

تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سیدجلال صادقی شریف^۱، محمدکفایش پنج‌شاهی^۲

۱. استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی تهران، ایران

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی تهران، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۷/۵/۱۵، تاریخ تصویب: ۱۳۸۷/۱۲/۱۴)

چکیده

رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت موضوعی مهم در مباحث مدیریت مالی است. عملکرد یک بنگاه اقتصادی تابع عوامل متعددی است که یکی از این عوامل ساختار مالکیت شرکت‌ها است که می‌تواند بر عملکرد آنها تأثیری زیاد داشته باشد. هدف از این تحقیق بررسی تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. ترکیب سهامداران در این تحقیق متغیر مستقل و بازدهی سهام متغیر وابسته است. قلمرو مکانی این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی این تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۱ هجری شمسی تا پایان سال ۱۳۸۵ هجری شمسی را در بر می‌گیرد. جامعه آماری تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۱ لغایت ۱۳۸۵ است. نتایج این تحقیق به طور کامل فرض غیرخطی بودن تأثیر ترکیب سهامداران بر بازده را رد نمی‌کند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد شرکت‌هایی که درصد کمتری از سهام آنها در اختیار بزرگترین سهامدار آنها است (ترکیب سهامداران آنها پراکنده تر است) برای سرمایه‌گذاری گزینه‌های مناسبتری هستند. شرکت‌هایی که درصد بیشتری از سهام آنها در اختیار سهامداران حقوقی است، برای سرمایه‌گذاری گزینه‌های مناسبتری هستند. تأثیر میزان مالکیت سهامداران حقیقی و میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره یک شرکت بر بازده آن تأیید نشد.

واژه‌های کلیدی:

مقدمه

نقش شرکت‌های بزرگ امروزی در ساختار اقتصاد کشورها بر کسی پوشیده نیست. امروزه این شرکت‌ها به عنوان پایه‌های اصلی اقتصاد کشورها، حجم زیادی از منابع اقتصادی (نظیر نیروی کار، مواد اولیه، نیروی کار مدیریتی، سرمایه و ...) را به مصرف می‌رسانند و در مقابل 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 شرکت‌ها، تفکیک مالکیت و کنترل شرکت‌ها و نظایر آن مورد توجه پردازان و محققان علم اقتصاد و کلیه شاخه‌های علوم کاربردی قرار گرفته، تحقیقات فراوانی در این راستا به انجام رسیده است. به ویژه در چند دهه اخیر اغلب نظریه‌های دوران کلاسیک شرکتی مورد بازبینی قرار گرفته و نظریه‌های نوینی چون نظریه نمایندگی ارائه شده است. همانطور که می‌دانیم 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 تأثیرگذار بر بازدهی بویژه در ایران - که جامعه آماری تحقیق ما در آن قرار دارد - کمتر توجه شده است. توجه به ترکیب سهامداران شرکت‌ها در هنگام تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌تواند راهنمای مناسبی برای سرمایه‌گذاران باشد و در نظر نگرفتن آن ممکن است سرمایه‌گذاران را در تصمیمات سرمایه‌گذاری بلندمدت خود دچار اشتباه نماید. ضمن اینکه تعیین ترکیب بهینه سهامداران شرکت‌های سرمایه‌پذیر برای مالکان آنها بسیار سودمند است. موضوع این تحقیق در حوزه رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت قرار دارد. هدف از این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت یا همان ترکیب سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان متغیری برونزا بر بازده سهام این شرکت‌ها است. در این راه پنج شاخص برای متغیر مستقل یعنی ترکیب سهامداران معرفی و با استفاده از روش رگرسیون، جهت و میزان این تأثیر را مشخص کرده و معناداری ضرایب به دست آمده را آزمون می‌کنیم. ابتدا پیشینه تحقیق شامل مبانی تئوریک مشتمل بر تعاریف، نظریات و فرضیه‌های مرتبط با موضوع و پیشینه تجربی تحقیق و نظرات و نتیجه‌گیری‌های محققان مختلف ارائه می‌گردد. پس از آن در بخش روش تحقیق نوع تحقیق، متغیرهای تحقیق، جامعه آماری، نمونه و مراحل انتخاب آن و روش مورد استفاده برای تحلیل داده‌ها معرفی می‌شوند و در ادامه بعد از بیان فرضیات

تحقیق و نحوه آزمون فرضیه‌ها، مدل مورد آزمون بررسی و ارائه می‌شود. سپس در قسمت یافته‌ها و نتایج تحقیق به بررسی آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل آماری یافته‌های بدست آمده از پردازش داده‌های خام پرداخته می‌شود و در پایان، نتیجه تحقیق و پیشنهادها حاصل از آن ارائه خواهد شد.

پیشینه تحقیق

رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت موضوعی مهم و مستمر در متون مدیریت مالی است. این بحث به رساله برل و مینز (۱۹۳۲) بر می‌گردد که طبق آن باید بین پراکنندگی سهامداران و عملکرد بنگاه یک رابطه معکوس مدنظر قرار گیرد [۶]. در واقع با افزایش اندازه شرکت‌ها ساختار مالکیت پراکنده تر می‌گردد و حضور مدیران در عرصه مالکیت افزایش و به تبع آن مسئله نمایندگی از اهمیتی بیشتر برخوردار می‌شود. امروزه این ایده که مالکیت مدیران همانند یک عامل انگیزشی باعث می‌شود که مدیران منافع خود را با سهامداران در یک راستا قرار دهند، تبدیل به یک فرض استاندارد شده که در بسیاری از تحقیقات نظری به طور ضمنی وجود دارد [۱۳]. امروزه برخی از ساختارهای حاکمیتی نسبت به بقیه ساختارهای حاکمیتی ارجح هستند و برخی بنگاهها دارای این ساختارهای بهینه هستند. در حالی که مورک و همکارانش (۱۹۸۸) معتقدند فقط یک ساختار حاکمیتی بهینه وجود دارد و بنگاههایی با ساختارهای متفاوت عملکردی ضعیفتر از حالت بهینه خود دارند [۱۳]. استالز (۱۹۸۸) به نقش سهامداران عمده در استحکام موقعیت مدیران در شرکت‌ها اشاره می‌کند. وی بر اهمیت تصاحب سهام برای منضبط کردن مدیران تأکید کرد [۱۸]. در این مسیر صرف قیمتی که خریدار در خرید خصمانه (خریدی که علی‌رغم مخالفت مدیران صورت گیرد) باید پردازد تا بتواند کنترل شرکت را به دست آورد، به موازات افزایش مالکیت مدیران افزایش می‌یابد، اما احتمال انجام این تصاحب کاهش می‌یابد. 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 می‌یابد. 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 می‌یابد. ارزش

شرکت زمانی که مالکیت سهامداران درونی ۵۰ درصد است به حداقل خود می‌رسد [۱۸]. 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 می‌گردد [۱۱، ۱۳]. 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 اعتبار دهندگان به شرکت عمل نمایند، در نتیجه عملکرد کاهش می‌یابد. رابطه بین تغییر در عملکرد شرکت و تمرکز در مالکیت با روش بررسی وقایع توسط ناسوک وون (۲۰۰۲) بررسی گردید. او نیز به رابطه غیرخطی مشابه با بالا رسید [۱۴]. مک کانل و سرواس (۲۰۰۵) تأثیر مالکیت مدیران بر ارزش شرکت را بررسی نمودند [۱۲]. 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 نمونه‌ای متشکل از ۱۱۷۳ بنگاه در سال ۱۹۷۶ و نمونه‌ای 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 [۱۱]. کارل لینزو مایکل لمونز (۲۰۰۲) تأثیر مالکیت مدیران و ترکیب هیئت مدیره را بر Q توبین (معیار سنجش عملکرد مالی شرکت) مورد ارزیابی قرار دادند. معیار سنجش مالکیت مدیران جمع درصد سهام متعلق به مدیر عامل فعلی و تمام مدیر عامل‌های قبلی بود که هنوز در هیئت مدیره قرار دارند. ترکیب هیئت مدیره با جمع درصد مالکیت اعضای غیرموظف هیئت مدیره سنجیده می‌شد. آنها مالکیت مدیران و ترکیب هیئت مدیره را درون‌زا فرض کردند و از اطلاعات ۵ ساله استفاده نمودند. آنها هیچ رابطه‌ای 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 [۱۰]. چن و همکارانش دریافتند (۱۹۹۳) که Q توبین در محدوده مالکیت ۰ تا ۷ درصد مدیران افزایشی است و در

ادامه تا ۱۰-۱۲ درصد کاهش است. الگوی تشخیص داده شده توسط مورک و همکارانش (۱۹۸۸) با یک رویکرد خطی مقطعی در مورد بنگاه‌های آمریکایی توسط ایشان (۱۹۹۹) تأیید شد. آنها در جستجوی این بودند که آیا تغییر در رابطه بین عملکرد شرکت و سطوح مالکیت مدیران می‌تواند افزایش در مالکیت مدیران در طی زمان را توضیح دهد. آنها دریافتند که شکل این رابطه مشابه الگوی خطی‌ای است که مورک و همکارانش با داده‌های سال ۱۹۸۰ یافته بودند [۱۳]. به طور کلی مطالعات مذکور رابطه مثبت موجود در سطوح پایین مالکیت مدیران را به عنوان نشانه‌ای از همگرایی منافع تفسیر می‌کنند و رابطه منفی در سطوح بالای مالکیت مدیران را گواهی بر محکم شدن جای مدیران در شرکت می‌دانند که در این حالت مدیر می‌تواند بدون اینکه توسط سهامداران تنبیه شود به میل خود فعالیت‌هایی را انجام دهد که در راستای حداکثر کردن ارزش شرکت نباشد [۱۳]. 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 [۱۹]. برل و مینز (۱۹۳۲) گفتند که بین مقیاسهای حسابداری بازده و مجموع درصد مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر (با در نظر گرفتن مجموعه‌ای از متغیرهای کنترل) رابطه‌ای خطی وجود دارد [۶]. شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) معتقدند که ساختار مالکیت متمرکز، که هر دو مزیت حداکثر سازی سود و حق کنترل کافی بر داراییهای شرکت را دارا باشد، می‌تواند به شکلی مؤثر مدیریت بنگاه را کنترل نماید. در نتیجه هزینه‌های نمایندگی کاهش و عملکرد شرکت افزایش می‌یابد. 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 [۱۶]. 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 [۱۷]. هرمالین و وایس باخ (۱۹۷۸) و مورک، شلیفر و ویشنی (۱۹۸۸) همگی یک رگرسیون خطی مقطعی را تخمین زدند که در آن متغیر وابسته نسبت Q توین 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 نظریه‌ای که درصد مالکیت سهامداران درونی همیشه و همواره بر عملکرد شرکت اثر مثبتی ندارد را حمایت و تقویت کردند [۸].

هان و سوک (۱۹۹۸) رابطه غیرخطی بین سهامداران درونی ۳۰۱ شرکت را با استفاده از میانگین بازده‌شان در محدوده سال‌های 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 می‌شد. 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 نتیجه‌گیری کردند که: "هر چقدر مالکیت سهامداران درونی افزایش یابد، بازدهی سهام بیشتر می‌شود. اما مالکیت بیش از اندازه سهامداران درونی به عملکرد شرکت آسیب می‌زند. ایشان در یک چارچوب رگرسیونی به طور همزمان تأثیر مالکیت درونی و مالکیت نهادی بر بازده‌های 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 می‌گردند. در دوره زمانی ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۲ آنها دریافتند بازده‌های سهم به طور مثبت و هم جهت با میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی مرتبط هستند که نشان دهنده اثر بخشی سهامداران نهادی در نظارت بر مدیریت می‌باشد [۸]. جنسن و مک لینگ معتقد بودند مالکیت مدیران شرکت در سهام آن به همسو سازی منافع سهامداران و مدیران کمک می‌کند. این مهم باعث می‌شود 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 ممکنست تلاش بیشتری برای بهبود عملکرد شرکت انجام دهند [۹]. به طور کلی علیرغم کار اولیه برل و مینز (۱۹۳۲) و تحقیقات بعدی، رابطه نظری بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت، به ویژه در مورد سهامداران نهادی، به صورت مبهم باقی مانده است [۱۵]. با توجه به نتایج تحقیقات خارجی که در این بخش بیان شد، شاهد نتایج متفاوت و متناقضی در تحقیقات مزبور بودیم به طوریکه نمی‌توان به یک جمع بندی

قطعی در مورد تأثیر هر یک از متغیرهای ترکیب سهامداران بر بازدهی سهام شرکت‌ها رسید [۵].

تحقیقات انجام شده پیرامون موضوع تحقیق در داخل کشور

کمپبل (۲۰۰۲) معتقد است شواهد تجربی در مورد اثر ساختار مالکیتی بر عملکرد شرکتها محدود به مطالعات بر اساس اطلاعات اقتصادی کشور های پیشرفته قرار دارند و نتایج چند گانه و متناقضی ارائه می کنند [۵]. ترکیب ساختار سرمایه و تاثیر 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 تاثیر سازه‌ها و متغیرهای تاخیری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط محمد نمازی و مرتضی حشمتی با هدف تعیین رابطه بین سود آوری، بازدهی سهام، کسری مالی و نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری داراییهای شرکت‌ها است. این تحقیق که در دوره ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۳ انجام شده است با استفاده از مدل رگرسیون داده‌های تابلویی به این نتیجه رسید که بین سود آوری، بازده سهام و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با ساختار سرمایه رابطه معنی دار وجود دارد [۱]. تحقیق دیگری که در این زمینه انجام شده است، تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط آقای محمد نمازی و احسان کرمانی با هدف بررسی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها در طی سال‌های ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۸۶ است. این تحقیق که با روش داده‌های ترکیبی برای دوره مذکور بین ۶۶ شرکت استفاده شده است، نشان می‌دهد که بین مالکیت شرکت و عملکرد آن رابطه وجود دارد و مالکیت مدیریتی به صورت معنی دار و منفی بر عملکرد شرکت تاثیر می‌گذارد و بهتر است مالکیت درست سرمایه گذاران شرکتی باشد [۲]. بررسی رابطه ساختار سرمایه با سود آوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط محمد نمازی و جلال شیرزاده با هدف بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر سود آوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۷۵-۱۳۷۹ تحقیق دیگری است که در این زمینه انجام شده است. در این تحقیق در مجموع اطلاعات ۱۰۸ شرکت مورد

بررسی و تحلیل قرار گرفت. نسبتهای بازده دارایی‌ها و بدهی به مجموع دارایی‌ها در این تحقیق بررسی و با استفاده از رگرسیون دو متغیره ساده و ضریب همبستگی تجزیه و تحلیل‌های اطلاعات انجام شد. نتایج تحقیق نشان داد که بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها رابطه موجود و این رابطه به صنعت مربوطه نیز بستگی دارد و می‌توان ساختار مطلوب سرمایه را در صنایع گوناگون تعیین نمود. این رابطه به تعریف سودآوری نیز بستگی دارد [۳]. تحقیق دیگر عبارت است از بررسی و تعیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد که توسط ایرج نوروش و علی ابراهیمی کردار با هدف ارائه شواهدی در رابطه با نقش نوع دو سرمایه‌گذاری نهادی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. نتایج تحقیق مذکور نشان داد شرکت‌های با مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بالا نسبت به شرکت‌های با درجه پایین تر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی اطلاعات بیشتری در رابطه با سودهای آتی به بازار سرمایه گزارش کرده‌اند. لازم به ذکر است که شیوه‌های مداخله‌کننده‌ای نظیر اندازه، مثبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اهرم مالی در این تحقیق تحت کنترل بوده‌اند [۴].

روش تحقیق

این تحقیق از نظر هدف، تحقیقی کاربردی است زیرا به بررسی روابط متغیرها در بازار اوراق بهادار پرداخته است و به دنبال تبیین روابط و ارائه پیشنهادها جهت ارتقاء کارایی بازار می‌باشد. در ضمن این مقاله از نوع تحقیقات توصیفی همبستگی است و در میان انواع تحقیقات همبستگی از لحاظ هدف جزء تحلیلهای رگرسیونی می‌باشد. ضمن اینکه رویکرد آن استقرایی، یعنی رسیدن از جزء به کل است. قلمرو مکانی این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی این تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۱ هجری شمسی تا پایان سال ۱۳۸۵ هجری شمسی را در بر می‌گیرد. جامعه آماری تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سالهای ۱۳۸۱ لغایت ۱۳۸۵ و نمونه آماری شامل ۴۱ شرکت است که دارای دو شرط اساسی ذیل برای انجام تحقیق بوده‌اند:

۱. سهام شرکت‌ها در فاصله زمانی مورد نظر حتما در دوره ۱۵ لغایت ۲۹ اسفند ماه حداقل در یک روز کاری در تابلوی بورس مورد معامله قرار گرفته باشد.

۲. پایان سال مالی شرکت‌ها پایان اسفند ماه باشد، در ضمن شرکت‌هایی که تغییر سال مالی داشتند از نمونه حذف شدند.

تحقیق حاضر دارای ۵ فرضیه اصلی بشرح زیر است:

- فرضیه اول: میزان مالکیت بزرگترین سهامدار بر بازده سهام شرکت تأثیر منفی می‌گذارد.
- فرضیه دوم: میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر بر بازده سهام شرکت تأثیر منفی می‌گذارد.
- فرضیه سوم: میزان مالکیت سهامداران نهادی بر بازده سهام شرکت تأثیر مثبت می‌گذارد.
- فرضیه چهارم: میزان مالکیت سهامداران حقیقی بر بازده سهام شرکت تأثیر منفی می‌گذارد.
- فرضیه پنجم: میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره بر بازده سهام شرکت تأثیر مثبت می‌گذارد. فرضیه‌های اول و دوم در واقع تأیید نظر مورک، شلیفر و ویشنی (۱۹۸۸) و استالز (۱۹۸۸) است که معتقدند "سهامداران بزرگ منافع خودشان را دارند که بعضی اوقات با منافع دیگر سهامداران سازگار نیست". در این تحقیق خلاف نظر برل و مینز (۱۹۳۲) و نتیجه کار آنها در نظر گرفته شده است. فرضیه سوم بیانگر تأثیر مثبت مالکیت سهامداران نهادی بر بازده سهام است و با فرضیات نظارت کارآ (تخصیص و تجربه سهامداران نهادی هزینه‌های نظارت را کاهش می‌دهد) و همسویی استراتژیک (که بر همسو شدن منافع سهامداران نهادی و مدیران شرکت تأکید دارد) سازگار است. بزعم فرضیه چهارم میزان مالکیت سهامداران حقیقی بر بازده سهام شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. زیرا سهامداران حقیقی معمولاً جزء سهامداران خرد هستند و توان نظارتی کمتری بر مدیران دارند. فرضیه پنجم مدعی است که میزان مالکیت هیئت مدیره شرکت بر بازدهی سهام آن تأثیر مثبت دارد. اگر عضویت در هیئت مدیره را دلیلی بر درونی بودن بدانیم می‌توان گفت این فرضیه نشانگر تأثیر مالکیت سهامداران درونی بر بازده سهام شرکت است. هرچند در مورد جهت این تأثیر، اختلاف نظر زیاد است، اما ما با پذیرش این نظر که "هر قدر مالکیت سهامداران درونی در شرکت بالا برود، مسائل مربوط به نمایندگی بین مدیران و سهامداران بیرونی به احتمال زیاد برطرف خواهد شد" این جهت را مثبت در نظر می‌گیریم. از آنجا که هدف تحقیق

علاوه بر مشخص کردن میزان و جهت تأثیر ترکیب سهامداران بر بازده، خطی یا غیرخطی بودن آن را نیز در بر می‌گیرد (علت بررسی رابطه غیرخطی مشخص کردن نقاط برگشت در رابطه بین ترکیب سهامداران و بازدهی شرکت است)، از توانهای دوم و سوم متغیر ترکیب سهامداران در تحقیق خود نیز استفاده می‌شود. در این پژوهش سعی شده است تا فرضیه‌های تحقیق از طریق بررسی معادله (۱) برای پیدا کردن رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته، آزمون گردند.

معادله (۱)

t در زمان i بازدهی سهام شرکت = $(b1 * a0 + t$ در زمان i ترکیب سهامداران شرکت b) +
 $t * 2$ در زمان i توان دوم ترکیب سهامداران شرکت (b) + $t * 3$ در زمان i توان سوم ترکیب
 سهامداران شرکت (b) + $t * 4$ در زمان i انحراف معیار بازدهی شرکت (b) + $t * 5$ در زمان
 i اندازه شرکت (b) + $t * 6$ در زمان i شرکت P/E نسبت (b) + $t * 7$ در زمان i نسبت بدهی
 شرکت (b) + $t * 8$ متغیر صنعت + (خطاداده‌های موجود برای تحلیل در این تحقیق در دو
 بعد مقطعی و سری زمانی استفاده شده‌اند. داده‌های مقطعی مربوط به اطلاعات شرکت‌ها
 در یک دوره (سال مالی) و داده‌های سری زمانی اطلاعات مربوط به شرکت‌ها در طول
 سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ بوده‌است. برای بررسی رابطه متغیرهای تحقیق در مورد داده‌های
 سری زمانی از متوسط ۵ ساله هر متغیر برای شرکت‌ها استفاده گردید.

متغیرهای تحقیق

"ترکیب سهامداران" بعنوان متغیر مستقل در نظر گرفته می‌شود. (که برای آن نماد OWN را در نظر گرفته خواهد شد) برای ترکیب سهامداران در تحقیقات مختلف تعاریف و ویژگیهای مختلفی ذکر گردیده که در بررسی ادبیات موضوع به آنها اشاره شده است و ما در این تحقیق توجه خود را به ویژگیهای تمرکز، نهادی بودن، حقیقی بودن و درونی بودن معطوف می‌کنیم. با توجه به این مطلب، متغیر ترکیب سهامداران به پنج شاخصه تقسیم می‌گردد:

- میزان مالکیت بزرگترین سهامدار
- میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر
- میزان مالکیت سهامداران نهادی

- میزان مالکیت سهامداران حقیقی
- میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره

تعریف عملیاتی و محاسباتی متغیرهای مستقل تحقیق:

- میزان مالکیت بزرگترین سهامدار: برابر است با درصد مالکیت بزرگترین سهامدار هر شرکت و برای آن نماد BIG را در نظر می‌گیریم.
- میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر: برابر است با مجموع درصد مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر هر شرکت و برای آن نماد 5BIG را در نظر می‌گیریم.
- میزان مالکیت سهامداران نهادی: برابر است با مجموع درصد مالکیت سهامداران حقوقی هر شرکت و برای آن نماد INST را در نظر می‌گیریم.
- میزان مالکیت سهامداران حقیقی: برابر است با مجموع درصد مالکیت سهامداران حقیقی هر شرکت و برای آن نماد INDV را در نظر می‌گیریم.
- میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره: برابر است با مجموع درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره هر شرکت و برای آن نماد MAN را در نظر می‌گیریم.

متغیر وابسته: در این پژوهش بازدهی سالانه سهام شرکت بعنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. (که برای آن نماد RETURN را در نظر می‌گیریم)

متغیرهای کنترل: متغیرهای کنترل در این تحقیق عبارتند از: نسبت بدهی، انحراف معیار بازدهی شرکت، اندازه شرکت، نسبت P/E و متغیر صنعت (که برای آنها نمادهای LEV، SIZE، STDV، PE، INDST را در نظر می‌گیریم). بزعم تحقیقاتی که به تازگی صورت گرفته اند، ارزش شرکت بطور مستقیم از عوامل درونی چون مالکیت مدیران، اندازه شرکت، ساختار سرمایه، ریسک و ... تأثیر می‌پذیرد. در این تحقیق سعی شد مهمترین متغیرهایی که در تحقیقات مشابه با این تحقیق بعنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شده بود، آورده شود. در بسیاری از تحقیقات خارجی از معیار بتا بعنوان شاخص ریسک استفاده شده است، اما ما بخاطر وجود محدودیت‌های موجود از جمله روشهای مختلف محاسبه شاخص، حد نوسان و حجم مبنای، به جای آن از انحراف معیار بازدهی شرکت استفاده نموده‌ایم. یکی دیگر از عوامل ساختاری و درونی شرکتها که بر بازده و سودآوری آنها تأثیر دارد، اندازه شرکت است. محققان در تحقیقات خود شاخص‌های مختلفی را برای سنجش اندازه شرکت به کار برده اند اما به نظر ما ارزش بازار شرکت بهترین معیار

می‌باشد. با در نظر گرفتن تاثیر نمادهای فوق معادله (۱) را می‌توان به شکل معادله (۲) نوشت.

معادله (۲)

$$RETURN_t = a_0 + (b_1 * OWN_t) + (b_2 * OWN_t^2) + (b_3 * OWN_t^3) + (b_4 * STDV_t) + (b_5 * SIZE_t) + (b_6 * PE_t) + (b_7 * LEV) + (b_8 * INDST) + error$$

نکته مهم در مورد محاسبه متغیرهای فوق این است که تمامی آنها بصورت سالانه محاسبه گردیده‌اند و مقطع زمانی محاسبه آنها روز پایانی سال‌های شمسی دوره تحقیق بوده است.

یافته‌های تحقیق

یکی از شرایط برازش مدل رگرسیونی فرض نرمال بودن جمله‌های خطا است. همچنین پیرو این فرض، فرض نرمال بودن متغیر پاسخ نیز یکی از فرضهای اساسی برازش یک مدل رگرسیون است. بنابراین قبل از انجام هر کاری باید این فرض را بررسی کنیم و اگر فرض نرمال بودن پذیرفته شود به ادامه کار پردازیم و در غیر این صورت تدبیری بیندیشیم. نگاره (۱) نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف را برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته یعنی بازدهی در کل دوره نشان می‌دهد. با توجه به مقدار $K-S=1.384$ که از عدد یک بزرگتر است و یا مقدار $Sig=0.043$ که از مقدار 0.05 در نظر گرفته شده برای خطای آزمون کمتر است، بنابراین فرض صفر یا نرمال بودن توزیع بازدهی رد می‌شود. لذا برای ادامه کار از لگاریتم طبیعی بازدهی (Ln) بعنوان تبدیلی مناسب جهت همگن سازی و غربال بندی استفاده می‌گردد.

نگاره ۱. نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته در کل دوره

N		41
Normal Parameters ^a	Mean	47.7729
	Std. Deviation	3.77607E1
Most Extreme Differences	Absolute	.216
	Positive	.216
	Negative	-.126
Kolmogorov-Smirnov Z		1.384
Asymp. Sig. (2-tailed)		.043

نتایج تحقیق

نگاره ۲. نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتیجه	سطح معنی داری	R-square	BIG ³	BIG ²	BIG	شرح
تأیید	۰/۰۰۰	۰/۸۸۹	۰/۶۹	-۱/۱۶	-۱/۷۱۵	b
			۰/۱۶۶	-۱/۹۶	-۲/۸۴	t
			۰/۱۶۹	۰/۰۵۶	۰/۰۳۴	sig
نتیجه	سطح معنی داری	R-square	5BIG ³	5BIG ²	5BIG	شرح
عدم تأیید	۰/۰۸۹	۱/۷۶۴	۰/۹۰۷	-۰/۰۲۹۳	۲/۶۰۶	b
			۰/۱۲۵	-۰/۲	۰/۲۷۶	t
			۰/۹۰۱	۰/۸۴۳	۰/۷۸۴	sig
نتیجه	سطح معنی داری	R-square	INST ³	INST ²	INST	شرح
تأیید	۰/۰۱۴	۴/۲۲۸	-۱/۳۵	۰/۰۲۱۶۲	۴/۲۱۲	b
			-۰/۳۸۵	۰/۴۲۴	-۲/۴۰۶	t
			۰/۷۰۱	۰/۶۷۴	۰/۰۲۶	sig
نتیجه	سطح معنی داری	R-square	INDV ³	INDV ²	INDV	شرح
عدم تأیید	۰/۱۹۳	۱/۲۴۲	-۰/۰۷۹۴	۰/۶۲	-۰/۸۲۰	b
			-۱/۵۲۲	۱/۲۱	-۰/۵۵۸	t
			۰/۱۳۸	۰/۲۳۵	۰/۵۸۱	sig
نتیجه	سطح معنی داری	R-square	MAN ³	MAN ²	MAN	شرح
عدم تأیید	۰/۱۳۴	۱/۷۱۱	۰/۰۰۱۱۵	۰/۰۱۲۴	-۰/۰۹۶۹	b
			۰/۰۵۳	۰/۰۳۸	-۰/۰۶۹	t
			۰/۹۵۸	۰/۹۷	۰/۹۴۵	sig

با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره شماره ۲ میزان مالکیت بزرگترین سهامدار تأثیر منفی روی بازدهی سهام شرکت می‌گذارد اما این تأثیر خطی است و تأثیر غیرخطی تأیید نشد. لذا فرضیه اول تأیید می‌شود یعنی میزان مالکیت بزرگترین سهامدار تأثیر منفی روی بازدهی سهام شرکت می‌گذارد. فرضیه دوم را نمی‌توان تأیید کرد اما آنرا رد هم نمی‌توان نمود زیرا ممکنست نوعی تأثیر غیرخطی بجز تأثیر درجه دوم و درجه سوم وجود داشته باشد. با توجه به نگاره (۲) فرضیه سوم فقط در مورد متغیر درجه اول تأیید می‌گردد یعنی میزان مالکیت سهامداران نهادی تأثیر مثبتی روی بازدهی سهام شرکت می‌گذارد و این تأثیر خطی است. همانند فرضیه دوم، فرضیه‌های چهارم و پنجم را نمی‌توان تأیید کرد اما آنرا رد هم نمی‌توان نمود زیرا ممکنست نوعی تأثیر غیرخطی بجز تأثیر درجه دوم و درجه

سوم وجود داشته باشد.

نتیجه گیری

با توجه به نتایج بدست آمده از تحقیق حاضر (نتایج فرضیه اول) تمرکز در مالکیت بر بازدهی سهام تأثیر منفی دارد و نشانگر تأثیر منفی میزان مالکیت بزرگترین سهامدار یک شرکت بر بازدهی سهام آن است. البته باید توجه داشت که فقط تأثیر خطی میزان مالکیت بزرگترین سهامدار تأیید شد و تأثیر غیرخطی تأیید نگردید. این نتیجه بر خلاف نظر برل و مینز (۱۹۳۲) و نتیجه کار آنهاست ضمن اینکه نظر دمستر در مورد بی تأثیر بودن تمرکز در ساختار مالکیت را نیز نقض می کند. نتایج آزمون فرضیه سوم، تأثیر خطی مالکیت سهامداران نهادی را تأیید و تأثیر غیرخطی آن را رد می کند. این نتیجه با تحقیقات مک کانل و سرواس (۱۹۹۰) و هان و سوک (۱۹۹۸) در آمریکا سازگار است. بزعم نتایج فرضیه چهارم میزان مالکیت سهامداران حقیقی بر بازدهی سهام شرکت تأثیر منفی می گذارد. البته تأثیر خطی و درجه دوم و درجه سوم میزان مالکیت سهامداران حقیقی بر بازده سهام شرکت در فرضیه چهارم و فرضیه پنجم تأیید نشد. در واقع این تأثیر در کشور ایران تأیید نمی شود که با نتایج تحقیقات سایر کشورها بسیار متفاوت است. زیرا تحقیقات بسیاری تأثیر خطی و درجه دوم و درجه سوم مالکیت سهامداران درونی بر عملکرد شرکت را تأیید می کنند هرچند در مورد جهت این تأثیر، اختلاف نظر زیاد است. با توجه به نتایج فوق می توان گفت که میزان مالکیت بزرگترین سهامدار (که یکی از شاخص های تمرکز در مالکیت می باشد) روی بازدهی شرکت تأثیر منفی دارد. شرکت هایی که بیشتر مالکیت آنها در اختیار یک سهامدار است، نسبت به آنهایی که مالکیت آنها پراکندگی بیشتری دارد، بازدهی کمتری دارند و تمرکز مالکیت در اختیار یک سهامدار باعث کاهش بازدهی شرکت می شود. در مورد شاخص دیگر تمرکز در ترکیب سهامداری، یعنی میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر بدلیل اینکه تأثیر آن بر بازدهی تأیید نشده است، نمی توان مباحث فوق را مطرح کرد. تأثیر نهادی بودن سهامداران بر بازدهی شرکت نیز تأیید گردیده است یعنی هر چه مالکیت سهامداران نهادی در یک شرکت بیشتر باشد باعث می شود که بازدهی آن در طی زمان افزایش یابد. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه های چهارم و پنجم می توان گفت میزان مالکیت سهامداران حقیقی و میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره (که نشانگر درونی بودن سهامداران می باشد) تأثیر خطی و تأثیر از نوع درجه دوم و درجه سوم

بر بازدهی شرکت‌ها ندارند. در نهایت می‌توان گفت شرکت‌هایی که درصد کمتری از سهام آنها در اختیار بزرگترین سهامدار آنهاست (ترکیب سهامداران پراکنده تری دارند) برای سرمایه‌گذاری گزینه‌های مناسبتری هستند و شرکت‌هایی که درصد بیشتری از سهام آنها در اختیار سهامداران حقوقی است، برای سرمایه‌گذاری گزینه‌های مناسبتری هستند زیرا بازدهی بیشتری دارند.

پیشنهاد‌های تحقیق

با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق و مشخص شدن تأثیر میزان مالکیت بزرگترین سهامدار و میزان مالکیت سهامداران نهادی بر بازده سهام شرکتها، پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران در هنگام اخذ تصمیمات خرید و فروش ترکیب سهامداران را هم بعنوان یکی از متغیرهای تصمیم در نظر داشته باشند. در ضمن پیشنهاد‌های زیر برای انجام تحقیقات آتی ارائه می‌گردد:

- بررسی تأثیر مالکیت دولتی و خصوصی بر عملکرد شرکت‌ها
- بررسی تأثیر بازدهی و عملکرد شرکت بر ترکیب سهامداران (عکس موضوع این تحقیق: ترکیب سهامداران را متغیری درونزا در نظر بگیریم)
- بررسی تأثیر ترکیب سهامداران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها

منابع

۱. نمازی محمد، حشمتی مرتضی. بررسی تاثیر سازه‌ها و متغیرهای تاخیری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۶؛ ۴۹: ۱۶۰-۱۳۹.
۲. نمازی محمد، کرمانی احسان. تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۵۳: ۸۳-۱۰۰.
۳. نمازی محمد، شیرزاده جلال. بررسی رابطه ساختار سرمایه با سود آوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۴؛ ۴۲: ۹۵-۷۵.

۴. نوروش ایرج، ابراهیمی کردار علی. بررسی و تعیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۴؛ ۴۲: ۹۷-۱۲۴.

5. Campbell Kevin. Ownership Structure and the Operating Performance Of Hungarian Firms. 2002.
6. Demsetz Harold, Villalonga Belen. Ownership Structure and Corporate Performance. Journal of Corporate Finance 2001; 7: 209-233.
7. Djankov Simeon. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States; 1999.
8. Han Ki C, Suk David. The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Additional Evidence. Review of Financial Economics 1998; 7: 143-155.
9. Jensen M. C, Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. Journal of Financial Economics 1976.
10. Lemmon Michael. L, Lins Karl. V. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis; 2002.
11. McConnell John. J, Servaes Henri. Additional evidence on equity ownership and corporate value. Journal of Financial Economics 1990; 27: 595-612.
12. McConnell John. J, Servaes Henri, Lins Karl. V. Changes in Equity Ownership and Changes in the Market Value of the Firm; 2005.
13. Morck Randall, Shleifer Andrei, Vishny Robert. Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis; Journal of Financial Economics 1988; 20: 293-315.
14. Na Suk-kwon. "Ownership Structure and Firm Performance in Korea", University of Missouri-Columbia; 2002
15. Pushner George Michael. Ownership Structure and Corporate Performance in the U.S. and Japan. Columbia University; 1993.
16. Shleifer Andrei, Vishny Robert. A Survey of Corporate Governance. Journal of Finance 1997; 52: 737-783.
17. Soongsoo Han. Ownership Structure and Characteristics of Earnings. University of Illinois; 2006.
18. Stulz R.M. Managerial control of voting rights: financing policies and market for corporate control. Journal of Financial Economics 1988; 20: 25-54.
19. Yammesri Jira, Lodh Sudhir C. The Effects of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Thailand; 2001.