

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه صنعتی شاهرود

دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت

گروه مدیریت

رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد در شرکتهای تولیدی و بازرگانی

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دانشجو :

وحید نقابی

استاد راهنما :

دکتر محمد مولایی

استاد مشاور

مجید عامری

پایان نامه جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد رشته مدیریت اجرایی MBA

شهریور ۱۳۹۰

دانشگاه صنعتی شاهرود
دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت
گروه مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد آقای وحید نقابی
تحت عنوان: رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد در شرکتهای تولیدی و بازرگانی پذیرفته شده در بورس اوراق
بهادار تهران

در تاریخ ۱۳۹۰/۶/۳۱ توسط کمیته تخصصی زیر جهت اخذ مدرک کارشناسی ارشد رشته مدیریت اجرایی MBA مورد ارزیابی
و با درجه مورد پذیرش قرار گرفت.

امضاء	اساتید مشاور	امضاء	اساتید راهنما
	مجید عامری		دکتر محمد مولایی

امضاء	نماینده تحصیلات تکمیلی	امضاء	اساتید داور
	نام و نام خانوادگی :		دکتر محمد موسوی شاهرودی
			دکتر رضا شیخ

تقدیم به:

پدر و مادر فداکارم

که در تمام مراحل زندگی و تحصیل اندکی از حمایت خویش دریغ نداشتند؛ و

همسر مهربانم

که بخش عمده ای از رساله با همت و پشتیبانی ایشان به ثمر رسید و

خواهر و برادر عزیزم

تشکر و قدردانی:

با تشکر از دکتر محمد مولایی که به عنوان استاد راهنما زحمت زیادی در راه تدوین این پایان نامه متحمل شدند و تشکر ویژه از استاد مجید عامری استاد مشاورم که با راهنمایی های ارزنده و شبانه روزی خویش موجبات ترقی کار گردیدند.

بر خود می دانم از سایر عزیزانی که در گرد آوری این اثر همکاری صمیمانه داشتند از قبیل آقایان دکتر رضا شیخ، دکتر بزرگ اشرفی، دکتر محمد موسوی شاهرودی، استاد عبدالحسین رجبی، مهدی بوژمهرانی، محسن عابدینی، داوود محمود نیا، ایمان محمدی، مرتضی ناظمی و خانم ها سمانه قانع و اعظم نقابی نیز کمال تشکر را به عمل آورده و از سایر عزیزانی که به دلیل اختصار از بردن نامشان معذورم، طلب پوزش نمایم.

دانشجو تأیید می نماید که مطالب مندرج در این پایان نامه نتیجه تحقیقات خودش می باشد و در صورت استفاده از نتایج دیگران مرجع آن را ذکر نموده است.

کلیه حقوق مادی مترتب از نتایج مطالعات ، آزمایشات و نوآوری ناشی از تحقیق موضوع این پایان نامه متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می باشد .

شهریور ۱۳۹۰

چکیده:

بر طبق نتایج تحقیقات بسیاری از جمله (جنسن، ۲۰۰۰) عملکرد شرکت ها از مکانیزم های متفاوت کنترل شرکتی که یکی از آن ها ساختار مالکیت است، تاثیر می پذیرد. مطالعات در زمینه ساختار مالکیت در سه حوزه متمرکز بوده است: تمرکز در مالکیت شامل (دمستز و لن، ۱۹۸۵؛ مک کانل و سرواس، ۱۳۹۰؛ موروک، ۲۰۰۰؛ شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶)؛ مالکیت درونی شامل (مک کانل و سرواس، ۱۳۹۰؛ موروک، شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۸)؛ و نوع مالکیت شامل (گیلو و سالاس، ۱۹۹۲؛ پدرسن و تامسون، ۱۹۹۷).

مطالعات در حوزه تمرکز در مالکیت به نتایج متفاوتی دست یافته اند و پی به رابطه مستقیم یا معکوس و یا حتی عدم وجود ارتباط بین تمرکز در مالکیت و عملکرد شرکت ها برده اند؛ از جمله:

جنسن و مکلینگ ۱۹۷۶ پیشنهاد می کنند که تمرکز در مالکیت اثر مستقیم بر عملکرد شرکت دارد زیرا تمرکز در مالکیت ممکن است به عنوان یکی از مکانیزم های کنترل داخلی و کنترل شرکتی موجب کاهش مشکلات ناشی از نمایندگی گردد و تضاد بین منافع مدیریت و مالکان را کاهش دهد.

مالکیت متمرکز ممکن است سبب شود به جای آن که این مدیران از نفوذ خود در شرکت برای نظارت بر عملکرد مدیریت استفاده کند در جهت منافع شخصی و در خلاف جهت منافع سهامداران اقلیت استفاده نمایند و بنابر این (دمستز، ۱۹۸۳؛ و دمستز و ویلاونگا، ۲۰۰۱) پی به رابطه معکوس بین مالکیت متمرکز و عملکرد شرکت برده اند.

در مجموع می توان گفت این ارتباط بسته به زیربنای فرهنگی و قانونی و سایر عوامل دارد که می تواند در کشورهای مختلف متفاوت باشد، همچنین بخشی از این تفاوت ها در متمایز بودن متغیر های مستقل و وابسته نمود می کند.

Abstract

This paper investigates the relationship between ownership structure and firm performance using a sample of Iranian manufacturing and trading firms. We employ Ordinary Least Squares (OLS) methods to empirically examine relationship between ownership structure and performance. Using these performance measures we examine if more efficient firms have more or less ownership concentration in their ownership structure. We summarize the effects of ownership concentration on performance in terms of two hypotheses: 1. more concentrated ownership should have a positive effect on firm performance. 2. This relationship is significantly different in manufacturing and trading firms. Using quantile regressions we test the effect of ownership concentration on performance and thus the empirical validity of the two hypotheses across different ownership structure choices. We also test the direct relationship from ownership concentration to efficiency stipulated by the Jensen and Meckling (1976) agency cost model.

فهرست مندرجات

فهرست مندرجات.....	۱
فصل اول: کلیات پژوهش.....	۶
عنوان پژوهش:.....	۶
۱-۱- مقدمه.....	۶
۱-۲- سوال های تحقیق.....	۸
۱-۳- ضرورت و اهمیت تحقیق:.....	۸
۱-۴- پیشینه تحقیق:.....	۹
۱-۴-۱- تحقیقات انجام شده پیرامون موضوع در داخل ایران.....	۱۳
۱-۵- روش شناسی تحقیق.....	۱۴
۱-۵-۱- نوع تحقیق.....	۱۴
۱-۵-۲- مدل تئوریک.....	۱۵
۱-۵-۳- متغیرهای تحقیق.....	۱۶
۱-۵-۴- جامعه آماری.....	۱۸
۱-۵-۵- روش نمونه گیری و حجم نمونه.....	۱۹
۱-۵-۶- نحوه جمع آوری داده ها.....	۱۹

فصل دوم: ادبیات پژوهش.....	۲۰
۱-۲- تعریف مفاهیم و واژگان اختصاصی تحقیق.....	۲۰
۲-۲- مشکلات و تنگناهای تحقیق.....	۲۲
۳-۲- مبانی نظری.....	۲۲
۲-۳-۱- تئوری نمایندگی.....	۲۳
۲-۳-۲- ساختار مالکیت.....	۲۸
۲-۳-۳- ساختار سرمایه.....	۳۳
۲-۳-۴- ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی.....	۳۴
۲-۳-۳- رابطه تئوری نمایندگی با ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی.....	۴۳
۲-۳-۴- سیستم های مالی.....	۴۴
۲-۳-۵- دولت.....	۴۷
۲-۳-۶- محیط حاکمیت شرکتی در ایران.....	۴۹
۲-۳-۷- حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ها.....	۵۰
۲-۳-۸- نسبت PE و عوامل مؤثر بر آن.....	۵۳
۲-۳-۹- شرکت های تولیدی و بازرگانی.....	۶۰
۲-۴- پیشینه تحقیق:.....	۶۳

۶۴.....	۲-۴-۱- اهمیت پژوهش های خارجی.....
۸۵.....	۲-۴-۲- تحقیقات داخلی.....
۹۰.....	۲-۵- بخش چهارم: جمع بندی.....
۹۲.....	۲-۶- چکیده فصل.....
۹۳.....	فصل سوم: روش پژوهش.....
۹۳.....	۳-۱- مقدمه.....
۹۴.....	۳-۲- نوع پژوهش.....
۹۴.....	۳-۳- فرضیه های تحقیق.....
۹۵.....	۳-۴- قلمرو مکانی و زمانی پژوهش.....
۹۶.....	۳-۵- نمونه آماری پژوهش و روش نمونه گیری.....
۹۶.....	۳-۶- ابزار جمع آوری داده های مورد نیاز تحقیق.....
۹۷.....	۳-۷- مدلها و متغیرهای پژوهش.....
۱۰۱.....	۳-۸- روشهای آماری مورد استفاده در پژوهش.....
۱۰۲.....	۳-۸-۱- روشهای تخمین با استفاده از داده های ترکیبی.....
۱۰۳.....	۳-۸-۲- آزمون F لیمر.....
۱۰۴.....	۳-۸-۳- آزمون هاسمن.....

۱۰۶	 ۳-۸-۴- روش تخمین
۱۰۷	 ۳-۸-۵- آزمونهای آماری
۱۰۹	 ۳-۹- تحلیل رگرسیون
۱۰۹	 ۳-۹-۱- فروض مدل رگرسیون خطی کلاسیک
۱۱۰	 ۳-۱۰- خلاصه فصل
۱۱۱	 فصل چهارم: تجزیه و تحلیل اطلاعات
۱۱۱	 ۴-۱- مقدمه
۱۱۲	 ۴-۲- تحلیل توصیفی
۱۱۲	 ۴-۲-۱- تحلیل توصیفی متغیرهای مدلهای پژوهش
۱۱۳	 ۴-۳- روشهای برآورد مدلهای پژوهش
۱۱۴	 ۴-۴-۱- آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای مدلهای پژوهش
۱۱۴-۵	 بررسی ارتباط بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبتهای کارایی عملیاتی و سودآوری
۱۱۸	 شرکتهای تولیدی و بازرگانی
۱۱۸	 ۴-۵-۱- نتایج آزمون فرضیه اصلی اول
۱۲۶	 ۴-۵-۲- نتایج آزمون فرضیه اصلی دوم
۱۳۴	 ۴-۶- خلاصه فصل
۱۳۵	 فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادها

۱-۵- مقدمه	۱۳۵
۲-۵- خلاصه پژوهش	۱۳۶
۳-۵- فرضیه اصلی اول	۱۳۹
۳-۵- فرضیه اصلی دوم	۱۴۰
۴-۵- محدودیت ها	۱۴۱
۵-۵- پیشنهادها	۱۴۱
۵-۵-۱- پیشنهادهای کاربردی پژوهش	۱۴۲
۵-۵-۲- پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی	۱۴۲
۵-۶- خلاصه فصل	۱۴۳
منابع و مأخذ:	۱۴۴
منابع فارسی:	۱۴۴
منابع لاتین:	۱۴۵

فصل اول

کلیات پژوهش

عنوان پژوهش:

رابطه بین ساختار مالکیت (تمرکز در مالکیت) و عملکرد در شرکتهای تولیدی و بازرگانی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۸

۱-۱- مقدمه

رابطه بین ساختار مالکیت (شامل ترکیب و تمرکز مالکیت) با بازدهی همواره از جمله موضوعات مطرح در حوزه ادبیات مالی بوده است. برای اولین بار برل و مینز در سال ۱۹۳۲، به دنبال مطالعات انجام شده پی به وجود یک رابطه معکوس بین پراکندگی سهامداران و عملکرد موسسات بردند. با وجود آنکه نتایج پژوهشهای آنان در سال ۱۹۸۳ توسط دمستز به چالش کشیده شد، ولیکن مطالعه مزبور سرآغاز بحثها و تحقیقات متعددی قرار گرفت که بعدها توسط محققین در کشورهای مختلف با بنیادهای اقتصادی وسطوح متفاوت توسعه یافتگی انجام گردید.

در طی این سالها مطالعات انجام شده در حوزه ساختار مالکیت با تاکید بر دو رویکرد اصلی انجام گردید:

الف) اثر و نقش نوع مالکیت بر بازدهی و ارزش شرکتها

ب) اثر و نقش میزان تمرکز بر بازدهی و ارزش شرکتها

در بررسی های انجام شده بر حول محور نوع مالکیت، به مطالعه نقش انواع مختلف مالکیت نظیر مالکیت دولتی، مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت انفرادی و فامیلی، مالکیت خارجی، مالکیت مدیریتی و انواع دیگر مالکیت بر بازدهی شرکتها پرداخته شد.

از جمله موارد مهم مطرح شده در این حوزه توجه به بازدهی اقتصادی نسبتاً پایین شرکتهای دولتی بود. به موازات توجه به مسئله ی نوع مالکیت و نقشی که ممکن است بر بازدهی شرکتها داشته باشد، محققین مطالعات دامنه داری را در رابطه با اثرات احتمالی مالکیت کنترلی یا متمرکز بر عملکرد موسسات انجام دادند. بررسی های انجام شده در این راستا، عواملی نظیر احتمال وجود همگرایی منافع در مالکیت متمرکز بین مالک و مدیر و همچنین توانایی نظارت بالای مدیریت متمرکز را از جمله دلایلی عنوان نمودند که می تواند به بهبود عملکرد موسسات منجر گردد.

هدف اصلی این مطالعه بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های تولیدی و بازرگانی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اهمیت این پژوهش این است که به گونه تجربی به مدیران، سرمایه گذاران و سایر تصمیم گیرندگان نشان دهد که متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت های تولیدی و بازرگانی بورسی بر عملکرد آنان تأثیر دارد. یعنی اگر میزان سهام سهامداران عمده شرکتهای تولیدی و بازرگانی تغییر کند، عملکرد آنها متفاوت خواهد بود. افزون بر این، وجود کدام یک از ترکیب های متفاوت مالکیت، در بهبود شرکتهای تولیدی و بازرگانی مؤثرتر است .

راهکار ما برای این هدف عبارت است از استفاده:

"تعیین میزان اثرگذاری و اهمیت نقش سهامداران عمده در بهبود نسبت های کارایی عملیاتی و سودآوری شرکت های تولیدی و بازرگانی"

۱-۲- سوال های تحقیق

الف) آیا بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت های کارایی عملیاتی و سودآوری شرکتهای تولیدی و بازرگانی رابطه معناداری وجود دارد ؟

ب) آیا در صورت وجود رابطه بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت های کارایی عملیاتی و سودآوری، میزان رابطه فوق در شرکت های تولیدی و بازرگانی تفاوت معناداری دارد؟

۱-۳- ضرورت و اهمیت تحقیق:

نقش شرکت های بزرگ امروزی در ساختار اقتصاد کشورها بر کسی پوشیده نیست. امروزه این شرکت ها به عنوان پایه های اصلی اقتصاد کشورها، حجم زیادی از منابع اقتصادی (نظیر نیروی کار، مواد اولیه، نیروی کار مدیریتی، سرمایه و ...) را به مصرف می رسانند و درمقابل با توجه به حجم تولید و فروش، نقشی بسیار مهم را در توسعه و پیشرفت اقتصادی کشورها به عهده دارند. به همین دلیل، بحث درباره شرکت و موارد مربوط به آن مانند نظریه شرکتی، عملکرد شرکت ها، تفکیک مالکیت و کنترل شرکت ها و نظایر آن موردتوجه نظریه پردازان و محققان علم اقتصاد و کلیه شاخه های علوم کاربردی قرار گرفته ، تحقیقات فراوانی در این راستا به انجام رسیده است . به ویژه در چند دهه اخیر اغلب نظریه های دوران کلاسیک شرکتی مورد بازبینی قرار گرفته و نظریه های نوینی چون نظریه نمایندگی ارائه شده است . همانطور که می دانیم عوامل بسیاری بر بازدهی سهام یک شرکت تأثیرگذار است و تاکنون تحقیقات بسیاری برای مشخص کردن رابطه متغیرهای مختلف مالی و حسابداری شرکتها و بازدهی آنها صورت گرفته، اما به ساختار مالکیت به عنوان یکی از متغیرهای تأثیر گذار بر بازدهی بویژه در ایران - که جامعه آماری تحقیق ما در آن قرار دارد - کمتر توجه شده است . توجه به ترکیب سهامداران شرکت ها مخصوصا شرکتهای بازرگانی و تجاری در هنگام تصمیمات سرمایه گذاری می تواند راهنمای مناسبی برای سرمایه گذاران باشد و درنظر نگرفتن آن ممکن است سرمایه گذاران را در تصمیمات سرمایه گذاری بلندمدت خود دچار اشتباه نماید .

ضمن اینکه تعیین ترکیب بهینه سهامداران شرکت های بازرگانی و تولیدی سرمایه پذیر برای مالکان آنها بسیار سودمند است.

۱-۴- پیشینه تحقیق:

مورک و همکارانش (۱۹۸۸) معتقدند فقط یک ساختار حاکمیتی بهینه وجود دارد و بنگاههایی با ساختارهای متفاوت عملکردی ضعیف تر از حالت بهینه خود دارند. استالز (۱۹۸۸) به نقش سهامداران عمده در استحکام موقعیت مدیران در شرکت ها اشاره می کند. وی بر اهمیت تصاحب سهام برای منضبط کردن مدیران تأکید کرد. در این مسیر صرف قیمتی که خریدار در خرید خصمانه (خریدی که علی رغم مخالفت مدیران صورت گیرد) باید بپردازد تا بتواند کنترل شرکت را به دست آورد، به موازات افزایش مالکیت مدیران افزایش می یابد، اما احتمال انجام این تصاحب کاهش می یابد.

وقتی افراد درونی سازمان سهم کمتری از شرکت را در اختیار داشته باشند ، احتمال انجام خرید خصمانه با قیمت پایین تر، بیشتر است. هر چقدر مالکیت مدیران افزایش یابد احتمال انجام خرید خصمانه با هر صرف قیمتی کاهش می یابد. زمانی که مدیران مالک ۵۰ درصد شرکت باشند احتمال انجام خرید خصمانه صفر است . این نوع استدلال پدید آورنده یک رابطه بین مالکیت مدیران و عملکرد شرکت است . در این رابطه، به موازات افزایش مالکیت مدیران، عملکرد شرکت ابتدا افزایش و سپس کاهش می یابد .

ارزش شرکت زمانی که مالکیت سهامداران درونی ۵۰ درصد است به حداقل خود می رسد. مطالعه مورک و همکاران (۱۹۸۸) ، مک کانل و سرواس (۲۰۰۵) به وجود یک رابطه غیرخطی بین مالکیت مدیران و عملکرد شرکت اشاره دارد . بدین معنی که در سطوح پایین مالکیت مدیران، منافع آنها و سهامداران در یک راستا است که این امر به کاهش مشکلات نمایندگی و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت منجر می گردد. از طرف دیگر وقتی میزان مالکیت مدیران افزایش یابد و به سطحی معین برسد، مدیرانی که مالک شرکت هستند

ممکن است در جهت منافع خود و برخلاف منافع سهامداران اقلیت و اعتباردهندگان به شرکت عمل نمایند، در نتیجه عملکرد کاهش می یابد. رابطه بین تغییر در عملکرد شرکت و تمرکز در مالکیت با روش بررسی وقایع توسط نا سوک وون (۲۰۰۲) بررسی گردید. او نیز به رابطه غیرخطی مشابه با بالا رسید. مک کانل و سرواس (۲۰۰۵) تأثیر مالکیت مدیران بر ارزش شرکت را بررسی نمودند آنها در تحقیق خود به جای قرار دادن سطوح ثابت برای مالکیت مدیران که مورک و همکارانش (۱۹۸۸) آن را انجام داده بودند، میزان مالکیت مدیران و مجذور آن را به عنوان متغیرهای نشانگر ساختار مالکیت به کار بردند. برای انجام این کار، آنها نمونه ای متشکل از ۱۱۷۳ بنگاه در سال ۱۹۷۶ و نمونه ای شامل ۱۰۹۳ شرکت در سال ۱۹۸۶ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که در بازه ۰ تا ۵۰ درصد برای مالکیت مدیران، یک رابطه مثبت وجود دارد. در بازه بالای ۵۰ درصد این رابطه منفی بود. بنابراین آنها اعلام کردند که تأثیر مالکیت مدیران بر ارزش شرکت به صورت غیرخطی است. کارل لینزو مایکل لمونز (۲۰۰۲) تأثیر مالکیت مدیران و ترکیب هیئت مدیره بر Q توپین (معیار سنجش عملکرد مالی شرکت) را مورد ارزیابی قرار دادند. معیار سنجش مالکیت مدیران جمع درصد سهام متعلق به مدیرعامل فعلی و تمام مدیرعامل های قبلی بود که هنوز در هیئت مدیره قرار دارند. ترکیب هیئت مدیره با جمع درصد مالکیت اعضای غیرموظف هیئت مدیره سنجیده می شد. آنها مالکیت مدیران و ترکیب هیئت مدیره را درون زا فرض کردند و از اطلاعات ۵ ساله استفاده نمودند. آنها هیچ رابطه ای بین ترکیب هیئت مدیره و عملکرد شرکت نیافتند اما به یک رابطه غیر یکنواخت معنی دار بین مالکیت مدیران و عملکرد شرکت رسیدند: برای مالکیت مدیران بین ۰ تا ۱ درصد رابطه مثبت، بین ۱ تا ۵ درصد رابطه منفی، بین ۵ تا ۲۰ درصد رابطه مثبت و برای بالای ۲۰ درصد رابطه منفی وجود داشت.

الگوی تشخیص داده شده توسط مورک همکارانش (۱۹۸۸) با یک رویکرد خطی مقطعی در مورد بنگاه های آمریکایی توسط ایشان (۱۹۹۹) تأیید شد. آنها در جستجوی این بودند که آیا تغییر در رابطه بین عملکرد شرکت و سطوح مختلف مالکیت مدیران می تواند افزایش در مالکیت مدیران در طی زمان را توضیح دهد. آنها در یافتند که شکل ۱ این رابطه مشابه الگوی خطی ای است که مورک و همکارانش با داده های سال

۱۹۸۰ یافته بودند. به طور کلی مطالعات مذکور رابطه مثبت موجود در سطوح پایین مالکیت مدیران را به عنوان نشانه ای از همگرایی منافع تفسیر می کنند و رابطه منفی در سطوح بالای مالکیت مدیران را گواهی بر محکم شدن جای مدیران در شرکت می دانند که در این حالت مدیر می تواند بدون اینکه توسط سهامداران تنبیه شود به میل خود فعالیت هایی را انجام دهد که در راستای حداکثر کردن ارزش شرکت نباشد. بعد از آن که برل و مینز (۱۹۳۲) قضیه جدایی مالکیت از کنترل را مطرح کردند، چندین محقق در مورد تأثیر ساختار مالکیت متمرکز (کنترلی) بر عملکرد شرکت بحث کردند. تا به حال هیچ جمع بندی و نتیجه گیری در مورد نوع رابطه بین تمرکز در مالکیت و عملکرد شرکت به وجود نیامده است. برل و مینز (۱۹۳۲) گفتند که بین مقیاسهای حسابداری بازده و مجموع درصد مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر (با در نظر گرفتن مجموعه ای از متغیرهای کنترل) رابطه ای خطی وجود دارد. شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) معتقدند که ساختار مالکیت متمرکز، که هر دو مزیت حداکثرسازی سود و حق کنترل کافی بر دارایی های شرکت را دارا باشد، می تواند به شکلی مؤثر مدیریت بنگاه را کنترل نماید. در نتیجه هزینه های نمایندگی کاهش و عملکرد شرکت افزایش می یابد. البته مالکیت متمرکز بدون محدودیت هم نیست. یک مسئله بنیادی ناشی از داشتن مالکیت متمرکز حمایت از منافع سهامداران اقلیت در مقابل سهامداران اکثریت است. بزعم سونگسو هان (۲۰۰۶) سهامدارانی که مالکیت درصد بالایی از سهام شرکت را در اختیار دارند بدلیل حجم بالای سرمایه گذاری نظارت بیشتری بر عملکرد شرکت خواهند داشت و توصیه و اظهار نظرهای بیشتری به مدیران خواهند کرد. هرمالین و وایسباخ (۱۹۷۸) و مورک، شلیفرو ویشنی (۱۹۸۸) همگی یک رگرسیون خطی مقطعی را تخمین زدند که در آن متغیر وابسته نسبت Q توبین به عنوان نماگر عملکرد شرکت بود و متغیر اولیه مستقل بخشی از سهام بود که در تملک سهامداران درونی بود. در حالی که این دو تحقیق در جزئیات نتایجشان با هم تطابق نداشتند، اما هر دو آنها گزارش دادند که رابطه بین نسبت Q توبین در میزان مالکیت سهامداران درونی خطی نیست، مالکیت سهامداران درونی با میزان مالکیت سهامداران درونی تا یک میزانی رابطه مثبت دارد. اما در دامنه

دیگر یک رابطه منفی کشف شد. لذا این مطالعات نظریه ای که درصد مالکیت سهامداران درونی همیشه و همواره بر عملکرد شرکت اثر مثبتی ندارد را حمایت و تقویت کردند.

هان و سوک (۱۹۹۸) رابطه غیرخطی بین سهامداران درونی ۳۰۱ شرکت را با استفاده از میانگین بازده شان در محدوده سال های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۲ آزمودند. برای یافتن رابطه غیرخطی میزان مالکیت سهامداران درونی و مجذور آن مورد استفاده قرار گرفت. در این تحقیق مالکیت سهامداران درونی نه تنها شامل سهام اعضای هیئت مدیره بلکه سهام کارمندان، مالکان واقعی (که ممکن است سهام به اسم آنها نباشد) و سهامداران عمده (که بیش از ۱۰ درصد شرکت را دارا بودند) را نیز شامل می شد. نتایج نشان داد که مالکیت سهامداران درونی با بازده سهام رابطه مثبت دارد. در مقابل، مجذور مالکیت سهامداران درونی با بازده رابطه منفی داشت [۸].

نقطه مینیمم بازده در مالکیت ۴۱/۸ درصدی سهامداران درونی قرار داشت. آنها نتیجه گیری کردند که: "هر چقدر مالکیت سهامداران درونی افزایش یابد، بازدهی سهام بیشتر می شود. اما مالکیت بیش از اندازه سهامداران درونی به عملکرد شرکت آسیب می زند. ایشان در یک چارچوب رگرسیونی به طور همزمان تأثیر مالکیت درونی و مالکیت نهادی بر بازده ها ی بلندمدت را مورد آزمایش قرار دادند. در این چارچوب رگرسیونی سایر آثار بالقوه (مثل اثر اندازه، P/E و اثر صنعت) به طور ضمنی کنترل می گردند. در دوره زمانی ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۲ آنها دریافتند بازده های سهم به طور مثبت و هم جهت با میزان مالکیت سرما یه گذاران نهادی مرتبط هستند که نشان دهنده اثر بخشی سهامداران نهادی در نظارت بر مدیریت می باشد. جنسن و مکلینگ معتقد بودند مالکیت مدیران شرکت در سهام آن به همسوسازی منافع سهامداران و مدیران کمک می کند. این مهم باعث می شود تا تعارض بین مدیران و سهامداران کاهش یابد و مدیران تلاش کنند که منابع شرکت به سمت منافع سهامداران میل یابد. حتی اگر مدیران مالکیت بیشتری در اختیار داشته باشند ممکن است تلاش بیشتری برای بهبود عملکرد شرکت انجام دهند. به طور کلی علیرغم کار اول یه برلوم یزن (۱۹۳۲) و تحقیقات بعدی، رابطه نظری بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت، به ویژه در مورد سهامداران نهادی، به صورت مبهم باقی مانده است. با توجه به نتایج تحقیقات خارجی که در این بخش بیان شد، شاهد

نتایج متفاوت و متناقضی در تحقیقات مزبور بودیم به طوریکه نمی توان به یک جمع بندی قطعی در مورد تأثیر هریک از متغیرهای ترکیب سهامداران بر بازدهی سهام شرکت ها رسید.

۱-۴-۱- تحقیقات انجام شده پیرامون موضوع در داخل ایران

در ایران تحقیقی راجع به اثر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای تولیدی و بازرگانی صورت نگرفته است اما موضوعاتی نزدیک به آن انجام گرفته است که در زیر به آن اشاره می شود. کمپیل (۲۰۰۲) معتقد است شواهد تجربی در مورد اثر ساختار مالکیتی بر عملکرد شرکتهای محدود به مطالعات بر اساس اطلاعات اقتصادی کشورهای پیشرفته قرار دارند و نتایج چندگانه و متناقضی ارائه می کنند. ترکیب ساختار سرمایه و تأثیر آن بر بازدهی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یکی از موضوعاتی است که مورد توجه محققان زیادی قرار گرفته است تا نتایج حاصل با نتایج تحقیقات در کشورهای مذکور مورد مقایسه قرار گیرد. در ذیل به برخی از آنها اشاره خواهد شد.

- یکی از تحقیقاتی که در این زمینه انجام شده است بررسی تأثیر سازه ها و متغیرهای تأخیری بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط محمد نمازی و مرتضی حشمتی با هدف تعیین رابطه بین سودآوری، بازدهی سهام، کسری مالی و نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری داراییهای شرکت ها است. این تحقیق که در دوره ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۳ انجام شده است با استفاده از مدل رگرسیون داده های تابلویی به این نتیجه رسید که بین سودآوری، بازدهی سهام و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با ساختار سرمایه رابطه معنی دار وجود دارد.

- تحقیق دیگری که در این زمینه انجام شده است، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط آقای محمد نمازی و احسان کرمانی با هدف بررسی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت ها و عملکرد آنها در طی سال های ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۸۶ است. این تحقیق که با روش داده-

های ترکیبی برای دوره مذکور بین ۶۶ شرکت استفاده شده است، نشان می دهد که بین مالکیت شرکت و عملکرد آن رابطه وجود دارد و مالکیت مدیریتی به صورت معنی دار و منفی بر عملکرد شرکت تاثیر می گذارد و بهتراست مالکیت در دست سرمایه گذاران شرکتی باشد.

- بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط محمد نمازی و جلال شیرزاده با هدف بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت های پذیرفته تحقیق دیگری است که در بورس اوراق بهادار تهران برای سال های ۱۳۷۹-۱۳۷۵ در این زمینه انجام شده است . در این تحقیق در مجموع اطلاعات ۱۰۸ شرکت مورد بررسی و تحلیل قرار گرفت . نسبتهای بازده دارایی ها و بدهی به مجموع دارایی ها در این تحقیق بررسی و با استفاده از رگرسیون دو متغیره ساده و ضریب همبستگی تجزیه و تحلیل های اطلاعات انجام شد . نتایج تحقیق نشان داد که بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت-ها رابطه موجود و این رابطه به صنعت مربوطه نیز بستگی دارد و می توان ساختار مطلوب سرمایه را در صنایع گوناگون تعیین نمود . این رابطه به تعریف سودآوری نیز بستگی دارد.

۱-۵- روش شناسی تحقیق

۱-۵-۱- نوع تحقیق

این تحقیق به لحاظ سطح تحلیل از نوع تحقیقات توصیفی - تحلیلی محسوب می شود و به لحاظ کاربرد نتایج از نوع تحقیقات کاربردی می باشد. که مقایسه رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد در شرکتهای تولیدی و بازرگانی را مورد بررسی قرار می دهد.

۱-۵-۲- مدل تئوریک

در این مطالعه معیارهای بسیاری برای کارایی عملیاتی و سودآوری استفاده شده است. یکی از نسبت ها تمام تغییر در کارایی عملیاتی و سودآوری را نشان نمی دهد.

مدل برآوردی متغیرهای عملکرد شرکت بدین گونه است:

$$Y_{1t} = \beta_{11} \cdot X_{1t1} + \beta_{12} \cdot X_{1t2} + \dots + \beta_{1k} \cdot X_{1tk} + \varepsilon_{1t}$$

$$Y_{2t} = \beta_{21} \cdot X_{2t1} + \beta_{22} \cdot X_{2t2} + \dots + \beta_{2k} \cdot X_{2tk} + \varepsilon_{2t}$$

$$\begin{array}{ccccccc} \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \end{array}$$

$$Y_{mt} = \beta_{m1} \cdot X_{mt1} + \beta_{m2} \cdot X_{mt2} + \dots + \beta_{mk} \cdot X_{mtk} + \varepsilon_{mt}$$

که در اینجا Y_{mt} نشان دهنده تغییرات در کارایی عملیاتی و نسبت های سودآوری و m نشان دهنده شرکت می باشد. X_{mtk} نشان دهنده متغیر های مستقل و β_{mk} ضریب برآورد شده برای متغیر توضیحی می باشد.

۱-۵-۳- متغیرهای تحقیق

۱-۵-۳-۱- متغیرهای وابسته (کارایی عملیاتی و سودآوری):

$$۱) \text{ کارایی سود خالص } (NIE) = \frac{\text{سود خالص}}{\text{تعداد کارکنان}}$$

$$۲) \text{ کارایی فروش } (SE) = \frac{\text{فروش}}{\text{تعداد کارکنان}}$$

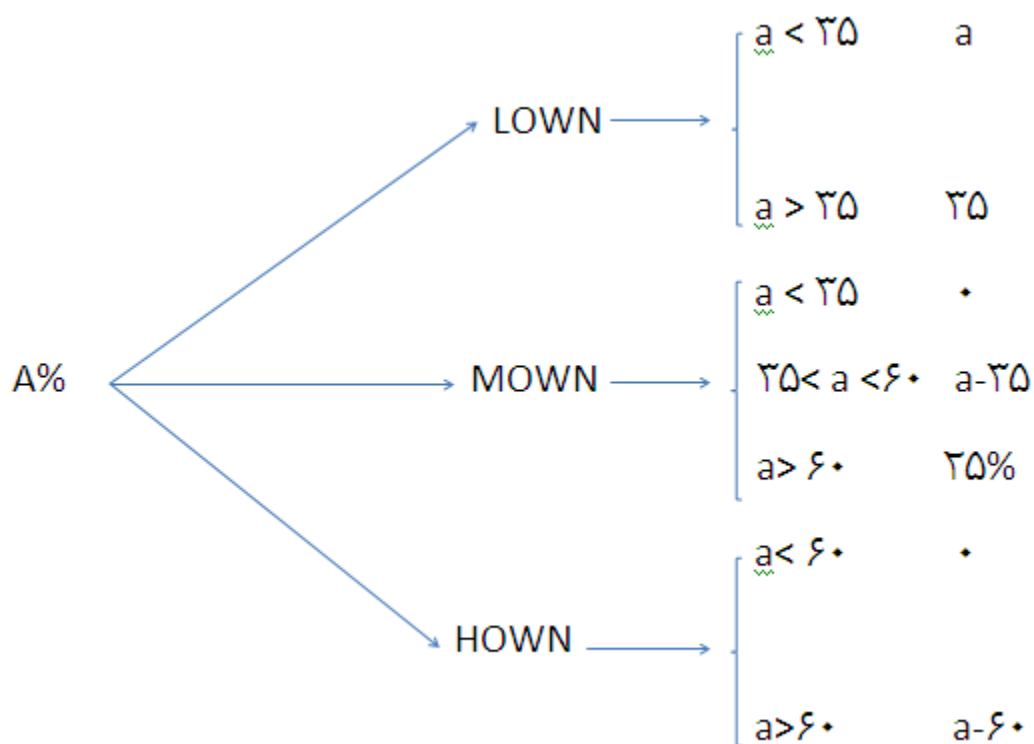
$$۳) \text{ بازده دارایی ها } (ROA) = \frac{\text{سود خالص}}{\text{مجموع داراییها}}$$

$$۴) \text{ بازده فروش } (ROS) = \frac{\text{سود خالص}}{\text{فروش}}$$

$$۵) \text{ بازده حقوق مالکانه } (ROE) = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق مالکانه}}$$

$$۶) P/E$$

۱-۵-۳-۲- متغیرهای مستقل (تمرکز در مالکیت):



۱-۵-۳-۳- متغیرهای کنترل

۱) $[Log(\text{شرکت})]$ = لگاریتم ارزش دارایی های شرکت = (LASS) اندازه شرکت

۲) $(DEBT)$ = نسبت بدهی شرکت = $\frac{\text{کل داراییها}}{\text{کل بدهیها}}$

۳) تعداد کارکنان

۱-۵-۴- جامعه آماری

بنابراین جامعه آماری مورد مطالعه شامل شرکت هایی هستند که:

در گروه شرکت های تولیدی یا بازرگانی قرار دارند

بین سال های ۸۸-۸۵ در بورس حضور داشته باشند

نمونه آماری مورد مطالعه شامل شرکت هایی هستند که:

سهام آنها دارای وقفه معاملاتی بیشتر از سه ماه نبوده باشد.

طی دوره زمانی مورد مطالعه، در هر سال دارای یک سال تقویمی بوده باشند.

اطلاعات مورد نیاز این شرکت ها از طریق منابع موجود (پایگاههای اطلاعاتی بورس) در دسترس باشد.

به منظور جمع آوری داده های عملکرد شرکت نظیر حقوق صاحبان سهام، سودخالص سالانه در پایان سال مالی، میانگین قیمت سهام در تاریخ بعد از مجمع، سود حسابرسی شده هر سهم و سایر اطلاعات مورد نیاز از نرم افزارهای مختلف استفاده شده است. مبنای تعیین ساختار مالکیت، ترکیب سهامداران در تاریخ تشکیل مجمع عادی سالانه شرکت ها بوده زیرا در مجامع عادی سالانه، سهامداران می توانند بیشترین تاثیر بر تصمیمات هیات مدیره را داشته باشند و صورت های مالی شرکت در مجمع تصویب می شود.

لازم به ذکر است که به منظور اطمینان از صحت داده های مربوط به ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت نظیر میزان سهم سهامداران عمده در تاریخ مجمع و تعداد اعضای هیات مدیره از اسناد و مدارک مکتوب مربوط به شرکت ها نظیر گزارشات سالانه هیات مدیره به مجمع نیز استفاده شده است.

۱-۵-۵- روش نمونه گیری و حجم نمونه

در پژوهش حاضر برای تعیین نمونه آماری، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور آن دسته از شرکت‌های جامعه آماری که شرایط زیر را دارا باشند به عنوان نمونه آماری انتخاب و مابقی حذف می شوند.

۱. سهام آنها دارای وقفه معاملاتی بیشتر از سه ماه نبوده باشد.
۲. طی دوره زمانی مورد مطالعه، در هر سال دارای یک سال تقویمی بوده باشند.
۳. اطلاعات مورد نیاز این شرکت‌ها از طریق منابع موجود (پایگاه‌های اطلاعاتی بورس) در دسترس باشد.

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۱۵۴ شرکت انتخاب شده است.

۱-۵-۶- نحوه جمع آوری داده ها

داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک‌های اطلاعاتی «تدبیر پرداز» و «ره آورد نوین» استخراج شده است. در صورت ناقص بودن داده‌های موجود در این بانک اطلاعاتی، به آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه‌ی سازمان بورس اوراق بهادار و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی- سازمان بورس اوراق بهادار مراجعه گردید به منظور انجام محاسبات و آماده نمودن داده‌ها به اطلاعات مورد نیاز تحقیق و همچنین تجزیه و تحلیل آنها، از نرم افزارهای Excel و Eviews استفاده شده است.

فصل دوم

ادبیات پژوهش

۲-۱- تعریف مفاهیم و واژگان اختصاصی تحقیق

ساختار مالکیت : این عبارت به نحوه توزیع سهام اطلاق می شود که از نظر توزیع سرمایه ، حق رای و مالکان سهم قابل تمایز است. ساختار مالکیت یعنی بافت و ترکیب سهامداران یک شرکت یا ترکیب و چگونگی نسبت‌های مالکانه سهام شرکتها، که به دو گروه ساختار مالکیت متمرکز و مالکیت پراکنده تقسیم می شود.

حاکمیت شرکتی: توصیف نظام مند نقش ها و روابط بین سهامداران عمده، سهامداران جزء، مدیر عامل و هیأت مدیره است به منظور بهبود روابط بین آنها، تحقق منافع کلیه گروههای ذینفع، نظارت بر عملکرد شرکت، کنترل مدیران و هدایت کسب و کارها از طریق روشن و شفاف ساختن قوانین و رویه های مناسب برای اتخاذ تصمیم.

هزینه نمایندگی : هزینه داخلی که صرف فعالیت مدیریت در جهت منافع مالکان می شود ، هزینه نمایندگی نام دارد . این هزینه در صورت تضاد منافع مدیران و صاحبان سرمایه بالا می رود . منافع صاحبان سهام در بالا رفتن سود شرکت است در حالی که ممکن است مدیران به رشد سازمان به منظور بیشینه کردن قدرت و ثروت خود علاقه داشته باشند.

در تعریف حسابداری کاهش ارزش سازمان زمانی که نماینده (مدیران) به جهت منافع خود موجب ضرر کارفرما (سازمان) می شود هزینه نمایندگی نامیده می شود.

فرصت های سرمایه گذاری : حاکمیت شرکتی مناسب موجب افزایش مصارف سرمایه می شود. بنابر این میزان فرصت سرمایه گذاری نشان دهنده عملکرد خوب حاکمیت شرکتی است و با تقسیم میزان مخارج سرمایه بر کل دارایی ها محاسبه می شود.

ساختار سرمایه : حاکمیت شرکتی مناسب موجب افزایش اعتماد سرمایه گذاران و کاهش هزینه سرمایه می شود. ساختار سرمایه از تقسیم کل قروض بر کل داراییها بدست می آید.

نسبت Q توبین : این نسبت از تقسیم ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی های شرکت بدست می آید . اگر این نسبت بیشتر از عدد یک باشد انگیزه زیادی برای سرمایه گذاری وجود دارد.

نسبت $\frac{P}{E}$: نسبت $\frac{P}{E}$ که به نام های ضریب عایدی نیز خوانده می شود به عنوان یک شاخص متداول و جهانی در ارزشیابی سهام به کار گرفته می شود. محاسبه آن ساده و به راحتی در دسترس است. نسبت $\frac{P}{E}$ از تقسیم قیمت به عایدی هر سهم به دست می آید. این نسبت یکی از ابزارهای رایج برای تحلیل وضعیت شرکت ها، صنایع و بازار و همچنین پیش بینی قیمت سهام یا بالا و پایین ارزش بودن قیمت سهام است.

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): نرخ بازده حقوق صاحبان سهام منعکس کننده این است که حقوق مالکانه با چه کارایی و اثر بخشی مورد استفاده قرار می گیرند. بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) متشکل از چندین متغیر مهم است. این متغیرها معمولاً به وسیله تجزیه و تحلیل سیستم دوپانت مورد تحلیل قرار می گیرند. ایده سیستم دوپانت، تجزیه بازده حقوق صاحبان سهام به اجزای مهم آن به منظور شناخت اثرات مختلف آنها بر ROE می باشد و مهمترین اجزا بازده حقوق صاحبان سهام، طبق رابطه ذیل، بازده دارایی ها و نسبت مالکانه است.

بازده دارایی ها (ROA): نرخ بازده دارایی ها منعکس کننده این است که دارایی های شرکت با چه کارایی و اثر بخشی مورد استفاده قرار می گیرند. واضح است که هر چه درآمد خالص برای مقدار مشخص از دارایی ها بیشتر باشد؛ بازده بالاتر است.

بازده فروش یا حاشیه سود خالص (ROS): نسبت سود خالص به فروش خالص را حاشیه سود خالص می نامند. این نسبت نشان دهنده سودآوری حاصل از درآمد و یکی از شاخصهای مهم عملکرد شرکت است. همچنین این نسبت معرف بازدهی و کارایی تولید و ساختار قیمت تمام شده و هزینه های شرکت است.

۲-۲- مشکلات و تنگناهای تحقیق

یکی از محدودیت های قابل پیش بینی در این تحقیق عدم دسترسی به برخی اطلاعات شرکت ها است، که پیشگیری از مواجه شدن با آن موجب محدود کردن موضوع تحقیق با توجه به منابع موجود شده است. این محدودیت همچنین باعث شد متغیرهای تحقیق به سنجه هایی محدود شود که محاسبه آن امکان پذیر و اطلاعات آن برای جامعه مورد بررسی تا حد قابل قبولی در دسترس باشد.

۲-۳- مبانی نظری

در سال ۱۹۷۶ جنسن و مکلینگ مقاله ای تحت عنوان « نظریه شرکت : رفتار مدیریتی ، هزینه های نمایندگی و ساختار مالکیت » ارائه نمودند و ادعا کردند که با استفاده از مطالعات ایشان می توان موضوعات مربوط به شرکت از قبیل تعریف شرکت ، تفکیک مالکیت و مدیریت، مسئولیت اجتماعی شرکت ها، تعریف تابع شرکت، تعیین ساختار مالکیت بهینه شرکت ها، ویژگی محتوی قراردادهای اعتباری و نظریه سازمان توضیح داد.

۲-۳-۱- تئوری نمایندگی

تئوری نمایندگی ناشی از یک مسئله اساسی در سازمان هاست و آن این است که هر کسی به فکر منافع خودش است. تئوری نمایندگی بیان می کند که مدیران به دنبال کسب حداکثر منافع خود از طریق سهامداران شرکت هستند. یک مثال از این نوع رفتارها ، استفاده مدیران از منابع شرکت برای تأمین منافع خصوصی خود و اجتناب از وضعیت های مخاطره آمیز می باشد.

طبق تعریف جنسن و مکلینگ، رابطه نمایندگی به عنوان تعاملی بین یک یا چند سهامدار یا مالک و یک یا چند نماینده است که نماینده از طرف سهامدار مسئولیت انجام یک سری خدمات را عهده دار می شود. به دنبال این تعهد، مالکین اختیار یک سری تصمیم گیریها را به نمایندگان واگذار می کنند. در چنین وضعیتی، حداکثر ساختن منافع، هدف طرفین محسوب می شود و لزومی ندارد که ما بر این باور باشیم که نماینده همواره در جهت تأمین حداکثر منافع برای سهامدار باشد.

دو نوع رابطه نمایندگی در کسب و کار وجود دارد:

۱. *رابطه نمایندگی بین سهامداران و مدیران*

۲. *رابطه نمایندگی بین سهامداران و اعتباردهندگان*

مسائل نمایندگی از این معضل ناشی می شود که یک نماینده صرفاً در جهت حداکثر کردن رفاه سهامدار رفتار نماید. به عنوان مثال در جای که نماینده خود مدیر است، مدیر دارای اختیار تصمیم گیری بوده و ممکن است برای کاهش استرس کاری، از فعالیت زیاد اجتناب کند و این امر در تضاد با هدف حداکثر ساختن ارزش شرکت است.

۲-۳-۱-۱- انواع هزینه های نمایندگی

به طور کلی مسائل نمایندگی از هزینه های نمایندگی ناشی می شود. هزینه های نمایندگی، هزینه هایی هستند که مالکین (سهامداران) متحمل آن می شوند و صرف تشویق و هدایت مدیران به حداکثر ساختن رفاه سهامداران می شود (و نه حداکثر ساختن رفاه خود مدیران).

جنسن و مکلینگ هزینه های نمایندگی را در سه گروه هزینه های ذیل طبقه بندی می کنند:

۱. هزینه های نظارتی

۲. هزینه های ضمانتی

۳. هزینه های فرصت

۲-۳-۱-۱-۱- هزینه های نظارت:

این هزینه ها ناشی از هزینه های نظارت بر رفتار نماینده است. عملیات نظارت شامل اندازه گیری، مشاهده و کنترل رفتار نماینده است که برای سهامداران پر هزینه است. مواردی از این هزینه ها شامل هزینه های برنامه ریزی برای پرداخت دستمزد مدیریت، هزینه های ممیزی اجباری، قوانین عملیاتی و محدودیت های بودجه - ای هستند.

توجه به این هزینه ها در درجه اول اهمیت برای سهامدار است. زمانی که نماینده از شهرت مناسبی برخوردار باشد، سهامداران احتمالاً نسبت به نماینده ای که از شهرت کمی برخوردار است هزینه های کمتری را صرف نظارت بر عملکرد نماینده خواهند کرد. شیوه ای را که سهامدار از خود در مقابل هزینه های نمایندگی حمایت می کند، با توجه به سطوح هزینه های مورد انتظار، حمایت یا حفاظت قیمتی می گویند. به دلیل همین ملاحظات قیمتی است که نماینده ها نگران هزینه های نمایندگی مرتبط در قرارداد ها هستند. (ژنه و

برایان، ۲۰۰۳، ص. ۳۲۰)

۲-۳-۱-۱-۲- هزینه های ضمانتی

هزینه هایی هستند که جهت ساختار بخشیدن به سازمان یا ساختار بندی مجدد سلسله مراتب مدیریت و واحدهای کسب و کار شرکت، به سازمان تحمیل می شود به شیوه ای که رفتارهای مدیریتی غیر معقول را محدود نماید (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶).

بنابراین نماینده ها به دنبال مکانیسم هایی هستند که تضمین کند که آنها در جهت منافع سهامداران فعالیت می کنند یا اینکه در قراردادها تضمین می کنند که اگر خلاف جهت منافع سهامداران حرکت کردند، آنها جبران خواهند کرد .

این تعهدات همیشه مالی نیستند . شفافیت بیشتر اطلاعات برای سهامداران، لزوم کسب مجوز برای برخی فعالیت ها و برنامه ریزی برای پرداخت دستمزد مدیریت نمونه هایی از این قبیل هزینه است

ضرورتی وجود ندارد مبنی بر این که هزینه های نظارتی و ضمانتی، از نظر ماهیت مالی باشند. اما می توان گفت که هزینه های ضمانتی در جهت کاهش هزینه های نظارتی است. مکانیسم های نظارتی و تضمینی که در قراردادها مشاهده می شوند، به عنوان روابط نمایندگی تعریف می شوند.

۲-۳-۱-۱-۳- هزینه های فرصت :

در این حالت ارزش خالص خروجی فعالیت های نماینده کمتر از میزان منافع بالقوه ای است که می توانست عاید سهامداران گردد. این تفاوت در واقع همان زیان باقیمانده یا هزینه فرصت است.

بخشی هزینه هایی هستند که به واسطه محدودیت هایی که تحمیل می شوند، ایجاد شده و این محدودیت ها توانایی مدیران را در عمل کردن مبتنی بر تحقق حداکثر رفاه سهامداران یا مالکین کاهش می دهد.

بخش دیگر هزینه هایی هستند که زمانی که یک نماینده تصمیماتی را اتخاذ می کند که به نفع سهامدار نیست، به مالکان تحمیل می شود. مثلاً استفاده خصوصی از یک سری تسهیلات شرکت یا کم کاری از سوی نماینده ها.

۲-۳-۱-۲- مسائل نمایندگی

مدیران و سهامداران دارای انگیزه های متفاوتی در مقایسه با یکدیگر هستند و این تفاوت به سیاست های شرکت بر می گردد. وجود انگیزه های متفاوت و بعضاً متضاد در بین سهامداران و مدیریت منجر به یک سری مسایل خاص نظیر موارد ذیل می گردد:

۲-۳-۱-۲- مسئله تفاوت در میزان ریسک پذیری :

سهامداران و مدیران دارای ترجیحات متفاوتی در میزان ریسک پذیری هستند و این امر منجر به سرمایه گذاری در سطوحی متفاوت از هم می شود. مدیران ریسک کمتری را در مقایسه با سهامداران ترجیح می دهند. برای سهامداران این فرصت وجود دارد که از طریق ایجاد تنوع در پورتفولیوی سرمایه گذاری خود، ریسک پورتفولیوی خود را به حداقل ممکن برسانند ولی مدیران ترجیح می دهند که پروژه های با ارزش فعلی خالص کمتر و ریسک کمتری را بپذیرند، زیرا یک مدیر در درجه اول روی حفظ مقام و موقعیت شغلی خود در مقام یک مدیر، سرمایه گذاری میکند. به عبارتی ارزشمندترین دارایی یک مدیر محسوب می شود که از دست دادن آنها تأثیر نامطلوبی بر سلامت و ثروت مدیر دارند. حتی مدیری که از طریق سرمایه گذاری متنوع در سهام شرکت های مختلف، درصدد کاهش ریسک است، این امر تأثیر کمی بر کاهش ریسک سرمایه گذاری او خواهد داشت، زیرا مهمترین و قابل توجه ترین سرمایه یک مدیر، مقام و موقعیت شغلی اوست. بنابراین بطور منطقی مدیران ترجیح می دهند که ریسک خود را کاهش دهند تا اینکه ارزش شرکت را حداکثر کنند.

۲-۳-۱-۲- مسئله تقسیم سود نقدی:

مدیران ترجیح می دهند که سود نقدی کمتری را پرداخت کنند در حالی که سهامداران مسلماً مایل به دریافت سود نقدی بیشتری هستند، زیرا مدیران سعی می کنند که بودجه را برای افزایش توان پرداخت های آتی نظیر حقوق پرسنل، افزایش حیطه کنترلی خود و افزایش اندازه شرکت در کسب و کار نگهداری کنند ولی سهامداران متمایل به دریافت سود نقدی بیشتری هستند زیرا این سود نقدی به جای این که در شرکت (به عنوان سرمایه شرکت) نگهداری شود، می تواند در فرصت های سرمایه گذاری دیگری با بازده بیشتر سرمایه گذاری شود.

۲-۳-۱-۳- مسئله افق زمانی :

این مسئله ناشی از وجود تفاوت در منافع سهامداران و مدیریت در یک افق زمانی خاص در شرکت است. به لحاظ تئوریک، سهامداران تمایل دارند که جریانهای نقدی شرکت برای دوره های نامحدودی در آینده لحاظ شود، از آنجایی که ارزش فعلی سهام آنها توسط ارزش فعلی جریانهای نقدی آتی سهام با گذر زمان کسر می شود، بنابراین در بلند مدت، ارزش فعلی سهام با ارزش فعلی جریانهای نقدی آتی برابر خواهد شد. فرض وجود جریانهای نقدی در یک بازه زمانی بلند مدت، تصمیمات سایر سرمایه گذاران را هنگام خرید سهام تحت تأثیر قرار می دهد.

در مقابل ، مدیران علاقمند به تمرکز بر جریانهای نقدی آتی در یک افق زمانی محدود هستند، حداکثر تا زمانی که قصد دارند در شرکت باقی بمانند. زیرا در یک افق زمانی محدود، طبق معادله زیر، ارزش آتی بیشتری برای سهام پیش بینی می شود و منجر به افزایش ارزش فعلی بیشتری برای سهام می گردد:

$$P_n = \frac{F}{(1+r)^t}$$

مسئله افق زمانی ، زمانی تشدید می شود که مدیر پیش بینی کند که در آینده امکان تغییر پست و سازمان برای او وجود داشته باشد. در این وضعیت اعلام می شود که عملکرد مدیریت شرکت به دلیل سودآوری بالا خوب بوده است (زف و برایان، ص. ۳۲۶-۳۲۰).

۲-۳-۲ ساختار مالکیت

مشکلات بالقوه مرتبط با جدایی مالکیت و کنترل در شکل شرکتی سازمان توجه محققان را برای بیش از ۷۰ سال به خود جلب کرده است. در طول این مدت ، محققان سازمانی شاهد حرکت فزاینده از مالکیت متمرکز به مالکیت پراکنده بوده اند ، تغییری که به امکانی برای تسلط منافع شخصی مدیریت بر منافع سهامداران منجر شده است. در حالی که ، سازمان ها در ابتدای قرن بیستم عمدتاً تحت سلطه مالک - مدیران بودند، سازمان های معاصر - البته ، سازمان های تجاری عام بزرگ - با مدیران حرفه ای که مالک مختصر سهام شرکتی که آن را اداره می کنند هستند، تصویر می شوند.

مینز از مشاهداتش نتیجه می گیرد: "مالکیت ثروت بدون کنترل ملموس ، و کنترل ثروت بدون مالکیت قابل ملاحظه ، به نظر می رسد که پیامد منطقی توسعه شرکت کنونی است". (DAILY & DALTON, 2003).

حال سوالی مطرح می شود که آیا ساختار مالکیت بر عملکرد بنگاه تأثیر دارد ؟ بر اساس قضیه رونالد کوز، ساختار مالکیت بر کارایی بنگاه تأثیر ندارد و با هر توزیعی از مالکیت مبادله آزاد به نقطه بهینه تولید می انجامد . در اقتصاد خرد نشان داده می شود که با هر میزان از تمرکز سرمایه می توان به نقطه بهینه تولید دست یافت مشروط به آن که مبادله در بازار رقابت کامل صورت گیرد. به عبارت دیگر تا زمانی که بازار

سرمایه رقابتی است تمرکز مالکیت بر کارایی تولید تأثیر نمی گذارد و اگر تمرکز مالکیت بازار رقابتی را تبدیل به بازار غیر رقابتی کند، کارایی کاهش می یابد.

این آموزه تا اواسط دهه ۱۹۸۰ بدیهی تلقی می شد و هیچ آزمونی برای تائید یا ابطال آن صورت نگرفته بود. در سال ۱۹۸۵ دمستز و لن برای اولین بار رابطه تمرکز مالکیت و کارایی را در شرکت های بورسی آمریکا آزمون کردند. آن ها نشان دادند که میان تمرکز و کارایی هیچ رابطه ای وجود ندارد و به عبارت دیگر با هر ساختاری از تمرکز مالکیت می توان به کارایی دست یافت (ممدوی و میدوی، ۱۳۸۲).

اما نتایج تحقیقات در کشور های در حال گذار بیان گر مطلب دیگری است . تجربه خصوصی سازی در این کشور ها حاکی از آن است که واگذاری سهام به عموم مردم به صورتی که مالکیت به صورت پراکنده تخصیص یابد (شیوه خصوصی سازی کشور چک) ، از نظر عملکرد نتیجه ای معکوس داشته و به کاهش عملکرد شرکت ها منجر شده است.

۲-۳-۱- مالکیت پراکنده سهام

در یک بنگاه استاندارد از نظر برل و مینز (۱۹۳۲)، سهامداران پراکنده حاکمیت شرکتی را به وسیله رأی مستقیم در موضوعات حیاتی مثل ادغام ها ، انحلال ، تغییرات بنیادی در استراتژی تجاری، و با انتخاب هیات مدیره اعمال می کنند تا نفع صاحبان را تامین کنند و بر تصمیمات بی شمار مدیریت نظارت کنند. قراردادهای تشویقی ساز و کاری عمومی برای هم سو کردن منافع مدیران با سهامداران است. هیات مدیره ممکن است برای قراردادهای جبران خدمت مدیریت که این مسئله را با دستیابی به نتایجی خاص پیوند می دهد ، مذاکره کنند. این قراردادها می تواند شامل مالکیت سهام، اختیار (خرید و فروش) سهام ، و دیگر ساز و کارهای جبران اقتضائی شوند. در این حالت، سهامداران پراکنده از مالکیت پرتفولیوی دارایی های متنوع سود می برند، در حالی که حاکمیت شرکتی را از طریق حق رأی و هیات مدیره اعمال می کنند.

با این وجود عوامل متعددی سهامداران پراکنده را از اعمال کنترل شرکتی مؤثر باز می دارد. عدم تقارن اطلاعات زیادی بین مدیران و سهامداران کوچک وجود دارد. متعاقباً سهامداران کوچک (خرده سهامداران) فاقد تخصص و انگیزه کافی برای نزدیک کردن شکاف اطلاعات به صورتی قابل ملاحظه و کنترل مدیریت هستند. (به این معنی که پول قابل ملاحظه ای که در معرض خطر باشد را ندارند) همچنین ، هیات مدیره اغلب منافع سهامداران اقلیت را نمایندگی نمی کند و در عوض ممکن است توسط مدیریت جذب شود. هر چه قدر مدیریت بتواند هیات مدیره را به خود جذب کند احتمال اینکه قراردادهای تشویقی مشکل حاکمیت شرکتی را حل کند ، کاهش می یابد. در واقع ، قراردادهای تشویقی "... فرصت های فراوانی را برای مدیران جهت وارد معامله شدن با شخص ثالث بوجود می آورند، به ویژه اگر این قراردادها به جای سرمایه گذاران بزرگ ، با هیات مدیره ای با انگیزه ضعیف بسته شده باشد" (SHELIFER& VISHNY, 1997).

همچنین حقوق رای عموماً کارآمد نیستند زیرا مدیران اختیاری بر جریان اطلاعات دارند. به علاوه، در بسیاری از این کشورها قوانین، حقوق سهامداران اقلیت را حفاظت نمی کنند. سیستم های قانونی نیز متعاقباً قوانینی را که در کتب حقوقی سهامداران اقلیت وجود دارد تقویت نمی کنند، که این امر بیشتر مانع حاکمیت شرکتی توسط سهامداران اقلیت می شود. این نیروها برای مدیران اختیار چشمگیری بر کنترل دارایی های شرکت فراهم می کند. (CAPRIO& LEVINE, 2002).

۲-۳-۲- مالکیت متمرکز

یک مکانیسم توسعه شرکتی برای جلوگیری از انحراف مدیران از منافع مالکان ، مالکیت متمرکز است. سرمایه گذاران بزرگ برای بدست آوردن اطلاعات، کنترل مدیران ، و اعمال حاکمیت شرکتی بر تصمیمات مدیریت انگیزه کافی دارند. در ضمن، سهامداران بزرگ می توانند نمایندگان خود را در هیات مدیره انتخاب کنند و مانع از کنترل مدیریت بر هیات مدیره شوند. سهامداران بزرگ در اعمال حق رای خودنسبت به سرمایه گذاران کوچک و در مقایسه بی اطلاع ، مؤثرتر خواهند بود. در ضمن اینکه مالکیت متمرکز چندان به سیستم

قانونی اتکا نمی کند.. مالکی با ۵۱ درصد سهام نیازی به گسترش حمایت قانونی برای اعمال حقوق مالکیتی خود ندارد (CAPRIO & LEVINE, 2002).

تحقیقات بسیار درباره تأثیر مالکیت متمرکز بر عملکرد بنگاه ، نتایج گوناگونی را گزارش می دهد. در این مطالعات ساختار مالکیت به عملکرد بهتر ، بدتر و یا بدون اثری مشهود بر عملکرد انجامیده است.

افزایش مالکیت افراد درون سازمان و یا حضور سهامداران عمده بزرگ می تواند به چهار دلیل به عملکرد بهتر منجر شود.

اول ، جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) عنوان می کنند که مالکیت بیشتر سهام توسط افراد درون سازمان عملکرد شرکت را بهبود می بخشد زیرا محرک های پولی مدیریت با دیگر سهامداران سازگار است، بنابراین مسئله مالک-نماینده را تخفیف می دهد.

دوم، شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) نشان می دهند که حتی زمانی که سهامداران عمده کنترل کننده در مدیریت درگیر نیستند، به هر حال بیشتر به کنترل و نظارت بر مدیران مستعدند.

سوم، استین (۱۹۸۹) نظر می دهد که بنگاه های با مالکیت خانوادگی ممکن است تصمیمات بهتری برای سرمایه گذاری بگیرند، چرا که خانواده ها دانش ویژه بیشتری درباره بنگاه دارند، کمتر کوتاه نگر هستند و افق های سرمایه گذاری بلند تری دارند (KING & SANTOR, 2008).

چهارم، لاپورتا و دیگران (۱۹۹۹) اظهار می دارند که سهامداران بزرگ می توانند به صورتی کارا تر درباره قراردادهای تشویقی مدیریت مذاکره کنند که از وارد معامله شدن مدیران با شخص ثالث جلوگیری کرده و منافع سرمایه گذار و مدیر را هم سو می کند . هر چه مالکیت پراکنده تر می شود، مدیران ساده تر می توانند اطلاعات را دست کاری کنند، با گروه های مختلف متحد شوند، و کنترل بنگاه را در دست بگیرند. بنابراین ،

به غیر از تعداد بسیار کمی از کشورها (مثل آمریکا و بریتانیا)، مالکیت متمرکز مکانیسمی معمول برای اعمال کنترل شرکتی است (CAPRIO & LEVINE, 2002).

مالکیت متمرکز از چهار طریق می تواند بر عملکرد بنگاه تأثیر منفی بگذارد. اول، استالز (۱۹۹۸) و بارکلی و هولدرنس (۱۹۸۹) نشان می دهند که سطوح پایین و متوسط کنترل احتمال تصاحب و سنگربندی مدیران ضعیف را کاهش می دهد. دوم، مدیران و سهامداران کنترلی ممکن است فعالیت هایی را دنبال کنند که فایده شخصی ایشان را بیشینه می کند اما به سیاست های پایین تر از حد بهینه برای بنگاه منجر شود، مانند مصرف مزایا، پرداخت حقوق بیش از حد به خودشان، یا انتصاب اعضای خانواده در مقام های مدیریتی در مقابل کاندید های با صلاحیت بیرونی. سوم، مورک و دیگران (۲۰۰۰) بحث می کند که بنگاههای با مالکیت خانوادگی ممکن است ریسک گریزی بیش از حدی از خود نشان دهند و از استراتژی های انبساطی و یا ادغام های سود آور چشم پوشی کنند. و چهارم جنسن و مکلینگ (۱۹۸۸) بیان می کنند که صاحبان سهام های کلان ممکن است تلاش کنند تا دارایی های شرکت را به فعالیت هایی با ریسک بالاتر منتقل کنند، در حالی که سهامداران از جنبه مثبت قضیه سود می برند، هزینه های شکست نصیب صاحبان وام (بستانکاران) می-شوند. (CAPRIO & LEVINE, 2002).

نهایتاً مالک متمرکز می تواند هیچ گونه تأثیر قابل ملاحظه ای بر روی عملکرد بنگاه نداشته باشد. بازارهای کارا به ساختار مالکیت بهینه با توجه به ویژگی های مخصوص صنعت، منجر می شوند. بنگاه هایی با ساختار مالکیت ناکارا در طولانی مدت شکست خواهند خورد. در نتیجه، رابطه آماری بین مالکیت و عملکرد بنگاه نباید وجود داشته باشد (KING & SANTOR, 2008).

مالکیت متمرکز عموماً از نظر سهامداران عمده به گروه های با مالکیت و کنترل بانک، مالکیت نهادهای مالی، مالکیت خانوادگی، مدیران، شرکت های دولتی و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی عمده قابل طبقه بندی است.

۳-۲-۳- تعریف متغیرهای کمکی برای اندازه گیری میزان تمرکز در مالکیت

تمرکز در مالکیت و اثر آن بر معیارهای عملکردی شرکت عینا مانند موروک، شلیفر و ویشنی تعریف و اندازه گیری شده است یعنی نه تنها وجود تمرکز زیاد و متوسط در مالکیت ناقض وجود تمرکز کم در مالکیت نیست که بالعکس نشان می دهد تمرکز کم در مالکیت به طور کامل وجود دارد.

تمرکز کم در مالکیت (Lown): به میزان مالکیت سه سهامدار بزرگتر که کمتر از ۳۵٪ مجموع سهام شرکت است اطلاق می شود. این متغیر حداقل ۰٪ و حداکثر ۳۵٪ مقدار می گیرد اگر میزان مالکیت این سهامداران بیش از ۳۵٪ باشد سطح مالکیت کم برای این سهامداران کامل و به میزان همان ۳۵٪ می باشد.

تمرکز متوسط در مالکیت (Mown): به میزان مالکیت سه سهامدار بزرگتر که بین ۳۵٪ و ۶۰٪ مجموع سهام شرکت است اطلاق می شود. این متغیر حداقل ۰٪ و حداکثر ۲۵٪ مقدار می گیرد. اگر میزان مالکیت این سهامداران کمتر از ۳۵٪ مجموع سهام شرکت باشد متغیر مقدار ۰٪ و اگر مجموع سهام سهامداران مذکور بیش از ۶۰٪ باشد سطح مالکیت متوسط برای این سهامداران ۲۵٪ می باشد.

تمرکز زیاد در مالکیت (Hown): به میزان مالکیت سه سهامدار بزرگتر که بیش از ۶۰٪ مجموع سهام شرکت است اطلاق می شود. این متغیر حداقل ۰٪ و حداکثر ۴۰٪ مقدار می گیرد. اگر میزان مالکیت این سهامداران کمتر از ۶۰٪ مجموع سهام شرکت باشد متغیر مقدار ۰٪ و اگر مجموع سهام سهامداران مذکور بیش از ۶۰٪ باشد سطح مالکیت زیاد برای این سهامداران مقدار بیش از ۶۰٪ رقم مذکور می باشد.

۳-۳-۳- ساختار سرمایه

تصمیم مهمی که بنگاه ها با آن روبرو هستند ، انتخاب بین بدهی و سهام است. ساختار سرمایه که بیانگر آن است که چه میزان از منابع شرکت از محل بدهی و چه میزان از حقوق مالکانه تامین شده، بر سودآوری و ریسک بنگاه تأثیر می گذارد. مودیلیانی و میلر (۱۹۸۵) نشان دادند که در دنیای ایده آل بدون مالیات، ارزش یک بنگاه مستقل از ترکیب بدهی و سهام است. به طور خلاصه ، ساختار سرمایه با ارزش بنگاه بی ارتباط

است. دیدگاه مودیلیانی و میلر توسط دیگر محققین مثل همادا (۱۹۶۹) و استیگلیتز (۱۹۷۴) تایید شده است. با این وجود، این نتیجه گیری ها با دیگر نتایجی که در دنیای واقعی دیده می شود متفاوت است، در جایی که ساختار سرمایه اهمیت دارد و بانک ها به تامین مالی پروژه هایی که کاملاً با تامین مالی بدهی انجام می - شوند بی تمایل هستند (BOATING, 2003).

بین دو تئوری اصلی تعیین ساختار سرمایه بهینه یعنی تئوری توازی ایستا که به توازن مزایا و معایب بدهی می پردازد و تئوری ترجیحی که بر نقش فعال مدیر در استفاده از منابع مالی شرکت تأکید دارد، بحث و مجادله وجود دارد. مطابق برخی از تحقیقات نظام حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر توضیح دهنده رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت می باشد و نقش نظام حاکمیت شرکتی در کنترل رفتار فرصت طلبانه در روابط اقتصادی بین مدیران و سایر گروه های ذینفع است. (ROCCA, 2007).

جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) بیان کردند که بدهی تأثیر مهمی بر هزینه نمایندگی دارد. بنگاه های با سطح بدهی بالاتر بدهی، بیشتر تحت نظارت صاحب وام هستند، بنابراین مدیران فرصت کمتری برای فعالیت هایی دارند که ارزش زا نیستند. مک کانل و سروس (۱۹۹۰) نیز اذعان نموده اند که افزایش نسبت بدهی ممکن است به افزایش در سرمایه گذاری در پروژه های پر ریسک به منظور جبران پرداخت سود بیانجامد. از این رو، هرگاه بدهی افزایش یابد، انگیزه بیشتری برای قرض دهندگان برای بهبود نظارت و در نتیجه کاهش هزینه نمایندگی وجود دارد (McKNIGHT & WEIR, 2007).

۲-۳-۴- ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی

۲-۳-۴-۱- روش های حاکمیت و کنترل شرکت

پایه و اساس مطالعات حاکمیت شرکتی، تئوری نمایندگی است و مسائل نمایندگی نیز ناشی از مجزا سازی مالکیت از کنترل می باشد (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶). فرض تئوری نمایندگی بر این است که بین منافع سهامداران و مدیریت یک تعارض بالقوه وجود دارد و مدیران به دنبال منافع خودشان هستند که این منافع ممکن است

در تضاد با منافع سهامداران باشد. ادبیات تئوری نمایندگی و حاکمیت شرکتی شیوه‌هایی را مطرح می‌کند که می‌توانند مورد استفاده سرمایه‌گذاران برای حمایت از منافع خودشان در مقابل منافع مدیران باشد. از جمله این شیوه‌های کنترلی شامل کنترل رؤسای هیأت مدیره و یا پرداخت پاداش به مدیران اجرایی می‌باشد. کیسیپ، تامپسون و رایت (۱۹۹۷)، پنج مکانیسم ذیل را برای ارائه یک چارچوب حاکمیتی و کنترل اثر بخش شرکت‌ها ارائه نموده اند که شامل:

۱. ساختار مالکیت : شامل مالکیت مدیریتی و مالکیت حقوقی

۲. هیأت مدیره و رؤسای آن (ساختار هیأت مدیره)

۳. پرداخت پاداش به اعضای هیأت مدیره و مدیر عامل

۴. حسابرسی

۵. عوامل کنترلی بازار بیرونی (فرهنگ و همکاران، ۲۰۰۲)

۲-۳-۴-۱- ساختار مالکیت

ساختار مالکیت در ادبیات مالکیت شرکتی دارای یک جایگاه هسته‌ای و مشخص است. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت هاست. این بُعد از حاکمیت در قالب ابعاد مختلف تعیین کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، وجود سهامداران جزء، اقلیت و عمده در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است. همچنین ترکیب سهامداری شرکت‌ها از الگوهای متفاوتی نظیر سهامداران حقوقی، مالکیت مدیریتی، سهامداران خصوصی و دولتی تبعیت می‌کند.

الگوهای سهامداری مورد بررسی در این تحقیق نیز شامل پنج گروه ذیل می باشند :

- خصوصی
- نیمه خصوصی
- شبه دولتی
- دولتی
- نهادها

تسی و گمز (۱۹۹۷) خاطر نشان کردند که درصد مالکیت مدیران بر میزان تضاد و یا توافق بین مدیران و سهامداران تأثیر میگذارد. زمانی که مالکیت مدیریتی افزایش می یابد در این صورت مدیران دارای نفوذ بیشتری در تصمیمات شرکت و نیز تصمیمات مرتبط با منافع سایر سهامداران می باشند. شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) در بررسی های خود نشان دادند که سهامداران عمده گرایش دارند که روی مدیریت شرکت نظارت نمایند. به همین دلیل وجود آنها باعث کاهش هزینه های نمایندگی شرکت و در نهایت افزایش ارزش و عملکرد شرکت می گردد .

کافی (۱۹۹۱) خاطر نشان کرد که سرمایه گذاران حقوقی نیز می توانند در اعمال کنترل و نظارت بر شرکت مخصوصا در جلسات هیأت مدیره نقش مؤثری ایفا کنند. لذا سرمایه گذاران حقوقی می تواند از طریق چارچوب های قانونی ، شرکت را مجبور به حفظ و بهبود حاکمیت در شرکت نمایند.

۲-۳-۴-۱-۲- ساختار هیأت مدیره

زمانی که کنترل کمتری از بیرون بر شرکت اعمال می شود در این صورت کنترل های داخلی به شکل وجود اعضای غیر موظف در ترکیب هیأت مدیره می تواند یک مکانیسم نظارتی اثر بخش باشد. هرچه تعداد اعضای غیر موظف در ساختار هیأت مدیره بیشتر باشد توان کنترل و نفوذ افراد خارجی بر شرکت بیشتر می شود.

۲-۳-۴-۱-۳- پرداخت پاداش به اعضای هیأت مدیره و مدیر عامل

پرداخت پاداش به مدیریت باعث کاهش تعارض های بین مدیران و سهامداران می شود. تئوری نمایندگی بیان می کند که رابطه مثبتی بین عملکرد مالی شرکت و میزان پرداخت به مدیر عامل وجود دارد. البته هر چند که این موضوع در حد یک تئوری است. لارکر و هالسون (۱۹۹۹) در بررسی که روی رابطه بین ساختار مالکیت و میزان پرداخت به هیأت مدیره و مدیر عامل انجام دادند خاطر نشان کردند که شرکت هایی که دارای ساختار حکمرانی ضعیف تری هستند تمایل به پرداخت بیشتری به مدیر عامل نشان می دهند.

۲-۳-۴-۱-۵- شیوه های کنترلی بیرونی در بازار

از جمله شیوه های اعمال حکمرانی و کنترل بیرونی شرکت شامل آیین نامه های شرکت و حمایت های قانونی از سهامداران اقلیت است. اگر عملکرد مدیریت شرکت ضعیف باشد باعث می شود که شرکت در مقابل عوامل کنترل گر بیرونی آسیب پذیر شود و قدرت کنترل مدیران داخلی کاهش می یابد. میکلسون و پارچ (۱۹۹۷) مکانیسم های جایگزینی مدیران و تنزل شغلی مدیران را نیز به عنوان یکی دیگر از شیوه های کنترل بیرونی شرکت می دانند که یک تهدید برای مدیران محسوب می شود و معمولاً زمانی به کار می رود که عملکرد مدیریت ضعیف شده است و یا بخواهیم رفتار مدیران را کنترل کنیم خصوصاً زمانی که در جهت تحقق منافع فردی خود گام بردارند (فره و همکاران، ۲۰۰۲، صص ۱۴-۹).

۲-۳-۴-۲- عوامل تأثیر گذار بر تعیین نوع مالکیت شرکت

به طور کلی مالکیت می تواند از توزیع مالکیت در سطح وسیع (وجود تعداد زیادی از سهامداران کوچک) تا مالکیت عمده (وجود تعداد کمی از سهامداران عمده) متنوع باشد. لذا زمانی که مالکیت در دست سهامداران عمده باشد، سیستم کنترل متمرکز خواهد بود و زمانی که مالکیت توزیع شده باشد سیستم کنترل نامتمرکز است.

از جمله عواملی که بر تصمیم‌گیری در زمینه انتخاب این نوع ساختارهای مالکیت تأثیر می‌گذارد شامل :

۱. اندازه شرکت : شرکت‌های بزرگ تمایل دارند که مالکیت آنها توزیع شود، زیرا آنها به بودجه‌های بیشتری نیاز دارند.

۲. نوع سهامداران (نوع مالکیت) : به عنوان مثال سهامداران حقوقی تمایل دارند که دارای مهارت‌های کنترلی و نظارتی بهتری در مقایسه با سهامداران حقیقی باشند.

۳. تعداد سهامداران : هر چه تعداد سهامداران بیشتر باشد مالکیت بین سهامداران متعدد توزیع می‌شود و با کاهش تعداد سهامداران، ترکیب مالکیت به سمت مالکیت عمده سوق پیدا می‌کند.

۴. میزان (درصد) مالکیت سهامداران: هرچه میزان مالکیت سهامداران بیشتر باشد، ساختار مالکیت متمرکزتر خواهد شد به عبارتی با افزایش سهم مالکیت سهامداران، مالکیت شرکت در دست یک یا چند سهامدار عمده متمرکز می‌شود (منبع، ۲۰۰۴).

۲-۳-۴-۳- مجزای مالکیت از مدیریت

جدایی مالکیت از مدیریت که به واسطه تشدید رقابتهای داخلی و بین‌المللی، تنوع و پیچیدگی وظایف مدیریت، ظهور ساختارهای حقوقی نوین (به عنوان مثال شرکت‌های سهامی) و تخصصی شدن امر به وقوع پیوست، شرایطی را فراهم ساخت تا تفویض اختیارات به عنوان راهکار گریزناپذیر اداره شرکت‌ها در جوامع پیشرو مطرح گردد.

از جمله عواملی که موجب شد که دیگر سهامداران قادر به اعمال مدیریت مستقیم نباشند عبارتند از:

- حرکت از مالکیت فردی به سوی مالکیت جمعی (توزیع مالکیت)، که این نوع ساختار مالکیت امکان اعمال مدیریت مستقیم را منتفی می‌سازد. هر چند که این امر در جهت جذب و هدایت سرمایه - های سرگردان جامعه، توسعه بازار سرمایه و توسعه فعالیت‌های اقتصادی گسترش یافت.

- تخصصی شدن فعالیت ها به ویژه مدیریت شرکتها با این دیدگاه که اولاً مدیریت یک حرفه تخصصی است، ثانياً اداره شرکت ها در توان هر مالکی نیست.

فردی که به عنوان مالک سهام شرکت است دارای یک سری منافع محسوس می باشد. زمانی که فرد دارای داراییهای محسوس زیادی است، رابطه این داراییها با مالک آن سؤال برانگیز است. یکی از حقوق اساسی مالکین حق انتقال مالکیت است و این حق نیز لازمه توسعه بازار سرمایه است.

سهامدار کنترل زیادی بر سهام خود دارد، اما زمانی که دارای مسئولیت محدود است حق کنترلی خود را در زمینه استفاده از دارایی شرکت به دیگران تسلیم می کند. این حق به مدیریت شرکت تفویض می شود. در حقیقت این امر یکی از منافع شرکت برای سهامدار محسوب می شود زیرا او می تواند پولش را به افرادی که دارای تخصص و زمان کافی هستند، واگذار نماید. این حالت موجب مجزا ساختن مالکیت از کنترل میگردد.

همان گونه که مطرح شد یکی از حقوق اساسی مالکین، حق انتقال مالکیت به فرد دیگری است. در انتقال مالکیت آزادانه سهام، سهامدار مجبور است که یک مسئولیت محدود داشته باشد و سهام ها می بایست در یک نرخ قانونی منصفانه معامله شوند. این موضوع به خوبی بیانگر مجزاسازی مالکیت از کنترل است و ارتباط بین مالکیت و کنترل را کم اهمیت نشان میدهد. (مانند مینا، ۱۹۵۲، ص ۹۸-۱۰۱).

۲-۳-۴- سهامدار عمده در نگاه نظام حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار

تهران

طراحی نظام راهبری شرکتی به عنوان راهکاری است که موجب ترغیب شرکت ها در استفاده کارآمد از منابع می شود. پیچیدگی روابط اقتصادی و اجتماعی در بنگاه های اقتصادی و بروز تضاد منافع در حوزه های مختلف میان گروههای مختلف ذینفعان، نیاز به استقرار نظام حاکمیتی را برای حمایت از منافع ذینفعان دو چندان می سازد. با گسترش دامنه مالکیت و تعداد سهامداران، کنترل و اداره شرکت ها در اختیار گروه خاصی از سهامداران قرار گرفته است، زیرا اغلب خرید و فروش سهام شرکت ها با هدف کسب سود در کوتاه

مدت و نه به قصد سرمایه گذاری در بلند مدت صورت می گیرد که این امر عملاً باعث می شود تا از نفوذ سهامداران جزء در انتخاب هیأت مدیره شرکت و نظارت بر عملکرد آنها کاسته شود و کنترل و هدایت شرکت-ها در اختیار سهامداران خاص متمرکز شود. سهامداران عمده دارای اصلی ترین نقش در تعیین اکثریت اعضای هیأت مدیره، انتخاب حسابرسی مستقل و تعیین خط مشی کلی شرکت هستند. این امر باعث تضعیف حقوق و منافع سهامداران جز می شود؛ زیرا دارای توان نظارت و کنترل کم و غیر مؤثری بر شرکت و امور آن هستند. سیستم حاکمیت شرکتی به عنوان نظامی است که می تواند در رفع این نارسایی ها مؤثر واقع شود. هر کشور با توجه به نوع فرهنگ، زمینه تاریخی، فضای حقوقی و نهادهای حاکم بر آن دارای چارچوب خاص خود برای حکمرانی می باشد. در کشور ما طی چند سال اخیر، کوششهایی برای شناساندن ماهیت نظام حاکمیت شرکتی و اهمیت آن از بعد نظارت بر بنگاه های اقتصادی صورت پذیرفته است. سازمان بورس اوراق بهادار ایران نیز در راستای افزایش نظارت بر بازار سرمایه و شرکت های سهامی عام، گام هایی در این خصوص برداشته است ولیکن از بعد قوانین و مقررات، فعالیت و اقدامات خاصی برای نهادینه کردن این مقوله در سطح شرکت ها و اعمال آن در بازار سرمایه صورت نگرفته است و صرفاً آیین نامه ای تحت عنوان **"نظام راهبری شرکت"** در سازمان بورس اوراق بهادار تهیه و ارائه شده است و هیچگونه الزام و اجباری برای اجرا و به کارگیری آن وجود ندارد (حالی، ۱۳۸۵).

تدوین اصول نظام راهبری شرکت ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از جمله گام های طی شده در این راستا است که امید است برای تحقق حمایت از منافع تمام گروههای ذینفعان مفید واقع شود. این آیین نامه در پنج فصل به ترتیب فصل اول (تعاریف)، فصل دوم (هیأت مدیره)، فصل سوم (مجمع عمومی)، فصل چهارم (پاسخگویی و افشای اطلاعات) و فصل پنجم (ضمانت اجرایی)، تنظیم شده است.

طبق آیین نامه اصول راهبری شرکت ها در بورس اوراق بهادار ایران که متن اطلاعیه نهایی آن در اسفند ماه سال ۱۳۸۴ پذیرفته شد، سهامدار عمده و سهامدار جزء بدین گونه تعریف شده است:

- سهامدار عمده: سهامداری است که به طور مستقل بتواند حداقل یک عضو هیأت مدیره و یا بیش از یک عضو هیأت مدیره را به طور مستقل منصوب کند و دارای بیشترین کنترل بر هیأت مدیره است.
- سهامدار جزء: سهامداری است که به طور مستقل نمی تواند یک عضو هیأت مدیره را منصوب نماید و دارای کمترین قدرت نفوذ و کنترل بر شرکت و هیأت مدیره است.
- کنترل: عبارت است از توان هدایت سیاست های مالی و عملیاتی واحد تجاری به منظور کسب منافع اقتصادی از فعالیت های واحد تجاری (سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۵).

گاهی اوقات به دلیل اینکه سهامداران جزء دارای کمترین توان کنترل و نظارت بر تصمیمات شرکت هستند و توان آنها در تأثیر گذاری بر تصمیمات مجامع کم است با همدیگر متحد شده و یک ائتلاف را تشکیل می دهند و یک نفر را به عنوان نماینده خود در مجامع عمومی عادی سالانه منصوب می کنند، بدین ترتیب مجموع آرای آنها یکی شده و توان کنترل آنها بر تصمیمات مجامع افزایش می یابد. لذا سهامدار اقلیت شامل ائتلافی از چندین سهامدار جزء است که در مقایسه با سهامدار جزء دارای توانایی اعمال نفوذ بیشتری بر تصمیمات مجامع هستند.

۲-۳-۴-۵- رابطه مالکیت و حق رأی سهامدار

هر سهم عادی به دارنده آن اجازه می دهد که در مجامع عمومی شرکت کرده و حق رأی داشته باشد. شرکت ها معمولاً دو نوع مجمع دارند؛ عادی و فوق العاده. مجمع عادی حداقل سالی یک بار و پیرامون تصمیم گیری در مورد تقسیم سود، تصویب صورت های مالی شرکت، پاداش هیأت مدیره، انتخاب اعضاء هیأت مدیره، انتخاب بازرس قانونی و تصویب برنامه های عملیاتی شرکت تشکیل می گردد. در مجمع فوق العاده در مورد افزایش سرمایه، تغییرات اساسنامه شرکت، انحلال شرکت و تغییر و تبدیل سهام تصمیم گیری می شود. تصمیم گیری در مجامع عمومی با اکثریت آراء صورت می گیرد. هر سهم یک رأی دارد و هر سهامدار به

تعداد سهام خود حق رأی دارد مگر در انتخاب اعضاء هیأت مدیره که هر سهم به تعداد اعضاء هیأت مدیره حق رأی بدست می آورد. به عنوان مثال در شرکتی که ۵ عضو هیأت مدیره دارد در انتخاب اعضاء هیأت مدیره هر سهم ۵ حق رأی به دست می آورد. ضمن اینکه هر سهامدار به دلخواه خود حق توزیع این حق رأی را بین اعضاء هیأت مدیره دارد؛ این نوع حق رأی را اصطلاحاً حق رأی انباشته می گویند. فرمول زیر نشان می دهد که هر سهامدار برای اینکه بتواند یک نماینده در هیأت مدیره داشته باشد، حداقل دارای چند حق رأی می باشد:

$$r = \frac{d \times N}{b + 1} + 1$$

r : تعداد سهام لازم برای انتخاب d نماینده در هیأت مدیره

d : تعداد مدیرانی که سهامدار به عنوان نماینده انتخاب می کند

N : تعداد کل سهام شرکت کننده در مجمع

b : تعداد اعضاء لازم برای هیأت مدیره (هالپایه اصل، ۱۳۸۴، ص ۲۴۴).

طبق ماده ۱۰۷ قانون تجارت، تعداد اعضای هیأت مدیره در شرکت های سهامی عام نباید کمتر از ۵ نفر باشد. (منصور، ۱۳۸۳).

عمدتاً در ساختار هیأت مدیره شرکت های سهامی عام در ایران، ۵ نفر عضو هیأت مدیره وجود دارد. بنابراین با فرض اینکه ترکیب هیأت مدیره شامل ۵ نفر باشد و نیز این فرض که سهامدار عمده باید حداقل بتواند یک عضو هیأت مدیره را به طور مستقل منصوب نماید، طبق فرمول بالا، سهامداری می تواند حداقل یک نماینده در هیأت مدیره داشته باشد که حداقل، مالکیت ۱۷٪ از کل حق رأی مجامع عادی را به خوداختصاص دهد.

با این تفاسیر ، سهامدار عمده طبق تعاریف آیین نامه راهبری شرکت های بورس اوراق بهادار تهران و نیز مفروضات بالا، دارای سه ویژگی کلیدی ذیل است:

۱. دارای بیشترین حق کنترل و توان نظارت بر تصمیمات هیأت مدیره باشد.
۲. مالکیت حداقل ۱۷٪ کل سهام منتشر شده توسط شرکت را دارا باشد.
۳. بتواند حداقل یک عضو هیأت مدیره را به طور مستقل منصوب نماید.

۲-۳-۳- رابطه تئوری نمایندگی با ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی

به دلیل کاربرد تئوری نمایندگی در مطالعات مالکیت ، جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) این تئوری را " تئوری ساختار مالکیت (یا سرمایه) شرکت " توصیف کرده اند. همچنین تحقیقات اخیر تسلط تئوری نمایندگی را به عنوان چارچوب هدایت کننده مطالعات حاکمیت شرکتی و به ویژه ساختار مالکیت نشان می دهند (DAILY & DALTON,2003). در راستای تئوری نمایندگی ، مسئله اساسی حاکمیت شرکتی این است که سهامداران چگونه اطمینان یابند که مدیران منفعت طلب در جهت منافع سهامداران به جای منافع خود عمل می کنند (LAZARIDES& DRIMPETAS,2008). از آنجا که ساختار مالکیت بر هزینه نمایندگی و عملکرد بازار کنترل شرکتی تأثیر می گذارد، ارزش شرکت به ساختار مالکیت وابسته است (FERREIRA,2005).

موضوع مالکیت مورد نظر در این تحقیق ، نشانگر ماهیت متغیر مالکیت شرکت و تأثیر آن بر چگونگی حکمرانی شرکت و به ویژه عملکرد آن است. موضوعات مطالعات ساختار مالکیت پیچیده هستند. اهداف عملکردی مختلف وابسته به دسته های متفاوت مالکان، باید در هر بررسی بر روی ماهیت رابطه بین ساختار مالکیت و فرایندها و بازده بنگاه در نظر گرفته شوند. به عنوان مثال، مالکیت درونی و بیرونی سهام رابطه متفاوتی با فرایندها و نتایج عملکرد بنگاه را نشان می دهند. در حالی که مالکان درونی مایل به کاهش هزینه-های ریسک خود هستند ، مالکان بیرونی ممکن است ترجیح دهند که مدیران ریسک بیشتری را برای افزایش فرصت های رشد تقبل کنند (DAILY& DALTON,2003).

از طرف دیگر تفاوت ساختار در جدایی بین مالکیت و کنترل در مدل های مختلف حاکمیت ، به راه حل های متفاوتی در حل مسئله نمایندگی منجر می شود. در حالی که مسئله اصلی نمایندگی در ایالات متحده از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران پراکنده ناشی می شود، در اروپا تضاد منافع بالقوه و اصلی بین سهامداران کنترلی (عمده) و سهامداران اقلیت ضعیف است. این مسئله باعث نتایج متضادی در کشورهای مختلف شده است: در قاره اروپا کنترل بدون پراکندگی مالکیت بر درآمدها وجود دارد و در انگلیس و آمریکا مالکیت درآمد بدون کنترل وجود دارد (OOGH& DE LANGHE,2002). از طرف دیگر تفاوت بین ساختارهای مالکیت رابطه مدار بنگاه های ژاپنی و مبتنی بر بازار آمریکایی ممکن است عمومیت تئوری نمایندگی را محدود کند. در ایالات متحده جدایی مالکیت از کنترل و حضور سهامداران پراکنده تضاد منافع بین مدیران و سهامداران را موجب شده است. در مقابل، ساختار مالکیت بنگاه های ژاپنی اغلب نمود وجود رابطه های همکارانه بین تأمین کنندگان ، اعضای گروه تجاری با عضو وابسته، و یا دارنده وام است ، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به وسیله پیوندهایی که این دو را با هم متحد می کند ، کاهش می یابد (LEE & O'NEILL,2003).

۲-۳-۴- سیستم های مالی

نوع و ترکیبات مختلف هزینه های جمع آوری اطلاعات ، به اجرا در آوردن قراردادهای ، و معاملات در تقارن با سیستم های متفاوت قانون، مقررات ومالیات موجب تمایز قراردادهای مالی ، بازارها و واسطه ها، بین کشورها شده است. به منظور اصلاح اصطکاک بازارها، سیستم های مالی به طور طبیعی بر توزیع منابع در طی زمان و مکان اثر می گذارند. به علاوه حضور بانکها که دستیابی به اطلاعات شرکتها و مدیران را بهبود می بخشد بی شک توزیع اعتبارات را تغییر می دهد. از طرف دیگر قراردادهای مالی که اعتماد سرمایه گذاران را به بازپرداخت بیشتر می کند، بر این که افراد چگونه پس انداز خود را تخصیص خواهند داد اثر می گذارد. به عنوان آخرین مثال ، توسعه جریان سهام و بازارهای قرضه به این معنی است که افرادی که به واگذاری کنترل بر پس انداز خود برای مدت طولانی بی میل هستند، می توانند مطالبات خود را در پروژه های چند ساله

معامله کنند. به این صورت قراردادهای مالی، بازارها و واسطه ها با ایجاد محرک ها و محدودیت ها بر رشد اقتصادی تأثیر می گذارند.

سیستم های مالی برای کاهش هزینه اطلاعات، اجرا، و معاملات از طرق زیر عمل می کنند:

- تولید اطلاعات بدون هزینه (ex ante) درباره ی سرمایه گذاری های ممکن و توزیع سرمایه
- کنترل سرمایه گذاریها و اعمال حاکمیت شرکتی پس از تأمین بودجه
- تسهیل معامله، تنوع و مدیریت ریسک
- انتقال و روی هم گذاشتن پس اندازها
- تسهیل مبادله کالا و خدمات.

با وجود اینکه تمام سیستم های مالی این نقش ها را ایفا می کنند، در چگونگی عملکرد آنها تفاوت بسیار است. توسعه مالی زمانی رخ می دهد که ابزارها، بازارها، و واسطه های مالی تأثیر هزینه های اطلاعات، اجرا و معاملات را بهبود ببخشند - نه لزوماً کاهش دهند - و نقش های خود را به نحو بهتری انجام دهند. هر کدام از این نقش ها می تواند بر تصمیمات پس انداز و سرمایه گذاری و بنابراین بر رشد اقتصادی اثر بگذارند. از آنجا که اصطکاکات بسیاری در بازار وجود دارد و قوانین، مقررات، و سیاست ها به نحو بارزی در بین اقتصادها و در زمان متفاوت است، اصلاح هر بعد به عوامل مختلفی بستگی دارد و می تواند عملکرد آن در توزیع منابع متفاوت باشد (LEVINE, 2004).

ادبیات مربوط به قانون و علم مالیه بین ریشه های سیستم های قانونی کشورها و تفاوت آنها در حاکمیت شرکتی، حمایت سرمایه گذاران، و بازارهای خارجی شان ارتباط ایجاد می کند. کشورها از نظر اینکه سیستم قانونی خود را از کدام یک از کشورهای انگلستان، فرانسه، آلمان و اسکاندیناوی استخراج کرده اند متفاوتند، و به دو گروه کلی با منشأ قانون عمومی انگلستان و قانون عرفی فرانسه تقسیم می شوند. به طوری که گروه اول کشورهایی را در بر می گیرد که نسبت به کشورهای گروه دوم از سرمایه گذاران حمایت قانونی بیشتری می -

کنند، مالکیت شرکت های تجاری عام در این کشورها پراکنده است، و بازارهای سرمایه قوی تر و گسترده تری دارند (ALLEN ET AL, 2002).

لوین و دمیرگاک-کانت در تحقیقی که برای بانک جهانی در سال ۱۹۹۹ انجام دادند، به مقایسه سیستم های مالی کشورها و تشخیص رابطه بین ساختار مالی و توسعه اقتصادی، بر مبنای دو سیستم کلی مبتنی بر بانک و مبتنی بر بازار، پرداختند.

در سیستم مبتنی بر بانک که آلمان و ژاپن نمونه ای از آن هستند، بانک ها نقش اصلی را در انتقال پس انداز ها، تخصیص سرمایه، نظارت بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیران شرکت ها و فراهم کردن ابزاری برای مدیریت ریسک به عهده دارند.

در سیستم مالی مبتنی بر بازار مثل ایالات متحده آمریکا و انگلیس، بازار اوراق بهادار به همراه بانک ها نقش انتقال پس انداز جامعه به بنگاه، اعمال کنترل شرکتی و تسهیل مدیریت ریسک را ایفا می کند. برای طبقه بندی کشورها به این دو سیستم مالی، شاخص ترکیبی از نسبت اندازه، نحوه فعالیت و کارایی بخش بانک به بخش بازار سهام بدست آمده است.

نتایج بدست آمده به قرار زیر است:

- بانک ها و بازارهای سهام در کشورهای ثروتمندتر بزرگ تر، فعال تر و کارآمدترند.
- در کشورهای با درآمد بالاتر، بازارهای سهام نسبت به بانک ها فعال تر و کاراترند. هر چه ملت ها ثروتمندتر می شوند گرایش به سیستم مالی مبتنی بر بازار بیشتر می شود به این صورت که از سیستم مبتنی بر بانک به سیستم مبتنی بر بازار انتقال می یابند.
- کشورهایی با منشأ قانون عمومی، حمایت قوی از حقوق سهامداران و مقررات حسابداری مطلوب به سیستم مبتنی بر بازار گرایش بیشتری دارند.
- کشورهایی با منشأ قانونی مدنی، حمایت ضعیف از حقوق سهامداران و اعتبار دهندگان، اعمال ضعیف از قرارداد، سطوح بالای ارتشاء، استانداردهای ضعیف حسابداری، مقررات محدود کننده بانکی، و تورم بالا به سیستم های مالی توسعه نیافته تر (در هر دو سیستم بازار و بانک) گرایش دارند.

در کشورهای توسعه نیافته طبقه بندی سیستم مالی به معنی خوب عمل کردن یکی از سیستم های بازار یا بانک نیست، بلکه در کشورهای توسعه نیافته با سیستم مبتنی بر بانک ، بخش بانکی در مقایسه بین المللی به میزان ناکافی توسعه یافته است در حالی که بخش بازار سهام نسبت به استانداردهای بین المللی بسیار توسعه نیافته محسوب می شود. به همین ترتیب، در کشورهای توسعه نیافته با گرایش به سیستم مبتنی بر بازار ، بانک ها به شدت توسعه نیافته اند، در حالی که بازار ها در مقایسه بین المللی توسعه نیافته محسوب می - شوند. بر این اساس سیستم مالی کشورها به سه گروه مبتنی بر بازار ، مبتنی بر بانک و توسعه نیافته تقسیم می شوند.

۲-۳-۵- دولت

دولت با تعیین محیط قانونی و گاه با نفوذ مستقیم بر تصمیمات مدیریتی نقش کلیدی در حاکمیت شرکتی ایفا می کند. همان طور که در بالا ذکر شد ، اثر بخشی سیستم ورشکستگی و درجه ای که مدیران کنترل را از طریق فرآیند ورشکستگی حفظ می کنند، در تشخیص اینکه آیا تهدید ورشکستگی بر تصمیمات مدیریت تأثیر می گذارد ، کمک می کند. به همین ترتیب، توانایی نوشتن و اجرای قراردادهای ملزم کردن مدیریت به تهیه کردن اطلاعات جامع و درست قبل از تصمیم گیری سهامداران درباره موضوعات مهم، تقویت وظایف هیأت مدیره، تعیین قراردادهای تشویقی مدیریت، همگی اینها دامنه اعمال حاکمیت صاحبان سهام و اوراق قرضه را تعیین می کند. به علاوه، فشارهای سیاسی اقتصادی که قوانین، مکانیسم های تقویتی، و فرایندهای ورشکستگی را ایجاد می کند و توانایی مدیران توانمند بر تأثیر گذاری بر قوانین حاکمیت شرکتی را شکل خواهد داد.

لافونت و تیروول (۱۹۹۳) بیان می کنند که به جز تعیین قواعد بازی ، دولت می تواند مستقیماً بر حاکمیت شرکتی اثر گذارد. در نهایت، دولت مالک بنگاه است، پس مسئول نظارت بر تصمیمات مدیریت و محدود کردن

توانایی مدیران در بیشینه کردن منافع شخصی به هزینه جامعه است. در کمترین سطح، دولت‌ها شرکت‌ها را کنترل می‌کنند. خصوصاً فعالیت‌ها و توزیع دارایی‌های شرکت‌ها را سامان می‌دهند و ممکن است در صنایع قابل توجه دیون شرکت را تضمین کنند، حتی در کشورهایی که به طور سنتی منکر چنین حمایتی هستند. در تئوری، دولت‌ها به منظور بیشینه سازی مصالح جامعه، ایجاد ارتباط با قدرت‌های انحصاری، منع مدیران از اقدام به فعالیت‌های از نظر اجتماعی نامطلوب، قانون گذاری می‌کنند. گلیسر و شلیفر (۲۰۰۲) بحث می‌کنند که زمانی که سیستم قانونی به طور موثری مدیران را از اقدام به کارهای با هزینه اجتماعی منصرف نمی‌کند، دولت‌ها به جای تهدید به مجازات‌های قانونی به استفاده از قانون گذاری روی خواهند آورد.

مشکل استفاده از مالکیت دولتی و کنترل فعالیت‌های شرکت برای حل مسئله حاکمیت شرکتی آن است که این کار حق کنترل را در دست بروکرات‌های دولتی که عموماً انگیزه‌های یک مالک خصوصی را ندارند، قرار می‌دهد. در نتیجه نا محتمل است که ایشان مدیران را به بیشینه ساختن ارزش بنگاه ترغیب کنند. بلکه سیاست مداران اغلب با قراردادن دوستان خود در مقام قدرت شرکت، یا حمایت سیاسی از اتحادیه‌های با نفوذ برای کمک به سیاست مداران برای حفظ قدرت از شرکت‌های دولتی برای اهداف شخصی استفاده می‌کنند (SHLEIFER & VISHNY, 1995). در حقیقت، شواهد حاکی از آن است که شرکت‌های عمومی تولید کنندگان بی نهایت ناکارآمدی هستند و اغلب اهداف اجتماعی را نادیده می‌گیرند، به عنوان شاهد، یافته‌هایی که نشان می‌دهد شرکت‌های دولتی آلوده کنندگان بسیار بدتری نسبت به بنگاه‌های خصوصی هستند (GROSSMAN & KRUEGER, 1993).

۲-۳-۶- محیط حاکمیت شرکتی در ایران

دولت در اقتصاد ایران نقش فعالی ایفا می کند. برنامه رفرم اقتصادی در جهت توسعه اقتصاد رقابتی از طریق توزیع منابع با واسطه بازار و توسعه بخش خصوصی و تغییرات قانونی و نهادی ، به منظور افزایش پتانسیل های اقتصادی ، بهبود استانداردهای زندگی و کاهش بیکاری در حال اجرا است. سه قالب قانونی فعالیت اقتصادی در ایران بخش دولتی ، خصوصی و تعاونی است، که فعالیت های دولت حدود ۷۵ درصد از کل GNP را در بر می گیرد و بیشتر شرکت های بزرگ در تملک دولت هستند. اغلب شرکت های خصوصی به وسیله مالک شرکت اداره می شوند (RAHMANSERESHT,2004).

اکثر شرکت ها برای تأمین مالی به بانک ها وابسته اند و بخش مالی در کنترل دولت است. بر اساس تقسیم بندی بانک جهانی در سال ۱۹۹۹ ایران در گروه کشورهای با سیستم مالی مبتنی بر بانک قرار می گیرد. اما بیان می شود که قرار گرفتن ایران در این گروه بدان معنی نیست که سیستم بانکی ایران توسعه یافته است، بلکه منظور این است که بازار سهام بسیار کوچک و توسعه نیافته است، چرا که بانک ها در ایران نسبت به میانگین جهانی سهم کوچکی از GDP دارند.

تمرکز بالای مالکیت در ایران مانند اکثر کشورهای آسیایی وجود دارد.

حاکمیت شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از مجمع سهامداران، هیأت مدیره و مدیر عامل نشأت می گیرد (RAHMANSERESHT,2004). بر طبق ماده ۷۲ قانون تجارت در شرکت های غیر دولتی مجمع عمومی شرکت سهامی از اجتماع صاحبان سهام یعنی هر شخص حقیقی و حقوقی دارای سهام شرکت تشکیل می شود و با رای سهامداران هیأت رئیسه که متشکل از یک رئیس، یک منشی و دو ناظر است ، انتخاب می شود که اداره مجمع عمومی را بر عهده دارد. اعضای هیأت مدیره به تعداد حداقل پنج نفر از بین صاحبان سهام و بازرسان شرکت هر دو توسط مجمع عمومی انتخاب می شوند (ماده ۷۲، ۱۰۷ و ۱۰۸ قانون تجارت).

قدرت اصلی در سازمان در اختیار مجمع سهامداران است که مسئولیت انتخاب هیأت مدیره و برگزاری جلسات سالانه عمومی تصویب یا رد تصمیمات هیأت مدیره را دارد. هیأت مدیره در قبال شرکت و شخص ثالث برای نقض مفاد اساسنامه مسئولیت دارد. ایشان برای هر خطایی در مدیریت خود پاسخگو هستند. هیأت مدیره از مدیران و غیر مدیران تشکیل می شود. در سطح بعدی سلسله مراتب اختیار مدیر عامل قرار دارد که توسط هیأت مدیره انتخاب می شود و خود معاونان را انتخاب می کند. مراتب بعدی از مدیران و سرپرستان تشکیل می شود.

سهامداران عمده بانک ها ، بنیادها، شرکت های بیمه، صندوق های بازنشستگی ، و صندوق سرمایه گذاری را شامل می شوند.

سهامداران و وام دهندگان گروه هایی هستند که از افشای اطلاعات برای تصمیم گیری سود می برند. اما از آنجا که مدیران شرکت در انتخاب سیستم حسابداری شرکت اختیار کامل دارند، می توانند از این طریق محدودیت قراردادهای وام را به نفع خود کاهش دهند. در ضمن به جز اعتباردهندگان و ممیزین بیرونی، دیگر گروههای ذی نفعان نظیر اتحادیه های کارگری، سهامداران اقلیت دسترسی مناسبی به اطلاعات شرکت ندارند (RAHMANSERESHT,2004).

۲-۳-۷- حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ها

در چارچوب تئوری نمایندگی ، تعدادی از ویژگی های بنگاه به منظور سنجش کیفیت حاکمیت آزمون شده اند، اما در مجموع نتایج قطعی بیشتری حاصل نشده است. به عنوان مثال ، امروزه بنگاه هایی با حاکمیت بهتر می توانند سود آورتر باشند؛ سرمایه گذاران می توانند سودآوری بالاتری را در آینده توقع داشته باشند؛ آنها می توانند سرمایه گذاری های بهتری انجام دهند؛ یا درآمد مشابه (یا سود سهام) را بالاتر ارزش گذاری کنند. حاکمیت شرکتی کارآمد همچنین در برخی موارد استفاده از منابع درونی و بیرونی بنگاه را تضمین

میکند. با سیستم های کارای حاکمیت شرکتی ، وام و سرمایه سهام به سمت شرکت هایی خواهد رفت که قادر به سرمایه گذاری به روشی اثربخش تر برای تولید کالاها و خدمات شدیداً مورد تقاضا هستند.

۲-۳-۷-۱- حاکمیت شرکتی کارآمد، نیاز به تأمین مالی بیرونی و فرصت های

رشد

کیفیت حاکمیت می تواند با تأمین مالی بیرونی مرتبط باشد. لاپورتا و همکاران (۱۹۹۸) بحث می کنند که حمایت بیشتر سرمایه گذاران تمایل ایشان را به تأمین مالی افزایش می دهد و باید در هزینه کمتر و دسترسی بیشتر به منابع مالی بیرونی انعکاس یابد. این نشان می دهد که بنگاه هایی با بیشترین نیاز به تأمین مالی در آینده ، سودمند ترین کار را امروز در انطباق با مکانیسم های حاکمیت بهتر خواهند یافت. به علاوه بنگاه هایی با فرصت های خوب رشد به افزایش تأمین مالی بیرونی نیاز خواهند داشت تا توسعه یابند و بنابراین ممکن است بهبود مکانیسم های حاکمیت خود را مناسب ببینند و حمایت بهتر از سهامداران اقلیت احتمالاً هزینه سرمایه ایشان را کاهش می دهد. بنابراین اگر تأمین مالی بیرونی بیشتر به فرصت های سرمایه گذاری سود آور منجر شود، بنگاه هایی با تأمین مالی بیرونی بیشتر احتمالاً حاکمیت شرکتی بهتری دارند. دمیرگاک-کانت و ماکسیمویچ (۱۹۹۸)، مخالف آن را پیش بینی می کنند ایشان بحث می کنند که بنگاه های سود آور سرمایه های تولید شده درونی بیشتری دارند و بنابر این کمتر به تأمین مالی بیرونی تکیه می کنند.

۲-۳-۷-۲- حاکمیت شرکتی کارآمد و دارایی های ناملموس

بر طبق گفته هیملبرگ و همکاران (۱۹۹۹)، ترکیب دارایی های یک بنگاه بر شرایط قراردادهایش تأثیر خواهد گذاشت، چرا که کنترل دارایی های ثابت (مثل ماشین آلات و تجهیزات) آسان تر و دزدیدن آنها مشکل تر از سرمایه «نرم» (مثل دارایی های ناملموس، بودجه R & D، و دارایی های کوتاه مدت مثل موجودی انبار) است. بنابراین ، بنگاه هایی که با ترکیب بالاتری از دارایی های ناملموس فعالیت می کنند

ممکن است انطباق با مکانیسم های حاکمیت دقیق تر را برای نشان دادن به سرمایه گذاران که مایل به جلوگیری از سوء استفاده از این دارایی ها هستند ، مناسب بیابند.

از دیدگاه تئوری نمایندگی ، میزان سرمایه گذاری بنگاه بر R&D تصمیمی است که تابع تضادهای بالقوه مدیر-سهامدار است (LEE & O'NEILL, 2003).

۲-۳-۷-۳- حاکمیت شرکتی کارآمد و فرصت های سرمایه گذاری

بعضی از مقالات مطرح می کنند که بنگاه های با حاکمیت بهتر می توانند فقدان آینده نگری را جبران کنند و به مدیران اجازه دهند تا به منظور افزایش R&D و دیگر مخارج سرمایه تصمیماتی بلند مدت اتخاذ کنند (امین، ۱۹۸۸، ۱۹۸۹). بر اساس این دیدگاه حاکمیت خوب مخارج سرمایه را افزایش خواهد داد، و این افزایش می تواند اثری مثبت بر ارزش بنگاه داشته باشد. از طرف دیگر، ادبیات طولانی گذشته از آن جمله بامول (۱۹۵۹)، ماریس (۱۹۶۴) و ویلیامسون (۱۹۶۴) هستند، مطرح می کنند که انگیزش مدیران برای قبول پروژه-های غیر اثر بخش به منظور بدست آوردن منافع شخصی است. این مشکلات خصوصاً زمانی شدید می شوند که مدیران سنگر بندی می کنند (جنسن و رابن، ۱۹۸۳؛ هلیپر و ویجی، ۱۹۸۹). بر این اساس ، فرصت های سرمایه-گذاری به دنبال استحکام کیفیت (قابلیت) حاکمیت افزایش می یابد. در نتیجه بنگاه هایی با فرصت های سرمایه گذاری سود آور ، حاکمیت شرکتی بهتری خواهند داشت.

۲-۳-۷-۴- حاکمیت شرکتی کارآمد و اندازه شرکت

اثر اندازه بنگاه بر حاکمیت نامشخص (مبهم) است، از آنجا که بنگاه های بزرگ تر ممکن است مشکلات نمایندگی بزرگ تری داشته باشند (زیرا کنترل آنها مشکل تر است یا به علت «گردش نقدی آزاد» مورد بحث جنسن (۱۹۸۶)) و بنابر این نیاز به جبران آن با مکانیسم های حاکمیت دقیق تری دارد. در مقابل، بنگاه های کوچک ممکن است فرصت های رشد بهتری داشته باشند و همان طور که در بالا اشاره شد، نیاز بیشتری به تأمین منابع بیرونی و مکانیسم های حاکمیت بهتر دارند.

۲-۳-۷-۵- حاکمیت شرکتی کارآمد و عملکرد بنگاه

در تئوری، حاکمیت شرکتی خوب باید با ارزش بالای شرکت رابطه داشته باشد. تعدادی مطالعات تجربی نشان دادند که سرمایه گذاران خواهان پرداخت حق بیمه (اضافه پرداخت) با میانگین ۱۰-۱۲ درصد برای حاکمیت شرکتی خوب هستند. همبستگی حاکمیت با عملکرد می تواند از چندین راه مختلف توضیح داده شود. حاکمیت ناکارآمد به طور مستقیم موجب هزینه های نمایندگی اضافه می شود. اگر بازار این هزینه های اضافی را برآورد کند، درآمد سهام کاهش خواهد یافت. توضیح دیگر آن است که حاکمیت خوب علامت یا نشانه هزینه نمایندگی پایین تر است.

هر کدام از این توضیحات کاربرد های اقتصادی مختلفی برای مشکلات نمایندگی دارند.

۲-۳-۸- نسبت $\frac{P}{E}$ و عوامل مؤثر بر آن

نسبت $\frac{P}{E}$ که به نام های ضریب عایدی نیز خوانده می شود به عنوان یک شاخص متداول و جهانی در ارزشیابی سهام به کار گرفته می شود. محاسبه آن ساده و به راحتی در دسترس است. نسبت $\frac{P}{E}$ از تقسیم قیمت به عایدی هر سهم به دست می آید. این نسبت یکی از ابزارهای رایج برای تحلیل وضعیت شرکت ها، صنایع و بازار و همچنین پیش بینی قیمت سهام یا بالا و پایین ارزش بودن قیمت سهام است.

البته این نسبت به اشکال مختلف محاسبه می گردد از جمله:

۱. نسبت $\frac{P}{E}$ بر مبنای قیمت در پایان سال مالی و عایدی تحقق یافته در آن سال مالی
۲. نسبت $\frac{P}{E}$ بر مبنای قیمت جاری و آخرین عایدی تحقق یافته
۳. نسبت $\frac{P}{E}$ بر مبنای متوسط قیمت و عایدی در سال های اخیر
۴. نسبت $\frac{P}{E}$ بر مبنای قیمت پایان سال مالی و عایدی پیش بینی شده هر سهم در سال آتی

از آنجا که مقایسه قیمت (P) و در آمد هر سهم (EPS) شرکت ها به تنهایی معنادار نیست بنابراین $\frac{P}{E}$ این امکان را به وجود می آورد که ما بتوانیم یک مقیاس مشترک برای سنجش و ارزیابی عملکرد شرکت ها داشته باشیم. البته این مقیاس باید در چارچوب عوامل مؤثر بر $\frac{P}{E}$ و نیز عوامل کلان اقتصادی انجام گیرد (مظاهری، ۱۳۸۴).

ضریب قیمت به سود هر سهم P/E یکی از روش های اصلی ارزشیابی شرکت و نیز ارزشیابی سهام عادی است که اغلب مورد استفاده تجزیه و تحلیلگران مالی قرار می گیرد. اگر چه امروزه مدل های تنزیل سود تقسیمی در مباحث ارزشیابی بیشتر مورد توجه سرمایه گذاران و نشریات سرمایه گذاری است؛ ولی روش P/E بیشتر مورد استفاده تجزیه و تحلیل گران مالی است. این نکته حائز اهمیت است که هر روش ارزشیابی هر چقدر هم از صحت بالایی برخوردار باشد، مستلزم برآورد عدم اطمینان آینده است.

۲-۳-۸-۱- عوامل تعیین کننده در ضریب قیمت به سود هر سهم

برای شناخت عواملی که در برآورد ضریب $\frac{P}{E}$ تأثیر می گذارند، این نسبت را می توان از مدل تنزیل سود تقسیمی که اساس ارزشیابی سهام عادی است، استخراج کرد. این فرآیند فقط از طریق مدل رشد ثابت صورت می گیرد. این عوامل که در فرمول محاسبه ارزش ذاتی سهام منعکس است به شرح ذیل است:

$$P_o = \frac{D_o (1 + g)}{K - g} = \frac{D_1}{K - g}$$

P_o : ارزش ذاتی سهام (ارزش فعلی سهام در سال پایه)

D_o : سود تقسیمی فعلی که با نرخ ثابت g رشد میکند.

g : نرخ رشد سود سهمی هر سهم

K : نرخ بازده مورد انتظار سهامدار یا نرخ کنترل

از طریق تقسیم طرفین معادله به سود مورد انتظار (E) معادله زیر به دست می آید:

$$\frac{P_o}{E} = \frac{\frac{D_1}{E}}{K - g}$$

بنابراین مهمترین عوامل تأثیر گذار در برآورد ضریب قیمت به درآمد شامل موارد ذیل است که به شرح هر یک می پردازیم. سرمایه گذاران در تعیین این نسبت باید بر مبنای این فاکتورها و تغییرات احتمالی آنها عمل کنند.

۱. نوسانات سود هر سهم (D) : با تغییرات سود هر سهم در سال های مختلف به نوعی ریسک سرمایه گذاری در شرکت افزایش می یابد و نوسان های پر دامنه بر $\frac{P}{E}$ اثر کاهنده دارد به ویژه اینکه موجب افزایش نرخ بازده مورد انتظار می گردد.
۲. عایدی هر سهم (E) : که هرچه هموارتر و با ثبات تر باشد بیشتر مورد پسند سرمایه گذاران است و سرمایه گذاران در قبال این سهم حاضرند مبلغ بیشتری نسبت به شرکت های مشابه بپردازند.
۳. درصد سود پرداختی $\frac{D}{E}$: سود تقسیمی پرداخت شده توسط شرکت ها نشان دهنده اعمال تنظیم شده شرکت ها (مانند سطح سود قبلی) و نیز انتظارات آینده (مانند سود مورد انتظار آینده) است. چنانچه نرخ پرداختی سود تقسیمی مورد انتظار بالاتر باشد، با شرط یکسان بودن سایر عوامل، نسبت $\frac{P}{E}$ بالاتر است. اگر نرخ پرداختی افزایش یابد، نرخ رشد سود و سود تقسیمی مورد انتظار احتمالاً کاهش خواهد یافت. بنابراین اثر معکوس بر نسبت $\frac{P}{E}$ خواهد داشت. این کاهش به دلیل اینکه سرمایه های کمتری برای سرمایه گذاری مجدد در کسب و کار در دسترس خواهد بود، رخ می دهد، بنابراین موجب کاهش نرخ رشد مورد انتظار می گردد.
۴. نرخ بازده مورد انتظار: نرخ بازده مورد انتظار، طبق معادله ذیل تابعی از نرخ بازده بدون ریسک و صرف ریسک است.

$$K = RF + RP$$

RF : نرخ بازده بدون ریسک

RP : صرف ریسک

نرخ بازده بدون ریسک همان نرخ اسناد خزانه (نرخ بهره بدون ریسک) است. صرف ریسک، پاداش اضافی است که سرمایه گذاران ریسک گریز قبل از خرید یک دارایی ریسکی مانند سهام عادی تقاضا می کنند. صرف ریسک سهام عبارت است از تفاوت میان بازده سهام عادی و بازده اوراق بهادار بدون ریسک (مانند اوراق خزانه) ، به عبارتی صرف ریسک، متوسط پاداش سالانه سرمایه گذاران در ازای قبول ریسک اضافی سهام عادی است. رابطه بین نرخ بازده مورد انتظار و ضریب قیمت بر درآمد یک رابطه معکوس می باشد، چنانچه K افزایش یابد نسبت $\frac{P}{E}$ کاهش می یابد. به طور کلی نرخ های تنزیل و نسبت $\frac{P}{E}$ عکس یکدیگر حرکت می کنند و نرخ بازده مورد انتظار نیز یک نرخ تنزیل است.

۵. نرخ رشد مورد انتظار : دیگر متغیر تأثیر گذار بر نسبت ضریب قیمت به درآمد، نرخ رشد مورد انتظار سود تقسیمی (G) است. بین نرخ رشد مورد انتظار و ضریب قیمت به درآمد، یک رابطه مستقیم وجود دارد، با فرض یکسان بودن سایر عوامل هر چه g بالاتر باشد، نسبت $\frac{P}{E}$ نیز بالاتر می باشد. ممکن است این انتظار وجود داشته باشد که سرمایه گذاران برای شرکتی با رشد سود مورد انتظار سریع، نسبت به شرکتی با رشد کندتر ، مایل به پرداخت بیشتری باشند، ولی تا چه حد حاضر به پذیرش این ریسک هستند. در پاسخ به این سؤال باید به دو نکته مهم توجه داشت.

۱) میزان اعتماد سرمایه گذار به رشد مورد انتظار: جلب اعتماد سرمایه گذار به عملکرد قبلی شرکت، توانایی های مدیریت و نیز به میزان توان رقابتی شرکت وابسته است. شرکتی که سریعاً خود را با چالش های محیطی و رقابتی هماهنگ می کند دارای قابلیت بیشتری در تحقق رشد مورد انتظار شرکت خواهد داشت.

۲) توجه به دلایل رشد سود: رشد سود می تواند ناشی از عوامل مختلفی نظیر تقاضای زیاد، کاهش هزینه ها، سیاست های تأمین مالی، شرایط اقتصادی رکود و تورم و ... باشد. شناخت این عوامل مستلزم شناخت اثر متقابل بین محیط و شرکت است که تأثیر گذار بر تصمیمات آتی شرکت هستند.

قیمت های سهام منعکس کننده انتظارات بازار از سود شرکت است. شرکت هایی که بازار از آنها انتظار نرخ رشد سود بالاتری را دارد در مقایسه با شرکت هایی که انتظار می رود رشد سود پایین تری داشته باشند دارای قیمت های بالاتری خواهند بود. لذا عامل اولیه ای که موجب متفاوت بودن نسبت $\frac{P}{E}$ در شرکت های مختلف است، انتظارات سرمایه گذار از رشد سود آینده است. بنابراین تفاوت ها در نرخ رشد سود بر ضریب $\frac{P}{E}$ تأثیر گذار خواهد بود (بهرانی، ۱۳۸۲).

۶. اهرم مالی نیز به جهت افزایش نسبت بدهی، ریسک مالی شرکت را افزایش می دهد و متناسب با افزایش حجم بدهی ها و ریسک مالی، نرخ بازده مورد انتظار افزایش می یابد و اثر کاهنده بر $\frac{P}{E}$ دارد.

۷. نرخ بهره و تورم: $\frac{P}{E}$ با نرخ بهره و تورم رابطه منفی دارد، با توجه به این که نرخ بهره بازده مورد انتظار حاصل جمع نرخ بهره بدون ریسک و صرف ریسک است هر چه نرخ بهره بدون ریسک بیشتر باشد نرخ بازده مورد انتظار بیشتر است و $\frac{P}{E}$ در سطح پایین تری قرار می گیرد (مظفری، ۱۳۸۴).

صرف ریسک + نرخ بهره بدون ریسک = نرخ بازده مورد انتظار

۲-۳-۸-۲- بازده دارایی ها

نرخ بازده دارایی ها میزان واقعی سود دهی شرکت را نشان می دهد که منعکس کننده این است که دارایی های شرکت با چه کارایی و اثر بخشی مورد استفاده قرار می گیرند. واضح است که هر چه درآمد خالص برای مقدار مشخص از دارایی ها بیشتر باشد؛ بازده بالاتر است (مدیری، ۱۳۸۷). در تحلیل بازده

داراییهای یک شرکت چندین متغیر لحاظ می گردد که شامل متغیرهای کارایی عملیاتی، گردش دارایی ها، نرخ درآمد قابل دستیابی بعد از بهره و نرخ درآمد قابل دستیابی بعد از مالیات است.

- کارایی عملیاتی: نسبت سود عملیاتی به فروش (حاشیه سود قبل از بهره و مالیات) بیانگر کارایی عملیاتی شرکت است. هر چه سود عملیاتی هر دلار از فروش بزرگتر باشد؛ کارایی عملیاتی نیز بهتر است.

$$\text{سود عملیاتی} = \frac{\text{حاشیه سود قبل از بهره و مالیات}}{\text{فروش}}$$

- گردش داراییها: این نسبت بیان می کند که با داشتن مقدار مشخصی دارایی کل، چه مقدار فروش حاصل می گردد. شرکت ممکن است دارایی هایی داشته باشد که بهره ور نیستند و بنابراین اثری معکوس بر کارایی شرکت دارند. هر چه میزان فروش هر دلار از دارایی ها بیشتر باشد برای شرکت بهتر است.

$$\text{گردش داراییها} = \frac{\text{فروش}}{\text{کل داراییها}}$$

- نرخ درآمد قابل دستیابی بعد از بهره: این نسبت نشان می دهد که چه میزان از درآمد قبل از بهره و مالیات، پس از پرداخت بهره متعلق به شرکت خواهد بود. این نرخ از طریق رابطه ذیل به دست می آید:

$$\text{نرخ درآمد قابل دستیابی بعد از بهره} = 1 - \frac{\text{هزینه بهره}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{سود قبل از مالیات}}{\text{EBIT}}$$

- نرخ درآمد قابل دستیابی بعد از مالیات: آخرین متغیری که به عنوان بخشی از تحلیل بازده دارایی های یک شرکت باید مورد ملاحظه قرار بگیرد ، میزان درآمد در دسترس بعد از مالیات هاست. به عبارتی این نسبت نشان می دهد که چه میزان از درآمد قبل از مالیات، متعلق به شرکت خواهد بود. این نرخ از طریق رابطه ذیل به دست می آید:

$$\text{نرخ مالیات} = 1 - \text{نرخ درآمد قابل دستیابی بعد از مالیات}$$

بنابراین نرخ بازده داراییها با استفاده از متغیرهایی که اثر مهمی بر بازده دارایی ها دارند به طریق زیر محاسبه می گردد (مصراهی، ۱۳۸۲).

ROA =

$$\text{نرخ درآمد قابل دستیابی بعد از مالیات} \times \left[\text{نرخ درآمد قابل دستیابی بعد از بهره} \times \frac{\text{فروش}}{\text{کل داراییها}} \times \frac{\text{سود عملیاتی قبل بهره و مالیات}}{\text{فروش}} \right]$$

۲-۳-۸-۳- نرخ بازده حقوق صاحبان سهام

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) متشکل از دو متغیر مهم است. این متغیرها معمولاً به وسیله تجزیه و تحلیل سیستم دوپانت مورد تحلیل قرار می گیرند. ایده سیستم دوپانت، تجزیه بازده حقوق صاحبان سهام به اجزای مهم آن به منظور شناخت اثرات مختلف آنها بر ROE و نیز کمک به تحلیل گران در پیش بینی روند آینده ROE می باشد و مهمترین اجزا بازده حقوق صاحبان سهام، طبق رابطه ذیل، بازده دارایی ها و اهرم مالی است.

$$ROE = \frac{ROA}{\text{نسبت مالکانه}}$$

نسبت مالکانه (حقوق صاحبان سهام به کل داراییها): عبارت است از حاصل تقسیم حقوق صاحبان سهام به کل داراییها. چگونگی تأمین مالی دارایی های شرکت را اندازه گیری می کند و به عنوان معیاری از ریسک مالی است که از هزینه های ثابت مالی ناشی می شود. اساساً شرکت ها از طریق بدهی یا حقوق صاحبان سهام تأمین مالی می شوند. این نسبت نشان میدهد که بطور کلی چه مقدار از داراییها به صاحبان سهام تعلق دارد. (مدرس، ۱۳۷۸). هرچند که بدهی منبع ارزان تری برای تأمین مالی است، ولی به دلیل پرداخت های بهره ای که برای اجتناب از ورشکستگی باید در موعد مقرر به طور مرتب بازپرداخت شوند، روشی پر ریسک تر است. در صورتی که اهرم مالی مساعد باشد، می تواند نرخ بازده سهامداران را بزرگتر کرده و در صورتی که نامساعد باشد، نرخ بازده سهامداران را کاهش می دهد. بنابراین با استفاده عاقلانه از تأمین مالی از طریق بدهی، بازده داراییها افزایش می یابد و نهایتاً باعث افزایش بازده حقوق صاحبان سهام می گردد. برعکس استفاده نادرست از بدهی، باعث کاهش ROA و نیز ROE خواهد شد.

$$\text{حقوق صاحبان سهام} \\ \text{نسبت مالکانه} = \frac{\text{کل دارایی}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$$

بنابراین بازده حقوق صاحبان سهام با توجه به متغیرهای تعیین کننده و تأثیر گذار بر این نسبت از طریق رابطه ذیل به دست می آید (تهرانی، ۱۳۸۲).

نسبت مالکانه ÷ نرخ در آمد قابل دستیابی بعد از مالیات × نرخ در آمد قابل دستیابی بعد از بهره × گردش داراییها × کارایی عملیاتی = ROE

یا

$$ROE = \frac{EBIT}{\text{فروش}} \times \frac{\text{فروش}}{\text{کل داراییها}} \times \frac{\text{سود قبل از مالیات}}{EBIT} \times \frac{\text{سود خالص}}{\text{سود قبل از مالیات}} \times \frac{\text{کل داراییها}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$$

۲-۳-۸-۴- حاشیه سود خالص (ROS)

نسبت سود خالص به فروش خالص را حاشیه سود خالص یا بازده فروش می نامند. این نسبت نشان دهنده سودآوری حاصل از درآمد و یکی از شاخصهای مهم عملکرد شرکت است. همچنین این نسبت معرف بازدهی و کارایی تولید و ساختار قیمت تمام شده و هزینه های شرکت است.

در مورد حاشیه سود باید به دو عامل مهم توجه شود. این دو عامل تغییر شرایط بازار یا افزایش شدت رقابت و رشد هزینه ها هستند .

همچنین اگر حاشیه سود شرکتی تفاوت بسیار زیادی با حاشیه سود دیگر شرکتهای فعال در همان صنعت داشته باشد، باید در پی علت آن بود. اگر شرکتی حاشیه سود واقعاً پایینی داشته باشد، می توان پیش بینی کرد در صورت تغییر شرایط بازار، وضعیت شرکت یاد شده به شدت وخیم شود. از سوی دیگر حاشیه سود بسیار بالا نسبت به دیگر شرکتهای همان صنعت ممکن است به این معنا باشد که شرکت مورد نظر از مزیتهایی برخوردار است و امنیت بیشتری در مواجهه با موقعیتهای سخت دارند ولی باید توجه داشت که ممکن است در بلندمدت نتواند آنها را حفظ کند.

۲-۳-۹- شرکت های تولیدی و بازرگانی

الف) دلیل مقایسه رابطه تمرکز در مالکیت و عملکرد بین شرکت های تولیدی و بازرگانی:

از آنجا که ارزیابی عملکرد شرکتها توسط نسبت های مالی و اطلاعات حسابداری انجام گرفته است و بین صورت های مالی شرکت ها تولیدی و بازرگانی تفاوت زیادی در ساختار بهای تمام شده کالای آماده برای فروش وجود دارد این همبستگی در این شرکت ها به طور مجزا نیز مقایسه شد.

ب) شرکت های تولیدی

تولید؛ استفاده از ماشین آلات ، ابزار و نیروی کار برای تولید کالا به قصد استفاده و یا فروش است. این اصطلاح ممکن است اشاره به طیف وسیعی از فعالیت های انسانی ، از صنایع دستی تا تکنولوژی های بالا را در بر گیرد ، اما اغلب در مورد تولید صنعتی به کار می رود، که در آن مواد خام در مقیاس بزرگ به کالای آماده برای فروش تبدیل می شود. ممکن است چنین کالاهایی را برای تولید محصولات دیگر و پیچیده تر ، مانند هواپیما ، لوازم خانگی یا اتومبیل استفاده کنند ، یا به عمده فروشان فروخته شود ، که به نوبه خود آنها را برای فروش به خرده فروشان توزیع کنند، و در نهایت با فروش آنها به " مصرف کنندگان" نهایی این چرخه کامل می گردد.

بهای تمام شده در شرکتهای تولیدی: هزینه های تولیدی متشکل است از مجموع هزینه های تمام منابع مصرف شده در روند ساخت یک محصول. هزینه تولید به سه دسته طبقه بندی می شود: هزینه مواد مستقیم، هزینه نیروی کار مستقیم و سربار تولید.

مواد مستقیم، مواد خامی است که به بخشی از محصول نهایی تبدیل می شود. تولید، ارزش مواد خام را با استفاده از زنجیره ای از عملیات می افزاید و آن را به یک محصول قابل تحویل تبدیل می نماید. بسیاری از عملیات وجود دارند که می تواند بر روی مواد خام به کار برده شود، از قبیل جوش ، برش و نقاشی. البته این بسیار مهم است که بین مواد مستقیم و مواد غیر مستقیم تمایز قایل شویم.

کار مستقیم: هزینه نیروی کار مستقیم هزینه کارگرانی است که می تواند به راحتی با واحد تولید مشخص ارتباط داده شود. مانند هزینه های کار مستقیم کارگران مونتاژ در خط تولید .

سربار ساخت: هر هزینه تولیدی است که نه هزینه مواد مستقیم است و نه هزینه نیروی کار مستقیم . سربار ساخت شامل همه هزینه هایی است که برای پشتیبانی از تولید تحمیل شده است.

انواع هزینه های سربار عبارتست از:

۱. هزینه نیروی کار غیر مستقیم: هزینه نیروی کار غیر مستقیم هزینه در ارتباط با سایر کارگران ، مانند سرپرستان، که در تولید به طور مستقیم درگیر نیستند.

۲. هزینه مواد غیر مستقیم: هزینه های مرتبط با مواد غیر مستقیم مصرفی ، مانند گریس ، چربی و آب ، که به عنوان مواد اولیه لحاظ نمی شود.

۳. سایر هزینه های غیر مستقیم تولید: سایر هزینه های تولید غیر مستقیم شامل استهلاک ماشین ، اجاره ، بیمه اموال ، برق و یا هر هزینه است که مستلزم ادامه فعالیت کارخانه است.

ج) شرکت های بازرگانی:

شرکت های بازرگانی کسب و کارهایی هستند که با انواع مختلف محصولات که برای مصرف کنندگان نهایی فروخته می شود سر و کار دارند. عمده فعالیت شرکت های بازرگانی خرید یک طیف تخصصی محصولات و یا سهام برای فروش آتی یا تحویل محصولات به مشتریان است.

عمده ترین شرکت های بازرگانی عبارتند از وارد کنندگان و عمده فروشان که کالای خریداری شده خود را برای عرضه به مصرف کنندگان نهایی به فروشگاه ها تحویل می دهند. معمولاً این شرکت ها در یک طیف وسیع جغرافیایی فعالیت می کنند. نوع دیگر این شرکت های سرمایه گذاری ها هستند که به قصد انتفاع از تغییر قیمت سهام در طول زمان اقدام به خرید و فروش آنها می نمایند.

۲-۴- پیشینه تحقیق:

ارتباط بین مالکیت و عملکرد موضوع مهم و جاری بحث در ادبیات راهبری شرکتی است. در زمینه ساختار مالکیت تحقیقات مختلفی صورت گرفته و رابطه این متغیر با موضوعات دیگر از جمله عملکرد بررسی شده است، در این بخش، بر روی تحقیقات تجربی مرتبط با اثر ساختار مالکیت بر عملکرد و به خصوص مالکیت به وسیله سهامداران عمده تأکید می شود.

این تفکر و نگاه سنتی که توزیع مالکیت سهام شرکت اثری بر ارزش شرکت ندارد توسط مطالعات جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) به چالش کشیده شد. این مطالعات پیش بینی کردند که ارزش شرکت تابعی از چگونگی تخصیص سهام بین افراد درونی (نظیر مدیران) و بیرونی (نظیر سرمایه گذاران نهادی) شرکت است.

شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) بیان کردند که وجود سرمایه گذاران نهادی بزرگ به دلیل افزایش نظارت موثر، اثر مثبت بر ارزش شرکت خواهد داشت.

کلاسنس، دجانکو و پل تحقیقی را بر روی ۷۰۶ شرکت در جمهوری چک در دوره زمانی ۱۹۹۲-۱۹۹۵ انجام دادند، اطلاعات مورد نیاز شرکت ها از پایگاه شامل اطلاعات مالکیت و مالی ۱۱۹۱ شرکت لیست شده در بازار بورس اوراق بهادار می باشد که از طریق درخواستی که به شرکت ها فرستاده می شد از ابتدای سال مطالعه (۱۹۹۲) جمع آوری شد.

متغیرهای مالی مورد استفاده در تحقیق آنها استانداردهای بین المللی حسابداری در نظر گرفته شد. آنها سرمایه گذاران را در ۶ طبقه دولت، اشخاص، بانک، سرمایه گذاری غیر بانکی، سرمایه گذاران داخلی مستقیم و سرمایه گذاران خارجی مستقیم تقسیم بندی نمودند. تجزیه و تحلیل نسبتهای ارزش بازار و سودآوری شرکت ها دلایل و شواهد محکمی فراهم نمود که مالکیت های متمرکز (اشخاص و سرمایه گذاران) از ارزش بازار و سودآوری بیشتری برخوردار هستند، در نتیجه بهبود مدیریت شرکت ها به دلیل نوع مالکیت متمرکز آنها می باشد. همچنین در اختیار داشتن قسمت عمده ای از مالکیت توسط وجوه سرمایه گذاری

ضمانت شده بانک و سرمایه گذاران استراتژیک بنظر می رسد که در بهبود عملکرد شرکت و تجدید ساختار آنها با اهمیت باشد. آنها شواهدی مینی بر کاهش ارزش بازار و سودآوری برای شرکت هایی که عمده مالکیتشان در اختیار وجوه ضمانت شده بانکهای اصلی است نیافتند، بلکه برعکس مشاهده کردند وقتی که بانکها قسمتی از سهام شرکت را بطور غیر مستقیم در اختیار دارند ، نقش مثبتی را در شرکت بازی می کنند.

۲-۴-۱- اهمیت پژوهش های خارجی

چارل و بولسن (۱۹۸۷) در تحقیق خود سهامداران را به دو گروه عمده سهامداران داخلی (مدیران و اعضای هیأت مدیره) و سرمایه گذاران نهادی و شرکت های سرمایه گذاری سهامدار تقسیم کرده اند و سپس، با استفاده از نرخ بازده غیر عادی سهام عادی و انتخاب ۵۵۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک ، رابطه بین انواع مالکیت و عملکرد شرکت ها را مورد بررسی قرار داده اند. آنها برای این بررسی از روش آماری حداقل مجزورات نرمال (OLS) استفاده کرده اند. نتیجه تحقیق آنها نشان داد که بین درصد سهام مدیران و همچنین درصد سهام سرمایه گذاران نهادی و شرکت های سرمایه گذاری سهامدار و عملکرد شرکت ها رابطه معنادار موثری وجود دارد.

مورک و همکاران (۱۹۸۸) با استفاده از اطلاعات ۳۷۱ شرکتی که در لیست فورچون قرار داشتند و با استفاده از روش Q توبین رابطه بین مالکیت سهام مدیران و عملکرد شرکت ها را مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق ابتدا شرکت ها به سه گروه تقسیم شدند و این تقسیم بندی بر مبنای درصد سهام مدیران انجام گرفته است (۵٪ - ، ۲۵٪ - ۵٪ و بیشتر از ۲۵٪) . سپس از چندین متغیر (نسبتهای تحقیق و توسعه و هزینه های تبلیغات، اهرم، اندازه، نرخ رشد نیروی کار و متغیرهای مصنوعی (صفر یا یک) صنعت) به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شد و همچنین مدیران سهامدار را به دو گروه سهامداران داخلی و اعضای هیأت مدیره غیر موظف تقسیم نمودند. در نهایت ، نتیجه این تحقیق نشان می دهد که اگر مالکیت مدیران سهامدار کمتر از

۲۵ درصد باشد رابطه معناداری بین مالکیت و عملکرد وجود ندارد، و وقتی که درصد سهام مدیران بیش از ۲۵ درصد باشد، رابطه ضعیفی بین این دو متغیر وجود دارد.

هرمالین و ایزیک (۱۹۸۸) اثر مالکیت مدیریتی و ترکیب هیأت مدیره را بر عملکرد بررسی کرده اند. سنجه عملکرد Q توبین در نظر گرفته شد. مالکیت مدیریتی توسط بخش سهام نگه داشته توسط مدیران ارشد اجرایی حاضر و همه مدیران ارشد قبلی که هنوز در هیأت مدیره هستند و ترکیب اعضای هیأت مدیره توسط نسبتی از مدیران که از خارج شرکت می باشند اندازه گیری می شود. آنها در این تحقیق با مالکیت و ترکیب اعضا هیأت مدیره به عنوان متغیرهای درونی رفتار کردند. کار تجزیه و تحلیل با استفاده از پنل دیتا برای ۵ سال انجام شد. نتایج هیچ ارتباطی بین ترکیب اعضای هیأت مدیره و عملکرد نشان نداد. اما ارتباطی غیر یکنواخت و مهم بین مالکیت سهامداران داخلی و عملکرد مشاهده کردند. به طوریکه در سطح ۰ تا ۱٪ ارتباطی مثبت، در سطح ۱٪ تا ۵٪ ارتباطی در حال کاهش، در سطح ۵٪ تا ۲۰٪ ارتباطی در حال افزایش و در سطح بالای ۲۰٪ ارتباطی در حال کاهش مشاهده شد.

مک کانل و سرویز (۱۹۹۰) ارتباط بین عملکرد (نسبت Q توبین) و مالکیت سهامداران داخلی و سهامداران عمده را با استفاده از اطلاعات بیش از ۱۰۰۰ شرکت لیست شده کمپوستیت در دو مقطع زمانی (مقطع اول برای ۱۹۷۶ و مقطع دوم برای ۱۹۸۶) بررسی کردند. در این تحقیق Q با متغیرهای مختلف ترکیب مالکیت سهامداران داخلی و سهامداران عمده خارج از شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. نتیجه تحقیق آنها همچنین نشان می دهد تا وقتی که مالکیت سهامداران داخلی به ۴۰٪ تا ۵۰٪ می رسد، عملکرد روند صعودی دارد و سپس به آرامی روند نزولی پیدا می کند. آنها از نسبت سود حسابداری به عنوان مقیاس دیگر عملکرد استفاده کردند و تلاش کردند که یافته های مورک و همکاران را به بوته آزمایش بگذارند. لذا ارتباطی مثبت و مهم برای عملکرد و مالکیت سهامداران داخلی در سطح ۰ تا ۵٪ مشاهده کردند اما نتوانستند نتایج مورک و همکاران را برای مالکیت سهامداران داخلی بیش از ۵٪ اثبات کنند.

جنسن (۱۹۹۳) بیان می کند که تملک سهام بیشتر توسط مدیران و هیأت مدیره سبب بهبود ارزش شرکت می شود.

چو و وانگ در مطالعه ای در سال ۱۹۹۷ به بررسی این مسئله پرداختند که ساختار مالکیت چه تأثیری بر عملکرد شرکت های چینی دارد؟ در این تحقیق، دو مفهوم تمرکز مالکیت و ترکیب مالکیت به کار رفته، برای اندازه گیری عملکرد شرکت نیز از سه نسبت ارزش بازار به دفتری، بازده حقوق صاحبان سرمایه و بازده داراییها استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان داد که ساختار مالکیت و هم تمرکز و هم ترکیب با عملکرد رابطه دارد، اولاً رابطه مثبتی میان عملکرد و تمرکز مالکیت وجود دارد، ثانیاً اثر تمرکز مالکیت در شرکت های تحت تسلط موسسات بیشتر از شرکتهای تحت تسلط دولت می باشد. از دیگر نتایج این تحقیق می توان به این اشاره کرد که اشخاص سهامدار کوچک در چین بر مدیریت نظارت خوبی ندارند ولی موسسات بزرگ نقش مثبتی در راهبری شرکت دارند.

توبینز کیو اپریل در سال ۱۹۹۸ اثر نوع مالکیت بر عملکرد تولید شرکت های صنعتی روسی را بررسی کرد و اثر مثبت مالکیت خصوصی نسبت به مالکیت دولتی بر تولید را مشاهده کرد، بیشتر این تغییرات به جهت اثرات مثبت مدیریتی و مالکیت کارکنان می باشد.

ماگ (۱۹۹۸) به این نتیجه رسید که استفاده سرمایه گذاران نهادی از تواناییهایشان برای نظارت بر مدیریت و عملکرد شرکت، تابعی از میزان سرمایه گذاری آنها است. هر چه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می شود. و این یک ارتباط مستقیم است.

چو و وانگ (۱۹۹۹) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های سهامی پذیرفته شده در بورس چین را بررسی کردند. شرکت های سهامی چین سه گروه مختلف از سهامداران را در بر می گیرد که شامل دولت، اشخاص قانونی (نهادهای مالی) و سهامداران انفرادی می باشند. هر گروه تقریباً مالک ۳۰٪ سهام است. نتایج مطالعه نشان می دهد که مالکیت سهام چه پراکنده و چه متمرکز، تأثیر مهمی بر عملکرد شرکت دارد.

سودآوری شرکت با بخشی از سهام که توسط اشخاص قانونی (نهادهای مالی) تملک شده ارتباطی مثبت دارد. آنها دریافتند که سرمایه گذاران نهادی انگیزه برای نظارت و کنترل رفتار مدیریت را دارند و نقش مهمی در راهبری شرکتی ایفا می کنند.

نتیجه دیگر این است که تأثیر سهامداران انفرادی ببر سودآوری شرکت منفی و بدون معناست. سهامداران انفرادی انگیزه و توانایی نظارت و تحت تأثیر قرار دادن مدیریت را ندارند لذا برای کنترل مدیریت، سطح مشخصی از تمرکز مالکیت لازم است. همچنین نتایج نشان داد که با افزایش سهام دولتی، بهره وری نیروی کار کاهش می یابد.

کلاسنس و جانکو (۱۹۹۹) رابطه میان تمرکز مالکیت با دو عامل عملکرد یعنی سودآوری و بهره وری نیروی کار را برای نمونه ای از ۷۰۶ شرکت در کشور چک برای دوره ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۷ بررسی کردند.

برنامه های خصوصی سازی چک، فرصت منحصر به فردی را برای بررسی رابطه میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت فراهم کرد. این برنامه، مالکیت شرکت ها را در زمان کوتاهی تغییر داد. آنها به آزمون این مسأله پرداختند که آیا موسسات با تمرکز مالکیت بیشتر، تغییرات مثبت بزرگتری را در سودآوری و بهره وری نیروی کار تجربه می کنند؟ سودآوری به عنوان سود عملیاتی خالص تقسیم بر داراییها ی ثابت به علاوه موجودی کالا تعریف شد و بهره وری نیروی کار به عنوان ارزش افزوده هر کارمند در نظر گرفته شد. سهام سرمایه تملک شده به وسیله پنج سرمایه گذار برتر و تبدیل لگاریتمی این سهام به عنوان شاخص های تمرکز مالکیت استفاده شده است. نتایج رگرسیون دو مرحله ای نشان داد در حالتی که مالکیت برای عملکرد مؤسسه، یک عامل بیرونی است، هر چه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، سودآوری و بهره وری نیروی کار بالاتر است. با کنترل بعضی متغیرهای خاص شرکت آنها دریافتند که سودآوری و بهره وری نیروی کار هر دو رابطه مثبتی با تمرکز مالکیت دارند. افزایش ۱۰ درصدی در تمرکز منجر به ۲ درصد افزایش در بهره وری کوتاه

مدت نیروی کار و ۳ درصد افزایش در سودآوری کوتاه مدت می شود. شواهد نشان داد که تمرکز مالکیت به طور کلی، مسئول تغییرات در سودآوری و بازده نیروی کار است.

دمستر و ویلالونگا (۲۰۰۰) در تحقیق خود تحت عنوان " ساختار مالکیت و عملکرد شرکت " از زاویه دیگری رابطه بین این دو متغیر را مورد بررسی قرار می دهند. آنها عقیده دارند که ساختار مالکیت عامل درون زا (خود جوش) است و لزوما این ساختار نمی تواند بر روی عملکرد شرکت ها تأثیر گذار باشد. بر این اساس عنوان میکنند که نیروهای فشار بازار بر عملکرد شرکت ها تأثیر می گذارد و انواع مالکیت به عنوان راهکارهای کنترلی در بازارهای مختلف عمل می کنند. آنها در تحقیق خود، عملکرد شرکت را به عنوان متغیر وابسته در نظر می گیرند که سنجه اندازه گیری آن Q توبین است. متغیرهای توضیحی مورد استفاده آنها نیز عبارتند از: درصد سهام مدیران، درصد سهام سهامدارانی که بیش از یک درصد سهام را در اختیار دارند، مخارج تبلیغات به صورت درصدی از فروش، مخارج تحقیق و توسعه به صورت درصدی از درآمد فروش، مخارج ماشین آلات و تجهیزات به صورت درصدی از درآمد فروش و ارزش بدهی ها به صورت درصدی از ارزش دفتری داراییها.

گوپتا ۲۰۰۱ به مطالعه خصوصی سازی در هند پرداخت، خصوصی سازی در هند اغلب به فروش پراکنده مقادیر کم از سهام شرکت ها محدود می شود و چون حق کنترل به مالکان خصوصی منتقل نمی شود، در نتیجه اثر کمی بر عملکرد شرکتها دارد. وی در مطالعه خود، شرکت هایی را که از سال ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۸ توسط دولت مرکزی به بخش خصوصی واگذار شدند مورد بررسی قرار داد. وی ۳۶ شرکت را به عنوان نمونه مورد بررسی قرار داد و متغیرهای ذیل به عنوان عوامل نشان دهنده بهبود عملکرد مورد بررسی قرار گرفتند: فروش، نسبتهای سودآوری، اشتغال، میانگین تولید نیروی کار و درآمد حاصل از نیروی کار.

نتایج حاصل از مطالعه وی گویای آن است که با واگذاری سهام به سهامداران خصوصی فروش، نسبتهای سودآوری، اشتغال، میانگین تولید نیروی کار و درآمد حاصل از نیروی کار بیشتر از شرکت های دولتی است.

دمستر و ویلاونکا (۲۰۰۱) ارتباط بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ها را بررسی کردند که در پژوهش آنها مالکیت به عنوان متغیر چند بعدی و درون زا در نظر گرفته شد. برای در نظر گرفتن تضاد منافع ، ساختار مالکیت را از دو بعد بررسی می کنند، یکی از نظر بخشی از سهام تملک شده توسط مدیریت و دیگری بخشی از سهام که در اختیار پنج نفر از بزرگترین سهامداران شرکت است. یافته های آنها با نگرش مالکیت پراکنده موافق است هر چند برخی از مشکلات نمایندگی را تشدید می کند. نمونه استفاده شده در این مطالعه شامل ۵۱۱ شرکت از همه بخش های اقتصادی آمریکا را در بر گرفت که داده هایی برای مالکیت ، متغیرهای حسابداری و قیمت های اوراق بهادار در طول دوره ۱۹۷۶ تا ۱۹۸۰ شامل شد. همچنین این مجموعه داده-هایی را در مورد مالکیت مدیریتی در طول این دوره در بر می گیرد، متغیر های دیگری که در اینجا استفاده شده بود شامل Q توبین ، نسبت اهرم و نسبت داراییهای ثابت به فروش می باشد. مدل اقتصادی که به کار رفت دو معادله دارد. در معادله اول عملکرد شرکت به عنوان متغیر وابسته می باشد و در معادله دوم بخشی از سهام در اختیار مدیران به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق نشان داد که از نظر آماری هیچ ارتباط مهمی بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود ندارد.

ماک و سوی (۲۰۰۲) ارتباط میان مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت هایی که هزینه تحقیق و توسعه بالایی داشتند را بررسی کردند. شرکت های مزبور ، شرکت هایی بودند که دارای ویژگی های مشخصی چون ؛ فرصت های رشد بالا ، عدم تقارن اطلاعاتی، ساختارهای مختلف هیأت مدیره و ساختارهای مختلف مالکیت بودند. نتایج مطالعات اخیر نشان داد که افزایش در مالکیت مدیریتی باعث جبران اثرات همسوسازی منافع و استقرار مدیریت شده به طوریکه رابطه ای غیر خطی میان مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت برقرار

می گردد. این مطالعه برای ۳۱۰۰ شرکت از بورسهای نزدیک، آمکس و نیسی در سال ۱۹۹۶ و ۱۹۹۸ انجام شد. در حالیکه مقیاس های مالکیت مدیریتی شامل جمع مالکیت همه مدیران و کارکنان، متوسط مالکیت اشخاص و مالکیت مدیریت ارشد اجرایی مقیاس های عملکرد، Q توبین و ROA در نظر گرفته شد. نتایج این مطالعه متفاوت از نتایجی بود که توسط مورک و همکاران (۱۹۹۸)، مک کانل و سرویز (۱۹۹۰) ، گزارش شد.

در مطالعات آنان استفاده از مقیاس Q توبین و ROA به نتایج یکسانی می‌رسد. اما در تحقیق ماک و سوی استفاده از این مقیاس‌ها نتایج مختلفی می‌دهد، و آنها به این نتیجه رسیدند که، در شرکت‌هایی با تکنولوژی بالا میان مقیاس‌های عملکرد حسابداری و مقیاس‌های عملکرد بازار، ارتباطی وجود ندارد.

نتایج حاصل از رگرسیون دو مرحله‌ای و نیز آزمون‌های هاسمن نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی متغیری درون‌زا است. پژوهشگران در این تحقیق دریافتند که مالکیت مدیریتی به صورت منفی و مبهم به نسبت Q توبین مربوط شده است. البته نسبت Q توبین در آغاز با مالکیت مدیریتی کاهش می‌یابد، سپس افزایش یافته بعد دوباره کاهش و در نهایت افزایش می‌یابد. یعنی رابطه‌ای W شکل دارد. ارتباط میان مالکیت مدیریتی و ROA مخالف Q توبین است یعنی برای شرکت‌هایی که هزینه تحقیق و توسعه ($R\&D$) بالایی دارند ROA پیش‌بینی‌کننده ضعیف سودهای آتی است و رابطه‌ای منفی میان ROA و Q توبین وجود دارد. سرانجام، تحقیق آنها نشان داد که صنعت نیز بر رابطه مالکیت مدیریتی و عملکرد تأثیر دارد. و یکی از عواملی که باعث تفاوت میان مطالعات گذشته و مطالعات جاری می‌شود، تفاوت صنایع می‌باشد.

کوسندا و اسوجنار در سال ۲۰۰۲ به مطالعه اثر مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها در گستره خصوصی سازی در جمهوری چک پرداختند و اثر انواع مختلف مالکیت و میزان تمرکز مالکیت را در دوره بعد از واگذاری مورد بررسی قرار دادند. آنها برای مطالعه، دوره ۴ ساله بعد از خصوصی سازی را در نظر گرفتند و متغیرهایی را که در تحقیق وی مورد بررسی قرار گرفتند عبارتند از: سود عملیاتی، درآمد فروش، هزینه نیروی کار، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام.

مجموعه اطلاعات از کل شرکت‌هایی که بین سال‌های ۱۹۹۶ – ۱۹۹۹ واگذار شدند از بورس اوراق بهادار پراگ جمع‌آوری گردید.

نتایج تحقیق بطور کلی نشان می دهد که مالکیت خصوصی در دوره پس از واگذاری در بسیاری از عوامل و نه در همه آنها عملکرد بهتری نسبت به مالکیت دولتی داشته و نتایج عملکرد مالکیت غیر متمرکز بهتر و یا مساوی با انواع متمرکز آن بوده است.

چن و همکاران در تحقیقی در سال ۲۰۰۳ رابطه مالکیت داخلی (مدیریت) و شاخص Q توبین را در ۱۲۳ شرکت ژاپنی طی دوره ۱۹۸۷ تا ۱۹۹۵ بررسی کردند تحلیل اولیه آنها با استفاده از مدل رگرسیون حداقل مربعات (ols) نشان داد که رابطه منفی بین شاخص Q توبین و مالکیت مدیران در سطح پایین مالکیت وجود دارد. یافته های تحقیق آنها نشان داد که بر عکس سایر تحقیقات عملکرد با افزایش مالکیت مدیران به صورت یکنواخت افزایش می یابد.

شاهیرا شاهد (۲۰۰۳): این به دنبال بررسی این موضوع است که آیا نوع مالکیت بر شاخص های عملکرد بازار و عملکرد حسابداری شرکت تاثیر گذار است یا خیر؟ تئوری های اخیر در زمینه حاکمیت شرکتی علاوه بر ساختار مالکیت، عوامل متعددی نظیر مشخصات فرهنگی، سیستم های مالیاتی، وضعیت جغرافیایی و شرایط صنعتی را بر عملکرد شرکت تأثیر گذار می بینند. در حال حاضر قوانینی که بر بازار سهام مصر حاکم است برای حمایت از حداقل سهامداران عادلانه نیست زیرا ساختار بورس مصر طی سالهای اخیر مدرنیزه شده است، لذا ساختار مالکیت شرکتها علاوه بر متمرکز بودن از یک ساختار اهرمی تبعیت می کند که شرکت ها در سهام یکدیگر سهام می شوند.

تعداد نمونه های مورد مطالعه شامل ۹۰ شرکت از صنایع مختلف بوده است با این شرایط که صورت های مالی این شرکت ها به طور کامل در دسترس باشد، ۸۰٪ از ارزش کل معامله شده در بازار و ۸۷٪ از کل تعداد معاملات بورس را به خود اختصاص دهند.

داده های مورد استفاده این تحقیق در سه گروه ذیل طبقه بندی شده است:

۱. شاخص های تعیین نوع ساختار مالکیت: (به عنوان متغیر مستقل) که در سه گروه زیر تعریف شده است (ساختار مالکیت شرکت ها بر حسب نوع مالکیت عمده آنها تعریف شود).

- شرکت های هلدینگ

- بخش دولتی (شرکت های بیمه، بانک های دولتی، صندوق های سرمایه گذاری دولتی)

- بخش خصوصی (شرکت های بیمه و بانک های خصوصی، صندوق های سرمایه گذاری خصوصی، افراد خصوصی و سایر مؤسسات خصوصی)

۲. داده های گروه دوم: شامل داده های مالی شرکت ها در پایان سال ۲۰۰۰ است نظیر درآمد کل، بازده، سود ناخالص، درآمد خالص، دارایی های ثابت و جاری، بدهی های بلند مدت و حقوق صاحبان سهام.

۳. داده های مربوط به عملکرد بازار سهام شرکت نظیر: ارزش معامله شده، حجم معامله شده، تعداد معاملات، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، بازده حقوق سهام، بازده دارایی ها و نسبت قیمت به ارزش دفتری. تحلیل ها مبتنی بر روش رگرسیون داده های مقطعی و مبتنی بر داده های یک سال واحد است. روش مورد استفاده در تحلیل ها با استفاده از تخمین حداقل مربعات است.

متغیرهای تعیین کننده عملکرد شرکت در این تحقیق (به عنوان متغیر وابسته) شامل دو گروه از متغیرهاست:

- شاخص های تعیین کننده عملکرد بازار سهام شرکت: ضریب قیمت به درآمد هر سهم، ضریب قیمت بر ارزش دفتری سهم.

- شاخص های تعیین کننده عملکرد حسابداری شرکت: (ROA) و (ROE)

نتایج تحقیق بیانگر این نکته است که ساختار مالکیت شرکت در بورس مصر از تمرکز بالایی برخوردار است، نوع مالکیت و نیز تمرکز مالکیت بر عملکرد حسابداری شرکت تأثیر گذار است، اما رابطه بین نوع مالکیت و عملکرد بازار سهام شرکت ها معنادار نیست. این موضوع نشان دهنده این است که عوامل تأثیر گذار بر عملکرد بازار شرکت بیشتر ناشی از عوامل اقتصادی و سیاسی بازار است تا نوع ساختار مالکیت شرکت و تمرکز مالکیت.

یکی از دلایل مستقل بودن عملکرد بازار شرکت ها از نوع مالکیت در شرکت های مطالعه شده می تواند ناشی از این مسئله باشد که در بازار مصر سرمایه گذاران بیشتر روی شاخص های عملکرد حسابداری تأکید می - کنند نه شاخص های عملکرد بازار سهام و نیز اینکه سرمایه گذاران بیشتر تمایل به دریافت سود نقدی سهام دارند تا افزایش قیمت سهام. همه این موارد ناشی از غیر فعال بودن و عدم کارآیی بازار سهام در کشور مصر است. عدم کارآیی بازار سهام مصر که ناشی از عواملی نظیر عدم افشاء اطلاعات می باشد باعث می شود که قیمت های سهام، دقیقاً منعکس کننده هزینه ها و سود نباشند و این عامل باعث کاهش حساسیت سرمایه - گذاران به تغییرات قیمتی و نیز شاخص های عملکرد بازار سهام می گردد.

تأثیر نوع مالکیت بر شاخص های عملکرد:

در بررسی میزان تأثیر نوع مالکیت بر بازده سهام، شرکت های هلدینگ و شرکت های بخش خصوصی که مالک عمده شرکت هستند، دارای بیشترین تأثیر بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ها هستند و این رابطه یک رابطه مثبت و معنادار است. اما رابطه مالکیت بخش دولتی و مالکیت مدیریتی با عملکرد بازده سهام یک رابطه منفی است. در بین مالکیت های عمده تنها بخش خصوصی دارای یک رابطه مثبت و معنادار با عملکرد بازار سهام (ضریب قیمت به درآمد) می باشد و سایر انواع مالکیت های عمده دارای رابطه معکوس (منفی) با عملکرد بازار سهام هستند.

محمد عمران در سال ۲۰۰۳ به مطالعه در رابطه با اثر خصوصی سازی بر عملکرد شرکت ها در مصر پرداخت. وی در تحقیق خود دو هدف را دنبال کرد : اول اینکه آیا خصوصی سازی باعث بهبود عملکرد شده است؟ و دوم اینکه کدام نوع مالکیت جدید در دوره پس از واگذاری ، اثر مثبتی بر عملکرد شرکت ها داشته است؟ وی ۶۹ شرکت مصری که بین سالهای ۱۹۹۴ تا ۱۹۹۸ از بخش دولتی به بخش خصوصی واگذار شدند را انتخاب نمود، و اطلاعات مالی دو سال قبل و بعد از واگذاری شرکت های نمونه را مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. متغیرهای که در تحقیق وی مورد بررسی قرار گرفتند عبارتند از: نسبت های سودآوری (سود قبل از بهره و مالیات، ROE،ROA،ROS)، کارایی عملیاتی (AT،NIEFF،SALEFF) ، هزینه سرمایه (CETA،CESA،CE)، بازده (SAL)، اشتغال (EMPL)، نسبت اهرمی ، سود تقسیمی و ریسک.

وی متغیرهای فوق را در دوره قبل و بعد از خصوصی شدن بررسی و برای آزمون فرضیات از تست رتبه بندی ویلکاکسون استفاده نمود.

از نتایج بدست آمده تحقیق مشاهده گردید که پس از واگذاری شرکت ها نسبت های سودآوری، کارایی عملیاتی، هزینه سرمایه و سود سهام از بهبود قابل توجه و بر عکس سطح اشتغال کارکنان ، اهرم و ریسک از کاهش قابل توجهی برخوردار شدند. عمران شرکت های خصوصی شده را بر اساس نوع مالکیت جدیدشان، با توجه به اهمیت مالکیت به عنوان یکی از عوامل اثر گذار بر عملکرد، متمایز و برای مقایسه عملکرد بعد از واگذاری گروههای مختلف از آزمون من-ویتنی استفاده نمود تا مشخص کند که آیا تفاوت قابل توجهی بین عملکرد گروههای مختلف وجود دارد؟

نتایج تحقیق وی بیانگر آن است که شرکت هایی که بیش از ۵۰٪ سهامشان واگذار شده عملکرد بهتری نسبت به شرکتهایی که کمتر از ۵۰٪ سهامشان واگذار شده دارند. همچنین شرکت هایی با مالکیت متمرکز عملکرد بهتری نسبت به شرکت هایی با مالکیت غیر متمرکز دارند.

جایش کومار (۲۰۰۴) این تحقیق به دنبال بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت های هلدینگ با استفاده از داده های ترکیبی نا متوازن و درباره زمانی ۲۰۰۰-۱۹۹۴ است. این بررسی با توجه به دیدگاه تئوری نمایندگی انجام شده است. با به وجود آمدن یک چارچوب قانونی منسجم در کشور هند طی چهار قرن اخیر ، سیستم حاکمیت شرکتی در این کشور شکل یافت . اصول حاکمیت شرکتی کشور هند در سال ۱۹۵۶ تصویب شد که ابعاد حکمرانی و نظارت بر شرکت ها، شفافیت اطلاعات و رعایت حقوق سهامداران را پوشش می دهد. هدف از این تحقیق بررسی این موضوع است که در صورت وجود سرمایه گذاران عمده در ترکیب مالکیت شرکت، هریک از سهامداران مطابق با طبقه بندی که در ذیل انجام شده است چه تأثیری بر عملکرد شرکت دارند.

متغیرهای اصلی به کار گرفته شده در این تحقیق شامل عملکرد شرکت (به عنوان متغیر وابسته) و نوع مالکیت (به عنوان متغیر مستقل) می باشد. فاکتورهای تعیین کننده عملکرد شرکت شامل بازده حقوق صاحبان سهام شرکت است. ترکیب مالکیت شرکت ها بر اساس چهار نوع مالکیت عمده ذیل (بر حسب در صد مالکیت عمده) تفکیک شده است:

۱. سرمایه گذاران خارجی (حداقل ۲۵٪)

۲. سرمایه گذاران حقوقی: واحدهای دولتی مثل بیمه، بانک ها، شرکت های مالی و سایر واحدهای دولتی (حداقل ۱۵٪)

۳. شرکت های هلدینگ (حداقل ۲۵٪)

۴. مدیران، اعضای هیأت مدیره و خانواده های آنان (حداقل ۲۵٪)

متغیرهای کنترلی شامل اندازه ، سن، نسبت سرمایه به فروش، هزینه های به فروش، هزینه های توزیع و بازاریابی به فروش، مالیات به فروش، صادرات به فروش و واردات به فروش می باشند. داده های ترکیبی مورد استفاده در

تحلیل ها شامل کلیه شرکت های فعال در بورس بمبئی است که داده های مربوط به (فروش، سن، الگوی سهامداری، بازده دارایی ها و ارزش ویژه) آنها برای حداقل ۲ سال متوالی موجود باشد. شرکت های بخش خدمات مالی از ملاحظات حذف شده اند، زیرا درآمدهای قبل از مالیات برای این شرکت ها پر معنا نیست. از طرفی ماهیت کار این شرکت ها فعالیت واسطه گری مالی است. نمونه نهایی شامل ۲۵۷۵ شرکت است.

در حین بررسی تأثیر مالکیت بر عملکرد شرکت، حداقل ۳ مسئله وجود دارد:

۱. مسئله وابستگی زمانی نتایج

۲. مبنای انتخاب نمونه

۳. میزان قوی بودن نتایج در تعیین عملکرد

در این تحقیق برای تقویت نتایج مطالعات، تحلیل های مبتنی بر محدود کردن حجم نمونه ها انجام شده است. بر خلاف ژوو که معتقد بود تغییرات در ساختار مالکیت کم است ولی تحقیق حاضر ثابت می کند که فرض تغییر در ساختار مالکیت در طول زمان معنادار و قابل پذیرش است، به جز در فاصله زمانی بین سالهای متوالی و این موضوع باعث می شود که محقق از مدل داده های ترکیبی با اثر ثابت، استفاده کند. لذا چون مدل رگوسیون به کار گرفته شده در تحلیل رگوسیون ترکیبی سال به سال است از اطلاعات سری زمانی استفاده نشده است بلکه از مدل رگوسیون ترکیبی (مقطعی - سری زمانی) برای تست معناداری هر متغیر استفاده شده است. نتایج تحقیق بیانگر این است که:

۱. ساختار مالکیت در حالیکه شرکت های هلدینگ و سهامداران خارجی، سهامداران عمده هستند به طور معنادار روی عملکرد شرکت تأثیرگذار نیستند. این نتیجه تضاد زیادی با سایر مطالعات قبلی که در هند و سایر کشورهای در حال توسعه انجام شده است، دارد.

۲. زمانی که مدیران سهامدار شرکت باشند دارای تأثیر فوق العاده ای بر عملکرد شرکت هستند. این نتیجه به این موضوع بر می گردد که ساختار حاکم بر شرکتها در هند عمدتاً خانوادگی است.

۳. سرمایه گذاران حقوقی نیز دارای تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت هستند. سایر نتایج تحقیق بیانگر این است که متغیر مالکیت ناهمگون است و اندازه شرکت نیز بر عملکرد شرکت تأثیر گذار است. این تحقیق نیز مانند سایر بررسی های انجام شده، شامل دو محدودیت عمده است:

۱) معیارهای تعیین نوع مالکیت به طور دقیق در بین انواع مختلف سهامداران تعریف نشده است. به عنوان مثال سرمایه گذاران حقوقی خارجی و سرمایه گذاران شرکتی خارجی، هر دو جز ساختار مالکیت خارجی هستند و از هم تفکیک نشده اند.

۲) از سری های زمانی کوتاه استفاده شده است در حالی که سری های زمانی بلند مدت قادر به پاسخگویی معنادارتری به تغییرات در ساختار مالکیت هستند.

آرین چاپل (۲۰۰۴): در این بررسی که در کشور بلژیک انجام شد به دنبال پاسخگویی به این سؤال بود که اولاً چه نوع الگوهایایی از سلختار مالکیت در کشور بلژیک معمول است و ثانیاً چرا اکثر سهامداران تمایل دارند که سهامدار عمده باشند به گونه ای که گاهی سهامداران کوچک ممکن است تصمیم بگیرند به یکدیگر ملحق شوند تا از یک حالت کنترل جمعی استفاده کنند. در این تحقیق از اندازه مالکیت (درصدی میزان مالکیت سهامداران) برای تعیین میزان قدرت سهامداران استفاده می شود. به عبارتی بیشتر روی نسبت قدرتی که بین سرمایه گذاران توزیع شده است تمرکز می کند. شرکت های مورد مطالعه شامل ۱۴۰ شرکت در سال ۱۹۹۵ و ۱۷۰ شرکت در سال ۱۹۹۹ هستند که مالکیت این شرکت ها از نوع مدیریتی است. برای تعیین معناداری متغیرها از آزمون های ناپارامتریک و از مدل تئوری بازی ها استفاده شده است.

در این تحقیق سهامداران بر حسب اندازه آنها و نیز میزان ریسک پذیریشان به دو گروه ذیل طبقه بندی می شوند:

الف) گروه اول: سهامداران عمده ای که قدرت حاکمیت (کنترل) بر شرکت را دارند. حاکمیت این گروه به این معنی است که اولاً بیش از ۵۰٪ سهام عرضه شده توسط شرکت را دارا باشند، ثانیاً نسبت به ۲۵-۲۰ درصد از سهام عرضه شده حق رأی داشته باشند.

ب) گروه دوم: سهامدارانی که دارای اندازه مالکیت متوسط هستند، اما به اندازه کافی بزرگ هستند تا بتوانند حجم عمده ای از سهام شرکت را داشته باشند و در امور شرکت مشارکت نمایند، اما در حدی نیستند که بتوانند بر شرکت حکمرانی نمایند. حق رأی و اعمال کنترل این گروه کمتر است و فقط نسبت به ۵-۴ درصد سهام اعلام شده توزیع شرکت، حق رأی دارند. اندازه حاکمیت این گروه تا جایی افزایش پیدا می کند که توان کنترل (حق رأی) آنها به سطح ۵ درصد سهام توزیع شده در شرکت برسد.

شرکت ها به ترتیب در سه گروه ذیل طبقه بندی شده اند:

۱. شرکت هایی که دارای یک سهامدار عمده هستند که توان حکمرانی بر شرکت را داشته و هیچ سهامدار جزئی در حال رقابت با او نیست.

۲. شرکت هایی که دارای یک سهامدار عمده بوده و سهامداران جز در حال رقابت با او هستند.

۳. شرکت هایی که کلیه مالکان آنها سهامداران جز هستند.

نتایج تحقیق نشان می دهد که حدود یک سوم از شرکت های فعال در بورس بلژیک دارای ساختار مالکیت جز هستند و اکثر شرکت ها تمایل دارند که سهامداران عمده آنها دارای حق رأی نسبت به حداقل ۵۰ یا ۶۰ درصد سهام شرکت را داشته باشند.

لذا ساختار مالکیت در کشور بلژیک بیشتر حالت متمرکز دارد و این حالت ناشی از دو عامل اثر گذار ذیل است:

۱. اندازه مالکیت: اکثر شرکت ها ساختار مالکیت گروه اول را دارند، زیرا یکی از راه های افزایش اعمال کنترل بر شرکت، تمرکز مالکیت است.

۲. قدرت سهامداران (مالکان): سهامداران عمده شرکت ها در کشور بلژیک دارای قدرت کنترل بالایی هستند. حتی اگر نحوه کنترل و مدیریت آنها خلاف قانون باشد، اعضای هیأت مدیره به نفع منافع مدیران و سهامداران عمده عمل می کنند؛ زیرا منافع سهامداران عمده را به عنوان بهترین گزینه برای پیش دستی بر قوانین می دانند.

بای و همکاران (۲۰۰۴) در مقاله خود بطور تجربی ارتباط بین سازو کار راهبری و ارزش بازار شرکت های سهامی عام در چین را مورد بررسی قرار دادند. آنها برای تحقیق خود از گزارشات سالیانه همه شرکت های سهامی عام در بازار چین برای سال های ۱۹۹۹ و ۲۰۰۱ استفاده نمودند. با استفاده از اطلاعات ۳ سال ، آنها اثر متغیرهای راهبری شرکتی را بر روی ارزش بازار بعد از کنترل فاکتورهای معمولی که در تجزیه و تحلیل ارزش های بازار مورد توجه قرار می دهند بررسی کردند. آنها در این مقاله Q توبین و ارزش تعدیل شده داراییهای سخت نقد شونده را به عنوان ارزش بازار مورد استفاده قرار دادند.

نتایج تحقیق سازگار با چندین پیش بینی تئوریک است. برای مثال آنها دریافتند که تمرکز زیاد سهامداران غیر کنترلی و انتشار سهام به سرمایه گذاران خارجی ، هر دو روی ارزش بازار اثر مثبت دارند. در حالی که اگر اکثریت سهام دست یک سهامدار عمده دولت باشد ، بر روی ارزش بازار اثر منفی دارد.

سیفرت، گانسی و رایت (۲۰۰۴) اثرات حق مالکیت به وسیله دارندگان اطلاعات محرمانه و حق مالکیت به وسیله سهامداران عمده و موسسات را بر عملکرد با استفاده از نمونه موسساتی از ۴ کشور آمریکا، انگلیس، آلمان و

ژاپن بررسی کردند. سهامداران عمده افراد یا مؤسسات دارنده حداقل ۵ درصد سهام شرکت می باشند و دارندگان اطلاعات محرمانه شامل هلدینگ های مدیران، رؤسا و مالکان دارنده ۱۰٪ سهام هستند. برای مدل سازی مربوط به بررسی اثر مالکیت دارنده اطلاعات محرمانه بر عملکرد شرکت ، از متغیر سهام نگهداری شده به وسیله دارندگان اطلاعات محرمانه و متغیر درصد کل سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران اصلی منهای درصد مالکیت دارندگان اطلاعات محرمانه (شامل سهامداران عمده و مؤسسات) استفاده شد. در معادله عملکرد مؤسسه ، اهرم، هزینه های سرمایه ای، رشد فروش و اثرات صنعت نیز کنترل شده است. نتایج نشان می دهد الگوی یکسانی میان حق مالکیت به وسیله دارندگان اطلاعات محرمانه و عملکرد در میان این ۴ کشور وجود ندارد. اما روابط با اهمیتی میان مالکیت این گروهها و عملکرد در این کشورها وجود دارد. نتایج مشخص کرد اثرات مالکیت به وسیله دارندگان اطلاعات محرمانه یا سهامداران عمده و مؤسسات ، بستگی زیادی به قوانین محلی یا محیط تجاری دارد. در مقایسه اثرات عوامل کنترلی بر عملکرد، تشابه و همسانی بیشتری دارند. مثلاً اهرم اثر منفی دارد در حالیکه هزینه های سرمایه ای و رشد فروش هر دو اثری مثبت دارند.

میتون (۲۰۰۴) در مطالعه خود راهبری شرکتی و سیاست تقسیم سود را در بازار های نو ظهور بررسی کرد. نمونه وی شامل ۳۶۵ شرکت از ۱۹ کشور برای دوره ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۸ بود. هدف نهایی راهبری شرکتی این است که بازدهی سرمایه گذاری تأمین کنندگان مالی شرکت ها را تضمین کند. سهامداران می توانند بازدهی سهام خود را از طریق سود تقسیمی یا سود سرمایه دریافت کنند، طبق تئوری نمایندگی هنگامی که سهامداران نگران سلب مالکیت، توسط سهامداران داخل شرکت هستند دریافت سود های تقسیمی را ترجیح می دهند.

نتایج میتون نشان داد شرکت هایی که راهبری شرکتی قوی دارند، پرداخت سود تقسیمی آنها بالاتر است. علاوه بر این، ارتباط منفی میان پرداخت های سود تقسیمی و فرصت های رشد در میان شرکت ها با راهبری بهتر ، قوی تر است. درواقع شرکت هایی که راهبری قوی تر دارند ، سودآورتر هستند اما سودآوری زیاد فقط بخشی از پرداخت سودهای تقسیمی بالاتر را توضیح می دهد. ارتباط مثبت میان راهبری شرکتی و پرداخت

سود های تقسیمی عمدتاً به کشورهایی که حمایت سرمایه گذاران قوی است محدود شده است. الگوی پرداخت سود های تقسیمی میان شرکت ها با راهبری شرکتی قوی تر منطقی تر است. نتایج بیان می کند هنگامی که سهامداران توسط دولت ها یا توسط خود شرکت ها به خوبی حمایت شده اند، سرمایه به صورت کاراتری تخصیص می یابد.

کارائاناسیس و دراکوس (۲۰۰۴) دریافتند که بین سرمایه گذاری نهادی و ارزش شرکت با استفاده از شاخص Q توبین رابطه مثبت معنادار وجود دارد و ساختار مالکیت بر ارزش شرکت مؤثر است.

وانگ (۲۰۰۵) تغییرات در عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس چین را پیرامون عرضه اولیه سهام بررسی کرد و به تأثیر مالکیت بر تغییرات عملکرد هنگام عرضه اولیه سهام پرداخت. نمونه مورد بررسی این مطالعه شامل ۷۴۷ شرکت چینی پس از عرضه عمومی سهام در طول دوره ۱۹۹۴ تا ۱۹۹۹ می باشد. همچنین عملکرد به وسیله بازده داراییها (ROA)، درآمد عملیاتی به داراییها و فروش به داراییها (S/A) اندازه گیری شد. نتایج بررسی نقش مالکیت توسط انواع سهامداران و تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت پس از انتشار اولیه سهام، با کنترل متغیرهایی از قبیل اندازه شرکت، اهرم مالی و فعالیت های اقتصادی نشان داد که مالکیت دولتی و تمرکز مالکیت به تغییرات عملکرد مربوط نمی باشند اما مالکیت قانونی و تمرکز مالکیت غیر دولتی ارتباطی غیر خطی با تغییرات عملکرد دارد. یعنی اینکه سطوح پایین و بالای مالکیت قانونی (تمرکز مالکیت غیر دولتی) ارتباط مثبت و سطوح میانی مالکیت قانونی ارتباطی منفی با تغییرات عملکرد دارد. عرضه اولیه سهام به تغییرات شگرفی در ساختار مالکیت شرکت، تفکیک کنترل و مالکیت شرکت و تضاد منافع منجر می شود. بنابراین بعد از عرضه اولیه سهام عملکرد پایینی نسبت به قبل از عرضه خواهیم داشت.

تامسن و همکاران (۲۰۰۶) با استفاده از آزمون های گرانجر ارتباط میان مالکیت عمده و ارزش های بزرگترین شرکت ها را در اتحادیه اروپا و آمریکا بررسی کردند. این مطالعه برای ۸۷۶ شرکت از بزرگترین شرکت های انگلیسی و آمریکایی در طول دوره ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۸ انجام شد. مالکیت عمده به وسیله بخشی از سهامی که

توسط سهامداران خارج از شرکت تحصیل شده و بیشتر از ۵٪ سهام مؤسسه است، سهام تملک شده به وسیله مدیران، صندوق های بازنشستگی شرکت و دیگر دارندگان اطلاعات محرمانه و نیز ارزش شرکت با مقیاس Q توین اندازه گیری شده است. از آنجایی که ارزش مؤسسه ممکن است در معرض انحراف قرار گیرد از معیار حسابداری ROA نیز استفاده شد. نتایج نشان می دهد که در اقتصادهای مبتنی بر بازار آمریکا هیچ اثری از مالکیت عمده بر ارزش شرکت ملاحظه نشد. اما در اروپا مالکیت عمده بالا اثر منفی مهمی بر ارزش شرکت و توانایی سودآوری حسابداری نشان داده است. سطح مالکیت اروپا فراتر از سطحی است که ارزش شرکت را برای سهامداران اقلیت، حداکثر کند به همین دلیل سهامداران اقلیت منافع شخصی ناشی از کنترل را برآورد می کنند.

مولر و اسپیتز در تحقیقی در سال ۲۰۰۶ با عنوان مالکیت مدیران و عملکرد در شرکت های خصوصی کوچک و متوسط آلمانی رابطه بین مالکیت مدیران و عملکرد شرکت ها را مورد بررسی قرار دادند نمونه انتخابی آنها شامل ۳۵۶ شرکت آلمانی بین سالهای ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰ بود. نتایج تحقیق نشان داد که عملکرد شرکت های با مالکیت مدیران بالای ۴۰٪ بهتر از بقیه شرکت ها می باشد.

آکیموا و اسکودیانر در مطالعه ای در سال ۲۰۰۶ اثر ساختار مالکیت بر راهبری شرکتی و عملکرد مؤسسات خصوصی شده در اوکراین را مورد بررسی قرار دادند نمونه آنها شامل ۲۰۲ مؤسسه متوسط و بزرگ برای دوره ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۰ بود. ساختار مالکیت به وسیله درصد سهام تملک شده به وسیله هر یک از مالکان نظیر دولت، مدیران، کارگران، سهامداران متمرکز اوکراینی و خارجی و سهامداران عمده و عملکرد به وسیله فروش هر کارمند سنجیده شد.

نتایج مطالعه نشان داد که مالکیت اثر با اهمیتی بر عملکرد دارد. مالکان داخل شرکت اثر غیر خطی و با اهمیتی بر عملکرد دارند. در یک دامنه این عملکرد مثبت بوده و از آستانه ای به بعد به شکل منفی ظاهر می شود. به طور کلی، مالکان خارج از شرکت اثر با اهمیتی بر عملکرد ندارند. برای اثرات مالکیت سهام

متمرکز خارجی نتایج قوی تری هم در سطح متغیرهای مربوط در هر سال و هم برای تغییرات از یک سال به سالهای دیگر بدست آمد. اثر سهامداران خارجی بر عملکرد به شکل با اهمیتی غیر خطی است. این اثر فقط تا سطحی مثبت است که مالکیت اکثریت نیستند. این رابطه غیر خطی ناشی از محیط سازمانی است که با سرمایه گذاری مستقیم خارجی مغایر است.

گرفت و سایرین (۲۰۰۷) در تحقیقی مالکان نهادی را به دو دسته، حساس نسبت به فشار (کسانی که تمایل کمتری برای چالش با مدیریت دارند) و غیر حساس به فشار (افرادی که انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیریت و کنترل او دارند) تقسیم نموده و ارتباط آنها را با عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که سطح مالکیت نهادی ناظر (غیر حساس) رابطه مثبت با عملکرد شرکت دارد و مالکیت حساس ارتباطی با عملکرد شرکت ندارد.

رحمان خان و همکاران در تحقیقی در سال ۲۰۰۷ رابطه بین مالکیت مدیریتی و عملکرد را برای شرکتهای استرالیایی طی سالهای ۲۰۰۰-۲۰۰۳ را بررسی کردند. نتایج تحقیق آنها که با استفاده از مدل رگرسیون خطی ساده انجام شد نشان داد که بر خلاف تحقیقات قبلی نه تنها هیچ گونه رابطه غیر خطی بین مالکیت مدیریتی و شاخص Q توبین وجود ندارد بلکه یک رابطه منفی و معنی دار بین مالکیت مدیریتی و شاخص Q توبین وجود دارد.

کان سگریج، هس و هیو (۲۰۰۷) تأثیر میزان مالکیت دولتی و تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس چین را با استفاده از داده های ۱۰۳۴ شرکت برای دوره ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۴ بررسی کردند. متغیر تمرکز مالکیت به وسیله یکی از فاکتورهای زیر در نظر گرفته شد: (۱) سهام تملک شده بوسیله بزرگترین سهامداران (۲) سهام تملک شده توسط پنج نفر از بزرگترین سهامداران (۳) سهام تملک شده توسط ۱۰ نفر از بزرگترین سهامداران (۴) نسبت تعادل که به عنوان نسبت تعداد کل سهامی که توسط ۴۰٪ بزرگترین سهامداران نگه داشته شده تعریف می شود. از این مطالعه دریافت شد که به طور متوسط عملکرد شرکت ها تحت تأثیر

مالکیت دولتی قرار گرفته است. عملکرد شرکت که توسط نسبت Q توبین و نرخ ارزش بازار به ارزش دفتری سهام محاسبه شده به صورت منفی تحت تأثیر مالکیت دولتی و اشخاص قانونی قرار گرفته است. مالکیت دولتی کوچک هیچ اثر مثبت مهمی بر عملکرد شرکت ندارد در حالیکه شواهد قوی تر بیان می کنند که مالکیت دولتی بزرگ تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد. چنین ارتباط منفی فقط در سطوح بالای مالکیت دولتی مهم است. به طوریکه حتی بعد از کنترل عواملی مانند اندازه شرکت ، ریسک شرکت، اهرم مالی و متغیرهای صنعت دریافت شد که ساختار مالکیتی متعادل عملکرد شرکت را افزایش می دهد. همچنین تأثیر مالکیت اشخاص قانونی بر عملکرد موافق با نتایج وی و همکاران (۲۰۰۵) و متفاوت از تأثیر مثبتی بود که در مطالعات ژو و وانگ (۱۹۹۹)، سان و تونگ (۲۰۰۳) گزارش شد.

نتایج مطالعات ژو و وانگ (۱۹۹۹) ، وی و همکاران (۲۰۰۵) با استفاده از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام و نسبت Q توبین به عنوان مقیاس های عملکرد، تأثیر منفی مالکیت دولتی بر عملکرد را تصریح کردند. به طوریکه آنها اثر مثبتی که با استفاده از این مقیاس ها در مطالعه سان و تونگ (۲۰۰۳) مشاهده شده بود را رد کردند.

عمران در تحقیقی در سال ۲۰۰۸ به بررسی اثر تمرکز مالکیت بر عملکرد در بازار سرمایه کشورهای عربی پرداخت. نمونه های تحقیق شامل ۳۰۴ شرکت از کشورهای مصر ، اردن، عمان و تونس طی سالهای ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۲ بود. در این تحقیق وی از رگرسیون پانلی برای آزمون فرضیه ها استفاده نمود. معیارهای ارزیابی عملکرد شامل بازده داراییها ، بازده سرمایه و Q توبین بود. در این تحقیق همچنین تمرکز مالکیت به عنوان درصدی از سهام که در اختیار سه سهامدار بلوکی عمده می باشد تعریف شده است. یافته های تحقیق نشان داد که تمرکز مالکیت اثر مشخصی بر سود و عملکرد شرکت ندارد. اما در صورت وجود سهامدار بلوکی و تفکیک وظایف مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره Q توبین با تمرکز مالکیت رابطه مثبت دارد.

۲-۴-۲- تحقیقات داخلی

معینی (۱۳۷۴) ارتباط نوع مالکیت (دولتی و خصوصی) با سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را در سال های ۷۱ تا ۷۳ بررسی کرد. وی ۸ صنعت شیمیایی، غذایی، بافندگی، لوازم خانگی، چوب، آهن و فلز، تأسیساتی و داروسازی را در نظر گرفت و از هر صنعت ۲ شرکت خصوصی و ۲ شرکت دولتی را بعنوان نمونه انتخاب نمود. از نسبتهای سودآوری و فعالیت شرکت ها نسبت جاری، حاشیه سود ناخالص، حاشیه سود خالص، نسبت بازده مجموع داراییها، بازده ثابت داراییها، نسبت فروش به مجموع داراییها برای بررسی استفاده نمود.

سپس به مقایسه نوع مالکیت (دولتی و خصوصی) با سودآوری و فعالیت شرکت های مورد مطالعه با استفاده از آزمون آماری t^* پرداخت.

در نسبت جاری ، نسبت سود ناویژه به فروش، نسبت سود ویژه به فروش، نسبت گردش داراییهای ثابت و گردش مجموع داراییها، شرکت های خصوصی در مقایسه با شرکت های دولتی اختلاف معنی داری مشاهده نشد. عبارتی ارتباط بین مالکیت (خصوصی و دولتی) و سودآوری و فعالیت تائید نشد.

فرشاد گلستان جوزانی (۱۳۷۶): "بررسی اثر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای واگذار شده در سازمان بورس اوراق بهادار" توسط جوزانی تأثیر شیوه خصوصی سازی شرکتهای دولتی به روش های عرضه در بازار سهام ، واگذاری به بخش خصوصی و انتقال مالکیت به کارکنان و مدیریت را بر عملکرد مالی شرکتهای بر مبنای نسبتهای مالی می سنجد. این تحقیق به این نتیجه می رسد که در بین شیوه های خصوصی سازی واگذاری به بخش خصوصی بهترین عملکرد را دارد و در مراحل بعدی به ترتیب انتقال مالکیت به مدیریت و کارکنان، عرضه سهام در بازار بورس قرار دارند. عملکرد این شرکتهای قبل از خصوصی سازی از تمام این ساختارها ضعیف تر بوده است.

محمد رضا سیلوازی (۱۳۷۹) رابطه بین نوع مالکیت و عملکرد مالی را بررسی کرده است. در این تحقیق یک نمونه مشتمل بر ۶۲ شرکت از بین شش صنعت (خودروسازی، سرمایه گذاری مالی، کانی غیر فلزی، غذایی،

شیمیایی، لاستیک و پلاستیک) انتخاب شده است. هدف این پژوهش آن است که مشخص کند: آیا تغییرات در درصد مالکیت، موجب بهبود شاخص های عملکرد مالی شده است یا خیر؟ در این راستا نسبت های مالی سال ۱۳۷۷ و ۱۳۷۸ این شرکت ها مورد بررسی قرار گرفته است. نتیجه کلی بدست آمده حاکی از آن است که تغییرات در نسبت مالکیت (دولتی یا خصوصی) رابطه با تغییرات در نسبت های مالی ندارند.

شریعت پناهی (۱۳۸۰) موضوع مالکیت و رابطه آن با عملکرد را هدف گرفته و از آن طریق هفت ساز و کار کنترل عملکرد مدیران که در ادبیات مربوط به نظریه نمایندگی مطرح هستند مورد آزمون قرار می گیرد. نمونه آماری شامل ۱۶۰ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. سنجه اندازه گیری عملکرد، شاخص Q توبین (یا نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری داراییها منهای بدهی شرکت) بوده است. در این پژوهش از بین سازو کارهای کنترل مدیران و عملکرد ایشان، فقط بین میزان استفاده شرکت از بدهی و احتمال قبضه مالکیت شرکت با عملکرد شرکت ها، رابطه معناداری بدست آمده است. این رابطه در مورد اول معکوس و در دومی مستقیم است. وی نیز همانند گروهی از محققین، مالکیت را متغیری درون زا دیده و بین نوع مالکیت و عملکرد شرکت ها رابطه ای مشاهده نشد.

وی دو فرضیه دیگر را نیز مبتنی بر وجود رابطه بین هیئت مدیره ها با عملکرد شرکت ها و همچنین یکسانی بازدهی شرکت های دولتی و خصوصی، مورد آزمون قرار می دهد. یافته های وی حاکی از آن است که بین عملکرد شرکت ها و پاداش مدیران همبستگی معناداری وجود ندارد. همچنین تفاوت معناداری بین عملکرد شرکت های دولتی و خصوصی مشاهده نشد.

میدری (۱۳۸۱): احمد میدری و ابوالقاسم مهدوی در تحقیقی تحت عنوان " ساختار مالکیت و کارایی شرکت های فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران " در سال ۱۳۸۳ به آزمون وجود رابطه بین تمرکز مالکیت و کارایی در ۳۲۱ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. ایشان از شاخص هرفیندال برای تمرکز مالکیت به عنوان متغیر مستقل و شاخص بازدهی سهام برای سنجش سودآوری به عنوان متغیر وابسته

استفاده کرده اند. نتیجه تحقیق نشان می دهد که تمرکز مالکیت تأثیر مثبت و معنی داری بر بازدهی سهام دارد ، یعنی با بالا رفتن تمرکز کارایی شرکت افزایش می یابد.

مظلومی (۱۳۸۲) تعامل بین گونه های مختلف مالکیت و تأثیر آن بر عملکرد مالی سازمان را بررسی کرده است که گستره وسیع تری از مالکیت را در بر گرفته و در واقع مالکیت سهامداران را به سرمایه گذاران نهادی (شامل شرکت های بیمه، صندوق های بازنشستگی و سازمان تأمین اجتماعی و سایر نهادهای سرمایه گذاری) اختصاص داده است. دوره زمانی تحقیق ۱۳۷۵ الی ۱۳۷۹ بود. در این تحقیق نسبت مالکیت هر یک از گروههای فوق از کل سهام، متغیر مستقل را تشکیل می دهد و متغیر وابسته تحقیق عملکرد شرکت است که با معیارهای ROE، نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن، $ROA, P/E$ و Q توبین سنجیده شده است. از یافته های این تحقیق می توان دریافت که مالکیت سرمایه گذاران نهادی ، به ویژه زمانی که در رده سهامداران عمده شرکت قرار می گیرند این فرصت را فراهم می آورند که هزینه های نمایندگی کاهش یابند. در نتیجه ساختار مالکیت شرکت (به معنای تمرکز و تنوع آن) قادر است بخشی از نوسانات در عملکرد مالی شرکت را توضیح دهد. در این رساله وجود رابطه ای مثبت میان سهم مالکانه سرمایه گذاران نهادی با عملکرد مالی شرکت نشان داده شده است. البته قابل ذکر است که از میان پنج سنجه معرف عملکرد مالی شرکت این تأثیر مثبت و معنادار فقط برای نسبت ROA قابل مشاهده است.

عظیم اصلانی (۱۳۸۶) در تحقیق خود تحت عنوان " حاکمیت شرکتی و روشهای تأمین مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " رابطه بین تمرکز مالکیت ، اندازه شرکت (متغیر مستقل) را با سود خالص ، وام دریافتی ، حاشیه سود و نسبتهای مالی (متغیر وابسته) در یک دوره پنج ساله بین ۷۹-۸۳ سنجیده است. تمرکز مالکیت را بر مبنای درصد بزرگ ترین سهامدار عمده اندازه گیری کرده است . وی به این نتیجه رسیده است که بین اندازه شرکت و تمرکز مالکیت ، بین سود آوری و اندازه شرکت رابطه معنی -

داری وجود دارد و بین سود آوری و تمرکز مالکیت رابطه منفی وجود دارد یعنی با افزایش تمرکز سود آوری کاهش می یابد.

ماه آوریل (۱۳۸۶) رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را بررسی کرد. لذا تعداد ۵۸ شرکت در قلمرو زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۳ بررسی شدند. در این تحقیق تمرکز مالکیت با استفاده از درصد مالکیت سهامداران عمده و سهامداران نهادی مورد بررسی قرار گرفته و عملکرد شرکت با دو معیار بازده سهام و EPS سنجیده شده است. رابطه بین EPS و تمرکز مالکیت در تحلیل پانلی، با ۹۵ درصد اطمینان نشان داد که بین درصد مالکیت سهامداران عمده و نیز سهامداران نهادی و معیار EPS، از نظر آماری ارتباط معناداری وجود دارد. درصد مالکیت سهامداران عمده تنها ۷/۱ درصد از تغییرات EPS و درصد مالکیت سهامداران نهادی ۸/۵ درصد از تغییرات EPS را تبیین می کند. از طرفی بین درصد مالکیت سهامداران عمده و معیار بازدهی ارتباط معناداری وجود ندارد، اما بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و معیار بازدهی رابطه معناداری وجود دارد و درصد مالکیت سهامداران نهادی تنها ۲/۴ درصد از تغییرات بازده را تفسیر می کند. همچنین ترکیب مالکیت با معیار EPS نسبت به بازدهی ارتباط قوی تری دارد. در نهایت نتایج نشان داد در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین تمرکز مالکیت و معیار EPS رابطه معناداری وجود دارد. هر چه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده و موجب بهبود عملکرد شرکت ها می شود و ارتباط بین تمرکز مالکیت و معیار بازدهی بستگی به نوع مالکیت و عوامل مؤثر بر آن دارد.

حساس یگانه و هم پژوهان (۱۳۸۷) تحقیقی در رابطه با بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت انجام دادند. برای این منظور ۶۱ نمونه از شرکت های پذیرفته شده در بورس را بررسی کردند همچنین برای آزمون ارتباط بین ارزش شرکت و مالکیت نهادی از روش رگرسیون خطی چند گانه استفاده شده و بای هر یک از ضرایب جزئی رگرسیون از آزمون t استیودنت و برای معناداری مدل رگرسیونی از آماره فیشرف (f) استفاده کردند. به طور کلی یافته های تحقیق شواهدی در ارتباط با تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر ارزش شرکت فراهم

می آورد که موید فرضیه نظارت کارآمد بوده و بیان می دارد که سرمایه گذاران نهادی محرک هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی کنند را نیز دارا می باشند همچنین یافته های تحقیق بیانگر این است که عرضه شرکت های دولتی در بورس اوراق بهادار تهران در تحقق اصل ۴۴ قانون اساسی و متعاقب آن پخش شدن مالکیت این شرکت ها بین سهامداران مختلف و به خصوص سرمایه گذاران نهادی رویداد مبارکی بوده و باعث ارتقای ارزش شرکت های مذکور می گردد. سرمایه گذاران نهادی با توجه به محرک هایی که برای بهبود عملکرد شرکت های سرمایه پذیر دارند، نظارتی کارآمد بر آنها اعمال دارند. بدین ترتیب سرمایه گذاران نهادی پرتفوی خود را به صورت کارآمد مدیریت نموده و در پی افزایش ارزش آن هستند. مالکین نهادی برای تحقق این منظور مدیران شرکت های سرمایه پذیر را به اخذ تصمیمات بهینه و به تبع آن بهبود عملکرد شرکت ترغیب میکنند.

بابایی زکلیکی و احمدوند (۱۳۸۷) در تحقیقی تأثیر ساختار مالکیت را از دو دیدگاه تعداد سهامداران عمده و نوع مالکیت آنها بر عملکرد شرکت ها را بررسی کردند. نمونه آماری تحقیق شامل ۵۶ شرکت در دوره زمانی سال های ۷۹-۱۳۸۳ است که سهام آنها بطور فعال در بورس معامله شده است. شرکت های مورد بررسی بر حسب نوع سهامدار عمده آنها در گروه های بخش خصوصی، نیمه خصوصی، شبه دولتی، دولتی و نهادها طبقه بندی شده اند. بررسی با استفاده از تحلیل واریانس و رگرسیون نشان داد که با افزایش تعداد سهامدار عمده، بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ها افزایش می یابد. یافته نهایی تحقیق موید آن است که ترکیبی از دو بخش خصوصی و دولتی در ترکیب مالکیت شرکت در افزایش سودآوری شرکت مثر الثمر بوده است، همچنین عملکرد شرکت های مورد بررسی بیشتر تحت تأثیر شرایط اقتصادی کشور و نوع صنعت است تا اینکه متأثر از اقدامات و تصمیمات مدیریتی باشد.

صادقی شریف و کفاش پنجه شاهی (۱۳۸۸) تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. جامعه آماری تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سالهای ۱۳۸۱ لغایت ۱۳۸۵ است.

نتایج این تحقیق به طور کامل فرض غیر خطی بودن تأثیر ترکیب سهامداران بر بازده را رد نمی کند. نتایج این تحقیق نشان می دهد شرکت هایی که درصد کمتری از سهام آنها در اختیار بزرگترین سهامدار آنها است (ترکیب سهامداران آنها پراکنده تر است) برای سرمایه گذاری گزینه های مناسب تری هستند. همچنین شرکت هایی که درصد بیشتری از سهام آنها در اختیار سهامداران حقوقی است، برای سرمایه گذاری گزینه های مناسب تری هستند. تأثیر میزان مالکیت سهامداران حقیقی و میزان مالکیت اعضای هیأت مدیره یک شرکت بر بازده آن تأیید نشد.

۲-۵- بخش چهارم: جمع بندی

با توجه به اهمیت و ضرورت توجه به مسایل نمایندگی از یک سو و به تبع آن افزایش هزینه های نمایندگی و از سوی دیگر تضاد منافع بین سهامداران عمده و سهامداران جزء از سوی دیگر، این امر ضروری است که سازمان بورس اوراق بهادار تهران، تأکیدی بیش از پیش بر اجرایی و عملی ساختن آیین نامه راهبری شرکت ها اعمال نماید. هر چند که وجود سهامداران جزء و توزیع مالکیت موجب افزایش هزینه های نمایندگی می شود، در مقابل تمرکز عمده مالکیت در دست یک یا چند سهامدار ، هزینه ها و مسایل نمایندگی را کاهش می دهد اما در عین حال این احتمال وجود دارد که حقوق سهامداران جزء تضییع شود و توان کنترل آنها بر اداره شرکت کاهش یابد. مقایسه نتایج پژوهش های پیشین نشان می دهد که در عمل نسخه ثابت و مشخص درباره ترکیب بهینه ساختار مالکیت شرکت ها وجود ندارد. این امر بستگی به عوامل متعددی نظیر میزان توسعه یافتگی اقتصادی کشور، شرایط حاکم بر بازار، شفافیت اطلاعاتی، میزان کنترل واحد ها و ارگان های

ذیربط نظیر دولت، فرهنگ حاکم بر روابط بین مدیران و سهامداران، رعایت حقوق سهامداران، شرایط سیاسی و اقتصادی و سایر عوامل دارد.

چه بسا در برخی شرکت ها به واسطه وجود سهامداران عمده ممکن است در مدیریت امور و اداره سازمان صرفه جوی های زمانی و هزینه ای شود یا زمانی که کارکنان سهامدار شرکت باشند توان کنترل و نظارت بیشتری بر امور شرکت خواهند داشت اما این احتمال نیز وجود دارد که تعدد سهامداران جزء که هر یک دارای حق رأی ناچیزی هستند، ممکن است موجب افزایش تعداد آراء سهامداران در مجامع و نیز ایجاد بی نظمی در تصمیم گیری های کلان شرکت نظیر انتخاب اعضای هیأت مدیره و تصمیمات مجامع شوند. لذا یک حالت بهینه و مشخص برای ساختار مالکیت وجود ندارد.

نتیجه بررسی های پیشین در سایر کشورها نیز مؤید این مطلب است. طبق بررسی که در کشور مصر انجام شد این نتیجه حاصل شد که شرکت های هلدینگ و شرکت های بخش خصوصی که مالک عمده شرکت هستند دارای بیشترین تأثیر بر بازده سهام شرکت هستند در حالیکه رابطه مالکیت مدیریتی و بخش دولتی با عملکرد شرکت یک رابطه ضعیف است. در مقابل بررسی کشور هند نتیجه ای معکوس داشت بدین صورت که مدیران سهامدار دارای تأثیر فوق العاده ای بر عملکرد شرکت هستند.

با بررسی ماهیت ونحوه تأثیر ساختار مالکیت (به عنوان یکی از ابعاد حکمرانی شرکت) بر عملکرد شرکت، می توان اثر بخشی ساختار مالکیت را بررسی نمود. حاکمیت شرکتی به عنوان ابزاری برای حل مسایل مذکور و نیز تضاد منافع بین سهامداران و مدیران بوجود آمده است.

طبق تحقیقات پیشین که در سایر کشورها انجام شده است، عمده ترین بعد ساختار مالکیت به لحاظ حکمرانی شرکت ها، **جنبه سهامداران عمده و نوع مالکیت آنها و توزیع مالکیت** است. این تحقیق نیز با الگوبری از تحقیقات پیشین، بر جنبه میزان نفوذ سهامداران عمده و تأثیر آن بر عملکرد شرکت تأکید دارد.

۲-۶- چکیده فصل

در این فصل ابتدا پیشینه تحقیق با تأکید بر تحقیقات انجام شده درباره اثر ساختار مالکیت از نظر تراکم بر عملکرد شرکت ها بیان شد. سپس مبانی نظری تحقیق با تئوری های مربوط به نمایندگی شروع شد که تئوری اصلی و شکل دهنده به مبانی نظری مربوط به حاکمیت شرکتی است. پس از آن به حاکمیت شرکتی و سیستم های مطرح در این زمینه پرداخته شد تا از این طریق نشان داده شود که اصلی ترین جزء در حاکمیت شرکتی ، ساختار مالکیت شرکت به عنوان عامل کنترل درونی است. سپس سیستم های مالی به عنوان عوامل بیرونی حاکمیت شرکتی مطرح شد. در آخر به محیط حاکمیت شرکتی در ایران و رابطه حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت و سنجه های عملکردی که در این زمینه معمولاً مورد استفاده قرار می گیرد پرداخته شده است.

فصل سوم

روش پژوهش

۳-۱- مقدمه

پس از اینکه در فرایند پژوهش با چارچوب نظری پیرامون موضوع پژوهش آشنا شدیم و پژوهش‌های مرتبط با موضوع را مورد بررسی قرار دادیم، خواهیم توانست با دیدگاهی وسیع تر و ابعادی جدیدتر به موضوع پژوهش خود بپردازد. همچنین خواهیم توانست بر اساس چارچوب نظری پژوهش و روش‌های به کار گرفته شده در پژوهش‌های قبلی، روش مناسب را انتخاب و به نتایج بهتری دست یابیم. روش پژوهش یکی از مراحل بسیار مهم در انجام پژوهش‌های علمی است و روش شناختی درست پژوهش، موجب به کارگیری ابزار و روش‌های معتبر در فرایند بررسی واقعیت‌ها، کشف مجهولات و حل مشکلات خواهد شد. در این فصل ابتدا فرضیه‌های پژوهش مطرح می‌گردد. در ادامه جامعه آماری پژوهش که شامل قلمرو مکانی و زمانی پژوهش می‌باشد، معرفی گردیده است. روش نمونه‌گیری و روش جمع‌آوری داده‌های پژوهش موضوع بعدی است که در این فصل مورد توجه قرار گرفته است. به دنبال آن به توصیف مدل پژوهش پرداخته می‌شود همچنین در این

قسمت متغیرهای اصلی مدل توضیح داده می شود. در نهایت به منظور آشنایی با چگونگی روش پژوهش، که در رسیدن به اهداف این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است، روش پژوهش و ابزارهای لازم برای تجزیه و تحلیل داده‌ها که شامل آزمون‌های آماری و نرم افزارهای مورد استفاده می باشد، تشریح خواهد شد.

۳-۲- نوع پژوهش

کلیه تحقیقات علمی، بر اساس دو مبنای هدف و ماهیت و روش گردآوری داده‌ها، طبقه بندی می شوند. تحقیقات بر مبنای هدف در سه دسته‌ی تحقیقات بنیادی، کاربردی و عملی قرار گرفته و بر مبنای ماهیت و روش، تحقیقات علمی را می توان در پنج گروه تاریخی، توصیفی، علی، همبستگی و تجربی و قرار داد. با عنایت به طبقه بندی مذکور، می توان این تحقیق را بر مبنای هدف، از نوع کاربردی و بر مبنای ماهیت و روش، از نوع توصیفی- همبستگی به حساب آورد.

۳-۳- فرضیه‌های تحقیق

با توجه به توضیحات مفصلی که در فصل دوم ارائه شد ممکن است هزینه های نمایندگی باعث شود منابع شرکت در غیر از حالت بهینه و با هدفی غیر از حداکثر سازی ارزش شرکت انجام گیرد، که عمده ترین هزینه نمایندگی، نمایندگی کارگزار یا مدیر است که با توجه به امکان وجود تضاد بین منافع مدیر و سهامداران در برخی جهات ممکن است مدیران در جهت منافع خود حرکت کرده و این اقدام موجب تحمیل هزینه به شرکت و کمتر شدن ارزش شرکت از میزان مطلوب شود.

یکی از روش های ممانعت از این عمل وجود سهامدار عمده است که بر فعالیت کارگزار نظارت دقیق داشته باشد که این خود ممکن است موجب حرکت سهامداران عمده در جهت منافع شخصی خود و غیر از منافع سهامداران جزء و به نوبه خود کم شدن ارزش شرکت و عملکرد آن شود.

برای اندازه گیری میزان نفوذ سهامداران عمده در شرکت روش های مختلفی استفاده شده که ما در این پژوهش از روش مورد استفاده موروک، شلیفر و ویشنی استفاده می کنیم به این ترتیب که سه سطح نفوذ و کنترل برای سه سهامدار بزرگتر شرکت تعریف می کنیم که عبارتند از:

اندازه گیری میزان مالکیت با تعریف سه سطح مالکیت برای سهامداران عمده بر حسب مجموع سهام ایشان که شامل مالکیت کم (Lown)، مالکیت متوسط (Mown) و مالکیت زیاد (Hown) می باشد.

اندازه گیری عملکرد شرکت توسط ۶ متغیر شامل قیمت به عایدی هر سهم $\frac{P}{E}$ ، کارایی سود خالص، کارایی فروش، بازده فروش، بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام انجام گرفته است.

حال سوال عمده این است که آیا این میزان تمرکز در مالکیت بر عملکرد شرکت های تولیدی و بازرگانی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر قابل ملاحظه ای دارد یا خیر؟

به منظور پاسخ به سوال مذکور فرضیه های زیر تدوین شده اند:

فرضیه اصلی ۱: بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت های کارایی عملیاتی و سودآوری شرکت های تولیدی و بازرگانی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی ۲: در صورت وجود رابطه بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت های کارایی عملیاتی و سودآوری، میزان رابطه مذکور در شرکت های تولیدی و بازرگانی تفاوت معناداری دارد.

۳-۴- قلمرو مکانی و زمانی پژوهش

شرط لازم برای انجام هر پژوهشی در دسترس بودن اطلاعات است. در وضعیت کنونی ایران، اطلاعات مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در دسترس است. همچنین با توجه به معیارها و ضوابطی که سازمان بورس اوراق بهادار برای پذیرش، ادامه فعالیت و نحوه گزارشگری شرکت ها تعیین کرده است،

اطلاعات مربوط به شرکت‌های عضو بورس از کیفیت بالاتری برخوردار بوده، منسجم‌تر و همگن‌تر است. بنابراین قلمرو مکانی پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

قلمرو زمانی پژوهش حاضر مشتمل بر ۴ سال از قرار سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸ می باشد.

۳-۵- نمونه آماری پژوهش و روش نمونه‌گیری

هدف از انجام هر پژوهش، شناخت و پیش بینی یک پدیده، در یک جامعه آماری است. برای بدست آوردن شناخت از آن پدیده، نمونه ای از آن جامعه انتخاب می شود و تجزیه و تحلیل‌ها بر روی آن نمونه منتخب انجام می گیرد و سپس نتایج به کل جامعه آماری تعمیم داده می شود. در پژوهش حاضر برای تعیین نمونه آماری، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور آن دسته از شرکت‌های جامعه آماری که شرایط زیر را دارا باشند به عنوان نمونه آماری انتخاب و مابقی حذف می شوند.

۱. سهام آنها دارای وقفه معاملاتی بیشتر از سه ماه نبوده باشد.
۲. طی دوره زمانی مورد مطالعه، در هر سال دارای یک سال تقویمی بوده باشند.
۳. اطلاعات مورد نیاز این شرکت‌ها از طریق منابع موجود (پایگاه‌های اطلاعاتی بورس) در دسترس باشد.

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۱۵۴ شرکت انتخاب شده است.

۳-۶- ابزار جمع آوری داده‌های مورد نیاز تحقیق

داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک‌های اطلاعاتی «تدبیر پرداز» و «ره آورد نوین» استخراج شده است. در صورت ناقص بودن داده‌های موجود در این بانک اطلاعاتی، به آرشیوهای دستی

موجود در کتابخانه‌ی سازمان بورس اوراق بهادار و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی- سازمان بورس اوراق بهادار مراجعه گردید. پس از جمع آوری داده‌هایی که برای انجام تحقیق مورد نیاز است، انتخاب ابزاری مناسب به منظور محاسبه و تجزیه و تحلیل اطلاعات مربوط به متغیرها اهمیت خاصی دارد. به منظور انجام محاسبات و آماده نمودن داده‌ها به اطلاعات مورد نیاز تحقیق و همچنین تجزیه و تحلیل آنها، از نرم افزارهای Excel و Eviews استفاده شده است. یکی از مواردی که بایستی در مورد جمع آوری داده‌ها به آن توجه کرد، روایی ابزارهای گردآوری داده‌ها است. منظور از روایی ابزار گردآوری داده‌ها این است که ابزارها بتوانند واقعیت‌ها را به خوبی نشان دهد. از آنجا که ابزار گردآوری داده‌ها در این پژوهش، بانک‌های اطلاعاتی تهیه شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و یا کتابخانه‌ی سازمان بورس اوراق بهادار تهران است؛ لذا می توان به روایی ابزارهای گردآوری داده‌ها اعتماد نمود.

۳-۷- مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

تمرکز در مالکیت و اثر آن بر معیارهای عملکردی شرکت عینا مانند موروک شلیفر و ویشنی تعریف و اندازه-گیری شده است یعنی نه تنها وجود تمرکز زیاد و متوسط در مالکیت ناقض وجود تمرکز کم در مالکیت نیست که بالعکس نشان می دهد تمرکز کم در مالکیت به طور کامل وجود دارد.

به دلیل اینکه یکی از معیارهای عملکرد به تنهایی قابل اتکا نمی باشد و جامعیت ندارد ۶ متغیر برای اندازه-گیری عملکرد لحاظ شده است و برای اندازه گیری میزان اثر تمرکز در مالکیت بر هر کدام یک معادله لحاظ می شود.

(۳-۱)

$$NIE_{it} = \alpha + \beta_1 Lown_{it} + \beta_2 Mown_{it} + \beta_3 Hown_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 N_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این معادله:

α نشان دهنده عرض از مبدا مدل، β ضریب برآورد شده برای هر یک از متغیرهای مستقل t به ترتیب نشان دهنده شرکت و سال مالی می باشد.

NIE_{it} : کارایی سود خالص که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$\text{کارایی سود} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{تعداد کارکنان}}$$

$Lown_{it}$: نشان دهنده ی میزان و درجه ایست که تمرکز کم در مالکیت وجود دارد.

$Mown_{it}$: نشان دهنده ی میزان و درجه ایست که تمرکز متوسط در مالکیت وجود دارد.

$Hown_{it}$: نشان دهنده ی میزان و درجه ایست که تمرکز زیاد در مالکیت وجود دارد.

$Size_{it}$: اندازه شرکت که از لگاریتم جمع کل دارایی های شرکت به دست می آید.

$Debt_{it}$: نسبت بدهی که از حاصل تقسیم کل دارایی ها بر کل بدهی های شرکت محاسبه می شود.

N_{it} : تعداد کارکنان شرکت.

(۳-۲)

$$SE_{it} = \alpha + \beta_1 Lown_{it} + \beta_2 Mown_{it} + \beta_3 Hown_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 N_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این معادله:

SE_{it} : کارایی فروش که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$\text{بازده فروش} = \frac{\text{فروش}}{\text{تعداد کارکنان}}$$

از آنجایی که متغیرهای مستقل و کنترلی تمام معادله‌ها یکسان می‌باشند از این رو متغیرهای مذکور تنها در رابطه (۳-۱) تشریح گردیده است.

(۳-۳)

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 Lown_{it} + \beta_2 Mown_{it} + \beta_3 Hown_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 N_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این معادله:

ROA_{it} : بازده داراییهای شرکت می باشد که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$\text{بازده فروش} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{مجموع داراییها}}$$

(۳-۴)

$$ROS_{it} = \alpha + \beta_1 Lown_{it} + \beta_2 Mown_{it} + \beta_3 Hown_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 N_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این معادله:

ROS_{it} : بازده فروش شرکت می باشد که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$\text{بازده فروش} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{فروش}}$$

(۳-۵)

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 Lown_{it} + \beta_2 Mown_{it} + \beta_3 Hown_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 N_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این معادله:

ROE_{it} : بازده حقوق مالکانه شرکت می باشد که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$\text{بازده حقوق مالکانه} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق مالکانه}}$$

(۳-۶)

$$\frac{P_{it}}{E_{it}} = \alpha + \beta_1 Lown_{it} + \beta_2 Mown_{it} + \beta_3 Hown_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 N_{it} + \varepsilon_{it}$$

P_{it} : قیمت سهام شرکت در پایان سال مالی

E_{it} : عایدی هر سهم شرکت در پایان سال مالی

۳-۸- روش‌های آماری مورد استفاده در پژوهش

در مواردی که بررسی بین یک متغیر وابسته با یک یا چند متغیر مستقل مدنظر باشد و محقق بخواهد بر اساس این ارتباط و با استفاده از داده‌های تاریخی، پارامترهایی برای متغیر مستقل برآورد کرده و با ارائه مدل اقدام به پیش بینی نماید از سه نوع داده به شرح زیر می توان استفاده نمود:

الف- داده‌های سری زمانی

ب- داده‌های مقطعی

ج- داده‌های ترکیبی

داده‌های سری زمانی، مقادیر یک متغیر را در نقاط متوالی در زمان، اندازه‌گیری می کند. این توالی می تواند سالانه، فصلی، ماهانه، هفتگی یا حتی به صورت پیوسته باشد. داده‌های مقطعی، مقادیر یک متغیر را در زمان معین و روی واحدهای متعدد اندازه گیری می کند. داده‌های ترکیبی روشی برای تلفیق داده‌های مقطعی و سری زمانی است. به طور کلی باید گفت داده‌های ترکیبی تحلیل‌های تجربی را به شکلی غنی می سازند که در صورت استفاده از داده‌های سری زمانی یا مقطعی این امکان وجود ندارد. (مُهرانی، ۱۳۷۸). از آنجایی که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۲ ملزم به تهیه و ارائه گزارشات مالی میان دوره ای شده اند و همچنین تعداد شرکت‌هایی که از سال فوق به طور مرتب اقدام به ارائه گزارشات مالی میان دوره ای کرده‌اند، اندک می باشند؛ لذا نتایج حاصل از تخمین مدل با استفاده از داده‌های سری زمانی یا داده‌های مقطعی (به دلیل کم بودن تعداد مشاهدات) مطلوب نخواهد بود. به همین خاطر با استفاده از داده-های ترکیبی اقدام به تخمین مدل‌ها خواهیم نمود.

مزایای استفاده از داده‌های ترکیبی:

۱. از آنجا که داده‌های ترکیبی به بنگاه‌ها طی زمان ارتباط دارند، وجود ناهمسانی واریانس در این واحدها محدود می‌شود.

۲. با ترکیب مشاهدات سری زمانی و مقطعی، داده‌های ترکیبی با اطلاعات بیشتر، تغییر پذیری بیشتر، همخطی کمتر میان متغیرها و درجات آزادی بیشتر، کارایی بالاتری را ارائه می‌نمایند.

۳. با مطالعه مشاهدات مقطعی تکراری، داده‌های ترکیبی به منظور مطالعه پویای تغییرات، مناسب‌تر و بهترند.

۴. داده‌های ترکیبی تاثیراتی را که نمی‌توان به سادگی در داده‌های مقطعی و سری زمانی مشاهده کرد، بهتر معین می‌کند.

۵. داده‌های ترکیبی با ارائه داده برای هزاران واحد، می‌توانند تورشی (نا اریبی) را که ممکن است در نتیجه لحاظ افراد یا بنگاه‌ها حاصل می‌شود، حداقل سازد.

۳-۸-۱- روش‌های تخمین با استفاده از داده‌های ترکیبی

داده‌های ترکیبی را می‌توان به دو روش تلفیقی^۱ و تابلویی^۲ تخمین زد. هنگامی که داده‌ها روی هم انباشته می‌شوند و اختلاف بین مقاطع نادیده انگاشته می‌شود از روشی که اصطلاحاً به آن روش داده‌های تلفیقی می‌گویند، استفاده می‌شود. در این روش مشاهدات مربوط به داده‌های مقطعی در طول چندین دوره قادر است کلیه تفاوت‌های میان واحدهای مقطعی و زمان را توضیح دهد. در صورتیکه تفاوت‌های فردی از اهمیت برخوردار باشد استفاده از روش داده‌های تلفیقی چندان مناسب نیست. در چنین شرایطی روش داده‌های تابلویی با حذف محدودیت یکسان بودن اثرات فردی این مشکل را تقلیل می‌دهد. به عبارت دیگر داده‌های تابلویی را می‌توان با در نظر گرفتن آثار فردی و ناهمگنی میان افراد به یکی از روش‌های اثرات ثابت یا اثرات

^۱ - Pooling

^۲ - Panel Data

تصادفی تخمین زد. در روش اثرات ثابت، تفاوت بین گروه‌ها در عرض از مبدا نمود پیدا می کند و فرض می شود که هر گروه در طول زمان دارای یک عرض از مبدا ثابت است. اما در روش اثرات تصادفی، ناهمگنی بین گروه‌ها به عوامل تصادفی نسبت داده می شود و برآیند این اثرات تصادفی برای هر گروه محاسبه شده و به صورت یک جزء خطا که از دو بخش تشکیل شده است و بخش دوم بیانگر تفاوت‌های بین گروهی است. به عبارت دیگر تفاوت روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی در این است که در روش اثرات ثابت، ناهمسانی‌ها به عوامل ثابتی که بین گروه‌ها متفاوتند نسبت داده می شود. بنابراین برای هر گروه یک عرض از مبدا ثابت داریم. اما در روش اثرات تصادفی عرض از مبدا مخصوص هر گروه، حالت تصادفی دارد زیرا از جمع عرض از مبدا مشترک یک جزء تصادفی حاصل می شود.

در پژوهش حاضر داده‌ها از نوع ترکیبی می باشند. به منظور تشخیص اینکه از کدام روش (تلفیقی یا تابلویی) برای تخمین استفاده شود و در صورت پذیرفته شدن روش تابلویی کدام مدل (اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) به کار گرفته شود، مستلزم آزمون فرضیه‌هایی می باشد که در ادامه به توضیح آنها پرداخته می شود.

۳-۸-۲-آزمون F لیمر

برای انتخاب یکی از روش‌های تلفیقی یا تابلویی از آماره F لیمر استفاده می شود. این آزمون مقایسه بین مجموع مربعات جملات خطا (RSS) در روش داده‌های تابلویی و تلفیقی می باشد. از آنجا که در روش داده‌های تلفیقی پارامترهای محدود کننده بیشتری (از قبیل آن که ضرایب عرض از مبدا در طول زمان و در بین داده‌های مقطعی ثابت در نظر گرفته می شود) وجود دارد؛ لذا انتظار بر این است که روش داده‌های تلفیقی نسبت به روش داده‌های تابلویی، RSS بیشتری داشته باشد. بنابراین اگر RSS روش حداقل مربعات معمولی (OLS)^۲، با اضافه شدن محدودیت‌ها به طور معنی داری افزایش پیدا نکند بهتر است که از این روش استفاده شود. در غیر این صورت روش داده‌های تابلویی مناسب‌تر است. در این آزمون، مدل تلفیقی به عنوان

³ - Ordinary Least Squares

مدل مقید و مدل اثرات تصادفی به عنوان مدل غیر مقید شناخته می شوند. بنابراین در این آزمون مجموع مربعات باقیمانده مدل مقید و مدل غیر مقید با هم مقایسه می شود:

$$F_{(N-1),(NT-N-K)} = \frac{RRSS - URSS/N - 1}{URSS/NT - N - K}$$

که در آن K نشاندهنده متغیرهای توضیحی است و N نماینده مقاطع می باشد. $(N-1)$ تعداد درجات آزادی در مدل مقید و $(NT-N-K)$ نیز تعداد درجه آزادی در مدل غیرمقید می باشد.

در این آزمون فرضیه H_0 مبنی بر یکسان بودن عرض از مبدا هاست. بدین معنی که اختلاف درون گروهی خیلی شدید نبوده و نیازی به استفاده از روش داده‌های تابلویی نمی باشد. در مقابل فرضیه H_1 یکسان نبودن عرض از مبداها را نشان می دهد و استفاده از روش داده‌های تابلویی را توصیه می کند.

$$\begin{cases} H_0 : \alpha_i = \alpha \\ H_1 : \alpha_i \neq \alpha \end{cases}$$

چنانچه F محاسبه شده، از F جدول با درجه آزادی $(N-1)$ و $(NT-N-K)$ بزرگتر باشد، فرضیه H_0 مبنی بر پذیرش داده‌های تلفیقی را نمی توان پذیرفت، بنابراین روش داده‌های تابلویی ارجحیت دارد.

لازم به ذکر است که آزمون فرضیه‌های تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ (خطای ۵٪) انجام می شود

۳-۸-۳- آزمون هاسمن

اگر بعد از انجام دادن آزمون F لیمر، فرضیه H_0 رد شده باشد این پرسش مطرح می شود که مدل در قالب کدام یک از روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی قابل بررسی است. آزمون هاسمن برای تعیین روش تخمین در روش داده‌های تابلویی به کار می رود. آماره این آزمون دارای توزیع χ^2 - دو با K درجه آزادی است و فرضیه آن به صورت زیر است:

$$\begin{cases} H_0 : b_s = \hat{B}_s \\ H_1 : b_s \neq \hat{B}_s \end{cases}$$

مدل

$$W = (b_s - \hat{B}_s)' (M_1 - M_0)^{-1} (b_s - \hat{B}_s) \cong X^2$$

M_0 : ماتریس واریانس - کواریانس به روش اثرات تصادفی

M_1 : ماتریس واریانس - کواریانس به روش اثرات ثابت

$\hat{B}_s$: برآورد به روش اثرات تصادفی

b_s : برآورد به روش اثرات ثابت

چنانچه آماره محاسبه شده بزرگتر از χ^2 - دو جدول با K درجه آزادی باشد فرضیه H_0 مبنی بر پذیرش اثرات تصادفی رد می شود. در این صورت از روش اثرات ثابت استفاده می گردد. ولی اگر فرضیه H_0 پذیرفته شود باید از روش اثرات تصادفی استفاده شود.

۳-۸-۳-۱- اثرات ثابت

در این روش، عرض از مبدا برای هریک از واحدها متفاوت است اما ضرایب شیب میان واحدهای مختلف ثابت است. این مدل، اثرات ثابت نامیده می شود. اصطلاح اثرات ثابت به این دلیل است که با وجود تفاوت عرض از مبدا میان واحدهای مختلف، عرض از مبدا طی زمان تغییر نمی کند.

۳-۸-۲- اثرات تصادفی

مدل اثرات تصادفی هنگامی یک الگوی مناسب به شمار می رود که تفاوت بین داده‌های مقطعی به صورت تصادفی باشد. باید توجه داشت در این حالت ممکن است واریانس‌های مربوط به مقاطع مختلف با هم یکسان نبوده و مدل مورد نظر دچار ناهمسانی واریانس باشد، که باید به جای روش OLS از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS)^۴ استفاده کرد.

۳-۸-۴- روش تخمین

یکی از مباحث اصلی تحلیل‌های رگرسیونی تخمین مدل‌های رگرسیون است. منظور از تخمین یک مدل رگرسیونی در واقع تخمین پارامترهای آن است که با استفاده از روش‌های مختلفی می توان آن را انجام داد. از مهمترین آنها می توان به روش‌های زیر اشاره کرد:

۱. روش حداقل مربعات معمولی (OLS)

۲. روش حداکثر راست نمایی (ML)^۵

روش حداقل مربعات معمولی نسبت به روش حداکثر راست نمایی از شهرت بیشتری برخوردار است و کاربرد گسترده‌تری دارد. همچنین این روش نسبت به روش حداکثر راست نمایی ساده‌تر بوده و پیچیدگی‌های آن را ندارد. به علاوه، در صورتیکه فروض مدل رگرسیون خطی کلاسیک برقرار باشد، می توان اثبات کرد که روش حداقل مربعات در مقایسه با سایر روش‌ها، بدون تورش (نا اریب) و دارای حداقل واریانس بوده و بهترین برآورد کننده‌ی نا اریب خطی است (مُهرانی، ۱۳۷۸). در این پژوهش برای تخمین پارامترها از روش حداقل مربعات معمولی استفاده شده است.

^۴ - General Least Squared

^۵ - Maximum likelihood Method

۳-۸-۵-آزمون‌های آماری

در پژوهش حاضر، برای دستیابی به نتایج پژوهش از آمار استنباطی استفاده خواهد شد. در آمار استنباطی گروه کوچکی از جامعه انتخاب شده و فرضیه‌های مدنظر محقق، در مورد آنها مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس به منظور تعمیم نتایج حاصل از نمونه به کل جامعه، یک سری آزمون‌های آماری انجام می‌شود. در ادامه به آزمون‌های آماری مورد استفاده در این پژوهش اشاره خواهد شد.

۳-۹-۵-۱-آزمون جارکو-برا

برای کسب نتایج قابل اطمینان از تحقیق، باید از روش‌های آماری مناسب استفاده گردد و برای شناسایی روش‌های آماری مناسب لازم است که نوع توزیع جامعه مشخص شود. اگر توزیع داده‌ها نرمال، باشد می‌توان برای آزمون فرضیه‌ها از آزمون‌های پارامتری استفاده کرد، در غیر این صورت باید از روش‌های غیر پارامتری استفاده شود. آزمون جارکو - برا، نوع توزیع متغیرها را مشخص می‌کند و برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیرها از آن استفاده می‌شود.

۳-۸-۵-۳-آزمون t

از آزمون t به منظور بررسی معنی دار بودن ضرایب محاسبه شده، ضرایب همبستگی و مدل‌های رگرسیونی استفاده می‌شود. توزیع t شباهت زیادی به توزیع Z دارد. با این وجود بین این دو توزیع تفاوت‌هایی نیز ملاحظه می‌شود. به عنوان مثال توزیع کمیت Z، نرمال است در حالیکه توزیع کمیت t تحت تاثیر تعداد آزمودنی‌ها قرار دارد. توزیع t برای نمونه‌های کوچک به کار برده می‌شود و هرچه تعداد نمونه بیشتر شود شکل توزیع به منحنی نرمال نزدیک‌تر و زمانی که حجم نمونه به ۳۰ برسد تقریباً با توزیع نرمال یکی میشود.

بر اساس آزمون t چنانچه سطح معنی داری محاسبه شده کمتر از ۵٪ باشد (سطح معنی داری برابر با ۵٪) در این صورت مقادیر محاسبه شده از لحاظ آماری ۹۵٪ معنی دار هستند.

۳-۸-۴-۵-آزمون F فشر

معمولا از آزمون t برای مطالعه تفاوت و اثرگذاری در رابطه به دو متغیر استفاده می شود. در مواردی که اثرگذاری چند متغیر مدنظر باشد آزمون t صرفا قادر است به طور مجزا به بررسی اثرگذاری هریک از متغیرهای مستقل بر وابسته بپردازد در این صورت بروز اشتباهات آماری و محاسبه غلط اجتناب ناپذیر خواهد بود. به منظور رفع این مشکل از آزمون F فشر استفاده می شود. این روش امکان تشخیص تفاوت‌های معنی دار بین گروه‌ها و تاثیر کل متغیرها به صورت همزمان را فراهم می کند.

۳-۸-۵-۵-آزمون دوربین - واتسون

یکی از مشهورترین آزمون‌ها جهت تشخیص وجود یا عدم وجود خود همبستگی، آزمون دوربین واتسون است. این آزمون تابع مفروضاتی به شرح زیر است:

۱. مدل رگرسیونی دارای جزء عرض از مبدا است.

۲. متغیرهای مستقل غیر تصادفی است.

۳. اجزای اخلاص به وسیله الگوی خود رگرسیونی مرتبه اول حاصل می شوند.

۴. مدل رگرسیون شامل مقادیر با وقفه‌ای از متغیرهای وابسته به عنوان یکی از متغیرهای توضیحی نیست. به بیان دیگر مدل رگرسیون دارای الگوی خود رگرسیونی نیست.

۵. هیچ مشاهده مفقوده‌ای در داده‌ها وجود ندارد.

از آنجا که یکی از مدل‌های مورد استفاده در پژوهش حاضر دارای الگوی خود رگرسیونی است، یکی از فروض اساسی کاربرد آزمون دوربین- واتسون را نقض می‌کند؛ لذا برای کشف خود همبستگی استفاده از این آزمون امکان پذیر نیست. بنابراین به عنوان یک آزمون جایگزین می‌توان از آزمون h دوربین استفاده نمود.

۳-۹- تحلیل رگرسیون

تحلیل رگرسیون روشی برای مطالعه سهم یک یا چند متغیر مستقل در پیش بینی متغیر وابسته است. میزان تغییر یک متغیر بر اثر متغیر دیگر را ضریب رگرسیون می‌گویند که عبارت از میزان تغییری که در متغیر وابسته بر اثر یک واحد تغییر در متغیر مستقل بروز می‌کند. ضریب تعیین مهمترین معیاری است که با آن می‌توان رابطه بین متغیر مستقل و وابسته را توضیح داد. این ضریب شاخصی است که بیانگر درصد تغییرات بیان شده به وسیله مدل رگرسیون است. به عبارت دیگر این شاخص نشان می‌دهد که چند درصد مقادیر پیش بینی شده متغیر وابسته با مقادیر واقعی انطباق دارد. تحلیل رگرسیون با چندین فرض اصلی و مهم رو به رو است که در ادامه به مفروضات اساسی مربوط به مدل‌های رگرسیون پرداخته می‌شود.

۳-۹-۱- فروض مدل رگرسیون خطی کلاسیک

اگر یک یا چند مورد از این مفروضات مدل رگرسیون برقرار نباشد، تفسیر نتایج مربوط به مدل‌های رگرسیونی غلط و پشی بینی ضعیف خواهد بود. این مفروضات عبارتند از:

۱. عدم وجود ناهمسانی واریانس جملات اختلال (U)

۲. عدم وجود هم خطی کامل بین متغیرهای توضیحی

۳. عدم وجود خود همبستگی بین جملات اختلال

۴. میانگین اجزای باقیمانده (خطاها) مساوی صفر است

۵. کواریانس صفر بین جملات اختلال و متغیرهای توضیح دهنده

۶. عدم وجود تورش تصریح

۷. غیرتصادفی بودن متغیرهای توضیحی

۳-۱۰- خلاصه فصل

در این فصل، روش مورد استفاده برای انجام پژوهش توضیح داده شد. نوع پژوهش، جامعه و نمونه‌ی آماری، ابزارهای گردآوری اطلاعات مشخص گردید. سپس فرضیه‌های آماری که ادعای محقق در خصوص وجود رابطه بین تمرکز مالکیت و تغییر در نسبت های کارایی عملیاتی و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است، بیان گردید و مدل‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های فوق به همراه توضیحاتی راجع به متغیرهای مدل و نحوه محاسبه آنها تشریح گردید. فرضیه‌ها در این پژوهش از نوع استنباطی بوده که با مطالعه بر روی نمونه‌ای از جامعه مورد آزمون قرار می‌گیرند. همچنین در این فصل، به نحوه آزمون هر یک از فرضیه‌ها، روش های آماری مورد استفاده و مفروضات کلاسیک مدل رگرسیون خطی، به طور مفصل اشاره شد.

فصل چهارم

تجزیه و تحلیل اطلاعات

۴-۱- مقدمه

نتیجه‌گیری مطلوب حاصل تجزیه و تحلیل دقیق اطلاعاتی است که بر مبنای سوال اصلی پژوهش گردآوری شده است. بنابراین تجزیه و تحلیل اطلاعات به عنوان بخشی از فرایند روش تحقیق علمی، یکی از پایه‌های اصلی هر مطالعه و بررسی است. هدف از تجزیه و تحلیل، تبدیل داده‌ها به شکل قابل فهم و قابل تفسیر است. در فصل سوم ضمن ارائه فرضیه‌ها، مدل‌ها و متغیرهای تحقیق، شیوه گردآوری داده‌ها و روش‌های آماری مناسب جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق مطرح گردید. اکنون نوبت آن است که داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه پژوهش جمع آوری شود و با استفاده از روش‌های آماری متناسب با روش پژوهش و نوع متغیرها، دسته بندی و تجزیه و تحلیل گردد. در این فصل برای پاسخگویی به مسئله تدوین شده و یا تصمیم گیری در مورد تایید یا رد فرضیه یا فرضیه‌های پژوهش، از روش‌های مختلف تجزیه و تحلیل استفاده می شود. در این فصل به آمار توصیفی متغیرهای پژوهش پرداخته و سپس از آزمون F لیمر و هاسمن جهت مشخص نمودن روش تخمین مدل‌ها استفاده می گردد. بعد از تخمین مدل‌ها، به تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از آنها پرداخته می شود.

۴-۲- تحلیل توصیفی

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که برای جمع‌آوری، خلاصه کردن، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. در واقع این آمار، داده‌ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می‌کند و طرح یا الگوی کلی از داده‌ها برای استفاده سریع و بهتر از آنها به دست می‌دهد. در یک جمع‌بندی با استفاده مناسب از آمار توصیفی می‌توان ویژگی‌های یک دسته از اطلاعات را بیان کرد. پارامترهای مرکزی و پراکندگی به همین منظور به کار می‌روند. کارکردهای این معیارها این است که می‌توان خصوصیات اصلی مجموعه‌ای از داده‌ها را به صورت یک عدد بیان کنند و بدین ترتیب افزون بر آن که به فهم بهتر نتایج یک آزمون کمک می‌کنند، مقایسه نتایج آن آزمون را با آزمون‌ها و مشاهدات دیگر نیز تسهیل می‌نماید.

۴-۲-۱- تحلیل توصیفی متغیرهای مدل‌های پژوهش

در پژوهش حاضر از شش مدل (۱-۳)، (۲-۳)، (۳-۳)، (۴-۳)، (۵-۳) و (۶-۳) جهت تخمین استفاده گردید. مدل‌های فوق در فصل سوم ارائه گردید و نحوه محاسبه متغیرهای آن تشریح گردید. از آنجا که تحلیل توصیفی هریک از مدل‌ها مشابه می‌باشد؛ لذا به منظور اجتناب از ارائه توضیحات تکراری، در این قسمت آمار توصیفی مربوط به مدل (۱-۳) ارائه می‌شود و آمار توصیفی مربوط به سایر مدل‌ها در پیوست ارائه گردیده است. در جدول (۱-۴) برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار، ارائه شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر NIE_{it} برابر با ۹۰۵,۱۰۴۷ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که در جدول (۱-۴) مشاهده می‌شود میانه متغیر NIE_{it} برابر با ۱۰۷,۹۷۳ می‌باشد که نشان‌دهنده این است که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. انحراف معیار یکی از مهمترین

پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است. مقدار این پارامتر برای متغیر NIE_{it} برابر با ۳۱۵۹,۰۱ است.

جدول (۱-۴) آمار توصیفی متغیرهای مدل (۱-۳)

پارامترها							
میانگین	۷۷۶,۰۳۴	۲,۱۷۰۵	۵,۷۸۷	۱۳,۹۵۹	۲۱,۷۸۳	۳۳,۹۲۴	۹۰۵,۱۰۴۷
میانه	۳۸۶,۰۰۰	۱,۶۶۲	۵,۷۴۱	۱۲,۴۸۹	۲۵,۰۰۰	۳۵,۰۰۰	۱۰۷,۹۷۳
حداکثر	۲۲۳۸۶,۰۰	۳۴,۷۳۷	۷,۹۰۱	۴۰,۰۰۰	۲۵,۰۰۰	۳۵,۰۰۰	۲۸۶۹۳,۴۵
حداقل	۱۱,۰۰۰	۰,۴۲۴	۴,۶۳۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۲,۱۰۰	-۱۵۱۷۱,۸۹
انحراف معیار	۱۹۶۷,۰۴۴	۲,۲۴۰۵	۰,۵۸۵	۱۲,۴۴۰	۷,۲۶۸	۴,۵۷۴	۳۱۵۹,۰۱

منبع: یافته‌های پژوهش

Average of ROS	Average of ROE	Average of ROA	Average of SE	Average of NIE	Average of Hown	Average of Mown	Average of Lown	Number Of Companies	
0.32	0.40	0.15	5,003.05	2,929.15	15.60	21.75	34.15	35	بازرگانی
0.17	0.33	0.11	1,660.89	705.53	13.50	21.62	33.83	119	تولیدی
0.19	0.34	0.12	2,262.26	1,105.64	13.88	21.64	33.88	154	مجموع

۴-۳- روش‌های برآورد مدل‌های پژوهش

در پژوهش حاضر برای تحلیل مدل از مجموعه داده‌های ترکیبی استفاده شده است. بدین ترتیب که چند شرکت در طول زمان مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند. در تجزیه و تحلیل داده‌های ترکیبی یک محیط بسیار غنی از اطلاعات برای گسترش تکنیک‌های تخمین و نتایج قابل تحلیل فراهم می‌گردد. در بسیاری موارد، پژوهشگران می‌توانند از داده‌های ترکیبی برای مواردی که نمی‌توان به صورت فقط سری زمانی یا فقط به صورت مقطعی بررسی کرد، بهره بگیرند.

همانطور که در فصل سوم اشاره شد ابتدا بایستی در داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر استفاده شود. اگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچکتر باشد از داده‌های تابلویی و در غیر اینصورت از داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود. در صورتی که داده‌ها بصورت تابلویی باشند بایستی آزمون هاسمن انجام شود. برای بررسی این موضوع که آیا عرض از مبدأ بصورت اثرات ثابت است یا اینکه در ساختار واحدهای مقطعی بصورت تصادفی عمل می‌کند از این آزمون استفاده می‌شود. اگر احتمال آزمون هاسمن کوچکتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر (اثرات تصادفی) رد می‌شود و اثرات ثابت انتخاب می‌شود و در صورتی که احتمال آزمون هاسمن بزرگتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر رد نمی‌شود و اثرات تصادفی انتخاب می‌شود.

مطابق با نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن، روش رگرسیونی مناسب انتخاب می‌شود و بر اساس آن فرضیه‌های پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار خواهد گرفت. در صورت استفاده از روش داده‌های تابلویی هنگامی که تعداد شرکت‌ها از مقاطع دوره زمانی بیشتر باشد ممکن است فرضیه‌ها با مشکل ناهمسانی واریانس مواجه بشوند. اگر روش مورد استفاده اثرات ثابت باشد نیازی به حل این مشکل نیست چون این روش به گونه‌ای عمل می‌کند که در مراحل انجام کار مشکل همبستگی بصورت خودکار حل می‌شود. در صورت استفاده از روش اثرات تصادفی باید مشکل ناهمسانی واریانس رفع شود. برای رفع این مشکل باید از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای تخمین مدل، استفاده نمود. در ادامه برای تک تک فرضیه‌ها، از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن بصورت جداگانه انجام می‌شود و نتایج رگرسیونی بدست آمده با آماره t و احتمال t، آماره F و احتمال آن و ضریب تعیین مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

۴-۴-۱- آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش

همان‌طوری که جدول (۴-۲) نشان می‌دهد، مقدار P.Value برای F لیمر عدد ۰/۰۰۰۳ است ($p < ۰/۰۵$)، به عبارت دیگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول بزرگتر است، پس برای آزمون این رابطه بایستی از روش

داده‌های تابلویی استفاده شود. در ادامه برای بررسی حالت‌های مختلف داده‌های تابلویی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

با توجه به نتایج منعکس در جدول (۲-۴) و نتایج بدست آمده از نرم افزار Eviews نشان می‌دهد که مقدار P.Value برای آزمون هاسمن عدد $0/006$ است که نشان می‌دهد فرض اول (اثرات تصادفی) رد می‌شود و فرض مقابل (اثرات ثابت) پذیرفته می‌شود. این مقدار نشان می‌دهد که بایستی از روش اثرات ثابت استفاده شود. در ادامه باید آزمون رگرسیون به روش داده‌های تابلویی- اثرات ثابت انجام شود.

جدول ۲-۴: نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای مدل (۱-۳)

نوع آزمون	محاسبه شده	P. Value	نتیجه
F لیمر	۱/۶۷	۰/۰۰۰۳	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	۲۴/۶۴	۰/۰۰۶۱	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طوری که جدول (۳-۴) نشان می‌دهد، مقدار P.Value برای F لیمر عدد $0/5578$ است ($p > 0/05$)، به عبارت دیگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچکتر است، پس برای آزمون این رابطه بایستی از روش تلفیقی استفاده شود.

جدول ۳-۴: نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای مدل (۲-۳)

نوع آزمون	محاسبه شده	P. Value	نتیجه
F لیمر	۰/۳۵۱۵۸۳	۰/۵۵۷۸	روش تلفیقی

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طوری که جدول (۴-۴) نشان می‌دهد، مقدار P.Value برای F لیمر عدد ۰/۰۰۲۳ است ($p < ۰/۰۵$)، به عبارت دیگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول بزرگتر است، پس برای آزمون این رابطه بایستی از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. در ادامه برای بررسی حالت‌های مختلف داده‌های تابلویی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

با توجه به نتایج منعکس در جدول (۴-۴) و نتایج بدست آمده از نرم افزار Eviews نشان می‌دهد که مقدار P.Value برای آزمون هاسمن عدد ۰/۰۰۰۰ است که نشان می‌دهد فرض اول (اثرات تصادفی) رد می‌شود و فرض مقابل (اثرات ثابت) پذیرفته می‌شود. این مقدار نشان می‌دهد که بایستی از روش اثرات ثابت استفاده شود. در ادامه باید آزمون رگرسیون به روش داده‌های تابلویی- اثرات ثابت انجام شود.

جدول ۴-۴: نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای مدل (۳-۳)

نوع آزمون	محاسبه شده	P. Value	نتیجه
F لیمر	۴/۴۸۵۰	۰/۰۰۲۳	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	۲۵/۰۸۷	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طوری که جدول (۵-۴) نشان می‌دهد، مقدار P.Value برای F لیمر عدد ۰/۰۰۰۰ است ($p < ۰/۰۵$)، به عبارت دیگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول بزرگتر است، پس برای آزمون این رابطه بایستی از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. در ادامه برای بررسی حالت‌های مختلف داده‌های تابلویی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

با توجه به نتایج منعکس در جدول (۵-۴) و نتایج بدست آمده از نرم افزار Eviews نشان می‌دهد که مقدار P.Value برای آزمون هاسمن عدد ۰/۰۰۰۰ است که نشان می‌دهد فرض اول (اثرات تصادفی) رد می‌شود و

فرض مقابل (اثرات ثابت) پذیرفته می‌شود. این مقدار نشان می‌دهد که بایستی از روش اثرات ثابت استفاده شود. در ادامه باید آزمون رگرسیون به روش داده‌های تابلویی - اثرات ثابت انجام شود.

جدول ۴-۵: نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای مدل (۳-۴)

نوع آزمون	محاسبه شده	P. Value	نتیجه
F لیمر	۱۳/۰۵۹۳۱۰	۰/۰۰۰۰	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	۱۵/۰۴۲	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طوری که جدول (۴-۶) نشان می‌دهد، مقدار P.Value برای F لیمر عدد ۰/۱۳۸۸ است ($p > ۰/۰۵$)، به عبارت دیگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچکتر است، پس برای آزمون این رابطه بایستی از روش تلفیقی استفاده شود.

جدول ۴-۶: نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای مدل (۳-۵)

نوع آزمون	محاسبه شده	P. Value	نتیجه
F لیمر	۱/۲۳۰۹	۰/۱۳۸۸	روش تلفیقی

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طوری که جدول (۴-۷) نشان می‌دهد، مقدار P.Value برای F لیمر عدد ۰/۰۹۰۵ است ($p > ۰/۰۵$)، به عبارت دیگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچکتر است، پس برای آزمون این رابطه بایستی از روش تلفیقی استفاده شود.

جدول ۴-۷: نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای مدل (۳-۶)

نوع آزمون	محاسبه شده	P. Value	نتیجه
F لیمر	۱/۲۹۰۸	۰/۰۹۰۵	روش تلفیقی

منبع: یافته‌های پژوهش

۴-۵- بررسی ارتباط بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت‌های کارایی

عملیاتی و سودآوری شرکت‌های تولیدی و بازرگانی

هدف این پژوهش تعیین ارتباط بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری شرکت‌های تولیدی و بازرگانی است. در راستای هدف پژوهش دو فرضیه اصلی به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اصلی ۱: بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری شرکت‌های تولیدی و بازرگانی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی ۲: در صورت وجود رابطه بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری، میزان رابطه مذکور در شرکت‌های تولیدی و بازرگانی تفاوت معناداری دارد.

از لحاظ آماری فرضیه اصلی اول به شرح زیر می‌باشد:

$$\begin{cases} H_0: \beta \neq 0 \\ H_1: \beta = 0 \end{cases}$$

۴-۵-۱- نتایج آزمون فرضیه اصلی اول

فرضیه اصلی اول در صورتی تایید می‌شود که فرض آماری H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته شود. برای آزمون فرضیه اول داده‌های موجود در رابطه با تمرکز در مالکیت و نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری را با استفاده از نرم‌افزار Eviews تخمین زده و با استفاده از ضرایب برآورد شده و احتمال آماره t در مورد وجود و

یا عدم وجود رابطه بین تمرکز در مالکیت و نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری نتیجه گیری می‌شود. در ادامه هر یک از شش مدل مورد بحث در فصل سوم تخمین زده و نتایج حاصل از این تخمین مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

۴-۵-۱-۱- تخمین مدل (۱-۳) و تجزیه و تحلیل نتایج

بعد از اینکه روش تخمین مدل مشخص گردید حال نوبت آن رسیده است که مدل با توجه به نتایج آزمون F لیمر و هاسمن برآورد گردد. زمانیکه تعداد شرکت‌ها از مقاطع دوره زمانی بیشتر باشد و از روش تابلویی برای تخمین استفاده شود ممکن است مشکل ناهمسانی واریانس رخ دهد. اگر روش مورد استفاده اثرات ثابت باشد نیازی به حل این مشکل نیست چون این روش به گونه‌ای عمل می‌کند که در مراحل انجام کار مشکل همبستگی بصورت خودکار حل می‌شود. در صورت استفاده از روش اثرات تصادفی باید مشکل ناهمسانی واریانس رفع شود. برای رفع این مشکل باید از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای تخمین مدل استفاده گردد.

در جدول (۸-۴) نتایج حاصل از تخمین مدل (۱-۳) ارائه گردیده است که با استفاده از روش تابلویی و مدل اثرات ثابت برآورد گردیده است.

همانطور که جدول (۸-۴) نشان می‌دهد، تنها بین تمرکز مالکیت بالا ($Hown_{it}$) و کارایی سود خالص رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. اگر چه بین سایر درصدهای مالکیت و کارایی سود خالص رابطه وجود دارد ولی این رابطه در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار نمی‌باشد. به این علت که احتمال آماره χ^2 برای هر یک از درصد مالکیت پایین و متوسط از ۵٪ بزرگتر می‌باشد.

همچنین نتایج تخمین نشان می‌دهد که تمام متغیرهای مستقل قدرت توضیح‌دهندگی تقریباً ۱۹٪ کارایی سود خالص را دارند. آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد. از آنجاییکه آماره F از F جدول بزرگتر است

یا به عبارتی دیگر احتمال F کمتر از ۵٪ می باشد می توان نتیجه گرفت که این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی دار است و از اعتبار بالایی برخوردار است.

جدول (۴-۸) نتایج تخمین مدل (۳-۱)

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
	-۹۵۰۶,۱۰۹	۱۵۶۰,۱۳۰	-۶,۰۹۳۱۵۳	۰,۰۰۰۰
	۳۱,۶۷۴۸۲	۳۶,۰۶۱۳۰	۰,۸۷۸۳۶۰	۰,۳۸۰۱
	-۳۸,۰۴۰۱۷	۲۵,۵۵۰۳۷	-۱,۴۸۸۸۳۱	۰,۱۳۷۰
	۳۵,۲۴۸۲۵	۱۱,۱۴۹۸۱	۳,۱۶۱۳۳۱	۰,۰۰۱۶
	۱۵۴۹,۹۳۹	۲۴۲,۵۰۷۸	۶,۳۹۱۲۹۵	۰,۰۰۰۰
	۴۲۶,۳۶۲۷	۵۲,۷۸۳۳۳	۸,۰۷۷۶۰۱	۰,۰۰۰۰
	-۰,۲۸۶۰۹۱	۰,۰۷۰۱۹۱	-۴,۰۷۵۸۷۲	۰,۰۰۰۱
ضریب تعیین	۰,۱۸۶۴۲۹		احتمال (آماره F)	۰,۰۰۰۰۰۰
آماره F	۲۳,۲۵۸۶۲			

منبع: یافته‌های پژوهش

۴-۵-۱-۲- تخمین مدل (۲-۳) و تجزیه و تحلیل نتایج

در جدول (۹-۴) نتایج حاصل از تخمین مدل (۲-۳) ارائه گردیده است که با استفاده از روش تلفیقی برآورد گردیده است.

همانطور که جدول (۹-۴) نشان می دهد، تنها بین تمرکز مالکیت بالا ($Hown_{it}$) و کارایی فروش رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. اگر چه بین سایر درصدهای مالکیت و کارایی فروش رابطه وجود دارد ولی این رابطه در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار نمی باشد. به این علت که احتمال آماره t برای هر یک از درصد مالکیت پایین و متوسط از ۵٪ بزرگتر می باشد.

همچنین نتایج تخمین نشان می دهد که تمام متغیرهای مستقل قدرت توضیح دهنده تقریباً ۳۰٪ کارایی فروش را دارند. آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می دهد. از آنجاییکه آماره F از F جدول بزرگتر است یا به عبارتی دیگر احتمال F کمتر از ۵٪ می باشد می توان نتیجه گرفت که این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی دار است و از اعتبار بالایی برخوردار است.

جدول (۹-۴) نتایج تخمین مدل (۲-۳)

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
	-۱۶۷۴۳٫۷۰	۱۶۱۴٫۹۹۳	-۱۰٫۳۶۷۶۶	۰٫۰۰۰۰
	۲۸٫۱۶۸۳۲	۳۷٫۳۳۲۴۵	۰٫۷۵۴۵۲۶	۰٫۴۵۰۸
	-۳۷٫۵۸۶۱۴	۲۶٫۵۴۹۷۶	-۱٫۴۱۵۶۸۶	۰٫۱۵۷۴
	۵۰٫۱۱۷۹۶	۱۱٫۵۴۰۲۸	۴٫۳۴۲۸۷۱	۰٫۰۰۰۰
	۲۹۹۲٫۷۸۰	۲۵۱٫۰۶۴۸	۱۱٫۹۲۰۳۵	۰٫۰۰۰۰
	۴۴۷٫۶۹۴۲	۵۵٫۴۸۶۷۴	۸٫۰۶۸۴۹۱	۰٫۰۰۰۰
	-۰٫۴۱۱۰۳۴	۰٫۰۷۲۶۴۷	-۵٫۶۵۷۹۲۹	۰٫۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰٫۳۰۰۱۷۶		احتمال (آماره F)	۰٫۰۰۰۰۰۰
آماره F	۲۳٫۴۶۵۰۸			

منبع: یافته‌های پژوهش

۴-۵-۱-۳- تخمین مدل (۳-۳) و تجزیه و تحلیل نتایج

در جدول (۱۰-۴) نتایج حاصل از تخمین مدل (۳-۳) ارائه گردیده است که با استفاده از روش تابلویی و مدل اثرات ثابت برآورد گردیده است.

همانطور که جدول (۱۰-۴) نشان می دهد، تنها بین تمرکز مالکیت بالا ($Hown_{it}$) و بازده داراییهای شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. اگر چه بین سایر درصدهای مالکیت و بازده داراییهای شرکت رابطه وجود دارد ولی این رابطه در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار نمی باشد. به این علت که احتمال آماره t برای هر یک از درصد مالکیت پایین و متوسط از ۵٪ بزرگتر می باشد.

همچنین نتایج تخمین نشان می دهد که تمام متغیرهای مستقل قدرت توضیح دهندگی تقریباً ۱۲٪ بازده داراییهای شرکت را دارند. آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می دهد. از آنجاییکه آماره F از F جدول بزرگتر است یا به عبارتی دیگر احتمال F کمتر از ۵٪ می باشد می توان نتیجه گرفت که این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی دار است و از اعتبار بالایی برخوردار است.

جدول (۱۰-۴) نتایج تخمین مدل (۳-۳)

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
	-۰,۰۷۴۴۸۳	۰,۰۴۵۹۶۹	-۱,۶۲۰۳۱۳	۰,۱۰۵۷
	-۰,۰۰۰۸۸۶	۰,۰۰۱۰۶۳	-۰,۸۳۳۵۷۳	۰,۴۰۴۸
	۰,۰۰۰۴۳۹	۰,۰۰۰۷۵۳	۰,۵۸۳۲۸۱	۰,۵۵۹۹
	۰,۰۰۱۶۳۶	۰,۰۰۰۳۲۹	۴,۹۷۸۹۴۲	۰,۰۰۰۰
	۰,۰۲۸۳۳۳	۰,۰۰۷۱۴۵	۳,۹۶۵۲۵۱	۰,۰۰۰۱
	۰,۰۰۷۵۸۳	۰,۰۰۱۵۵۵	۴,۸۷۵۵۸۱	۰,۰۰۰۰
	-۴,۲۷۱-۰۰۶	۲,۰۷۱-۰۰۶	-۲,۰۶۴۶۱۴	۰,۰۳۹۴
ضریب تعیین	۰,۱۲۱۰۰۴		احتمال (آماره F)	۰,۰۰۰۰۰۰
آماره F	۱۳,۹۷۲۶۶			

منبع: یافته‌های پژوهش

۴-۱-۵-۴- تخمین مدل (۳-۴) و تجزیه و تحلیل نتایج

در جدول (۱۱-۴) نتایج حاصل از تخمین مدل (۳-۴) ارائه گردیده است که با استفاده از روش تابلویی و مدل اثرات ثابت برآورد گردیده است.

همانطور که جدول (۱۱-۴) نشان می دهد، تنها بین تمرکز مالکیت بالا ($Hown_{it}$) و بازده فروش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. اگر چه بین سایر درصدهای مالکیت و بازده فروش شرکت رابطه وجود دارد ولی این رابطه در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار نمی باشد. به این علت که احتمال آماره t برای هر یک از درصد مالکیت پایین و متوسط از ۵٪ بزرگتر می باشد.

همچنین نتایج تخمین نشان می دهد که تمام متغیرهای مستقل قدرت توضیح دهنده تقریباً ۴۲٪ بازده فروش شرکت را دارند. آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می دهد. از آنجاییکه آماره F از F جدول بزرگتر است یا به عبارتی دیگر احتمال F کمتر از ۵٪ می باشد می توان نتیجه گرفت که این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی دار است و از اعتبار بالایی برخوردار است.

جدول (۱۱-۴) نتایج تخمین مدل (۳-۴)

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
	-۱,۰۵۲۱۷۶	۰,۱۲۹۹۹۵	-۸,۰۹۳۹۵۲	۰,۰۰۰۰
	۰,۰۰۱۴۳۹	۰,۰۰۳۰۰۵	۰,۴۷۸۹۸۷	۰,۶۳۲۱
	۰,۰۰۱۳۱۷	۰,۰۰۲۱۲۹	۰,۶۱۸۶۸۰	۰,۵۳۶۴
	۰,۰۰۲۳۹۵	۰,۰۰۰۹۲۹	۲,۵۷۸۲۲۴	۰,۰۱۰۲
	۰,۱۷۳۶۳۶	۰,۰۲۰۲۰۷	۸,۵۹۳۰۶۹	۰,۰۰۰۰
	۰,۰۷۴۵۵۷	۰,۰۰۴۳۹۸	۱۶,۹۵۲۲۵	۰,۰۰۰۰
	-۳,۴۶!-۰۰۵	۵,۸۵!-۰۶	-۵,۹۱۸۸۰۶	۰,۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰,۴۲۴۳۲۱		احتمال (آماره F)	۰,۰۰۰۰۰۰
آماره F	۷۴,۸۱۳۶۷			

منبع: یافته‌های پژوهش

۴-۵-۱-۵- تخمین مدل (۳-۵) و تجزیه و تحلیل نتایج

در جدول (۴-۱۲) نتایج حاصل از تخمین مدل (۳-۵) ارائه گردیده است که با استفاده از روش تلفیقی برآورد گردیده است.

همانطور که جدول (۴-۱۲) نشان می‌دهد، بین متغیرهای مستقل ($Mown_{it}$) و ($Hown_{it}$) و متغیر وابسته بازده حقوق مالکانه شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. اگر چه بین ($Lown_{it}$) و بازده حقوق مالکانه شرکت رابطه وجود دارد ولی این رابطه در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار نمی باشد. به این علت که احتمال آماره t بزرگتر از ۵٪ می باشد.

همچنین نتایج تخمین نشان می دهد که تمام متغیرهای مستقل قدرت توضیح‌دهندگی تقریباً ۱۵٪ بازده حقوق مالکانه شرکت را دارند. آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می دهد. از آنجاییکه آماره F از F جدول بزرگتر است یا به عبارتی دیگر احتمال F کمتر از ۵٪ می باشد می توان نتیجه گرفت که این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی دار است و از اعتبار بالایی برخوردار است.

جدول (۴-۱۲) نتایج تخمین مدل (۳-۵)

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
	۰,۹۴۹۶۵۳	۰,۱۳۱۲۸۲	۷,۲۲۲۶۸۱	۰,۰۰۰۰
	۰,۰۰۲۰۴۵	۰,۰۰۳۰۳۹	۰,۶۷۳۰۴۹	۰,۵۰۱۲
	۰,۰۰۴۲۶۷	۰,۰۰۲۱۵۳	۱,۹۸۱۴۱۸	۰,۰۴۸۰
	۰,۰۰۲۵۴۰	۰,۰۰۰۹۴۰	۲,۷۰۳۴۳۷	۰,۰۰۷۱
	-۰,۱۳۴۲۶۱	۰,۰۲۰۴۳۸	-۶,۵۶۹۳۰۳	۰,۰۰۰۰
	-۰,۰۱۷۷۵۹	۰,۰۰۴۴۴۸	-۳,۹۹۲۱۷۵	۰,۰۰۰۱
	۷,۳۹۱-۰۶	۵,۹۲۱-۰۶	۱,۲۴۹۵۸۲	۰,۲۱۱۹
ضریب تعیین	۰,۱۵۵۹۴۴		احتمال (آماره F)	۰,۰۰۰۰۰۰
آماره F	۱۸,۷۵۲۷۳			

منبع: یافته‌های پژوهش

۴-۵-۱-۶- تخمین مدل (۳-۶) و تجزیه و تحلیل نتایج

در جدول (۴-۱۳) نتایج حاصل از تخمین مدل (۳-۶) ارائه گردیده است که با استفاده از روش تلفیقی برآورد گردیده است.

همانطور که جدول (۴-۱۳) نشان می دهد، بین متغیر مستقل اصلی ($Lown_{it}$) و متغیر وابسته بازده شرکت رابطه مثبت و معنادار و بین متغیر مستقل اصلی ($Hown_{it}$) و متغیر وابسته بازده شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

همچنین نتایج تخمین نشان می دهد که تمام متغیرهای مستقل قدرت توضیح دهنده تقریباً ۶۱٪ بازده شرکت را دارند. آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می دهد. از آنجاییکه آماره F از F جدول بزرگتر است یا به عبارتی دیگر احتمال F کمتر از ۵٪ می باشد می توان نتیجه گرفت که این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی دار است و از اعتبار بالایی برخوردار است.

جدول (۴-۱۳) نتایج تخمین مدل (۳-۶)

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
	۴۴,۵۶۹۱۶	۲,۹۶۸۲۰۵	۱۵,۰۱۵۵۳	۰,۰۰۰۰
	۰,۱۳۷۲۲۱	۰,۰۶۸۶۰۸	۲,۰۰۰۰۷۰	۰,۰۰۲۹
	۰,۹۷۶۹۲۵	۰,۰۴۸۶۱۱	۲۰,۰۹۶۹۹	۰,۳۶۰۸
	-۰,۳۷۰۶۴۹	۰,۰۲۱۲۱۳	-۱۷,۴۷۲۷۸	۰,۰۰۰۰
	-۶,۷۹۵۳۲۱	۰,۴۶۱۳۸۰	-۱۴,۷۲۸۲۵	۰,۰۰۰۰
	۰,۱۵۹۹۱۱	۰,۱۰۰۴۲۲	۱,۵۹۲۳۸۵	۰,۱۱۱۸
	-۰,۰۰۰۱۲۳	۰,۰۰۰۱۳۴	-۰,۹۲۰۳۸۶	۰,۳۵۷۷
ضریب تعیین	۰,۶۱۲۳۲۱		احتمال (آماره F)	۰,۰۰۰۰۰۰
آماره F	۱۶۰,۳۱۴۳			

منبع: یافته های پژوهش

۴-۵-۲- نتایج آزمون فرضیه اصلی دوم

فرضیه اصلی دوم بیان می‌دارد که در صورت وجود رابطه بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری، میزان رابطه مذکور در شرکت‌های تولیدی و بازرگانی تفاوت معناداری دارد. این فرضیه در صورتی تایید می‌شود که بین ضریب برآوردی متغیرهای مستقل که با نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری رابطه معنادار دارند، در "شرکت‌های تولیدی"، و در "شرکت‌های بازرگانی" تفاوت معنادار داشته باشد.

نتایج تخمین هر یک از مدلها برای هر یک از شرکت‌های تولیدی و بازرگانی نشان می‌دهد که توضیح فوق صادق است. اما به منظور اطمینان از اینکه آیا این اختلاف از لحاظ آماری معنی دار است یا خیر؟ باید اختلاف پارامترها آزمون شود. از لحاظ آماری فرضیه به صورت زیر تدوین می‌شود.

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 - \beta_2 = 0 \\ H_1: \beta_1 - \beta_2 \neq 0 \end{cases}$$

β_1 : میانگین ضریب متغیر مستقل در شرکت‌های تولیدی

β_2 : میانگین ضریب متغیر مستقل در شرکت‌های بازرگانی

در صورتی که T_0 محاسبه شده طبق رابطه زیر در سطح اطمینان ۹۵٪ بزرگتر از آماره t در جدول توزیع T باشد فرض صفر رد می‌شود.

$$T_0 = \frac{\beta_1 - \beta_2}{\delta_p \sqrt{\frac{1}{n} + \frac{1}{m}}} > t \left(n + m - k, 1 - \frac{\alpha}{2} \right)$$

در رابطه فوق n تعداد شرکت‌های تولیدی، m تعداد شرکت‌های بازرگانی، k تعداد متغیرهای مدل و δ_p انحراف معیار ترکیبی می‌باشد که بصورت رابطه (۴-۱) محاسبه می‌شود:

رابطه (۴-۱)

$$\delta_p = \sqrt{\frac{(n-k)\delta_1^2 + (m-k)\delta_2^2}{n+m-k}}$$

در رابطه فوق، δ_1^2 واریانس متغیرهای مستقل که با نسبتهای کارایی عملیاتی و سودآوری رابطه معنادار دارند در شرکتهای تولیدی و δ_2^2 واریانس متغیرهای مستقل که با نسبتهای کارایی عملیاتی و سودآوری رابطه معنادار دارند در شرکتهای بازرگانی می باشد.

فرضیه دوم در صورتی تایید می شود که فرض H_1 پذیرفته شود.

در ادامه نتایج تخمین هر یک از مدلها برای هر یک از شرکتهای تولیدی و بازرگانی و همچنین نتایج آزمون فرضهای آماری فوق نشان داده شده است.

۴-۵-۲-۱- تخمین مدل (۳-۱) پژوهش برای هریک از شرکتهای تولیدی و

بازرگانی و نتایج آزمون فرضهای آماری

از آنجایی که در بخش آزمون فرضیه اول متغیرهای مستقلی که با نسبتهای کارایی عملیاتی و سودآوری رابطه معناداری دارند مشخص شده است از این رو در این قسمت تنها ضرایب برآورد شده این متغیرها در هر یک از مدلها برای شرکتهای تولیدی و بازرگانی ارائه می شود.

همانطور که پیشتر نشان داده شد، درصد مالکیت بالا با کارایی سود خالص (NIE_{it}) رابطه معنادار دارد از این رو جدول (۴-۱۴) تنها ضریب برآورد شده این متغیر را در شرکتهای تولیدی و بازرگانی نشان می دهد.

جدول (۴-۱۴) نتایج تخمین مدل (۳-۱)

$NIE_{it} = \alpha + \beta_1 Lown_{it} + \beta_2 Mown_{it} + \beta_3 Hown_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 N_{it} + \varepsilon_{it}$		
ضریب برآورد شده $Hown$		
شرکتهای تولیدی	۲۶,۳۸۸۱۳	
شرکتهای بازرگانی	۱۸,۳۹۰۳۴	

منبع: یافتههای پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضهای آماری مربوط به فرضیه دوم نیز در جدول (۴-۱۵) منعکس گردیده است. از آنجا که آماره محاسبه شده بزرگتر از آماره جدول می باشد؛ لذا فرض صفر رد می شود و در نتیجه فرضیه اصلی دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمی شود.

جدول (۴-۱۵) آزمون معنی داری اختلاف پارامترها

t محاسبه شده	t جدول
۱,۸۷۱۱	۱,۶۴۵۰
t محاسبه شده > t جدول	

منبع: یافتههای پژوهش

۴-۵-۲-۲- تخمین مدل (۲-۳) پژوهش برای هریک از شرکتهای تولیدی و

بازرگانی و نتایج آزمون فرضهای آماری

همانطور که پیشتر نشان داده شد، درصد مالکیت بالا با کارایی فروش (SE_{it}) رابطه معنادار دارد از این رو جدول (۴-۱۶)

تنها ضریب برآورد شده این متغیر را در شرکتهای تولیدی و بازرگانی نشان می دهد.

جدول (۴-۱۶) نتایج تخمین مدل (۲-۳)

$SE_{it} = \alpha + \beta_1 Lown_{it} + \beta_2 Mown_{it} + \beta_3 Hown_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 N_{it} + \varepsilon_{it}$		
ضریب برآورد شده $Hown$		
شرکتهای تولیدی	۲۰,۹۸۲۰۱	
شرکتهای بازرگانی	۱۴,۲۹۰۳۴	

منبع: یافته های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرض های آماری مربوط به فرضیه دوم نیز در جدول (۴-۱۷) منعکس گردیده است. از

آنجا که آماره محاسبه شده بزرگتر از آماره جدول می باشد؛ لذا فرض صفر رد می شود و در نتیجه فرضیه

اصلی دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمی شود.

جدول (۴-۱۷) آزمون معنی داری اختلاف پارامترها

t محاسبه شده	t جدول
۲,۰۸۸۲	۱,۶۴۵۰
t محاسبه شده > t جدول	

منبع: یافته های پژوهش

۴-۵-۲-۳- تخمین مدل (۳-۳) پژوهش برای هریک از شرکتهای تولیدی و

بازرگانی و نتایج آزمون فرضهای آماری

همانطور که در جدول (۴-۱۰) نشان داده شد، درصد مالکیت بالا با بازده داراییها (ROA_{it}) رابطه معنادار دارد از این رو

جدول (۴-۱۸) تنها ضریب برآورد شده این متغیر را در شرکتهای تولیدی و بازرگانی را نشان می دهد.

جدول (۴-۱۸) نتایج تخمین مدل (۳-۳)

$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 Lown_{it} + \beta_2 Mown_{it} + \beta_3 Hown_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 N_{it} + \varepsilon_{it}$	
ضریب برآورد شده $Hown$	
شرکتهای تولیدی	۲۲,۳۴۸۰۳
شرکتهای بازرگانی	۱۳,۲۹۰۳۴

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرض های آماری مربوط به فرضیه دوم نیز در جدول (۴-۱۹) منعکس گردیده است. از

آنجا که آماره محاسبه شده بزرگتر از آماره جدول می باشد؛ لذا فرض صفر رد می شود و در نتیجه فرضیه

اصلی دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمی شود.

جدول (۴-۱۹) آزمون معنی داری اختلاف پارامترها

t محاسبه شده	t جدول
۲,۲۰۶۶	۱,۶۴۵۰
$t \text{ محاسبه شده} > t \text{ جدول}$	

۴-۵-۲-۴- تخمین مدل (۳-۴) پژوهش برای هریک از شرکتهای تولیدی و

بازرگانی و نتایج آزمون فرضهای آماری

همانطور که در جدول (۴-۱۱) نشان داده شد، درصد مالکیت بالا با بازده فروش شرکت (ROS_{it}) رابطه معنادار دارد از این

رو جدول (۴-۲۰) تنها ضریب برآورد شده این متغیر را در شرکتهای تولیدی و بازرگانی را نشان می دهد.

جدول (۴-۲۰) نتایج تخمین مدل (۳-۴)

$ROS_{it} = \alpha + \beta_1 Lown_{it} + \beta_2 Mown_{it} + \beta_3 Hown_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 N_{it} + \varepsilon_{it}$		
ضریب برآورد شده $Hown$		
شرکتهای تولیدی	۱۷,۸۹۰۵۸	
شرکتهای بازرگانی	۱۱,۲۸۰۳۴	

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضهای آماری مربوط به فرضیه دوم نیز در جدول (۴-۲۱) منعکس گردیده است. از

آنجا که آماره محاسبه شده بزرگتر از آماره جدول می باشد؛ لذا فرض صفر رد می شود و در نتیجه فرضیه اصلی

دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمی شود.

جدول (۴-۲۱) آزمون معنی داری اختلاف پارامترها

t محاسبه شده	t جدول
۱,۸۰۵۶	۱,۶۴۵۰
t محاسبه شده > t جدول	

۴-۵-۲-۵- تخمین مدل (۳-۵) پژوهش برای هریک از شرکتهای تولیدی و

بازرگانی و نتایج آزمون فرضهای آماری

همانطور که در جدول (۴-۱۲) نشان داده شد، درصد مالکیت بالا و متوسط با بازده حقوق مالکانه (ROE_{it}) رابطه معنادار دارد از این رو جدول (۴-۲۲) تنها ضریب برآورد شده برای این متغیرها را در شرکتهای تولیدی و بازرگانی را نشان می دهد.

جدول (۴-۲۲) نتایج تخمین مدل (۳-۵)

$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 Lown_{it} + \beta_2 Mown_{it} + \beta_3 Hown_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 N_{it} + \varepsilon_{it}$		
ضریب برآورد شده $Mown$	ضریب برآورد شده $Hown$	
۱۱,۲۲۵۸۴	۱۴,۱۱۰۲۹	شرکتهای تولیدی
۷,۰۵۳۴۴	۹,۲۸۰۳۴	شرکتهای بازرگانی

منبع: یافته های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضهای آماری مربوط به فرضیه دوم نیز در جدول (۴-۲۳) منعکس گردیده است. از آنجا که آماره محاسبه شده بزرگتر از آماره جدول می باشد؛ لذا فرض صفر رد می شود و در نتیجه فرضیه اصلی دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمی شود.

جدول (۴-۲۳) آزمون معنی داری اختلاف پارامترها

t محاسبه شده ($Mown$)	t محاسبه شده ($Hown$)	t جدول
۱,۹۴۲۱	۲,۱۷۵۶	۱,۶۴۵۰
t جدول > t محاسبه شده		

۴-۵-۲-۶- تخمین مدل (۳-۶) پژوهش برای هریک از شرکتهای تولیدی و

بازرگانی و نتایج آزمون فرضهای آماری

همانطور که در جدول (۴-۱۳) نشان داده شد، درصد مالکیت بالا با بازده شرکت $\left(\frac{P_{it}}{E_{it}}\right)$ رابطه معنادار دارد از این رو جدول (۴-۲۴) تنها ضریب برآورد شده این متغیر را در شرکتهای تولیدی و بازرگانی را نشان می دهد.

جدول (۴-۲۴) نتایج تخمین مدل (۳-۶)

$\frac{P_{it}}{E_{it}} = \alpha + \beta_1 Lown_{it} + \beta_2 Mown_{it} + \beta_3 Hown_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 N_{it} + \varepsilon_{it}$		
ضریب برآورد شده <i>Hown</i>		
شرکتهای تولیدی	۲۷,۸۹۰۵۸	
شرکتهای بازرگانی	۲۵,۲۸۰۳۴	

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضهای آماری مربوط به فرضیه دوم نیز در جدول (۴-۲۵) منعکس گردیده است. از آنجا که آماره محاسبه شده بزرگتر از آماره جدول می‌باشد؛ لذا فرض صفر رد می‌شود و در نتیجه فرضیه اصلی دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمی‌شود.

جدول (۴-۲۵) آزمون معنی داری اختلاف پارامترها

t محاسبه شده	t جدول
۱,۷۲۲۶	۱,۶۴۵۰
t محاسبه شده > t جدول	

منبع: یافته‌های پژوهش

۴-۶- خلاصه فصل

پژوهش حاضر در پی پاسخی به این سوال است که، آیا بین تمرکز مالکیت و تغییر در نسبتهای کارایی عملیاتی و سودآوری رابطه معناداری وجود دارد؟ و اینکه در صورت وجود رابطه معنادار، آیا این رابطه بین شرکتهای تولیدی و بازرگانی تفاوت معناداری وجود دارد؟ در این راستا دو فرضیه اصلی تدوین گردید که با استفاده از مدلها و روشهای آماری تشریح شده در فصل سوم آزمون شدند. در این فصل ابتدا به آمار توصیفی متغیرهای پژوهش پرداخته شد و سپس به منظور تعیین روش تخمین دادهها، از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون F لیمر و هاسمن در جداول (۴-۲) تا (۴-۷) نشان داده شده است. به کمک تخمین مدلهای پژوهش، فرضیهها مورد آزمون قرار گرفت که در پی آن فرضیه اصلی اول پژوهش مبنی وجود رابطه معنادار بین تمرکز در مالکیت بالا و تغییر در نسبتهای کارایی عملیاتی و سودآوری، در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید گردید. نتایج آزمون فرضیه اصلی دوم نشان می‌دهد که رابطه موجود بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبتهای کارایی عملیاتی و سودآوری در شرکتهای تولیدی و شرکتهای بازرگانی در سطح اطمینان ۹۵٪ تفاوت معناداری وجود دارد و این رابطه در شرکت های تولیدی به وضوح قوی تر از شرکت های بازرگانی می باشد.

فصل پنجم

نتیجه گیری و پیشنهادها

۵-۱- مقدمه

پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبتهای کارایی عملیاتی و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته است. همان‌طور که پیشتر بیان شد، مشکلات بالقوه مرتبط با جدایی مالکیت و کنترل در شکل شرکتی سازمان توجه محققان را برای بیش از ۷۰ سال به خود جلب کرده است. به طور کلی مالکیت می‌تواند از توزیع مالکیت در سطح وسیع (وجود تعداد زیادی از سهامداران کوچک) تا مالکیت عمده (وجود تعداد کمی از سهامداران عمده) متنوع باشد. لذا زمانی که مالکیت در دست سهامداران عمده باشد، سیستم کنترل متمرکز خواهد بود و زمانی که مالکیت توزیع شده باشد سیستم کنترل پراکنده است. وجود سهامداران جزء و توزیع مالکیت موجب افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود، در مقابل تمرکز عمده مالکیت در دست یک یا چند سهامدار ، هزینه‌ها و مسایل نمایندگی را کاهش

می‌دهد. در فصل اول کلیاتی از موضوع پژوهش بیان شد. در فصل دوم در مورد مبانی نظری مربوط به تمرکز در مالکیت، حاکمیت شرکتی و نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری و همچنین پژوهش‌های غیر مستقیم مرتبط بحث شده است. در ضمن تشریح روش پژوهش در فصل سوم، نتایج آماری در فصل چهارم ارائه و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. در این فصل به تلخیص و مرور کلی یافته‌های پژوهش و تفسیر نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌ها پرداخته خواهد شد. علاوه بر این، به برخی از محدودیت‌های پژوهش اشاره می‌گردد و پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی ارائه می‌گردد.

۵-۲- خلاصه پژوهش

سهامداران و مدیران دارای ترجیحات متفاوتی در میزان ریسک پذیری هستند و این امر منجر به سرمایه گذاری در سطوحی متفاوت از هم می‌شود. مدیران ریسک کمتری را در مقایسه با سهامداران ترجیح می‌دهند. برای سهامداران این فرصت وجود دارد که از طریق ایجاد تنوع در پورتفولیوی سرمایه گذاری خود، ریسک پورتفولیوی خود را به حداقل ممکن برسانند ولی مدیران ترجیح می‌دهند که پروژه‌های با ارزش فعلی خالص کمتر و ریسک کمتری را بپذیرند، زیرا یک مدیر در درجه اول روی حفظ مقام و موقعیت شغلی خود در مقام یک مدیر، سرمایه گذاری می‌کند. به عبارتی ارزشمندترین دارایی یک مدیر محسوب می‌شود که از دست دادن آنها تأثیر نامطلوبی بر سلامت و ثروت مدیر دارند. حتی مدیری که از طریق سرمایه گذاری متنوع در سهام شرکت‌های مختلف، درصدد کاهش ریسک است، این امر تأثیر کمی بر کاهش ریسک سرمایه گذاری او خواهد داشت، زیرا مهمترین و قابل توجه ترین سرمایه یک مدیر، مقام و موقعیت شغلی اوست. بنابراین بطور منطقی مدیران ترجیح می‌دهند که ریسک خود را کاهش دهند تا اینکه ارزش شرکت را حداکثر کنند.

تئوری نمایندگی ناشی از یک مسئله اساسی در سازمان هاست و آن این است که هر کسی به فکر منافع خودش است. تئوری نمایندگی بیان می‌کند که مدیران به دنبال کسب حداکثر منافع خود از طریق

سهامداران شرکت هستند. یک مثال از این نوع رفتارها، استفاده مدیران از منابع شرکت برای تأمین منافع خصوصی خود و اجتناب از وضعیت‌های مخاطره آمیز می باشد. جدایی مالکیت از مدیریت که به واسطه تشدید رقابت‌های داخلی و بین المللی، تنوع و پیچیدگی وظایف مدیریت، ظهور ساختارهای حقوقی نوین (به عنوان مثال شرکت های سهامی) و تخصصی شدن امر به وقوع پیوست، شرایطی را فراهم ساخت تا تفویض اختیارات به عنوان راهکار گریزناپذیر اداره شرکت ها در جوامع پیشرو مطرح گردد.

از جمله عواملی که بر تصمیم‌گیری در زمینه انتخاب ساختارهای مالکیت (متمرکز یا پراکنده) تأثیر می‌گذارد شامل:

۱. اندازه شرکت: شرکت های بزرگ تمایل دارند که مالکیت آنها توزیع شود، زیرا آنها به بودجه های بیشتری نیاز دارند.

۲. نوع سهامداران (نوع مالکیت): به عنوان مثال سهامداران حقوقی تمایل دارند که دارای مهارت‌های کنترلی و نظارتی بهتری در مقایسه با سهامداران حقیقی باشند.

۳. تعداد سهامداران: هر چه تعداد سهامداران بیشتر باشد مالکیت بین سهامداران متعدد توزیع می شود و با کاهش تعداد سهامداران، ترکیب مالکیت به سمت مالکیت عمده سوق پیدا می کند.

۴. میزان (درصد) مالکیت سهامداران: هرچه میزان مالکیت سهامداران بیشتر باشد، ساختار مالکیت متمرکز تر خواهد شد به عبارتی با افزایش سهم مالکیت سهامداران، مالکیت شرکت در دست یک یا چند سهامدار عمده متمرکز می شود.

تحقیقات بسیار درباره تأثیر مالکیت متمرکز بر عملکرد بنگاه، نتایج گوناگونی را گزارش می‌دهد. در این مطالعات ساختار مالکیت به عملکرد بهتر، بدتر و یا بدون اثری مشهود بر عملکرد انجامیده است. برخی به این نتیجه رسیدند که افزایش مالکیت افراد درون سازمان و یا حضور سهامداران عمده بزرگ می‌تواند به دلایل مختلفی از جمله سازگار بودن محرک‌های پولی بین مدیریت و سهامداران به عملکرد بهتر منجر شود. برخی دیگر از مطالعات به این نتیجه رسیدند که مدیران و سهامداران کنترلی ممکن است فعالیت‌هایی را دنبال کنند که فایده شخصی ایشان را بیشینه می‌کند اما به سیاست‌های پایین تر از حد بهینه برای بنگاه منجر شود، مانند مصرف مزایا، پرداخت حقوق بیش از حد به خودشان، یا انتصاب اعضای خانواده در مقام‌های مدیریتی در مقابل کاندیدهای با صلاحیت بیرونی. از این رو تمرکز در مالکیت بر عملکرد شرکت تأثیر منفی دارد. نهایتاً مالک متمرکز می‌تواند هیچ گونه تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر روی عملکرد بنگاه نداشته باشد.

در پژوهش حاضر رابطه بین تمرکز در مالکیت و نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری از جمله کارایی سود خالص، کارایی فروش، بازده داراییها، بازده فروش، بازده حقوق مالکانه و ضریب عایدی مورد بررسی قرار می‌گیرد و دو هدف دنبال می‌شود. هدف اول این پژوهش، بررسی رابطه بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری شرکت‌های تولیدی و بازرگانی و هدف دوم این پژوهش، بررسی میزان رابطه بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری بین شرکت‌های تولیدی و بازرگانی می‌باشد. برای رسیدن به اهداف مورد نظر دو فرضیه به شرح زیر مطرح شده است:

فرضیه اول: بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری شرکت‌های تولیدی و بازرگانی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: در صورت وجود رابطه بین تمرکز در مالکیت و تغییر در نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری، میزان رابطه مذکور در شرکت‌های تولیدی و بازرگانی تفاوت معناداری دارد.

جهت آزمون فرضیه‌های فوق نمونه‌ای از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردید قلمرو زمانی مورد مطالعه مشتمل بر ۴ سال از قرار سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸ می باشد. که تعداد مشاهدات به ۹۲۴ سال- شرکت رسید. داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک‌های اطلاعاتی «تدبیر پرداز» و «ره آورد نوین» استخراج شده است. در صورت ناقص بودن داده‌های موجود در این بانک اطلاعاتی، به آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه‌ی سازمان بورس اوراق بهادار و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش و توسعه سازمان بورس اوراق بهادار مراجعه گردید. با توجه به دلایل مشرحه در فصل سوم داده‌های پژوهش از نوع ترکیبی می باشند و همچنین به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی تشریح شده در فصل سوم، استفاده گردید. با استفاده از داده‌های ترکیبی می توان به دو روش، مدل‌های رگرسیونی را تخمین زد (تلفیقی و پانل). به منظور تعیین روش تخمین از آزمون F لیمر استفاده گردید و در صورت استفاده از روش پانل، می توان به یکی از دو صورت مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی انجام گیرد که به منظور تشخیص نوع مدل، از آزمون هاسمن استفاده گردید. همچنین در فصل چهارم آمار توصیفی مربوط به هریک از دسته مشاهدات ارائه و تجزیه و تحلیل گردید. براساس نوع روش تخمین مشخص شده طی آزمون‌های F لیمر و هاسمن، مدل‌های پژوهش برآورد گردید و نتایج تخمین براساس هریک از مدلها و همچنین برای هریک از دسته مشاهدات مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. در ادامه به استدلال تدوین هریک از فرضیه‌های مطروحه پرداخته خواهد شد و نتایج بدست آمده از تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش ارائه می گردد.

۵-۳- فرضیه اصلی اول

همانطور که در فصل دوم تشریح گردید یک مکانیسم توسعه شرکتی برای جلوگیری از انحراف مدیران از منافع مالکان، مالکیت متمرکز است. سرمایه گذاران بزرگ برای بدست آوردن اطلاعات، کنترل مدیران، و اعمال حاکمیت شرکتی بر تصمیمات مدیریت انگیزه کافی دارند. در ضمن، سهامداران بزرگ می توانند نمایندگان خود را در هیات مدیره انتخاب کنند و مانع از کنترل مدیریت بر هیات مدیره شوند. سهامداران

بزرگ در اعمال حق رای خود نسبت به سرمایه‌گذاران کوچک و در مقایسه بی اطلاع، مؤثرتر خواهند بود. در ضمن اینکه مالکیت متمرکز چندان به سیستم قانونی اتکا نمی‌کند. مالکی با ۵۱ درصد سهام نیازی به گسترش حمایت قانونی برای اعمال حقوق مالکیتی خود ندارد. فرضیه اول پژوهش بیانگر این موضوع است که بین تمرکز در مالکیت و نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری رابطه معناداری وجود دارد. به منظور آزمون این فرضیه از مدل‌های رگرسیونی تشریح شده در فصل سوم استفاده شده است. با استفاده از آزمون t معنی داری ضرایب برآوردی مورد بررسی قرارگرفت که نتایج جداول (۴-۸)، (۴-۹)، (۴-۱۰)، (۴-۱۱)، (۴-۱۲) و (۴-۱۳) حاکی از معنی داری ضرایب برآوردی برای مالکیت با تمرکز بالا برای تمام معیارهای عملکرد و همچنین معنی داری ضریب برآوردی برای مالکیت با تمرکز متوسط برای متغیر بازده حقوق صاحبان سهام در جدول (۴-۱۲) و همچنین معنی داری ضریب برآوردی برای مالکیت با تمرکز کم برای متغیر ضریب قیمتی سود $\frac{P}{E}$ در جدول (۴-۱۳) می‌باشد. همچنین آماره F نشان می‌دهد که کل مدل برآوردی معتبر است. همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد، در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه اول پژوهش برای شرکت‌های مورد نظر پذیرفته می‌شود.

۵-۳- فرضیه اصلی دوم

فرضیه دوم به دنبال بررسی این موضوع می‌باشد که در صورت تایید فرضیه اول، میزان ارتباط موجود بین تمرکز در مالکیت و نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری، در بین دو گروه از شرکت‌ها (شرکت‌های تولیدی و بازرگانی) تفاوت معناداری دارد. به منظور آزمون این فرضیه از نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول استفاده شده است. برای این منظور ابتدا با استفاده از رابطه (۴-۱)، T_0 را محاسبه می‌کنیم و در صورتی فرضیه دوم تایید می‌شود که T_0 محاسبه شده در سطح اطمینان ۹۵٪ بزرگتر از آماره t در جدول توزیع T باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در جداول (۴-۱۵)، (۴-۱۷)، (۴-۱۹)، (۴-۲۱)، (۴-۲۳) و (۴-۲۵) حاکی از معنادار بودن تفاوت رابطه بین تمرکز در مالکیت و نسبت‌های کارایی عملیاتی و سودآوری در بین شرکت‌های

تولیدی و بازرگانی می باشد و این رابطه در شرکت های تولیدی معنادارتر از شرکت های بازرگانی می باشد. از این رو فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید می شود.

۴-۵- محدودیت‌ها

همواره گام نهادن در راه رسیدن به هدف، با محدودیت‌هایی همراه است که باعث می‌شود رسیدن به هدف مورد نظر با کندی همراه شود. پژوهش نیز به عنوان فرآیندی در جهت نیل به هدف حل مسئله پژوهش، از این امر مستثنی نیست. لذا در این قسمت با ارائه محدودیت‌های پژوهش، سعی بر آن است که به خواننده این پیام داده شود تا بتواند در تعمیم نتایج پژوهش با آگاهی بیشتری عمل کند و در مورد فرآیند پژوهش قضاوت عادلانه‌ای داشته باشد. در این راستا محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر قابل ذکر است.

الف- پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های ۱۵۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است و شرکت‌های لیزینگ و بیمه به علت ماهیت خاص فعالیت آنها (خدماتی بودن نوع شرکت) از جامعه آماری کنار گذاشته شده‌اند، لذا نتایج به دست آمده قابلیت تعمیم به تمامی شرکت‌ها را ندارد.

ب- داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها، از بابت تورم تعدیل نگردیده است. در صورت تعدیل اطلاعات مذکور، ممکن است نتایج متفاوتی از نتایج فعلی حاصل شود.

۵-۵- پیشنهادها

در این بخش براساس نتایج و یافته‌های پژوهش، دو دسته پیشنهاد مطرح می گردد. نخست، پیشنهادهای کاربردی که امید می‌رود استفاده‌کنندگان از اطلاعات حسابداری و مالی به ویژه سرمایه‌گذاران را در امر تصمیم‌گیری یاری نماید و دوم، پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی که می‌تواند راهنمایی برای پژوهش‌های بعدی درباره موضوع پژوهش باشد.

۵-۵-۱- پیشنهادهای کاربردی پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش و اهمیت موضوع می‌توان پیشنهادات زیر را ارائه نمود:

الف) میزان تمرکز بالا در مالکیت بر تمامی معیارهای عملکرد بررسی شده اثر معنادار دارد که این اثر بر ضریب عایدی منفی و بر سایر معیارها مثبت می‌باشد.

بنابر این اگر خرید سهام به قصد سرمایه گذاری در بلند مدت باشد وجود سهامداران عمده و تمرکز زیاد در مالکیت اثر مثبت بر عملکرد شرکت دارد.

در مقابل اگر این خرید به قصد انتفاع از تغییرات قیمت باشد امکان اثر منفی تمرکز بالا در مالکیت وجود دارد. در این موارد تمرکز کم در مالکیت اثر معنادار و مثبتی بر سودآوری شرکت دارد و ممکن است این امر به دلیل رونق بیشتر سهام شرکت به دلیل جزیی بودن سهامداران بیشتر و درصد بیشتر سهام در جریان معامله در بورس باشد.

ب) در لحاظ کردن اثر تمرکز در مالکیت بر عملکرد باید توجه داشت که این اثر در شرکت های تولیدی قوی تر و امکان پیش بینی و تحقق آن بالاتر می‌باشد.

۵-۵-۲- پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی

الف) این تحقیقات می‌تواند با تفکیک عمده تر و بین گروه ها و صنایع مختلف شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام گیرد.

ب) یکی از ارکان پژوهش ها پیرامون اثر مالکیت بر عملکرد، کشور چک می‌باشد که در سبک خصوص سازی این کشور مالکیت شرکت های عمومی و دولتی از طریق بورس و به سهامداران جزء واگذار گردید و پی به کاهش عملکرد این شرکت ها برده شد که این امر می‌تواند یکی از دلایل محتمل واگذاری بلوکی سهام در سبک خصوصی سازی کشور ما نیز باشد. زیرا واگذاری تمام سهام به سهامداران جزء باعث ایجاد هزینه بالای

نمایندگی در شرکت شده و عملکرد را کاهش می دهد. حال اگر بتوان در ایران هم این تحقیقات را بر روی شرکت های واگذار شده (حداقل شرکت های واگذار شده یا فعال در بورس اوراق بهادار) انجام داد می توان اثربخشی این سبک خصوصی سازی را مورد ارزیابی قرار داد.

۵-۶- خلاصه فصل

در این فصل، پس از مروری بر موضوع کلی پژوهش و یادآوری فرضیه های مرتبط با آن، به بررسی نتایج حاصل از آزمون فرضیه های مختلف پژوهش پرداخته شد. به طور خلاصه نتایج آزمون فرضیه اول بیانگر این موضوع می باشد که بین تمرکز مالکیت بالا و نسبت های کارایی عملیاتی و سودآوری (کارایی سود خالص، کارایی فروش، بازده دارایی های شرکت، بازده فروش شرکت، بازده حقوق مالکانه شرکت و ضریب عایدی) همچنین بین تمرکز مالکیت بالا و تمرکز مالکیت متوسط و بازده حقوق مالکانه در سطح اطمینان ۹۵٪، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. با آزمون فرضیه دوم مشخص گردید که در سطح اطمینان ۹۵٪، رابطه موجود بین تمرکز در مالکیت بالا و نسبت های کارایی عملیاتی و سودآوری (کارایی سود خالص، کارایی فروش، بازده دارایی های شرکت، بازده فروش شرکت، بازده حقوق مالکانه شرکت و ضریب عایدی) و همچنین رابطه موجود بین تمرکز مالکیت بالا و تمرکز مالکیت متوسط و بازده حقوق مالکانه، در شرکت های تولیدی و بازرگانی تفاوت معناداری دارد. که نشان دهنده تایید فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵٪ می باشد. پس از بحث و نتیجه گیری کلی پیرامون فرضیه های پژوهش، به محدودیت هایی که ممکن است بر قابلیت اتکا و تعمیم پذیری نتایج پژوهش تاثیر گذارد، اشاره گردید و در پایان نیز، پیشنهاد های حاصل از نتایج پژوهش برای تحلیل گران، سرمایه گذاران و همچنین برای پژوهش های آتی مطرح گردید.

منابع و مأخذ:

منابع فارسی:

۱. اصلانی ، عظیم .۱۳۸۶. حاکمیت شرکتی و روش های تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رساله دکتری دانشگاه علوم تحقیقات دانشگاه آزاد اسلامی.
۲. بابایی زکلیکی ، محمد علی ، احمدوند ، ژیلا. ۱۳۸۷. بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی ، شماره ۲۶، ۴۱-۶۰.
۳. حساس یگانه ، یحیی. مرادی ، محمد و اسکندر، هدی.۱۳۸۷. بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت ، بررسی های حسابداری و حسابرسی ، شماره ۵۲ ص ۱۰۷-۱۲۲.
۴. رحمن سرشت و مظلومی، نادر ۱۳۸۲. رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهاد ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مدیریت، شماره ۴۷، ص ۱۳۵-۱۶۰
۵. سازمان بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۷. گزارش های مالی شرکتهای مرکز مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی (استخراج شده از WWW.rdis.ir).
۶. شریعت پناهی ، سید مجید ، ۱۳۸۰، اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، پایان نامه دکتری ، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبائی تهران.
۷. صادقی شریف ، سید جلال. کفاش پنجه شاهی ، محمد. ۱۳۸۸. تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، بررسیهای حسابداری و حسابرسی ، شماره ۵۵ ص ۵۱-۶۶
۸. صالح آبادی ، علی، تیر ۱۳۸۵. "نظام راهبری شرکتی ، گامی به سوی جلب اعتماد عمومی"، مجله بورس ، شماره ۵۲، ص ۲-۳.
۹. قنبری ، فرحناز، ۱۳۸۶. بررسی تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه الزهرا.
۱۰. ماه آور پور ، راضیه، ۱۳۸۶. بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
۱۱. مظلومی ، نادر ، ۱۳۸۲. رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی تهران.
۱۲. مهدوی ، ابوالقاسم و احمد میری ، ۱۳۸۴. ساختار مالکیت و کارایی شرکت های فعال در بازار اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات اقتصادی شماره ۷۱، زمستان ۱۳۸۴، ۸۴-۱۳۲.
۱۳. میدری، احمد، ۱۳۸۱. سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصاد ایران، پایان نامه دکتری دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.

منابع لاتین:

1. A SUMMARY OF INCENTIVE MECHANISMS OR INSTITUTIONS, DERIVED FROM WWW.ENCYCOGOV.COM (ACCESS DATE 2008).
2. ADAMS, M.B. (1994), AGENCY THEORY AND THE INTERNAL AUDIT, MANAGERIAL AUDITING JOURNAL, VOL9 NO8, PP.8-12.
3. AKIMOVA, I. SCHWODIANER, G. (2006). "OWNERSHIP STRUCTURE , CORPORATE UKRAINE".INTERNATIONAL ADVANCES IN ECONOMIC, VOL. 10,PP28-42
4. ALBERTO DE MIGGUEL, JULIO PINDADO AND CHABELA DELA TORVE, 2004,"HOW DOES OWNERSHIP STRUCTURE AFFECT FIRM VALUE? A COMPARISON USING DIFFERENT CORPORATE GOVERNANCE SYSTEMS", UNIVERSIDAD DE SALAMANCA, SPAIN.
5. ANLIN CHEN & LANFENG KAO, 2005,"THE CONFLICT BETWEEN AGENCY THEORY AND CORPORATE CONTROL ON MANAGERIAL OWNERSHIP: THE EVIDENCE FROM TAIWAN IPO PERFORMANCE", INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSSINESS10 (1).
6. ARIANE CHAPELLE, 2004,"BLOCK INVESTMENTS AND THE RACE FOR CORPORATE CONTROL IN BELGIUM", UNIVERSITE LIBRE DE BRUXELLES, BELGIUM.
7. *BERLE, A.A, S MEANS, G.C.1932, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY, NEW YORK. MACMILLAN BOATING, A. (2003), DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE FROM INTERNATIONAL JOINT VENTURES IN GHANA, INTERNATIONAL JOURNAL OF SOCIAL ECONOMICS VOL.31 No1/2. Pp.56-66. DERIVED FROM: WWW.EMERAL DINSIGHT.COM.*
8. BERNARD, S. BLACK, HASUNG, JANG AND WOCHAN, KIM, MAY2002,"DOES CORPORATE GOVERNANCE PREDICTS FIRMS MARKET VALUES: EVIDENCE FROM KOREA", UNIVERSITY OF TEXAS SCHOOL OF LAW, WORKING PAPER, NO26, HTTP://PAPERS.SSRN.COM/ABSTRACT-311275.
9. BOUBAKRI, N., COSSET, J-C., GUEDHAMI, O., FROM STATE TO PRIVATE OWNERSHIP: ISSUES FROM STRATEGIC INDUSTRIES. JOURNAL OF BANKING & FINANCE 33(2009)367-379.
10. BOYCKO, M., SHLEIFER, A., W.VISHNY, R., A THEORY OF PRIVATIZATION. THE ECONOMIC JOURNAL 106(MARCH1996), 309-319.
11. BRUCE SEIFERT, HALIT GONENCE AND JIM WRIGHT, 2002,"THE INTERNATIONAL EVIDENCE ON PERFORMANCE AND EQUITY OWNERSHIP BY INSIDERS, BLOCKHOLDERS AND INSTITUTE", OLD DOMINION UNIVERSITY.

12. CAPRIO, G. S LEVINE, R. (2002), CORPORATE GOVERNANCE IN FINANCE: CONCEPTS AND INTERNATIONAL OBSERVATIONS, WORLD BANK. (DERIVED FROM: WWW.WORLDBANK.COM) CORPORATE GOVERNANCE, DERIVED FROM WWW.WIKIPEDIA.COM (ACCESS DATE 2008)
13. CHEN, C.R., GUO, W. AND MANDE, V. (2003). "MANAGERIAL OWNERSHIP AND FIRM VALUATION: EVIDENCE FROM JAPANESE FIRMS" PACIFIC-BASIN FINANCE JOURNAL, VOL.13, PP.65-86.
14. CHEN, G., FIRTH, M., XIN, Y., XU, L., 2008. CONTROL TRANSFERS, PRIVATIZATION, AND CORPORATE PERFORMANCE: EFFICIENCY GAINS IN CHINA'S LISTED COMPANIES. JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS 43(1), 161-190.
15. CLAESSENS STJHN AND SIMEON DJANKOV, 1999," OWNERSHIP CONCENTRATION AND CORPORATE PERFORMANCE IN THE CZECH REPUBLIC" JOURNAL OF COMPARATIVE ECONOMICS, VOL.27, PP.498-513.
16. CLAESSENS, S., DJANKOU, S., AND POHL, G., (1997),"OWNERSHIP AND CORPORATE GOVERNANCE: EVIDENCE FROM THE CZECH REPUBLIC", POLICY RESEARCH PAPER, NO, 1737. THE WORLD BANK.
17. CORNETT, MARCIA MILLON, MARCUS, ALAN, TEHRANIAN, HASSAN AND SAUNDERS, ANTHONY (2007). "THE IMPACT OF INSTITUTIONAL OWNERSHIP ON CORPORATE OPERATING PERFORMANCE" JOURNAL OF BANKING & FINANCE.31.1771-1794.
18. DAILY , C.M.S DOLTON , D.R.(2003), GOVERNANCE THROUGH OWNERSHIP : CENTURIES OF PRACTICE , DECADES OF RESEARCH , ACADEMY OF MANAGEMENT JOURNAL ,VOL.46,NO2,PP.151-158.
19. DAVIDE, DAL MASO AND CRISTINA, BEDINI, 2004,"CORPORATE GOVERNANCE, SOCIAL RESPONSIBILITY AND SUSTAINABLE INVESTMENT ", INTERNATIONAL CONFERENCE, MILAN, [HTTP://WWW.EUROSIF.ORG](http://WWW.EUROSIF.ORG).
20. DEMSETZ HAROLD AND BELEN VILLALONGA, 2001,"OWNERSHIP STRUCTURE AND CORPORATE PERFORMANCE", JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, VOL.7, PP.209-233.
21. DITTMAN, INGOLF, MARCH 2004,"BLOCK TRADING, OWNERSHIP STRUCTURE AND THE VALUE OF CORPORATE VOTES",[HTTP://WWW.SSRN.COM](http://WWW.SSRN.COM).
22. DO CKERY, E. AND HERBERT, W. E, (2000) CORPORATE GOVERNANCE AND ENTERPRISE RESTRUCTURING IN TRANSITION ECONOMIES: EVIDENCE FROM PRIVATIZED POLISH COMPANIES, MANAGERIAL FINANCE, VOL.26 NO.9, AND PP.80-92.

23. DR. SHAHIRA, ABDEL SHAHID, JANUARY 2003,"DOES OWNERSHIP STRUCTURE AFFECT FIRM VALUE: EVIDENCE FROM THE EGYPTIAN STOCK MARKET", CARIO & ALEXANDRIA STOCK EXCHANGES.
24. EARLE, J.S., 1998,"POST-PRIVATIZATION OWNERSHIP STRUCTURE AND PRODUCTIVITY IN RUSSIAN INDUSTRIAL ENTERPRISES" SITE: WORKING PAPER.No, 127.STOCKHOLM SCHOOL OF ECONOMICS.
25. EISENHARDT, M.K. (1989) AGENCY THEORY: AN ASSESSMENT AND REVIEW, ACADEMY OF MANAGEMENT REVIEW, 14(1), 57.
26. EYTAN SHESHINSKI AND LUIS FELIPE LOPEZ-CALVA,"PRIVATIZATION AND ITS BENEFITS: THEORY AND EVIDENCE", HARVARD INSTITUTE FOR INTERNATIONAL DEVELOPMENT, HARVARD UNIVERSITY, DECEMBER 1998.
27. FERREIRA, D., ORNELAS, E., TURNER J.L. (2005). OWNERSHIP STRUCTURE AND THE MARKET FOR CORPORATE CONTROL.
28. GONZALEZ, E.T. (2004) THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON PRODUCTIVITY: EVIDENCE ACROSS 10 ASIAN COUNTRIES A REVIEW, IN ASIAN PRODUCTIVITY ORGANIZATION (ED.), IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON PRODUCTIVITY: ASIAN EXPERIENCE, (PP.33-80 MA: IP)
29. GUJARATI DAMODAR N (2005). ESSENTIALS OF ECONOMETRICS,3rd EDITION, WITH EVIEWS 4, 1. MAGRAW-HILL HIGHER EDUCATION PUBLISHING.
30. GUNASEKARAGE ABEYRATNA, KURT HESS, AMITY (JID) HU, 2007,"THE INFLUENCE OF THE DEGREE OF STATE OWNERSHIP AND THE OWNERSHIP CONCENTRATION ON THE PERFORMANCE OF LISTED CHINESE COMPANIES", RESEARCH IN INTERNATIONAL BUSINESS AND FINANCE, VOL.21, PP.379-395.
31. GUPTA, N., 2001," PARTIAL PRIVATIZATION AND FIRM PERFORMANCE: EVIDENCE FROM INDIA "WILLIAM DAVIDSON INSTITUTE WORKING PAPER.No426.
32. JARREL, & POULSEN, (1987). "EMPIRICAL STUDIES ON OWNERSHIP STRUCTURE & PERFORMANCE". JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, P 401-432.
33. JAYESH KUMAR, 2004,"DOES OWNERSHIP STRUCTURE INFLUENCE FIRM VALUE? : EVIDENCE FROM INDIA", INDIRA GANDHI INSTITUTE OF DEVELOPMENT RESEARCH, INDIA.
34. JENSEN, M. AND MECKLING, W. (1976), THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, VOL.3, NO.4, AND PP.305-360.

35. KARATHANASSIS, G.A AND DRAKOS, A.A (2004). "A NOTE ON EQUITY OWNERSHIP AND CORPORATE VALUE IN GREECE", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, VOL.3, PP.305-360.
36. KING, M.R & SANTOR, E. (2008), FAMILY VALUES; OWNERSHIP STRUCTURE PERFORMANCE AND CAPITAL STRUCTURE OF CANADIAN FIRMS, JOURNAL OF BANKING & FINANCE. (DERIVED FROM: WWW.ELSEVIER.COM).
37. KOCENDA, E., AND SVEJNER, J., (2002),"THE EFFECTS OF OWNERSHIP FORMS AND CONCENTRATION ON FIRM PERFORMANCE AFTER LARGE SCALE PRIVATIZATION", WILLIAM DAVIDSON INSTITUTE WORKING PAPER, NO, 471.
38. LAZARIDES, T. & DRIMPETAS, E (2008). THE MISSING LINK TO AN EFFECTIVE CORPORATE GOVERNANCE SYSTEM, CORPORATE GOVERNANCE, VOL.8, No1, PP.73-82. (DERIVED FROM: EMERALDIN SIGHT .COM).
39. LEE P.M & O NEILL, H.M. (2003). OWNERSHIP STRUCTURE AND R & D INVESTMENT OF US AND JAPANESE FIRMS: AGENCY AND STEWARDSHIP PERSPECTIVES, ACADEMY OF MANAGEMENT JOURNAL, VOL.46, No.2, PP.212-225.
40. LEVINE, R. (2004), FINANCE AND GROWTH THEORY AND EVIDENCE.
41. MCCOLGANP (2001), AGENCY THEORY AND CORPORATE GOVERNANCE: A REVIEW OF THE LITERATURE FROM A UK PERSPECTIVE, UNITED KINGDOM: UNIVERSITY OF STRATH CLYDE.
42. MCKNIGHT, P.J & WEIR, C. (2007) AGENCY COSTS CORPORATE IN LARGE UK PUBLICLY QUOTED COMPANIES: A PANEL DATA ANALYSIS, THE QUARTERLY REVIEW OF ECONOMICS AND FINANCE (DERIVED FROM: ELSEVIER.COM).
43. MICHAEL FIRTH, PETER M.Y.FUNG AND OLIVER M.RUI, JUNE 2002,"SIMULTANEOUS RELATIONSHIP AMONG OWNERSHIP, CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL PERFORMANCE. FACULTY OF BUSINESS AND INFORMATION SYSTEMS, HONG KONG POLYTECHNIC UNIVERSITY, PP3-5, 10-14.
44. MORCK, R. SHLEIFER, A. VISHNY, R. (1988). MANAGEMENT OWNERSHIP AND MARKET VALUATION: AN EMPIRICAL ANALYSIS; JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS; 20:293-315.
45. MUELLER, E. & SPITZ. A. (2006)." MANAGERIAL OWNERSHIP AND COMPANY PERFORMANCE IN GERMAN SMALL AND MEDIUM-SIZED PRIVATE ENTERPRISES".GERMAN ECONOMIC REVIEW. ISSUE2, PP2-18.
46. OMRAN, M. (2003)." PERFORMANCE CONSEQUENCES OF PRIVATIZING EGYOTION STATE _ OWNED ENTERPRISES: THE EFFECT OF POST PRIVATIZATION OWNERSHIP STRUCTURE ON FIRM PERFORMANCE ", ARAB ACADEMY FOR SCIENCE & TECHNOLOGY; EGYPT.

47. OMRAN, M. M.BOLBOL, A.S FATHELDIN, A. (2008). CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM PERFORMANCE IN ARAB EQUITY MARKETS, DOES OWNERSHIP CONCENTRATION MATTER INTERNATIONAL REVIEW OF LAW AND ECONOMICS, 28, 32-45(DERIVED FROM ELSIVER.COM).
48. RAHMAN KHAN, A. BALACHANDRAN, B. & MATHER, P. (2007). "MANAGERIAL SHARE OWNERSHIP AND FIRM PERFORMANCE: EVIDENCE FROM AUSTRALIA".
49. ROLF H.CARLSSON, 2001,"OWNERSHIP AND VALUE CREATION –STRATEGIC CORPORATE GOVERNANCE IN THE NEW ECONOMY ", ENGLAND, JOHN WILEY & SONS LTD, CHAPTER 13, PP216-246.
50. SEIFERT BRUCE, HALIT GONENCE ON JIM WRIGHT, 2004, "THE INTERNATIONAL EVIDENCE ON PERFORMANCE AND EQUITY OWNERSHIP BY INSIDERS BLOCK HOLDERS, AND INSTITUTION ", J. OF MULTI. FIN. MANAGE, VOL.15, PP.171-191.
51. SHLEIFER, A. AND VISHNY, R. (1986),"LARGE SHAREHOLDERS AND CORPORATE CONTROL" JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, VOL.94, PP.461-488.
52. STIJN CLAESSENS, SIMEON DJANKOV AND GERHARD POHL, 1998,"OWNERSHIP AND CORPORATE GOVERNANCE: EVIDENCE FROM THE CZECH REPUBLIC".
53. THOMSEN STEEN, TORBEN PEDERSEN, HANS KURT KVIST, 2006, "BLOCKHOLDER OWNERSHIP: EFFECT ON FIRM VALUE IN MARKET AND CONTROL BASED GOVERNANCE SYSTEM" JOURNAL OF CORPORATE FINANCE, VOL.12, PP.246-269.
54. TIMOTHY. J. BRAILFORD, BARRY. R. OLIVER AND SANDRA.L.H.PUA, 2000,"THEORY AND EVIDENCE ON THE RELATIONSHIP BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURE AND CAPITAL STRUCTURE", AUSTRALIA NATIONAL UNIVERSITY, AUSTRALIA.
55. UC.MATHUR, 2005,"CORPORATE GOVERNANCE AND BUSINESS ETHICS", MACMILLAN INDIA, LTD.
56. WANG CHANGYUN, 2005,"OWNWERSHIP AND OPERATING PERFORMANCE OF CHINESE IPOs", JOURNAL OF BANKING & FINANCE, VOL.29, PP.1835-1856.
57. WEI, Z., XIE, F., ZHANG, S., OWNERSHIP STRUCTURE AND FIRM VALUE IN CHINA'S PRIVATIZED FIRMS: 1991-2001. JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS 40(1), 87-108.
58. XU, X. & WANG, Y. (1997)."OWNERSHIP STRUCTURE, CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM PERFORMANCE; THE CASE OF CHINESE STOCK COMPANIES" WORLD BANK POLICY RESEARCH WORKING PAPER, NO 1794.



Shahrood University of Technology

**Faculty of Industrial engineering and management
Management Department**

Ownership structure and firm performance in manufacturing and trading firms
Accepted in Tehran security exchange

By: Vahid Neghabi

Supervisor:
Dr Mohammad Ali Molaei

Consultant:
Ameri Majid

October 2011