

بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

امیر مهرافزون^۱، مهدی طالب قصابی^۲

^۱ دانشجوی، گروه حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، جمهوری اسلامی ایران.

^۲ مربی، گروه حسابداری، واحد اندیمشک، دانشگاه آزاد اسلامی، اندیمشک، جمهوری اسلامی ایران.

نام نویسنده مسئول:

امیر مهرافزون

چکیده

پژوهش هدف این مقاله بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور ۸۶ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۵ بررسی شده اند. متغیر مستقل پژوهش تمرکز مالکیت و جریان نقد آزاد است. همچنین متغیر وابسته نیز عملکرد شرکت ها می باشد. اندازه شرکت و اهرم مالی نیز به عنوان متغیرهای کنترلی در این پژوهش بکار گرفته شده است. برای پاسخ به سوالات پژوهش سه فرضیه از طریق رگرسیون حداقل مربعات معمولی به شکل خطی چند متغیره با داده های تلفیقی (پولد) مورد بررسی و آزمون قرار می گیرد. نتیجه بررسی ها در سطح کل شرکت ها مشخص نمود تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مثبت و معناداری دارد.

واژگان کلیدی: تمرکز مالکیت، جریان نقد آزاد، عملکرد و بورس اوراق بهادار.

مقدمه

ساختار مالکیت یکی از مکانیزم های داخلی راهبری شرکتی است. راهبری شرکتی یکی از مولفه های اساسی و مهم رشد می باشد. با این حال راهبری شرکتی مورد بی توجهی ادبیات اقتصادی قرار گرفته است. تئوری سنتی شرکتی بر مبنای مفهوم جعبه سیاه قرار دارد که داده را به ستاده تبدیل می کند. این تئوری بیان می کند که هدف شرکت حداکثرسازی سود می باشد که وقتی حاصل می شود که درآمد نهایی مساوی هزینه نهایی باشد. این تئوری به ساختار سازمانی درون شرکت توجهی نداشته است. (فضل زاده و همکاران، ۱۳۸۹). از طرفی دیگر، افزایش جریان های نقدی آزاد و بدنبال آن، تمایل مدیران برای مصارف غیربهبینه وجوه مزبور، می تواند مشکلات نمایندگی را افزایش دهد و بدنبال آن، مشکلات نمایندگی ناشی از جریان های نقدی آزاد نیز، بر مسیر تصمیم گیری های آتی تاثیر می گذارد (طالب نیا و همکاران، ۲۰۱۲). بنابراین، هنگامی که مدیران واحد تجاری با جریان های نقدی آزاد مواجه می شوند؛ در وهله اول، مهم این است که آن ها بتوانند وجوه مذکور را در پروژه های مناسب و پر بازده سرمایه گذاری کنند تا از این طریق موجب افزایش ثروت مالکان و همچنین، رشد واحد تجاری گردند (گول و تیسوی، ۱۹۹۸).

سهامداران بزرگ، انگیزه های بیشتری برای نظارت مدیریت دارند، زیرا هزینه های مرتبط با نظارت مدیریت کمتر از منافع مورد انتظار سهامداران بزرگ در شرکت است. در شرکت های با مالکیت متمرکز هیئت مدیره و سهامداران بزرگ یا سهامداران عمده می توانند بعنوان ناظرینی عمل کنند که قادر به افزایش کیفیت مدیریت و نیز ارتقای سطح کارایی شرکت باشند (جان و سنبت، ۱۹۹۸؛ شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶). رامسی و بلیر (۱۹۹۳) نشان دادند که تمرکز مالکیت زیاد انگیزه های کافی را برای سهامداران بزرگ جهت نظارت مدیران فراهم می کند. دمستز و لهن (۱۹۸۵) و استیگلیتز (۱۹۸۵) بطور آزمایشی از این نظریه به کمک یافته ها، حمایت و پشتیبانی کردند که صاحبان بزرگ سهام، پاداش هایی برای پایین آوردن قیمت هزینه های ثابت اطلاعات جمع آوری شده دارند و نظارت مدیریتی را ضمانت کردند. در مقابل، مالکیت پراکنده منجر به انگیزه های پایین تری برای نظارت مدیریت می شود در شرایطی که سهامداران، سهم کمتری در شرکت دارند، سهامداران یا پاداش ناچیزی دارند یا اصلاً برای نظارت مدیریت ها انگیزه ای ندارند (رامسی و بلیر، ۱۹۹۳) زیرا هزینه های نظارتی از مزایایی نظارت مدیران پیشی خواهد گرفت. برخلاف نظریه مطرح شده در بالا، مطالعات بچاک (۱۹۹۴) و استیگلیتز (۱۹۸۵) نشان داده است که تمرکز مالکیت ممکن است اثر منفی روی ارزش شرکت بگذارد، زیرا سهامداران بزرگ، برای سوءاستفاده از وضعیت، کنترل غالب دارند. هنگامی که شرکت با میزان زیادی از جریان نقدی آزاد مواجه باشد، میزان رفتارهای فرصت طلبانه مدیران نیز افزایش پیدا می کند. با افزایش اهرم مالی، به تدریج میزان این جریان های نقدی و در نتیجه میزان اختیارات مدیران در چگونگی مصرف وجوه نقد شرکت کاهش می یابد. با توجه به مطالب ذکر شده در قسمت های قبل، این موضوع می تواند به کاهش مدیریت سود منجر گردد. اگر شرکت هایی که درگیر افزایش اهرم مالی هستند دارای جریان نقدی آزاد محدودی باشند، در این صورت مدیران تلاش خواهند نمود وجوه نقد باقی مانده پس از بازپرداخت اصل و بهره بدهی ها را در سرمایه گذاری های مطمئن به منظور ارزش آفرینی برای سهامداران مصرف کنند و از سرمایه گذاری های پرخطر پرهیز خواهند نمود. با توجه به مطالب بالا مسأله اساسی در این تحقیق بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد واحد تجاری است، تا بتوان براساس آن درک مدیران و به طور کلی نظام بورس اوراق بهادار را در مورد چگونگی تحت تأثیر قرار گرفتن کارایی سرمایه گذاری به وسیله اطلاعات حسابداری براساس معیارهای ریسک شرکت را بالا برد.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش**تمرکز مالکیت**

کنترل مطلق سهامداران عمده بر اداره امور شرکت را تمرکز مالکیت گویند (بادآورنهدی و همکاران، ۱۳۸۹). در برخی از تحقیقات نیز مجموع سه سهامدار عمده به عنوان تمرکز مالکیت در نظر گرفته می شود (راه چمنی، ۱۳۸۹). ولوری و جنکینز (۲۰۰۶) تمرکز مالکیت را درصد جمعی مالکیت پنج مورد از بزرگترین سرمایه گذاران نهادی تعریف می کنند. ایشان همچنین نشان دادند که بین تمرکز سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود رابطه ای منفی وجود دارد. در واقع تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می شود که میزان قابل توجهی از سهام شرکت در دست سهامداران عمده (اکثریت) بوده و نشان دهنده آن است که چه درصدی از سهام شرکت به عده محدودی تعلق دارد (اعتمادی و دیگران، ۱۳۸۸). مالکیت متمرکز ممکن است به موضوع تضاد منافع بین سهامداران اکثریت و اقلیت منجر شود. در واقع سهامداران عمده با کنترل شرکت ممکن

است ترجیحات شخصی خود را تحمیل کنند، حتی اگر این خواسته ها برخلاف کسانی که سهامدار اقلیت هستند، اجرا شود (آلوس، ۲۰۱۲). فروغی و فولادی (۲۰۱۱) ساختار مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران مورد مطالعه قرار دادند. نتایج حاکی از آن است که ساختار مالکیت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران متمرکز بوده و تحت تأثیر دولت می باشد. این سطح بالای تمرکز می تواند ریسک عملیاتی و مالی ایجاد کند.

جریان نقد آزاد

فرضیه جریان نقدی آزاد اولین بار توسط جنسن در سال ۱۹۸۶ بیان گردید. طبق این فرضیه شرکت هایی با جریان نقدی آزاد بالا همیشه با اختلافات مربوط به سود بین سهامداران و مدیران مواجه هستند. سهامداران از مدیران می خواهند که پول نقد را در پروژه هایی سرمایه گذاری کنند که ارزش سهام آنها را به حداکثر برساند اما مدیران تمایل دارند پول نقد را برای اهداف شخصی خودشان سرمایه گذاری کنند (خان و همکاران، ۲۰۱۲). جریان نقد آزاد وجه نقدی را نشان می دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی ها، در اختیار دارد. هنگامی که مدیران واحد تجاری با جریان های نقد آزاد مواجه می شوند، در وهله اول مهم این است که آنان بتوانند وجوه مذکور را در پروژه های مناسب و پربازده سرمایه گذاری کرده تا از این طریق برای مالکان خود ایجاد ارزش نمایند (خدادی و همکاران، ۱۳۹۲).

عملکرد شرکت

منظور از سنجش عملکرد شرکت ها ارزیابی کلی از وضعیت مالی و نتایج عملیات به منظور اخذ تصمیمات منطقی می باشد. سلامت و موفقیت یک شرکت از لحاظ مالی وابسته به این است که عملکرد نسبی آن شرکت نسبت به رقبایش چگونه عمل می کند. عملکرد نسبی یک شرکت نسبت به رقبایش به دو دلیل مهم است: اول اینکه سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان معمولاً هنگام تصمیم گیری در مورد اینکه چگونه سرمایه خود را تخصیص دهند، عملکرد مالی شرکت های رقیب را مقایسه می کنند. دوم اینکه عملکرد نسبی یک شرکت نسبت به رقبایش ممکن است یک عامل مهم در تعیین پاداش هیئت مدیره باشد (شریعتی ایوری، ۱۳۸۸). توسعه و پیچیدگی روزافزون فعالیت های اقتصادی و پیدایش واحدهای تجاری گوناگون و تشکیل شخصیت های حقوقی مستقل و ضرورت ارائه اطلاعات دقیق و مهمتر از آن چگونگی نگرش به اطلاعات ارائه شده این واحدها و شخصیت های حقوقی در جهت تصمیم گیری های داخلی و خارجی شرکت، منجر به ابداع روش ها و تکنیک هایی در ارزیابی شرکت ها از جنبه های مختلف شده است. همزمان با پیشرفت حسابداری این روش ها، فنون و تکنیک ها توسعه و تکمیل یافته و در اختیار تحلیلگران مالی و تصمیم گیرندگان قرار گرفته است. در راستای این پیشرفت نقش اصلی محققان بر همگان واضح و مبرهن است. تلاش های محققان در کنار ضرورت نیاز استفاده کنندگان به اطلاعات بهتر و علمی تر سبب شده تا حسابداری از نقش سنتی خود که ثبت و گزارش رویدادها و فعالیت های مالی بوده پا را فراتر گذارد و به عنوان مبنایی در تصمیم گیری ها و تجهیز و تخصیص بهینه سرمایه نقش مهمی را در رشد و شکوفایی کشور ایفا کند. بورس اوراق بهادار عمده ترین طریق تجهیز و تخصیص سرمایه است. عرضه سهام شرکت ها در بورس فرصت سرمایه گذاری ایجاد می کند و تمایل بیشتر به افزایش سرمایه و حداکثر سازی ثروت از طریق بالا بردن بازده سرمایه گذاری و افزایش قیمت سهام در کنار احتیاط و ریسک کاهش یا از بین رفتن سرمایه گذاری موجب شده تا سرمایه گذاران و خریداران اوراق بهادار توجه ویژه ای به ارزیابی شرکت و عملکرد مدیران و تغییرات در قیمت سهام داشته باشند. لذا هرگونه اطلاعات و روش و معیاری که در جهت ارزیابی شرکت و عملکرد مدیران مؤثر باشد مورد توجه آنان قرار می گیرد (جشانی، ۱۳۹۶).

پیشینه تجربی پژوهش

نوبانی و آبراهام (۲۰۱۶) به بررسی تاثیر جریان نقد آزاد، تمرکز مالکیت و هزینه نمایندگی بر سودآوری شرکت ها در یک دوره چهار ساله از ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳ پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که جریان نقد آزاد تاثیر معناداری بر هزینه نمایندگی و هزینه نمایندگی نیز تاثیر معناداری بر سودآوری شرکت های بورسی ندارد. محمودی و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر جریان وجه نقد آزاد و هزینه نمایندگی بر عملکرد شرکت ها پرداختند. آنان برای اندازه گیری عملکرد از ۴ شاخص بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت کیو توبین و بازده سهام استفاده کردند. نتایج پژوهش محمودآبادی و همکاران نشان داد که بین جریان وجه نقد آزاد و کلیه معیارهای اندازه گیری عملکرد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد اما بین هزینه نمایندگی و عملکرد شرکت ها رابطه معناداری مشاهده نشد. حبیب (۲۰۱۱) نشان

داد که شرکت های با جریان نقد آزاد مثبت و فرصت های رشد قابل توجه، افزایش در ارزش را تجربه می کنند. افزون بر آن، نتایج بیانگر این بود که جریان نقدی آزاد، ارتباط مثبتی با بازده سهام دارد.

وانگ ۱۰ (۲۰۱۰) در پژوهشی ابتدا به آزمون تجربی رابطه بین جریان وجه نقد آزاد و هزینه های نمایندگی پرداخت و پس از آن، تأثیر این دو عامل را بر عملکرد شرکت های تایوانی مورد بررسی قرار داد. وی با در نظر گرفتن گردش جمع دارایی ها و نسبت هزینه های عملیاتی به فروش به عنوان معیارهای مناسب هزینه های نمایندگی به شواهدی مبنی بر تأیید نظریه نمایندگی دست یافت. به این معنا که هزینه های نمایندگی بر عملکرد عملیاتی و بازده سهام شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. هم چنین، نتایج پژوهش وانگ نشان داد که بین جریان وجه نقد آزاد و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنادار وجود دارد که این خود به معنی نبود شواهد کافی در تأیید فرضیه جریان وجه نقد آزاد است. دمستز و ویلالونگا ۱۱ (۲۰۱۰) ارتباط بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ها را بار دیگر 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 بخش سهام تملک شده توسط مدیریت و دیگری بخشی از سهام که در اختیار پنج نفر از بزرگترین سهامداران شرکت است. نتایج تحقیق نشان داد که از نظر آماری هیچ ارتباط مهمی بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود ندارد.

خوش خواهش ۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت سهام و کیفیت سود شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. یافته های تحقیق حاکی از آن است که بین تمرکز مالکیت و ارزش پیش بینی کنندگی و ارزش تأیید کنندگی سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به این معنا که با افزایش سرمایه گذاران نهادی کیفیت سود افزایش می یابد؛ به بیانی دیگر، وجود سرمایه گذاران نهادی در ساختار مالکیت شرکت ها باعث ارائه اطلاعات مربوط تر (دارای ارزش تأیید کنندگی و پیش بینی کنندگی)، بیطرفانه و بموقع می شود. همچنین بین تمرکز مالکیت و بیان صادقانه رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بنابراین می توان دریافت که به طور کلی تمرکز مالکیت باعث بهبود ویژگی ارائه صادقانه سود گزارش شده می شود.

کرمی و دیگران ۱۳۹۵) به بررسی رابطه تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در صنایع مواد غذایی و صنایع دارویی بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. تمرکز مالکیت با استفاده از درصد مالکیت سهامداران عمده بالای ۵ درصد، عملکرد با استفاده از معیارهای نسبت بازده دارایی ها، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت Q توبین و سیاست تقسیم سود با استفاده از نسبت سود تقسیمی (سود تقسیمی هر سهم / سود هر سهم) سنجیده شده است. نتایج نشان می دهد که در سطح ۹۵٪ بین تمرکز مالکیت و دو معیار عملکرد یعنی نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت Q توبین رابطه معناداری وجود دارد.

محمد آزادی و محمدی ۱۳۹۴) به بررسی مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و حق الزحمه حسابرسی پرداختند. بدین منظور داده های لازم از صورت های مالی ۵۱ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۱ جمع آوری شد. نتایج بیانگر عدم ارتباط مالکیت نهادی با حق الزحمه حسابرسی بود و رابطه تمرکز مالکیت و حق الزحمه حسابرسی مثبت و معنادار است. آقایی و همکاران ۱۳۹۳) در پژوهشی به تأثیر جریان وجه نقد آزاد و ساختار سرمایه بر معیارهای مختلف ارزیابی عملکرد شرکت های صنعت مواد و محصولات دارویی عضو بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که شرکت های دارویی با افزایش اهرم بدهی و جریان وجه نقد آزاد می توانند نرخ بازده حقوق صاحبان سهام را افزایش دهند. هم چنین، با افزایش اهرم بدهی و جریان وجه نقد آزاد می توانند نرخ بازده دارایی ها را کاهش دهند. افزون بر این، با افزایش اهرم بدهی، شاخص کیوتو بین افزایش می یابد اما افزایش جریان وجه نقد آزاد تأثیری بر شاخص کیوتو بین ندارد.

روش شناسی پژوهش

هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، بنابراین پژوهش حاضر از لحاظ هدف جزء تحقیقات کاربردی بوده و از لحاظ روش شناسی از نوع تحقیقات همبستگی علی پس از وقوع می باشد. همچنین این تحقیق به لحاظ ارتباط با محیط پیرامونی از نوع تحقیقات شبه تجربی می باشد. جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹-۱۳۹۵ تشکیل می دهد و نمونه انتخابی تحقیق شرکت هایی هستند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

تا پایان اسفندماه سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

شرکت ها نباید سال مالی خود را در طی دوره های مورد نظر تغییر داده باشند. شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ به طور کامل ارائه کرده باشد. جزء شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری، حمل و نقل، بانک ها، بیمه و ... نباشد. پس از غربالگری جامعه تحقیق و اعمال محدودیت های فوق، ۹۵ شرکت بعنوان نمونه انتخاب گردیده است. سپس کلیه اطلاعات مورد نیاز جهت انجام این پژوهش از بانک های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای ره آورد نوین و تدبیر پرداز و نشریه های بورس جمع آوری گردید. تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها نیز پس از گردآوری داده های مورد نیاز از طریق نرم افزار ایویوز نسخه 9 انجام شده است.

فرضیه های پژوهش

در این تحقیق با توجه به مبانی نظری پژوهش سه فرضیه به شرح زیر مورد آزمون قرار می گیرد:

بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت ها تاثیر معناداری دارد.

مدل پایه و نحوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش

در این پژوهش بر اساس تحقیق نویانی و آبراهام (۲۰۱۶)، برای بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد، از مدل رگرسیونی خطی زیر استفاده می شود:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1(EC)_{it} + \beta_2(fcf)_{it} + \beta_3(EC * fcf)_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5(LEV)_{it} + \epsilon \quad (1)$$

که در رابطه (۱): ROE_{it} : عملکرد شرکت، FCF_{it} : جریان نقد آزاد شرکت، EC_{it} : تمرکز مالکیت، $Size_{it}$: اندازه شرکت، LEV_{it} : اهرم مالی و ϵ : باقیمانده خطا می باشند

نحوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش

متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق شامل متغیر وابسته، مستقل و کنترل به شرح زیر اندازه گیری شده اند:

الف) متغیر وابسته

عملکرد شرکت: یکی از معیارهای سنجش عملکرد شرکت ها بازده حقوق صاحبان سهام می باشد. نسبت بازده حقوق صاحبان سهام نشان دهنده میزان سود بدست آمده برای هر یک واحد پول (هر یک ریال) سرمایه گذاری شده بوسیله صاحبان سهام عادی (سهامداران عادی) می باشد. هدف مدیریت قاعدتاً تحصيل حداکثر بازده برای سرمایه گذاری سهامداران عادی در واحد انتفاعی است. بنابراین، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام عادی، بهترین معیار یگانه برای سنجش موفقیت واحد انتفاعی در دستیابی به هدف مزبور محسوب می شود (شباهنگ، ۱۳۸۳). نسبت بازده حقوق صاحبان سهام از طریق فرمول زیر قابل محاسبه است:

$$ROE = \frac{\text{سود خالص}}{\text{مجموع حقوق صاحبان سهام}}$$

ب) متغیرهای مستقل

جریان نقد آزاد: مطابق با پژوهش نویانی و آبراهام (۲۰۱۶)، جهت محاسبه جریان نقد آزاد از خالص جریان نقدی ۱۲ استفاده می شود: جریان نقدی ناشی از فعالیت های سرمایه گذاری ۱۳ - جریان نقدی عملیاتی ۱۴ = خالص جریان نقدی

تمرکز مالکیت (EC) ۱۵: تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می شود که میزان درخور ملاحظه ای از سهام شرکت به سهامداران (عمده) اکثریت تعلق داشته باشد و نشان می دهد چند درصد سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد. که در این پژوهش برای سنجش تمرکز مالکیت از درصد سهام متعلق به سهامداران عمده ۱۶ استفاده می شود (نوبانی و آبراهام، ۲۰۱۶).

ج) متغیرهای کنترلی

در این پژوهش مطابق تحقیق نوبانی و آبراهام (۲۰۱۶)، از دو متغیر کنترلی به شرح زیر که تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد کنترل می کنند استفاده می شود.

اندازه شرکت ۱۷: معیارهای مختلفی برای اندازه گیری متغیر "اندازه شرکت" وجود دارد که عبارتند از: مقدار کل دارایی ها، میزان فروش و تعداد کل کارکنان. در این پژوهش از لگاریتم کل دارایی ها برای اندازه گیری متغیر "اندازه شرکت" استفاده می شود.

$$Size_{it} = \text{Log} (A_{it})$$

اهرم مالی ۱۸: اهرم مالی بیانگر آن است که تامین مالی شرکت به چه میزان از محل بدهی و به چه میزان از محل سرمایه صورت می گیرد. در اغلب تحقیقات صورت گرفته برای اندازه گیری اهرم مالی از نسبت بدهی به کل دارایی استفاده شده که عبارت است از مجموع بدهی ها تقسیم بر مجموع دارایی ها.

$$LEV = \frac{\text{مجموع بدهی ها}}{\text{مجموع دارایی ها}}$$

یافته های پژوهش

نتایج تحلیل توصیفی در جدول (۱) درج شده است. مجموع مشاهدات در این پژوهش برابر با ۶۶۵ سال - شرکت طی سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ می باشد. نتایج تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش نشان می دهد میانگین عملکرد در شرکت های نمونه برابر است با ۰,۰۲۰ می باشد. هر چه قدر نسبت ذکر شده بیشتر باشد بیانگر عملکرد بهتر شرکت ها می باشد. میانه این متغیر نیز برابر با ۰,۰۰۳ بوده و نشان می دهد ۵۰ درصد مشاهدات پژوهش، عملکرد بیشتر از ۰,۰۰۳ دارند. میانگین و انحراف معیار متغیرهای مستقل تمرکز مالکیت، جریان نقد آزاد و تعامل بین تمرکز مالکیت و جریان نقد آزاد به ترتیب ۰,۰۷۶۱، ۰,۱۷۳، ۰,۰۶۵، ۰,۲۱۷، ۰,۰۵۴، ۰,۲۴۹ است؛ با مقایسه ضریب تغییرات (حاصل تقسیم انحراف معیار بر میانگین) این متغیرها، که در واقع متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش حاضر هستند، می توان به این نتیجه رسید که در بین متغیرهای مذکور، تمرکز مالکیت دارای کم ترین ضریب تغییرات (پراکندگی) و در نتیجه دارای بیش ترین ثبات و پایداری در طی دوره پژوهش بوده است و لذا این معیار از قابلیت اطمینان بالاتری در طی دوره پژوهش برخوردار است. در ارتباط با متغیرهای کنترلی نیز باید گفت که میانگین متغیر اهرم مالی ۰,۶۴۰ است؛ لذا می توان ادعا کرد که بخش عمده ای از ساختار سرمایه شرکت های مورد بررسی را بدهی تشکیل می دهد. از سوی دیگر برای اکثر متغیرهای پژوهش حاضر میانگین و میانه ی متغیرها نزدیک به هم است. این امر بیانگر آن است که متغیرها از توزیع مناسبی برخوردار هستند.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
عملکرد شرکت	ROE_{it}	۰/۰۲۰	۰/۰۰۳	۲/۸۸۹	-۰/۶۵۶	۰/۲۰۵
تمرکز مالکیت	EC_{jt}	۰/۷۶۱	۰/۸۰۹	۱/۰۰۰	۰/۰۲۴	۰/۱۷۳
جریان نقد آزاد	fcf_{jt}	۰/۰۶۵	۰/۰۱۰	۱/۹۵۱	-۰/۶۲۰	۰/۲۱۷
تعامل بین تمرکز مالکیت و جریان نقد آزاد	$EC * fcf_{jt}$	۰/۰۵۴	۰/۰۰۷	۲/۶۰۳	-۱/۵۷۵	۰/۲۴۹
اندازه شرکت	$Size_{jt}$	۱۴/۰۹۴	۱۳/۹۱۱	۱۹/۰۶۶	۱۰/۰۳۱	۱/۵۳۳
اهرم مالی	$LEVE_{jt}$	۰/۶۴۰	۰/۶۴۷	۰/۹۱۵	۰/۰۱۲	۰/۲۷۶

منبع: یافته های تحقیق

15 Equity concentration

16 The percentage of stocks owned by major stockholders

17 Firm Size

18 Leverage

پایایی متغیرهای کمی پژوهش

به جهت بررسی پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون آزمون لوین، لین و چو استفاده شده و نتایج در جدول (۲) درج شده است. با توجه به نتایج ارائه شده در جدول (۲) متغیرهای کمی پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ از پایایی لازم برخوردار می باشند.

جدول (۲): نتایج آزمون پایایی متغیرها

متغیر	نماد	آماره ی آزمون لوین، لین و چو	سطح معناداری
عملکرد شرکت	ROE_{it}	-۱۹/۳۷۶	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	EC_{jt}	-۴/۱۶۴	۰/۰۰۰
جریان نقد آزاد	fcf_{jt}	-۴۸/۶۵۹	۰/۰۰۰
تعامل بین تمرکز مالکیت و جریان نقد آزاد	$EC * fcf_{jt}$	-۷۱/۰۸۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	$Size_{jt}$	-۱۰/۳۱۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	$LEVE_{jt}$	-۸/۴۰۸	۰/۰۰۰

منبع: یافته های تحقیق

آزمون فرضیه های پژوهش

جدول (۳): نتایج حاصل از برآورد الگوی تحقیق

متغیر	نماد	ضریب متغیر	آماره t	سطح خطا
عرض از مبدأ	C	۰/۹۵۵	۴/۸۵۳	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	EC_{jt}	۰/۱۶۹	۲/۷۷۱	۰/۰۰۵
جریان نقد آزاد	fcf_{jt}	۰/۴۹۳	۱۱/۹۶۵	۰/۰۰۰
تعامل بین تمرکز مالکیت و جریان نقد آزاد	$EC * fcf_{jt}$	-۰/۲۳۷	-۶/۶۹۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	$Size_{jt}$	-۰/۰۷۰	-۵/۶۹۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	$LEVE_{jt}$	-۰/۱۴۴	-۳/۴۰۶	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۳۸۸		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۸۰		
آماره ی دوربین-واتسون		۲/۴۲۸		
آماره ی F		۳/۶۱۸		
احتمال آماره ی F		۰/۰۰۰		

منبع: یافته های تحقیق

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۳) و با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۲۸ درصد است، می توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق ۲۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند. همچنین، با توجه به اینکه مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل تحقیق (۲/۴۲۸) بوده و از آن جایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می باشد می توان نتیجه گرفت باقیمانده ها مستقل از هم می باشند. لذا فرض صفر مبنی بر عدم وجود همبستگی بین جملات خطا تأیید می شود. و در نهایت آماره ی F بدست آمده (۳/۶۱۸) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است.

الف) آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان میدارد: بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۳)، و با توجه به اینکه در عمل ۲ معیار برای پذیرش یا عدم پذیرش فرضیه های تحقیق وجود دارد: (۱) میزان معنی داری آزمون (p-value یا sig) کمتر از خطای ۰,۰۵ باشد که سطح معناداری برای متغیر تمرکز مالکیت ۰/۰۰۵ است

و ۲) قدر مطلق مقدار آماره t استیودنت در سطح اطمینان ۰/۹۵، نیز بزرگتر از ۱,۹۶ باشد که مقدار آن برای متغیر مذکور ۲,۷۷۱ است. ضمناً ضریب متغیر تمرکز مالکیت ۰,۱۶۹ می باشد که ضریب مثبت متغیر نشان دهنده آن است که افزایش تمرکز مالکیت سبب بهبود عملکرد می شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می گیرد.

ب) آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان میدارد: بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. همانطور که مشاهده می کنید سطح خطا و آماره t استیودنت برای متغیر جریان نقد آزاد به ترتیب ۰/۰۰۰ و ۱۱/۹۶۵ است همچنین ضریب بتای این متغیر ۰/۴۹۳ می باشد که ضریب مثبت متغیر نشان دهنده آن است که افزایش جریان نقد آزاد سبب بهبود عملکرد می شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می گیرد. و به این معناست که ۱ واحد افزایش در جریان نقد آزاد عملکرد شرکت ها را به اندازه ۰,۴۹۳ می تواند افزایش دهد.

ج) آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم بیان میدارد: تمرکز مالکیت بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت ها تأثیر معناداری دارد. همانطور که مشاهده می کنید سطح خطا و آماره t استیودنت برای متغیر تعامل بین تمرکز مالکیت و جریان نقد آزاد به ترتیب ۰/۰۰۰ و ۶/۶۹۴- است همچنین ضریب بتای این متغیر ۰/۲۳۷- می باشد که ضریب منفی متغیر نشان دهنده آن است که افزایش تمرکز مالکیت دارای تأثیر منفی و معناداری بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت ها است. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می گیرد. همچنین نتایج پژوهش نشان داد بین متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی با عملکرد رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

بحث و نتیجه گیری

درخصوص فرضیه اول، محققان در علم اقتصاد، مدیریت و مالی، به طور گسترده به تحلیل اهمیت ساختار مالکیت پرداخته اند. براساس تئوری نمایندگی، تضاد منافع میان مالکان و مدیران هزینه های نمایندگی را سبب می شود. قوانین مربوط به حاکمیت شرکتی درصدد کاهش این هزینه هاست. یکی از ابزارهای بااهمیت در این حوزه تمرکز مالکیت و امکان کنترل مدیران است. زمانی که مالکیت در دست سهامداران عمده می باشد، سیستم کنترل متمرکز و زمانی که مالکیت توزیع شده باشد، سیستم کنترل نامتمرکز خواهد بود. از آنجایی که تمرکز مالکیت، بعنوان یک عامل بااهمیت سازوکار حاکمیت شرکتی مشاهده شد، بنظر می رسد هویت مالکان کنترل کننده نقش اساسی در رابطه با مالکیت و عملکرد داشته باشد. بنابراین، منطقی بنظر می رسد که ارزش و سودآوری شرکتی که سهامداران عمده آن دارای سهام بیشتری هستند، بهتر از شرکتی باشد که سهامداران عمده آن سهام کمتری در اختیار دارند (مشایخ، ۱۳۹۰). با تمرکز مالکیت بیشتر، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده و عملکرد شرکت ها بهبود می یابد. نتایج این فرضیه با یافته های کاپوپپولوس و لازارتو (۱۹۷۶) و جنسن و مک کلینگ (۱۹۷۶) همخوانی دارد.

درخصوص فرضیه دوم می توان اظهار داشت با افزایش جریان های نقدی آزاد، منابع بیشتری در اختیار مدیران قرار می گیرد و مدیران بااستفاده مناسب و موثر از وجوه مزبور به رشد درآمدها و سودآوری شرکت کمک می کند. درنتیجه افزایش جریان های نقدی آزاد از یک طرف، توانایی مدیریت را در کسب بازده از منابع در اختیار وی افزایش می دهد و درواقع، افزایش بازده دارایی ها را که دارای ارتباط مستقیم با عملکرد مدیریت است. نتایج این فرضیه با یافته های محمودی و همکاران (۲۰۱۳)، وانگ (۲۰۱۰) همخوانی دارد.

درخصوص فرضیه سوم و باتوجه به اینکه افزایش تمرکز مالکیت دارای تأثیر منفی و معناداری بر رابطه بین جریان نقد آزاد و عملکرد شرکت ها است می توان بیان کرد، دلیل این می تواند ناشی از این موضوع باشد که سهامداران عمده شرکت انگیزه زیادی برای نظارت بر مدیران دارند و می توانند به طور موثرتری این کار را انجام دهند. افزایش جریان های نقدی آزاد و بدنبال آن، تمایل مدیران برای مصارف غیربهرینه وجوه مزبور، می تواند مشکلات نمایندگی را افزایش دهد و بدنبال آن، مشکلات ناشی از جریان های نقدی آزاد نیز، بر مسیر تصمیم گیری های آتی تأثیر می گذارد. بنابراین، هنگامی که مدیران واحدهای تجاری با جریان های نقدی آزاد بالا مواجه می شوند، در وهله اول مهم این است که آن ها بتوانند وجوه مذکور را در پروژه های مناسب و پر بازده سرمایه گذاری کنند تا از این طریق موجب افزایش ثروت مالکان و همچنین، رشد و بهبود عملکرد واحد تجاری گردند. سهامداران عمده شرکت با نظارت بر عملکرد مدیران آن ها مجبور می کنند که در فعالیت هایی سرمایه گذاری کنند که ثروت سهامداران را به حداکثر برساند. در نتیجه افزایش در مالکیت سهامداران عمده منجر به همسویی بیشتر فعالیت های مدیران اجرایی شرکت و سهامداران می شود. نتایج این فرضیه با یافته های گول و تسوی (۱۹۹۸) همخوانی دارد.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش می توان پیشنهاد های زیر را ارائه نمود:

باتوجه به نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش، به مدیران پیشنهاد می شود اطلاعات مربوط به جریان های نقدی آزاد در صورت های مالی سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افشا گرد و به استفاده کنندگان صورت های مالی پیشنهاد می شود به منظور قضاوت صحیح نسبت به عملکرد شرکت، متغیر جریان نقد آزاد مازاد را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند.

باتوجه به نتایج حاصل از فرضیه دوم پژوهش، به مدیران پیشنهاد می شود که به ساختار مالکیت شرکت ها توجه لازم را مبذول نمایند. زیرا نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت ها یک ابزار جهت کنترل و اعمال سیاست های موردنظر در شرکت هاست. یعنی هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده، عملکرد شرکت بهبود می یابد.

باتوجه به نتایج حاصل از فرضیه سوم پژوهش، به سیاست گزاران کلی بازار مالی پیشنهاد می شود که با درنظر داشتن این رابطه بتوانند با رهنمودهایی، میزان صحیح ساختار مالکیت بهینه را تعیین نمایند.

منابع و مراجع

- [۱] آقایی، محمدعلی؛ کاظم پور، مرتضی و منصور لکوریج، رویا. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر جریان وجه نقد آزاد و ساختار سرمایه بر معیارهای مختلف ارزیابی عملکرد شرکت های صنعت مواد و محصولات دارویی عضو بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری سلامت، سال سوم، شماره دوم، شماره پیاپی ۸، صص ۱-۱۵.
- [۲] اعتمادی، حسین؛ باباجانی، جعفر؛ آذر، عادل و دیانتیدلمی، زهرا. (۱۳۸۸). تأثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران. شماره ۵۱.
- [۳] بادآورندهی، یونس؛ برادران حسن زاده، رسول؛ بلوری، امین و محمود زاده باغبانی، سعید. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ساختارمالکیت و سرمایه بر میزان هموارسازی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۸، صص ۷۵-۹۴.
- [۴] جشانی، زهرا. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین مدیریت موجودی کالا و عملکرد شرکت ها با توجه به چرخه عمر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اهواز.
- [۵] خوش خواهش، مریم. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت سهام و کیفیت سود شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد گچساران.
- [۶] راه چمنی، ابوالقاسم. (۱۳۸۵). نقش ساختار مالکیت و میزان حمایت از حقوق سهامداران. فصلنامه آسیا، صص ۳۰-۳۶.
- [۷] سعیدی، علی و شیرینی قهی، امیر. (۱۳۹۱). ساختارمالکیت و عملکرد شرکت ها (شواهدی از بورس اوراق بهادارتهران). فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۸.
- [۸] شباهنگ، رضا. (۱۳۸۳). تئوری حسابداری. جلد اول، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، سازمان حسابرسی.
- [۹] فضل زاده، علیرضا، محمدزاده، پرویز، طهباز هندی، علی. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک صنعت. فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، سال دوم، شماره ۷، صص ۵-۳۳.
- [۱۰] کریمی، محمدجواد؛ کاویانی، سمیه و هداوند، لیلا. (۱۳۹۵). بررسی رابطه تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در صنایع مواد غذایی و صنایع دارویی بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس بین المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی، شهرکرد، دانشگاه پیام نور واحد شهرکرد
- [۱۱] محمد آزادی، زهرا و محمدی، اسفندیار. (۱۳۹۴). بررسی مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و حق الزحمه حسابرسی. دانش حسابرسی، سال پانزدهم، شماره ۶۰، صص ۱۶۵-۱۷۷.
- [۱۲] محمود آبادی، حمید؛ مهدوی، غلام حسین و فریدونی، مرضیه. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر جریان نقد آزاد و هزینه نمایندگی بر سودآوری. مجله دانش حسابداری، شماره ۱۲، صص ۱۱۱ تا ۱۱۳.
- [13] Alves, S. (2012). "Ownership Structure and earnings management: Evidence from Portugal". AAFBJ.6 (57).
- [14] Demsetz, H, Lehn, K, (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", Journal of Political Economy, vol 93, pp 1155-1177.
- [15] Demsetz, H., Villalonga, B. (2001), Ownership structure and corporate performance, Journal of Corporate Finance, Vol.7, no.3, pp: 209-233.
- [16] Gul, F. A. and Tsui, J.S.L. (1998). A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses: Evidence from Audit Pricing, Journal of Accounting and Economics, Vol. 24, No. 2, pp. 219-237.
- [17] Habib, A. (2011). Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow, Australasian Accounting Business and Finance Journal, Vol. 5, No. 4, pp. 101-122.
- [18] John, K. and Senbet, L. W., (1998), corporate governance and board effectiveness, Journal of Banking & Finance, 22, 371-403.
- [19] Khan, A, Kaleem, A & Sajid Nazir, M (2012), The Impact Of Financial Leverage On Agency Cost Of Free Cash Flows, Evidence From Manufacturing Sector Of Pakistan, Journal Of Basic And Applied Scientific Research, 2(1), PP, 6694-6700.

- [20] Nobanee, H and Abraham, J. (2017). The Impact of Free Cash Flow, Equity Concentration and Agency Costs on Firm's Profitability. <https://ssrn.com/abstract=2970223>
- [21] Ramsay, I., Ban lair, M. (1993), Ownership Concentration, Institutional Investment and Corporate Governance: An Empirical Investigation of 100 Australian Companies, Melbourne University Law Review, Vol. 19, Jun, pp. 153-194.
- [22] Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny (1986). "Large shareholders and corporate control", Journal of Political Economy 94, 461-488.
- [23] Stiglitz, J. (1985), Credit Markets and the Control of Capital, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 17, pp. 131-144.
- [24] Talebnia, G.A., Valipour, H., and Askari. Z. (2012). Effect of Free Cash Flow Agency Problem on the Value Relevance of Earning per Share and Book Value per Share with Stock Price in the Chemical and Medical Industries: Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE), American Journal of Scientific Research, Vol. 46, pp. 118-127.
- [25] Velury, U and D, Jenkins (2006). "Institutional ownership and the quality of earnings", Journal of Business Research, 59, 1043-1051
- [26] Wang, G. Y. (2010). "The Impact of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance", Journal of Service Science and Management, Vol. 3, No. 4, pp. 408-418.