

# ساختار دموکراسی و دیکتاتورمدار بنگاه‌های اقتصادی در رابطه با بازار غیررقابتی محصول و بازده غیرعادی سهام

dr.a.khani@gmail.com

عبدالله خانی

استادیار گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد، دانشگاه اصفهان (نویسنده مسئول مکاتبات)

hamidehafshari@gmail.com

حمیده افشاری

کارشناسی‌ارشد رشته مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد، دانشگاه اصفهان

پذیرش: ۱۳۹۲/۱۱/۲۷

دریافت: ۱۳۹۲/۲/۱

**چکیده:** در این پژوهش، رابطه بین ساختار دموکراسی و دیکتاتورمدار بنگاه‌های اقتصادی، ساختار غیررقابتی بازار و بازده غیرعادی ارزیابی شد. این ارزیابی از طریق بررسی رابطه میان مهمترین معیار برای این ساختار در ادبیات پژوهش در بازار مالی ایران، یعنی سهامداران نهادی و رقابت بازار محصول با بازده غیرعادی صورت گرفت. این موضوع با استفاده از داده‌های استخراج شده از اطلاعات منتشر شده از سوی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و پرونده‌های مالیاتی ۷۸ بنگاه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل کره‌ارت و رگرسیون داده‌های ترکیبی انجام شد. نتایج، بیانگر آن بود که بین ساختار دموکراسی بنگاهی - درصد سهامداران نهادی - و بازده غیرعادی در بازار غیررقابتی رابطه معنی‌داری وجود دارد. به عبارت دیگر، در بازار غیررقابتی هر چه ساختار دموکراسی بنگاه یا همان حاکمیت بنگاهی بیشتر مطلوب باشد، بازده نیز بیشتر می‌شود.

**کلیدواژه‌ها:** ساختار دموکراسی بنگاهی، ساختار دیکتاتورمدار، سهامداران نهادی، بازده غیرعادی، رقابت بازار محصول.  
طبقه‌بندی JEL: L11، F12، G3.

## مقدمه

پژوهش‌های اخیر در برخی از کشورها (برای نمونه (Hou & Robinson (2006)، Dan *et al.* (2007) و Hashem (2010) و Sharma (2010) نشان‌دهنده آن است که افزون بر عوامل ریسکی، ساختار رقابتی بازارهای محصول نیز تاثیر به‌سزایی بر بازده بنگاه‌های اقتصادی دارد. در حقیقت، اقتصاددانان، اغلب ادعا می‌کنند که برای مدیران بنگاه‌ها در صنایع رقابتی، این انگیزه قوی وجود دارد تا رکود را کاهش و منافع را حداکثر نمایند؛ اما برای بنگاه‌ها در صنایع غیررقابتی که فشار رقابت وجود ندارد تا مدیران را مجبور به انضباط اقتصادی و مالی نماید، از ساختار دموکراسی به‌عنوان نماینده حاکمیت یا راهبری خوب، می‌توان برای این منظور فایده برد. بر این اساس، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، راهبری (حاکمیت) شرکتی خوب را ایجادکننده انگیزه‌های مناسب برای هیات مدیره و مدیریت و وجود سیستم راهبری شرکتی کارآمد و موثر درون یک بنگاه و در کل یک اقتصاد را فراهم‌کننده درجه‌ای از اعتماد برای عملکرد مناسب یک اقتصاد بازار می‌داند (بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۶).

در حقیقت، بنابر نظر Gompers *et al.* (2003) انتظار می‌رود در شرایط رقابتی پایین (کلیه اخبار و اطلاعات مالی به موقع در اختیار همه سهامداران قرار داده نشده است)، بنگاه‌های دموکراسی‌مدار<sup>۱</sup> که به علت وجود قیود تامین‌کننده حقوق صاحبان بنگاه، نماینده حاکمیت خوب می‌باشند، نسبت به بنگاه‌های دیکتاتورمدار<sup>۲</sup> که نماینده حاکمیت بد می‌باشند، به طور میانگین نه تنها عملکرد بهتری از خود نشان دهند؛ بلکه بازده حقوق صاحبان بنگاه و ارزش بنگاه بیشتری نیز دارند. در حقیقت، در بنگاه‌های دموکراسی‌مدار، بقای درازمدت بنگاه اقتصادی، تامین شده و از منافع صاحبان بنگاه در مقابل مدیریت سازمان‌ها حفاظت خواهد شد. به عبارت دیگر، در این گونه بنگاه‌ها اهداف زیر تأمین خواهد شد (Keasey *et al.*, 2005):

۱. کاهش ریسک بنگاه اقتصادی از طریق بهبود و ارتقای شفافیت و پاسخگویی؛ ۲. بهبود کارایی درازمدت سازمان از طریق جلوگیری از خودکامگی و عدم مسئولیت‌پذیری مدیریت اجرایی. بر این اساس در پژوهش حاضر، تلاش شده است تا این موضوع در ایران بررسی گردد که «آیا بنگاه‌های اقتصادی در صنایع غیررقابتی، بیشتر از بنگاه‌ها در صنایع رقابتی از ساختار دموکراسی‌مدارانه سود می‌برند یا خیر؟»

1. Democracy Firm
2. Dictatorship Firm

## مبانی نظری پژوهش

پس از پیدایش مشکلات نمایندگی به جهت حفظ منافع عمومی باید اطلاعات، مصون‌سازی شده و منافع مدیران و مالکان همسو شود. در این رابطه ابزارهای مختلفی مورد استفاده قرار می‌گیرد، مانند وجود مدیران غیرموظف در هیأت مدیره، ایجاد استانداردهای حسابداری، کنترل‌های داخلی و غیره. با این همه باز هم مشکلات کمتر نشده؛ بلکه پیچیدگی‌های آن بیشتر شده است. معیارهای بیان شده نمی‌توانند از منافع سهامداران در مقابل مدیران حمایت نمایند، علت آن شاید نبود مکانیزم‌هایی از حاکمیت شرکتی به ویژه حضور سهامداران نهادی باشد که بتواند علاوه بر مطابقت بر تمامی معیارهای گفته شده، به هدف غایی شرکت؛ یعنی افزایش منافع سهامداران منجر شود. حاکمیت شرکتی خوب (بنگاه‌های دموکراسی‌مدار) به معنای قوانین، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌شود (حساس‌یگانه و باغومیان، ۱۳۸۴). از جمله معیارهای بنگاه‌های دموکراسی‌مدار که به‌عنوان عوامل کلیدی معرفی شده‌اند، می‌توان به موارد زیر اشاره داشت:

۱. وجود عضو غیرموظف: به عضو هیات مدیره‌ای اطلاق می‌شود که در بنگاه مسئولیت اجرایی رسمی نداشته باشد.
۲. وجود سهامداران نهادی: به اشخاص حقیقی و حقوقی اطلاق می‌شود که تعداد قابل ملاحظه‌ای از سهام عادی بنگاه را در اختیار داشته باشند. موسسه‌های سرمایه‌گذاری، نهادهای عمومی غیردولتی و یا سایر بنگاه‌های تجاری از جمله سهامداران نهادی محسوب می‌شوند.
۳. دوگانه نبودن مسئولیت مدیرعامل: این وضعیت هنگامی رخ می‌دهد که مدیرعامل بنگاه به‌عنوان رئیس هیات‌مدیره هم انتخاب نشود. خلاف این امر، ممکن است به تضاد منافع و از دست رفتن استقلال منجر گردد.

در این میان پژوهش‌های اخیر در ایران، همچون برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۱)، قنبری (۱۳۸۶)، حسینی (۱۳۸۶)، یزدانیان (۱۳۸۵) و رهبری‌خرازی (۱۳۸۴) نشان دادند که حضور سهامداران نهادی در بنگاه به‌عنوان معیار دموکراسی‌مداری، بیشترین رابطه را با متغیرهای بنیادی تعیین‌کننده ارزش بنگاه (به ازای سهم) دارد.

چندین دلیل بالقوه در مورد اینکه ساختار رقابتی بازارهای محصول ممکن است بر بازده سهام تاثیرگذار باشد، وجود دارد. بنگاه‌ها تصمیم‌های عملیاتی متفاوتی در این خصوص اتخاذ می‌کنند. برای نمونه، آنها پژوهش‌های بازاریابی اولیه را انجام می‌دهند، محصول جذابی ارائه کرده، درباره مقدار

تولید و قیمت فروش تصمیم می‌گیرند، محصول‌های‌شان را تبلیغ می‌کنند، تامین مالی را انجام داده، سپس شروع به تولید می‌کنند و سرانجام محصول‌ها را به مصرف‌کنندگان می‌فروشند. ماهیت رقابت در بازارهای محصول بر رفتار بنگاه‌ها در تمامی این مراحل تاثیر می‌گذارد و سیاست بازار محصول بر سود و نرخ بازده تاثیر دارد (Lyandresy & Watanabe, 2011).

اما همسو با رشد اقتصادی و بزرگ شدن واحدهای تجاری، از قدرت کنترل مالکین در عمل کاسته می‌شود، چرا که پراکندگی ساختار مالکیت، بیشتر شده و اکثر مالکان را مالکان جزء تشکیل داده‌اند. در چنین حالتی، تنها تعداد اندکی از مالکان (سهامداران) این امکان را خواهند داشت تا در انتخاب اعضای هیأت مدیره و همچنین، مدیرعامل، نقشی را ایفا نمایند. این مشکل، زمانی حادث خواهد شد که انگیزه بیشتر مالکان، سرمایه‌گذاری در بنگاه برای کسب سود (دیدگاه کوتاه‌مدت) باشد تا اینکه کنترل بنگاه (دیدگاه بلندمدت) را به دست گیرند. آنگاه تنها سد دفاعی سهامداران در مقابل مشکلات نظریه نمایندگی، ایجاد تنوع در پرتفویهای سرمایه‌گذاری خواهد بود و یا اینکه در نهایت پس از کسب زیان‌های غیرقابل جبران توسط سرمایه‌گذار در سهام شرکت، سهام سرمایه‌گذاری شده (خریداری شده) را به فروش برسانند. در چنین نظامی، اگر انگیزه‌های رقابت وجود نداشته باشد، بدون حضور مالکان نهادی، حاکمیت بنگاه‌ها به صورت کنترل نشده در اختیار مدیریت قرار می‌گیرد. در این صورت بر اساس نظریه امپراطورسازی، مدیر، وجوه نقد شرکت را به صورت بهینه، سرمایه‌گذاری نخواهد کرد و بر اساس نظریه نمایندگی، مدیر، در جهت منافع خود و نه منافع ذی‌نفعان، دست به اقدام خواهد زد. رقابت در بازار می‌تواند از این‌گونه اقدام‌های غیرکارآمد توسط مدیر، تا حد زیادی جلوگیری کند؛ اما زمانی که رقابت در بازار پایین باشد ساختار دموکراسی‌مدار یا ساختار حاکمیتی می‌تواند جایگزین مکانیسم رقابت در بازار گردد (Xavier & Mueller, 2011).

در واقع همه مسئولیت‌ها بر دوش مدیران بنگاه، نهاده می‌شود که در این میان، نقش بالاترین مقام اجرایی (مدیرعامل) برجسته‌تر خواهد بود (حسینی، ۱۳۸۶). مدیرعامل وظیفه هدایت منابع را به عهده دارد به نحوی که منافع مالکان به حداکثر ممکن برسد. به دلیل فقدان معیارهای کنترلی بر اثر مشکلات مذکور و تفویض برقراری این معیارها به مدیران، اختیارات مدیرعامل و قدرت نفوذ وی، بسیار زیاد شده است. در واقع، هیأت مدیره‌هایی را که مالکین انتخاب می‌کنند، در بیشتر موارد از میان کسانی هستند که ابتدا مدیرعامل آنها را انتخاب و به مالکین معرفی نموده است. مدیرعامل اهداف بلندمدت و کوتاه‌مدت بنگاه، به همراه راه‌کارهای لازم برای رسیدن به آن اهداف را تعیین می‌کند و فقط رویه‌های حسابداری هستند که امکان اندازه‌گیری درجه موفقیت و یا شکست راه‌کارهای مدیریت

را فراهم می‌کنند؛ اما مدیرعامل می‌تواند نقش مهمی در انتخاب رویه‌های حسابداری به‌منظور تغییر نتایج نیز ایفا نماید (Jensen & Meckling, 1976).

با توجه به ادبیات گفته شده، در صورت نبود انگیزه‌های رقابت، مالکان نهادی به‌عنوان معیار اثرگذار در بهبود دموکراسی در بنگاه‌ها و کنترلی قوی در نظارت بر به‌کارگیری اصول حاکمیت بنگاه هستند. بنابراین، انتظار می‌رود که حضور آنها باعث بهبود نظام دموکراسی در بنگاه، افزایش نظارت موثر و فشار بر مدیریت در افزایش بازده مالکان شود. از این رو فرضیه پژوهش به شرح زیر تدوین شده است: «ساختار دموکراسی بنگاه، در شرایط رقابتی پایین برای بازار محصول نسبت به شرایط رقابتی بالا، ایجاد بازده غیرعادی بیشتری می‌نماید».

### پیشینه پژوهش

اهم پژوهش‌های خارجی مرتبط با موضوع پژوهش شامل پژوهش‌های (Xavier & Mueller (2011) Lefort & Urzua (2007)، Ignatieva & Gallagher (2010)، Sharma (2010)، Bebchuk *et al.* (2012) Black (2001)، Holderness (2003)، Jae-Seung *et al.* (2004)، Ditmar & Mahrt-Smith (2006) Himmelberg *et al.* (1999) و مهم پژوهش‌های داخلی در ارتباط با موضوع این پژوهش شامل رهبری‌خرازی (۱۳۸۴)، یزدانیان (۱۳۸۵)، حسینی (۱۳۸۶)، قنبری (۱۳۸۶)، نمازی و ابراهیمی (۱۳۹۱)، برادران‌حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۱)، ستایش و کارگرفردچهرمی (۱۳۹۰) هستند که فرضیه‌ها، روش پژوهش و نتایج آنها در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱: فرضیه‌ها و نتایج دیگر پژوهشگران

پژوهشگران	فرضیه‌ها و مدل‌های مورد بررسی	نتایج
Bebchuk <i>et al.</i> , 2012	بررسی ارتباط بین حاکمیت و بازده با استفاده از روش رگرسیون ترکیبی، مدل فاما و فرنچ، کاهارت و Q توبین	عدم تایید رابطه بین حاکمیت و بازده
Xavier & Mueller, 2011	بررسی ارتباط میان راهبری خوب شرکتی (حاکمیت بنگاهی)، رقابت در بازار محصول و بازده سهام با استفاده از روش رگرسیون ترکیبی و مدل فاما و فرنچ	سود و بازده سهام در صنایع غیررقابتی و حاکمیت خوب، بیشتر از صنایع رقابتی است؛ همچنین حاکمیت ضعیف بازده کمتر را به دنبال دارد.
Sharma, 2010	بررسی رابطه میان بازده و سه بعد رقابت در بازار محصول	بنگاه‌های موجود در صنایع متمرکز، بازده کمتری دارند.

ادامه جدول ۱: فرضیه‌ها و نتایج دیگر پژوهشگران

پژوهشگران	فرضیه‌ها و مدل‌های مورد بررسی	نتایج
Ignatieva & Gallagher, 2010	بررسی تاثیر عوامل اقتصادی تعیین کننده بازده سهام در بورس سهام استرالیا	نه تنها اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بلکه ساختار بازار محصول نیز بر میانگین بازده سهام تاثیر دارد و بنگاه‌های موجود در بازار متمرکز در مقایسه با بنگاه‌های موجود در بازار رقابتی تر بازده تعدیل شده از لحاظ ریسک بیشتری را کسب می کنند.
Lefort & Urzua, 2007	بررسی رابطه نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره و ارزش بنگاه	زمانی که نسبت اعضای غیرموظف و اعضای حرفه‌ای بررسی می شوند، تنها نسبت اعضای غیرموظف بر ارزش بنگاه تاثیر می گذارند.
Ditmar & Mahrt-Smith, 2006	بررسی رابطه دو معیار حاکمیت بنگاهی و ارزش بازار بنگاه	بنگاه‌هایی با حاکمیت بنگاهی ضعیف به ازای هر دلار تغییر در وجه نقد باعث تغییری در حدود ۰/۸۸ تا ۰/۴۲ در ارزش بازار خواهد شد، درحالی که این مقدار در بنگاه‌هایی با حاکمیت خوب دو برابر است.
Jae-Seung et al., 2004	بررسی رابطه حاکمیت بنگاهی و ارزش بنگاه	مدیران بهتر موجب حاکمیت بنگاهی بهتری می شوند و به ذی نفعان خود توجه می کنند و ارزش بنگاه‌ها نیز با حاکمیت بنگاهی رابطه مثبت دارد.
Holderness, 2003	بررسی رابطه میان سهامداران نهادی و بازده در آمریکا	رابطه میان سهامداران نهادی و بازده گاهی مثبت و گاهی منفی است.
Black, 2001	بررسی رابطه میان حاکمیت بنگاهی و عملکرد بنگاه‌ها در روسیه با استفاده از سری زمانی و رگرسیون	ارتباط قوی میان حاکمیت بنگاهی و عملکرد بنگاه‌ها
Himmelberg et al., 1999	بررسی رابطه نسبت اعضای غیرموظف و عملکرد	بین نسبت اعضای غیرموظف و عملکرد رابطه‌ای مشاهده نشد.
نمازی و ابراهیمی، ۱۳۹۱	بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام با استفاده از شاخص لرنر، هرفیندال هیرشمن و داده‌های ترکیبی	رابطه منفی بین ساختار رقابتی بازار و بازده سهام وجود دارد و هر چقدر رقابت در بین صنایع بیشتر باشد، بازده سهام نیز بیشتر خواهد بود.
برداران حسن زاده و همکاران، ۱۳۹۱	بررسی رابطه بین برخی سازوکارهای راهبری شرکتی با ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی با استفاده از رگرسیون چندگانه	از ۸ مکانیزم راهبری شرکتی (حاکمیت شرکتی)، ۴ مکانیزم (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، ساختار سرمایه و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش ایجاد شده و ۳ مکانیزم (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارند.

ادامه جدول ۱: فرضیه‌ها و نتایج دیگر پژوهشگران

پژوهشگران	فرضیه‌ها و مدل‌های مورد بررسی	نتایج
ستايش و کارگرفردچهرمی، ۱۳۹۰	بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه با استفاده از داده‌های پنلی و شاخص Q توبین و هرفیندال-هیرشمن	وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه شرکت‌ها
قنبری، ۱۳۸۶	بررسی رابطه بین حضور اعضای غیرموظف، شفافیت اطلاعاتی، وجود حسابرس داخلی و حضور سهامداران نهادی بر عملکرد بنگاه	فقط وجود سهامداران نهادی و حسابرس داخلی بر عملکرد بنگاه تاثیر دارند.
حسینی، ۱۳۸۶	بررسی رابطه بین حاکمیت بنگاهی و بازده سهامداران با استفاده از روش رگرسیون و مدل فاما و فرنچ	بین سهامداران نهادی و بازده سهامداران در ایران رابطه‌ای وجود ندارد.
یزدانیان، ۱۳۸۵	بررسی تاثیر چندمعیار از حاکمیت بنگاهی بر کاهش مدیریت سود	تنها حضور سهامداران نهادی بر کاهش مدیریت سود تاثیر دارد.
رهبری خرازی، ۱۳۸۴	بررسی وضعیت حاکمیت بنگاهی و میزان رعایت حقوق سهامداران در بورس ایران	عدم رعایت حقوق سهامداران در ایران

### روش پژوهش

هدف این پژوهش بررسی رابطه میان ساختار دموکراسی یا دیکتاتوری مدار (استبدادی) بنگاه، رقابت و بازده غیرعادی سهام شرکت است و از آن جایی که پژوهش حاضر به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر است، از لحاظ هدف کاربردی محسوب می‌شود. مدل آماری به کار گرفته شده در این پژوهش، مدل (1997) Carhart است. همچنین، برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش از رگرسیون ترکیبی، نرم‌افزارهای Excel و Eviews7 استفاده شده است.

در این پژوهش برای آزمون فرضیه و تجزیه و تحلیل داده‌ها، از مدل (1997) Carhart که مدل توسعه داده شده مدل (1993) Fama & French می‌باشد، استفاده شد:

$$rt\_rf = \alpha + \beta 1 \times MKT_t + \beta 2 \times SMB_t + \beta 3 \times HML_t + \beta 4 \times UMD_t + e \quad (1)$$

به گونه‌ای که:

$r_f - r_f$ : صرف ریسک پرتفو است که از طریق کسر بازده بدون ریسک از بازده پرتفوی پوششی با هجینگ حاصل شده است.

$r_f$ : نرخ بازده بدون ریسک است و در این پژوهش از نرخ سود اوراق مشارکت دولتی به عنوان نرخ بازده بدون ریسک استفاده شده است. در بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۵ این نرخ به صورت جدول ۲ بوده است:

جدول ۲: نرخ سود اوراق مشارکت

سال	۸۵	۸۶	۸۷	۸۸	۸۹	۹۰
نرخ به درصد	۱۵/۵	۱۵/۵	۱۸	۱۷	۱۷	۱۶/۵

$MKT (r_f - r_m)$ : مزاد بازدهی ماهیانه پرتفو پس از کسر نرخ بازده بدون ریسک است، این متغیر صرف ریسک بازار نامیده می شود.  $r_m$  بازده ماهانه بازار از رابطه (۲) محاسبه می شود:

$$R_m = \frac{(I_t - I_{t+1})}{I_{t+1}} \quad (۲)$$

$I_t$ : شاخص کل قیمت در پایان دوره  $t$ ؛

$I_{t+1}$ : شاخص کل قیمت در پایان دوره  $t+1$ ؛

برای محاسبه متغیرهای UMD، HML و SMB در مدل Carhart (1997)، تمامی بنگاه‌های نمونه بر اساس ارزش بازار سهام در شهریور ماه هر سال به دو طبقه به صورت ۵۰ درصد دارای ارزش بازار بالا و ۵۰ درصد دارای ارزش بازار پایین تقسیم شده است و سپس، به طور مستقل، هر طبقه بر اساس ارزش دفتری پایان دوره مالی هر سهم به ارزش بازار آن (B/M) به سه طبقه ۳۰ درصد (B/M بالا)، ۴۰ درصد (B/M متوسط) و ۳۰ درصد (B/M پایین) تقسیم شد و در کل، در هر طبقه ۶ پرتفو حاصل شد که از آنها برای محاسبه HML و SMB استفاده شد. برای محاسبه UMD، تمامی بنگاه‌های نمونه بر اساس ارزش بازار مذکور به دو طبقه به صورت ۵۰ درصد دارای ارزش بازار بالا و ۵۰ درصد دارای ارزش بازار پایین تقسیم شد و سپس، به طور مستقل هر طبقه بر اساس MOM به سه طبقه ۳۰ درصد (MOM بالا)، ۴۰ درصد (MOM متوسط) و ۳۰ درصد (MOM پایین) تقسیم گردید و در کل، ۶ پرتفو حاصل شد که از آنها برای محاسبه UMD استفاده گردید.

SMB: بازده ماهانه بنگاه‌های بزرگ - بازده ماهانه بنگاه‌های کوچک از نظر اندازه (ارزش بازار)؛

$$SMB = \frac{S/L + S/M + S/H}{3} - \frac{B/L + B/M + B/H}{3} \quad (۳)$$



HML: بازده ماهانه بنگاه‌هایی با B/M بالاتر - بازده بنگاه‌هایی با B/M پایین‌تر؛

$$HML = \frac{S/H + B/H}{2} - \frac{S/L + B/L}{2} \quad (4)$$

جدول ۳: ترکیب شش پرتفوی فاما و فرنچ

L	M	H	ارزش دفتری به ارزش بازار
S/L	S/M	S/H	S
B/L	B/M	B/H	B

UMD: بازده ماهانه بنگاه‌های با MOM بالاتر - بازده بنگاه‌های با MOM پایین‌تر؛

$$UMD = \frac{S/U + B/U}{2} - \frac{S/D + B/D}{2} \quad (5)$$

جدول ۴: ترکیب شش پرتفوی مومنتوم - ارزش بازار

D	M	U	مومنتوم
S/D	S/M	S/U	S
B/D	B/M	B/U	B

MOM: متوسط روند حرکت قیمت سهام است که از رابطه (۶) محاسبه می‌شود:

$$MOM_t = \left( \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{n} \right) \quad (6)$$

$R_i$ : عامل روند حرکت قیمت سهام بنگاه  $i$  در پایان شهریور ماه سال  $t$ ، به صورت مجموع بازده یازده ماه گذشته بنگاه  $i$ .

نحوه محاسبه متغیر وابسته

بازده غیرعادی سهام

منظور از بازده غیرعادی هر سهم، عبارت است از تفاوت بازده واقعی و بازده بازار هر سهم. بازده

واقعی هر سهم عبارت است از نسبت کل عایدی حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین نسبت به سرمایه‌گذاری که طی آن دوره مصرف شده است. به طور کلی، بازده سهام را می‌توان به صورت زیر نوشت:

$$R_t = \frac{(P_{t+1} - P_t) + DPSt}{P_t} \quad (7)$$

$R_t$ : بازده سهام عادی در دوره  $t$ ;  $P_t$ : قیمت سهام عادی در زمان  $t$ ;  $P_{t+1}$ : قیمت سهام عادی در زمان  $t+1$ ;  $DPSt$ : سود نقدی سهام عادی طی دوره  $t$ .

### نحوه محاسبه متغیرهای مستقل

#### درصد مالکان (سهامداران) نهادی

تعداد سهام عادی بنگاه که در اختیار موسسه‌های سرمایه‌گذاری و یا سایر بنگاه‌های تجاری قرار دارد، میزان مالکیت سهامداران نهادی را نشان می‌دهد. برای محاسبه درصد سهامداران نهادی در هر بنگاه تعداد سهام سهامداران نهادی بر کل تعداد سهام عادی بنگاه در ابتدای دوره تقسیم شده است. به عبارت دیگر:

$$CRH = \frac{n}{m} \quad (8)$$

$CRH$  = درصد سهامداران نهادی؛  $n$  = تعداد سهام عادی بنگاه در اختیار بنگاه‌های سرمایه‌گذاری و تجاری؛ و  $m$  = تعداد کل سهام عادی بنگاه در ابتدای دوره.  
بالا بودن درصد سهامداران نهادی به‌عنوان معیار دموکراسی‌مداری (حاکمیت بنگاهی مطلوب) و پایین بودن درصد سهامداران نهادی به‌عنوان معیار دیکتاتوری‌مداری (حاکمیت بنگاهی نامطلوب) است.

### رقابت بازار محصول

رقابت بازار محصول از طریق معیارهای زیر اندازه‌گیری شد:

شاخص هرفیندال - هیرشمن: همانند پژوهش‌های (Dhaliwal et al. (2008

(2009) He، (2009) Folsom، (2008) Grullon & Michaely و (2009) Marciukaityte & Park

به‌عنوان معیار سنجش رقابت به‌کار گرفته شد و به صورت زیر محاسبه گردید:

$$HHI = \sum_{i=1}^N \left( \frac{SALES_{i,j}}{\sum_{i=1}^N SALES_{i,j}} \right)^2 \quad (9)$$

در این رابطه  $SALES_{i,j}$  کل فروش بنگاه  $i$  در صنعت  $j$  است، اما از آنجایی که بر اساس دسته‌بندی بورس تهران، بنگاه‌های موجود در یک صنعت لزوماً فعالیت مشابهی را انجام نمی‌دهند، برای اینکه یک معیار سنجش معنی‌دار از رقابت بازار محصول به‌دست آید، به جای صنعت از طبقه صنعت استفاده شد.

**شاخص لرنر (حاشیه قیمت - هزینه تقسیم بر فروش):** شاخص لرنر برابر با قیمت محصول بنگاه منهای هزینه نهایی تولید است. این شاخص به صورت مستقیم نشان‌دهنده ویژگی قدرت بازار، یعنی توانایی بنگاه برای منظور کردن قیمتی بیشتر از هزینه نهایی است. چالش پیش‌روی استفاده از شاخص لرنر در پژوهش‌های تجربی این است که هزینه‌های نهایی قابل مشاهده نیستند. از این رو، معمولاً پژوهشگران شاخص لرنر را از طریق حاشیه قیمت - هزینه، تقریب می‌زنند (Booth & Zhou, 2009). به پیروی از (Kale & Loon (2011)، Gaspar & Massa (2006) و Booth & Zhou (2009) شاخص لرنر برحسب سود عملیاتی تقسیم بر فروش تعریف می‌شود. این شاخص با استفاده از معادله زیر به صورت تقریبی برآورد شده است (Sharma, 2010):

$$I = \frac{SALE - COGS - SG\&A}{SALES} \quad (10)$$

که در این رابطه:

SALE: فروش؛ COGS بهای تمام شده کالای فروش رفته؛ و SG&A: هزینه‌های عمومی، اداری و فروش است.

**شاخص لرنر تعدیل یافته:** اگرچه شاخص لرنر برای تعیین قدرت بازار محصول بنگاه مورد استفاده قرار گرفته است، این معیار عوامل مختص بنگاه نظیر تاثیر قدرت قیمت‌گذاری بازار محصول را از عوامل سطح صنعت تفکیک نمی‌کند. از این رو، در این مقاله همانند پژوهش‌های (Peress (2010)، Sharma (2010) و Gaspar & Massa (2006) از نسخه تعدیل شده شاخص لرنر استفاده شده است (Sharma, 2010).

$$LI_{IA} = LI_i \sum_{i=1}^N W_i LI_i \quad (11)$$

که در این رابطه:

$LI_{IA}$ : شاخص لرنر تعدیل شده؛  $LI_i$ : شاخص لرنر بنگاه  $i$  و  $W_i$ : نسبت فروش بنگاه  $i$  به کل فروش است.

در این پژوهش برای محاسبه متغیر ساختار رقابتی بازار از شاخص لرنر تعدیل شده استفاده گردید. همانند پژوهش (Gompers et al. (2003) و Xavier & Mueller (2011) در مرحله اول، تمامی بنگاه‌های نمونه بر اساس درصد سهامداران نهادی، به صورت صعودی مرتب شده؛ سپس بر اساس

آماره میانه، به دو نمونه - نمونه دارنده سهامداران نهادی بالا و نمونه دارنده سهامداران نهادی کم - تقسیم شدند. سپس، هر کدام از دو طبقه مذکور بر اساس شاخص تعدیل‌شده لرنر که نماینده رقابت می‌باشند به ۳ طبقه مساوی تقسیم شده و نتیجه این طبقه‌بندی، ۶ پرتفو (۲×۳) بوده است. سپس، پرتفوی پوششی یا هجینگ میان پرتفوها شکل گرفته، به گونه‌ای که تفاوت بازده میان پرتفوی با درصد سهامداری نهادی بالا و رقابت بالا با پرتفوی با درصد سهامداری نهادی پایین و رقابت بالا مورد استفاده قرار گرفته شد.

همچنین، برای رقابت متوسط و رقابت پایین هم به این صورت، پرتفوی پوششی ساخته شد. در این صورت، آلفا ( $\alpha$ ) در معادله مذکور برابر با بازده غیرعادی بر مبنای راهبرد سرمایه‌گذاری صفر<sup>۱</sup> خواهد بود که ناشی از موقعیت فروش<sup>۲</sup> پرتفوی شرکت‌های دیکتاتورمدار و موقعیت خرید<sup>۳</sup> پرتفوی شرکت‌های دموکراسی‌مدار است.

### جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بودند. اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش مربوط به دوره ۱۳۸۹-۱۳۸۵ محاسبه شد. روش نمونه‌برداری در این پژوهش روش حذف سیستماتیک یا روش هدفمند بود؛ بنابراین شرکت‌هایی که حایز شرایط باشند، به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. در این پژوهش، حجم نمونه برابر تعداد شرکت‌های موجود در جامعه آماری بود که از کلیه ویژگی‌ها و شرایط زیر برخوردار بودند:

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد؛
۲. معاملات سهام شرکت طی دوره پژوهش بیش از ۳ ماه در بورس اوراق بهادار متوقف نباشد؛
۳. کلیه اطلاعات مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود باشد؛
۴. تمامی شرکت‌های مورد بررسی دارای ارزش دفتری مثبت باشند. با در نظر گرفتن شرایط بیان شده، در مجموع ۷۸ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب گردیدند.

### تجزیه و تحلیل داده‌ها

هدف از آزمون فرضیه پژوهش، بررسی تاثیر (عدم) وجود سهامداران نهادی به‌عنوان مهمترین

1. Zero-Investment Strategy
2. Long Position
3. Short Position

معیار دموکراسی‌مداری (دیکتاتوری‌مدار) و ساختار رقابتی بازار محصول بر بازده غیرعادی ماهانه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج نشان می‌دهد که ضریب آلفا ( $\alpha$ ) که بازده غیرعادی بر مبنای راهبرد سرمایه‌گذاری صفر و ناشی از موقعیت فروش پرتفوی شرکت‌های دیکتاتورمدار و موقعیت خرید پرتفوی شرکت‌های دموکراسی‌مدار است، در بازار غیررقابتی بیشتر از بازار رقابتی است. این امر بیانگر آن است، زمانی که دموکراسی یا حاکمیت بنگاهی خوب (درصد سهامداران نهادی بالا) و بازار غیررقابتی وجود دارد، بازده غیرعادی سهام افزایش می‌یابد. در مقابل، زمانی که دیکتاتورمداری یا حاکمیت بنگاهی نامطلوب (درصد سهامداران نهادی کم) و بازار غیررقابتی است، بازده سهام، کمترین مقدار خود را دارد. به عبارت دیگر در بازار غیررقابتی، هر چه ساختار دموکراسی بنگاه یا همان حاکمیت بنگاهی مطلوب بیشتر باشد، بازده نیز بیشتر می‌شود. همان‌گونه که نتایج پژوهش در جدول ۵ مشاهده می‌شود، p-value متغیر آلفا برای پرتفوی پوششی در رقابت پایین (LI پایین) در سطح معنی‌داری ۵ درصد، برابر با ۳۸۲/۳ بوده و معنی‌دار است (۰/۰۰۷). این امر نشان‌دهنده تاثیر حاکمیت شرکت بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها در سطح رقابتی پایین است (مطابق با فرضیه پژوهش). p-value آماره F نیز نشان می‌دهد که کل مدل نیز در سطح معنی‌داری ۰/۰۵ درصد معنی‌دار است. آماره‌های دوربین‌واتسون نیز نزدیک به ۲ و بیانگر نبود خودهمبستگی بین اجزای خطا هستند.

جدول ۵: یافته‌های پژوهش

$r_{i,t} - r_{f,t} = \alpha + \beta_1 \times MKT_t + \beta_2 \times SMB_t + \beta_3 \times HML_t + \beta_4 \times UMD_t + e_t$							
دوربین واتسون	آماره F p-value	$\beta_4$	$\beta_3$	$\beta_2$	$\beta_1$	$\alpha$	پرتفوهای پوششی
۲/۴۶۲	۱/۹۸۷ ۰/۰۴۲	۰/۰۷۲ ۰/۰۳۵	۰/۱۷۲ ۰/۰۲۰	-۰/۰۹۲ ۰/۰۵۴	۲/۲۱۸ ۰/۰۱۹	۱/۹۲۱ ۰/۰۲۶	LI بالا (رقابتی بالا)
۱/۷۵۷	۲/۱۵۳ ۰/۰۰۸	۰/۰۵۶ ۰/۰۴۳	۰/۱۸۳ ۰/۰۱۱	-۰/۲۹۸ ۰/۰۳۷	۰/۵۲۱ ۰/۰۷۳	۲/۱۶۸ ۰/۰۱۷	LI متوسط
۲/۴۰۲	۱/۶۱۶ ۰/۰۱۸	۰/۱۸۲ ۰/۰۳۴	۰/۱۱۹ ۰/۰۴۱	۰/۲۰۴ ۰/۰۲۲	۱/۴۶۷ ۰/۰۸۶	۳/۳۸۲ ۰/۰۰۷	LI پایین (رقابتی پایین)

## نتیجه‌گیری و پیشنهادها

اقتصاددانان کم‌انگیزگی مدیریت را اولین و مهم‌ترین مسئله برای شرکت‌ها در صنایع غیررقابتی می‌دانند. انتظار می‌رفت ایجاد شرایط دموکراسی‌مدارانه که منجر به نظارت و اعمال حاکمیت از طرف ذی‌نفعان در بنگاه بر روی مدیریت می‌باشد، بتواند در شرایط غیررقابتی جبران عامل رقابت باشد. در این پژوهش، برای اولین بار در بازار سرمایه ایران اثر وجود سهامداران نهادی به‌عنوان عامل ایجادکننده شرایط دموکراسی در بنگاه‌ها بر بازده غیرعادی و در بازارهای رقابتی و غیررقابتی بررسی شد. یافته‌ها نشان داد که رابطه میان سهامداران نهادی و بازده غیرعادی در بازار غیررقابتی نسبت به بازار رقابتی، بیشتر است. بنابراین، با توجه به اهمیت بازده غیرعادی برای بنگاه‌های انتفاعی و سرمایه‌گذاران در این بنگاه‌ها، از یک‌طرف مراجع متولی از جمله سازمان بورس اوراق بهادار ضوابط اعمال راهبری شرکتی را در مورد بنگاه‌ها اجرایی نموده و از طرف دیگر سرمایه‌گذاران نیز در تصمیم‌های خود این متغیر مهم را در نظر گیرند. با عنایت به این موضوع که در بورس اوراق بهادار، پژوهش‌های کمی در زمینه دموکراسی‌مداری و اثر آن بر بازده غیرعادی انجام شده و همچنین با گذشت عمر دو دهه حاکمیت بنگاهی، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های بیشتری در این زمینه انجام گیرد. به‌طور کلی هنوز شواهد محکمی در مورد اثربخشی معیارهای حاکمیت بنگاهی به‌دست نیامده است؛ بنابراین می‌توان در پژوهش‌های آتی رابطه حاکمیت بنگاهی و متغیرهای اقتصادی و غیراقتصادی، بررسی شود.

## منابع

### الف) فارسی

- برادران حسن‌زاده، رسول، بادآورنهدی، یونس و بابایی، قادر. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده. *فصلنامه بررسی حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۹، شماره ۲، صفحات ۱۶-۱.
- بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۶). آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی. تهران: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران. *مجله بورس*، شماره ۵۲، صفحه ۱.
- حساس‌یگانه، یحیی و باغومیان، رافیک. (۱۳۸۴). حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی. *فصلنامه حسابدار رسمی*، سال دوم، شماره ۵ و ۶، صفحات ۸۶-۴۵.
- حسینی، سیدمجتبی. (۱۳۸۶). *بررسی اثر میزان سهام‌داری نهادی به‌عنوان یکی از معیارهای حاکمیت بنگاهی*

بر بازده سهامداران بنگاه‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشکده حسابداری، دانشگاه تهران. صفحات ۴۲-۳۷.

رهبری خرازی، مهسا. (۱۳۸۴). مطالعه و شناخت وضعیت حاکمیت بنگاهی در بنگاه‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه آن با کشورهای جهان. پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشکده حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی تهران. صفحات ۹۵-۹۳.

ستایش، محمدحسین و کارگرفردجهرمی، محدثه. (۱۳۹۰). بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه. فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، سال اول، شماره ۱، صفحه ۹.

قنبری، فرحناز. (۱۳۸۶). بررسی تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت بنگاهی بر عملکرد بنگاه‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشکده حسابداری، دانشگاه الزهرا. صفحه ۱۰۳.

نمازی، محمد و ابراهیمی، شهلا. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۱، صفحات ۲۷-۹.

یزدانیان، نرگس. (۱۳۸۵). نقش حاکمیت بنگاهی در کاهش مدیریت سود. پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشکده حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی تهران. صفحات ۱۲۰-۱۱۷.

### ب) انگلیسی

- Bebchuk, L., Cohen, A., & Wang, C. Y. (2012). Learning and the disappearing association between governance and returns. *Journal of Financial Economics*, 108(2), 323-348.
- Black, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2(212), 89-108.
- Booth, L., & Zhou, J. (2009). *Market power and dividend policy: A risk-based perspective*. Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1296940](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1296940) Dan, M., Li-yan, H. and L/
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Dan, M., Li-yan, H., & Dong-hui, L. (2007). *Industry concentration and stock returns in China a-share market*. International Conference on Management Science & Engineering, 14<sup>th</sup> August. pp. 20-22.
- Dhaliwal, D., Huang, Sh., Khurana, K. I., & Pereira, R. (2008). *Product market competition and accounting conservatism*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1266754/>
- Ditmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2006). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
- Fama, E., & French, K. (1993). Common risk factors in the returns on bonds and stocks. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- Folsom, D. M. (2009). *Competitive structure and conditional accounting conservatism* (Ph.D. Dissertation). Business Administration, The University of Iowa. Retrieved from <http://www.proquest.com/>

- Gaspar, J. M., & Massa, M. (2006). Idiosyncratic volatility and product market competition. *Journal of Business*, 79(6), 3125-3152.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2008). *Corporate payout policy and product market competition*. Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=972221/](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=972221/)
- Hashem, N. (2010). *Industry concentration and the cross-section of stock returns: Evidence from the UK*. Retrieved from <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/28440/>
- He, W. (2009). *Agency problems, product market competition and dividend policy in Japan*. Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1786190/](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1786190/)
- Himmelberg, C., Hubbard, G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
- Holderness, C. G. A. (2003). Survey of block holders and corporate control. *Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York*, 9(1), 51-64.
- Hou, K., & Robinson, D. T. (2006). Industry concentration and average stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1927-1956.
- Ignatieva, K., & Gallagher, D. (2010). *Concentration and stock returns: Australian evidence*. International Conference on Economics, Business and Management, IPEDR, vol. 2. pp. 51-54.
- Jae-Seung, B., Jun-koo, K., & Kyung-Suh, P. (2004). Corporate governance and firm value: Evidence from Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71(3), 265-313.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). The theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(1976), 60-305.
- Kale, J. R., & Loon, Y. C. (2011). Product market power and stock market liquidity. *Journal of Financial Markets*, 14(2), 376-410.
- Keasey, K., Thompson, S., & Wright, M. (2005). *Corporate governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*. London: John Wiley Sons Inc.
- Lefort, F., & Urzua, F. (2007). Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*, 61(6), 615-622.
- Lyandresy, E., & Watanabe, M. (2011). *Product market competition and equity returns*. Retrieved from <http://people.bu.edu/lyandres/GE-comp-201117-02-pdf/>
- Marciukaityte, D., & Park, J. C. (2009). *Market competition and earnings management*. Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1361905/](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1361905/)
- Peress, J. (2010). Product market competition, insider trading, and stock market efficiency. *The Journal of Finance*, LXV(1), 1-43.
- Sharma, V. (2010). Stock returns and product market competition: Beyond industry concentration. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37(3), 283-299.
- Xavier, G., & Mueller, H. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *Journal of Finance*, 66(2), 563-600.