

تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت در بورس تهران

۱. ابراهیم عباسی*

دانشیار، عضو هیئت علمی دانشگاه الزهراء، دکترای مدیریت بازرگانی

(حسابداری مالی)

تهران، ده ونك، دانشگاه الزهراء، دانشكده علوم اجتماعی و اقتصادی

ایمیل: abbasiebrahim2000@yahoo.com

موبایل: ۰۹۱۲۳۲۲۶۰۳۰

فاکس: ۸۸۰۴۷۸۶۲

۲. فاطمه رستگاریا

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد واحد نیشابور

استان گلستان-شهرستان علی اباد کتول- خیابان کامیاب

ایمیل: Fraстegarnia@yahoo.com

موبایل: ۰۹۱۱۹۶۸۷۲۹۰

تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت در بورس تهران

چکیده

هدف این مطالعه بررسی تأثیر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر ارزش شرکت‌ها است. نمونه آماری پژوهش شامل ۶۹ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۸ بوده است. روش آماری مورد استفاده این پژوهش «داده‌های پنلی» است. برای آزمون رابطه بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت سهامدار اصلی، متغیر لگاریتمی سهامدار اصلی و شاخص هرفیندال با ارزش شرکت‌ها است. از سوی دیگر بین تمرکز مالکیت پنج سهامدار اصلی و متغیر لگاریتمی آن با ارزش شرکت‌ها رابطه معنادار وجود دارد. نتایج آزمون اثرات نوع مالکیت نشان می‌دهد که بین ارزش شرکت‌ها با مالکیت انفرادی و نهادی رابطه مستقیم و معنادار و با مالکیت دولتی رابطه منفی و غیرمعنادار وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت، تمرکز و ترکیب مالکیت، شاخص هرفیندال، ارزش شرکت

طبقه‌بندی JEL : G3 ; G32

مقدمه

از دهه‌ی ۱۹۳۰، با تحقیقات برل و مینز^۱ (۱۹۳۲) و کوآز^۲ (۱۹۳۷)، اقتصاددانان به بررسی اثرات جداسازی مالکیت و کنترل شرکت‌های تجاری تمایل پیدا کردند. اهداف متفاوت سرمایه‌گذاران و اعضای هیأت مدیره موضوع‌هایی را به عنوان مشکلات نمایندگی^۳ ایجاد می‌کند. مطالعات نظام راهبری شرکتی ساز و کارهایی را بررسی می‌کند که سرمایه‌گذاران برای کنترل شرکت‌ها استفاده می‌کنند تا این مشکلات را کاهش دهند. معمولاً شیوه‌هایی که سرمایه‌گذاران می‌توانند استفاده کنند تا علایق کارکنان داخلی (مدیران و هیأت مدیره) را با علایق خود همتراز کنند به دو نوع بیرونی و درونی تقسیم می‌شود. برای مثال ساز و کارهای بیرونی شامل؛ بازار برای کنترل شرکت و ساز و کارهای درونی عبارتند از: سیستم حقوق و دستمزد مدیریتی، مالکیت افراد داخلی و تمرکز مالکیت^۴. استراتژی‌های بیرونی در "فرهنگ انگلوساکسونی" و سیستم‌های قانونی که ساختارهای مالکیت^۵ پراکنده را تجربه کرده‌اند دارای اهمیت خاصی است. ساز و کارهای درونی در دیگر بازار که شامل بازار ایران نیز می‌شود رایج است.

تمرکز مالکیت به سهامداران اجازه می‌دهد تا به طور مستقیم از منافع خود مراقبت کنند (Minguez-Vera & Ugedo, 2007) اما تئوری‌ها و مبانی نظری موجود در این عرصه، بر حسب نگرش و مبانی فکری متفاوت، رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد موسسه را مثبت، منفی و یا فاقد هر گونه اهمیت آماری ارزیابی می‌کنند. از یک طرف، تمرکز مالکیت می‌تواند مثبت باشد، با افزایش مالکیت سرمایه‌گذار، سرمایه‌گذاران بیشتر علاقمند می‌شوند که بر تصمیم‌های مدیریتی نظارت کنند. از طرف دیگر، می‌تواند منفی باشد، وقتی که درجه‌ی بالایی از تمرکز وجود دارد می‌تواند به بازارهای سرمایه‌ی کمتر توسعه یافته اشاره داشته باشد که کنترل، به عنوان یک مکانیسم نظم‌دهی، می‌تواند بی‌اثر باشد. بعلاوه، درصد مالکیت زیاد بعضی سهامداران توانسته مزیت کاهش تعداد سهامداران را به دنبال آورد و شاید باعث ایجاد روابط مالی و تجاری شود که به نفع سهامداران اصلی است در غیر اینصورت برخلاف منافع شرکتی است که آن را کنترل می‌کنند (Minguez-Vera & Ugedo, 2007).

درحالی‌که برخی از مطالعات اصرار به یافتن رابطه مثبتی بین تمرکز مالکیت و عملکرد داشتند (کوبین و لیچ^۶، ۱۹۸۳ و شورت^۷، ۱۹۹۴)، دمسترز^۸ (۱۹۸۳) بیان کرد که نباید هیچ‌گونه ارتباطی بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت وجود داشته باشد و بطور تئوریک بحث کرد که تمرکز مالکیت پی‌آمد درونی توازن هزینه‌ها (از قبیل ریسک) و منافع (نظیر نظارت) می‌باشد (مشکی و همکاران، ۱۳۸۸). برای آن‌که ارتباطی وجود نداشته باشد، فرد باید ساختار مالکیت را به عنوان حاصل یک

مجموعه از تصمیماتی بداند که منعکس کننده‌ی تاثیر سهامداران و فعالیت قابل انتقال در بازار سهام باشد. بنابراین، وقتی پیشنهاد عمومی یا تصمیم یک سرمایه‌گذار مبنی بر فروختن یک مقدار زیاد از سهام مطرح می‌شود، تمایل به مالکیت در بیشتر موارد کم‌رنگ می‌شود. به‌طور مشابه، مالکیت بخش‌های بزرگی از سهام یا خرید عمده سهام یک شرکت می‌تواند تمرکز مالکیت را افزایش دهد. به عبارت دیگر، ساختار مالکیتی یک شرکت منعکس کننده‌ی تصمیماتی است که توسط سهامداران فعلی و بالقوه‌ی آن گرفته می‌شود. ساختار مالکیت در هر زمان خاص، چه متمرکز و چه پراکنده، باید تحت تاثیر اشتیاق سرمایه‌گذار باشد تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند، بنابراین نباید هیچ ارتباط سیستماتیکی میان ساختار مالکیت و ارزش شرکت باشد (Minguez-Vera & Ugedo, 2007).

موضوع دیگر در تاثیر ساختار مالکیتی به عنوان مکانیسم کنترل، ویژگی سهامدار اصلی است. مطالعات زیادی در مورد نقش نظارتی سرمایه‌گذاران دولتی، نهادی و انفرادی وجود دارد. برخی از مطالعات در حوزه نوع مالکیت، نشان دهنده بهبود در ارزش موسساتی است که اقدام به تغییر در نوع مالکیت خود و یا انجام عملیات خصوصی‌سازی نموده‌اند. تفاوت در انگیزه‌های مدیریتی و نظارتی، اهداف سیاسی و تعهدات اجتماعی واحدهای دولتی عمدتاً باعث می‌شود که انتظار رود واحدهای مزبور عملکرد پایین‌تری نسبت به موسسات مشابه داشته باشند (Boubakri et al, 2005). از سوی دیگر مالکان نهادی و شرکتی به لحاظ داشتن انگیزه‌های قوی‌تر برای کسب سود و دسترسی به اطلاعات بیشتر ممکن است عملکرد بهتری داشته باشند (Laporta et al, 1999). همینطور شلیفر و ویشنی^۹ (۱۹۸۶) بیان کردند که وجود سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، به دلیل افزایش نظارت موثر، اثر مثبت بر ارزش شرکت دارد. همچنین موسساتی که به واسطه بنیادهای خانوادگی اداره می‌شوند؛ دارای انگیزه‌ی بیشتر برای اعمال کنترل روی شرکت هستند. زیرا افراد (خانواده‌ها) کمتر تمایل دارند تا سرمایه‌گذاری‌های خود را متمایز کنند (Minguez-Vera & Ugedo, 2007) و به لحاظ آنکه دارای هزینه نمایندگی کمتری هستند، باید کاراتر از موسسات دولتی باشند (Fama & Jensen, 1983).

بدون شک برای آنکه بازارهای مالی بتوانند در عمل به وظایف و کارکردهای خود موفق باشند، لازم است به نقش و اهمیت متغیرهایی نظیر ساختار مالکیت (برحسب نوع مالکیت و نیز میزان تمرکز یا پراکندگی آن) توجه داشت تا بدین ترتیب در عین روشن نمودن الگوی ایده‌آل ساختار مالکیت در کشور (که ممکن است در کشورهای مختلف متفاوت باشد)، معیار مناسبی نیز برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی در فرآیند تصمیم‌گیری و انتخاب الگوی بهینه سرمایه‌گذاری وجود داشته باشند.

پژوهش حاضر از لحاظ شاخص‌های اندازه‌گیری تمرکز مالکیت، متغیرهای کنترل، مدل مورد استفاده و محدوده زمانی با پژوهش‌های قبلی متفاوت است. همچنین ترکیب مالکیت و نحوه شناسایی نوع مالکیت (بر مبنای متغیر مجازی) باعث دانش‌افزایی این پژوهش نسبت به سایر پژوهش‌ها شده است. این پژوهش بافتی که ساختار مالکیتی در آن بسیار متمرکز بوده و سهامداران اصلی به احتمال زیاد انگیزه‌ی زیادی برای نظارت بر مدیران دارند را بررسی می‌کند. در این پژوهش ابتدا، تاثیر سهامداران اصلی بر ارزش شرکت بر حسب معیارها و متغیرهای مختلف بررسی می‌شود. در مرحله‌ی دوم، تاثیر نوع سهامدار اصلی بر ارزش شرکت مورد بررسی قرار می‌گیرد. ساختار مقاله در ادامه بدین شکل است: در قسمت بعد به مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته می‌شود. در قسمت سوم فرضیه‌های پژوهش ارائه می‌گردند. در قسمت چهارم روش پژوهش مورد بحث قرار می‌گیرد. در قسمت پنجم یافته‌های پژوهش، و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه می‌شود.

پیشینه پژوهش

دمستر و ویلاونگا^{۱۰} (۲۰۰۱) در رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها دو جنبه از ساختار مالکیت را بررسی کردند: بخش سهام تملک شده بوسیله ۵ سهامدار بزرگ و بخش سهام در اختیار مدیریت (متغیرهای لگاریتمی آنها) و هر دو را به عنوان متغیرهای درون‌زا در نظر می‌گیرد. یافته‌های آنها نشان داد که ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها تاثیری ندارد.

نویسی و نایکر^{۱۱} (۲۰۰۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت در نیوزلند پرداختند. یافته‌های پژوهش آنها حاکی از این است که ارتباط بین ارزش شرکت و سرمایه-گذاران نهادی تا یک سطح مشخص تملک سهام رابطه مثبت بر ارزش دارد و فراتر از آن سطح تاثیر منفی بر ارزش شرکت خواهد داشت.

مینگازوا و یوگدو^{۱۲} (۲۰۰۷) اثر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت را برای سال‌های ۲۰۰۰-۱۹۹۸ در بازار اسپانیا بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت وجود ندارد. آنها همچنین دریافتند که رابطه معناداری بین شرکت‌های انفرادی و ارزش شرکت وجود دارد که این رابطه برای موسسات سرمایه‌گذاری وجود ندارد.

گان‌سکریچ^{۱۳} و همکارانش (۲۰۰۷) تاثیر میزان مالکیت دولتی و تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها در بورس چین را با استفاده از داده‌های ۱۰۳۴ شرکت برای دوره ۲۰۰۴-۲۰۰۰ بررسی کردند. این مطالعه نشان داد که بطور متوسط عملکرد شرکت‌ها به صورت منفی تحت تاثیر مالکیت دولتی است.

کینگ^{۱۴} و همکارش (۲۰۰۸) در پژوهشی "ارزش‌های خانوادگی: ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌های کانادایی"، را برای ۶۱۳ شرکت کانادایی بررسی کردند. آنها دریافتند که شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی با یک دسته سهم به تنهایی، عملکرد بازار مشابهی نسبت به بقیه شرکت‌ها بر مبنای نرخ Q توبین، بازده حقوق صاحبان سهام بالا، و اهرم مالی بالا دارند.

آروسا^{۱۵} و همکاران (۲۰۱۰) پژوهشی را تحت عنوان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در شرکت‌های غیربورسی اسپانیا انجام دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که تمرکز مالکیت تاثیر مستقیمی روی رفتار سهامداران ندارد. نتایج آنها برای شرکت‌های خانوادگی نشان داد که رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت بسته به اینکه چه نسلی شرکت را مدیریت می‌کند، متفاوت است.

رویز مالارکیو و سانتانا مارتین^{۱۶} (۲۰۱۱) در پژوهشی اثر کنترل بوسيله مالکان نهادی عمده (نهادهای بانکی و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری) بر ارزش شرکت را تجزیه و تحلیل کردند. آنها حق رأی‌های در دست مالکان نهادی عمده و سهامداران بزرگ دیگر را در نظر گرفتند. نتایج آنها نشان داد هنگامیکه سهامدار عمده یک بانک باشد، یک رابطه منفی میان حق رأی‌های مالک با ارزش شرکت وجود دارد و این رابطه برای صندوق مشترک سرمایه‌گذاری مثبت بود. بعلاوه، نتایج نشان داد که حضور سهامداران بزرگ دیگر زمانیکه یک مالک نهادی عمده، شرکت را کنترل می‌کند بر ارزش شرکت تاثیر می‌گذارد.

مظلومی (۱۳۸۲) تعامل بین گونه‌های مختلف سرمایه‌گذاران نهادی و تاثیر آن بر عملکرد شرکت‌ها را طی سال‌های ۷۹-۱۳۷۵ بررسی کرد. نتایج نشان داد رابطه‌ای مثبت اما غیرمعنادار میان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با معیارهای ROE، نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری، P/E و Q توبین و رابطه‌ای مثبت و معنادار با ROA وجود دارد.

حساس یگانه و همکارانش (۱۳۸۷) با بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت رابطه‌ی معناداری بین آنها یافتند. از سوی دیگر نشان دادند بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) در پژوهشی به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های بورسی پرداختند. یافته‌های آنها نشان داد که رابطه معنادار و منفی بین مالکیت نهادی و مدیریتی با عملکرد و رابطه معنادار و مثبت بین مالکیت شرکتی با عملکرد شرکت وجود دارد. در مالکیت خصوصی نیز بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه‌گذاران شرکتی باشد.

مشکی و همکارانش (۱۳۸۸) به بررسی نقش و اثرات جداگانه و همزمان تمرکز و نوع مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش شرکت‌ها در بورس تهران پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از وجود یک رابطه مثبت خطی و معنادار بین دو عامل تمرکز مالکیت و بازدهی شرکت‌ها و عدم وجود رابطه معنادار بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت‌ها بوده است. از سوی دیگر نتایج مربوط به آزمون اثرات نوع مالکیت نشان داد که برخلاف رابطه معکوس بین بازده سهام و نسبت مالکیت دولتی، رابطه بین مالکیت انفرادی، شرکتی و خصوصی با بازده سهام، مستقیم و معنادار است. این در حالی است که متغیر تمرکز مالکیت هم‌چنان در کلیه مدل‌ها دارای رابطه خطی مستقیم با بازده سهام بوده است. آزمون رابطه نوع مالکیت با ارزش شرکت نیز به نتایج مشابهی با آنچه در مورد بازدهی عنوان گردید، منجر شد.

فرضیه‌های پژوهش

۱- تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

۲- نوع مالکیت بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش، همه شرکت‌های غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال‌های ۸۸-۱۳۸۴ می‌باشد. داده‌ها از گزارش‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها به همراه یادداشت‌های پیوست با مراجعه به سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران و سایت‌های مرتبط دیگر نظیر سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی^{۱۷} و سایت بازار سرمایه ایران^{۱۸} و از نرم‌افزار ره آورد نوین و تدبیر پرداز جمع‌آوری شده است.

به منظور تلخیص داده‌ها، ابتدا متغیرها با استفاده از داده‌های جمع‌آوری شده برای هر یک از شرکت‌ها و هر یک از سال‌های مورد مطالعه محاسبه شدند. همه عملیات تلخیص با استفاده از نرم‌افزار Excel انجام شده و سپس با استفاده از نرم‌افزار Eviews6-7 اقدام به آزمون فرضیه‌ها گردید. در این پژوهش از روش داده‌های تلفیقی^{۱۹} استفاده شده است. این روش باعث افزایش قدرت آماری ضرایب شده و هم‌خطی بین متغیرها را کاهش داده و به واسطه افزایش درجه آزادی، برآوردها کاراتر انجام می‌شوند.

تعداد نمونه مورد مطالعه در این تحقیق که در مجموع ۶۹ شرکت بوده است، با استفاده از روش غربال^{۲۰} و با توجه به معیارهای زیر انتخاب گردید:

۱. اطلاعات کامل هر یک از شرکت‌ها در رابطه با متغیرهای مورد مطالعه موجود باشد.
۲. شرکت‌ها در طول دوره‌ی پژوهش تغییر سال مالی نداده باشد (به علت استفاده از نمونه‌های سال-شرکتی شرکت‌هایی که سال مالی خود را تغییر داده باشند، نمونه آماری را تخریب خواهند کرد).
۳. نوع فعالیت شرکت، تولیدی بوده و لذا موسسات مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها از نمونه‌ها حذف شدند (چون طبقه‌بندی اقلام صورت‌های مالی و ماهیت فعالیت در این شرکت‌ها تفاوت قابل ملاحظه‌ای با شرکت‌های تولیدی دارد).
۴. هر یک از شرکت‌های مورد مطالعه سابقه عضویت در بورس برای مدت پنج سال قبل از آغاز دوره پژوهش را داشته باشند.
۵. شرکت در طول دوره‌ی پژوهش وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد (چرا که این توقف‌های معاملاتی سهام به علت عدم تکرار احتمالی در آینده منجر به کاهش روایی نتایج و مخدوش شدن ارقام استفاده شده (مانند ریسک شرکت) در پژوهش خواهد شد).
۶. حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه نباید در هیچکدام از دوره‌های مورد مطالعه منفی باشد.
۷. پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه ۲۹ اسفند ماه باشد (اولاً: این مسئله باعث می‌شود تا عوامل و شرایط فصلی و سایر اتفاقات، بر بازده اثر نگذارد، ثانیاً: استفاده از داده‌های شرکت‌ها با سال‌های مالی متفاوت تفسیر نتایج پژوهش را مشکل خواهد کرد).

متغیرهای پژوهش شامل تمرکز و نوع مالکیت (مالکیت دولتی، نهادی و انفرادی) به عنوان متغیرهای مستقل، ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته و اندازه شرکت، اهرم مالی، ریسک سیستماتیک و ریسک خاص به عنوان متغیرهای کنترل می‌باشند. توضیح در مورد متغیرها و نحوه‌ی اندازه‌گیری آنها ضروری می‌باشد:

- **متغیر تمرکز مالکیت:** تمرکز مالکیت عبارت است از چگونگی توزیع سهام بین سهامداران شرکت‌های مختلف. هرچه تعداد سهامداران کمتر باشد، مالکیت متمرکزتر خواهد بود. در این پژوهش به منظور محاسبه نسبت تمرکز مالکیت از ۳ شاخص استفاده شده است.

- **روش اول:** نسبت تمرکز سهامداران اصلی؛ درصدی از سرمایه تحت تملک سهامدار اصلی و دو تا پنج سهامدار بزرگ شرکت می‌باشد ($i=1, \dots, 5$ own $_i$).

$$CON = \sum_{i=1}^n \left(\frac{own_i}{own} \times 100 \right)$$

در رابطه فوق n می‌تواند نشان دهنده تنها سهامدار اصلی و یا سه سهامدار اصلی، پنج سهامدار اصلی و یا تعداد مشخصی از سهامداران اصلی باشد.

- **روش دوم:** شاخص هر فیندال-هیرشمن^{۱۱}؛ که از طریق مجموع مجذور درصد سهام متعلق به سهامداران شرکت‌ها بدست می‌آید.

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

در عبارت فوق، own_i نشان دهنده تعداد سهام عادی متعلق به هر سهامدار شرکت i و own نشان دهنده کل سهام عادی منتشر شده شرکت است.

- **روش سوم:** سومین معیار تمرکز یک تبدیل لگاریتمی ($Lown_i$) است که این تبدیل توسط دمستر و ویلاونگا (۲۰۰۱) به کار رفته و هدف از آن رسیدن به توزیع متقارن اندازه‌ی مالکیت می‌باشد (Minguez-Vera & Ugedo, 2007). زیرا از نظر دمستر و لهن^{۱۲} (۱۹۸۵) این معیار یک دامنه محدود را به یک دامنه نامحدود تبدیل می‌کند.

$$LOWN_i = \text{Log} \left(\frac{own_i}{1-own_i} \right)$$

- **نوع مالکیت:** این متغیر به نوع سهامدار اصلی اشاره دارد که به ۳ طبقه شامل مالکیت دولتی، نهادی و انفرادی تقسیم شده است. این متغیرها به صورت متغیر مجازی ۱ و ۰ نشان داده شده است.

- شرکت با مالکیت دولتی: به شرکتی اطلاق می‌شود که بیش از ۵۰ درصد سهام آن متعلق به دولت و یا بخش‌های دولتی دیگر باشد.

- شرکت با مالکیت نهادی: به شرکتی اطلاق می‌شود که بزرگ‌ترین مالک آن اشخاص حقوقی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، موسسات و صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، واحدهای نیمه دولتی و بنیادهای خیریه، دایره امانی بانک و موسسات مالی شرکت‌های تامین سرمایه و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و...) باشند.

- شرکت با مالکیت انفرادی: به شرکتی اطلاق می‌شود که بزرگ‌ترین مالک آن اشخاص حقیقی باشد.

ارزش شرکت: از نسبت Q توین (تامسن^{۱۳} و همکارش، ۲۰۰۳) به عنوان یک معیار ارزش استفاده شده که این نسبت به صورت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (Mve) و ارزش دفتری بدهی‌ها (Bvd) بر ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها (Bva) تعریف می‌شود. علت انتخاب Q توین به عنوان معیار ارزش، قابلیت مقایسه نتایج پژوهش با پژوهش‌های مشابه انجام شده توسط تیم‌های

تحقیقاتی قبلی (مورک^{۲۴} و همکاران، ۱۹۸۸؛ مک کانل و سرورز^{۲۵}، ۱۹۹۰؛ مینگازوا و یوگدو، ۲۰۰۷؛ کینگ و همکارش، ۲۰۰۸) بوده است.

$$Q = \frac{Mve+Bvd}{Bva}$$

اندازه شرکت (SIZE): در این پژوهش منظور از اندازه، لگاریتم طبیعی ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها در پایان سال مالی شرکت است. استفاده از لگاریتم باعث می‌شود تا ضرایب احتمالی این متغیرها در مدل، تحت اثرات مقیاس‌های بزرگ قرار نگیرد.

اهرم مالی (LEV): نشان دهنده این موضوع است که چه بخشی از دارایی‌ها از محل بدهی‌ها تامین مالی شده است. در این پژوهش از نسبت بدهی به دارایی‌ها برای محاسبه آن استفاده شده است.

ریسک سیستماتیک (BETA): بتا نشان دهنده حساسیت نوسانات بازده یک اوراق بهادار در برابر نوسانات بازده پرتفوی بازار است و از حاصل تقسیم کواریانس بازده اوراق بهادار (دارایی‌های ریسکی) با بازده پرتفوی بازار بر واریانس بازده بازار به دست می‌آید.

ریسک خاص^{۲۶} (SRISK): ریسک خاص یا ریسک غیر سیستماتیک شرکت از اختلاف بین ریسک کل (یا واریانس) و ریسک سیستماتیک (بتا) بدست می‌آید.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

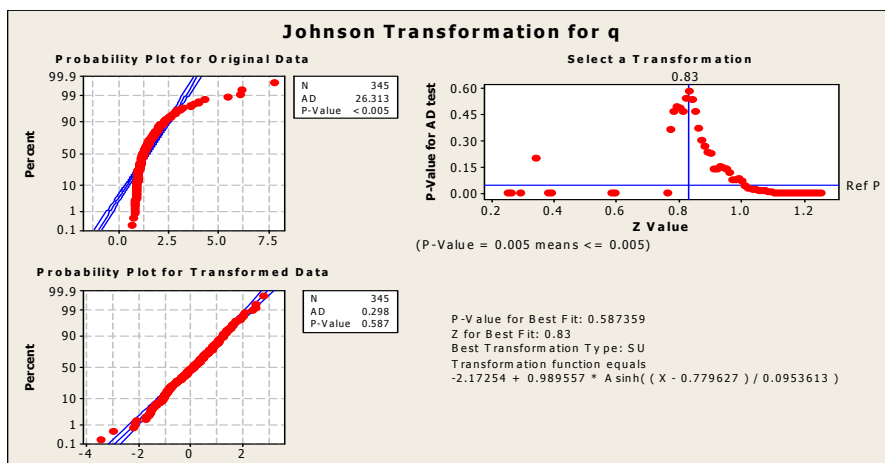
به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده‌ها در نگاره ۱ ارائه شده است.

نگاره ۱. آمار توصیفی داده‌های پژوهش

تعداد مشاهدات	مینیمم	ماکسیمم	میانه	میانگین	
۳۴۵	۰.۶۱۷	۷.۷۴۴	۱.۲۱۵	۱.۴۵۸	ارزش شرکت
۳۴۵	۰.۰۹۵	۰.۹۲۴	۰.۴۸۳	۰.۴۸۱	درصد مالکیت سهامدار اصلی
۳۴۵	۰.۱۲۲	۱.۰۰۰	۰.۷۶۵	۰.۷۴۷	درصد مالکیت پنج سهامدار اصلی
۳۴۵	۱۱۲۶.۰۳۵	۸۵۷۱.۶۲۴	۳۴۶۷.۵۶۵	۴۰۰۰.۴۹۸	شاخص هر فیندال
۳۴۵	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰	۰.۴۴۳	مالکیت دولتی
۳۴۵	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰	۰.۵۷۹	مالکیت نهادی
۳۴۵	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰	۰.۲۸۴	مالکیت انفرادی
۳۴۵	۴.۶۵۵	۷۸۶۵	۵.۵۶۴	۵.۶۲۷	اندازه شرکت
۳۴۵	-۰.۶۱۴	۲.۱۳۲	۰.۰۸۳	۰.۱۲۳	ریسک سیستماتیک
۳۴۵	۰.۰۱۷	۰.۶۵۶	۰.۱۰۹	۰.۱۴۹	ریسک خاص
۳۴۵	۰.۱۶۸	۰.۹۳۸	۰.۶۳۷	۰.۶۲۲	اهرم مالی

برای آزمون نرمال بودن داده‌ها ابتدا از آزمون جارک - بر^{۲۷} استفاده شده است. از آنجائیکه متغیر وابسته با استفاده از این آزمون دارای توزیع نرمال نبوده است ($Prob < 0.05$)، برای رعایت نرمال بودن متغیر وابسته در روش رگرسیون، از تبدیل جانسون در نرم افزار Minitab استفاده شده است (شکل ۱) که باعث گردید احتمال به ۰.۵۸۷ افزایش پیدا کند.

شکل ۱. بررسی نرمال بودن متغیر وابسته



پس از نرمال‌سازی متغیر وابسته به منظور بررسی استقلال متغیرهای پژوهش از یکدیگر از ماتریس همبستگی استفاده شد. نتایج این ماتریس‌ها نشان می‌دهد که ضرایب همبستگی بین هر زوج از متغیرها کمتر از ۵۰ صدم است که بیانگر آن است که همبستگی بین متغیرها به همخطی شدید منجر نمی‌شود. همچنین در این پژوهش چون تمام ضرایب برآورد شده معنی‌دار و قابل تفکیک هستند، بیانگر این موضوع است که هم‌حرکتی میان متغیرها حاد نیست.

سپس پایایی متغیرهای مستقل، وابسته و کنترل مورد بررسی قرار گرفت. پایایی متغیرهای پژوهش بدان معنی است که، میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مورد مطالعه ثابت باشد. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. به منظور بررسی پایایی، از آزمون‌های لوین، لین و چو^{۲۸} (۲۰۰۲)، بریتونگ^{۲۹}، ایم، پسران و شین^{۳۰} (۲۰۰۳)، دیکی فولر تعمیم یافته فیشر^{۳۱} و ریشه واحد فیشر - فیلیپس پرون^{۳۲} (۱۹۹۹) استفاده شد. براساس این آزمون‌ها، چون مقدار احتمال کمتر از ۵٪ است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترل پژوهش در طی دوره مطالعه در سطح پایا هستند. برای آزمون تلفیق داده‌ها از آزمون F، و برای انتخاب مدل مناسب از آزمون هاسمن^{۳۳} و اثرات ثابت استفاده شد. برای بررسی ناهمسانی واریانس از

آزمون ضریب لاگرانژ (LM) و برای بررسی آنکه در یک مدل رگرسیون جملات خطا خودهمبسته می‌باشند یا خیر، از آزمون دوربین واتسون^{۳۴} و برای بررسی نرمال بودن جملات خطا از آزمون جارک - برا استفاده شد.

نتایج آزمون فرضیه اول:

فرضیه اول: تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

با توجه به اینکه در این پژوهش برای بررسی تمرکز مالکیت از شاخص‌ها و متغیرهای مختلف استفاده شده است می‌توان فرضیه فوق را به ۵ فرضیه مجزا به شرح زیر تقسیم نمود:

فرضیه ۱-۱: درصد مالکیت سهامدار اصلی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۱-۲: متغیر لگاریتمی درصد مالکیت سهامدار اصلی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۱-۳: درصد مالکیت پنج سهامدار اصلی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۱-۴: متغیر لگاریتمی درصد مالکیت پنج سهامدار اصلی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۱-۵: شاخص هرفیندال بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

نتایج آزمون قابلیت تلفیق داده‌ها، آزمون هاسمن و اثرات ثابت: اولین مرحله در برآورد

داده‌های پانلی، آگاهی از روش مناسب تخمین می‌باشد. برای این منظور از آزمون F استفاده شده است. در این آزمون با توجه به کوچکتر بودن آماره F محاسبه شده از آماره F جدول، فرضیه H_0 مورد تایید قرار می‌گیرد و در نتیجه می‌توان از روش پنل استفاده نمود.

برای تخمین معادلات با توجه به ویژگی‌های الگو، ابتدا باید مشخص شود که کدام یک از روش‌های اثرات ثابت یا تصادفی مناسب است. برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌کنیم. در این آزمون رد فرضیه H_0 مبنی بر بکارگیری روش اثرات ثابت می‌باشد. سپس برای تایید آزمون هاسمن از آزمون اثرات ثابت استفاده شده است.

H_0 : استفاده از مدل اثرات تصادفی

H_1 : استفاده از مدل اثرات ثابت

نتایج حاصل از آزمون F ($۱.۳۶۴ < ۳.۵۲۴$ ، $۱.۴۳۲ < ۳.۵۲۴$ ، $۲.۱۳۶ < ۳.۵۲۴$ ، $۱.۶۹۸ < ۳.۵۲۴$)، آزمون هاسمن ($۰.۰۰۱ < ۰.۰۵$ ، $۰.۰۰۱ < ۰.۰۵$ ، $۰.۰۰۷ < ۰.۰۵$ ، $۰.۰۰۰ < ۰.۰۵$)، و آزمون اثرات ثابت ($۰.۰۰۹ < ۰.۰۵$) و ($۰.۰۰۰ < ۰.۰۵$) به ترتیب برای فرضیه‌های ۱ تا ۵ در نگاره ۲ ارائه شده است که بیانگر استفاده از روش داده‌های پانلی و اثرات ثابت جهت تخمین مدل‌ها می‌باشد.

نگاره ۲. آزمون F، هاسمن و اثرات ثابت

آزمون اثرات ثابت (prob)	آزمون هاسمن (prob)	آزمون F (آماره F محاسبه شده)	
۰.۰۰۰	۰.۰۰۱	۱.۳۶۴	فرضیه ۱-۱
۰.۰۰۰	۰.۰۰۱	۱.۴۳۲	فرضیه ۲-۱
۰.۰۰۰	۰.۰۰۷	۲.۱۳۶	فرضیه ۳-۱
۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۱.۶۹۸	فرضیه ۴-۱
۰.۰۰۰	۰.۰۰۹	۳.۲۳۳	فرضیه ۵-۱
آماره F جدول (۳.۵۲۴)			

به منظور آزمون فرضیه های مذکور از رگرسیون خطی و مدل زیر استفاده شده است:

$$Q_{it} = B_0 + B_1 V_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل V به نوبت متغیرهای Own_1 (درصد مالکیت سهامدار اصلی)، Own_5 (درصد مالکیت پنج سهامدار اصلی)، $Lown_1$ (متغیر لگاریتمی سهامدار اصلی)، $Lown_5$ (متغیر لگاریتمی دو تا پنج سهامدار اصلی) و HHI (شاخص هرفیندال) را نشان می دهد. OTHER نیز بیانگر متغیرهای کنترل اندازه شرکت، اهرم مالی، ریسک سیستماتیک و ریسک خاص است و ε_{it} جمله ی پسماند است. نتایج تخمین این رگرسیون در نگاره ۳ ارائه شده است.

نگاره ۳. رگرسیون داده‌های پنلی متغیرهای مربوط به تمرکز سهامدار (OWN₁, OWN₅, LOWN₁, LOWN₅, HHI) و ارزش شرکت (Tobin's Q)

	hypotheses 1	hypotheses 2	hypotheses 3	hypotheses 4	hypotheses 5
C	۱.۴۴۷(۰.۰۱۶) [°]	۱.۵۸۷(۰.۰۰۷) [°]	۱.۰۹۲(۰.۰۸۰) [°]	۱.۳۸۰(۰.۰۲۱) [°]	۱.۶۰۳(۰.۰۰۹) [°]
Own1	۰.۲۸۱(۰.۲۲۹) [°]				
Low1		۰.۱۴۰(۰.۱۹۰) [°]			
Own5			۰.۶۸۷(۰.۰۱۷) [°]		
Low5				۰.۲۷۳(۰.۰۱۰) [°]	
HHI					۰.۰۰۰۰۰۲(۰.۹۳۴) [°]
SIZE	-۰.۰۸۹(۰.۴۰۷) [°]	-۰.۰۸۹(۰.۴۰۵) [°]	-۰.۰۸۸(۰.۴۱۲) [°]	-۰.۰۷۶(۰.۴۸۳) [°]	-۰.۰۹۳(۰.۳۹۳) [°]
LEV	-۱.۷۵۵(۰.۰۰۰) [°]	-۱.۷۵۳(۰.۰۰۰) [°]	-۱.۸۱۶(۰.۰۰۰) [°]	-۱.۸۱۱(۰.۰۰۰) [°]	-۱.۷۶۸(۰.۰۰۰) [°]
BETA	۰.۰۰۲(۰.۹۸۷) [°]	۰.۰۰۲(۰.۹۸۸) [°]	-۰.۰۰۹(۰.۹۴۳) [°]	۰.۰۰۴(۰.۹۷۶) [°]	۰.۰۰۶(۰.۹۶۶) [°]
SRISK	۰.۲۴۴(۰.۴۸۶) [°]	۰.۲۴۶(۰.۴۸۳) [°]	۰.۲۸۳(۰.۴۱۷) [°]	۰.۲۹۴(۰.۴۰۴) [°]	۰.۲۲۹(۰.۵۱۴) [°]
R ²	۰.۴۱	۰.۴۱	۰.۴۱	۰.۴۱	۰.۴۰
Adj. R ²	۰.۳۷	۰.۳۹	۰.۳۹	۰.۳۸	۰.۳۸
F-statistic	۲.۵۳۵	۲.۵۴۱	۲.۶۳۲	۲.۵۶۵	۲.۵۰۱
Prob (F-statistic)	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰
LM (statistic)	۲.۳۶	۲.۶۸	۲.۳۵	۲.۶۴	۲.۷۶
Durbin-watson	۲.۱۷	۲.۱۷	۲.۰۶	۲.۱۳	۲.۱۸
Jarque-Bera	۳.۹۷۴	۴.۰۸۴	۰.۸۴۸	۱.۰۹۰	۳.۹۰۹
probability	۰.۱۳۷	۰.۱۲۹	۰.۶۵۴	۰.۵۸۰	۰.۱۴۱
تائید (د)	د	د	تائید	تائید	د

D.W: آزمون دوربین واتسون که احتمال آماره آن باید بین ۱.۵ تا ۲.۵ باشد، LM: مقدار آماره ضریب لاگراژ الگو می‌باشد که مقدار آن باید از مقدار آماره کای دو جدول (۳۸۴) کمتر باشد، Jarque-Bera: آزمون بررسی نرمال بودن جملات خطا که احتمال آماره آن باید بیشتر از ۰.۰۵ باشد (prob > 0.05) * اعداد داخل پرانتز آماره t-statistic متغیرها در جدول رگرسیون می‌باشد.

آماره F در نگاره ۳، نشان دهنده معناداری کلی مدل‌های رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. در فرضیه‌های ۱، ۲ و ۵ با توجه به بالا بودن R²، ضریب و آماره t متغیر تمرکز مالکیت سهامدار اصلی، متغیر لگاریتمی سهامدار اصلی و شاخص هرفیندال اگرچه حاکی از یک ارتباط مثبت بین تمرکز این متغیرها با ارزش شرکت بوده اما معنادار نیست.

در فرضیه ۳، با توجه به R² مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۴۱ درصد از تغییرات در ارزش شرکت توسط متغیرهای تمرکز مالکیت پنج سهامدار اصلی و اهرم مالی توضیح داده می‌شود. مطابق با پیش‌بینی، ضریب و آماره t متغیر تمرکز مالکیت پنج سهامدار اصلی از وجود یک رابطه مستقیم و معنادار بین سطح تمرکز مالکیت پنج سهامدار اصلی و ارزش شرکت در سطح اطمینان ۹۵

درصد خبر می‌دهد. همچنین در رابطه با $LOWN_5$ (فرضیه ۴) نتایج نشان دهنده‌ی یک ارتباط مثبت و معنادار از لحاظ آماری می‌باشند.

با تمرکز روی متغیرهای کنترل در کلیه مدل‌های نگاره ۳، متغیر اهرم مالی (LEV) و اندازه‌ی شرکت (SIZE) مطابق پیش‌بینی یک تاثیر منفی بر Tobin's Q دارند. بنابراین، شرکت‌های دارای LEV کمتر و با اندازه کوچکتر، دارای ارزش بیشتری هستند.

نتایج آزمون فرضیه دوم:

فرضیه دوم: نوع مالکیت بر ارزش شرکت‌ها تاثیر دارد.

با توجه به این که در این پژوهش مالکیت به ۳ طبقه شامل مالکیت دولتی، نهادی و انفرادی تقسیم شده، فرضیه دوم را می‌توان به ۳ فرضیه مجزا به شرح زیر تقسیم نمود:

فرضیه ۱-۲: مالکیت دولتی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۲-۲: مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۳-۲: مالکیت انفرادی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون F ($۲.۹۲۱ < ۳.۵۲۴$ ، $۲.۵۳۸ < ۳.۵۲۴$ ، $۳.۰۱۵ < ۳.۵۲۴$)، آزمون هاسمن ($۰.۰۰۶ < ۰.۰۵$ ، $۰.۰۰۱ < ۰.۰۵$ ، $۰.۰۰۲ < ۰.۰۵$) و آزمون اثرات ثابت ($۰.۰۰۰ < ۰.۰۵$) به ترتیب برای فرضیه‌های ۱ تا ۳ در نگاره ۴ ارائه شده است که بیانگر استفاده از روش داده‌های پنلی و اثرات ثابت جهت تخمین مدل‌ها می‌باشد.

نگاره ۴. آزمون F، هاسمن و اثرات ثابت

آزمون اثرات ثابت (prob)	آزمون هاسمن (prob)	آزمون F (آماره F محاسبه شده)	
۰.۰۰۰	۰.۰۰۶	۲.۹۲۱	فرضیه ۱-۲
۰.۰۰۰	۰.۰۰۱	۲.۵۳۸	فرضیه ۲-۲
۰.۰۰۰	۰.۰۰۲	۳.۰۱۵	فرضیه ۳-۲

آماره F جدول (۳.۵۲۴)

به منظور آزمون فرضیه‌های مذکور از رگرسیون خطی و مدل‌های زیر استفاده شده است:

مدل اول: متغیر مستقل یک مورد مجازی است که وقتی سرمایه‌گذار اصلی دولت (GOV)

است، مقدار یک دارد و در غیر این صورت صفر.

$$(1) Q_{it} = B_0 + B_1 GOV_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \varepsilon_{it}$$

مدل دوم: متغیر مستقل یک مورد مجازی است که وقتی سرمایه‌گذار اصلی یک شخص

نهادهی (INS) است، مقدار یک دارد و در غیر این صورت صفر.

$$(2) Q_{it} = B_0 + B_1 INS_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \varepsilon_{it}$$

مدل سوم: متغیر مستقل یک مورد مجازی است که وقتی سرمایه‌گذار اصلی یک فرد

حقیقی (IND) است، مقدار یک دارد و در غیر این صورت صفر.

$$(3) Q_{it} = B_0 + B_1 IND_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \varepsilon_{it}$$

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های مذکور در نگاره ۵ ارائه شده است.

نگاره ۵. رگرسیون داده‌های پنلی مربوط به نوع مالکیت (GOV, INS, IND) و ارزش شرکت (Tobin's Q)

	Model 1	Model2	Model3
C	۱.۷۵۱(۰.۰۰۴)*	۲.۸۵۵(۰.۰۰۰)*	۳.۴۴۲(۰.۰۰۰)*
GOV	-۰.۱۰۶(۰.۲۹۴)*		
INS		۱.۷۵۰(۰.۰۱۱)*	
IND			۰.۲۹۷(۰.۰۰۳)*
SIZE	-۰.۱۱۱(۰.۳۰۹)*	-۰.۰۹۶(۰.۲۹۲)*	-۰.۱۸۰(۰.۰۵۶)*
LEV	-۱.۷۵۳(۰.۰۰۰)*	-۱.۵۱۰(۰.۰۰۰)*	-۱.۴۸۱(۰.۰۰۰)*
BETA	۰.۰۱۳(۰.۹۲۵)*	-۰.۰۸۱(۰.۴۸۱)*	-۰.۰۹۳(۰.۴۱۱)*
SRISK	۰.۲۴۰(۰.۴۹۵)*	۰.۲۷۴(۰.۳۴۷)*	۰.۳۲۲(۰.۲۶۲)*
R ²	۰.۴۱	۰.۴۲	۰.۴۴
Adj. R ²	۰.۳۶	۰.۳۹	۰.۳۸
F-statistic	۲.۵۲۷	۲.۶۷۵	۲.۸۶۷
Prob(f-statistic)	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰
LM(statistic)	۲.۳۷	۲.۳۴	۲.۹۵
Durbin-watson	۲.۱۹	۱.۹۸	۲.۲۲
Jarque-Bera	۵.۲۴۲	۵.۳۷۶	۱.۰۴۸
Probability	۰.۰۷۲	۰.۰۶۸	۰.۵۹۲
تأیید (د)	د	تأیید	تأیید

D.W: آزمون دوربین واتسون که احتمال آماره آن باید بین ۱.۵ تا ۲.۵ باشد، LM: مقدار آماره ضریب لاگرانژ الگو می‌باشد که مقدار آن باید از مقدار آماره کای دو جدول (۳۸۴) کمتر باشد، Jarque-Bera: آزمون بررسی نرمال بودن جملات خطا که احتمال آماره آن باید بیشتر از ۰.۰۵ باشد (prob > 0.05). * اعداد داخل پرانتز آماره t-statistic متغیرها در جدول رگرسیون می‌باشد.

آماره F در نگاره ۵، نشان دهنده معناداری کلی مدل‌های رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. در مدل ۱ با توجه به بالا بودن R^2 ، مقدار احتمال (۰.۲۹۴) و ضریب متغیر مالکیت دولتی (۰.۱۰۶-) اگرچه حاکی از یک ارتباط منفی بین این متغیر با ارزش شرکت بوده ولی معنادار نیست. در مدل ۲ با توجه به بالا بودن R^2 ، مقدار احتمال (۰.۰۱۱) و ضریب متغیر مالکیت نهادی (۱.۷۵۰) ارتباط بین مالکیت نهادی با ارزش شرکت مثبت و معنادار است. این امر می‌تواند بیانگر آن باشد که مالکیت نهادی پرتفوی خود را به صورت فعال مدیریت کرده و مدیران را به اخذ تصمیمات بهینه ترغیب می‌کنند. به عبارت دیگر، وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمالاً سبب بهبود عملکرد و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می‌شود. در مدل ۳ با توجه به بالا بودن R^2 ، مقدار احتمال (۰.۰۰۳) و ضریب متغیر مالکیت انفرادی (۰.۲۹۷) ارتباط بین مالکیت انفرادی با ارزش شرکت مثبت و معنادار است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

این پژوهش تاثیرگذاری ساختار مالکیتی به عنوان یک مکانیسم درونی کنترل شرکت در بازار سرمایه‌ی ایران را ارزیابی کرده است. این بررسی شواهد جدیدی را در مورد تاثیر تمرکز مالکیت سرمایه‌گذاران و اثرات مربوط به ویژگی سهامداران اصلی بر ارزش شرکت مشخص می‌سازد. در بررسی کلی این نتیجه به دست آمد که تمرکز سهامدار اصلی و متغیر لگاریتمی آن و شاخص هرفیندال تاثیر معنی‌داری بر ارزش شرکت ندارد و این ارتباط در مورد تمرکز پنج سهامدار اصلی و متغیر لگاریتمی آن مثبت و معنی‌دار می‌باشد. این نتایج با یافته‌های مینگازوا و یوگدو (۲۰۰۷)، حساس یگانه و همکارانش (۱۳۸۷)، مشکی و همکارانش (۱۳۸۸) و... مطابقت دارد. این در حالی است که با نتایج دمستر و ویلالونگا (۲۰۰۱) و آرسوا و همکاران (۲۰۱۰) مطابقت ندارد. از سوی دیگر یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت دولتی تاثیری بر ارزش شرکت ندارد. این در حالی است که مالکیت نهادی و انفرادی تاثیر مثبت و معنی‌داری بر ارزش شرکت دارد. این نتایج با یافته‌های نویسی و نایکر (۲۰۰۶)، رویز مالارکیو و سانتانا مارتین (۲۰۱۱)، حساس یگانه و همکارانش (۱۳۸۷)، نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) و مشکی و همکارانش (۱۳۸۸) مطابق، و برخلاف یافته‌های گان‌سکریچ و همکارانش (۲۰۰۷)، کینگ و همکارش (۲۰۰۸) و مظلومی (۱۳۸۲) می‌باشد.

با توجه به یافته‌های این پژوهش می‌توان موضوعات زیر را برای پژوهش‌های آتی ارائه نمود:

- تفکیک نقش و اثر مالکیت موسسات مالی (بانک‌ها و شرکت‌های بیمه و...)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های غیرمالی در ارزش و عملکرد شرکت‌ها.

- بررسی تاثیر سرمایه گذاران عمده بر ارزش شرکت ها.
- بررسی اثر عواملی نظیر نوع مالکیت بر میزان تمرکز یا پراکندگی مالکیت.
- بررسی تاثیر سرمایه گذاران خارجی در ساختار مالکیت شرکت ها بر ارزش شرکت ها.

پی نوشت ها:

1. Berle & Means
2. Coase
3. Agency Problem
4. Ownership Concentration
5. Ownership Structure
6. Cobbin & Leech
7. Short
8. Demsetz
9. Shleifer & Vishny
10. Demsetz & Villalonga
11. Navissi & Naiker
12. Minguez-Vera & Ugedo
13. Gunasekarage
14. King
15. Arosa
16. Ruiz-Mallorqui & Santana-Martin
17. <http://www.rdis.ir>
18. <http://www.sena.ir>
19. Panel Data
20. Criteria Filtering Technique

۲۱. حاصل شاخص Herfindahl-Hirschman که بین ۰ و ۱ بوده، هر چقدر به ۱ نزدیک باشد بیانگر تمرکز و در مقابل هر چه به ۰ نزدیک باشد نشان دهنده عدم تمرکز خواهد بود.

22. Demsetz & Lehn
23. Thomsen
24. Morck
25. McConnell & Servaes
26. Specific Risk
27. Jarque-Bera
28. Levin, Lin & Chu
29. Breitung
30. Im, Pesaran & Shin
31. Fisher- Augmented Dickey-Fuller Test (Fisher-ADF)
32. Fisher- Phillips- Perron (Fisher-PP)
33. Hausman
34. Durbin-Watson

فهرست منابع:

۱. حساس یگانه، یحیی، محمد مرادی و هدی اسکندر. (۱۳۸۷). «بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، انتشارات دانشگاه تهران، شماره ۵۲، ص ۱۰۷-۱۲۲.
۲. مظلومی، نادر. (۱۳۸۲). «رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی تهران.
۳. مشکئی، مهدی، شاپور محمدی و حسن قالیباف‌اصل. (۱۳۸۸). «بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه تحقیقات مالی، انتشارات دانشگاه تهران، شماره ۲۸، ص ۶۹-۸۸.
۴. نمازی، محمد و احسان کرمانی. (۱۳۸۷). «تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، انتشارات دانشگاه تهران، شماره ۵۳، ص ۸۳-۱۰۰.
5. Arosa, B., T. Iturralde, & A. Maseda. (2010). «Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain», *Journal of Family Business Strategy*, Vol.1, pp: 88-96.
6. Berle, A. A., & G.C. Means. (1932). «The modern corporation and private property. New York: Macmillan».
7. Boubakri, B., J.C. Cosset, & O. Guedhami. (2005). «Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection», *Journal of Financial Economics*, vol. 76, PP: 369-399.
8. Coase, R. H. (1937). «The nature of the firm», *Economical NS*, Vol. 4, PP: 386-405.
9. Cobbin, J., & D. Leech. (1983). «The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies: Theory and measurement», *Economic Journal*, Vol.93, PP: 351-369.
10. Demstet, H. (1983). «The Structure of Ownership and the Theory of the Firm», *Journal Of Law and Economics*, Vol. 26, PP: 375-390.
11. Demstet, H., & K. Iehn. (1985). «The Structure of corporate ownership: Causes and consequences», *Journal of Political Economy*, Vol. 93, PP: 1155-1177.
12. Demsetz, H., & B. Villalonga. (2001). «Ownership structure and corporate performance», *Journal of Corporate Finance*, Vol.7, pp: 209-233.
13. Fama, E. F., & M. C. Jensen. (1983). «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics*, Vol.26, PP: 301-325.

14. King, M., & E. Santor. (2008). «Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms», *Journal of Banking and finance*, Vol.32, pp: 2423-2432.
15. Gunasekarage, A., K. Hess, & A. Hu. (2007). «The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies», *Research in international business and finance*, Vol. 21, PP: 379-395.
16. LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, & A. Shleifer. (1999). «Corporate ownership around the world», *Journal of Finance*, Vol.54, PP: 471-517.
17. McConnell, J., & H. Servaes. (1990). «Additional evidence on equity ownership and corporate value», *Journal of Financial Economics*, vol. 26, PP: 595-612.
18. Minguez-Vera, A., & J. F. Martin- Ugedo. (2007). «Does Ownership Structure Affect Value? A Panel Data Analysis for the Spanish Market», *Journal International Review of Financial Analysis*, Vol. 16, PP: 81-98.
19. Morck, R., A. Shleifer, & R. W. Vishny. (1988). «Management Ownership and Market Valuation An Empirical Analysis», *Journal of Financial Economics*, vol. 20, PP: 293-315.
20. Navissi, F., & V. Naiker. (2006). «Institutional ownership and corporate Value», *Managerial Finance*, vol. 32, No.3, PP: 247-256.
21. Ruiz-Mallorqui, M. V., & D. J. Santana-Martin. (2011). «Dominant institutional owners and firm value», *Journal of Banking & Finance*, vol. 35, PP: 118-129.
22. Shleifer, A., & R. Vishny. (1986). «Large Shareholders and Corporate Control», *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp: 461-488.
23. Short, H. (1994). «ownership, control, financial structure and the performance of firms», *Journal of Economic Surveys*, Vol. 8, PP: 203-249
24. Thomsen, S., & T. Pedersen. (2003). «Ownership structure and value of the largest European firms: The Importance of owner Identity», *Journal of Management and Governance*, Vol. 7, PP: 27-55.