ساختار مالکیت از چهار جنبه درصد مالکیت بزرگترین سهام‌دار، شکاف بین حق کنترل و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار، تفاوت حق جریان نقدی میان سهام‌داران عمده، و نوع مالکیت بررسی شد و ارتباط آن با عملکرد و بازده سهام ۲۶۱ شرکت پذیرفته شده در بازار سهام ایران طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ مورد ارزیابی قرار گرفت. با آستانه مالکیت ۱۵٪ در میان متغیرهای ساختار مالکیت تنها بین حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار و عملکرد بنگاه رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد، اما در ساختار مالکیت بنگاه‌هایی که یک مالک دارند و حق کنترلی آن‌ها زیر ۵۰٪ است، این ارتباط برقرار نیست. در ارتباط با نوع مالکیت نیز مالکیت شرکت‌های بیمه رابطه مثبت با عملکرد و بازده سهام، و مالکیت شبه دولتی رابطه منفی با عملکرد شرکت دارد.

**واژگان کلیدی:** ساختار مالکیت، نوع مالکیت، سهام‌داری هرمی، عملکرد بنگاه، بازده سهام.

**طبقه‌بندی موضوعی:** G32, G34

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2023.40885.2705

۲. کارشناسی ارشد، گروه اقتصاد، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه صنعتی شریف، تهران، ایران. Email: elham.kouhi@alum.sharif.edu

۳. استادیار، گروه مالی، دانشگاه خاتم، تهران، ایران. Email: m.heidari@khatam.ac.ir

۴. استادیار، گروه اقتصاد، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه صنعتی شریف، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

Email: ebrahimnejad@sharif.edu

## مقدمه

بنگاه‌داری مدرن از طریق شرکت‌های سهامی امکان تفکیک مالکیت از مدیریت بنگاه را فراهم نموده که علی‌رغم مزایایی که به همراه دارد، همواره این احتمال وجود دارد که مدیران به دنبال حداکثر کردن منافع سهام‌داران نباشند و منافع خود را حداکثر کنند (جنسن و مک‌لینگ<sup>۱</sup>، ۱۹۷۶). این تضاد منافع به دلیل اینکه هر یک از مشارکت‌کنندگان اهداف متفاوتی دارند و اطلاعات کاملی در مورد اقدامات و اهداف دیگری ندارند، اتفاق می‌افتد و باعث می‌شود که اقدام مدیران در راستای منافع خود و نه در جهت منافع سهام‌داران باشد (برل و مینز<sup>۲</sup>، ۱۹۳۲).

سهام‌داران خرد توانایی و انگیزه نظارت بر مدیران و هم‌راستا کردن منافع مدیر با منافع خودشان را ندارند، زیرا مزایایی که می‌توانند به دست آورند عمدتاً کمتر از هزینه‌ای است که باید برای کنترل و نظارت متحمل شوند و به دلیل درصد سهام پایین سهام‌داران خرد، بخش عمده منافع حاصله نصیب سایر سهام‌داران خواهد شد. در نتیجه مدیر در تصمیمات شرکت صلاحیت خود را لحاظ کرده و از امکانات شرکت برای منافع شخصی استفاده می‌کند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶؛ گروسمن و هارت<sup>۳</sup>، ۱۹۸۰). در مقابل، سهام‌داران عمده به دلیل توانایی و انگیزه نظارت بر مدیریت می‌توانند از ناکارآمدی در مدیریت جلوگیری کرده و باعث بهبود عملکرد بنگاه شوند و منافعی که هم‌راستا با منافع مدیریت خواهد بود. اما در این حالت تضاد منافع دیگری به وجود می‌آید که سهام‌دار عمده منافع را به هزینه سهام‌داران خرد تصاحب می‌کند (اشلايفر و ویشنی<sup>۴</sup>، ۱۹۸۶؛ بارکارت و همکاران<sup>۵</sup>، ۱۹۹۷).

بنابراین، در صورت عدم وجود زیرساخت‌های حکمرانی مناسب، مالکیت بنگاه‌ها توسط سهام‌داران عمده باعث تضییع حقوق سهام‌داران خرد و کاهش کارایی می‌شود. در مقابل، پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهند که وجود سهام‌دار عمده باعث بهبود عملکرد شرکت می‌شود. به عنوان مثال اشلايفر و ویشنی (۱۹۸۶) معتقدند وجود یک سهام‌دار عمده باعث کاهش مسئله نمایندگی در سازمان می‌شود. گیلان و استارکس<sup>۶</sup> (۲۰۰۳) نشان دادند در کشورهایی که سهام‌دار عمده در ساختار مالکیت بیشتر شرکت‌ها وجود دارد، مشکلات نمایندگی ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت رایج نیست. همچنین، با وجود اینکه گروسمن و هارت (۱۹۸۰) معتقدند وجود سهام‌دار عمده مسئله سواری مجانی را تا حدی حل می‌کند اما، باعث بروز تضاد منافع بین سهام‌دار عمده و خرد می‌شود. لاپورتا و همکاران<sup>۷</sup> (۱۹۹۹) نیز نشان دادند شرکت‌های بزرگ جهان عموماً تحت کنترل مالکیت متمرکز (خانوادگی یا دولتی) هستند.

1. Jensen & Meckling
2. Berle & Means
3. Grossman & Hart
4. Shleifer & Vishny
5. Burkart et al
6. Gillan & Starks
7. La Porta et al

یکی از مهم‌ترین عواملی که تضاد منافع میان سهام‌داران خرد و عمده را شدت می‌بخشد، جداسازی مالکیت از کنترل و در واقع تفاوت بین حق جریان نقدی و حق رأی یا کنترل است. از طرفی، شکل‌گیری ساختار مالکیت هرمی می‌تواند باعث جداسازی مالکیت از کنترل شود (بیچاک و کرکمن، ۲۰۰۰). زمانی که سهام‌دارانی با حق جریان نقدی کم، کنترل بیشتری بر بنگاه داشته باشند، می‌توانند از منابع و امکانات بنگاه برای منافع شخصی خود استفاده کنند که این به ضرر سایر سهام‌داران خرد است.

سؤالی که این پژوهش درصدد است به آن پاسخ دهد این است که آیا رابطه‌ای بین ساختار مالکیت هرمی و شبکه‌ای (که حق کنترلی بالاتر از میزان مالکیت سهام شرکت‌ها (سهام از جریان نقد) را برای سهام‌داران عمده فراهم می‌کند) با عملکرد و بازده سهام شرکت‌ها وجود دارد.

پاسخ به این سؤال از این جهت مهم است که ساختار مالکیت پیامدها و نتایج مهمی برای حاکمیت و عملکرد شرکت‌ها دارد. در کشور ما نیز پس از اجرای سیاست خصوصی‌سازی و تغییر مالکیت شرکت‌ها، مباحث مربوط به ساختار مالکیت بیش از پیش مورد توجه قرار گرفت. علاوه بر خصوصی‌سازی، اجرای طرح سهام عدالت و سیاست‌هایی از قبیل طرح واگذاری مالکیت شرکت‌های دولتی به عموم مردم از طریق صندوق‌های دارا یکم و پالایش یکم در سال ۱۳۹۹ نیز ضرورت بررسی رابطه تمرکز مالکیت و اختلاف میان حق رأی و حق جریان نقدی سهام‌داران عمده با عملکرد و بازده سهام شرکت‌ها را دوچندان کرده و می‌تواند در انتخاب سیاست‌های بهینه و تصمیمات درست مؤثر باشد.

با وجود اینکه در ایران ساختار مالکیت هرمی و شبکه‌ای رایج است و مالکیت بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران و فرابورس ایران دارای ساختار هرمی و تو در تو هستند، تاکنون پژوهشی به بررسی شکاف بین حق رأی و حق جریان نقدی مالکان نهایی (که می‌تواند باعث تضاد منافع بین سهام‌داران عمده و خرد شود) بر عملکرد و بازده سهام شرکت‌ها نپرداخته است و فقط حق جریان نقدی مالک مستقیم و نه مالک نهایی بررسی گردیده‌است. برای این منظور، ساختار مالکیت، عملکرد و بازده سهام ۲۶۱ شرکت پذیرفته شده در بازار سهام ایران طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار می‌گیرد.

در ادامه، مبانی نظری و ادبیات مرتبط با حوزه پژوهش مرور خواهد شد. به دنبال آن بخش سوم، به سؤال پژوهش و روش‌شناسی می‌پردازد. در بخش چهارم، نتایج پژوهش بررسی خواهد شد. بخش پنجم، به آزمون پایداری و بخش آخر به نتیجه‌گیری می‌پردازد.

### مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

با رشد و گسترش شرکت‌ها و نیاز به تأمین سرمایه تعداد مالکان افزایش می‌یابد. افزایش تعداد مالکان و نیز تخصصی‌تر شدن مدیریت بنگاه‌ها باعث جدا شدن مالکیت از مدیریت می‌شود که تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران یا مسئله نمایندگی را موجب می‌شود. معمولاً سرمایه‌گذاران با وابسته کردن حقوق و پاداش مدیران به عملکرد بنگاه و یا حفاظت مستقیم از منافع خود با نظارت بر مدیریت از طریق تمرکز

مالکیت سعی در رفع این مشکل دارند. سهام‌داران در کشورهای مختلف به ازای سرمایه‌گذاری خود، حقوق مالکیت دریافت می‌کنند که این حقوق از یک سو، شامل حقوق جریان نقدی است که سهام‌دار سهم خود را از سود شرکت دریافت می‌کند و از سوی دیگر، شامل حقوق کنترل است که بر اساس آن سهام‌دار می‌تواند بر دارایی‌های شرکت از طریق اعمال حق رأی کنترل داشته باشد. سهام‌دار عمده هم به دلیل داشتن حق کنترل بالا توانایی نظارت بر مدیریت را دارد و هم به دلیل داشتن حق جریان نقدی، انگیزه نظارت دارد تا ثروتش را حداکثر کند. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) نیز به این موضوع اشاره کردند که سرمایه‌گذاران با سهام مالکیت بالا انگیزه‌های قوی برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت دارند و قادر به جمع‌آوری اطلاعات و نظارت بر مدیران هستند، در حالی که در شرکت‌های با مالکیت پراکنده، سهام‌داران خرد توانایی و انگیزه نظارت بر مدیران و همراستا کردن منافع مدیر با منافع خودشان را ندارند. در نتیجه، مدیر در تصمیمات شرکت منافع خود را در نظر گرفته و از منابع شرکت برای منافع شخصی استفاده می‌کند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶؛ گروسمن و هارت، ۱۹۸۰).

علاوه بر وجود سهام‌دار عمده و حمایت از حقوق سهام‌داران، وجود سهام‌دار نهادی نیز می‌تواند راهکاری برای رفع مسئله نمایندگی باشد. مالکان نهادی و خصوصی علاوه بر دسترسی به اطلاعات بیشتر به دلیل انگیزه‌های قوی برای کسب سود عملکرد بهتری دارند (جاستین و همکاران، ۲۰۰۹). اما مطالعات اشلايفر و ویشنی (۱۹۸۶) و بارکارت و همکاران (۱۹۹۷) تضاد منافع مهم دیگری را نشان می‌دهند. آن‌ها بیان می‌کنند زمانی که سهام‌داران عمده شرکت را مدیریت می‌کنند، منافع را به هزینه سهام‌داران خرد تصاحب می‌کند.

کنترل فراتر از مالکیت از طریق ساختارهای هرمی<sup>۱</sup>، سهام‌داری متقابل<sup>۲</sup> و گاهی از طریق سهام ممتاز<sup>۳</sup> اتفاق می‌افتد. لاپورتا و همکاران (۱۹۹۹) نشان می‌دهند که در کشورهای با حمایت ضعیف از حقوق سهام‌داران خرد، ساختار مالکیت هرمی مهم‌ترین ابزار برای جداسازی مالکیت از کنترل یک بنگاه است. لاون و لوین<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) بیان می‌کنند در ساختارهای هرمی عملکرد شرکت‌هایی که دارای چند سهام‌دار عمده هستند با سایر شرکت‌ها متفاوت است. همچنین، در بین شرکت‌هایی که دارای چند سهام‌دار عمده هستند، عملکرد شرکت‌هایی که دارای پراکندگی بالای حقوق جریان نقدی هستند با شرکت‌هایی که دارای پراکندگی حقوق جریان نقدی کمتر هستند، متفاوت است.

بدین منظور، در این پژوهش بعد از شناسایی سهام‌داران عمده، ساختار مالکیت از چهار جنبه درصد مالکیت بزرگترین سهام‌دار، شکاف بین حق کنترل و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار، تفاوت حق جریان نقدی میان سهام‌داران عمده، و نوع مالکیت بررسی می‌شود و ارتباط آن با عملکرد و بازده سهام شرکت‌ها مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.

1. Pyramid structure
2. Cross holdings
3. Dual class share
4. Laeven and Levine

## پیشینه پژوهش

ارتباط بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در ابتدا با پژوهش برل و مینز (۱۹۳۲) مطرح گردید. آن‌ها ادعا کردند رابطه معکوسی بین پراکندگی مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. پس از آن پژوهش‌های زیادی به بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد بنگاه‌ها و بازده سهام پرداختند و به نتایج متفاوتی دست یافتند. در نتیجه، اجماع و توافق نظری در مورد ماهیت چنین رابطه‌ای ایجاد نشده است.

مطالعاتی از جمله لاپورتا و همکاران (۲۰۰۲)، جو<sup>۱</sup> (۲۰۰۳)، لمن و لینز<sup>۲</sup> (۲۰۰۳)، لینز (۲۰۰۳) همگی نشان دادند که بین حق جریان نقدی بزرگترین مالک و عملکرد شرکت رابطه مثبتی وجود دارد. در بازار ایران نیز نتایج پژوهش مهدوی و میدری (۱۳۸۴) نیز حاکی از آن است که تمرکز مالکیت رابطه مثبت و معنی‌داری با بازدهی سهام دارد. در مقابل، بولتون و وان تدن<sup>۳</sup> (۱۹۹۸) و ادمنز<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) وجود سهام‌دار عمده را به دلیل تأثیر منفی بر نقدینگی سهام شرکت، باعث کاهش بازده سهام دانستند.

بندسن و ولفنزون<sup>۵</sup> (۲۰۰۰) نیز بیان کردند که مالکان بزرگ برای گرفتن کنترل شرکت رقابت می‌کنند، زیرا منافع خصوصی از کنترل وجود دارد. اگر مالک بزرگی که کنترل شرکت را به دست آورده دارای حقوق جریان نقدی کوچکی باشد، آنگاه سلب مالکیت منابع شرکت تنها شامل یک کاهش کوچک در جریان نقد سهام‌دار کنترل‌کننده است (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶؛ اشلايفر و ولفنزون<sup>۶</sup>، ۲۰۰۲). سهام‌دار کنترلی که دارای کمترین جریان نقدی است، به دلیل کوچک بودن حق جریان نقدی انگیزه استفاده از منابع شرکت برای منافع شخصی را دارد و نیز، به دلیل داشتن حق رأی کافی توانایی استفاده از منابع شرکت برای منافع شخصی را خواهد داشت. بنابراین، تفکیک حقوق جریان نقدی از حقوق کنترل می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را به میزان بیشتری نسبت به هزینه‌های مربوط به یک سهام‌دار کنترل‌کننده که دارای اکثریت حقوق جریان نقد در شرکت است، ایجاد کند (بچاک و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۰).

بندسن و ولفنزون (۲۰۰۰) نشان دادند رابطه منفی میان پراکندگی حقوق جریان نقدی در بین سهام‌داران عمده و عملکرد بنگاه وجود دارد، چرا که سهام‌داران عمده برای تشکیل یک اتحاد موقت که از طریق آن بتوانند حقوق کنترلی زیاد و حق جریان نقدی کمی داشته باشند تا منافع شخصی خود را تأمین کنند، رقابت می‌کنند و زمانی که حقوق جریان نقدی به صورت نابرابر بین سهام‌داران عمده توزیع شده باشد احتمال شکل‌گیری این اتحاد موقت با حقوق جریان نقدی کم افزایش می‌یابد. در مقابل با رقابت برای گرفتن کنترل، این دیدگاه نیز وجود دارد که سهام‌داران عمده می‌توانند بر یک‌دیگر نظارت متقابل داشته

1. Joh
2. Lemmon and Lins
3. Bolton and Van Thadden
4. Edmans
5. Bennedsen and Wolfenzon
6. Shleifer and Wolfenzon
7. Bebchuk et al

باشند و مانع از استفاده منابع شرکت برای منافع شخصی شوند و ارزش شرکت افزایش یابد (پاگانو و روئل<sup>۱</sup>، ۱۹۹۸). بلاچ و هگی<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) نشان می‌دهند که احتمال نظارت گسترده بین سهام‌داران عمده زمانی که حقوق جریان نقدی به طور نابرابر بین آن‌ها توزیع می‌شود، کمتر است. در حوزه پژوهش‌های داخلی، تا کنون پژوهشی در خصوص رابطه بین عملکرد و بازده سهام با توزیع حقوق جریان نقدی بین سهام‌داران عمده انجام نشده است.

در ارتباط با نوع مالکیت نیز کاراداناسیس و دراکوس<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) بیان می‌کنند، بین سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. گوگلر و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) از رابطه منفی بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی خبر دادند. در مطالعات داخلی نیز، حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) به این نتیجه رسیدند که بین سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد شرکت رابطه مثبتی وجود دارد، درحالی‌که نتایج پژوهش حسینی (۱۳۸۶) نشان داد هیچ‌گونه رابطه معنی‌داری بین سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام شرکت وجود ندارد. در جدول ۱ خلاصه ادبیات پژوهش آورده شده است.

### فرضیه‌های پژوهش

- با توجه به مبانی نظری بیان شده و هدف پژوهش فرضیه‌های زیر تدوین شده است.
- میان حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار و عملکرد و بازده سهام شرکت رابطه مثبت وجود دارد.
  - میان تفاوت حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار و عملکرد و بازده سهام شرکت رابطه منفی وجود دارد.
  - میان تفاوت بین حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده و عملکرد و بازده سهام شرکت رابطه منفی وجود دارد.
  - میان نوع مالکیت و عملکرد و بازده سهام شرکت رابطه وجود دارد.

جدول ۱. خلاصه ادبیات

مطالعه	نمونه مورد بررسی	دوره مورد بررسی	نتیجه
لاپورتا و همکاران (۲۰۰۲)	۵۲۹ بنگاه در ۲۷ کشور ثروتمند	۱۹۹۵-۱۹۹۶	بین حق جریان نقدی بزرگترین مالک و عملکرد شرکت رابطه مثبتی وجود دارد.
جو (۲۰۰۳)	۵۸۲۹ بنگاه در کره	۱۹۹۳-۱۹۹۷	شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت در آن‌ها پایین تر است سودآوری و ارزش شرکت پایین تر است و هر چه قدر اختلاف بین حق کنترل و حق جریان نقدی سهام‌دار کنترلی بالاتر باشد عملکرد شرکت پایین تر است.

1. Pagano and Roell
2. Bloch and Hege
3. Karathanasis and Drakos
4. Gugler et al

مطالعه	نمونه مورد بررسی	دوره مورد بررسی	نتیجه
لمن و لینز (۲۰۰۳)	۸۰۰ بنگاه در ۸ کشور آسیای شرقی (هنگ کنگ، اندونزی، مالزی، فیلیپین، سنگاپور، کره جنوبی، تایوان و تایلند)	بحران مالی ۱۹۹۷	بازده سهام شرکت‌هایی که سهام‌دار نهایی آن حقوق کنترل و جریان نقدی متفاوتی را از طریق ساختارهای هرمی برای خود ایجاد می‌کند در طول دوره بحران ۱۲ درصد کمتر از سایر شرکت‌ها است. همچنین بین حق جریان نقدی بزرگترین مالک و عملکرد شرکت رابطه مثبتی وجود دارد.
لینز (۲۰۰۳)	۱۴۳۳ بنگاه در ۱۸ اقتصاد در حال ظهور	۱۹۹۵-۱۹۹۷	زمانی که حق کنترل سهام‌دار عمده از حق جریان نقدی آن فراتر می‌رود ارزش شرکت کاهش می‌یابد. بین حق جریان نقدی بزرگترین مالک و ارزش شرکت رابطه مثبتی وجود دارد.
آتیگ و همکاران (۲۰۰۹)	۱۲۵۲ بنگاه در ۹ کشور آسیای شرقی (هنگ کنگ، اندونزی، ژاپن، مالزی، فیلیپین، سنگاپور، کره جنوبی، تایوان و تایلند)	۱۹۹۶	اضافه کردن یک سهام‌دار عمده به ساختار مالکیت شرکت به طور متوسط عملکرد شرکت را ۴٫۹۶٪ افزایش می‌دهد.
آلوچنا و کامینسکی (۲۰۱۷)	۴۹۵ بنگاه تولیدی در لهستان	۲۰۰۵-۲۰۱۴	رابطه منفی بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. همچنین وجود دومین سهام‌دار عمده باعث کاهش عملکرد شرکت می‌شود.
درای فیلد و همکاران (۲۰۰۷)	در ۴ کشور آسیای شرقی (اندونزی، مالزی، کره و تایلند)	۱۹۹۴-۱۹۹۸	تمرکز مالکیت رابطه مثبت با اهرم مالی و ارزش شرکت در شرکت‌های کشور اندونزی و کره دارد ولی این ارتباط در کشورهای تایلند و ژاپن منفی می‌باشد.
کلایسنز و همکاران (۲۰۰۲)	۱۳۰۱ بنگاه در ۸ کشور آسیای شرقی (هنگ کنگ، اندونزی، مالزی، فیلیپین، سنگاپور، کره، تایوان و تایلند)	۱۹۹۵	ارزش شرکت با افزایش حقوق جریان نقدی در اختیار بزرگترین سهام‌دار افزایش می‌یابد ولی با افزایش اختلاف بین حقوق کنترل و حقوق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار کاهش می‌یابد. همچنین یک رابطه منفی بین پراکندگی حقوق جریان نقدی در میان صاحبان عمده و ارزش شرکت وجود دارد.
لاون و لوین (۲۰۰۷)	۱۶۵۷ بنگاه در ۱۳ کشور اروپای غربی (اتریش، بلژیک، فنلاند، فرانسه، آلمان، ایرلند، ایتالیا، نروژ، پرتغال، اسپانیا، سوئد، سوئیس و بریتانیا)	۱۹۹۶-۱۹۹۹	با افزایش حقوق جریان نقدی در اختیار بزرگترین سهام‌دار عملکرد شرکت افزایش می‌یابد و با افزایش اختلاف بین حقوق کنترل و حقوق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار عملکرد شرکت کاهش می‌یابد. بین پراکندگی جریان نقدی و عملکرد شرکت نیز رابطه منفی وجود دارد.
لمان و ویگانگ (۲۰۰۰)	۳۶۱ بنگاه بانک محور آلمانی	۱۹۹۱-۱۹۹۶	حضور سهام‌داران بزرگ لزوماً سودآوری را افزایش نمی‌دهد. وجود مؤسسات مالی به عنوان بزرگترین سهام‌داران شرکت‌های تجاری، عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد.
فاسیو و همکاران (۲۰۰۱)	تمام بنگاه‌های کشورهای هنگ کنگ، اندونزی، مالزی، ژاپن، فیلیپین، سنگاپور، کره، تایوان، تایلند، فرانسه، آلمان، ایتالیا، اسپانیا و بریتانیا)	۱۹۹۲-۱۹۹۶	وجود چند سهام‌دار عمده در شرکت، سود سهام پرداختی را در اروپا افزایش و در آسیا کاهش می‌دهد.

مطالعه	نمونه مورد بررسی	دوره مورد بررسی	نتیجه
التونیب (۲۰۱۸)	۸۶ بنگاه در کشور عمان	۲۰۱۰-۲۰۱۴	علاوه بر اینکه ساختار مالکیت رابطه مثبت با عملکرد شرکت دارد، مالکیت نهادی و خارجی ارتباطی منفی و مالکیت متمرکز و مدیریتی ارتباطی مثبت با عملکرد شرکت دارد.
اود دین و همکاران (۲۰۲۰)	۱۴۶ شرکت تولیدی در پاکستان	۲۰۰۳-۲۰۱۲	ارتباط بین تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی و دولتی با عملکرد شرکت مثبت است.
چیان مو یه (۲۰۱۸)	۱۵ بنگاه توریستی در کشور تایوان	۲۰۱۱-۲۰۱۵	تمرکز مالکیت و وجود سهام‌داری نهادی ارتباطی مثبت با عملکرد شرکت دارد.

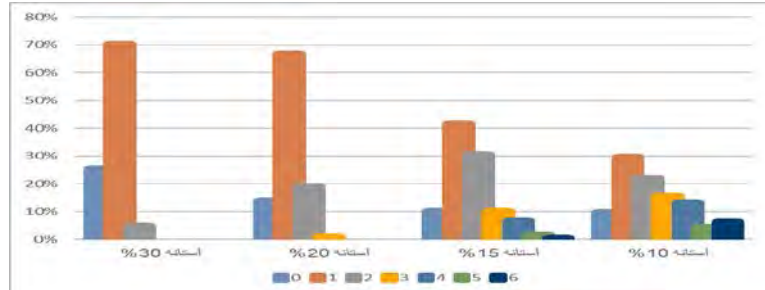
توضیحات: خلاصه نتایج ادبیات مورد مطالعه همراه با نمونه و دوره مورد بررسی آورده شده است. منبع: یافته‌های پژوهش

### روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش برای بررسی رابطه بین ساختار مالکیت با عملکرد و بازده سهام شرکت، ساختار مالکیت از چهار جنبه؛ درصد مالکیت بزرگترین سهام‌دار، انحراف بین حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار، تفاوت حقوق جریان نقدی میان سهام‌داران عمده و نوع مالکیت بررسی می‌شود. مطالعه تفکیک مالکیت و کنترل به داده‌های حقوق جریان نقدی و حقوق کنترل نیاز دارد که با استفاده از زنجیره مالکیت محاسبه می‌شود. در صورت وجود زنجیره‌های کنترل غیرمستقیم، تفاوت بین حقوق جریان نقدی و حقوق کنترل ایجاد می‌شود. سهام‌داران عمده اغلب سهام خود را طوری ساختار بندی می‌کنند که حقوق کنترل زیاد اما حقوق جریان نقد نسبتاً کمی داشته باشند و بدین ترتیب، با صرف منابع مالی کمتر، منابع بیشتری را تحت کنترل خود بگیرند. این ساختار توانایی مالک را در انحراف منابع شرکت برای منافع شخصی افزایش می‌دهد اما، سود سهام را کاهش می‌دهد.

در شبکه سهام‌داری، یک یا چند شرکت در رأس هرم قرار دارند که شرکت‌های زیادی به صورت مستقیم یا غیرمستقیم زیر مجموعه آن‌ها هستند. در این ساختار، سهام‌داری به عنوان مالک نهایی شناخته می‌شود که به صورت مستقیم و غیرمستقیم از طریق زنجیره مالکیت دارای حداقل ۱۵ درصد حق رأی در بنگاه‌ها باشد. در آزمون پایداری این آستانه به ۲۰ درصد تغییر می‌یابد و نتایج دوباره بررسی خواهد شد. اکثر مطالعات این سطح را ۱۰ درصد در نظر می‌گیرند (لاپورتا و لاپز، ۱۹۹۹؛ کلاسنز و همکاران، ۲۰۰۰؛ لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۲). پژوهش حاضر، این آستانه با توجه به اینکه ساختار مالکیت در ایران متمرکز است، ۱۵ درصد در نظر گرفته شده است. نمودار ۱ تمرکز ساختار مالکیت در آستانه‌های مختلف را به عنوان نمونه برای سال ۱۳۹۸ نشان می‌دهد. همان طور که در نمودار مشخص است، اگر آستانه مالکیت ۳۰ درصد در نظر گرفته شود، کمتر از ۵ درصد بنگاه‌ها تنها دو مالک نهایی دارند و بنگاه‌هایی با بیشتر از دو مالک نهایی وجود ندارند. نزدیک به ۷۰ درصد بنگاه‌ها نیز یک مالک نهایی دارند. درحالی که در آستانه مالکیت ۱۰ درصد، ۲۰ درصد بنگاه‌ها دو مالک نهایی دارند، ۳۹ درصد بنگاه‌ها دارای حداقل ۳ مالک نهایی هستند و ۶ درصد نیز دارای حداقل ۶ مالک نهایی می‌باشند.





**نمودار ۱. تمرکز ساختار مالکیت در استان‌های مختلف مالکیت**

توضیح: این نمودار تمرکز ساختار مالکیت در استان‌های مختلف در سال ۱۳۹۸ را نشان می‌دهد. اعداد ۰، ۱، ۲، ۳، ۴، ۵، ۶ که به هر رنگ اختصاص داده شده است بیانگر تعداد مالک نهایی در ساختار مالکیت بنگاه می‌باشد.

در شناسایی شبکه سهام‌داری، داده‌های مالکیت مستقیم تمامی شرکت‌ها موجود است، اما برای اینکه بتوان مالکان نهایی و گروه‌های کسب و کار را شناسایی کرد، از الگوریتمی مشابه الگوریتم استفاده شده در مطالعه آلمیدا و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) استفاده شده است. پس از مشخص شدن مالکان نهایی شرکت‌ها، حقوق جریان نقدی و کنترلی مالکان نیز با استفاده از ماتریسی که آلمیدا و همکاران (۲۰۱۱) معرفی کردند به دست می‌آیند. توضیحات کامل این الگوریتم در پیوست الف قرار داده شده است.

برای محاسبه حقوق جریان نقدی مالکان نهایی در هر یک از بنگاه‌های زیر مجموعه، یک شبکه سهام‌داری با  $N$  بنگاه فرض شده است و ماتریس  $A$  درصد مالکیت اعضای این گروه (بجز بنگاه رأس) در یکدیگر را نشان می‌دهد:

$$A = \begin{bmatrix} 0 & s_{12} & \dots & s_{1n} \\ s_{21} & 0 & \dots & s_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ s_{n1} & s_{n2} & \dots & 0 \end{bmatrix} \quad (1)$$

$s_{ij}$  درصد مالکیت بنگاه  $i$  از بنگاه  $j$  می‌باشد. ماتریس  $f$  نیز مالکیت مستقیم بنگاه رأس هر یک از اعضا است:

$$f = [f_1 \quad f_2 \quad \dots \quad f_{n-1} \quad f_n] \quad (2)$$

در نهایت، ماتریس  $U_{1 \times n}$  حق جریان نقدی مالک نهایی در هر بنگاه را محاسبه می‌کند. حقوق کنترلی مالکان نهایی نیز مجموع حق رأی آخرین زنجیره‌هایی است که به صورت مستقیم و غیرمستقیم به بنگاه وصل می‌شود. بنگاهی که با آستانه ۱۵٪ دارای مالک نهایی نباشد به عنوان بنگاهی با ساختار مالکیت پراکنده در نظر گرفته می‌شود.

$$U_{1 \times n} = f(I_n - A)^{-1} \quad (3)$$



یکی از علل تفاوت در نتایج پژوهش‌ها علاوه بر اختلاف در نمونه‌ها، نحوه‌ی اندازه‌گیری ارزش شرکت و ساختار مالکیت، درون‌زا یا برون‌زا گرفتن ساختار مالکیت است. ساختار مالکیت زمانی برون‌زا است که از عوامل توضیح دهنده ارزش شرکت باشد و زمانی درون‌زا است که خود وابسته به عوامل توضیح دهنده‌ای مانند ویژگی‌های شرکت باشد (میئونگ،<sup>۱</sup> ۱۹۹۸). برخلاف پژوهش‌های قبلی که ساختار مالکیت را برون‌زا در نظر می‌گرفتند، دمستز<sup>۲</sup> (۱۹۸۳) بیان می‌کند ساختار مالکیت پیامدی درون‌زا است. در نتیجه، ساختار مالکیت یک شرکت منعکس‌کننده‌ی تصمیمات سهام‌داران فعلی است. البته ساختار مالکیت چه پراکنده چه متمرکز باید در جهت حداکثر کردن منافع سهام‌داران باشد، بنابراین نباید هیچ رابطه سیستماتیکی بین تغییرات در ساختار مالکیت و تغییرات در عملکرد شرکت وجود داشته باشد (دمستز و ویلالونگا<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱). ساختار مالکیت در طی زمان دچار نوسانات و تغییرات کمی است و لذا بعید به نظر می‌رسد تغییرات سالانه در عملکرد شرکت‌ها و یا بازده سهام بتواند بر ساختار مالکیت اثر بگذارد.

جامعه آماری پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ است و نمونه پژوهش شامل شرکت‌هایی است که؛ دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در هیچ سالی منفی نباشد و داده‌های مورد نیاز برای انجام این پژوهش در دسترس باشد. در نهایت، با اعمال شرایط فوق تعداد ۲۶۱ بنگاه به عنوان نمونه انتخاب گردید.

برای ارزیابی عملکرد شرکت از دو نسبت مالی پرکاربرد، بازده دارایی‌ها (ROA<sup>۴</sup>) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE<sup>۵</sup>) استفاده می‌شود. بازده دارایی‌ها از نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام از نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید. بازده دارایی‌ها نشان دهنده توانایی یک شرکت در بکارگیری تمام دارایی‌ها و کسب سود از آنها است که تحت تأثیر ساختار مالی شرکت قرار نمی‌گیرد. اما ارزش واقعی دارایی‌ها ممکن است بسیار پائین‌تر یا بالاتر از ارزش دفتری آنها باشد، زیرا دارایی‌ها در ترازنامه به خالص ارزش دفتری نشان داده می‌شوند. در بازده حقوق صاحبان سهام نیز مدیریت می‌تواند با توجه به اهداف خود، سود حسابداری و در نتیجه، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام را تغییر دهد (جهانخانی و سجادی، ۱۳۷۴). لازم به ذکر است که در این پژوهش، نتایج به دست آمده از هر دو معیار مشابه بوده و لذا، تنها نتایج مربوط به بازده دارایی‌ها گزارش گردیده است. برای ارزیابی بازده سهام نیز از بازده سالانه سهام استفاده می‌شود. برای استفاده از این شاخص باید سود نقدی<sup>۶</sup> و عایدی سرمایه<sup>۷</sup> محاسبه گردد.

- 
1. Myeong
  - 2 Demsetz
  - 3 Demsetz & Villalonga
  4. Return On Asset
  5. Return On Equity
  6. Cash Dividend
  7. Capital Gain

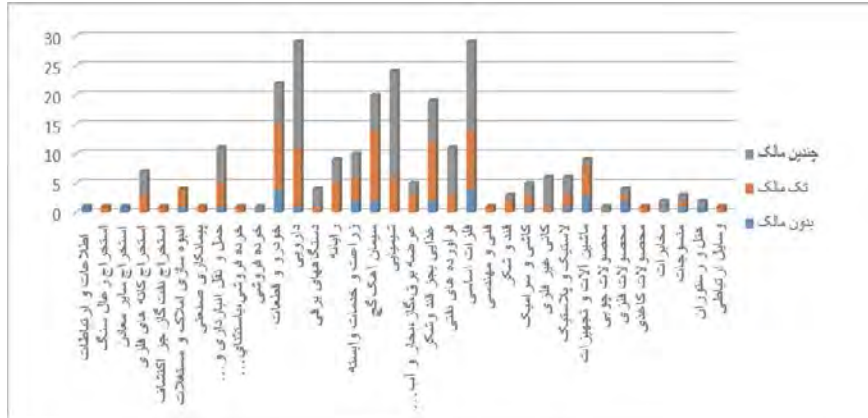
در ابتدا بررسی می‌شود که آیا بنگاه‌هایی با ساختار مالکیت پیچیده در نمونه مورد بررسی وجود دارد و آیا سرمایه‌گذاران ارزش آن‌ها را متفاوت از سایر بنگاه‌هایی که دارای سهام‌داران پراکنده‌اند و یا یک مالک نهایی دارند، می‌دانند یا خیر. جدول ۲ تعداد بنگاه‌ها و ارزش بازاری آن‌ها را برای انواع ساختار مالکیت در سال ۱۳۹۸ نشان می‌دهد. ۴۷,۴۵٪ از بنگاه‌ها دارای چند سهام‌دار عمده هستند و ۷۳,۸۵٪ ارزش بازار را تشکیل می‌دهند و این نشان می‌دهد که ساختار مالکیت با چندین سهام‌دار عمده در شرکت‌های بزرگ بیشتر رایج است. نمودار ۲ نیز تعداد بنگاه‌ها بر اساس نوع مالکیت در صنایع مختلف را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشخص است بیشترین تعداد بنگاه با چند سهام‌دار عمده متعلق به صنایع دارویی، فلزات اساسی، شیمیایی و خودرو و قطعات است.

در گام بعدی، بررسی می‌شود که آیا تفاوتی بین بنگاه‌های با چند سهام‌دار عمده و بنگاه‌های با ساختار مالکیت پراکنده و یا تک‌مالکی وجود دارد. بدین منظور ساختار مالکیت به دسته‌های مختلف تقسیم می‌گردد. اگر بزرگترین مالک حق کنترلی بالای ۵۰ درصد را داشته باشد فارغ از اینکه مالک دیگری وجود دارد یا خیر جزء دسته مالکیت اکثریت قرار می‌گیرد و اگر تنها یک مالک وجود داشته باشد که حق کنترلی کمتر از ۵۰٪ را دارد در دسته سهام‌دار عمده منفرد غیر اکثریت قرار می‌گیرد. شرکت‌های دارای چند سهام‌دار عمده نیز به دو دسته تقسیم می‌گردد؛ اگر تفاوت حقوق جریان نقدی بین آن‌ها کمتر و یا مساوی با میانه تفاوت حقوق جریان نقدی باشد، در دسته چند سهام‌دار عمده با تفاوت حق جریان نقدی کم و اگر این تفاوت بیشتر از میانه باشد در دسته چند سهام‌دار عمده با تفاوت حق جریان نقدی زیاد قرار می‌گیرد. جدول ۳ نشان می‌دهد بازده دارایی، بازده سهام، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت قیمت به عایدی در بنگاه‌های با چند سهام‌دار عمده متفاوت است با بنگاه‌هایی که ساختار مالکیت پراکنده دارند و یا تک مالکی هستند. در قسمت ب، جدول ۳ همبستگی انواع مختلف ساختار مالکیت با سایر ویژگی‌های بنگاه بررسی می‌گردد. نتایج نشان می‌دهد در مالکیت اکثریت، نسبت بدهی شرکت بالاتر و نقدشوندگی سهام کمتر است، در حالی که اگر مالکیت پراکنده باشد، اندازه شرکت کوچک‌تر، بدهی آن کمتر و سهام شرکت نقد شونده‌تر است. در جدول ۴ نیز اطلاعاتی در ارتباط با نوع دو سهام‌دار عمده آورده شده است.

جدول ۲. ارزش بازاری بنگاه‌ها برای انواع ساختار مالکیت

تعداد (% از کل)	مجموع ارزش بازاری - میلیارد ریال (% از کل)	
۲۸ (۱۰,۹۸)	۱۱۹,۵۸۸ (۱,۵۸)	بنگاه‌های بدون مالک نهایی
۱۰۶ (۴۱,۵۷)	۱,۸۵۳,۴۳۲ (۲۴,۵۶)	بنگاه‌های با یک مالک نهایی
۱۲۱ (۴۷,۴۵)	۵,۵۷۲,۵۳۱ (۷۳,۸۵)	بنگاه‌های با چند سهام‌دار عمده
۲۵۵ (۱۰۰)	۷,۵۴۵,۵۵۲ (۱۰۰)	کل بنگاه‌ها

توضیحات: تعداد بنگاه‌ها و ارزش بازاری آن‌ها برای انواع ساختار مالکیت در سال ۱۳۹۸



نمودار ۲. تعداد بنگاه‌ها بر اساس نوع مالکیت در صنایع مختلف در سال ۱۳۹۸

نمودار ۳ نیز درصد نوع مالکیت سهام‌داران عمده را در بین سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ نشان می‌دهد. نوع خصوصی بیشترین درصد را در طی سال‌ها داشته است ولی از سال ۱۳۹۶ از این درصد کاسته شده و به درصد مالکیت صندوق‌های بازنشستگی و همچنین، مالکیت دولتی اضافه شده است. برای بررسی رابطه میان ساختار مالکیت با عملکرد شرکت و بازده سهام شرکت‌ها، مدل‌های پژوهش به صورت زیر است:

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (CF1)_{it} + \beta_2 (C1 - CF1)_{it} + \beta_3 (CF1 - CF2)_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Grow_{it} + \beta_8 Asset_{it} + \beta_9 Inv_{it} + \beta_{10} B_{it} + \beta_{13} Type_{it} + u_{it} \quad (۴)$$

$$R_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (CF1)_{it} + \beta_2 (C1 - CF1)_{it} + \beta_3 (CF1 - CF2)_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Grow_{it} + \beta_8 Asset_{it} + \beta_9 liq_{it} + \beta_{10} roe_{it} + \beta_{11} B_{it} + \beta_{12} prof_{it} + \beta_{13} Type_{it} + u_{it} \quad (۵)$$

جدول ۳. نسبت‌های مالی در ساختار مالکیت‌های متفاوت

الف)	تعداد مشاهدات	میلنگین بازده داری	میلنگین بازده دارایی	میلنگین حقوق صاحبان سهام	میلنگین حقوق صاحبان سهام	میلنگین نسبت قیمت به عایدی هر سهم	میلنگین نسبت قیمت به عایدی هر سهم	میلنگین بازده سهام	میلنگین بازده سهام
مالکیت اکثریت	۶۲۵	۱۵٫۹۵	۱۲٫۹۵	۲۳٫۴۸	۲۵٫۴۲	۳۱٫۹۵	۷٫۳۶	۱۴۳٫۹۵	۷۳٫۶۴
سهام‌دار عمده منفرد غیر اکثریت	۱۳۱	۱۷٫۵۸	۱۴٫۴۹	۲۶٫۸۶	۲۸٫۳۴	۴۳٫۶۹	۵٫۹۹	۱۳۹٫۳۸	۶۹٫۳۳
چند سهام‌دار عمده با تفاوت حق جریان نقدی کم	۱۰۸	۱۹٫۹۰	۱۷٫۱۸	۳۴٫۷۰	۳۸٫۲۹	۱۹٫۵۶	۵٫۳۷	۱۱۴٫۳۹	۵۹٫۸۶
چند سهام‌دار عمده با تفاوت حق جریان نقدی زیاد	۱۳۰	۱۸٫۹۹	۱۴٫۲۴	۲۳٫۴۸	۲۷٫۱۵	۲۱٫۴۶	۴٫۹۳	۱۱۵٫۹۵	۴۹٫۹۵

الف)	تعداد مشاهدات	میلگین بازده دارایی	میلانه بازده دارایی	میلگین حقوق صاحبان سهام	میلانه حقوق صاحبان سهام	میلگین نسبت قیمت به عایدی هر سهم	میلانه نسبت قیمت به عایدی هر سهم	میلگین بازده سهام	میلانه بازده سهام
بدون مالک نهایی	۱۲۰	۱۱,۹۷	۶۸۰	۲۲,۲۶	۱۵,۰۶	۶۳,۳۰	۱۱,۸۵	۱۶۱,۳۵	۷۶,۸۲
کل	۱,۱۱۴	۱۶,۴۵	۱۳,۲۰	۳۱,۶۱	۳۲,۷۵	۳۴,۲۸	۶,۸۲	۱۳۹,۱۵	۶۹,۵۰

ب)	نرخ رشد فروش	بدهی	اندازه	سن	نسبت سرمایه گذاری	دلاری - های مشهود	نقلشوندگی	ریسک سیستماتیک	حاشیه سود خالص
مالکیت اکثریت	-۰,۳۲ (۰,۳۷۹)	۰,۲۰۵ (۰,۰۰۰)	۰,۰۱۳ (۰,۶۵۳)	-۰,۰۳۸ (۰,۱۹۸)	-۰,۰۳۷ (۰,۲۱۵)	-۰,۱۱۸ (۰,۰۰۰)	-۰,۱۲۴ (۰,۰۰۰)	-۰,۰۹۵ (۰,۰۰۱)	-۰,۰۳۹ (۰,۱۹۷)
سهامدار عمده منفرد غیر اکثریت	۰,۰۰۶ (۰,۸۴۱)	-۰,۱۰۴ (۰,۰۰۰)	-۰,۰۷۲ (۰,۰۱۶)	۰,۰۸۲ (۰,۰۰۵)	-۰,۰۱۴ (۰,۶۳۲)	۰,۰۷۳ (۰,۰۱۴)	۰,۱۲۳ (۰,۰۰۰)	۰,۰۵۱ (۰,۰۸۷)	-۰,۰۰۱ (۰,۹۷۳)
چند سهامدار عمده با تفاوت حق جریان نقدی کم	-۰,۰۱۱ (۰,۷۰۰)	-۰,۰۳۷ (۰,۲۰۶)	۰,۱۶۳ (۰,۰۰۰)	-۰,۰۵۱ (۰,۰۸۳)	-۰,۰۱۳ (۰,۶۶۰)	۰,۰۳۸ (۰,۱۹۶)	-۰,۰۲۳ (۰,۴۲۸)	۰,۱۱۳ (۰,۰۰۰)	۰,۰۷۲ (۰,۰۱۷)
چند سهامدار عمده با تفاوت حق جریان نقدی زیاد	۰,۰۰۰ (۰,۹۸۸)	-۰,۱۰۲ (۰,۰۰۰)	۰,۱۴۸ (۰,۰۰۰)	-۰,۰۰۲ (۰,۹۴۰)	۰,۰۸۸ (۰,۰۰۳)	۰,۰۶۴ (۰,۰۳۲)	-۰,۰۹۱ (۰,۰۰۲)	۰,۰۴۶ (۰,۱۲۹)	۰,۰۶۴ (۰,۰۲۵)
بدون مالک نهایی	۰,۰۵۷ (۰,۰۶۰)	-۰,۰۷۷ (۰,۰۰۹)	-۰,۲۵۵ (۰,۰۰۰)	۰,۰۲۷ (۰,۲۵۵)	-۰,۰۰۳ (۰,۹۰۶)	۰,۰۱۰ (۰,۷۳۸)	۰,۱۸۷ (۰,۰۰۰)	-۰,۰۵۸ (۰,۰۵۴)	-۰,۰۷۳ (۰,۰۱۶)

توضیحات: در قسمت الف بازده دارایی، بازده سهام، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت قیمت به عایدی در بنگاه‌های با چند سهامدار عمده، بنگاه‌هایی که ساختار مالکیت پراکنده دارند و یا تک مالکی هستند، بررسی شده است. در قسمت ب همبستگی انواع مختلف ساختار مالکیت با سایر ویژگی‌های بنگاه بررسی شده است.

#### جدول ۴. نوع مالکیت سهام‌داران عمده

الف) در بین تمام مشاهدات

نوع	بانک	سرمایه‌گذار خارجی	دولت	حقیقی	بیمه	سرمایه‌گذاری	بازنشستگی	سبب سرمایه‌گذاری	شبه دولتی	عمومی
سهامدار عمده اول	۱,۹۲٪	۰٪	۰,۹۰٪	۶,۳۹٪	۰,۱۳٪	۱۹,۹۵٪	۱۱,۶۴٪	۰٪	۴۳,۶۸٪	۱۱,۸۹٪
سهامدار عمده دوم	۶,۱۹٪	۰,۹۸٪	۱۶,۲۹٪	۱,۹۵٪	۱,۹۵٪	۸,۴۷٪	۱۸,۸۹٪	۰,۹۸٪	۲۱,۱۷٪	۹,۷۷٪

(ب) در بین بنگاه های با چند سهامدار عمده

نوع	بانک	سرمایه گذار خارجی	دولت	حقیقی	بیمه	سرمایه گذاری	پژنتسگی	سید سرمایه گذاری	خصوصی	شبه دولتی	عمومی
سهامدار عمده اول	۱۵۶٪	۰٪	۰٪	۱۱،۷۲٪	۰،۷۸٪	۸،۵۹٪	۱۲،۵۰٪	۰٪	۳۹،۸۴٪	۶،۲۵٪	۱۸،۷۵٪
سهامدار عمده دوم	۱۵۶٪	۰٪	۱۵،۶۳٪	۴،۶۹٪	۰٪	۸،۵۹٪	۱۷،۹۷٪	۲،۳۴٪	۲۳،۴۴٪	۱۵،۶۳٪	۱۰،۱۶٪

توضیحات: در قسمت الف اطلاعاتی در ارتباط با نوع دو سهامدار عمده آورده شده است. در قسمت ب نوع دو سهامدار عمده ای که هیچ کدام حق کنترلی بالای ۵۰٪ را ندارند آورده شده است. همانطور که مشخص است مالکیت خصوصی بیشترین درصد را هم در نوع سهامدار اول و هم در نوع سهامدار دوم دارد. با توجه به این که مالکیت خصوصی بیشترین درصد را در نوع سهامدار عمده اول و دوم دارد، با استفاده از رگرسیون لاجیت بررسی کردیم و به این نتیجه رسیدیم که نوع بزرگترین سهامدار هیچ محتوای پیش بینی کننده ای نسبت به نوع دومین سهامدار عمده ندارد

### متغیرهای مستقل

متغیر<sup>۱</sup> CF1 میزان حقوق جریان نقدی بزرگترین مالک نهایی که دارای حداقل ۱۵٪ حق کنترل است را نشان می دهد. متغیر CF1 - CF2 میزان اختلاف بین حقوق کنترلی و حقوق جریان نقدی بزرگترین مالک نهایی است. این متغیر اگر هیچ سهامداری وجود نداشته باشد که حداقل ۱۵٪ حق کنترل داشته باشد، صفر است. متغیر CF1 - CF2 میزان اختلاف حقوق جریان نقدی بین دو سهامدار عمده را نشان می دهد. این متغیر اگر دو سهامدار وجود نداشته باشد که حداقل ۱۵٪ حق کنترل داشته باشند، صفر است. متغیر Type بیانگر نوع مالکیت بزرگترین سهامدار است، که این نوع شامل؛ مالکیت بانکی، دولتی، حقیقی، سرمایه گذاری، بازنشستگی، خصوصی، شبه دولتی، عمومی و شرکت های بیمه است.

### متغیرهای وابسته

برای ارزیابی عملکرد شرکت از بازده دارایی ها استفاده می شود که برابر با سود خالص به کل دارایی ها ضرب در صد است. در محاسبه بازده سالانه سهام نیز، علاوه بر تغییرات قیمت اول و آخر دوره باید عواید ناشی از خرید آن سهم (حق تقدم، سود نقدی و سهام جایزه) در نظر گرفته شود، بنابراین:

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t + \frac{(P_t - P_{t-1}) \times N_c}{N_t} + \frac{P_t \times N_e}{N_t}}{P_{t-1}} * 100 \quad (۶)$$

$R_t$  بازده کل سهام،  $P_t$  قیمت سهم در انتهای سال مالی،  $P_{t-1}$  قیمت سهم در ابتدای سال مالی،  $P_n$  ارزش اسمی سهم،  $D_t$  سود نقدی ناخالص هر سهم،  $N_e$  تعداد سهام افزایش یافته از طریق اندوخته یا سود انباشته،  $N_c$  تعداد سهام افزایش یافته از طریق آورده نقدی و  $N_t$  تعداد سهام قبل از افزایش سرمایه را نشان می دهند.

1. Cash Flow Right
2. Control Right
3. Return
4. Price
5. Par Value
6. Dividend per share

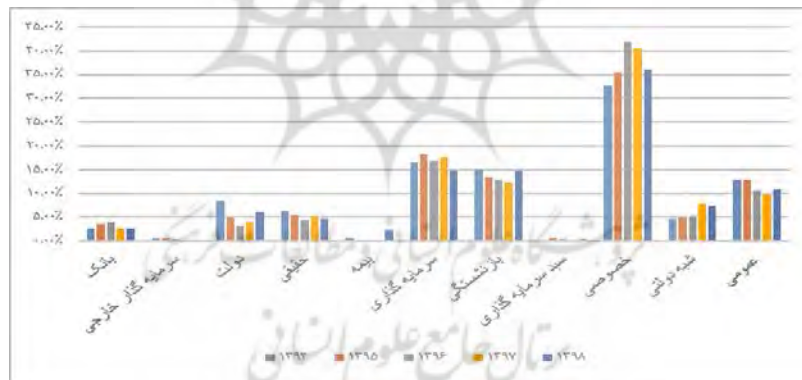
### متغیرهای کنترلی

متغیر Size برای در نظر گرفتن اندازه شرکت است که با لگاریتم ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها در پایان سال مالی شرکت اندازه‌گیری می‌شود. Age، سن شرکت است که با تعداد سالی که از زمان تأسیس شرکت می‌گذرد، اندازه‌گیری می‌شود. متغیر Lev<sup>۱</sup> نسبت بدهی به دارایی است که از تقسیم کل بدهی بنگاه به دارایی آن به دست می‌آید. متغیر Grow<sup>۲</sup> برابر با نرخ رشد فروش شرکت است، که نماینده‌ای برای فرصت‌های رشد شرکت است. متغیر Asset<sup>۳</sup> نسبت دارایی‌های مشهود به کل دارایی‌ها است. متغیر Inve<sup>۴</sup> نسبت مخارج سرمایه به کل دارایی‌ها است. متغیر β<sup>۵</sup> ریسک سیستماتیک است که حساسیت نوسانات بازده سهم در برابر نوسانات بازار را اندازه‌گیری می‌کند و از تقسیم کواریانس بازده سهام و بازده شاخص کل بر واریانس بازده شاخص کل به دست می‌آید.

$$\beta = \frac{cov(ri,rm)}{var(rm)} \quad (7)$$

متغیر Liq<sup>۶</sup> نقدشوندگی سهام است که برابر با جمع ارزش معاملات سهام در طی سال نسبت به ارزش بازاری سهام در ابتدای سال است. متغیر ROE<sup>۷</sup> بازده حقوق صاحبان سهام که برابر با نسبت سود خالص به بازده حقوق صاحبان سهام می‌باشد. متغیر Prof<sup>۸</sup> حاشیه سود خالص است که معیاری برای سودآوری است و از تقسیم سود (زیان) خالص بنگاه به درآمد بنگاه به دست می‌آید.

مشاهداتی که دارای سه سهامدار عمده و یا بیشتر بودند تنها ۱۴٪ مشاهدات را شامل می‌شدند که برای سهولت در کار حذف گردیدند. جدول ۵ خلاصه آماری متغیرهای مورد بررسی را در سطح بنگاه سال نشان می‌دهد.



نمودار ۳. درصد نوع مالکیت سهام‌داران عمده در بین سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸

1. Debt to Assets Ratio
2. Growth
3. Tangible Assets to Total Assets Ratio
4. Investment Ratio
5. Beta (Systematic Risk)
6. Liquidity Ratio
7. Return On Equity
8. Net Profit Margin



**جدول ۵. خلاصه آماری**

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	۲۵ درصد	میانگین	۷۵ درصد	حداقل	حداکثر
بازده دارایی	۹۰۲	۱۵،۶۱	۱۵،۰۸	۴،۳۰	۱۲،۵۶	۲۴،۰۷	-۱۳،۱۵	۶۴،۱۴
بازده حقوق صاحبان سهام	۹۰۲	۳۰،۵۵	۲۶،۴۱	۱۰،۶۳	۳۱،۵۲	۴۹،۳۲	-۵۸،۷۴	۹۰،۱۰
بازده سالانه ی سهم	۹۰۲	۱۴۱،۷۶	۲۰۱،۴۴	۱۴،۸۳	۶۹،۵۰	۱۷۸،۳۷	-۳۸	۱۰۱۶،۱۳
حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار	۹۰۲	۳۸،۳۲	۲۵،۷۵	۱۸،۵۶	۳۹،۳۶	۵۴،۰۰	.	۹۷
تفاوت بین حق رأی و حق جریان نقدی	۹۰۲	۱۲،۱۳	۱۹،۴۷	۰،۰۵	۰،۰۵	۱۹،۶۲	.	۸۶،۲۴
تفاوت بین حقوق جریان نقدی	۹۰۲	۶،۵۵	۱۱،۸۸	.	.	۹	.	۵۰

توضیحات: خلاصه آماری متغیرهای مورد بررسی را در سطح بنگاه سال نشان می‌دهد.

### یافته‌های پژوهش

#### رابطه ساختار مالکیت با عملکرد شرکت

جدول ۶ نتایج تخمین معادله (۴) را به روش رگرسیون تلفیقی با لحاظ اثرات ثابت زمان<sup>۲</sup>، صنعت<sup>۳</sup> و خوشه‌بندی<sup>۴</sup> جزء خطا نمایش می‌دهد. تصریح (۱) رابطه اصلی ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را بدون هیچ متغیر کنترلی نمایش می‌دهد. نتایج حاکی از آن است که حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار به صورت مثبت و معنی‌داری در سطح ۱٪ با عملکرد شرکت در ارتباط است. رابطه بین تفاوت حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار و همچنین، رابطه تفاوت بین حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده با عملکرد شرکت مطابق با ادبیات منفی است اما از لحاظ آماری معنی‌دار نیست. در ادامه برای کنترل ساختارهای مالکیت پراکنده و یا اکثریت، در تصریح (۲) متغیر مجازی اکثریت برای مشاهداتی که مالک نهایی آن‌ها دارای حق کنترل بالای ۵۰٪ است و متغیر مجازی پراکنده برای مشاهداتی که با آستانه ۱۵٪ دارای مالک نهایی نیستند، قرار داده شده‌است. همچنین، حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار رابطه مثبت و معنی‌داری در سطح ۵٪ با عملکرد شرکت دارد. تفاوت حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار و تفاوت حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده با عملکرد شرکت رابطه‌ای ندارند. در تصریح (۳) متغیرهای کنترلی و در تصریح (۴) نوع مالکیت بزرگترین سهام‌دار لحاظ شده‌است و تنها رابطه حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار و عملکرد معنی‌دار است. در ارتباط با نوع مالکیت نیز مالکیت شرکت‌های بیمه ارتباط مثبت و معنی‌داری در سطح ۱٪ با عملکرد شرکت دارد. در حالی که مالکیت شبه دولتی دارای رابطه منفی و معنی‌دار در سطح ۵٪ با عملکرد شرکت است. در تصریح (۵) مشاهداتی که دارای مالک اکثریت هستند حذف گردید و همچنان رابطه بین حقوق جریان نقدی و عملکرد، در سطح ۱۰٪ مثبت و معنی‌دار است. در تصریح (۶) علاوه بر مشاهداتی که دارای مالک اکثریت هستند، ساختارهای پراکنده نیز از نمونه خارج شد و رابطه بین حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار و عملکرد معنی‌دار نشد. بنابراین، در تصریح (۷)، (۸) و (۹) تنها مشاهداتی در نظر گرفته شده‌است که دارای چند سهام‌دار عمده هستند که هیچ کدام حقوق کنترلی بالای ۵۰٪ ندارند. همچنان در مشاهداتی با چنین ساختاری حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار رابطه مثبت و معنی‌داری در سطح ۱۰٪ با عملکرد شرکت دارد. در ارتباط

1. Laeven and Levine
2. Time fixed effect
3. Industry fixed effect
4. Clustered standard errors



با نوع مالکیت، مالکیت شرکت‌های بیمه رابطه مثبت و معنی‌داری در سطح ۵٪ با عملکرد شرکت دارد. در ادامه، جهت اطمینان از رابطه بین اختلاف حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده و عملکرد شرکت از یک تبدیل استفاده می‌شود. دمستز و لهن<sup>۱</sup> یک تبدیل لگاریتمی به شکل زیر را برای رسیدن به توزیع متقارن حق جریان نقدی به کار می‌برند، در این پژوهش از این تبدیل استفاده می‌شود و معادله (۹) جایگزین معادله (۴) می‌شود:

$$L \text{ Cash flow} = \text{Log} \left( \frac{\text{cash flow}}{100 - \text{cash flow}} \right) \quad (۸)$$

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (LCF1)_{it} + \beta_2 (LC1 - LCF1)_{it} + \beta_3 (LCF1 - LCF2)_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Age}_{it} + \beta_6 \text{Lev}_{it} + \beta_7 \text{Grow}_{it} + \beta_8 \text{Asset}_{it} + \beta_9 \text{Inv}_{it} + \beta_{10} \text{B}_{it} + \beta \text{Type}_{it} + u_{it} \quad (۹)$$

جدول ۷ نتایج تخمین معادله (۹) را به روش رگرسیون تلفیقی با لحاظ اثرات ثابت زمان و صنعت و خوشه‌بندی جزء خطا نمایش می‌دهد. تصریح (۱) رابطه اصلی ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را نمایش می‌دهد. نتایج حاکی از آن است که حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار رابطه مثبت و معنی‌داری در سطح ۱۰٪ با عملکرد شرکت دارد. رابطه‌ای بین تفاوت حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار و تفاوت بین حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده با عملکرد شرکت مشاهده نمی‌شود. در ادامه بدین منظور که بتوان ساختارهای مالکیت اکثریت را کنترل کرد در تصریح (۲) متغیر مجازی اکثریت برای مشاهداتی که مالک نهایی آن‌ها دارای حق کنترلی بالای ۵۰٪ است، قرار می‌گیرد. نتایج نشان می‌دهد حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار رابطه مثبت و معنی‌داری در سطح ۵٪ با عملکرد شرکت دارد. رابطه بین تفاوت حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار و عملکرد شرکت در این تصریح مثبت و معنی‌دار است اما، با اضافه کردن متغیرهای کنترلی معنی‌داری آن از بین می‌رود. در تصریح (۴) نوع مالکیت بزرگترین سهام‌دار لحاظ می‌شود، در این حالت نیز رابطه بین اختلاف حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده و عملکرد معنی‌دار نیست. در ارتباط با نوع مالکیت نیز مالکیت بیمه، دولتی و افراد حقیقی ارتباط مثبت و معنی‌داری در سطح ۱٪ با عملکرد شرکت دارند.

جدول ۶. رابطه ساختار مالکیت با عملکرد شرکت

متغیر	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)	(۷)	(۸)	(۹)
حق جریان نقدی	۰.۰۷۴***	۰.۱۱۵**	۰.۰۹۱**	۰.۰۷۱**	۰.۰۹۷*	۰.۱۴۴	۰.۳۶۱*	۰.۲۹۱*	۰.۲۹۹
بزرگترین سهام‌دار	(۰.۰۲۴)	(۰.۰۴۶)	(۰.۰۴۰)	(۰.۰۲۳)	(۰.۰۵۳)	(۰.۰۱۷)	(۰.۲۰۹)	(۰.۱۷۱)	(۰.۱۸۶)
تفاوت حق رأی و	-۰.۰۲۴	۰.۰۱۵	۰.۰۲۵	۰.۰۱۹	۰.۰۱۶	۰.۰۶۹	۰.۲۳۲	۰.۱۱۰	۰.۰۳۲
حق جریان نقدی	(۰.۰۳۱)	(۰.۰۴۶)	(۰.۰۴۱)	(۰.۰۳۶)	(۰.۱۰۶)	(۰.۱۷۵)	(۰.۱۸۱)	(۰.۱۵۲)	(۰.۱۸۵)
تفاوت حقوق جریان نقدی	-۰.۰۵۲	-۰.۰۳۹	-۰.۰۲۹	-۰.۰۲۳	-۰.۰۸۹	-۰.۰۹۱	-۰.۱۱۹	-۰.۰۲۴	-۰.۱۰۶
نقدی	(۰.۰۴۱)	(۰.۰۴۵)	(۰.۰۴۲)	(۰.۰۴۰)	(۰.۱۲۴)	(۰.۱۳۱)	(۰.۲۲۶)	(۰.۱۸۵)	(۰.۲۱۲)
اندازه		۲.۹۶۱***	۳.۲۳۷***					۱۰.۱۸۲	۹.۷۴۲***
		(۱.۰۱۲)	(۱.۰۴۰)					(۱.۹۸۸)	(۱.۶۵۲)
دارایی‌های مشهود				-۱۵.۲۲۶***				-۹.۲۰۵	-۱۱.۶۴۳
				(۵.۲۹۰)				(۷.۹۳۹)	(۷.۸۰۴)
بدهی					-۲۲.۳۶۴***			-۱۴.۳۴۳*	-۱۲.۲۱۳*
					(۳.۲۵۶)			(۷.۵۸۷)	(۶.۹۸۴)

متغیر	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)	(۷)	(۸)	(۹)
ریسک سیستماتیک	-۰.۸۹۶	-۰.۶۹۲	(۱.۰۲۹)	(۱.۰۰۰)				-۳.۴۸۵	-۴.۰۸۳*
بیمه	۱۵.۹۶۰***	(۳.۰۹۵)						۱۹.۸۶۹**	(۱۰.۱۴۳)
سرمایه‌گذاری	۰.۷۰۷	(۲.۸۱۰)						-۱۴.۷۸۹*	(۸.۱۸۶)
شبه‌دولتی	-۵.۷۱۸**	(۲.۷۳۶)						-۳.۰۰۳	(۷.۳۲۵)
ضریب تعیین	۰.۳۳۵	۰.۲۳۷	۰.۵۴۱	۰.۵۵۰	۰.۴۴۷	۰.۴۲۴	۰.۳۷۱	۰.۷۵۸	۰.۷۸۸

توضیحات: رابطه ساختار مالکیت ۲۶۱ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بازار سهام ایران طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ از چهار جنبه: درصد مالکیت بزرگترین سهامدار، انحراف بین حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار، تفاوت حقوق جریان نقدی میان سهامداران عمده و نوع مالکیت، بر عملکرد دوره بعدی شرکت بررسی می‌شود. عملکرد شرکت از طریق بازده دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است. در همه تصریح‌ها اثرات ثابت زمان و صنعت لحاظ شده است و جزء خطا خوشه بندی شده است. مقدار خطای استاندارد در پراکنش آورده شده است. در صورت معنی‌دار بودن ضرایب در سطح ۰.۰۱، ۰.۰۵ و ۰.۰۱ به ترتیب علامت \*\*، \* و \*\*\* در کنار آن‌ها قرار داده شده است.

### جدول ۷. رابطه ساختار مالکیت تبدیل یافته با عملکرد شرکت

متغیر	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)
حق جریان نقدی	۲.۷۴۸*	۴.۰۱۲**	۲.۸۸۶*	۲.۱۱۶	۶.۷۸۶*	۴.۰۹۶
بزرگترین سهامدار	(۱.۵۹۷)	(۱.۶۳۷)	(۱.۶۵۵)	(۱.۵۹۲)	(۳.۴۹۳)	(۳.۶۲۷)
تفاوت حق رأی و حق	۱.۲۰۱	۲.۵۰۵**	۱.۱۳۹	۱.۲۰۹	۵.۳۶۱	۱.۵۳۹
جریان نقدی	(۱.۱۴۶)	(۱.۲۰۸)	(۱.۳۴۰)	(۰.۹۵۶)	(۳.۵۶۵)	(۳.۹۴۸)
تفاوت حقوق جریان	۰.۴۰۹	۰.۹۷۶	۰.۳۲۶	۰.۹۳۳	-۱.۱۸۸	۰.۱۴۲
نقدی	(۱.۳۷۴)	(۱.۳۷۳)	(۱.۳۰۸)	(۱.۳۵۱)	(۳.۳۰۴)	(۳.۰۸۴)
اکثریت	(۱.۷۸۹)	-۳.۱۳۷*	-۰.۸۱۲	(۱.۶۸۶)		
اندازه			۲.۶۲۳	۳.۰۷۰*		۹.۷۱۰***
دارایی‌های مشهود			(۱.۶۳۲)	(۱.۶۵۳)		(۱.۷۶۶)
بدهی						-۱۰.۹۵۹
ریسک سیستماتیک						(۸.۲۰۰)
حقیقی						-۱۱.۵۵۹
بیمه						(۷.۱۱۳)
بازنشستگی						-۴.۰۸۹*
ضریب تعیین	۰.۳۸۳	۰.۳۹۶	۰.۶۴۰	۰.۶۵۸	۰.۳۷۳	۰.۷۸۲

توضیحات: رابطه ساختار مالکیت ۲۶۱ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بازار سهام ایران طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ از چهار جنبه: درصد مالکیت بزرگترین سهامدار، انحراف بین حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار، تفاوت حقوق جریان نقدی میان سهامداران عمده و نوع مالکیت، بر عملکرد دوره بعدی شرکت بررسی می‌شود. عملکرد شرکت از طریق بازده دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است. در همه تصریح‌ها اثرات ثابت زمان و صنعت لحاظ شده است و جزء خطا خوشه بندی شده است. مقدار خطای استاندارد در پراکنش آورده شده است. در صورت معنی‌دار بودن ضرایب در سطح ۰.۰۱، ۰.۰۵ و ۰.۰۱ به ترتیب علامت \*\*، \* و \*\*\* در کنار آن‌ها قرار داده شده است.

در تصریح (۵) مشاهداتی که دارای مالک اکثریت هستند خارج شده‌است و در تصریح (۶) متغیرهای کنترلی و نوع مالکیت اضافه گردیده‌است، ولی رابطه‌ای بین اختلاف حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده و عملکرد شرکت مشاهده نمی‌شود.

#### رابطه ساختار مالکیت با بازده سهام

جدول ۸ نتایج تخمین معادله (۵) را به روش رگرسیون تلفیقی با لحاظ اثرات ثابت زمان و صنعت و خوشه بندی جزء خطا نمایش می‌دهد. تصریح (۱) رابطه اصلی ساختار مالکیت و بازده سهام شرکت را بدون هیچ متغیر کنترلی نشان می‌دهد. نتایج حاکی از آن است که رابطه بین حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار و تفاوت حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار با بازده سهام شرکت از لحاظ آماری معنی‌دار نیست. از طرفی رابطه تفاوت حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده و بازده سهام منفی و از لحاظ آماری در سطح ۱۰٪ معنی‌دار است. در ادامه بدین منظور که بتوان ساختارهای مالکیت پراکنده و یا اکثریت را کنترل کرد، در تصریح (۲) متغیر مجازی اکثریت برای مشاهداتی که مالک نهایی آن‌ها دارای حق کنترل بالای ۵۰٪ است و متغیر مجازی پراکنده برای مشاهداتی که با آستانه ۱۵٪ دارای مالک نهایی نیستند، تعریف شده‌است. همچنان حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار و تفاوت حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار رابطه‌ای با بازده سهام شرکت ندارد ولی بین تفاوت حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده و بازده سهام شرکت رابطه منفی و معنی‌داری در سطح ۱۰٪ وجود دارد. در تصریح (۳) با اضافه کردن متغیرهای کنترلی معنی‌داری تفاوت حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده از بین رفته و در واقع ساختار مالکیت ارتباطی با بازده سهام شرکت ندارد و عواملی چون نقدشوندگی سهام شرکت، اندازه، دارایی‌های مشهود و بدهی با بازده سهام رابطه دارند. در تصریح (۴) نوع مالکیت بزرگترین سهام‌دار نیز لحاظ می‌شود و نتایج تصریح (۳) تکرار می‌شود و در ارتباط با نوع مالکیت نیز مالکیت شرکت‌های بیمه ارتباط مثبت و معنی‌داری در سطح ۵٪ با بازده سهام شرکت دارد.

در تصریح (۵) مشاهداتی که دارای مالک اکثریت هستند خارج شده‌اند و در تصریح (۶) علاوه بر مشاهداتی که دارای مالک اکثریت هستند، ساختارهای پراکنده نیز از نمونه خارج گردیده‌اند و همچنان رابطه‌ای بین ساختار مالکیت و بازده سهام مشاهده نمی‌شود. در تصریح‌های (۷)، (۸) و (۹) تنها مشاهداتی در نظر گرفته شده‌است که دارای چند سهام‌دار عمده هستند که هیچ کدام حق کنترل بالای ۵۰٪ ندارند. رابطه معنی‌داری بین ساختار مالکیت و بازده سهام مشاهده نشد و فقط رابطه مالکیت شرکت‌های بیمه با بازده سهام مثبت و در سطح ۵٪ معنی‌دار است. در ادامه جهت اطمینان از رابطه بین اختلاف حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده و بازده سهام شرکت از تبدیلی که در قسمت قبل ذکر گردید استفاده می‌شود و معادله (۱۰) جایگزین معادله (۵) می‌گردد.

$$R_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (CF1)_{it} + \beta_2 (C1 - CF1)_{it} + \beta_3 (CF1 - CF2)_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Grow_{it} + \beta_8 Asset_{it} + \beta_9 liq_{it} + \beta_{10} roe_{it} + \beta_{11} B_{it} + \beta_{12} prof_{it} + \beta_{13} Type_{it} + u_{it} \quad (10)$$

جدول ۹ نتایج تخمین معادله (۱۰) را به روش رگرسیون تلفیقی با لحاظ اثرات ثابت زمان و صنعت و خوشه بندی جزء خطا نمایش می‌دهد. تصریح (۱) رابطه اصلی ساختار مالکیت و بازده سهام شرکت را بدون هیچ متغیر کنترلی نمایش می‌دهد. نتایج حاکی از آن است که رابطه‌ای میان حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار، تفاوت حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار و تفاوت حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده و بازده سهام مشاهده

نمی‌شود. در ادامه بدین منظور که بتوان ساختارهای مالکیت اکثریت‌کنترل شود، در تصریح (۲) متغیر مجازی اکثریت برای مشاهداتی که مالک نهایی آن‌ها دارای حق کنترلی بالای ۵۰٪ است قرار می‌گیرد و در تصریح (۳) متغیرهای کنترلی نیز اضافه می‌گردد، نتایج نشان می‌دهد که ارتباطی بین ساختار مالکیت و بازده سهام وجود ندارد. در تصریح (۴) نوع مالکیت بزرگترین سهام‌دار را نیز لحاظ می‌کنیم و نتایج تصریح (۳) تکرار می‌شود. در ارتباط با نوع مالکیت نیز مالکیت افراد حقیقی ارتباط مثبت و معنی‌داری در سطح ۵٪ با بازده سهام شرکت دارد. در تصریح (۵) مشاهداتی که دارای مالک اکثریت هستند خارج می‌شوند و در تصریح (۶) متغیرهای کنترلی و نوع مالکیت اضافه می‌شوند ولی همچنان رابطه‌ای بین ساختار مالکیت و بازده سهام شرکت مشاهده نمی‌شود.

### آزمون پایداری

#### شاخص پراکندگی جایگزین

در این قسمت به جای تفاضل حقوق جریان نقدی سهام‌داران عمده به عنوان شاخصی برای پراکندگی، از شاخص بکار رفته توسط لاون و لوین (۲۰۰۷)، استفاده شده است:

$$\text{Dispersion} = [\text{cash-flow-1} - \text{cash-flow-2}] / [\text{cash-flow-1} + \text{cash-flow-2}] \quad (11)$$

و معادله (۴) و (۱۰) بازنویسی شده است:

$$\text{ROA}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (\text{CF1})_{it} + \beta_2 (\text{C1} - \text{CF1})_{it} + \beta_3 (\text{Dispersion})_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Age}_{it} + \beta_6 \text{Lev}_{it} + \beta_7 \text{Grow}_{it} + \beta_8 \text{Asset}_{it} + \beta_9 \text{Inv}_{it} + \beta_{10} \text{B}_{it} + \beta_{13} \text{Type}_{it} + u_{it} \quad (12)$$

$$\text{R}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 (\text{CF1})_{it} + \beta_2 (\text{C1} - \text{CF1})_{it} + \beta_3 (\text{Dispersion})_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Age}_{it} + \beta_6 \text{Lev}_{it} + \beta_7 \text{Grow}_{it} + \beta_8 \text{Asset}_{it} + \beta_9 \text{liq}_{it} + \beta_{10} \text{roe}_{it} + \beta_{11} \text{B}_{it} + \beta_{12} \text{prof}_{it} + \beta_{13} \text{Type}_{it} + u_{it} \quad (13)$$

نتایج حاکی از آن است که همچنان پراکندگی حقوق جریان نقدی بین سهام‌داران عمده با عملکرد شرکت و بازده سهام رابطه‌ای ندارد.

**جدول ۸. رابطه ساختار مالکیت با بازده سهام**

متغیر	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)	(۷)	(۸)	(۹)
حق جریان	-۰,۱۴۲	-۰,۳۵۰	-۰,۲۴۴	-۰,۰۶۲	-۰,۱۹۰	-۰,۷۱۹	۳,۷۷۱ **	۲,۴۷۶	۲,۸۸۱
نقدی بزرگترین	(۰,۱۴۹)	(۰,۳۸۲)	(۰,۳۸۸)	(۰,۲۷۷)	(۰,۴۸۴)	(۰,۹۵۱)	(۱,۸۹۷)	(۲,۴۳۱)	(۲,۳۳۵)
سهام‌دار									
تفاوت حق رأی	-۰,۱۷۷	-۰,۴۰۶	-۰,۴۰۶	-۰,۳۱۰	-۰,۷۸۲	-۰,۳۴۵	۱,۹۰۳	۰,۶۶۹	-۰,۱۴۴
و حق جریان	(۰,۲۲۹)	(۰,۴۰۰)	(۰,۴۱۰)	(۰,۳۵۷)	(۰,۵۴۰)	(۰,۹۶۲)	(۱,۰۵۵)	(۱,۳۵۷)	(۱,۶۴۳)
نقدی									
تفاوت حقوق	-۰,۵۷۴ *	-۰,۶۳۱ *	-۰,۴۱۵	-۰,۴۴۱	-۰,۸۳۴	-۱,۴۵۶	-۲,۶۷۴	-۲,۱۴۲	-۲,۰۶۴
جریان نقدی	(۰,۳۰۵)	(۰,۳۲۶)	(۰,۳۳۰)	(۰,۳۳۴)	(۱,۱۳۹)	(۱,۳۳۳)	(۲,۸۵۶)	(۳,۲۱۰)	(۳,۵۹۸)
نقدشوندگی									
				-۸,۷۰۳ ***				***	-۱۰,۳۶۵ **
			-۸,۲۰۹	(۲,۱۴۱)				-۱۳,۲۶۵	(۴,۲۹۸)
			(۲,۱۳۴)					(۴,۷۳۱)	
بازده حقوق		-۰,۴۱۳ *	-۰,۳۴۳					-۰,۷۱۴	-۰,۷۱۹
صاحبان سهام		(۰,۲۲۱)	(۰,۲۲۵)					(۰,۵۹۵)	(۰,۷۰۰)

متغیر	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)	(۷)	(۸)	(۹)
اندازه			***	***				**	-۵۰,۶۷۳**
دارایی‌های مشهود			***	***					(۲۴,۹۱۸)
بدهی			***	***					(۱۰۰,۰۹۷)
بیمه			***	***					(۱۴۳,۸۹۸)
سرمایه‌گذاری			***	***					(۵۶,۲۰۵)
ضریب تعیین	۰,۵۶۳	۰,۵۶۳	۰,۵۹۰	۰,۵۹۳	۰,۵۴۴	۰,۵۱۱	۰,۵۰۳	۰,۵۵۲	۰,۵۵۷

توضیحات: رابطه ساختار مالکیت ۲۶۱ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بازار سهام ایران طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ از چهار جنبه: درصد مالکیت بزرگترین سهام‌دار، انحراف بین حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار، تفاوت حقوق جریان نقدی میان سهام‌داران عمده، و نوع مالکیت، بر بازده سهام دوره بعدی شرکت بررسی می‌شود. در همه تصریح‌ها اثرات ثابت زمان و صنعت لحاظ شده است و جزء خطا خوشه بندی شده است. مقدار خطای استاندارد در پرانتز آورده شده است. در صورت معنی‌دار بودن ضرایب در سطح ۰,۰۱، ۰,۰۵ و ۰,۰۱ به ترتیب علامت \*\*، \* و \*\*\* در کنار آن‌ها قرار داده شده است.

### جدول ۹. رابطه ساختار مالکیت تبدیل یافته با بازده سهام

متغیر	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)
حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار	۴,۸۳۱	۰,۹۴۱	۱,۶۴۱ (۱۷,۶۱۶)	-۴,۶۴۹ (۱۷,۰۰۰)	۵۳,۶۲۴*	۳۶,۲۱۳
تفاوت حق رأی و حق جریان نقدی	-۳,۷۷۸ (۷,۲۲۰)	-۷,۹۸۹ (۹,۷۴۰)	-۲,۷۱۸ (۱۰,۳۲۷)	-۲,۰۵۴ (۱۰,۰۲۳)	۴۱,۰۹۲	(۳۴,۵۶۹)
تفاوت حقوق جریان نقدی	-۱,۴۵۸ (۱۱,۸۸۱)	-۴,۱۷۷ (۱۲,۹۱۳)	۵,۹۴۸ (۱۳,۲۰۵)	۵,۳۶۵ (۱۳,۷۱۱)	-۱۶,۶۴۹ (۴۰,۹۰۸)	-۳,۲۲۷ (۵۲,۴۴۶)
تقدسوندگی			-۱۲,۵۹۰***	-۱۲,۶۷۵***		-۹,۹۰۱**
بازده حقوق صاحبان سهام			-۰,۸۳۳**	-۰,۹۱۷**		(۰,۶۷۹) -۰,۷۰۶
اندازه			***	***		***
حقیقی			***	***		***
سرمایه‌گذاری			***	***		***
ضریب تعیین	۰,۴۹۸	۰,۴۹۹	۰,۵۶۰	۰,۶۶۰	۰,۵۰۰	۰,۵۵۷

توضیحات: رابطه ساختار مالکیت ۲۶۱ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بازار سهام ایران طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ از چهار جنبه: درصد مالکیت بزرگترین سهام‌دار، انحراف بین حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهام‌دار، تفاوت حقوق جریان نقدی میان سهام‌داران عمده، و نوع مالکیت، بر بازده سهام دوره بعدی شرکت بررسی می‌شود. در همه تصریح‌ها اثرات ثابت زمان و صنعت لحاظ شده است و جزء خطا خوشه بندی شده است. مقدار خطای استاندارد در پرانتز آورده شده است. در صورت معنی‌دار بودن ضرایب در سطح ۰,۰۱، ۰,۰۵ و ۰,۰۱ به ترتیب علامت \*\*، \* و \*\*\* در کنار آن‌ها قرار داده شده است.

### تفاوت حقوق جریان نقدی منفی سهام‌داران عمده

در میان مشاهدات، ۴۳ مشاهده دارای تفاوت حقوق جریان نقدی منفی بین سهام‌داران عمده هستند که تاکنون حذف گردیده بودند. اکنون این مشاهدات نیز وارد شده و بررسی می‌گردد که اگر دومین مالک عمده حق جریان نقدی بیشتری داشته باشد انگیزه نظارت بر بزرگترین مالک را دارد یا خیر. بدین منظور متغیر مجازی منفی بودن تفاوت حقوق جریان نقدی تعریف

می‌شود و در قدر مطلق تفاوت حقوق جریان نقدی دو سهامدار عمده ضرب می‌شود تا بتوان این مشاهدات را از سایر مشاهدات جدا کرد. تصریح (۱) جدول ۱۰ نتایج رابطه ساختار مالکیت با عملکرد شرکت با وجود تفاوت حقوق جریان نقدی منفی سهامداران عمده را نشان می‌دهد. نتایج حاکی از آن است که دومین سهامدار عمده‌ای که حقوق جریان نقدی بیشتری دارد انگیزه نظارت بر بزرگترین سهامدار را دارد. تصریح (۲) این جدول رابطه ساختار مالکیت با بازده سهام شرکت را با وجود تفاوت حقوق جریان نقدی منفی سهامداران عمده نشان می‌دهد ولی رابطه معنی‌داری بین قدر مطلق تفاوت حقوق جریان نقدی ضرب در متغیر مجازی منفی بودن تفاوت حقوق جریان نقدی و بازده سهام شرکت دیده نمی‌شود.

**جدول ۱۰. رابطه ساختار مالکیت با عملکرد شرکت**

متغیر	(۱)	(۲)
حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار	۰.۰۷۴ ***	-۰.۱۵۰
تفاوت حق رأی و حق جریان نقدی	-۰.۰۲۶	(۰.۱۴۶)
تفاوت حقوق جریان نقدی	-۰.۰۴۹	-۰.۱۸۲
منفی بودن تفاوت حقوق جریان نقدی	۰.۲۶۰ *	(۰.۲۲۲)
در قدر مطلق تفاوت حقوق جریان نقدی	(۰.۱۴۹)	-۰.۵۶۲ *
تعداد مشاهدات	۹۲۸	(۰.۳۰۶)
ضریب تعیین	۰.۳۴۴	-۱.۰۸۷
		(۱.۰۷۹)
		۹۲۸
		۰.۵۶۷

توضیحات: رابطه ساختار مالکیت از چهار جنبه درصد مالکیت بزرگترین سهامدار، الحراف بین حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار، پراکندگی حقوق جریان نقدی میان سهامداران عمده با وجود تفاوت حقوق جریان نقدی منفی سهامداران عمده، بر عملکرد و بازده سهام دوره بعدی شرکت بررسی می‌شود. در همه تصریح‌ها اثرات ثابت زمان و صنعت لحاظ شده است و جزء خطا خوشه بندی شده است. مقدار خطای استاندارد در پرانتز آورده شده است. در صورت معنی‌دار بودن ضرایب در سطح ۰.۰۱ و ۰.۰۵ و ۰.۰۱ به ترتیب علامت #، \*\* و \*\*\* در کنار آن‌ها قرار داده شده است.

### تغییر آستانه مالکیت از ۱۵٪ به ۲۰٪

نتایج تخمین معادله (۴) به روش رگرسیون تلفیقی با لحاظ اثرات ثابت زمان و صنعت و خوشه‌بندی جزء خطا زمانی که آستانه مالکیت ۲۰٪ در نظر گرفته می‌شود، حاکی از آن است که رابطه بین حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار و تفاوت حق رأی و حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار با عملکرد شرکت از لحاظ آماری معنی‌دار نیست. رابطه تفاوت حقوق جریان نقدی سهامداران عمده و عملکرد شرکت مطابق با ادبیات منفی شد اما از لحاظ آماری معنی‌داری آن ثابت نشد. تنها رابطه اندازه، دارایی‌های مشهود و نسبت بدهی در سطح ۱٪ با عملکرد شرکت معنی‌دار است. در ارتباط با نوع مالکیت نیز مالکیت حقیقی و شبه‌دولتی رابطه مثبت و معنی‌داری در سطح ۵٪ بر عملکرد شرکت دارند و نوع خصوصی رابطه مثبت و معنی‌داری در سطح ۱٪ دارد.

نتایج تخمین معادله (۱۰) به روش رگرسیون تلفیقی با لحاظ اثرات ثابت زمان و صنعت و خوشه بندی جزء خطا زمانی که آستانه مالکیت به ۲۰٪ تغییر می‌یابد و تنها مشاهداتی که دارای چند سهامدار عمده هستند و هیچ کدام حق کنترل بالای ۵۰٪ ندارند در نظر گرفته می‌شوند، حاکی از آن است که رابطه بین حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار و بازده سهام مثبت و در سطح ۱٪ معنی‌دار است، همچنین رابطه منفی بین تفاوت حقوق جریان نقدی سهامداران عمده و بازده سهام نیز در سطح ۱٪ معنی‌دار شد. اندازه و نقدشوندگی نیز از متغیرهای کنترلی معنی‌دار بر سطح بازده سهام می‌باشند. در ارتباط با نوع مالکیت نیز مالکیت بانکی، سرمایه‌گذاری و شبه دولتی رابطه منفی و معنی‌داری با بازده سهام شرکت دارند.

### بحث و نتیجه گیری

مطالعات گذشته نشان می‌دهد ساختار مالکیت پیامدها و نتایج مهمی برای حاکمیت و عملکرد شرکت‌ها دارد. در واقع، شکل‌گیری ساختار مالکیت هر می‌تواند باعث جداسازی مالکیت از کنترل و کاهش عملکرد شرکت شود.

در ایران ساختار مالکیت هرمی و شبکه‌ای رایج است و مالکیت بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران و فرابورس ایران دارای ساختارهای هرمی و تو در تو هستند، برای این منظور، ساختار مالکیت، عملکرد و بازده سهام ۲۶۱ شرکت پذیرفته شده در بازار سهام ایران طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفت.

در این پژوهش چهار فرضیه مورد آزمون قرار گرفت. رابطه ساختار مالکیت با عملکرد و بازده سهام شرکت در فرضیه نخست از جنبه درصد مالکیت بزرگترین سهامدار، در فرضیه دوم از جنبه انحراف بین حق کنترل و حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار، در فرضیه سوم از جنبه تفاوت حقوق جریان نقدی میان سهامداران عمده و در فرضیه چهارم از جنبه نوع مالکیت بررسی شد. در فرضیه نخست، نتایج حاکی از آن است که در آستانه مالکیت ۱۵٪، رابطه مثبت و معنی‌داری میان حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار و عملکرد بنگاه وجود دارد، این بدان معناست که هرچه حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار بیشتر باشد انگیزه وی برای نظارت بر مدیریت بیشتر و عملکرد شرکت بهتر خواهد بود. اما در ساختار مالکیت بنگاه‌هایی که تنها یک مالک دارند و حق کنترلی آن‌ها زیر ۵۰٪ است، رابطه معنی‌داری بین حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار و عملکرد بنگاه وجود ندارد، زیرا به دلیل حق کنترلی پایین توانایی نظارت بر مدیریت وجود ندارند. لازم به ذکر است، میان حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار و بازده سهام رابطه‌ای مشاهده نشد. در فرضیه دوم و سوم نتایج نشان می‌دهد، انحراف بین حق کنترل و حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار و تفاوت حقوق جریان نقدی میان سهامداران عمده با عملکرد بنگاه رابطه‌ای ندارند. یعنی سهامدار عمده منافع را به هزینه سهامداران خرد تصاحب نمی‌کند و تضاد منافی میان سهامداران عمده و خرد وجود ندارد. در ارتباط با نوع مالکیت نیز مالکیت شرکت‌های بیمه رابطه‌ی مثبتی با عملکرد و بازده سهام شرکت‌ها داشته، در حالی که مالکیت شبه دولتی‌ها رابطه منفی با عملکرد شرکت دارد.

یافته‌های پژوهش حاضر مطابق با نتایج حاصل از پژوهش بسیاری از جمله جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶)، لاپورتا و همکاران (۲۰۰۲)، جو (۲۰۰۳)، لمن و لینز (۲۰۰۳)، لینز (۲۰۰۳) و گیلان و استارکس (۲۰۰۳) بوده است. با توجه به نتایج پژوهش حاضر، پیشنهاد می‌شود ساختار مالکیت شرکت‌ها به گونه‌ای شکل گیرد که حق جریان نقدی بزرگترین سهامدار بیشتر باشد چراکه سرمایه‌گذاران با سهام مالکیت بالا انگیزه‌های قوی برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت دارند و قادر به جمع‌آوری اطلاعات و نظارت بر مدیران هستند.

در پایان، لازم به ذکر است علی‌رغم همه تمهیدات در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر، همچون وارد کردن متغیرهای کنترلی و اثرات ثابت زمان و صنعت در مدل، درحالت ایده آل بررسی اثر علی ساختار مالکیت بر عملکرد و بازده نیازمند دسترسی به یک شوک برونزا به ساختار مالکیت است که در ادبیات مالی به ندرت یافت می‌شود. لذا یک مسیر پژوهشی برای تدقیق رابطه ساختار مالکیت با عملکرد و بازده بنگاه‌ها، تلاش برای یافتن یک شوک برونزا به ساختار مالکیت و بررسی تأثیر آن بر عملکرد و بازده سهام شرکت‌ها است.

## ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.

## References

- Almeida, H., Park, S. Y., Subrahmanyam, M. G., & Wolfenzon, D. (2011). The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols. *Journal of Financial Economics*, 99(2), 447-475.
- Aluchna, M., & Kaminski, B. (2017). Ownership structure and company performance: a panel study from Poland. *Baltic Journal of Management*.
- Attig, N., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2009). Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia. *Journal of Financial Research*, 32(4), 395-422.
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R., & Triantis, G. (2000). Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. In *Concentrated corporate ownership* (pp. 295-318). University of Chicago Press.
- Bennedsen, M., & Wolfenzon, D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 113-139.
- Bloch, F., & Hege, U. (2003). Multiple shareholders and control contests. Available at SSRN 2273211.
- Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *The quarterly journal of economics*, 112(3), 693-728.
- Cho, M. H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of financial economics*, 47(1), 103-121.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2741-2771.
- Demsetz, H. (1986). Corporate control, insider trading, and rates of return. *The American Economic Review*, 76(2), 313-316.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209-233.
- Driffield, N., Mahambare, V., & Pal, S. (2007). How does ownership structure affect capital structure and firm value? Recent evidence from East Asia 1. *Economics of Transition*, 15(3), 535-573.
- Edmans, A. (2009). Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *The Journal of Finance*, 64(6), 2481-2513.
- Faccio, M., Morck, R., & Yavuz, M. D. (2018). *Business groups and firm-specific stock returns*. Working Paper.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper*, (2003-01).
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 42-64.
- Hassas-Yeganeh, Y., Moradi, M., & Eskandari, H. (1387). Institutional Ownership and Firm Value. *Accounting and Auditing Studies* (52), 107-122. (In Persian)



Jensen, M. C. (1976). Meckling. WH 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, 57(3), 1147-1170.

Laeven, L., & Levine, R. (2008). Complex ownership structures and corporate valuations. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 579-604.

Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The journal of finance*, 58(4), 1445-1468.

Mahdavi, A., & Meidari, A. (2006). Ownership Structure and the Corporate Efficiency of Listed Companies on the Tehran Stock Exchange. (In Persian)

Means, G. (2017). *The modern corporation and private property*. Routledge.

Morck, R. (2005). How to eliminate pyramidal business groups: the double taxation of intercorporate dividends and other incisive uses of tax policy. *Tax policy and the economy*, 19, 135-179.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.

Porras Prado, M., Saffi, P. A., & Sturgess, J. (2016). Ownership structure, limits to arbitrage, and stock returns: Evidence from equity lending markets. *The Review of Financial Studies*, 29(12), 3211-3244.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

Shleifer, A., & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of financial economics*, 66(1), 3-27.

Yeh, C. M. (2019). Ownership structure and firm performance of listed tourism firms. *International Journal of Tourism Research*, 21(2), 165-179.

#### COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

### پیوست الف

الگوریتم زیر بر روی تمام مجموعه مالکان بنگاه‌های بورسی پیاده شده است. در این الگوریتم فرض شده است که درصد مالکیت مورد نیاز برای کنترل یک بنگاه ۱۵ درصد است. اگر بنگاه A در بنگاه B حداقل ۱۵ درصد حق رأی داشته باشد، مالکیت آن بنگاه به نام A خواهد خورد و مجموعه گروه A که شامل بنگاه A و بنگاه B است تشکیل می‌شود. در ادامه برای تمامی بنگاه‌هایی که بنگاه B یا A در آن‌ها سهام دارند یک مجموعه از بنگاه‌ها را تشکیل می‌دهیم که احتمال حضور در گروه A را دارند. اگر مجموعه گروه A در مجموع، در بنگاه C دارای حداقل ۱۵ درصد سهام بودند، آنگاه مالک بنگاه C نیز A خواهد شد، و این بنگاه عضو گروه A خواهد بود. همچنین تمامی بنگاه‌هایی که بنگاه C در آن‌ها سهام دار است فارغ از درصد مالکیت به مجموعه بنگاه‌هایی که احتمال زیر مجموعه بودن در گروه A را دارند اضافه می‌شوند و محاسبات برای این مجموعه مجدداً تکرار می‌شود. این فرآیند تا زمانی تکرار می‌شود که تمامی بنگاه‌های موجود در مجموعه بنگاه‌هایی که احتمال زیرمجموعه بودن در گروه A را دارند، بررسی شوند و مجموعه گروه A در مجموع در هیچ کدام از آن‌ها بیش از ۱۵ درصد حق رأی نداشته باشد.

سپس شخص یا بنگاه بعدی که در مالکان یکی از بنگاه‌های بورسی حضور دارد را بررسی می‌کنیم. اگر این بنگاه خود عضو گروهی بود، آن را رد کرده و اگر عضو هیچ گروهی نبود، آن را بررسی می‌کنیم. همچنین اگر در بررسی‌های بعدی بنگاه A عضو گروه دیگری مانند D شد، آنگاه بنگاه A و تمامی بنگاه‌های عضو گروه A را عضو گروه D قرار می‌دهیم و گروه A را حذف می‌کنیم. در مثال زیر در مرحله اول شرکت F هیچ مالک عمده‌ای ندارد ولی بعد از گذشتن از مرحله اول و انتقال مالکیت C و D به B و بعد از آن به A، شرکت F متعلق به A می‌شود.

