

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی

سال چهارم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۱۴)، زمستان ۱۳۹۱

تاریخ وصول: ۹۰/۷/۲۷

تاریخ پذیرش: ۹۱/۸/۱۷

صص ۸۹-۱۰۲

بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس با استفاده از سیستم معادلات همزمان

حسین صادقی*، پریسا رحیمی**

*استادیار گروه حسابداری دانشگاه تربیت مدرس

sadeghih@modares.ac.ir

**دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تربیت مدرس

rahimi_p85@yahoo.com

چکیده

استقرار مناسب سازوکارهای راهبری شرکتی، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و حقوق همه ذی‌نفعان شرکت است. هر یک از سازوکارهای درون سازمانی و برون سازمانی، بر فرایندها و فعالیت‌های شرکت‌ها نظارت دارند و موجب ارتقای پاسخگویی و دستیابی به سایر هدف‌های راهبردی شرکتی می‌شوند. یکی از این سازوکارها، تمرکز و ساختار مالکیت است. در این مقاله، با بهره‌گیری از سیستم معادلات همزمان به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از داده‌های پانلی مربوط به سال‌های ۸۸-۱۳۸۲ پرداخته شده است. به‌طورکلی، آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر آن است که در بورس اوراق بهادار تهران، تمرکز و ساختار مالکیت تأثیری بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد، اما عملکرد شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری بر ساختار مالکیت دارد.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت، عملکرد شرکت، اندازه شرکت، q توبین، معادلات همزمان

۱- نویسنده مسؤول: پریسا رحیمی

نشانی نویسنده مسؤول: تهران، تقاطع بزرگراه شهید چمران و بزرگراه جلال آل احمد، زیر پل نصر، دانشگاه تربیت مدرس، دانشکده مدیریت و اقتصاد

مقدمه

از زمانی که مالکیت از مدیریت تفکیک شده، نظارت بر مدیران بسیار دشوار گردیده است. بنابراین، سازوکارهای نظارتی متعددی پیشنهاد شده است تا بتواند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد. استقرار مناسب سازوکارهای راهبری شرکتی، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و حقوق همه ذی‌نفعان شرکت است. برای کاهش هزینه‌های نمایندگی، راهبری شرکتی از سیستم‌های نظارتی متفاوتی استفاده می‌کند که این سازوکارها به صورت زیر هستند: الف- سازوکارهای برون سازمانی؛ ب- سازوکارهای درون سازمانی، ج- قوانین دولتی.

با توجه به ساختار مالکیت متفاوت و غیر متجانس در کشورهای مختلف که از شرایط غیر مشابه اجتماعی، اقتصادی و قانونی در این کشورها نشأت می‌گیرد، ارتباط ساختار مالکیت با عملکرد و ارزش شرکت در بازارهای مالی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، متفاوت است. با وجود این، تحقیقات اندکی درباره ساختار مالکیت و به خصوص ارتباط آن با عملکرد شرکت در ایران صورت پذیرفته است. با توجه به فرایند خصوصی سازی و کوچک سازی دولت که یکی از مباحث اقتصادی روز کشور است، بررسی مکانیزم‌های ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران از اهمیت دو چندانی برخوردار است. از این رو، هدف از این تحقیق بررسی این موضوع است که آیا ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران، به ارتقا و افزایش عملکرد آن می‌انجامد؟

در این مقاله، رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت از طریق معادلات همزمان تخمین زده شده است. به عبارتی، ساختار مالکیت و عملکرد شرکت هر کدام یک بار به عنوان متغیر درونزا و بار دیگر به عنوان متغیر برونزا در نظر گرفته شده‌اند تا اثرات متقابلی که این دو متغیر بر هم دارند، بررسی شود.

در ابتدا به تعریف مفهومی ساختار مالکیت و عملکرد شرکت می‌پردازیم؛ سپس در بخش دوم مروری بر مطالعات انجام شده در رابطه با ساختار مالکیت و عملکرد شرکت خواهیم داشت؛ در بخش سوم به شرح روش تحقیق و تعریف متغیرها می‌پردازیم؛ در بخش چهارم پایایی مدل بررسی شده است؛ در بخش پنجم آمار توصیفی و نتایج آزمون فرضیه‌ها آورده شده است؛ در بخش ششم به نتیجه‌گیری می‌پردازیم و در بخش هفتم و هشتم محدودیت‌ها و پیشنهادها را تحقیق ارئه و در نهایت نیز منابع استفاده شده در این پژوهش آورده شده است.

بررسی مفاهیم عمده در تخمین رابطه ساختار

مالکیت و عملکرد شرکت

عملکرد شرکت

دمسترز و لهن (۱۹۸۵) در مطالعه خود نرخ سود حسابداری را به عنوان اندازه‌ای از عملکرد شرکت به‌کار گرفتند و همه مطالعات پس از آن، از جمله دمسترز و ویلالونگا (۲۰۰۱) از q توبین استفاده کردند. دو تفاوت عمده در این دو نوع اندازه‌گیری وجود دارد: اول اینکه نرخ سود حسابداری جلونگر است، اما q توبین عقب‌نگر است. در ارزیابی تأثیر مالکیت بر عملکرد شرکت کدام بهتر است؟ اینکه در مطالعه

خود در نظر بگیریم که، مدیریت تا حالا چه کرده است یا چه خواهد کرد؟

تفاوت دوم در این است که دقیقا چه کسی عملکرد را اندازه می‌گیرد. در مورد نرخ سود حسابداری، حسابدار با توجه به استانداردها و محدودیت‌های موجود در حرفه‌اش آن را اندازه‌گیری می‌کند، اما در مورد q توپین جامعه سرمایه‌گذاران با توجه به محدودیت‌های هوش و ذکاوت خود، خوش‌بینی و بدبینی‌شان آن را اندازه می‌گیرند. اکثر اقتصاددانان که درک مفهومی بهتری از محدودیت‌های بازار نسبت به محدودیت‌های حسابداری دارند، q توپین را ترجیح می‌دهند، اما باید جوانب احتیاط را نگه داشت: نرخ سود حسابداری از روان‌شناسی سرمایه‌گذاران تأثیر نمی‌پذیرد. در محاسبه آن اساسا سرفعلی، استهلاک و اندکی هم وقایع آینده به‌کار گرفته می‌شود، اما q توپین از روان‌شناسی سرمایه‌گذاران در رابطه با پیش‌بینی مجموعه‌ای حوادث دنیا که نتایج استراتژی‌های فعلی کسب و کار است، تأثیر می‌پذیرد.

با آنکه نرخ سود حسابداری، با عملیات حسابداری، مثل متدهای مختلف برای ارزیابی سرمایه ملموس و ناملموس، تحت تأثیر قرار می‌گیرد، اما در مقابل q توپین هم از مشکلات حسابداری نامعلوم که توسط سرمایه‌گذاران انجام می‌شود و از استانداردهای خاصی پیروی نمی‌کند، تأثیر می‌پذیرد. صورت کسر q توپین ارزش بازاری شرکت است که منعکس کننده ارزش بازاری است که سرمایه‌گذاران به دارایی‌های ناملموس شرکت می‌دهند. در حالی که مخرج کسر هزینه جایگزینی دارایی‌های ملموس شرکت را در بر می‌گیرد، به استثنای سرمایه‌گذاری‌هایی که شرکت بر

روی دارایی‌های ناملموس انجام می‌دهد. همچنین، درآمدهای آتی شرکت اگر ناشی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده بر سرمایه ملموس باشد، همه در محاسبه مخرج q توپین در نظر گرفته می‌شود که این مقایسه عملکرد شرکت‌هایی را که دارای سرمایه ناملموس متفاوت هستند، تورش‌دار می‌کند. [۱۹]

در بیشتر مطالعاتی که q توپین را به عنوان معیار عملکرد شرکت در نظر گرفته‌اند، تلاشی برای محاسبه هزینه جایگزینی سرمایه ملموس نکرده‌اند و به جای آن از ارزش دفتری استهلاک سرمایه ملموس استفاده کرده‌اند و ما نیز چنین خواهیم کرد.

ساختار مالکیت

اندازه‌گیری‌هایی که اکثر مطالعات انجام شده از ساختار مالکیت داشته‌اند، همه بر اساس مهمترین سهامداران شرکت‌ها با تأکید بر پنج نمونه از بزرگترین سهامداران شرکت است و در برخی مطالعات هم بر بخشی از سهام که در مالکیت مدیریت است، تأکید شده است که مدیریت شامل هیأت رئیسه و افراد رده بالای مدیریتی هستند. تأکید بر این نوع اندازه‌گیری به منظور پیگیری مشکلات بنگاه‌ها نشان می‌دهد که سهامدارانی که همه آنها در رده مدیریت طبقه‌بندی می‌شوند همگی دارای منافع مشترک هستند که این چندان درست به نظر نمی‌رسد. برای مثال، فردی را در نظر بگیرید که موقعیتش در شرکت تنها به این علت است که بخش بزرگی از سهام شرکت را در اختیار دارد. چنین افرادی دارای منافع مشترک با مدیران حرفه‌ای نیستند. در واقع، منافع آنها بیشتر با سرمایه‌گذاران بیرون از شرکت سازگاری دارد. اعضای هیأت رئیسه و نمایندگان آنها مطمئنا با کسانی که فقط کارکنان مدیریتی شرکت

هستند، منافع مشترک ندارند. بنابراین، سطوح بالای سهامداران مدیریتی نمی‌تواند شاخص قابل اطمینانی از قوت نمایندگی مدیران حرفه‌ای در عملیات شرکت باشد که بسیاری از مطالعات آن را به عنوان شاخص در نظر گرفته‌اند.

بخشی از سهام در مالکیت پنج نفر از بزرگترین سهامداران نیز اندازه قابل اطمینانی نیست که بتواند سرمایه‌گذاران را در مقابل سوءاستفاده مدیران حفاظت کند، چرا که همیشه مدیران حرفه‌ای به اندازه‌ای سهام در دست دارند که در درون این گروه قرار گیرند. واقعیت تجربی این است که اعضای حرفه‌ای تیم مدیریت، اغلب آن مقدار سهام در دست دارند که حداقل یکی از پنج نفر مهمترین سهامدار شرکت باشند.

به طور خلاصه، بخشی از سهام که در اختیار پنج نفر از بزرگترین سهامداران است، به احتمال زیاد حاکی از توانایی سهامداران برای کنترل مدیران حرفه‌ای است و بخشی از سهام در مالکیت مدیران، حاکی از توانایی آنان بر بی‌اعتنایی به سهامداران است. در مطالعه حاضر، همبستگی بین این دو مثبت است، اما آقدر زیاد نیست که بتوان گفت با به کار بردن یکی از اینها دیگری زائد است.

درونزایی مالکیت

همان طور که قبلا هم یادآور شدیم، دمستز (۱۹۸۳)، دمستز و لهن (۱۹۸۵)، دمستز و ویلاونگا (۲۰۰۱) و سایر مطالعات که پس از آنان انجام شد، نشان دادند که ساختار مالکیت درونزاست. مالکان شرکت تمایل دارند که همه داده‌ها را بدون دردسر و حتی بدون هزینه به دست آورند. مسأله اصلی آن است که آیا

مدیریت حرفه‌ای و ساختار مالکیت پراکنده، مزایای کافی برای شرکت دارد که بتواند زیان‌های احتمالی آن را جبران کند؟ اگر مزایای جبرانی داشته باشد، هیچ رابطه سیستماتیک بین سهامداران مدیریتی و عملکرد شرکت وجود ندارد و اگر مزایا را کاملا جبران نکند، رابطه سیستماتیک باید وجود داشته باشد، اما سؤالی که پیش می‌آید، این است که چرا ساختار مالکیت پراکنده هنوز هم وجود دارد؟ علاوه بر این، به منظور توجه به اطلاعات داخلی و عملکرد بر اساس جبران، عملکرد شرکت‌ها احتمالا بر ساختار مالکیت تأثیر می‌گذارد، همان طور که ساختار مالکیت بر عملکرد تأثیر می‌گذارد. امکان واگرایی بین انتظارات داخل شرکتی و انتظارات بر اساس بازار عملکرد شرکت برای مدیران انگیزه ایجاد می‌کند که دارایی سهام خود را متناسب با انتظاراتشان از عملکرد آتی شرکت تغییر دهند. خرید سهام در دست سرمایه‌گذاران غیر مدیریتی به وسیله مدیران، مثالی است از اینکه چگونه عملکرد انتظاری می‌تواند ساختار مالکیت را تغییر دهد. جبران‌های مدیریتی به شکل انتخاب انواع سهام امکان دیگری است برای اینکه عملکرد بتواند بر ساختار مالکیت تأثیر بگذارد.

پیشینه تحقیق

رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت، موضوع مهمی است و به طور مستمر در ادبیات مالی شرکت‌ها بحث می‌شود. این بحث به رساله مینز و برل در سال ۱۹۳۲ برمی‌گردد که باید بین پراکندگی سهامداران و عملکرد شرکت رابطه معکوس وجود داشته باشد. نظریه آنان توسط دمستز در سال ۱۹۸۳ به چالش کشیده شد. او بحث می‌کند که ساختار مالکیت شرکت پیامد درونی تصمیمات شرکت است

عملکرد شرکت q توین را معیار قرار داده‌اند و تعداد کمی از آنها از نرخ سود حسابداری استفاده کرده‌اند، اما همه آنها از سهامداران مدیریتی برای اندازه‌گیری ساختار مالکیت استفاده کرده‌اند. تفاوت‌های این مطالعات در اندازه‌گیری، نمونه مورد استفاده و تکنیک تخمین مورد استفاده است. همگی به نتایج دمستر و لهن دست یافتند. نمی‌توان گفت که کدام یک نتایج قابل اعتمادتری به دست می‌دهند. [۱۰]، [۱۸]، [۱۹]، [۲۰]، [۲۱] و [۲۲]

کیستین اندرس (۲۰۰۸) با بررسی رابطه بین ساختار مالکیت خانوادگی و عملکرد شرکت برای ۲۷۵ شرکت آلمانی به این نتیجه رسیدند که تنها در شرایطی که نماینده‌ای از خارج از شرکت در بین آنها نباشد، مالکیت خانوادگی می‌تواند عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که ذی‌نفعان دیگر یا به طور منفی بر عملکرد شرکت تأثیر دارند و یا اصلاً تأثیر معنی‌داری بر آن ندارند. [۹] مارگاریت و سیلاکی (۲۰۱۰) در مقاله‌ای رابطه بین ساختار مالکیت و سرمایه را با عملکرد برای شرکت‌های فرانسه با استفاده از رویکرد تحلیل داده‌های ناپارامتریک مورد آزمون قرار دادند تا بتوانند عملکرد شرکت را با مرز بهینه مورد نظر مقایسه کنند. نتایج نشان می‌دهد که مالکیت متمرکز بدهی بیشتر در ساختار سرمایه را در پی دارد، اما بین انتخاب نوع مالکیت و نوع اهرم‌ها ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. [۱۲]

لین و یوما (۲۰۱۰) طی مطالعه‌ای ارتباط بین مالکیت شرکت و کنترل آن را در ۳۴۶۸ شرکت در ۲۲ کشور دنیا برای سال‌های ۲۰۰۸-۱۹۹۶ مورد آزمون قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که هزینه تامین

که تأثیر سهامداران بر سهام و مورد مطالعه قرار گرفتن آن در بازار را منعکس می‌کند. زمانی که مالکان شرکت خصوصی تصمیم به فروش سهام می‌گیرند و زمانی که سهامداران یک شرکت دولتی به توزیع مجدد رای می‌دهند، در واقع، آنها تصمیم می‌گیرند که ساختار شرکت خود را تغییر دهند و به احتمال زیاد ساختار آن را پراکنده‌تر می‌کنند. [۱۵]

مطالعات تجربی درباره رابطه بین این دو متغیر نتایج متعارضی را نشان می‌دهد. لهن و دمستر در سال ۱۹۸۵ شواهدی از درون‌زا بودن ساختار مالکیت آورده‌اند که در سال ۱۹۸۳ توسط دمستر هم بحث شده بود. همچنین، اعتبار رساله مینز و برل را ارزیابی کردند. رگرسیون خطی اندازه نرخ سود حسابداری بر سهام نگهداری شده توسط پنج نفر از بزرگترین سهامداران که در آن ساختار مالکیت متغیر درون‌زاست، هیچ مدرکی از وجود رابطه بین نرخ سود و تمرکز مالکیت به دست نمی‌دهد. [۱۷]

مارک و همکاران در سال ۱۹۸۹ بدون در نظر گرفتن درون‌زایی ساختار مالکیت، رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را دوباره تخمین زدند. آنها نیز همانند دمستر و لهن در رگرسیون خطی که رابطه بین q توین و نرخ سود حسابداری را تخمین زدند، به رابطه خاصی دست نیافتند. همچنین، رابطه بین q توین و مالکیت داخلی را رگرسیون طی تخمین زدند و به رابطه غیر همسو بین آنها دست یافتند. [۱۶]

مطالعات دیگری مقاله مارک را دنبال کردند، افرادی مانند: مکائل و سروایز (۱۹۹۰)، هرمالین و ویزچ (۱۹۸۸)، لودرر و مارتین (۱۹۹۷)، چو (۱۹۹۸)، هایمل برگ و همکاران (۱۹۹۹) و هولدرنس (۱۹۹۹). اکثر این مقالات برای اندازه‌گیری

عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " انجام دادند. در این مطالعه، برای آزمون فرضیه‌ها از همبستگی استفاده شده است و مطالعه فاقد مدل رگرسیونی بوده و تنها با تکیه بر آمار توصیفی به نتایج دست یافته است. [۵]

یافته‌های مطالعات انجام شده در خارج نشان می‌دهد که ساختار مالکیت متغیر درونزایی است و به وسیله عملکرد شرکت تعیین می‌شود. در مطالعه حاضر هم، هم ساختار مالکیت درونزا در نظر گرفته شده است و هم نقش انواع مختلف سهامداران در ساختار مالکیت بررسی شده است.

روش تحقیق

پژوهش حاضر از روش معادلات همزمان برای تعیین رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت استفاده کرده است. داده‌های مورد استفاده به صورت پانلی هستند. اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش از منابع مختلف، مثل صورت‌های مالی حسابرسی شده، گزارش‌های حسابرسی، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی نرم‌افزارهای موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران به نام‌های تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده است. به منظور آزمون فرضیه‌های آماری و تحلیل داده‌ها، از رگرسیون خطی حداقل مربعات دو مرحله‌ای استفاده شده است. تحلیل آماری داده‌ها نیز به کمک نرم‌افزار *views* انجام شده است. در مدل‌های رگرسیونی این پژوهش، یک بار شاخص‌های ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها به عنوان متغیرهای وابسته و متغیرهای تاثیرگذار بر عملکرد شرکت‌ها به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده است و بار دیگر ساختار مالکیت شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای

مالی از طریق بدهی برای شرکت‌هایی که کنترل مالکیتی و حقوق نقدینگی در آنها بالاست، بسیار زیاد است. همچنین، کنترل بیشتر مالکان خطر اخلاقی را کاهش داده است که این نیز خود باعث افزایش هزینه‌های نظارت می‌شود. [۱۱]

نظر به جدید بودن معیار *q* توپین در ایران، پژوهش‌های چندانی در این زمینه وجود ندارد. پاره‌ای مطالعات اخیر در این زمینه به شرح زیر است: استا (۱۳۹۰) در تحقیقی با عنوان "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و مدیریت سود" تاثیر عوامل حاکمیت شرکتی را بر شیوه مدیریت سود برای سال‌های ۸۷-۱۳۸۳ مطالعه کرده است. نتایج بیانگر این است که رابطه منفی معنی‌داری بین مالکیت نهادی و مدیریتی با مدیریت سود وجود دارد، اما بین مالکیت شرکتی و مدیریت سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. [۱]

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) تأثیر ساختار مالکیت را بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. یافته‌ها نشان می‌دهد که رابطه معنی‌داری بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکتی وجود دارد. [۶]

هاشمی و یکرانی (۱۳۹۰) در مطالعه‌ای با عنوان "تأثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" رابطه بین دو متغیر تصمیمات ساختار سرمایه و ساختار مالکیت را برای سال‌های ۸۸-۱۳۸۱ مطالعه کرده و نشان دادند که رابطه معنی‌داری بین آنها وجود دارد. [۷]

موسوی، زهرا و همکاران (۱۳۸۹) مطالعه‌ای با عنوان "ارزیابی سازوکار نظارتی راهبری شرکتی بر

$$LA4 = \beta_0 + \beta_1 LQ + \beta_2 B/D + \beta_3 D + \beta_4 Ben + \varepsilon$$

LQ و LA4 به ترتیب بیانگر لگاریتم q توپین و لگاریتم سهام در دست چهار نفر از بزرگترین سهامداران شرکت هستند. از آنجا که دو متغیر q توپین و A4 خیلی تورش دار هستند، بنابراین برای توزیع سیستماتیک این متغیرها، داده‌ها را به ارزش‌های لگاریتمی تبدیل کرده‌ایم. D/B بیانگر تقسیم بدهی‌های شرکت بر دارایی‌های آن است. تئوری نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که بدهی به عنوان ابزار بالقوه برای کم کردن مشکلات نمایندگی در نظارت بیشتر بر شرکت است. اگرچه تئوری سلسله^۱ مراتب بین بدهی و عملکرد شرکت رابطه منفی فرض می‌کند. متغیر D بیانگر دارایی‌های شرکت است که به عنوان اندازه‌گیری اندازه شرکت در مدل آورده شده است. متغیر Ben بیانگر سود خالص شرکت است. متغیرهای IN، F و M متغیرهای مجازی هستند و به ترتیب بر صنعتی، مالی و واسطه‌ای بودن شرکت دلالت دارند که هر یک از متغیرها در صورت دلالت شرکت عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ می‌گیرند که متغیر M به عنوان متغیر پایه در نظر گرفته شده و در معادله نیامده است.

بررسی مدل

بررسی پایایی مدل

پایایی متغیرهای پژوهش بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در

تاثیرگذار بر ساختار مالکیت، متغیرهای مستقل گرفته شده است. در واقع، دو معادله به صورت همزمان در نظر گرفته شده است که اثرات متقابل ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها را بر هم بررسی می‌کند. برای آزمون فرض‌های آماری، ابتدا مدل‌های رگرسیون آماری تخمین زده شده است. سپس به منظور آزمون معنی‌دار بودن مدل از آماره F و برای آزمون معنی‌دار بودن ضرایب از آماره t استفاده شده است.

جامعه آماری و نمونه

جامعه آماری پژوهش شرکت‌هایی هستند که از ویژگی‌های زیر برخوردار باشند:

- ۱- عضویت در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۸۷-۸۲
 - ۲- شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 - ۳- شرکت‌های مالی، تولیدی و واسطه به علت عدم تناسب فعالیت از هم تفکیک شده‌اند.
- ۲۱۳ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده و داده‌های مورد نیاز استخراج شده‌اند.

متغیرها و تبیین مدل

مدل اقتصاد سنجی ما دو معادله دارد: اولی عملکرد شرکت را متغیر وابسته در نظر می‌گیرد و دومی بخشی از سهام در مالکیت چهار نفر از بزرگترین سهامداران شرکت را به عنوان متغیر وابسته در نظر می‌گیرد.

معادله اول

$$LQ = \beta_0 + \beta_1 LA4 + \beta_2 B/D + \beta_3 D + \beta_4 F + \beta_5 IN + \mu$$

معادله دوم

¹ Peaking order theory

نگاره شماره ۱: نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد

متغیر در سطح	آزمون ریشه واحد LLC		آزمون ریشه واحد ADF		آزمون ریشه واحد IPS	
	آماره آزمون	احتمال	آماره آزمون	احتمال	آماره آزمون	احتمال
LQ	-۴/۲۸	۰/۰۰	۶۲۶/۵۳	۰/۰۰	۷۷۷/۸۴	۰/۰۰
LA4	-۴۳/۰۱	۰/۰۰	۴۱۷/۳۷	۰/۰۰	۴۷۵/۹۱	۰/۰۰
DB	-۵/۰۰۳	۰/۰۰	۶۳۳/۴۰	۰/۰۰	۷۶۵/۴۶	۰/۰۰
LOG	-۲/۷۳	۰/۰۰۳	۵۷۶/۳۱	۰/۰۰۱	۷۶۷/۹۴	۰/۰۰
Ben	-۱۳۷/۴۵	۰/۰۰	۷۹۷/۰۶	۰/۰۰	۹۲۰/۳۱	۰/۰۰

چنانکه در نگاره ۱ مشاهده می‌شود، همه متغیرها معنی‌دار بوده و بنابراین، در سطح مانا هستند. اگر داده‌ها در سطح مانا باشند، مدل کوتاه مدت و بلند مدت یکی است و دیگر به آزمون هم‌انباشتگی و تعیین رابطه بلند مدت نیازی نیست.

بررسی مشخص بودن مدل

شرط لازم برای تشخیص مدل، با عنوان شرط درجه‌ای به صورت زیر بیان می‌شود: در یک مدل دارای معادله همزمان برای آنکه یک معادله مشخص باشد، نباید تعداد متغیرهای برونزایی که در معادله فوق وجود دارند، کمتر از تعداد متغیرهای درونزای موجود در معادله منهای یک باشد. بنابراین، باید $1 - m \geq K - n$ باشد که در آن K تعداد متغیرهای برونزای مدل، n تعداد متغیرهای از پیش تعیین شده در هر کدام از معادلات و m نیز تعداد متغیرهای درونزای هر معادله است.

در معادله اول سیستم مورد مطالعه: $1 - m > K - n = 2$ ، به این ترتیب، معادله اول بیش از حد مشخص است.

در معادله دوم نیز $1 - m > K - n = 3$ است و در نتیجه، معادله دوم نیز بیش از حد مشخص بوده و بنابراین شرط درجه‌ای در هر دو معادله برقرار است.

نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

قبل از انجام آزمون هم‌انباشتگی برای تعیین رابطه بلند مدت در بین متغیرهای مد نظر، باید آزمون ریشه واحد برای متغیرها انجام شود. ادبیات اقتصادسنجی و ریشه واحد بیان می‌دارند که آزمون ریشه واحد مبتنی بر داده‌های پانل نسبت به آزمون ریشه واحد سری زمانی دارای قدرت و صحت بیشتری است. اگر داده‌ها در سطح مانا باشند، مدل کوتاه مدت و بلند مدت یکی است و دیگر آزمون هم‌انباشتگی و تعیین رابطه بلند مدت نیاز نیست. در این مقاله، سه نوع آزمون ریشه واحد مختلف برای بررسی مانایی متغیرها استفاده شده است. این آزمون‌ها عبارتند از: آزمون ریشه واحد لوین، لین و دیگران ۱، (از این پس با عنوان LLC در مقاله آورده شده است)؛ آزمون دیکی فولر تعمیم یافته ۲ که تحت عنوان ADF در مقاله آمده است؛ آزمون ایم و پسران ۳ که با نام IPS در مقاله آمده است. فرض اساسی آزمون LLC وجود یک فرآیند ریشه واحد در بین مقاطع است، در حالی که آزمون IPS این امکان را فراهم می‌سازد که ناهمگونی در بین اثرات فردی وجود داشته باشد. به همین علت، به آزمون IPS آزمون ریشه واحد ناهمگن ۴ گویند. در این بخش، از معیار آکایک تعمیم یافته ۵ (MAIC) معرفی شده توسط ان جی و پرون ۶ به منظور تعیین وقفه بهینه استفاده شده است.

¹ Levin, Lin et al (2002)

² Augmented Dickey Fuller Test

³ Im, Pesaran et al (2003)

⁴ Heterogeneous Panel Unit Root Test

⁵ Modified Akaike's Information Criterion

⁶ Ng and Perron (2001)

برای دوره مورد بررسی ۲۷۲/۰ است که بیانگر ارزش بالای شرکت‌هاست و عملکرد بهتری را نشان می‌دهد.

نگاره شماره ۲: آمار توصیفی

متغیرها	تعداد شرکت‌ها	میانگین	انحراف استاندارد	حداقل
LQ	۲۱۳	۰/۲۷۲	۰/۴۹۲	-۲/۵۸۸
A4	۲۱۳	۶۶/۳۴	۰/۳۰۳	۰/۰۰
D	۲۱۳	۲۱۲۹۵۷	۹۶۶۳۵۰	۷۴۰۶
D/B	۲۱۳	۲/۶۶۴	۹/۴۹۴	-۰/۱۶۱
Ben	۲۱۳	۱۵۶۴۰۹	۵۳۹۶۱۱	-۵۶۴۴۶۷
In	۲۱۳	۰/۸۱۲	۰/۳۹۰	۰/۰۰
F	۲۱۳	۰/۱۳۶	۰/۳۴۵	۰/۰۰

همچنین، شرط رتبه‌ای نیز در معادلات مذکور تامین می‌شود. در مواردی که معادلات بیش از حد مشخص باشند، روش حداقل مربعات دو مرحله‌ای^۱، روش مناسبی برای تخمین مدل محسوب می‌شود. روش رگرسیون حداقل مربعات دو مرحله‌ای وزنی (2SLS) همان‌گونه که نام این روش نشان می‌دهد، در دو مرحله OLS را به کار می‌گیرد. بنابراین، در این مقاله از روش 2SLS استفاده شده است.

تجزیه تحلیل داده‌ها

آمار توصیفی

در این پژوهش، یکی از سازوکارهای نظارتی نظام راهبری شرکت؛ یعنی تمرکز مالکیت و ارتباط آن با عملکرد شرکت بررسی شده است. متغیر تمرکز مالکیت نحوه توزیع سهام بین سهامداران را نشان می‌دهد که در اینجا بیانگر چهار نفر از بزرگترین سهامداران شرکت است. در صورتی که تعداد سهامداران اندک باشد، مالکیت متمرکزتر خواهد بود. به طوری که داده‌های گردآوری شده نشان می‌دهد، بیشترین درصد سهام شرکت‌ها در دست چند شرکت قرار دارد که بیانگر مالکیت متمرکز شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار است؛ به گونه‌ای که میانگین سهام در دست چهار سهامدار بزرگ برای ۲۱۳ شرکت ۶۶/۳۴ است. همچنین، در مطالعه حاضر متغیر q توین به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد بررسی شده است که متوسط لگاریتم آن

نتایج آزمون فرضیه‌ها

با توجه به آزمون‌های انجام شده، متغیر تمرکز مالکیت معنی‌دار نیست و اثری بر عملکرد شرکت ندارد. در برخی مطالعات انجام شده در خارج، در مورد رابطه بین دو متغیر ساختار مالکیت و عملکرد شرکت، تاثیر مالکیت بر ساختار شرکت معنی‌دار بوده و در برخی معنی‌دار نبوده است که برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، این رابطه معنی‌دار نیست. از آنجا که تمرکز مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران بالاست، چنانکه ذکر شد، به طور متوسط ۶۶/۳۴ از سهام شرکت‌ها در دست چهار سهامدار بزرگ شرکت‌ها قرار دارد. به نظر می‌رسد در واقعیت هم تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت معنی‌دار نیست.

¹ Two stage least squares

نگاره شماره ۳: نتایج تخمین معادله اول: متغیر وابسته LQ

متغیرها	ضریب	SD	t-statistic	Prob
عرض از مبدا	۰/۱۷۷	۰/۰۹۸	۲/۳۳۲	۰/۰۱۰
LA4	-۰/۰۸۸	۰/۰۱۸	-۰/۴۷۵	۰/۵۳۴
D	-۱/۱۱	۲/۲۹	-۴,۳۹۸	۰/۰۰۰
D/B	۰/۰۲۲	۰/۰۰۱	۱۵/۱۹	۰/۰۰۰
F	۰/۸۱۶	۰/۰۴۵	۴/۵۸	۰/۰۰۹
In	۰/۰۹۱	۰/۰۴۷	۲/۹۱	۰/۰۵۵
AR (1)	۰/۴۷۳	۰/۰۶	۵/۳۳	۰/۰۰۰
آماره F ۱۰۰/۷۳		احتمال F ۰/۰۰۰		
R ² تعدیل شده ۰/۷۳		آماره دوربین واتسون ۲/۴۱		

مالکیت درونزا دست یافتند. در این مطالعه هم، درونزا بودن مالکیت تأیید می‌شود. به طوری که متغیرهای عملکرد، اندازه و سود شرکت تأثیری معنی‌دار و مثبت بر ساختار مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس دارد. هر چه عملکرد شرکت بهتر شود یا اندازه شرکت بزرگتر شود و یا سود شرکت بیشتر گردد، تمرکز سهام در دست چهار سهامدار بزرگ شرکت هم افزایش می‌یابد.

عملکرد مالکیت بر ساختار و تمرکز مالکیت تأثیری معنی‌دار داشته، تأثیر آن مثبت است. این همان درونزایی مالکیت است که به عنوان وجه تمایز این پژوهش از سایر پژوهش‌ها، بررسی شده است. دمستر نخستین کسی است که طی مطالعه‌ای در سال ۱۹۸۳ درونزا بودن مالکیت را نشان داد. پس از او محققانی، از جمله دمستر و لهن (۱۹۸۵) و دمستر و ویلاونگا (۲۰۰۱) در مطالعات خود به ساختار

نگاره شماره ۴: تخمین معادله دوم: متغیر وابسته LA4

متغیرها	ضریب	SD	t-sattistic	Prob
عرض از مبدا	۱/۶	۰/۰۰۴	۲۰۰	۰/۰۰
LQ	۰/۰۰۸	۰/۰۰۳	۳/۱۰	۰/۰۰۱
D	۰/۰۹۸	۰/۰۰۲	۲/۶۹	۰/۰۰
D/B	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	-۱۰/۲۱	۰/۰۰
Ben	۰/۰۰۵	۰/۰۰۸	۳/۱۰	۰/۰۰
AR (1)	۰/۶۵۷	۰/۰۰۷	۱۹۰/۱۷	۰/۰۰
آماره F ۶۵۸۰/۹۶		احتمال F ۰/۰۰۰		
R ² تعدیل شده ۰/۹۶		آماره دوربین واتسون ۱/۹		

ضریب تعیین برای معادله دوم ۰/۹۶ است که بیانگر توضیح دهندگی بالای مدل رگرسیونی است. به عبارتی، متغیرهای عملکرد شرکت، اندازه شرکت، اهرم مالی و سود خالص می‌توانند ۰/۹۶ تغییرات ساختار مالکیت شرکت‌ها را توضیح دهند. از نظر معنی داری کل رگرسیون هم آماره F دارای احتمال صفر است و فرضیه H_0 مبنی بر صفر بودن همه ضرایب رد می‌شود و رگرسیون معنی دار است. (نگاره ۳)

نتیجه‌گیری

از زمانی که مالکیت از مدیریت تفکیک شده، نظارت بر مدیران بسیار دشوار گردیده است. استقرار مناسب سازوکارهای راهبری شرکتی، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و حقوق همه ذی‌نفعان شرکت است. هر یک از سازوکارهای درون سازمانی و برون سازمانی، بر فرایندها و فعالیت‌های شرکت‌ها نظارت دارند و موجب ارتقای پاسخگویی و دستیابی به سایر هدف‌های راهبردی شرکتی می‌شوند. یکی از این سازوکارها، تمرکز و ساختار مالکیت است. در این پژوهش، با برآورد مدل رگرسیون با داده‌های پانلی و سیستم معادلات همزمان و بررسی روابط بین متغیرهای مدل به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شد. به طور کلی، آزمون فرضیه‌های پژوهش، بیانگر آن است که در بورس اوراق بهادار تهران، تمرکز و ساختار مالکیت تأثیری بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۸۷-۸۲ ندارد. البته، این عدم تأثیرپذیری عملکرد از مالکیت را می‌توان به تمرکز اکثریت سهام شرکت‌ها در دست ۴ الی ۵ شرکت دانست که سهام شرکت‌ها

متغیر اندازه شرکت بر عملکرد شرکت تأثیر منفی و بر ساختار مالکیت تأثیر مثبت دارد. هرچقدر اندازه شرکت بزرگتر شود، به دلیل نظارت کمتر عملکرد شرکت بدتر می‌شود؛ حال آنکه با افزایش دارایی‌ها و بزرگتر شدن اندازه شرکت تمرکز مالکیت در دست چهار سهامدار بزرگ افزایش می‌یابد.

اهرم مالی D/B بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت داشته، اما بر ساختار مالکیت تأثیر منفی دارد. اهرم مالی ترکیب دارایی‌های شرکت را نشان می‌دهد و افزایش آن تا حدی می‌تواند به بهبود عملکرد شرکت منجر شود. چنانکه از نگاره ۲ مشاهده می‌شود، تفکیک شرکت‌ها هم معنی دار بوده، شرکت‌های مالی و تولیدی هر کدام تأثیر معنی داری بر عملکرد شرکت دارند. متغیر Ben هم تأثیر معنی دار و مثبت بر ساختار مالکیت شرکت دارد و با افزایش سود خالص شرکت تمرکز مالکیت در دست چهار سهامدار بزرگ شرکت افزایش می‌یابد.

تفاضل مرتبه یک هم به منظور رفع همبستگی در تخمین آورده شده است که چنانکه از نگاره ۲ و ۳ مشخص است H_0 رد شده است و بین متغیرها همبستگی وجود ندارد. مقدار آماره دوربین واتسون هم مؤید این مطلب است.

ضریب تعیین تعدیل شده برای معادله اول ۰/۷۳ است که نشان می‌دهد متغیرهای اندازه شرکت، سهام در دست چهار نفر از بزرگترین سهامداران و نسبت بدهی به دارایی‌ها توانسته‌اند ۰/۷۳ تغییرات متغیر عملکرد را توضیح دهند.

از نظر معنی داری کل رگرسیون هم H_0 آن رد می‌شود و کل رگرسیون معنی دار است. مقدار F، ۱۰۰/۷۳ و احتمال آن صفر است.

به تفسیر عملکرد شرکت‌ها علاقه‌مند هستند، پیشنهاد می‌شود در ملاحظات خود ساختار مالکیت شرکت‌ها را مورد توجه قرار دهند، زیرا با بهبود عملکرد شرکت ساختار مالکیت هم متمکزتر می‌شود. لذا کنترل شرکت در دست عده معدودی قرار می‌گیرد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه که اندازه شرکت تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد و این بدان علت است که با بزرگتر شدن شرکت، نظارت بر آن دشوار می‌شود، پیشنهاد می‌شود که در شرکت‌های بزرگتر، سازوکار نظارتی مناسبی به کار رود.

منابع

- ۱- استا، سهراب. (۱۳۹۰). «رابطه بین ساختار مالکیت و مدیریت سود»، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ش ۲، تابستان ۹۰.
- ۲- بابایی زکلیکی، محمد علی، ژیللا احمدوند. (۱۳۸۶). «تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه تحقیقات مالی*، دوره ۱۰، ش ۲۶، ص ۴۰.
- ۳- رفعت، بتول، سید کمیل طیبی. (۱۳۸۶). «بررسی رابطه تعادلی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) و جریان تجاری در ایران (۲۰۰۶-۱۹۷۳)»، *پژوهشنامه اقتصادی*، سال دهم، شماره اول، بهار ۱۳۸۹، صص ۴۱-۵۸.
- ۴- کردتبار، حسین، امیر رسائیان. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه مدیریت سود مبتنی بر کل اقسام تعهدی اختیاری و برخی از ابزارهای نظام راهبری شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه حسابداری مالی*، سال دوم، ش

در بازار حالت رقابتی نداشته، بازار کارا عمل نخواهد کرد. اما عملکرد شرکت تأثیر معنی‌دار و مثبت بر ساختار مالکیت شرکت‌ها دارد؛ بدین صورت که هر چقدر عملکرد شرکت بهتر می‌شود، ساختار مالکیت هم متمکزتر می‌شود. همچنین، از آزمون فرضیه فرعی نیز چنین بر می‌آید که اندازه شرکت تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد که علت آن این است که با بزرگتر شدن شرکت‌ها، نظارت بر آنها دشوارتر و عملکرد شرکت بدتر می‌شود.

محدودیت‌های تحقیق

- محدودیت‌های که در این پژوهش وجود داشته و در تعبیر و تفسیر نتایج پژوهش و قابلیت تعمیم آن باید مورد توجه قرار گیرد، به این شرح است:
- استفاده از مبنای بهای تمام شده تاریخی در تهیه صورت‌های مالی شرکت‌ها، ممکن است موجب شود تا در صورت تعدیل اطلاعات صورت‌های مالی بر اساس تورم، نتایج پژوهش متفاوت از نتایج فعلی شود.
 - داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی مربوط به سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ بوده است، که در این بازه تعدادی از شرکت‌ها دارای حقوق صاحبان سهام منفی بوده‌اند و برخی به علت نداشتن اطلاعات مورد نیاز از نمونه انتخابی حذف شده‌اند، به طوری که در صورت احتساب داده‌های آماری سال ۱۳۸۹، تعداد شرکت‌ها به طور چشمگیری کاهش می‌یافت. لذا در تعمیم نتایج پژوهش به جامعه مورد نظر در بازه زمانی باید با احتیاط عمل شود.

پیشنهادها

به استفاده کنندگان از صورت‌های مالی و کسانی که

- ششم، ص ۵۰.
- ۱۳- Demsetz, Harold, villalonga, belen, 2001, own ership structure and corporate performance , journal of corporate finance 7, 209-233
- ۱۴- Demsetz, H., 1979. Accounting for advertising as a barrier to entry. Journal of Business 52, 345-360
- ۱۵- Demsetz, H., 1983. The structure of ownership and the theory of the firm . journal of law and Economics 26, 375-390
- ۱۶- Demsetz, H., 1986. corporate control, insider trading, and rates of return. American Economic Review 76, 313-316
- ۱۷- Demsetz, H., Lehn, K., 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. Journal of Political Economy 93, 1155-1177
- ۱۸- Hermalin, B., Weisbach, M., 1988. The determinants of board composition. RAND journal of Economics 19, 589-606
- ۱۹- Himmelberg, C., Hubbard, R.G, Palia, D., 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. Journal of Finance Economics 53, 353-384
- ۲۰- Holderness, C., Kroszner, R., Sheehan, D., 1999. Were the good old days that good? Evolution of managerial stock ownership and corporate governance since the great depression. Journal of Finance 54, 435-469
- ۲۱- Loderer, C., martin, K., 1997. Executive stock ownership and performance: tracking faint traces. Journal of Financial Economics 45, 223-255
- ۲۲- McConnell, J., Servaes, H., 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. Journal of Financial Economics 27, 595-612
- ۲۳- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., 1988,. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. Journal of Financial Economics 20, 293-315
- ۲۴- Telser, L., 1969. Comment. American Economic Review 59, 121-123
- ۲۵- Weiss, L., 1969. Advertising, profits and corporate taxes. Review of Economics and Statistics 51. 421-430
- ۵- موسوی، زهرا، مریدی‌پور، حمید، اعظم جاری. (۱۳۸۹). ارزیابی تاثیر سازوکار نظارتی راهبری بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، سال دوم، شماره ششم، ص ۱۴۲
- ۶- نمازی، محمد، احسان کرمانی. (۱۳۸۶). «تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، ش ۵۳، ص ۸۳
- ۷- هاشمی، سید عباس و کیوان یکرانی. (۱۳۹۰). «تاثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، حسابداری مالی، بهار ۹۰، صص ۱۸-۱
- 8- Berle, A., Means, G., 1932, The Modern Corporation and private property ,Harcourt, Brace, and world new York
- 9- Christian Andres, 2008, Large shareholders and firm performance- An empirical examination of founding-family ownership, Journal of Corporate Finance 14(431-445
- 10- cho, M.-H, 1998. ownership structure , investment and the corporate value: an empirical analysis . journal of Financial Economics 47, 103-121
- 11- Chen Lin, Yue Ma et. 2010. Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing, Journal of Finance economics
- 12- Dimitris Magaritis, Maria psillaki, 2010, Capital structure ownership and firm performance, Journal of Banaking and Finance 34(621-632

