

تحلیل تأثیر حضور سهامدار بزرگ بر تمایل بنگاه به واگذاری بلوکی سهام جهت تأمین مالی به روش همسان سازی نمره گرایش (مورد مطالعه: شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)

حسین رضایی دولت آبادی^۱

راضیه صادق فلاح^۲

تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۰/۱

تاریخ دریافت: ۹۴/۸/۴

چکیده

زمانی که مالکان یک شرکت سهامی بر واگذاری سهام شرکت در بورس توافق می‌کنند، آنها تصمیم به اصلاح، تغییر و به احتمال زیاد پراکنده‌تر کردن ساختار مالکیت بنگاه خود گرفته‌اند و حضور یک سهامدار بزرگ به عمل واگذاری کمک می‌کند. در این پژوهش تأثیر حضور سهامدار بزرگ بر گرایش بنگاه به واگذاری بلوکی سهام، بر اساس رویکردی نوین مورد بررسی قرار گرفته است. برای این منظور ابتدا نمره گرایش به واگذاری نمونه‌ای متشکل از ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۰ ساله (۱۳۸۲-۱۳۹۱) محاسبه می‌شود و با استخراج نمونه به دست آمده تأثیر حضور سهامدار بزرگ و میزان گرایش به واگذاری برآورد می‌شود. نمره گرایش حاصل شده در واقع تمایل شرکتها به انجام واگذاری و احتمال تحقق آن را در آینده محاسبه می‌کند. نتایج حاصله گویای عدم معناداری تأثیر بزرگترین سهامدار بر تصمیمات واگذاری است و در مقابل حضور دومین سهامدار بزرگ بر گرایش بنگاه به واگذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد.

واژه‌های کلیدی: واگذاری، بلوک دارندگان سهام، همسان سازی نمره گرایش.

۱- استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه اصفهان

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی - مالی دانشگاه اصفهان (نویسنده مسئول) rraazziieehh@yahoo.com

۱- مقدمه

تمرکز مالکیت به دلیل کمک به حل مشکلات سواری رایگان در شرکت‌ها سودمند است، زیرا با وجود پراکندگی مالکیت بعید است که سهامداران اقلیت قادر به غلبه بر این مشکل باشند. برخی مطالعات نشان می‌دهند که حضور یک سهامدار بزرگ با نظارت بهتر بر تصمیمات مدیریت در ارتباط است و با فرض تمایل مدیران به انجام واگذاری^۱، حضور سهامدار بزرگ می‌تواند بر افزایش واگذاری در شرکت‌ها مؤثر باشد. از طرف دیگر، عدم تمرکز در شرکت انگیزه‌ای برای استخراج منافع شخصی توسط سهامداران کنترل به زیان سهامداران اقلیت است. شواهد روزافزونی وجود دارد که بیانگر ارزش پایین شرکت و افزایش هزینه سرمایه در این شرایط است و این به معنای کاهش فعالیت‌های واگذاری در شرکت می‌باشد. بنابراین، تعادل قدرت میان بلوک‌دارندگان سهام^۲ به معنای حاکمیت بهتر در شرکت است. تحقیقات اخیر نشان می‌دهد که حضور چندین بلوک‌دارنده منجر به افزایش ارزش شرکت می‌گردد، زیرا از استخراج منافع شخصی جلوگیری می‌کند و هر گونه تغییر در تصمیمات شرکت را به نفع بزرگترین سهامدار محدود می‌کند. ساختار راهبری شرکت علاوه بر حضور بزرگترین سهامدار، از حضور و توانایی نسبی سایر سهامداران بزرگ (بلوک‌دارندگان سهام) که می‌تواند پیامدهای مهمی در جهت تصمیمات واگذاری داشته باشد، منتج می‌شود. همانطور که بیان شد حضور آنها به کاهش تحریف در تصمیمات واگذاری توسط بزرگترین سهامدار، کمک می‌کند. در نتیجه، شرکت به احتمال زیاد علیرغم تمایل بزرگترین سهامدار، اقدام به واگذاری می‌کند. در پژوهش حاضر سعی خواهد

شد به تحلیل تأثیر حضور سهامدار بزرگ بر تصمیمات واگذاری در بنگاه پرداخته شود.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- ساختار مالکیت در بنگاه

با توجه به بررسی‌ها و مشاهدات انجام شده توسط نظریه پردازان، توزیع سرمایه در میان تعدادی از سهامداران در شرکت‌های بزرگ به مدیران اجازه می‌دهد آزادی بیشتری در استفاده از منابع شرکت داشته باشند. این تکه‌تکه شدن مالکیت در شرکت‌ها به تعارض منافع یا تعارض نمایندگی بین مدیران و سهامداران بر سر توزیع و تخصیص منابع شرکت منجر می‌شود. مشکل اساسی در عدم تقارن اطلاعاتی که بین مدیران و مالکان نهفته است وجود دارد که باعث ایجاد مشکل خطر اخلاقی می‌شود و سهامداران نمی‌توانند خوب بودن عملکرد را بررسی کنند. بنابراین زمانی که مدیران بخش قابل توجهی از سهام شرکت را دارا می‌باشند، قدرت و نفوذ کافی برای دنبال کردن منافع خود به ضرر منافع سهامداران دارند و از طرف دیگر زمانی که سهامداران بخش قابل توجهی را بلوکه می‌کنند علاقه زیادی برای نظارت بر عملکرد مدیریت دارند (آکرفریل و آکادفروچس^۳، ۲۰۱۳).

مطابق با نظر جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) تمایل مدیران به تخصیص منابع شرکت به سمت اهداف شخصی خودشان است و این به معنای بروز مشکلات نمایندگی است (رحمان و همکاران^۴، ۲۰۱۳)؛ اما برخی سهامداران عمده به طور بالقوه این مشکلات را حل می‌کنند. آنها می‌توانند مزایای بزرگ را برای خودشان و سایر سهامداران، از طریق آگاه شدن و امکان پذیری نفوذ بر نتایج شرکت به

آن‌ها به شکل اثر بخشی شرکت را با نگهداری بخشی از سهام کنترل می‌کنند، اما سهامداران بزرگ تنها، تا حدی از نتایج تصمیمات شرکت را درونی می‌سازند. این نشان می‌دهد که آن‌ها برای منحرف کردن منابع شرکت به سمت منافع شخصی خودشان انگیزه دارند، در حالی که آن‌ها تنها کسری از هزینه‌ها را پرداخت می‌کنند. با توجه به ملاحظات، به نظر می‌رسد که حضور سهامداران بزرگ برای سهامداران جزء (به علت استخراج منافع شخصی) در مقایسه با اینکه می‌تواند به علت نظارت بیشتر بر تصمیمات مدیریت برای آن‌ها مفید باشد، بیشتر مضر است.

۲-۲- واگذاری

مطالعات بسیاری معتقدند که واگذاری یک سود واقعی در فروش، با از بین بردن سودمندی منفی یا کاهش ناکارایی‌های بازار ایجاد می‌کند. اگرچه مطالعات کم‌تری بر منبع سود خریداران دارایی‌های واگذار شده متمرکز است، اما آن‌ها نشان می‌دهند که هم‌افزایی سودها از ترکیب دارایی‌های واگذار شده با عملیات موجود ایجاد شده است. برای مثال پتوی (۱۹۸۷) و جان وافک (۱۹۹۵) نشان دادند که بازده خریداران از دارایی‌های واگذار شده بیشتر از وقتی است که دارایی‌ها تنها در روند عملیات شرکت به کار گرفته شوند (هانسون و سانگ^۶، ۱۹۹۷). با توجه به نظریات و طبق مطالعات انجام شده و واگذاری، به دو شکل انجام می‌گیرد: شکل اول، فروشنده (شرکت و واگذار شده) نوعی تجدید سازمان انجام می‌دهد که در آن شرکت اصلی قسمتی از دارایی‌های خود را به یک شرکت سهامی تازه تأسیس شده انتقال می‌دهد و در عوض تمامی سهام این شرکت تازه تأسیس شده را دریافت می‌کند و آن

دست آورند؛ زیرا آن‌ها یک بلوک از حق رأی را در دست دارند. در سال‌های اخیر مطالعات تجربی تأکید کرده‌اند که ورود سهامداران بزرگ جدید باعث افزایش قابل توجه قیمت سهام در شرکت‌ها شده است (لیم و همکاران^۵، ۲۰۱۴). باید در نظر داشت در شرکت‌هایی که چند سهامدار عمده وجود دارد این سهامداران عمده با یکدیگر تعامل کرده و دارای اثر متقابل بر یکدیگر هستند. بنابراین تنها یک سهامدار عمده که شرکت را کنترل کند وجود ندارد و یک ائتلاف کنترل شکل می‌گیرد. ضمن اینکه سایر سهامداران عمده، انگیزه لازم برای نظارت بر سهامدار اصلی را دارند که این امر سبب کاهش انحراف در سود شرکت و افزایش ارزش شرکت می‌شود. به عبارت دیگر در صورتی که سهامدار اصلی، کنترل شرکت را در دست نداشته باشد نیازمند ائتلاف با سایر سهامداران مرجع یا با تعدادی از سهامداران اقلیت می‌شود که این نوع کنترل، اختیار سهامدار عمده را تعدیل کرده و امکان کسب منافع شخصی را کاهش می‌دهد. مطالعات لوپز و همکاران (۲۰۰۷) نشان می‌دهد که وجود یک سهامدار عمده دیگر (دومین سهامدار عمده) نیز می‌تواند به عنوان یک عامل تعدیل‌کننده اثر بخش در نظارت بر سهامدار اصلی عمل کنند. از یک سو وجود یک سهامدار مرجع دیگر ممکن است سبب ایجاد تضاد منافع میان سهامداران عمده و در نتیجه کاهش عملکرد شرکت شود. همچنین سهامدار عمده (دومین سهامدار) به علت دارا بودن منافع بالا می‌تواند کسب منافع شخصی توسط سهامدار اصلی را کنترل کند (روان مهر، ۱۳۹۰). با این وجود، سهامداران بزرگ احتمالاً می‌توانند از قدرت خود به منظور استخراج منافع شخصی، از طریق کنترل هزینه‌های سهامداران اقلیت، استفاده کنند. از آنجا که

توجه خود، انگیزه دارند که بر مدیریت تا آنجایی که می‌توانند، بر خلاف سهامداران پراکنده جزء هزینه‌های نظارت را بازیابی کنند، نظارت داشته باشند. این نظارت اطمینان می‌دهد که تصمیمات مدیریت بهتر اتخاذ می‌شود. حتی، سهامداران بزرگ می‌توانند از سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیریت جلوگیری کنند و اگر دارایی‌های شرکت به طور مؤثر مورد استفاده قرار نگیرد، اظهار نارضایتی کنند. این مباحث معتقد است که سهامداران بزرگ با واگذاری بیشتر در ارتباط هستند و باید در نظر داشت که این ارتباط به معنای ایجاد مسائل نمایندگی می‌باشد (رحمانی و همکاران، ۲۰۱۳).

دیدگاه‌های دیگری معتقدند، مالکیت سهام توسط مدیران شرکت واگذار شده، سود سهامداران از واگذاری را از چندین راه تحت تأثیر قرار خواهد داد: اول، سطوح بالاتر مالکیت، مدیران را مجبور می‌کند که هزینه‌های مرتبط با هم‌افزایی منفی را متحمل شوند؛ بنابراین مشوق‌هایی را برای فروش دارایی‌هایی که ارزش شرکت را کاهش و عملیات پس از آن را بهبود می‌دهد، ارائه می‌کند. دوم، سطوح پایین مالکیت برای مدیران به منظور انحراف از استراتژی حداکثر سازی ارزش، شاید با کسب دارایی‌های غیرمرتبط یا دارایی‌هایی که ارزش بیشتری دارند برای مدیران نسبت به سهامداران، کم‌هزینه‌تر باشد. نهایتاً، مالکیت به مدیران انگیزه می‌دهد زمانی که آن‌ها بر سر قیمت مذاکره می‌کنند، چانه‌زنی بهتری داشته باشند. بنابراین انتظار می‌رود یک رابطه مثبت بین هم‌افزایی شرکت واگذار شده و مالکیت سهام توسط مدیران وجود داشته باشد (هانسون و سانگ، ۱۹۹۷). با توجه به نقش واگذاری به عنوان راهی برای افزایش نقدینگی شرکت و توانایی شرکت برای پرداخت بدهی‌ها و همچنین افزایش قیمت سهام

را به عنوان سود سهام غیر نقدی بین سهامداران خود توزیع می‌نماید که به اصطلاح به آن چرخش سهام^۷ گفته می‌شود. در شکل دوم، واگذاری یعنی شرکت دارایی خود را به شرکت دیگری می‌فروشد و دارایی در شرکت خریدار باقی می‌ماند. در این نوع واگذاری در واقع فروشنده از جریان نقد مرتبط با دارایی در مقابل جریان نقدی که از خریدار دریافت می‌کند صرفه نظر می‌کند. اگر ارزش خالص فعلی این مبادله برای فروشنده مثبت باشد، موجب افزایش ثروت سهامداران می‌شود و اگر منفی باشد، ثروت سهامداران کاهش می‌یابد؛ از طرف دیگر اگر ارزش جریان نقد دریافت شده برابر با ارزش دارایی باشد، هیچ تغییری در ثروت سهامداران ایجاد نمی‌شود و در این صورت گفته می‌شود که واگذاری برای فروشنده هیچ ارزش اقتصادی ندارد و اگر واگذاری ارزش اقتصادی داشته باشد، پس اعلام آن اطلاعات قابل توجهی را به بازار مالی اعلام می‌کند. در نتیجه باید یک حرکت قابل توجهی در قیمت سهام شرکت فروشنده در زمان اعلام واگذاری مشاهده شود (هانسون و سانگ، ۱۹۹۷).

۲-۳- ارتباط بین حضور سهامداران و فعالیت‌های واگذاری

بر خلاف دیدگاه ترویج شده مطالعات اخیر، مالکیت شرکت‌ها به طور کلی در دست تعداد اندکی از بلوک‌دارندگان سهام متمرکز است. نتایج این مطالعات به شکل بالقوه معنی‌دار هستند، زیرا بلوک‌دارندگان سهام برای تحت تأثیر قرار دادن تصمیمات شرکت دارای قدرت می‌باشند. یک دیدگاه این است که سهامداران بزرگ حاکمیت بهتر را ترویج می‌کنند. آن‌ها به دلیل درصد مالکیت قابل

نام و سال پژوهش	جامعه آماری	متغیرهای تحت بررسی
سیچرمن و پتوی (۱۹۹۲)	آمریکا	اثر ثروت برای خریداران و فروشندگان در دارایی های مشابه واگذار شده
هانسون و سانگ (۱۹۹۷)	آمریکا	مالکیت مدیریتی، ساختار هیئت مدیره و تقسیم سود در واگذاری
تامپسون و همکاران (۲۰۰۰)	انگلیس	علت واگذاری شرکت ها
سیس و همکاران (۲۰۰۶)	نیویورک	مالکیت نهادی و بازده سهام
هیلیر و همکاران (۲۰۰۹)	انگلیس	فروش دارایی و استراتژی شرکت با بررسی شرکت های واگذار شده
هاردا و گوین (۲۰۱۱)	ژاپن	تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود
چن و همکاران (۲۰۱۳)	چین	سیاست تقسیم سود نقدی، هرم شرکت و ساختار مالکیت
رحمان و همکاران (۲۰۱۳)	استرالیا	ساختار مالکیت و تصمیمات واگذاری
لی و کو (۲۰۱۴)	تایوان	ساختار مالکیت، مالیات شرکت و ساختار سرمایه

شرکت و بالا رفتن حجم معاملات، این مسأله مطرح است که سهامداران چه تأثیری بر این تصمیم در بنگاه ها خواهند داشت. به این منظور در پژوهش حاضر سعی شده است تا با محاسبه نمره گرایش شرکت ها به واگذاری و روش همسان سازی و استفاده از متغیرهای مالی در مدل رحمانی و همکاران (۲۰۱۳)، این مسأله مورد بررسی قرار گیرد.

۲-۴- پیشینه تجربی

در برخی از پژوهش های داخلی به طور کلی به ارتباط بین ساختار مالکیت و عملکرد پرداخته شده است؛ ولی عملکرد شرکت در برگزیده مکانیسم ها و سیاست های وسیعی می باشد و می توان هر کدام از این سیاست ها را به صورت مستقل در پژوهش ها مورد ارزیابی قرار داد. یکی از این سیاست ها، سیاست واگذاری بلوکی سهام می باشد. در ادامه به برخی از پژوهش های داخلی و سپس خارجی اشاره می شود. جدول (۱) فهرستی از مطالعات داخلی و خارجی انجام شده را ارائه می کند.

جدول (۱): مطالعات تجربی در زمینه موضوع پژوهش

نام و سال پژوهش	جامعه آماری	متغیرهای تحت بررسی
احمدپور و منتظری (۱۳۹۰)	ایران	نوع مدیریت سود، تأثیر اندازه شرکت، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی
رضائی و همکاران (۱۳۹۰)	ایران	ساختار مالکیت، سیاست تقسیم سود شرکت ها
ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹)	ایران	پراکنندگی مالکیت و نقد شوندگی سهام
رحمانی و همکاران (۱۳۸۹)	ایران	مالکیت نهادی و نقد شوندگی
حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۸)	ایران	کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ها

بررسی پیشینه تجربی نشان داد که هر کدام از مطالعات به حوزه خاصی از عملکرد شرکت ها پرداخته اند. لذا در پژوهش حاضر از مدل بررسی شده توسط رحمان و همکاران (۲۰۱۳)، و افزودن متغیرهایی دیگری با بررسی سایر مطالعات به تحلیل موضوع تحت بررسی پرداخته می شود.

۲-۴- فرضیه های پژوهش

با توجه به پیشینه و مسأله پژوهش، فرضیه ها به شرح زیر تدوین شد:

۱) درصد مالکیت بزرگترین سهامدار بر کاهش واگذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

۲) درصد مالکیت دومین سهامدار بزرگ بر افزایش واگذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش، داده‌های پژوهش برای دوره زمانی ۱۳۸۲-۱۳۹۱ از وب‌سایت‌های اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار شامل سایت شرکت مدیریت فناوری بورس تهران، بورس اوراق بهادار تهران و کدال گردآوری و همچنین از نرم‌افزار ره‌آوردنوین استفاده شد. با توجه به دسترسی به کل جامعه نیازی به نمونه‌گیری نیست؛ لذا، در این پژوهش برای انتخاب نمونه از روش حذف نظام‌مند استفاده می‌شود و به منظور انتخاب نمونه آماری، شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های زیر بوده‌اند به عنوان نمونه آماری انتخاب و بقیه حذف شدند که تعداد شرکت‌های مورد بررسی به ۱۰۲ (تعداد-سال ۱۰۲۰) شرکت رسید.

الف - دوره مالی شرکت‌های نمونه منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

ب- در دوره مورد بررسی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

ج- جزء شرکت‌های مالی (بیمه، بانک و شرکت‌های سرمایه‌گذاری) نباشند.

د- اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس باشد.

روش‌های مرسوم که معمولاً برای کنترل متغیرهای مخدوشگر به کار گرفته می‌شود شامل، همسان‌سازی، طبقه‌بندی و مدل‌های رگرسیونی همگی این

محدودیت را دارا است، که بر روی تعداد محدودی از متغیرهای کمکی می‌تواند کنترل انجام دهند؛ بنابراین اگر چه یافتن ایده نمونه‌های همسان ساده به نظر می‌رسد، ولی اغلب یافتن نمونه‌هایی که روی همه متغیرهای مخدوشگر مهم، مشابه باشند کار مشکلی است. در نتیجه، از روش همسان‌سازی بر اساس نمره گرایش استفاده می‌شود. نمره گرایش برای هر عامل به صورت احتمال شرطی دریافت اقدام مورد نظر (واگذاری) به شرط مشخص بودن عوامل پیش‌نیاز برای آن عامل تعریف می‌شود؛ یعنی می‌توان نوشت $[e(x_i) = \text{pr}(Z_i=1 | X_i=x_i)]$ که برای عامل (بنگاه) نام، اگر به گروه مداخله تعلق داشته باشد؛ $Z_i=1$ و در صورتی که در گروه شاهد قرار داشته باشد، $Z_i=0$ خواهد بود. نمره گرایش در عمل مجهول است که معمول‌ترین روش برای برآورد آن استفاده از مدل رگرسیون لاجیت می‌باشد. در این مدل متغیر وابسته همان عضویت در گروه مشاهده (واگذاری) $= 1$ و واگذار نشده $= 0$ و متغیرهای مستقل همان عواملی هستند که می‌خواهیم توزیع آنها در دو گروه مورد مطالعه مشابه باشد (جانانی و همکاران، ۱۳۸۹).

آزمون LR

به منظور استفاده از آماره LR به این ترتیب عمل می‌شود که اگر آماره محاسباتی بزرگتر از آماره بحرانی باشد (سطح معناداری ۱۰ درصد)، فرضیه H_0 مبنی بر صفر بودن تمام ضرایب رد می‌شود و مدل رگرسیون در کل معنادار است (اولادحسین، ۱۳۸۹).

آزمون Log likelihood

در مدل رگرسیون لاجیت، R^2 از پایایی و اعتبار لازم برخوردار نیست، به همین دلیل این معیار ارائه نشده است و به جای آن از آماره Log Likelihood به

در این مرحله با توجه به نمونه‌های مشخص شده در معادله (۲)، برای آزمون فرضیه‌ها معادلات (۳) و (۴) و (۵) ارائه و مورد بررسی قرار گرفت. معادله (۳) آزمون تأثیر درصد مالکیت بزرگترین سهامدار:

$$Divest = \beta_0 + \beta_1 Size + \beta_2 Lev + \beta_3 ROA + \beta_4 MS + \beta_5 Lsh1 + \varepsilon$$

با توجه به معادله (۴)، تأثیر بزرگترین سهامدار توسط میزان مالکیت وی اندازه‌گیری می‌شود. درصد بالاتر میزان مالکیت وی به معنای کنترل قوی‌تر او در شرکت است. در نتیجه انتظار می‌رود مالکیت بیشتر توسط بزرگترین سهامدار با تمایل کمتر به واگذاری در ارتباط باشد.

معادله (۴) آزمون تأثیر درصد مالکیت دومین سهامدار بزرگ:

$$Divest = \beta_0 + \beta_1 Size + \beta_2 Lev + \beta_3 ROA + \beta_4 MS + \beta_5 Lsh1 + \beta_6 Locontest * Lsh1 + \beta_7 Locontest + \varepsilon \quad (4)$$

در معادله (۴)، از یک متغیر کمکی (lo-contest) استفاده می‌شود تا دومین سهامدار بتواند بزرگترین سهامدار را تحت نفوذ خود قرار دهد. در متغیر فوق از یک سطح حداکثر مالکیت دومین سهامدار و نسبت مالکیت دومین به مالکیت بزرگترین سهامدار استفاده می‌شود. در معادله بعدی تأثیر دومین سهامدار بزرگ بر تمایل شرکت‌ها به افزایش واگذاری و همچنین تعدیل تأثیر منفی بزرگترین سهامدار سنجیده می‌شود:

معادله (۵) آزمون تأثیر درصد مالکیت دومین سهامدار بزرگ بر افزایش واگذاری در شرکت‌ها:

عنوان معیار نیکویی برازش مدل استفاده می‌شود. مقدار واقعی این آماره منفی است و هر چقدر قدر مطلق آن بزرگتر باشد حاکی از مناسب بودن مدل است (اولادحسین، ۱۳۸۹). در پژوهش فوق برای برآورد فرضیه‌ها به ترتیب از نرم‌افزارهای Matlab و Stata 12 استفاده می‌شود.

(۳)

۴- مدل و متغیرهای پژوهش

با پیروی از مطالعات انجام شده، تامپسون و همکاران (۲۰۰۰، ۲۰۰۲، ۲۰۰۳)، سینگ و همکاران (۲۰۰۰)، هیلیر و همکاران (۲۰۰۹) و هم‌چنین رحمان و همکاران (۲۰۱۳)، متغیرهای سایز، اهرم مالی، سهم بازار و نرخ بازده دارایی‌ها به عنوان عوامل اثرگذار بر واگذاری در نظر گرفته می‌شود؛ با توجه به متغیرها این تأثیر با مدل رگرسیون لاجیت زیر ارزیابی می‌شود:

$$Divest = \beta_0 + \beta_1 Size + \beta_2 Lev + \beta_3 ROA + \beta_4 MS + \varepsilon \quad (1)$$

باید توجه داشت که ممکن است شرکت‌ها در ارتباط با ساختار مالکیت‌شان متفاوت باشند؛ به همین دلیل مرحله دوم این است که به طور شفاف بررسی کنیم که آیا این تفاوت‌ها به درک تصمیمات واگذاری کمک می‌کند. در ادامه با توجه به تعداد شرکت‌های مشخص شده با استفاده از روش همسان‌سازی بر اساس نمره گرایش^۱ (معادله ۲)، معادله‌های مورد بررسی برای آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌گردد. این روش به منظور احتمال تحقق واگذاری برای شرکت‌های واگذار نشده در آینده است.

$$Pscore = \psi(\hat{\beta}_1 Size + \hat{\beta}_2 Lev + \hat{\beta}_3 ROA + \hat{\beta}_4 MS + \varepsilon) \quad (2)$$

- مالکیت بزرگترین سهامدار (Lsh1): بر اساس درصد مالکیت بزرگترین سهامدار ارائه می‌شود.
- مالکیت دومین سهامدار (Lsh2): بر اساس درصد مالکیت دومین سهامدار بزرگ ارائه می‌شود.

۵- یافته‌های پژوهش

۵-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

در این بخش صرفاً به توصیف نمونه مورد بررسی پرداخته خواهد شد و هدف، محاسبه آماري نمونه است. با استفاده از این آمار می‌توان به توصیف داده‌ها و اطلاعات پژوهش پرداخت و به یک الگوی کلی به منظور استفاده سریع از داده‌ها دست یافت. در پژوهش فوق از میانگین، انحراف معیار و چارک-های متغیرها به منظور توصیف متغیرهای پژوهش استفاده شده است. دو جدول زیر بیانگر آمار توصیفی متغیرهای پژوهش و می‌باشد. جدول (۲) مشتمل بر ۳۰۰ مشاهده از شرکت‌های واگذار شده است و هم‌چنین جدول (۳) ۷۲۰ مشاهده از شرکت-های واگذار نشده را شامل می‌شود. از این داده‌ها برای برآورد نمره‌گرایش شرح داده شده در معادله (۲) استفاده می‌شود. در یک نگاه کلی و مقایسه‌ای بین دو جدول فرعی متوجه اختلاف کم سائز شرکت‌ها می‌شویم؛ ولی در مقابل آن، نرخ بازده دارایی‌ها یک تفاوت قابل توجه بین شرکت‌های واگذار شده و واگذار نشده را نشان می‌دهد و این می‌تواند به معنای سودآوری بیشتر در شرکت-های واگذار نشده باشد. در اهرم مالی و سهم بازار تفاوت چندانی وجود ندارد. در قسمت متغیرهای ساختار مالکیت تفاوت قابل مشاهده را می‌توان در درصد مالکیت بزرگترین سهامدار و هم‌چنین درصد مالکیت دومین سهامدار بزرگ بیان نمود.

$$\begin{aligned} Divest = & \beta_0 + \beta_1 Size + \beta_2 Lev + \beta_3 ROA \quad (5) \\ & + \beta_4 MS + \\ & \beta_5 Lsh1 + \beta_6 Locontest + \beta_7 Locontest \\ & * hipscore * Lsh1 \\ & + \beta_8 Locontest * hipscore + \varepsilon \end{aligned}$$

متغیر افزایش به واگذاری (hi-pscore)، برای ارزیابی میزان گرایش بنگاه به واگذاری سنجیده می‌شود و بالاتر از سطح میانه است.

متغیر وابسته

- واگذاری (Divest): بیانگر متغیر وابسته می‌باشد که به معنای فروش دارایی‌ها به منظور نقدینگی بیشتر است و اگر توسط شرکت انجام شود ارزش یک و در غیر اینصورت صفر است.

متغیر مستقل

- اندازه (Size): بر اساس لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌های هر شرکت محاسبه می‌شود (رحمان و همکاران، ۲۰۱۳).
- اهرم مالی (Lev): برای اندازه‌گیری اهرم مالی از نسبت کل بدهی به کل دارایی استفاده می‌شود. این مورد برای هر شرکت با توجه به اطلاعات موجود در پایان سال مالی به دست می‌آید (امینیان دریاسری و بیابانی، ۱۳۹۱).
- نرخ بازده دارایی‌ها (ROA): بر اساس سود قبل از کسر بهره و مالیات تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌گردد (رحمان و همکاران، ۲۰۱۳).
- سهم بازار (MS): به صورت فروش شرکت به کل فروش صنعت به دست می‌آید (تامپسون و همکاران، ۲۰۰۷).

جدول (۲): آمار توصیفی شرکت های واگذار شده

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	چارک اول	چارک دوم	چارک سوم
Size	۱۳/۴۵	۱/۰۶	۰/۷۵	۱۳/۳۹	۱۴/۱۲
Lev	۰/۶۵	۰/۱۶	۰/۵۷	۰/۶۸	۰/۷۶
ROA	۱۱/۸۳	۱۲/۴۹	۳/۷۳	۱۰/۰۷	۱۷/۶۶
MS	۰/۰۳	۰/۰۴۹	۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۰۵
Lsh1	۴۶/۹۸	۲۴/۶۱	۳۱/۰۵	۵۱	۶۲/۹۸
Lsh2	۱۵/۰۷	۱۱/۱۷	۶	۱۳/۸۷	۲۲/۸۸
Lsh2/lsh1	۰/۳۵	۰/۳۱	۰/۰۷	۰/۲۴	۰/۶۱

جدول (۳): آمار توصیفی شرکت های واگذار نشده

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	چارک اول	چارک دوم	چارک سوم
Size	۱۳/۵۰	۱/۸۳	۱۲/۴۷	۱۳/۱۵	۱۴/۲۲
Lev	۰/۶۳	۰/۱۹	۰/۵۲	۰/۶۵	۰/۷۷
ROA	۱۳/۸۲	۱۳/۶۷	۵/۲۴	۱۱/۵۲	۲۱/۱۳
MS	۰/۰۴	۰/۰۷	۰	۰/۰۲	۰/۰۶
Lsh1	۴۵/۶۰	۲۵/۰۸	۳۲/۴۳	۴۹/۴۳	۵۹/۴۹
Lsh2	۱۳/۷۵	۱۱/۱۵	۴/۱۶	۱۲/۵۷	۲۰/۴۳
Lsh2/lsh1	۰/۳۱	۰/۲۸	۰/۰۶	۰/۲۵	۰/۵۳

منبع: یافته‌های پژوهش

۲-۵- نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج حاصل از بررسی این فرضیه در جدول (۴) ارائه شده است. جدول فوق نشان‌دهنده نتایج مربوط به بررسی تأثیر درصد مالکیت بزرگترین سهامدار بر کاهش تصمیمات واگذاری است. بر اساس نتایج به دست آمده، در این فرضیه با توجه به عدم معناداری (۰/۱۷۷) احتمال آزمون Z در متغیر مورد نظر (Lsh1) هیچ رابطه معناداری در ارتباط با درصد مالکیت بزرگترین سهامدار و فعالیت های واگذاری مشاهده نشده و این به معنای عدم تأثیر مالکیت وی در کاهش تصمیمات واگذاری شرکت می‌باشد؛ هم-چنین ضریب مثبت آن نشان‌دهنده عدم وجود

تعارض نمایندگی بین بزرگترین سهامدار و سایر سهامداران است؛ چراکه وی نمی‌تواند با تکیه بر قدرت شخصی خویش از منافع شرکت به نفع خود بهره‌برداری کند؛ و میزان آماره LR (۰/۵۷۹۷) بالاتر از سطح محاسباتی (۰ درصد) است و نشان دهنده عدم معنادار بودن می‌باشد؛ هم‌چنین قدر مطلق Loglikelihood (۴۱۳/۹۹۲۲۳) نمایی از برازش مدل است.

جدول (۴): تأثیر بزرگترین سهامدار بر تصمیمات واگذاری

متغیرها	عرض از مبدأ	Size	Lev	ROA	MS	Lsh1
ضریب سطح معناداری	-۱/۸۶۵ (۰/۰۹۱) [*]	۰/۱۰۳ (۰/۱۶۳)	۰/۳۸۱ (۰/۴۳۹)	۰/۰۰۳ (۰/۶۴۴)	-۰/۳۲۷ (۰/۸۴۱)	۰/۰۰۴۵ (۰/۱۷۷)
آماره LR	۳/۷۹					
احتمال LR	۰/۵۷۹۷					
Log Likelihood	-۴۱۳/۹۹۲۲۳					

منبع: یافته‌های پژوهش

۳-۵- نتایج آزمون فرضیه دوم

در جدول (۵) فرضیه فوق در سه مدل ارائه گردیده و متغیر کمکی ذکر شده برای هر مدل به صورت جداگانه تعریف شده است. در مدل اول، این متغیر به صورت نسبت درصد مالکیت دومین سهامدار به درصد مالکیت اولین سهامدار تعریف شده است. در مدل دوم از درصد مالکیت دومین سهامدار استفاده شده است؛ به این صورت که در مدل دوم از یک سطح حداکثر مالکیت که برابر با ۲۰ درصد (چراک سوم) است، به منظور ارزیابی تأثیر وی بر واگذاری و خنثی کردن فعالیت های بزرگترین سهامدار استفاده شده است. با توجه به مطالعات انجام شده، این سطح مالکیت، توانایی کافی را برای دومین سهامدار در راستای گرایش به واگذاری فراهم می‌کند. همانگونه که نتایج نشان می‌دهند در مدل‌های اول و دوم، ضریب مثبت و معنادار (احتمال آماره Z) متغیر کمکی و درصد مالکیت بزرگترین سهامدار، گویای رابطه مثبت و معنادار حضور دومین سهامدار و افزایش تمایل به واگذاری است. این واگذاری نمایی از توانایی کافی دومین سهامدار و بی‌اهمیت بودن نفوذ و تأثیر بزرگترین سهامدار می‌باشد، چراکه در این شرایط

بزرگترین سهامدار هیچ نفوذی بر سیاست‌های واگذاری شرکت نخواهد داشت. آماره احتمال LR (به ترتیب، ۰/۰۷۸۴ و ۰/۰۶۳۵) گویای معنادار بودن مدل‌های رگرسیون می‌باشد. قدر مطلق Log likelihood در (۲۰۷/۶۷۶۲۷، ۲۸۹/۵۱۲۵) نمایی از نیکویی برازش مدل می‌باشد.

در مدل سوم، ما تأثیر دومین سهامدار را بر تمایل شرکت‌ها به واگذاری، در شرایطی که احتمال دارد این فعالیت رخ دهد، بررسی کردیم. با توجه به نتایج به دست آمده، شرکت‌هایی با نمره گرایش بالا نیاز شدیدتری به ساختاردهی مجدد پرتفوی از دارایی‌های خود را احساس می‌کنند. بنابراین برای ارزیابی ایده فوق در مدل سوم، اثر متقابل بین قدرت اولین و دومین سهامدار بزرگ و متغیر کمکی که نشان‌دهنده نمره‌گرایش بالاتر است، مورد آزمون قرار دادیم.

در فرضیه فوق، با وجود اینکه ضریب متغیر بزرگترین سهامدار منفی و معنادار شده است و می‌تواند مانعی برای واگذاری باشد ولی، ضریب متغیر تحت بررسی مثبت است و این حاکی از قدرت و نفوذ شدید دومین سهامدار بر ترجیحات بزرگترین سهامدار و تمایل شرکت به واگذاری می‌-

باشد؛ آماره Z در مدل بیانگر معنادار بودن متغیر مطلق Loglikelihood (83/2237) نمایشی از نیکویی مورد آزمون است. آماره احتمال LR (0/0039) برآزش مدل است. گویای معنادار بودن مدل‌های رگرسیون است. قدر

جدول (5): نقش ویژگیهای مالی و رقابت دومین سهامدار برای نفوذ بر تصمیمات واگذاری

تعیین Lo-contest			
Lo-ratio	Lsh2<20	Lo-ratio	متغیرها
مدل سوم	مدل دوم	مدل اول	
-0/3286001 (0/059)*	-0/076873 (0/417)	0/884435 (0/436)	Size (ضریب) سطح معناداری
-3/973843 (0/004)***	0/015519 (0/998)	-0/1801437 (0/797)	Lev
0/0192855 (0/218)	0/0119996 (0/16)	0/0103148 (0/31)	ROA
-1/347759 (0/822)	4/121065 (0/054)*	0/7790955 (0/804)	MS
-0/0275647 (0/002)***	-0/0020039 (0/663)	-0/00234 (0/364)	Lsh1
	0/0017471 (0/022)**	0/2785415 (0/025)**	Lsh1*Lo-contest
-13/58774 (0/208)	-0/0575709 (0/081)*	-12/18498 (0/073)*	Lo-contest
1/391797 (0/011)**			Lo-con*hi-pscore* Lsh1
-35/42461 (0/32)			Lo-contest*hi-pscore
22/59	13/37	12/75	آماره نسبت احتمال (LR)
0/0039	0/0635	0/0784	احتمال آماره LR
-83/2237	-289/5125	-207/67627	Log Likelihood
*، **، *** سطح معناداری 10٪، 5٪ و 1٪ را نشان می‌دهد. Lo-ratio نشان‌دهنده نسبت درصد مالکیت دومین سهامدار به اولین سهامدار (Lsh2/Lsh1) زیر سطح میانه است.			

عملکرد مدیران و عوامل مؤثر بر عملکرد آن‌ها و هم چنین شیوه اندازه‌گیری تأثیر هر یک از انواع مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها از جمله مسائلی است که طرف توجه و علاقه سهامداران، مدیران و

۶- نتیجه‌گیری و بحث

بسیاری از نظریه پردازان اقتصادی عقیده دارند که هر یک از انواع مالکیت نیز می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر گذار باشد. لذا روش‌های کنترل

ارائه پیشنهادهایی مبتنی بر یافته‌های پژوهش

بر اساس یافته‌های اولین فرضیه پژوهش، بزرگترین سهامدار تأثیر کافی برای ممانعت از پیاده‌سازی فعالیت های واگذاری در شرکت‌ها ندارد. بنابراین، سرمایه‌گذاران می‌توانند به تأثیر سایر سهامداران و ساختار ترکیب آنها، به منظور سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، توجه داشته باشند.

بر اساس یافته‌های دومین فرضیه پژوهش، توجه به درصد مالکیت دومین سهامدار بزرگ شرکت، میتواند مبنایی برای احتمال واگذاری در آینده و در نتیجه سودآوری بیشتر شرکت برای سهامداران اقلیت باشد و با توجه به نتایج فرضیه های مطرح شده مبنی بر اینکه ساختار مالکیت و واگذاری بر ارزش شرکت‌ها تأثیرگذار است، سرمایه‌گذاران، تحلیلگران و مشاوران مالی می‌توانند از این تأثیر برای سرمایه‌گذاری و تجزیه و تحلیل وضعیت مالی شرکت‌ها استفاده کنند.

ارائه پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

پیشنهاد می‌شود که نتایج حاصل از این پژوهش را با نتایج به دست آمده از سازمان بورس سایر کشورها مقایسه و به تحلیل وجود اختلاف در نتایج پردازند.

پیشنهاد می‌شود معیارها و متغیرهای دیگری را که به عنوان عوامل مؤثر می‌توان در تصمیمات واگذاری شرکت‌ها استفاده کرد، برگزینند.

محققان بسیار است. شرکت‌ها معتقدند که مجموع روابط مناسب بین مدیران، سهامداران و سایر افراد ذی‌نفع، مدیریت و کنترل اثربخش واحدهای تجاری را تسهیل می‌کند و از این رو قادر به ارائه بازده بهینه برای کلیه ذی‌نفعان می‌باشند، با توجه به نتایج حاصل شده، شواهد دلالت بر آن دارد که بزرگترین سهامدار نفوذ کافی برای تحت تأثیر قرار دادن سیاستهای شرکت و تصمیمات آن در خصوص واگذاری ندارد و هیچ رابطه معناداری مشاهده نشده است؛ در مقابل حضور دومین سهامدار امکان افزایش ارزش شرکت را به دلیل گرایش به واگذاری، برای همه سهامداران ایجاد می‌کند و نتیجه این امر، کاهش مسائل نمایندگی میان اقلیت سهامداران و سهامداران عمده می‌باشد. نتایج به دست آمده از فرضیه اول با نتایج ارائه شده پژوهش رحمان و همکاران (۲۰۱۳) و تامپسون و همکاران (۲۰۰۰)، (۲۰۰۳) مطابقت ندارد، زیرا طبق نتایج آن‌ها، بزرگترین سهامدار نقش مؤثری جهت ممانعت از واگذاری خواهد داشت و در چنین شرایطی وی موفق به تحمیل سیاست‌های خود به بنگاه خواهد شد.

طبق نتایج در فرضیه دوم، هانسون و سانگ (۱۹۹۷) و هیلیر و همکاران (۲۰۰۹) هم معتقدند که دومین سهامدار بزرگ نسبت به سایر سهامداران نفوذ بیشتری بر سیاست‌های شرکت اعمال می‌کند و حضور وی به معنای حفظ منافع سهامداران اقلیت و افزایش ارزش شرکت است؛ بنابراین نتایج به دست آمده با یافته‌های این پژوهشگران مطابقت دارد.

فهرست منابع

- شوندگی سهام در ایران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۱۶، ۳۹-۵۴.
- * رضائی، فرزین؛ نصیری، ناصر و عیدان ترک زاده، خدیجه (۱۳۹۰). تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال ۴، شماره ۱۶، ۷۹-۹۹.
- * روان مهر، نگار. (۱۳۹۰). تأثیر حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت و موجودی نقد بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه اصفهان.
- * Acero Fraile , I., & Alcalde Fradejas, N. (2013). Ownership structure and board composition in a high ownership concentration context. *European Management Journal* ,32(4),pp.1-12.
- * Chen ,C., Bradford,W., & Zhu, S. (2013). Cash dividend , corporate pyramid ,and ownership structure evidence from china. *International Review of Economic and Finance*, 27, pp. 445-464.
- * Hanson, R. C., & Song, M. H. (1997). "Managerial ownership, board structure, and the division of gains in divestitures". *Financial Management Association's annual meeting* , pp. 1-23.
- * Harada,K., & Nguyen,P.(2011).Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance* , 37 (4),PP.362-379.
- * Hillier, D., McColgan, P., & Werema, S. (2009). "Asset sales and firm strategy: an analysis of divestitures by UK companies". *The European Journal of Finance*, 15(1), 71-87.
- * Lee ,C-F., & Kuo , N-T.(2014). Effects of ultimate ownership structure and corporate tax on capital structures: Evidence from Taiwan. *International Review of Economics and Finance* , 29, pp.409-425.
- * Lim, M., How, J., & Verhoeven, P. (2014). "Corporate ownership, corporate governance reform and timeliness of earnings: Malaysian evidence". *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10(1), pp.32-45.
- * احمدپور، احمد و منتظری، هادی (۱۳۹۰). نوع مدیریت سود و تأثیر اندازهی شرکت، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر آن، مجلهی پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۳، شماره ۲(۶۱/۳)، ۱-۳۵.
- * اولادحسین، زهرا. (۱۳۸۹). تأثیر ترکیب هیات مدیره و سایر عوامل منتخب بر خط مشی تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه اصفهان.
- * ایزدی نیا، ناصر و رسائیان، امیر (۱۳۸۹). پراکندگی مالکیت و نقد شوندگی سهام، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶، ۲۲-۳.
- * جانانی، لیلا؛ مرادیان، سیامک؛ احمدیه، حمید؛ محمد، کاظم؛ گلستان، بنفشه و فروزانفر، محمدحسین (۱۳۸۹). مقایسه نتایج دو روش جراحی و ویتروکتومی اولیه با و بدون باند دورتادوری در جدایشدگی شبکه بعد از عمل آب مروارید با استفاده از تحلیل آماری نمره گرایش، مجله چشم پزشکی بینا، دوره ۱۶، شماره ۲، ۱۰۰-۱۰۷.
- * حساس یگانه، یحیی؛ رئیس، زهره و حسینی، سیدمجتبی (۱۳۸۸). رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال ۴، شماره ۱۳، ۷۵-۱۰۰.
- * رحمانی، علی؛ حسینی، سید علی و رضاپور، نرگس (۱۳۸۹). رابطه بین مالکیت نهادی و نقد

- * Rahman,N., Nguyen, P & Zhao.R. (2013)." Ownership structure and divestiture decisions Evidence from Australian Firm". International Review of Financial Analysis , 34 , pp. 181- 970.
- * Singh, M., Mathur, I., & Gleason, K. C. (2000). "Wealth effects for acquirers and divestors related to foreign divested assets". International Review of Financial Analysis, 9(1), 5-20.
- * Thompson ,S., Haynes ,M & Wright,M.(2000). "The determinants of corporate divestment in the UK". International Journal of Industrial Organization , 18 , pp. 1201–1222.
- * Thompson ,S., Haynes ,M & Wright,M .(2002). "The determinants of corporate divestment: evidence from a panel of UK firms". Journal of Economic Behavior & Organization , 52, pp. 147–166.
- * Thompson ,S., Haynes ,M & Wright,M .(2003)." THE impact of divestment on firm performance : empirical evidence from a panel of uk companies". The Journal of Industrial Economics , 1 (2) ,pp. 173-196.
- * Sias ,R.,T.Starks,L., & Titman,S .(2006).Changes in institutional ownership and stock returns :assessment and methodology. The Journal of Business, 79(6),pp.2869-2910.
- * Sichernan ,N.,& H.Pettway,R.(1992). "Wealth Effects for Buyers and Sellers of the Same Divested Assets".Financial Management, 21(4) ,pp. 119-128

یادداشت‌ها

¹ - Lo-con*hi-ps*Lsh1