

تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سید مصطفی میرمحمدی^۱، حسین علی امینی خواه^۲

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد، رشته مدیریت مالی، دانشگاه آزاد میبد، دانشکده علوم انسانی

^۲ استادیار دانشگاه آزاد اردکان

نام و نشانی ایمیل نویسنده مسئول:

سید مصطفی میرمحمدی

mirmohammadi.mostafa@yahoo.com

چکیده

هدف از تحقیق حاضر، مطالعه تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های بورس اوراق با توجه به اهرمی بودن و سرمایه ای بودن شرکت ها می باشد. روش پژوهش از نوع توصیفی - پیمایشی بوده و با توجه به اینکه تفاوت بین ساختار مالکیت و هزینه سرمایه در دو گروه شرکت های سرمایه ای و اهرمی مورد مقایسه قرار می گیرد از نوع علی - مقایسه ای خواهد بود. جامعه آماری این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ می باشد. به منظور جمع آوری داده های پژوهش از بانک های اطلاعاتی موجود در سایت بورس اوراق بهادار تهران و همچنین تهیه مبانی نظری پژوهش از مقالات و کتاب تخصصی داخلی و خارجی در حوزه موضوع پژوهش استفاده خواهد شد. جهت تحلیل داده ها از روش رگرسیون داده های ترکیبی (پنل دیتا) از طریق نرم افزار *evIEWS9* استفاده شده است. در این پژوهش ۷۹ شرکت به عنوان نمونه، مورد مطالعه قرار گرفت که از این تعداد، ۴۷ شرکت اهرمی و ۳۲ شرکت سرمایه ای در نظر گرفته شد. نتایج یافته های تحقیق نشان می دهد که، ساختار مالکیت دولتی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. همچنین نتایج نشان می دهد که، ساختار مالکیت شرکتی، ساختار مالکیت انفرادی، ساختار مالکیت خصوصی و درجه تمرکز مالکیت بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

واژگان کلیدی: ساختار مالکیت، عملکرد، بورس اوراق بهادار، شرکت اهرمی، شرکت سرمایه ای.

مقدمه

تصمیم‌گیری مالی از مهم‌ترین موضوعات و مسائل و کارکردهای مدیریت مالی است. تصمیم‌گیری مالی فرآیندی است که به انتخاب راهکار کارآمد و اثربخش منتج خواهد شد. یکی از راه‌های رسیدن به هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران به‌عنوان مهم‌ترین وظیفه مدیران مالی، اتخاذ تصمیمات بهینه‌ای است که موجب افزایش ارزش شرکت شود. هزینه سرمایه یکی از مهم‌ترین و کلیدی‌ترین ابزارها در بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی و مدیریتی است. هزینه سرمایه از عوامل متعددی متأثر می‌شود. اهرم مالی، سودآوری، ترکیب سهامداران، نوع فعالیت شرکت، نقدینگی، میزان افشا و اندازه شرکت. یکی از مهم‌ترین این عوامل ترکیب سهامداران (ساختار مالکیت و حاکمیت) می‌باشد. (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۸: ۴۱). نتایج غالب پژوهش‌های انجام‌شده تاکنون بیان می‌کند که ساختار مالکیت هر شرکت اثر متفاوتی بر انتخاب ساختار سرمایه دارد. تغییر در ساختار سرمایه بر ارزش کل شرکت و هزینه سرمایه آن اثر بخواهد گذاشت و مدیریتی که بتواند هزینه سرمایه را کاهش دهد، شاهد افزایش ارزش بازار شرکت خواهد بود و ثروت سهامداران آن نیز به حداکثر می‌رسد. (حساس یگانه، ۱۳۸۹: ۱۱). از آنجایی که نحوه تأمین مالی هم در شرکت‌های سرمایه‌ای و هم در شرکت‌های اهرمی موجب تغییر ساختار سرمایه در این دو گروه از شرکت‌ها می‌شود و تغییر در ساختار سرمایه در این دو گروه از شرکت‌ها می‌شود و تغییر در ساختار سرمایه نیز بر هزینه سرمایه (هزینه بدهی و هزینه حقوق صاحبان سهام) تأثیر می‌گذارد در این پژوهش دو گروه شرکت‌های سرمایه‌ای و اهرمی انتخاب شده‌اند. (کرمانی، ۱۳۸۷: ۲۱).

موضوع جدایی مدیریت و یا آنچه در متون مربوط آمده است، جدایی کنترل از مالکیت و تأثیر آن بر عملکرد سازمان‌ها از دیرباز موردتوجه مؤلفان و پژوهشگران نظریه‌های سازمانی، اقتصاد صنعتی، دیدگاه‌های مالی و اخیراً مدیریت راهبردی قرار داشته است. در ادامه روند چنین توجهاتی هم‌اکنون نیز پرداختن به لایه‌های بالایی هرم سازمانی یعنی ساختار مالکیت سازمان (از لحاظ تنوع و میزان تراکم مالکیت‌ها) و چگونگی رویه‌های مؤثر حکمرانی و حاکمیت شرکتی از موضوعات موردتوجه پژوهشگران به شمار می‌آید. نقطه عزیمت برای گشودن باب بررسی، در این حوزه‌ها عموماً طبقه‌بندی انواع مالکیت و کنترل است که به طرق گوناگون انجام می‌گیرد. (مظلومی، ۱۳۸۴: ۳۶). همچنین در دو دهه آخر قرن بیستم میلادی شاهد تغییر و تحولات بنیادی در شرایط اقتصادی و روابط تجاری بین کشورها هستیم. آثار این تغییرات بسیاری از کشورهای جهان را صرف‌نظر از وضعیت سیاسی و سطح توسعه اقتصادی آن‌ها فراگرفته است. با پدیده جهانی‌شدن اقتصاد مدیران در شرایط کنونی با چالش‌های جدیدی مواجه‌اند که یکی از این چالش‌ها، ضروری بودن کاهش هزینه‌های سرمایه و یا حفظ هزینه‌های سرمایه در سطح معقول برای تداوم فعالیت در بازار سرمایه است چون‌که:

هزینه سرمایه به‌عنوان معیار و ملاکی در تصمیمات سرمایه‌گذاری، ایجاد ساختار بهینه سرمایه، اندازه‌گیری شاخص‌های عملکرد و تنزیل جریان‌های نقدی آتی جهت تعیین ارزش دارای اهمیت است.

امروزه شرکت‌های موجود در بازار سرمایه شرکت‌هایی هستند که مالکیت آن‌ها در اختیار گروه‌های مختلف می‌باشند و هریک از آن‌ها دارای اهداف، سلاقی، رفتار و توانایی‌های متفاوتی می‌باشند. با توجه به ساختار مالکیت متفاوت و تغییر پارامترهای مؤثر بر تحلیل بنیادی شرکت‌ها بر سرمایه‌گذاران لازم است که ترکیب سهامداران و نوع مالکیت شرکت‌ها را مدنظر قرار دهند. این متغیر تا حدود زیادی می‌تواند راهگشای تعیین محدودیت‌ها و فرصت‌های مالی آتی در صورت بروز بحران مالی شرکت‌ها نیز باشد. (شواتری^۱ و همکاران، ۲۰۱۶)

شرکت‌های سهامی که در عرصه اقتصاد کشورها به کسب‌وکار می‌پردازند زائیده فرایند تکامل مالکیت شخصی هستند. فرایندی که در طی آن گونه‌های متفاوتی از الگوهای فعالیت اقتصادی جمعی به بوتۀ آزمایش گذاشته‌شده و درنهایت الگوی شرکت سهامی (عام) که یک قالب حقوقی است به‌عنوان گونه برتر ظهور کرده است. امروزه این شرکت‌ها با جذب منابع بسیار و تبدیل آن‌ها به کالاها و خدمات موردنیاز جامعه نقش مهمی را در اقتصاد بازی می‌کنند. (کردستانی، ۱۳۸۶: ۱۴).

در این شرکت‌ها دو نکته توجه را به خود جلب می‌کند. نخست آنکه در این الگوها مسئولیت مالکین محدود است و لیکن ریسک پذیرفته‌شده توسط خریداران سهام که مالک شناخته می‌شوند محدود نیست. نکته دیگر آن است که دارنده سهم در این شرکت‌ها از حقوق عرفی و سنتی مترتب بر مالکیت دارایی‌ها برخوردار نیست. آنچه وی مالک آن است. یک سهم یا گواهی‌نامه است که نمود بیرونی سهم نسبی او از کل شرکت است؛ بنابراین، وی از حقی که یک مالکیت برای کنترل دارایی‌اش دارد و در این مورد دارایی‌های شرکت است، برخوردار نیست. در شرکت‌های سهامی عام حقوق شناخته‌شده مالکین برای کنترل و بهره‌مندی اقتصادی در یک قالب قرار نمی‌گیرند؛ به عبارت دیگر، به درجات مختلف جدا شدن مالکیت از کنترل در این سازمان‌ها هستیم. به تدریج با کمرنگ شدن اختیار اعمال

¹ Shawtari

حاکمیت مستقیم مالکین بر شرکت، کنترل به گروه های دیگری که هیئت مدیره ها و مدیران را تشکیل می دهند، سپرده می شود. به علت ارتباط درونی و سلسله مراتبی بین این سه گروه تعاملی مابین ایشان شکل می گیرد که از دو وجه برخوردار است. نخست تعامل مابین ایشان شکل می گیرد که از دو وجه برخوردار است. نخست تعامل و تعادل قدرت مابین ایشان و شیوه ارتباط اجزاء تشکیل دهنده این مجموعه حاکم که در متون مدیریت حاکمیت شرکتی خوانده می شود دارای آثاری است که در سمت و سوی حرکت و عملکرد این شرکت ها می تواند مؤثر واقع شود. دوم آنکه تعامل مورد اشاره قالب یک ساخت حقوقی به نام شرکت سهامی صورت می پذیرد که استفاده از آن حسب متون سازمانی و مالی موجود با هزینه هایی همراه است که هزینه های نمایندگی خوانده می شوند. (محمدی، ۱۳۸۸: ۲۱).

با توجه به نکات فوق، می توان انتظار داشت که هرگونه تغییری در اجزاء ساختار حاکمیت شرکت ها به تغییر مسیر حرکت راهبردی و عملکرد آن ها و نیز افزایش یا کاهش این هزینه های نمایندگی بیانجامد. در سال های اخیر حضور سرمایه گذاران مختلف در جمع سهامداران شرکت های سهامی عام از رشد چشمگیری برخوردار بوده است. کمیت و کیفیت حضور این سرمایه گذاران در جمع مالکین شرکت های صنعتی به لحاظ تأثیری که بر ساختار مالکیت و نیز نحوه حاکمیت بر سازمان برجای می گذارد درخور توجه است زیرا حاکمیت ضعیف در شرکت ها نه تنها باعث کاهش هزینه های نمایندگی نمی شود بلکه با افزایش هزینه جذب سرمایه قدرت رقابت شرکت ها را نیز کاهش می دهد. بدین سبب این اثر سهم مالکانه این سرمایه گذاران در شرکت های صنعتی نکته ای درخور دقت است.

موضوع تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های بورس اوراق، در تحقیق حاضر مورد بررسی است، امروزه در مدیریت معاصر، ساختار مالکیت به موضوع اجتماعی عمده ای در سراسر دنیا مبدل شده است. طرفداران نظریه ساختار مالکیت در جستجوی نظام های جدیدی برای کمک به سازمان هستند تا آن ها بتوانند اهرمی بودن و سرمایه ای بودن شرکت ها خود تعادل برقرار کنند. انجام این پژوهش می تواند مسئولان و برنامه ریزان امور کشور علی الخصوص مسئولان صنعتی کشور را در امور مربوط به این مهم جهت برنامه ریزی بهتر یاری نماید.

مبانی نظری

اهمیت این پژوهش این است که به گونه تجربی به مدیران، سرمایه گذاران و سایر تصمیم گیرندگان نشان دهد که اگر مالکان شرکت های سرمایه ای و اهرمی را گروه های مختلف تشکیل دهند، هزینه سرمایه آن ها متفاوت خواهد بود. افزون بر این وجود کدام یک از ترکیب های مختلف مالکیت، در کاهش هزینه سرمایه در این شرکت ها مؤثرتر است. 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. مزیت عمده تمرکز مالکیت نظارت بر عملکرد مدیران است، لیکن مالکیت متمرکز در شرکت ها مشکلات کاهش نقدینگی و افزایش ریسک را به همراه دارد؛ درحالی که توزیع مالکیت، انباشت نقدینگی بیشتر و تخصیص کارایی منابع را در پی خواهد داشت گرچه حضور بازار سرمایه باقابلیت نقدینگی بالا در یک اقتصاد، ترجیحات مربوط به مصرف و پس انداز را در جهت سرمایه گذاری موفق هدایت می نماید اما باید توجه داشت که حتی در صورت وجود یک بازار سرمایه باقابلیت نقدینگی بالا، این امکان وجود دارد که توزیع نامناسب مالکیت، امکان سرمایه گذاری بلندمدت را که لازمه افزایش بهره وری ظرفیت های موجود است از اقتصاد سلب نماید. (سینایی، ۱۳۸۴: ۲۵).

زمانی که سرمایه یک شرکت بین سهامداران خرد توزیع می شود، این امکان برای مدیریت فراهم می گردد که در خلاف جهت منافع سهامداران عمل نماید، در چنین شرایطی حتی قرارداد منعقد شده بین سهامداران و مدیر در غیاب مشاهده مستقیم رفتار مدیران توسط سهامداران نمی تواند مانع از انجام عملیات هزینه زا توسط مدیران گردد. در چارچوب ملاحظات اخلاقی، قدرت مالکیت باید بتواند مدیران را وادار به انجام اموری نماید که در جهت حفظ منافع سهامداران صورت پذیرد؛ از سوی دیگر اقتدار ناشی از مالکیت همچنین می تواند مدیران را در جهت افشای اطلاعات محرمانه پیرامون توانایی ایجاد جریان نقدی ملزم نماید.

مورن و پولسن^۲ هزینه سرمایه را به عنوان نرخ بازده مورد نیاز تعریف کرده اند که از لحاظ مالی، سرمایه گذاری را توجیه می کند؛ بنابراین هزینه سرمایه را می توان بازده مورد نیاز نیز نامید. به عبارت دیگر، می توان گفت هر شرکتی دارای ریسک و بازده مخصوص به خود است. هریک از گروه های سرمایه گذار مثلاً صاحبان اوراق قرضه، دارندگان سهام ممتاز و سهام عادی خواهان میزانی از نرخ بازدهی هستند که درخور ریسک مربوط به آن باشد. برای پذیرش پروژه، اگر ارزش فعلی آن مثبت باشد پروژه پذیرفته و در صورتی که ارزش فعلی آن منفی باشد، رد می شود بنابراین حداقل نرخ بازده مورد انتظار برای هر پروژه، هزینه سرمایه آن نامیده می شود. (رسایان، ۱۳۸۷: ۲۷).

در صورتی که بازده مورد انتظار از هزینه سرمایه کمتر باشد، ارزش واحد اقتصادی کاهش خواهد یافت؛ بنابراین مدیریت برای حفظ ارزش واحد اقتصادی باید تلاش کند بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه سرمایه برساند. در این میان کلید موفقیت کاهش هزینه سرمایه است و در صورتی که مدیریت موفق شود هزینه سرمایه واحد اقتصادی را کاهش دهد، بازده مورد انتظار مازاد ناشی از اجرای پروژه های سودآوری که برای واحدهای اقتصادی رقیب با هزینه سرمایه بالاتر مقرون به صرفه نیست، بر ارزش واحد اقتصادی خواهد افزود.

² Moran and Poulsen

حاکمیت شرکتی

از مسائل مهمی که به دلیل رسوایی های گسترده مالی در سطح شرکت های بزرگ در سالهای اخیر مورد توجه محققان قرار گرفته و به عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه گذاران مطرح شده، موضوع حاکمیت شرکتی^۳ است که به بررسی نظارت بر مدیریت و تفکیک نظارت واحدهای اقتصادی از مالکیت آن و در نهایت حفظ حقوق سهامداران و ذینفعان می پردازد. بررسی علل و شرایط ایجاد رسوایی ها مشخص کرده است که فقدان نظارت بر مدیریت حاکمیت ناقص سهامداران شرکتها بر نحوه اداره امور و سپردن اختیارات نا محدود به مدیران اجرایی زمینه مساعدی برای سوء استفاده آنان فراهم کرده است (ترانگ^۴ و همکاران، ۲۰۱۵: ۲۵). حرکت از مالکیت انفرادی به سمت مالکیت جمعی منجر به ایجاد مسائل جدیدی در عرصه مدیریت منابع مالی گردید؛ بطوریکه برل و مینز^۵، ۱۹۳۲ از آن به عنوان مشکل نمایندگی^۶ یاد کردند. این موضوع سبب ایجاد تضاد منافع شده و هزینه های نمایندگی را به وجود می آورد که هزینه های نمایندگی ناشی از تلاش های سهامداران برای کنترل مدیران می باشد. این تلاش ها شامل طرح ها و قراردادهای است که بین مدیریت با سهامداران منعقد می شود. با یک بررسی اجمالی متوجه می شویم که طرفین اسن قرارداد، هرگز خود را بی نیاز از انعقاد چنین قراردادی نمی بینند چرا که از یک سو، سهامداران برای کنترل عملکرد مدیران و از سوی دیگر مدیران برای اثبات این امر که به دنبال افزایش ثروت شرکت بوده اند وشفافیت مالی را در عملکرد خود پی نموده اند، هر دو تراضی کامل به انعقاد این قراردادها دارند (سیلوا^۷ و همکاران، ۲۰۱۳: ۷۲).

جلوگیری از بروز چنین شرایطی مستلزم اعمال حاکمیت صحیح سهامداران از طریق نظارت دقیق بر مدیریت اجرایی و حسابرسی منظم شرکت هاست که درمجموع تحت عنوان فرایند حاکمیت شرکتی شناخته می شود. حاکمیت شرکتی به مجموعه روابط میان مدیریت اجرایی هیات مدیره سهامداران و سایر طرف های مربوط در یک شرکت و در مرحله اول چهار موضوع اساسی را مد نظر دارد: ۱. بی طرفی، ۲. شفافیت، ۳. حسابداری و یا پاسخگویی، ۴. مسئولیت (حساس یگانه و پوریانسب، ۱۳۸۴: ۳)

بر اساس آنچه از نظر گذشت از یک سو تبیین ارتباط بین سهامداران و مدیران و از سوی دیگر تبیین معیارهای عملکردی که بتوان جنبه های مختلف فعالیت مدیران را تشریح نماید، موضوع تحقیقات فراوانی بوده دامنه بحث مکانیزم حاکمیت شرکتی که تا چندی پیش در بازارهای کارا گسترده شده بود امروزه بسیاری از بازارهای نو ظهور را در بر گرفته است. میتز^۸ معتقد است مکانیزم های حاکمیت شرکتی شامل رویه ها و روشهایی است که منجر به پشتیبانی از منافع سهامداران و استفاده بهینه از منابع متعلق به آنان در روند فعالیت های عملیاتی شرکت می گردد. او با این تعریف ارتباطی دو سویه بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و معیارهای عملکرد ایجاد می نماید و به بر ارتباط بین ساختارهای نظارتی و اجرایی در شرکت ها تاکید می نماید. (خدابخشی، ۱۳۸۵: ۴۵).

کشور ایران نیز از این امر مستثنی نبوده و نیاز به تحقیق این چینی با توجه به آئین نامه حاکمیت شرکتی (نظام راهبری شرکتی) مدون سال ۱۳۸۶ کاملاً مشهود است. همچنین باید اذعان کرد که با توجه به جدی شدن بحث خصوصی سازی در کشور که استقرار بیش از پیش نظام راهبری شرکت ها (حاکمیت شرکتی) را ضروری خواهد ساخت به علاوه لزوم آمادگی برای پیوستن به سازمان تجارت جهانی و لزوم بند "ی" قانون برنامه چهارم توسعه در مورد اصلاح اساسنامه بانک های دولتی برای انطباق با قانون تجارت و همچنین ارتباطات معمول با نهادهای مالی بین المللی و از جمله بانک جهانی و صندوق بین المللی پول، بدون تردید بکارگیری نظام راهبری شرکت ها در ایران در آینده نزدیک به عنوان یک ضرورت مسلم جلوه گر خواهد بود (زنجیردار و زمانی، ۱۳۸۹: ۵).

پیشینه تحقیق

معین الدین (۱۳۹۴) تحقیقی با عنوان بررسی تاثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داده است. یافته های تحقیق حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی نقش میانجی در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت ندارد و همچنین بین حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد. یگانه و شهریاری (۱۳۸۹) رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری را براساس اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ (شرکت) بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند که با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی از قبیل اندازه، رشد و... رابطه منفی معناداری میان تمرکز مالکیت و محافظه کاری وجود دارد. این نتیجه گیری مطابق با فرضیات منافع شخصی و اتحاد استراتژیک و ناهماهنگ با فرضیه نظارت فعال است.

³ Corporate Governance

⁴ Truong

⁵ Berle and Means

⁶ Agency problem

⁷ Silva

¹ Mintz

سپیدس و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی ساختار مالکیت و سرمایه در آمریکای لاتین پرداختند و دریافتند که شرکت هایی با مالکیت متمرکز از صدور سهام اجتناب می کنند چون نمی خواهند حقوق کنترل را شریک شوند. همچنین مطالعات آن ها نشان می دهد رابطه مثبتی بین نسبت بدهی و تمرکز مالکیت وجود دارد. سانتانو^۹ (۲۰۱۰) در پژوهشی دریافت که شواهد تجربی در مورد شرکت های هندی نشان می دهند که بعد از کنترل برای سوددهی، ریسک، محسوس بودن، رشد و اندازه، بدهی رابطه مثبتی با سهامداری متمرکز دارد و رابطه منفی با پراکندگی سهامداری دارد و ساختار مالکیت هم ساختار سرمایه را توضیح می دهد اما عکس آن درست نیست.

روش پژوهش

از آنجایی که در این پژوهش اولاً تفاوت بین دو متغیر ساختار مالکیت و عملکرد هزینه سرمایه مورد بررسی قرار می گیرد، روش پژوهش از نوع توصیفی - پیمایشی بوده و از سوی دیگر با توجه به اینکه تفاوت بین ساختار مالکیت و هزینه سرمایه در دو گروه شرکت های سرمایه ای و اهرمی مورد مقایسه قرار می گیرد از نوع علی - مقایسه ای خواهد بود.

جامعه آماری این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ می باشد که نمونه آماری شامل شرکت هایی خواهد بود که دارای شرایط زیر می باشند:

۱- اطلاعات کامل هریک از شرکت های مورد مطالعه موجود باشد.

۲- پایان سال مالی شرکت های مورد مطالعه ۲۹ اسفند باشد.

۳- شرکت ها در طول دوره پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

۴- جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری بورس نباشند.

۵- هریک از شرکت های مورد مطالعه سابقه عضویت در بورس برای مدت پنج سال قبل از آغاز دوره پژوهش را داشته باشند.

۶- شرکت در طول دوره پژوهش وقفه عملیاتی بیش از ۶ماه نداشته باشد.

در این پژوهش ۷۹ شرکت به عنوان نمونه، مورد مطالعه قرار گرفت که از این تعداد، ۴۷ شرکت اهرمی و ۳۲ شرکت سرمایه ای در نظر گرفته شد.

جدول ۱. حجم نمونه آماری

جامعه	نمونه	تعداد
شرکت های پذیرفته شده (نمونه = ۷۹ شرکت)	شرکت اهرمی	۴۷
	شرکت سرمایه ای	۳۲

متغیرهای پژوهش

در این پژوهش سه متغیر به کار برده می شود:

تمرکز مالکیت:

در این پژوهش به منظور محاسبه نسبت تمرکز مالکیت از شاخص هرفیندال - هیرشمن (HHI) استفاده شده است. شاخص مزبور از مجموع مجذور درصد سهام متعلق به سهامداران شرکت ها بدست می آید. این شاخص به موازات افزایش میزان تمرکز مالکیت افزایش پیدا کرده و در شرایطی که کل سهام متعلق به یک نفر باشد، بیشترین ارزش خود را به خود اختصاص داده و معادل ۱۰۰۰۰ واحد محاسبه می شود. در صورتی که ساختار مالکیت پراکنده بوده و کلیه سهامداران دارای نسبت های مساوی باشند، HHI کمترین ارزش را پیدا کرده و معادل ۱۰۰۰۰/N محاسبه می شود.

شاخص هرفیندال بشرح زیر قابل محاسبه است:

$$HHI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{p_i}{p} \times 100 \right)^2$$

شرکت های سرمایه ای و اهرمی:

با توجه به سیاست های تأمین مالی شرکت ها می توان آن ها را به دو گروه شرکت های اهرمی و شرکت های سرمایه ای طبقه بندی کرد. برای این امر یکی از متداول ترین روش ها استفاده از نسبت بدهی می باشد که این نسبت به شرح زیر محاسبه خواهد شد:

⁹ Santanv

کل بدهی ها

کل دارایی ها

نسبت بدهی، مجموع بدهی ها را نسبت به مجموع دارایی ها می سنجد. این نسبت درصد وجوهی را نشان می دهد که از طریق ایجاد بدهی تأمین شده است. در این پژوهش از نسبت بدهی به عنوان معیار طبقه بندی شرکت ها به اهرمی و سرمایه ای استفاده شده است. معیار طبقه بندی بدین گونه خواهد بود که ابتدا میانگین این نسبت را برای شرکت های مورد آزمون محاسبه کرده و سپس نسبت بدهی واقعی شرکت ها را با میانگین بدست آمده مقایسه می کنیم و شرکت هایی با نسبت بالاتر از میانگین بعنوان شرکت های اهرمی و شرکت هایی با نسبت پایین تر از میانگین بعنوان شرکت های سرمایه ای طبقه بندی خواهد شد.

عملکرد (هزینه سرمایه)

در پژوهش حاضر به منظور سنجش عملکرد سازمان از هزینه سرمایه استفاده کرده ایم. برای تعیین نرخ هزینه سرمایه، باید میانگین موزون هزینه تأمین منابع مالی شرکت را محاسبه نمود. برای این منظور باید نسبت هر کدام از منابع مالی شرکت در نرخ آن ضرب شده و حاصل بدست آمده را جمع نمود. در این پژوهش نرخ هزینه سرمایه توسط شرکت اعلام شده است (رسایان، ۱۳۸۷: ۳۵). در این مطالعه ۵ متغیر مستقل شامل مالکیت دولتی با نماد GOV، مالکیت شرکتی با نماد COM، مالکیت انفرادی با نماد SIN، مالکیت خصوصی با نماد PRI و تمرکز مالکیت با نماد CON و یک متغیر وابسته به عنوان هزینه سرمایه با نماد COST تعریف شده اند. در این بخش قصد داریم که با استفاده از روش داده های ترکیبی (پنل دیتا) به برآورد پنج مدل زیر پرداخته شود.

$$COST_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل اول}$$

$$COST_{it} = \beta_0 + \beta_1 COM_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل دوم}$$

$$COST_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIN_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل سوم}$$

$$COST_{it} = \beta_0 + \beta_1 PRI_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل چهارم}$$

$$COST_{it} = \beta_0 + \beta_1 CON_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل پنجم}$$

ابزار جمع آوری اطلاعات

به منظور جمع آوری داده های پژوهش از بانک های اطلاعاتی موجود در سایت بورس اوراق بهادار تهران و همچنین تهیه مبانی نظری پژوهش از مقالات و کتاب تخصصی داخلی و خارجی در حوزه موضوع پژوهش استفاده خواهد شد.

تجزیه و تحلیل آماری

برای توصیف داده ها از شاخص ها و روش های آمار توصیفی شامل فراوانی، میانگین، انحراف معیار استفاده شده است و همچنین جهت تحلیل داده ها از روش رگرسیون داده های ترکیبی (پنل دیتا) از طریق نرم افزار 9 views استفاده شده است. روش داده های ترکیبی (پنل دیتا) و روش داده های تلفیقی (Pooling)، و ش لین و چاو (L.L.C)، آزمون های F لیمر و هاسمن

فرضیه های تحقیق

فرضیه اصلی تحقیق عبارت است از، ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های بورس اوراق با توجه به اهرمی بودن و سرمایه ای بودن شرکت ها تأثیر دارد.

فرضیه های فرعی

فرضیه فرعی ۱: ساختار مالکیت بر عملکرد هزینه سرمایه در شرکت های سرمایه ای و اهرمی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

۱-۱- ساختار مالکیت دولتی بر عملکرد هزینه سرمایه در شرکت های سرمایه ای و اهرمی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

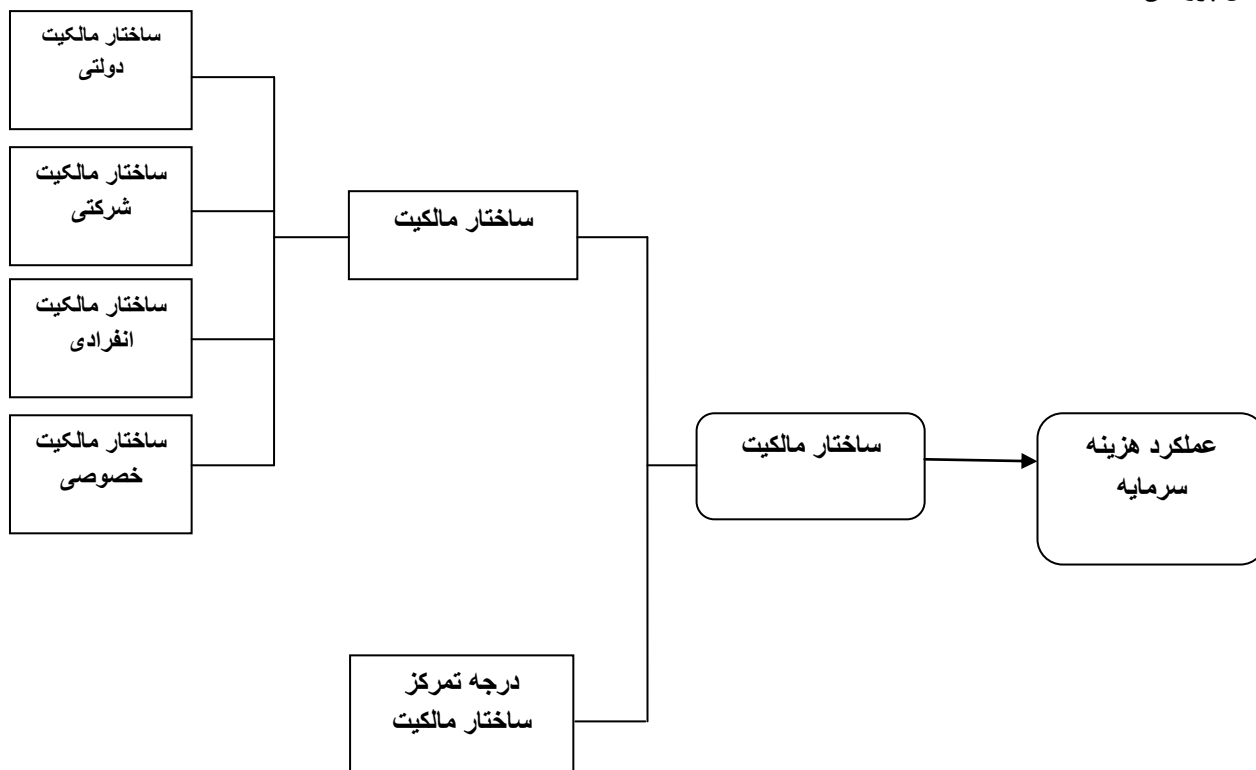
۲-۱- ساختار مالکیت شرکتی بر عملکرد هزینه سرمایه در شرکت های سرمایه ای و اهرمی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

۳-۱- ساختار مالکیت انفرادی بر عملکرد هزینه سرمایه در شرکت های سرمایه ای و اهرمی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

۴-۱- ساختار مالکیت خصوصی بر عملکرد هزینه سرمایه در شرکت های سرمایه ای و اهرمی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه فرعی ۲: درجه تمرکز ساختار مالکیت بر عملکرد هزینه سرمایه در شرکت های سرمایه ای و اهرمی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

مدل پژوهش



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش (محقق ساخته)

تجزیه و تحلیل داده ها

توصیف داده ها

در این پژوهش ۷۹ شرکت به عنوان نمونه، مورد مطالعه قرار گرفت که از این تعداد، ۴۷ شرکت اهرمی و ۳۲ شرکت سرمایه ای در نظر گرفته شد که در ادامه نتایج مورد نظر به تفکیک این دو نوع شرکت ارائه خواهد شد.

جدول ۲. شاخص های توصیفی متغیرهای مستقل و وابسته برای شرکت های اهرمی و سرمایه ای

متغیر	گروه	تعداد مشاهدات	کمینه	بیشینه	میانگین	انحراف معیار
مالکیت دولتی	اهرمی	۳۲۹	۰/۰۰۰۹	۰/۹۹۹۰	۰/۴۲۳۴	۰/۲۵۴۱
	سرمایه ای	۲۲۴	۰/۰۰۰۹	۰/۷۷۶۵	۰/۳۵۲۴	۰/۲۱۳۸
مالکیت شرکتی	اهرمی	۳۲۹	۰/۰۰۰	۰/۹۹۸۸	۰/۲۹۰۴	۰/۲۲۰۹
	سرمایه ای	۲۲۴	۰/۰۰۰۱	۰/۹۹۸۸	۰/۳۳۲۲	۰/۲۰۰۷
مالکیت انفرادی	اهرمی	۳۲۹	۰/۰۰۰۰	۰/۶۵۵۵	۰/۱۷۴۸	۰/۱۲۹۵
	سرمایه ای	۲۲۴	۰/۰۰۰۰	۰/۶۵۵۵	۰/۱۷۵۵	۰/۱۳۷۱
مالکیت خصوصی	اهرمی	۳۲۹	۰/۰۰۰۰	۰/۳۷۳۶	۰/۱۱۱۴	۰/۰۹۲۸
	سرمایه ای	۲۲۴	۰/۰۰۰۰	۰/۴۱۸۸	۰/۱۳۹۹	۰/۱۰۱۵

تمرکز مالکیت	اهرمی	۳۲۹	۰/۰۴۸۰	۰/۵۳۹۷	۰/۱۲۹۷	۰/۰۹۱۹
سرمایه‌ای		۲۲۴	۰/۰۴۸۰	۰/۲۹۷۸	۰/۱۲۹۹	۰/۰۸۳۳
هزینه سرمایه	اهرمی	۳۲۹	۰/۱۲۱۱	۰/۶۵۶۷	۰/۳۶۱۸	۰/۱۳۸۰
سرمایه‌ای		۲۲۴	۰/۱۲۱۱	۰/۶۵۴۳	۰/۳۴۱۳	۰/۱۴۶۹

بر طبق نتایج جدول ۲ مشاهده می‌شود که:

۱. میانگین مالکیت دولتی در شرکت‌های اهرمی و سرمایه‌ای به ترتیب $42/34 \pm 25/41$ و $35/24 \pm 21/38$ درصد می‌باشد.
۲. میانگین مالکیت شرکتی در شرکت‌های اهرمی و سرمایه‌ای به ترتیب $29/04 \pm 22/09$ و $33/22 \pm 20/07$ درصد می‌باشد.
۳. میانگین مالکیت انفرادی در شرکت‌های اهرمی و سرمایه‌ای به ترتیب $17/48 \pm 12/95$ و $17/55 \pm 13/71$ درصد می‌باشد.
۴. میانگین مالکیت خصوصی در شرکت‌های اهرمی و سرمایه‌ای به ترتیب $11/14 \pm 9/28$ و $13/99 \pm 10/51$ درصد می‌باشد.
۵. میانگین تمرکز مالکیت در شرکت‌های اهرمی و سرمایه‌ای به ترتیب $12/97 \pm 9/19$ و $12/99 \pm 8/33$ درصد می‌باشد.
۶. میانگین هزینه سرمایه در شرکت‌های اهرمی و سرمایه‌ای به ترتیب $36/18 \pm 13/80$ و $34/13 \pm 14/69$ درصد می‌باشد.

جدول ۴-۲ شاخصه‌های توصیفی متغیرها را بر حسب سال نشان می‌دهد.

بر طبق نتایج یافته‌های تحقیق مشاهده می‌شود که:

۱. مالکیت دولتی در سال‌های ۸۸ تا ۹۴ به طور متوسط در شرکت‌های اهرمی به ترتیب $44/33$ ، $39/50$ ، $41/27$ ، $46/79$ ، $45/42$ ، $39/86$ و $39/24$ درصد و در شرکت‌های سرمایه‌ای به ترتیب $33/79$ ، $36/65$ ، $33/34$ ، $35/33$ ، $30/33$ ، $36/11$ و $41/12$ درصد می‌باشد.
۲. مالکیت شرکتی در سال‌های ۸۸ تا ۹۴ به طور متوسط در شرکت‌های اهرمی به ترتیب $28/44$ ، $31/83$ ، $27/12$ ، $25/21$ ، $30/13$ ، $30/31$ و $30/24$ درصد و در شرکت‌های سرمایه‌ای به ترتیب $36/39$ ، $30/50$ ، $34/96$ ، $35/53$ ، $30/45$ و $28/86$ درصد می‌باشد.
۳. مالکیت انفرادی در سال‌های ۸۸ تا ۹۴ به طور متوسط در شرکت‌های اهرمی به ترتیب $16/49$ ، $18/86$ ، $18/72$ ، $17/39$ ، $15/53$ ، $18/62$ و $18/77$ درصد و در شرکت‌های سرمایه‌ای به ترتیب $16/25$ ، $20/06$ ، $18/44$ ، $15/53$ ، $17/34$ ، $18/68$ و $16/53$ درصد می‌باشد.
۴. مالکیت خصوصی در سال‌های ۸۸ تا ۹۴ به طور متوسط در شرکت‌های اهرمی به ترتیب $13/57$ ، $12/79$ ، $13/26$ ، $13/61$ ، $16/48$ ، $14/75$ و $13/49$ درصد می‌باشد.
۵. تمرکز مالکیت در سال‌های ۸۸ تا ۹۴ به طور متوسط در شرکت‌های اهرمی به ترتیب $14/63$ ، $16/10$ ، $12/39$ ، $11/45$ ، $11/42$ ، $11/71$ و $13/07$ درصد و در شرکت‌های سرمایه‌ای به ترتیب $13/67$ ، $14/06$ ، $13/75$ ، $12/25$ ، $11/99$ ، $12/36$ و $12/88$ درصد می‌باشد.
۶. هزینه سرمایه در سال‌های ۸۸ تا ۹۴ به طور متوسط در شرکت‌های اهرمی به ترتیب $36/20$ ، $34/62$ ، $34/93$ ، $37/79$ ، $36/95$ ، $34/97$ و $35/83$ درصد و در شرکت‌های سرمایه‌ای به ترتیب $32/56$ ، $36/72$ ، $33/11$ ، $33/06$ ، $32/05$ ، $36/27$ و $35/18$ درصد می‌باشد.

تحلیل داده‌ها

در این مطالعه ۵ متغیر مستقل شامل مالکیت دولتی با نماد GOV، مالکیت شرکتی با نماد COM، مالکیت انفرادی با نماد SIN، مالکیت خصوصی با نماد PRI و تمرکز مالکیت با نماد CON و یک متغیر وابسته به عنوان هزینه سرمایه با نماد COST تعریف شده‌اند. در این بخش قصد داریم که با استفاده از روش داده‌های ترکیبی (پنل دیتا) به برآورد پنج مدل زیر پرداخته شود.

$$\text{مدل اول} \quad COST_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{مدل دوم} \quad COST_{it} = \beta_0 + \beta_1 COM_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{مدل سوم} \quad COST_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIN_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{مدل چهارم} \quad COST_{it} = \beta_0 + \beta_1 PRI_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{مدل پنجم} \quad COST_{it} = \beta_0 + \beta_1 CON_{it} + \varepsilon_{it}$$

که i تعداد شرکت‌ها و t بیانگر دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ می‌باشد.

معادله اول به بررسی ارتباط هزینه سرمایه به عنوان متغیر وابسته با مالکیت دولتی به عنوان متغیر مستقل می‌پردازد.

معادله دوم به بررسی ارتباط هزینه سرمایه به عنوان متغیر وابسته با مالکیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل می‌پردازد.

معادله سوم به بررسی ارتباط هزینه سرمایه به عنوان متغیر وابسته با مالکیت انفرادی به عنوان متغیر مستقل می پردازد.
 معادله چهارم به بررسی ارتباط هزینه سرمایه به عنوان متغیر وابسته با مالکیت خصوصی به عنوان متغیر مستقل می پردازد.
 معادله پنجم به بررسی ارتباط هزینه سرمایه به عنوان متغیر وابسته با تمرکز مالکیت به عنوان متغیر مستقل می پردازد.
 قبل از تخمین (برآورد) مدل های فوق به بررسی سه آزمون زیر می پردازیم.

آزمون مانایی متغیرها

جدول ۳. نتایج آزمون مانایی برای متغیرهای تحقیق در شرکت های اهرمی و سرمایه ای

متغیر	اهرمی	مقدار p^*	سرمایه ای	مقدار p
	آماره آزمون		آماره آزمون	
مالکیت دولتی	-۱۷/۵۵۱	۰/۰۰۰	-۱۶/۵۵۰	۰/۰۰۰
مالکیت شرکتی	-۱۸/۰۵۸	۰/۰۰۰	-۱۴/۶۳۴	۰/۰۰۰
مالکیت انفرادی	-۱۷/۲۷۱	۰/۰۰۰	-۱۵/۴۳۷	۰/۰۰۰
مالکیت خصوصی	-۱۵/۶۱۶	۰/۰۰۰	-۲۲/۸۸۱	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	-۵۳/۳۱۶	۰/۰۰۰	-۲۴/۸۴۶	۰/۰۰۰
هزینه سرمایه	-۱۷/۳۵۵	۰/۰۰۰	-۱۳/۲۴۱	۰/۰۰۰

* p-value (prob.)

قبل از تفسیر نتایج جدول ۳ ذکر این نکته قابل توجه است که در آزمون ریشه واحد، فرض صفر بیانگر نامانایی متغیرها است. در این صورت چنانچه مقدار p کمتر از سطح معناداری ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد خواهد شد. به این ترتیب نتایج حاصل از آزمون مانایی برای داده های ترکیبی (پانل) در جدول ۳ نشان از مانا بودن تمام متغیرهای مورد مطالعه در شرکت های اهرمی و سرمایه ای می باشد.

آزمون تشخیص مدل

قبل از تخمین مدل ها، ابتدا باید مشخص شود که اصولاً نیازی به در نظر گرفتن ساختار پانل داده ها (تفاوت ها یا اثرات خاص شرکت ها) وجود دارد یا این که می توان داده های مربوط به شرکت های مختلف را با استفاده از روش تلفیقی (Pooling) روی هم ریخت و از آن در تخمین مدل استفاده کرد. در تخمین های تک معادله ای، برای اخذ تصمیم از آماره آزمون F لیمر استفاده می شود. در این آزمون فرض H_0 استفاده از روش داده های تلفیقی (Pooling) را در مقابل فرض H_1 یعنی استفاده از روش داده های تابلویی (Panel) نشان می دهد.

جدول ۴. نتایج آزمون F لیمر برای مدل اول

اهرمی	سرمایه ای				
آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p
۸/۳۲۱	(۴۶،۲۸۱)	۰/۰۰۰	۷/۸۴۶	(۳۱،۱۹۱)	۰/۰۰۰

فرض صفر: اثرات خاص شرکت ها معنی دار نیستند
 (روش Pooling مناسب است)

همان گونه که در جدول ۴ مشاهده می شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت ها از هر دو نوع اهرمی و سرمایه ای در مورد مدل اول تحقیق رد می شود ($p < ۰/۰۵$). این بدان معنی است که نمی توان مدل اول را با روی هم ریختن داده های مربوط به شرکت های مختلف و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل اول تحقیق با استفاده از داده های پانل مشخص می شود.

جدول ۵. نتایج آزمون F لیمر برای مدل دوم

سرمایه‌ای			اهرمی			فرض صفر: اثرات خاص شرکت‌ها معنی‌دار نیستند (روش Pooling مناسب است)
مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	
۰/۰۰۰	(۳۱,۱۹۱)	۶/۹۰۹	۰/۰۰۰	(۴۶,۲۸۱)	۷/۰۲۱	

همان‌گونه که در جدول ۵ مشاهده می‌شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت‌ها از هر دو نوع اهرمی و سرمایه‌ای در مورد مدل دوم تحقیق رد می‌شود ($p < ۰/۰۵$). این بدان معنی است که نمی‌توان مدل دوم را با روی هم ریختن داده‌های مربوط به شرکت‌های مختلف و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده‌های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل دوم تحقیق نیز با استفاده از داده‌های پانل مشخص می‌شود.

جدول ۶. نتایج آزمون F لیمر برای مدل سوم

سرمایه‌ای			اهرمی			فرض صفر: اثرات خاص شرکت‌ها معنی‌دار نیستند (روش Pooling مناسب است)
مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	
۰/۰۰۰	(۳۱,۱۹۱)	۷/۵۸۹	۰/۰۰۰	(۴۶,۲۸۱)	۸/۴۳۸	

همان‌گونه که در جدول ۶ مشاهده می‌شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت‌ها از هر دو نوع اهرمی و سرمایه‌ای در مورد مدل سوم تحقیق رد می‌شود ($p < ۰/۰۵$). این بدان معنی است که نمی‌توان مدل سوم را با روی هم ریختن داده‌های مربوط به شرکت‌های مختلف و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده‌های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل سوم تحقیق نیز با استفاده از داده‌های پانل مشخص می‌شود.

جدول ۷. نتایج آزمون F لیمر برای مدل چهارم

سرمایه‌ای			اهرمی			فرض صفر: اثرات خاص شرکت‌ها معنی‌دار نیستند (روش Pooling مناسب است)
مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	
۰/۰۰۲	(۳۱,۱۹۱)	۲/۶۳۱	۰/۰۰۰	(۴۶,۲۸۱)	۳/۴۰۱	

همان‌گونه که در جدول ۷ مشاهده می‌شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت‌ها از هر دو نوع اهرمی و سرمایه‌ای در مورد مدل چهارم تحقیق رد می‌شود ($p < ۰/۰۵$). این بدان معنی است که نمی‌توان مدل چهارم را با روی هم ریختن داده‌های مربوط به شرکت‌های مختلف و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده‌های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل چهارم تحقیق نیز با استفاده از داده‌های پانل مشخص می‌شود.

جدول ۸. نتایج آزمون F لیمر برای مدل پنجم

سرمایه‌ای			اهرمی			فرض صفر: اثرات خاص شرکت‌ها معنی‌دار نیستند (روش Pooling مناسب است)
مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	
۰/۰۰۰	(۳۱,۱۹۱)	۷/۲۱۹	۰/۰۰۰	(۴۶,۲۸۱)	۵/۱۰۰	

همان‌گونه که در جدول ۸ مشاهده می‌شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت‌ها از هر دو نوع اهرمی و سرمایه‌ای در مورد مدل پنجم تحقیق رد می‌شود ($p < ۰/۰۵$). این بدان معنی است که نمی‌توان مدل پنجم را با روی هم ریختن داده‌های مربوط به شرکت‌های مختلف و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده‌های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل پنجم تحقیق نیز با استفاده از داده‌های پانل مشخص می‌شود.

آزمون تشخیص نوع مدل

بعد از اینکه با استفاده از آزمون F لیمر نتیجه شد که برای برآورد مدل های مورد نظر تحقیق باید از روش پانل استفاده کرد در ادامه برای تشخیص اینکه در برآورد مدل های پانل دیتا کدام روش (مدل اثرات ثابت یا مدل اثرات تصادفی) مناسب می باشد، از آزمون هاسمن استفاده می شود. در این آزمون، فرض صفر بیانگر مناسب بودن مدل اثرات تصادفی می باشد و رد فرض صفر به منزله کاراتر بودن مدل اثرات ثابت برای تخمین مدل تحقیق می باشد.

جدول ۹. نتایج آزمون هاسمن برای مدل اول

سرمایه ای			اهرمی		
مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون
۰/۰۳۵	۱	۴/۴۳۶	۰/۲۶۹	۱	۱/۲۲۰

فرض صفر: مدل اثرات تصادفی کاراتر می باشد

همان گونه که در جدول ۹ مشاهده می شود فرض صفر کاراتر بودن مدل اثرات تصادفی در شرکت های اهرمی رد نمی شود ($p > 0/05$) اما در شرکت های سرمایه ای رد می شود ($p < 0/05$). بنابراین مدل اول تحقیق برای شرکت های اهرمی باید به صورت اثرات تصادفی و برای شرکت های سرمایه ای باید به صورت اثرات ثابت تخمین زده شود.

جدول ۱۰. نتایج آزمون هاسمن برای مدل دوم

سرمایه ای			اهرمی		
مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون
۰/۰۱۳	۱	۶/۲۰۲	۰/۶۳۷	۱	۰/۲۲۳

فرض صفر: مدل اثرات تصادفی کاراتر می باشد

همان گونه که در جدول ۱۰ مشاهده می شود فرض صفر کاراتر بودن مدل اثرات تصادفی در شرکت های اهرمی رد نمی شود ($p > 0/05$) اما در شرکت های سرمایه ای رد می شود ($p < 0/05$). بنابراین مدل دوم تحقیق برای شرکت های اهرمی باید به صورت اثرات تصادفی و برای شرکت های سرمایه ای باید به صورت اثرات ثابت تخمین زده شود.

جدول ۱۱. نتایج آزمون هاسمن برای مدل سوم

سرمایه ای			اهرمی		
مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون
۰/۷۱۱	۱	۰/۱۳۶	۰/۰۷۹	۱	۳/۰۹۰

فرض صفر: مدل اثرات تصادفی کاراتر می باشد

همان گونه که در جدول ۱۱ مشاهده می شود فرض صفر کاراتر بودن مدل اثرات تصادفی در هر دو نوع شرکت رد نمی شود ($p > 0/05$). بنابراین مدل سوم تحقیق برای هر دو نوع شرکت باید به صورت اثرات تصادفی تخمین زده شود.

جدول ۱۲. نتایج آزمون هاسمن برای مدل چهارم

سرمایه ای			اهرمی		
مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون
۰/۶۱۶	۱	۰/۲۵۱	۰/۲۳۸	۱	۱/۳۹۰

فرض صفر: مدل اثرات تصادفی کاراتر می باشد

همان گونه که در جدول ۱۲ مشاهده می شود فرض صفر کاراتر بودن مدل اثرات تصادفی در هر دو نوع شرکت رد نمی شود ($p > 0/05$). بنابراین مدل چهارم تحقیق برای هر دو نوع شرکت باید به صورت اثرات تصادفی تخمین زده شود.

جدول ۱۳. نتایج آزمون هاسمن برای مدل پنجم

سرمایه ای			اهرمی		
مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون	مقدار p	درجه آزادی	آماره آزمون
۰/۳۳۷	۱	۰/۹۲۲	۰/۳۰۸	۱	۱/۰۳۹

فرض صفر: مدل اثرات تصادفی کارا تر می باشد

همان گونه که در جدول ۱۳ مشاهده می شود فرض صفر کارا تر بودن مدل اثرات تصادفی در هر دو نوع شرکت رد نمی شود ($p > 0/05$). بنابراین مدل پنجم تحقیق برای هر دو نوع شرکت باید به صورت اثرات تصادفی تخمین زده شود.

بر آورد مدل ها (آزمون فرضیات)

پس از انجام آزمون های F لیمر و هاسمن و انتخاب مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل، در این قسمت به بررسی فرضیات پژوهش پرداخته می شود.

فرضیه اول: ساختار مالکیت دولتی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

جدول ۱۴. نتایج بر آورد مدل اول به روش اثرات تصادفی در شرکت های اهرمی

متغیر وابسته: هزینه سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۴۷، تعداد ترکیب موزون: ۳۲۹				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p
مقدار ثابت	۰/۳۰۵۰	۰/۰۱۴۵	۲۱/۰۴۹۸	۰/۰۰۰
مالکیت دولتی	۰/۱۳۴۳	۰/۰۲۹۳	۴/۵۷۶۲	۰/۰۰۰
آماره F	۲۱/۲۹۳۶			۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۰۶۱۱			

جدول ۱۵. نتایج بر آورد مدل اول به روش اثرات ثابت در شرکت های سرمایه ای

متغیر وابسته: هزینه سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۳۲، تعداد ترکیب موزون: ۲۲۴				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p
مقدار ثابت	۰/۲۲۱۲	۰/۰۱۸۲	۱۲/۱۱۳۳	۰/۰۰۰
مالکیت دولتی	۰/۱۹۳۸	۰/۰۴۵۲	۷/۵۴۲۵	۰/۰۰۰
آماره F	۲/۴۷۹۹			۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۰۹۸۷			

نتایج جداول ۱۴ و ۱۵ نشان می دهد که ضریب متغیر مالکیت دولتی بر هزینه سرمایه در هر دو نوع شرکت اهرمی و سرمایه ای به صورت مثبت و معنادار است ($p < 0/05$). بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و می توان نتیجه گرفت که ساختار مالکیت دولتی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. بنابراین فرضیه اول مورد تایید می باشد.

هم چنین با توجه به این که مقادیر F بدست آمده هر دو جدول از مقدار جدولی آن بزرگتر است بنابراین معنی داری کل رگرسیون در سطح معناداری ۰/۰۵ رد می شود ($p < 0/05$). مقادیر ضریب تعیین برای شرکت های اهرمی و سرمایه ای نیز بیانگر این است که به ترتیب بیش از ۶ و نزدیک به ۱۰ درصد تغییرات متغیر وابسته (هزینه سرمایه) به وسیله متغیر مالکیت دولتی توضیح داده می شود. بر اساس نتایج بدست آمده، می توان نحوه اثرگذاری مالکیت دولتی بر هزینه سرمایه در شرکت های اهرمی و سرمایه ای را به صورت زیر نوشت:

شرکت های اهرمی

$$COST_{it} = 0.3050 + 0.1343 \times GOV_{it}$$

شرکت های سرمایه ای

$$COST_{it} = 0.2212 + 0.1938 \times GOV_{it}$$

فرضیه دوم: ساختار مالکیت شرکتی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

جدول ۱۶. نتایج برآورد مدل دوم به روش اثرات تصادفی در شرکت های اهرمی

متغیر وابسته: هزینه سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۴۷، تعداد ترکیب موزون: ۳۲۹				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p
مقدار ثابت	۰/۴۱۶۱	۰/۰۱۲۰	۳۴/۵۲۲۰	۰/۰۰۰
مالکیت شرکتی	-۰/۱۸۶۹	۰/۰۳۳۰	-۵/۶۵۶۸	۰/۰۰۰
آماره F	۳۲/۱۷۷۴			۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۰۸۹۶			

جدول ۱۷. نتایج برآورد مدل دوم به روش اثرات ثابت در شرکت های سرمایه ای

متغیر وابسته: هزینه سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۳۲، تعداد ترکیب موزون: ۲۲۴				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p
مقدار ثابت	۰/۴۶۲۴	۰/۰۱۸۵	۲۴/۹۲۱۷	۰/۰۰۰
مالکیت شرکتی	-۰/۲۶۷۱	۰/۰۴۸۹	-۷/۴۴۷۳	۰/۰۰۰
آماره F	۲/۴۳۱۳			۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۱۲۳۲			

نتایج جداول ۱۶ و ۱۷ نشان می دهد که ضریب متغیر مالکیت شرکتی بر هزینه سرمایه در هر دو نوع شرکت اهرمی و سرمایه ای به صورت منفی و معنادار است ($p < ۰/۰۵$). بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و می توان نتیجه گرفت که ساختار مالکیت شرکتی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. بنابراین فرضیه دوم مورد تایید می باشد.

همچنین با توجه به این که مقادیر F بدست آمده هر دو جدول از مقدار جدولی آن بزرگتر است بنابراین معنی داری کل رگرسیون در سطح معناداری ۰/۰۵ رد می شود ($p < ۰/۰۵$). مقادیر ضریب تعیین برای شرکت های اهرمی و سرمایه ای نیز بیانگر این است که به ترتیب نزدیک به ۹ و بیش از ۱۲ درصد تغییرات متغیر وابسته (هزینه سرمایه) به وسیله متغیر مالکیت شرکتی توضیح داده می شود. بر اساس نتایج بدست آمده، می توان نحوه اثرگذاری مالکیت شرکتی بر هزینه سرمایه در شرکت های اهرمی و سرمایه ای را به صورت زیر نوشت:

شرکت های اهرمی

$$COST_{it} = 0.4161 - 0.1869 \times COM_{it}$$

شرکت های سرمایه ای

$$COST_{it} = 0.4624 - 0.2671 \times COM_{it}$$

فرضیه سوم: ساختار مالکیت انفرادی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

جدول ۱۸. نتایج برآورد مدل سوم به روش اثرات تصادفی در شرکت های اهرمی

متغیر وابسته: هزینه سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۴۷، تعداد ترکیب موزون: ۳۲۹				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p
مقدار ثابت	۰/۳۵۷۵	۰/۰۱۲۸	۲۷/۸۷۷۰	۰/۰۰۰
مالکیت انفرادی	۰/۰۲۴۶	۰/۰۵۸۹	۰/۴۱۷۴	۰/۶۷۶
آماره F	۰/۱۷۴۵			۰/۶۷۶
ضریب تعیین	۰/۰۰۰۵			

جدول ۱۹. نتایج برآورد مدل سوم به روش اثرات تصادفی در شرکت های سرمایه ای

متغیر وابسته: هزینه سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۳۲، تعداد ترکیب موزون: ۲۲۴				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p
مقدار ثابت	۰/۳۲۵۴	۰/۰۱۶۴	۱۹/۷۷۶۴	۰/۰۰۰
مالکیت انفرادی	۰/۰۹۰۹	۰/۰۷۳۹	۱/۲۳۰۳	۰/۲۲۰
آماره F	۱/۶۱۱۳			۰/۲۰۵
ضریب تعیین	۰/۰۰۷۲			

نتایج جداول ۱۸ و ۱۹ نشان می دهد که ضریب متغیر مالکیت انفرادی بر هزینه سرمایه در هر دو نوع شرکت اهرمی و سرمایه ای به صورت مثبت و غیرمعنادار است ($p > 0.05$). بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نشده و می توان نتیجه گرفت که ساختار مالکیت انفرادی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری ندارد. بنابراین فرضیه سوم مورد تایید نمی باشد.

فرضیه چهارم: ساختار مالکیت خصوصی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

جدول ۲۰. نتایج برآورد مدل چهارم به روش اثرات تصادفی در شرکت های اهرمی

متغیر وابسته: هزینه سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۴۷، تعداد ترکیب موزون: ۳۲۹				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p
مقدار ثابت	۰/۳۶۱۳	۰/۰۱۱۹	۳۰/۲۸۱۶	۰/۰۰۰
مالکیت خصوصی	۰/۰۰۵۰	۰/۰۸۲۴	۰/۰۶۱۴	۰/۹۵۱
آماره F	۰/۰۰۳۸			۰/۹۵۱
ضریب تعیین	۰/۰۰۰۰۱			

جدول ۲۱. نتایج برآورد مدل چهارم به روش اثرات تصادفی در شرکت های سرمایه ای

متغیر وابسته: هزینه سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۳۲، تعداد ترکیب موزون: ۲۲۴				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p
مقدار ثابت	۰/۳۸۱۵	۰/۰۱۶۹	۲۲/۴۹۴۶	۰/۰۰۰
مالکیت خصوصی	-۰/۲۸۶۷	۰/۰۹۸۱	-۲/۹۲۰۶	۰/۰۰۴
آماره F	۹/۰۶۵۴			۰/۰۰۳
ضریب تعیین	۰/۰۳۹۲			

نتایج جداول ۲۰ و ۲۱ نشان می دهد که ضریب متغیر مالکیت خصوصی بر هزینه سرمایه تنها در شرکت های سرمایه ای به صورت منفی و معنادار است ($p < 0.05$). بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و می توان نتیجه گرفت که ساختار مالکیت خصوصی بر

عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. بنابراین فرضیه چهارم برای شرکت های سرمایه ای مورد تایید می باشد.

همچنین با توجه به این که مقادیر F بدست آمده در جدول ۲۱ از مقدار جدولی آن بزرگتر است بنابراین معنی داری کل رگرسیون در سطح معناداری ۰/۰۵ رد می شود ($p < 0/05$). مقدار ضریب تعیین برای شرکت های سرمایه ای نیز بیانگر این است که نزدیک به ۴ درصد تغییرات متغیر وابسته (هزینه سرمایه) به وسیله متغیر مالکیت خصوصی توضیح داده می شود.

بر اساس نتایج بدست آمده، می توان نحوه اثرگذاری مالکیت خصوصی بر هزینه سرمایه در شرکت های سرمایه ای را به صورت زیر نوشت:

$$COST_{it} = 0.3815 - 0.2867 \times PRI_{it}$$

شرکت های سرمایه ای

فرضیه پنجم: درجه تمرکز مالکیت بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

جدول ۲۲. نتایج برآورد مدل پنجم به روش اثرات تصادفی در شرکت های اهرمی

متغیر وابسته: هزینه سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۴۷، تعداد ترکیب موزون: ۳۲۹				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p
مقدار ثابت	۰/۳۷۵۴	۰/۰۱۳۲	۲۸/۴۱۸۱	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	-۰/۱۰۴۶	۰/۰۸۳۱	-۱/۲۵۷۴	۰/۲۰۹
آماره F	۱/۵۹۲۵			۰/۲۰۸
ضریب تعیین	۰/۰۰۴۸			

جدول ۲۳. نتایج برآورد مدل پنجم به روش اثرات تصادفی در شرکت های سرمایه ای

متغیر وابسته: هزینه سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۳۲، تعداد ترکیب موزون: ۲۲۴				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p
مقدار ثابت	۰/۳۴۲۴	۰/۰۱۸۸	۱۸/۱۶۷۸	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	-۰/۰۰۸۴	۰/۱۲۲۲	-۰/۰۶۹۰	۰/۹۴۵
آماره F	۰/۰۰۵۱			۰/۹۴۳
ضریب تعیین	۰/۰۰۰۰۲			

نتایج جداول ۲۲ و ۲۳ نشان می دهد که ضریب متغیر تمرکز مالکیت بر هزینه سرمایه در هر دو نوع شرکت اهرمی و سرمایه ای به صورت منفی و غیرمعنادار است ($p > 0/05$). بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نشده و می توان نتیجه گرفت که درجه تمرکز مالکیت بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری ندارد. بنابراین فرضیه پنجم مورد تایید نمی باشد.

بحث و نتیجه گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها (نتایج استنباطی)

هدف این مطالعه تبیین تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با توجه به اهرمی یا سرمایه ای بودن شرکت ها بود. بدین منظور پس از جمع آوری و تجزیه و تحلیل داده ها نتایج زیر حاصل شد:

فرضیه اول: ساختار مالکیت دولتی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر مالکیت دولتی بر هزینه سرمایه در هر دو نوع شرکت اهرمی و سرمایه ای به صورت مثبت و معنادار است. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و می توان نتیجه گرفت که ساختار مالکیت دولتی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. بنابراین فرضیه اول مورد تایید می باشد. مقادیر ضریب تعیین برای شرکت های اهرمی و سرمایه ای نیز بیانگر این است که به ترتیب بیش از ۶ و نزدیک به ۱۰ درصد تغییرات متغیر وابسته (هزینه سرمایه) به وسیله متغیر مالکیت دولتی توضیح داده می شود.

این نتیجه با نتایج پژوهش های ایرل^{۱۰} (۱۹۹۸)، میولر و اسپیتز^{۱۱} (۲۰۰۶)، آیدین همسویی دارد.

در تبیین این یافته باید گفت که بنگاه های دولتی و بخش خصوصی از جهات مختلفی، از قبیل رفتارهای مالی و میزان استقلال مالی، هدف های تجاری، میزان شفافیت این هدف ها و چگونگی تحقق آن، سودآوری، استقلال عملیاتی در تعیین حجم تولید و عرضه محصول، تقسیم بندی هزینه ها، معیارها و ضوابط سنجش و ارزیابی عملکرد، رقابت پذیری و میزان توانایی رقابت در محیط بازار، با یکدیگر متفاوت می باشند. طبق تحقیقات بانک جهانی، نرخهای بازده سهام سرمایه گذاری شده در صنایع دولتی حدود یک سوم صنایع بخش خصوصی کشورهاست. به عبارت دیگر، مالکیت خصوصی در کل، منجر به عملکرد بالاتر در هر دو جنبه متغیرهای کیفی و اقتصادی در مقایسه با مالکیت دولتی است. سرمایه گذاران دولتی از انگیزه های کافی برای تلاش به منظور بهبود عملکرد و کسب سود، برخوردار نیستند. چون در اکثر مواقع هدف سرمایه گذاران دولتی کسب منفعت و سود بالا نیست، بلکه هدف این سرمایه گذاران حمایت جامعه در برابر تجاوز خارجی، برقراری نظم و امنیت در جامعه و ارائه خدمات عمومی و تسهیلات زیربنایی است.

فرضیه دوم: ساختار مالکیت شرکتی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر مالکیت شرکتی بر هزینه سرمایه در هر دو نوع شرکت اهرمی و سرمایه ای به صورت منفی و معنادار است. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و می توان نتیجه گرفت که ساختار مالکیت شرکتی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. بنابراین فرضیه دوم مورد تایید می باشد.

هم چنین مقادیر ضریب تعیین برای شرکت های اهرمی و سرمایه ای نیز بیانگر این است که به ترتیب نزدیک به ۹ و بیش از ۱۲ درصد تغییرات متغیر وابسته (هزینه سرمایه) به وسیله متغیر مالکیت شرکتی توضیح داده می شود.

این یافته با نتیجه پژوهش های چونگ^{۱۲} و دیگران (۱۹۹۹)، کاپاپولس و لازاریتو^{۱۳} (۲۰۰۷)، رحمان سرشت و مظلومی (۱۳۸۴) و نمازی و شیرزاده (۱۳۸۴) همسویی دارد.

این گروه از سهامداران و مالکان به صورت بالقوه منبع اثر گذار ی برون سازمانی بر استراتژی و عملکرد بنگاه به شمار می آیند. این نکته مورد تأیید فیفر و سالانسیک^{۱۴} (۱۹۷۸) نیز قرار دارد. آنها مالکیت را سازوکاری برای نهادینه کردن قدرت در سازمان می دانند و از این روی نوع مالکیت یک سازمان می باید بر استراتژی و عملکرد آن مؤثر واقع شود. بنابراین در مورد فرضیه دوم، که درحوزه سرمایه گذاران خصوصی قرار می گیرد، نتایج حاصله حاکی از آن است که با ورود سرمایه گذاران شرکتی، تفکر غالب بر عملکرد شرکت، کسب سود و عملکرد بهتر می باشد. نتایج نشان می دهد که مالکیت شرکتی به گونه مثبت و معنی داری با عملکرد شرکت ارتباط دارد. یعنی با حضور مؤثر مالکان شرکتی در ساختار مالکیت شرکت ها، عملکرد شرکت ها بهتر می شود. چون این نوع از سرمایه گذاران به دنبال سود و عملکرد بهتر هستند و با نفوذ و کنترلی که در ساختار مالکیت شرکت ها به دست می آورند، به دنبال محقق کردن این هدف برمی آیند. دلیل دیگر این

¹⁰ Earle

¹¹ Mueller and Spitz

¹² Cheung

¹³ Kapopoulos and Lazaretou

¹⁴ Pfeffer and Salancik

است که در این حالت ساختار مالکیت متمرکزتر و هدف کسب سود، باعث نظارت بیشتر بر عملکرد شرکت می شود. همچنین، در این حالت شرکت ها اطلاعات بیشتری در رابطه با عملکرد خود و سودهای آتی گزارش می کنند، زیرا الزامات گزارشگری روشن و مفصلی برای این شرکت ها وجود دارد.

فرضیه سوم: ساختار مالکیت انفرادی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر مالکیت انفرادی بر هزینه سرمایه در هر دو نوع شرکت اهرمی و سرمایه ای به صورت مثبت و غیرمعنادار است. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نشده و می توان نتیجه گرفت که ساختار مالکیت انفرادی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری ندارد. بنابراین فرضیه سوم مورد تایید نمی باشد.

این نتیجه با نتایج پژوهش های کرن^{۱۵} و دیگران (۲۰۰۷)، مهدوی و میدری (۱۳۸۴)، احمدزاده و دیگران (۱۳۸۴) ناهمسو است. آن ها بین این دو متغیر رابطه معناداری یافته بودند. آن ها رابطه منفی بین این دو متغیر پیدا کرده بودند. دلیل این امر که مالکیت نهادی به گونه منفی و معنی داری با عملکرد شرکت ارتباط دارد، می تواند آن باشد که سرمایه گذاران نهادی از انگیزه های کافی برای تلاش به منظور بهبود عملکرد و کسب سود، برخوردار نیستند.

فرضیه چهارم: ساختار مالکیت خصوصی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر مالکیت خصوصی بر هزینه سرمایه تنها در شرکت های سرمایه ای به صورت منفی و معنادار است. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و می توان نتیجه گرفت که ساختار مالکیت خصوصی بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. بنابراین فرضیه چهارم برای شرکت های سرمایه ای مورد تایید می باشد. هم چنین مقدار ضریب تعیین برای شرکت های سرمایه ای نیز بیانگر این است که نزدیک به ۴ درصد تغییرات متغیر وابسته (هزینه سرمایه) به وسیله متغیر مالکیت خصوصی توضیح داده می شود.

همانطور که در تبیین فرضیه اول گفته شد به گونه کلی، بنگاه های دولتی و بخش خصوصی از جهات مختلفی، از قبیل رفتارهای مالی و میزان استقلال مالی، هدف های تجاری، میزان شفافیت این هدف ها و چگونگی تحقق آن، سودآوری، استقلال عملیاتی در تعیین حجم تولید و عرضه محصول، تقسیم بندی هزینه ها، معیارها و ضوابط سنجش و ارزیابی عملکرد، رقابت پذیری و میزان توانایی رقابت در محیط بازار، با یکدیگر متفاوت می باشند. طبق تحقیقات بانک جهانی، نرخهای بازده سهام سرمایه گذاری شده در صنایع دولتی حدود یک سوم صنایع بخش خصوصی کشورهاست. به عبارت دیگر، مالکیت خصوصی در کل، منجر به عملکرد بالاتر در هر دو جنبه متغیرهای کیفی و اقتصادی در مقایسه با مالکیت دولتی است.

فرضیه پنجم: درجه تمرکز مالکیت بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر تمرکز مالکیت بر هزینه سرمایه در هر دو نوع شرکت اهرمی و سرمایه ای به صورت منفی و غیرمعنادار است. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نشده و می توان نتیجه گرفت که درجه تمرکز مالکیت بر عملکرد (هزینه سرمایه) در شرکت های اهرمی و سرمایه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری ندارد. بنابراین فرضیه پنجم مورد تایید نمی باشد.

این نتیجه با نتایج پژوهش نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) همسویی دارد. در تبیین این یافته ها باید گفت که از آنجا که کاهش تمرکز مالکیت، هزینه های نمایندگی را کاهش داده، امکان نظارت فعال تر سهامداران را بر عملکرد مدیران نیز فراهم می نماید. این نظارت می تواند باعث بهبود عملکرد و سودآوری بیشتر شرکت شود.

پیشنهادهای کاربردی

با توجه با توجه به اهمیت موضوع پژوهش و همچنین، نتایج حاصل از پژوهش توصیه می شود که:

- به نظر می رسد بر ای کسب سود و عملکرد بهتر در شرکتهای، باید به تفکر و دیدگاه مالکان آنها توجه شود. یعنی اگر شرکتی به دنبال سودآوری و عملکرد بهتر است، باید ساختار مالکیت آن به سمت سرمایه گذاران خصوصی سوق پیدا کند. از همین دیدگاه بود که مبحث خصوصی سازی در اغلب کشورها از جمله ایران، مطرح شد.
- پیشنهاد می شود که با گسترش مطالعات و ادبیات نظری حاکمیت شرکتی شرکتهای، فعالان بازار بورس، اعضای هیأت مدیره شرکتها، سهامداران، اعتباردهندگان، مؤسسات حسابرسی، پژوهشگران و غیره با مباحث مرتبط با نظام حاکمیت شرکتی شرکتها بیشتر آشنا شوند تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش در آن بپردازند و در نتیجه تأثیر بر افزایش ارزش شرکتها داشته باشند.
- با توجه به نتایج پژوهش که حاکی از تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتها و همچنین هزینه سرمایه آنها بود به سازمان بورس اوراق بهادار، به عنوان یک نهاد ناظر و سیاست گذار پیشنهاد می شود که تدوین آیین نامه های لازم در این زمینه را در دستور کار خود قرار داده و شرکتها را ملزم به رعایت آن نماید.
- پیشنهاد می شود استفاده از افراد خارج از شرکت به منظور انتصاب در سمت مدیرعامل در دستور کار قرار بگیرد و همچنین دقت در تخصص و مهارتهای کافی در انجام وظایف صورت گیرد.
- با توجه به نقشی که سهامداران انفرادی بر نظام راهبری شرکت ایفا می کنند، لازم است جایگاه این سهامداران بیش از قبل در زمینه کنترل و جهت دادن به تصمیم گیریهای عمده شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار کشور و نهایتاً کنترل بازار سرمایه مورد توجه قرار گیرد.
- در راستای ارزیابی وضعیت مالی شرکت و انجام پیش بینی های لازم جهت اخذ تصمیمات مناسب و منطقی و خرید سهام به ارزیابی وضعیت سازمان در خصوص گونه های متنوع تامین مالی و هزینه های مربوط به ساختار سرمایه بپردازند.

منابع و مراجع

- [۱] احمدزاده، موسی؛ نوری، روح الله؛ اسفیدانی، محمد رحیم و محسن اکبری (۱۳۸۴). "بررسی ساختار سرمایه و منابع مالی بانک کشاورزی و آرایه راه کارهایی مناسب جهت بهینه کردن آن." بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹، صص ۳۹-۳۲.
- [۲] اعتمادی، حسین، باباجانی، جعفر، آذر، عادل، دیانتی دیلمی، زهرا، «تأثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۴، ۱۵، ۱۳۸۸، صص ۸۵-۵۹.
- [۳] حساس یگانه، ی، و امیر پوریانسب، ۱۳۸۴، "نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکتهای سهامی"، ماهنامه حسابداری، شماره های ۱۶۴ و ۱۶۵، صص ۲۵-۱.
- [۴] حساس یگانه، ی، ۱۳۸۵، "حاکمیت شرکتی در ایران"، حسابرس، شماره ۳۲، صص ۳۹-۳۲.
- [۵] حساس یگانه، ی و علی باغومیان، ۱۳۸۵، "نقش هیات مدیره در حاکمیت شرکتی" صص ۳۳-۷.
- [۶] حساس یگانه، یحیی، شهریار، علیرضا، «بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پژوهش های حسابداری مالی، ۲، ۲، ۱۳۸۹، صص ۹۴-۷۲.
- [۷] حساس یگانه، ی و نرگس یزدانیان، ۱۳۸۱، "تأثیر حاکمیت شرکت بر کاهش مدیریت سود". فصلنامه مطالعات حسابداری. شماره ۱۷، صص ۱۷۰-۱۵۱.
- [۸] خدابخشی، ع، ۱۳۸۵، "رابطه بین نظام راهبری و ارزش بازار شرکت در ایران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی اراک، دانشکده مدیریت.
- [۹] رحمان سرشت، حسین و نادر مظلومی (۱۳۸۴). "رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مطالعات مدیریت، شماره ۴۷، صص ۱۶۰-۱۳۵.
- [۱۰] رسائی، امیر، حسینی، وحید، «رابطه کیفیت اقلام تعهدی و هزینه سرمایه در ایران»، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۵، ۱۳۸۷، صص ۶۸-۸۲.
- [۱۱] زنجیردار، م. و مجید زمانی، ۱۳۸۹، "بررسی رابطه بین سازو کارهای راهبری شرکت و مدیریت سود در بازار سرمایه ایران"، نشریه مهندسی مالی، شماره سوم، صص ۱۶-۱.
- [۱۲] سینیایی، حسنعلی، رضاییان، علی، «بررسی تأثیر ویژگی های شرکت ها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی)»، پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، ۵، ۱۳۸۴، صص ۱۲۴-۱۴۸.
- [۱۳] کردستانی، غلامرضا و ضیاءالدین مجدی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ویژگیهای کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی. بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۸: ۸۵-۱۰۴.
- [۱۴] کردستانی، غلامرضا، مجدی، ضیاءالدین، «بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی»، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۴، ۴۸، ۱۳۸۶، صص ۸۵-۱۰۴.
- [۱۵] کرمانی، احسان، «تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، رساله کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی، ۱۳۸۷.
- [۱۶] محمدی، شاپور، قالیباف اصل، حسن، مشکي مهدی، بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، ۱۱، ۱۳۸۸، صص ۶۹-۸۸.
- [۱۷] مظلومی، نادر، «رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مطالعات مدیریت، شماره ۴۷، ۱۳۸۴، صص ۱۹۰-۸۶.
- [۱۸] معین الدین محمود. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه گذاری: بهار ۱۳۹۳، دوره ۳، شماره ۹؛ از صفحه ۱۰۱ تا صفحه ۱۳۲.
- [۱۹] مهدوی، ابوالقاسم و احمد میدری (۱۳۸۴). "ساختار مالکیت و کارایی شرکت های فعال در بازار اوراق بهادار تهران." مجله پژوهشهای اقتصادی، شماره ۷۱، صص ۱۳۲-۱۰۳.

- [۲۰] انمازی، محمد و جلال شیرزاده (۱۳۸۴). "بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر نوع صنعت)". بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۹۵-۷۵.
- [۲۱] نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴). بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۹۷-۱۲۴.
- [22] Cheung, J. K. Kim, J. B. and J. Leey (1999). "The Impact of Institutional Characteristics on Return-Earnings Associations in Japan." *The International Journal of Accounting*, Vol. 34, No. 4, pp. 571-596.
- [23] Cornett, M. M. Marcus, A. J. Saunders, A. and H. Tehranian (2007). "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance." *Journal of Banking & Finance*. Vol. 31, pp. 1771-1794.
- [24] Earle, John S. (1998). "Post-Privatization Ownership Structure and Productivity in Russian Industrial Enterprises." *Stockholm School of Economics, Central European University, Site Working Paper*.
- [25] Fekri Ali Shawtari, Milad Abdelnabi Salem, Hafezali Iqbal Hussain. Omar Alaeddin, Omer Bin Thabit. (2016). Corporate governance characteristics and valuation: Inferences from quantile regression. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science* 21 (2016) 81-88
- [26] Kapopoulos, P. and S. Lazaretou (2007). "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms". *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 15, No. 2, pp. 144-158.
- [27] Mueller, E. and A. Spitz (2006). "Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises." *German Economic Review*. Issue 2, pp. 2-18.
- [28] Silva, André Carvalho; Leal, Ricardo, 2013, "Corporate Governance", *Market Valuation and Dividend Policy*, Federal University of Rio de Janeiro
- [29] Truong, Thanh, Heaney, Richard, 2015, "Largest shareholder and dividend policy around