

## تحلیل دیدگاه سهامداران بزرگ به عمل واگذاری بلوکی سهام برای تأمین مالی بنگاه بر اساس مچینگ (مورد مطالعه: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)

حسین رضایی دولت آبادی<sup>۱\*</sup>، راضیه صادق فلاح<sup>۲</sup>

۱- استادیار دانشکده اقتصاد دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

ho.rezaie@gmail.com

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

rraaziiiehh@yahoo.com

### چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر، تحلیل دیدگاه سهامداران بزرگ به عمل واگذاری بلوکی سهام برای تأمین مالی بنگاه در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور، نمونه‌ای متشکل از ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ بررسی شده است. برای آزمون این دیدگاه از روش‌های همسان‌سازی بر اساس نمره گرایش (مچینگ) و رگرسیون لاجیت استفاده می‌گردد. نتایج به دست آمده ضمن تأیید دیدگاه مثبت و معنادار برخی از سهامداران بزرگ نسبت به واگذاری، بیانگر تأثیر منفی بزرگترین سهامدار، به دلیل محدودیت در فرصت‌های واگذاری، بر سیاست‌های بنگاه است. بنابراین، در صورت وجود فرصت‌های مناسب برای واگذاری، سهامداران از هر گونه ممانعت از این فعالیت، جلوگیری می‌نمایند.

**واژه‌های کلیدی:** ساختار مالکیت، واگذاری، رگرسیون لاجیت، نمره گرایش.

## مقدمه

به علل گوناگونی که مهمترین آن‌ها جدایی مالکیت از مدیریت است، شرکت‌ها علاوه بر وظیفه انجام فعالیت‌های اقتصادی، وظیفه پاسخگویی به افراد بیرون از شرکت را نیز بر عهده دارند و حفظ منافع عمومی، رعایت حقوق سهامداران، ارتقای شفافیت اطلاعات و الزام شرکت‌ها به ایفای مسئولیت اجتماعی از مهمترین آرمان‌هایی است که بیش از یک دهه گذشته توسط مراجع مختلف نظارتی و اجرایی مورد توجه بوده است. تحقق این آرمان مستلزم وجود ضوابط استوار و ساز و کارهایی اجرایی مناسب است که مهمترین آنها نظام ساختار مالکیت است. در این بین یکی از مهمترین عوامل اثرگذار بر کنترل و اداره شرکت، ترکیب مالکیت و به خصوص تمرکز مالکیت سهام در دست سهامداران عمده است. چنین سهامدارانی درصد قابل توجهی از سهام شرکت‌ها را در اختیار دارند که به نوبه خود می‌توانند اداره شرکت را در دست گیرند، چرا که وقتی تمرکز بالای مالکیت وجود دارد، امکان نظارت و کنترل بهتر بر عملکرد مدیریت شرکت فراهم می‌گردد. 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 هستند. واگذاری<sup>۱</sup> نقش مهمی می‌تواند در ارائه این بازده داشته باشد. در واقع واگذاری نقش مهمی در پرورش کارایی اقتصادی بازی می‌کند. شرکت‌ها می‌توانند از واگذاری برای جبران ضررهای سرمایه‌گذاری‌های اشتباه در گذشته مثل اکتساب ناموفق و همچنین می‌توانند به منظور کاهش میزان سرمایه‌گذاریشان در زمان کاهش تقاضا

از واگذاری استفاده کنند. واگذاری به شرکت‌ها، به منظور مدیریت زمان و یا آزاد کردن سرمایه آنها کمک می‌کند و این امر باعث افزایش ارزش عملیات شرکت می‌شود، زیرا عکس‌العمل بازار به اعلام واگذاری شرکت‌ها مثبت است و این به منزله یک علامت مثبت از شرکت به بازار سرمایه است [۱۵].

در ابتدا پژوهش به مبانی نظری پرداخته می‌شود و این قسمت با پیشینه تجربی پایان می‌یابد. در ادامه به روش پژوهش اشاره و سپس یافته‌های حاصل شده تحلیل و بررسی می‌گردد. در نهایت به ارایه پیشنهادهایی پرداخته می‌شود.

## مبانی نظری

### ساختار مالکیت

همراه با گسترش پژوهش‌های مربوط به تعریف و ماهیت شرکت، انبوهی از نظریات مربوط به ارزیابی عملکرد شرکت‌ها شکل گرفته‌اند. روش‌های اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها و یافتن راهکارهای کنترل عملکرد آنها که عموماً به انواع مالکیت سهام شرکت‌ها مربوط می‌شود، مسأله مهمی است که پرداختن به آن امکان توسعه ثروت و درآمد را افزایش می‌دهد. کسب حق مالکیت به وسیله مدیران و نظارت به وسیله سهامداران عمده بزرگ، راهی است که به شکل بالقوه می‌تواند مشکلات نمایندگی<sup>۲</sup> را کاهش و ارزش مؤسسه را افزایش دهد. حق مالکیت اساسی به وسیله مدیران، منافع آن‌ها را با منافع سایر سهامداران هم‌راستا می‌کند؛ به طوری که مدیریت محرکی برای دنبال کردن فعالیت‌های حداکثرکننده ارزش دارد و همچنین وجود سهامداران عمده با مؤسسه‌های سهامدار نیز می‌تواند میزان نظارت را افزایش یا آن را بهبود

1. Divestiture

2. Agency Problem

سهامدار مرجع دیگر ممکن است سبب ایجاد تضاد منافع میان سهامداران عمده و در نتیجه کاهش عملکرد شرکت شود. از سوی دیگر، این سهامدار عمده (دومین سهامدار) به علت دارا بودن منافع بالا می‌تواند کسب منافع شخصی توسط سهامدار اصلی را کنترل کند [۵].

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 آن‌ها به شکل اثر بخشی شرکت را با نگهداری بخشی از سهام کنترل می‌کنند، اما سهامداران بزرگ تنها تا حدی از نتایج تصمیم‌های 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 جز (به علت استخراج منافع شخصی) در مقایسه با اینکه می‌تواند به علت نظارت بیشتر بر تصمیم‌های مدیریت برای آن‌ها مفید باشد، بیشتر مضر است [۱۵].

## واگذاری

واگذاری نقش مهمی در پرورش کارایی اقتصادی بازی می‌کند. شرکت‌ها می‌توانند از واگذاری به منظور جبران ضررهای سرمایه‌گذاری‌های اشتباه در گذشته مثل اکتساب ناموفق استفاده کنند؛ بویژه آن‌ها می‌توانند به منظور کاهش میزان سرمایه‌گذاریشان در زمان افت تقاضا و همچنین به منظور مدیریت زمان و آزاد کردن سرمایه‌شان از واگذاری سود جویند، چرا که این امر باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود [۱۵]؛ در واقع پژوهشگران اقتصادی معتقدند که تجدید ساختار،

بخشد و بنابراین به عملکرد بهتر منجر شود [۷]. مطابق با نظر جنسن و مک‌لینگ<sup>۱</sup> (۱۹۷۶) تمایل مدیران به تخصیص منابع شرکت به سمت اهداف شخصی خودشان است و این یعنی بروز مشکلات نمایندگی [۱۵]، 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 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 [۲۲]، [۱۳]. برای نمونه 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 ائتلاف کنترل شکل می‌گیرد. ضمن اینکه سایر سهامداران انگیزه عمده 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. پژوهش‌های لویز<sup>۲</sup> 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

1. Jensen & Meckling

2. Lopez

هدف واگذاری پرداخته شود. در واقع واگذاری نقطه مقابل سرمایه‌گذاری است و این یعنی بازایی منابع مالی که در یک دارایی گره خورده است. با این حال این تعریف بیش از حد گسترده است، به طوری که اهداف بالقوه واگذاری که هم شامل کالاهای اقتصادی افراد و هم کل شرکت می‌شود را، در بر می‌گیرد. با این حال به صورت یک دیدگاه محدود می‌توان بیان کرد که تصمیم‌های واگذاری به صورت داوطلبانه انجام می‌گیرد و واگذاری به علت مناقصه خصمانه بررسی نمی‌شود [۲۱].

با توجه به تعاریف بیان شده و توضیح آن‌ها می‌توان تعریف جامعی از واگذاری ارائه کرد: واگذاری به عنوان فرایند فروش زمانی رخ می‌دهد که شرکت بخشی از دارایی‌هایش را به منظور تأمین نقدینگی بفروشد. در واقع عمل واگذاری یک فعالیت ساختاری عمده است، به طوری که در تعریف فوق واژه دارایی هم به معنای بخشی از شرکت و هم به معنای بخش کامل آن است. در نهایت باید در نظر داشت که واگذاری رویدادی است که به طور گسترده به اطلاع عموم می‌رسد و یکی از انگیزه‌های مدیریت برای واگذاری افزایش قیمت سهام شرکت است که به حمایت از اعلام بازده مثبت کمک می‌کند [۸].

### دیدگاه‌های مبنی بر ارتباط بین مالکیت و واگذاری

بر خلاف دیدگاه ترویج شده پژوهش‌های اخیر، مالکیت شرکت‌ها به طور کلی در دست تعداد اندکی از بلوک دارندگان سهام متمرکز است. نتایج این پژوهش‌ها به شکل بالقوه معنی دار هستند، زیرا بلوک دارندگان سهام برای تحت تأثیر قرار دادن تصمیم‌های شرکت دارای قدرت هستند. یک دیدگاه این است که

آمادگی برای سرمایه‌گذاری نهایی است [۹]. طبق پژوهش‌های انجام شده واگذاری به دو شکل انجام می‌گیرد: شکل اول، فروشنده (شرکت واگذار شده) نوعی تجدید سازمان انجام می‌دهد که در آن شرکت اصلی قسمتی از دارایی‌های خود را به یک شرکت سهامی تازه تأسیس انتقال می‌دهد و در عوض تمامی سهام این شرکت تازه تأسیس را دریافت می‌کند و آن را به عنوان سود سهام غیر نقدی بین سهامداران خود توزیع می‌نماید که به اصطلاح به آن چرخش سهام<sup>۱</sup> 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 [۱۰].

در پژوهش‌های تجارت و مدیریت، مفهوم واگذاری تا حدودی متفاوت و متناقض اعمال می‌شود. با توجه به مفاهیم مختلف لازم است به تعریف واگذاری در چارچوب اساسی برای مشخص کردن

### پیشینه پژوهش

احمدیان و آقایی (۱۳۹۲)، به بررسی تأثیر نوع بزرگترین سهامدار بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در یک بررسی ۴ ساله آنها دریافتند که سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌هایی که بزرگترین سهامدار آنها داخلی و یا دولتی است به صورت مثبتی متأثر از میزان مالکیت آنهاست و همچنین یافته‌ها حاکی از آن است که سهامداران داخلی سیاست تقسیم سود پایین‌تری را اتخاذ و سود انباشته را بر سیاست تقسیم سود بیشتر ترجیح می‌دهند [۱]. خدادادی و همکاران (۱۳۹۲)، تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها را در بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ مورد آزمون قرار دادند. نتایج گویای رابطه‌ای معنادار و مثبت بین جریان‌های نقد آزاد، مالکیت مدیریتی و استفاده بهینه از دارایی‌هاست. همچنین با افزایش مالکیت مدیریتی، ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها منفی و معنادارتر می‌شود [۴]. شی<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۰) مطالعه‌ای در خصوص واگذاری، اثر ثروت و حاکمیت شرکتی انجام دادند. در واقع آنها به دنبال بررسی عکس‌العمل بازار به تصمیم‌های واگذاری و تعیین تأثیر حاکمیت شرکتی بر آن بودند. این بررسی در دوره زمانی ۱۹۹۷ - ۲۰۰۵ انجام گرفت. نتایج آن‌ها بیان می‌کند که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی احتمال خیلی زیادی دارد که واگذاری را انجام دهند؛ مخصوصاً حقوق سهامداران قوی، هیأت مدیره بزرگ و مالکیت مدیریتی احتمال واگذاری را افزایش می‌دهد؛ همچنین یک بازار رقابتی قوی احتمال واگذاری را افزایش می‌دهد و این عامل نشان می‌دهد که مکانیزم حاکمیتی داخلی و خارجی برای حداکثر

سهامداران بزرگ حاکمیت بهتر را ترویج می‌کنند. آنها به دلیل درصد مالکیت قابل 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 تصمیم‌های 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؛ یعنی به معنای ایجاد مسایل نمایندگی است [۱۵].

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، ارایه می‌کند. دوم، سطوح پایین مالکیت برای مدیران به منظور انحراف از استراتژی حداکثر سازی ارزش، شاید با کسب دارایی‌های غیرمرتبط یا دارایی 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 [۱۰].

حداقل درصد مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

مجموع درصد مالکیت دومین و سومین سهامدار بزرگ بر افزایش فعالیت‌های واگذاری در تقابل با بزرگترین سهامدار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

مجموع درصد مالکیت سایر سهامداران بر افزایش فعالیت‌های واگذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

### روش پژوهش

#### جامعه آماری و نحوه گردآوری اطلاعات

جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از ویژگی‌های زیر برخوردارند. دوره مالی شرکت‌های نمونه منتهی به پایان اسفند ماه باشد، در دوره مورد بررسی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند، جزو شرکت‌های مالی (بیمه، بانک و شرکت‌های سرمایه‌گذاری) نباشند و اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس باشد.

در این پژوهش، داده‌های پژوهش برای دوره زمانی ۱۳۸۲-۱۳۹۱ از وب سایت‌های اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار شامل سایت شرکت مدیریت فناوری بورس تهران، بورس اوراق بهادار تهران و کدال گردآوری و همچنین از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده خواهد شد. با توجه به دسترسی به کل جامعه نیازی به نمونه‌گیری نیست.

#### مدل و متغیرهای پژوهش

با پیروی از پژوهش‌های انجام شده، [۱۲]، [۱۶]، [۱۵]، [۱۸]، [۱۹]، [۲۰]، متغیرهای دارایی‌های شرکت،

کردن منافع سهامداران مکمل یکدیگر هستند [۱۷]. هیلیر<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۹) پژوهشی درباره فروش دارایی و استراتژی شرکت با بررسی شرکت‌های واگذار شده در انگلیس طی بازه زمانی ۱۹۹۳-۲۰۰۰ انجام دادند. آن‌ها دریافتند که فروش دارایی‌ها به علت یک دوره کاهش در بازده عملیاتی شرکت‌ها و تمایل شرکت‌ها به داشتن اهرم مالی بالا است. با اعلام واگذاری و فروش دارایی‌ها، قیمت سهام یک واکنش مثبت به این اعلام نشان می‌دهد و علت این واکنش بهبود بازده و کاهش اهرم مالی در شرکت‌هاست. همچنین نتایج نشان می‌دهند که فروش دارایی‌ها پاسخ عملیاتی مؤثری به شرایط مالی ضعیف شرکت نشان می‌دهد [۱۲]. تامپسون<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۰۰) در پژوهشی به منظور بررسی واگذاری و مالکیت در یک دوره ۴ ساله بر روی ۱۴۱ شرکت بزرگ انگلیسی نشان دادند که ارزش و وسعت فعالیت‌های واگذاری با سائز شرکت و تنوع در ارتباط است و همچنین در نتایج بیان می‌کنند که فعالیت‌های واگذاری بازتابی از تمایلات شخصی مدیران برای به عهده گرفتن واگذاری نیست، بلکه یک پاسخ هدفمند نسبت به تغییرات بیرونی و شرایط بازار است و این امر با نظریه نمایندگی و دیدگاه راهبردی شرکت سازگار است [۱۸].

#### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به هدف پژوهش که، تحلیل دیدگاه سهامداران بزرگ به عمل واگذاری بلوکی سهام برای تأمین مالی بنگاه است، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل است:

مجموع درصد مالکیت دومین و سومین سهامدار بزرگ بر افزایش فعالیت‌های واگذاری با تملک

1. Hillier  
2. Thompson

است. بنابراین در ادامه با توجه به تعداد شرکت‌های مشخص شده با استفاده از روش همسان سازی بر اساس نمره گرایش (معادله ۳)، مدل مورد بررسی برای آزمون فرضیه‌ها ارایه می‌گردد.

$$(۳) Pscore = \psi(\hat{\beta}_1 Size + \hat{\beta}_2 Lev + \beta_3 ROA + \beta_4 MS + \varepsilon$$

سایر سهامداران بزرگ (بلوک دارندگان سهام) ممکن است تأثیر مثبتی بر حاکمیت شرکت داشته باشند با این تضمین که بزرگترین سهامدار منابع را به نفع خود از سایر سهامداران منحرف نمی‌کند. این نظارت بیشتر، ممکن است به طور مستقیم کمکی به افزایش تمایل به واگذاری نکند؛ بنابراین با جلوگیری از اقدام بزرگترین سهامدار برای منحرف کردن منابع به سمت منافع شخصی خود، سایر بلوک دارندگان می‌توانند شرکت را به تمرکز بر خلق ارزش محدود کنند. بنابراین برای ارزیابی فرضیه‌ها، از یک متغیر کمکی به نام (Hi-contest) استفاده می‌شود و این متغیر عاملی برای سنجش فرضیه‌ها است. با استفاده از نمونه مورد نظر، تأثیر سایر بلوک دارندگان سهام بر واگذاری با مدل رگرسیون لاجیت زیر ارزیابی می‌شود:

$$(۴) Divest = \beta_0 + \beta_1 Size + \beta_2 Lev + \beta_3 ROA + \beta_4 MS + \beta_5 Lsh1 + \beta_6 Hicontest * Lsh1 + \beta_7 Locontest * Lsh1 + \beta_8 Locontest + \varepsilon$$

Lsh1 درصد مالکیت بزرگترین سهامدار است.

سنجه متغیرهای استفاده شده در این پژوهش به

شرح زیر است:

اندازه (Size): بر اساس لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود. اهرم مالی (Leverage): برای اندازه‌گیری اهرم مالی از نسبت کل بدهی به کل دارایی استفاده می‌شود. این مورد برای هر

اهرم مالی، سهم بازار و نرخ بازده دارایی‌ها برای محاسبه واگذاری در نظر گرفته می‌شود؛ ضمن اینکه در پژوهش حاضر علاوه بر متغیرهای فوق، حضور حداقل یک بلوک دارنده سهام نیز مدنظر است.

$$(۱) Divest = \beta_0 + \beta_1 Size + \beta_2 Lev + \beta_3 ROA + \beta_4 MS + \varepsilon$$

که Divest معرف واگذاری، Size دارایی‌های شرکت، Lev اهرم مالی، ROA نرخ بازده دارایی‌ها و MS سهم بازار و  $\varepsilon$  معرف جمله خطا است (در ادامه نحوه محاسبه متغیرها ارایه خواهد شد).

سپس به منظور محاسبه تمرکز مالکیت (بلوک دارندگان سهام) در هر شرکت، به پیروی از رحمان و همکاران (۲۰۱۳) از شاخص هرفیندال-هیرشمن (HH) استفاده می‌شود. شاخص مزبور از مجموع مربع درصد سهام متعلق به سهامداران شرکت‌ها به دست می‌آید. بر این اساس طبقه بندی زیر توسط هرفیندال صورت گرفته است:

زیر ۱ درصد نشان‌دهنده یک رقابت شدید؛

زیر ۱۵ درصد نشان‌دهنده یک شاخص عدم تمرکز؛

بین ۱۵ تا ۲۵ درصد نشان‌دهنده تمرکز متوسط (ملایم)؛

بالای ۲۵ درصد نشان‌دهنده بالاترین میزان تمرکز است.

نحوه محاسبه تمرکز مالکیت بر اساس شاخص مذکور به شرح ذیل است:

$$(۲) HH: \sum_{i=1}^N S_i^2$$

$S_i$  = درصد سهام متعلق به سهامداران شرکت  $i$  ام از بازار یا صنعت،  $N$  = تعداد سهامداران شرکت  $i$  ام.

باید توجه داشت که ممکن است شرکت‌ها در ارتباط با ساختار مالکیت‌شان متفاوت باشند و این تفاوت عاملی در سرعت بخشیدن یا کاهش در تصمیم‌های واگذاری

شرکت با توجه به اطلاعات موجود در پایان سال مالی به دست می‌آید.

نرخ بازده دارایی‌ها (ROA): بر اساس سود قبل از کسر بهره و مالیات تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌گردد. سهم بازار (MS): به صورت نسبت فروش شرکت به کل فروش صنعت به دست می‌آید. مالکیت بزرگترین سهامدار (Lsh1): بر اساس درصد مالکیت بزرگترین سهامدار ارایه می‌شود. مالکیت دومین و سومین سهامدار (Lsh2): بر اساس مجموع درصد مالکیت دومین و سومین سهامدار محاسبه می‌شود. بلوک‌دارندگان سهام (Blocks): مجموع درصد مالکیت کل سهامداران به دست می‌آید. واگذاری (Divest): معرف واگذاری است؛ اگر توسط شرکت انجام شود ارزش یک و در غیر اینصورت صفر است. به منظور تعیین شرکت‌های واگذار شده و واگذار نشده، معادله (۳) مورد محاسبه قرار می‌گیرد. به این صورت که بعد از محاسبه، چنانچه نمره گرایش (Pscore) به دست آمده بالاتر از حد استاندارد روش همسان سازی باشد (بیشتر از ۰/۵)، حاکی از واگذاری در شرکت است و همچنین نمایی از احتمال واگذاری در آینده توسط شرکت است و اگر نمره گرایش حاصل شده پایین‌تر از استاندارد باشد (کمتر از ۰/۵)، گویای عدم واگذاری در شرکت خواهد بود. بنابراین هر چقدر نمره گرایش به عدد ۱ نزدیک‌تر باشد احتمال واگذاری در شرکت و حتی تحقق آن در آینده بیشتر است.

طبقه بندی و مدل‌های رگرسیونی همگی این محدودیت را دارا هستند، که بر روی تعداد محدودی از متغیرهای کمکی می‌توانند 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 پیش نیاز برای آن عامل تعریف می‌شود؛ یعنی می‌توان نوشت  $[e(x_i) = \text{pr}(Z_i=1 | X_i=x_i)]$  که برای عامل (بنگاه)  $\alpha_i$ ، 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 است. در این مدل متغیر وابسته همان عضویت در گروه مشاهده (واگذاری) = ۱ و واگذار نشده (= ۰) و متغیرهای مستقل همان عواملی هستند که می‌خواهیم توزیع آنها در دو گروه مورد مطالعه مشابه باشد [۳].

نتیجه روش همسان‌سازی در پژوهش حاضر، به منظور بررسی نفوذ ساختار مالکیت، تعیین شرکت‌هایی است که به لحاظ نظری نیاز به واگذاری در آنها احساس نمی‌شود، ولی به منظور تمرکز بیشتر برای افزایش ارزش، انتظار می‌رود که واگذاری ارایه گردد.

### رگرسیون لاجیت

در بسیاری از پژوهش‌ها، متغیر وابسته، پیوسته نبوده و ممکن است تنها دو نتیجه داشته باشد. به عنوان مثال فقط یکی از دو ارزش صفر و یا یک را بپذیرد که

### همسان سازی بر اساس نمره گرایش<sup>۱</sup>

روش‌های مرسوم که معمولاً برای کنترل متغیرهای مخدوشگر به کار گرفته می‌شود، شامل؛ همسان‌سازی،



برآورد آمارهای توصیفی که شامل میانگین، انحراف معیار و چارک‌ها است و همچنین برای بررسی نمره گرایش و پارامترهای مدل و تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره، به ترتیب از نرم‌افزارهای Excel 10، SPSS20، Matlab و Stata12 استفاده می‌شود.

### یافته‌های پژوهش

در این بخش ابتدا آمار توصیفی شرکت‌ها در دو جدول شرکت‌های واگذار شده و شرکت‌های واگذار نشده ارائه می‌شود و سپس نتایج روش همسان‌سازی بر اساس نمره گرایش همانند قسمت قبلی، در دو جدول بیان می‌گردد و در ادامه، به آزمون فرضیه‌ها پرداخته می‌شود. جداول (۱) و (۲) نمایی از آمار توصیفی برای شرکت‌های واگذار شده و شرکت‌های واگذار نشده را به صورت دو قسمت جداگانه نشان می‌دهد. در واقع از این داده‌ها برای برآورد نمره گرایش شرح داده شده در معادله (۳) استفاده می‌شود.

ارزش یک به معنای وقوع حادثه و ارزش صفر به معنای عدم وقوع آن است. برای اینگونه موارد از مدل رگرسیون لاجیت استفاده می‌گردد. در مدل رگرسیون لاجیت به جای حداقل کردن مجذور خطاها (که در رگرسیون معمولی صورت می‌گیرد) احتمالی که یک واقعه رخ می‌دهد، حداکثر می‌شود [۶]. همانطور که قبلاً بیان شد استدلال پشتوانه استفاده از مدل لاجیت در تجزیه و تحلیل این پژوهش، به کارگیری روش همسان‌سازی بر اساس نمره گرایش است. علاوه بر این، سهامداران در تصمیم‌های با دو انتخاب روبرو هستند، واگذاری و عدم واگذاری. با توجه به اینکه در این پژوهش از رگرسیون لاجیت استفاده می‌شود آزمون‌های LR، به منظور بررسی معناداری کل مدل رگرسیون، آزمون Log Likelihood برای برآزش نیکویی مدل و آزمون Z برای بررسی معنادار بودن ضرایب حاصل از برآورد مدل رگرسیون استفاده می‌شود [۲]. در نهایت، در این پژوهش با توجه به حجم وسیع داده‌ها، برای انتقال آن‌ها به نرم افزار اقتصادسنجی و

جدول (۱) آمار توصیفی شرکت‌های واگذار شده

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	چارک اول	چارک دوم	چارک سوم
Size	۱۳/۴۵۳	۱/۰۶۴۰	۰/۵۷	۰/۶۸	۰/۷۶
Lev	۰/۶۵۳	۰/۱۶۳	۱۲/۷۵	۱۳/۳۹	۱۴/۱۲
ROA(%)	۱۱/۸۳۶	۱۲/۴۹۹	۳/۷۳	۱۰/۰۷	۱۷/۶۶
MS	۰/۰۳۸	۰/۰۴۹۹	۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۰۵
Lsh1(%)	۴۶/۹۸۵	۲۴/۶۱۳	۳۱/۰۵	۵۱	۶۲/۹۸
Lsh23(%)	۲۱/۹۷۷	۱۵/۰۲۳	۱۰/۰۵	۲۰/۵۴	۳۵/۵۷
Block(%)	۸۱/۲۴۷	۳۰/۵۶۸	۸۳/۲۵	۹۱/۸۶	۱۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

بازده دارایی و سهم بازار) با شرکت‌های واگذار شده دارا هستند.

تفاوت معناداری در متغیرهای مالی بین دو گروه از شرکت‌ها مشاهده نمی‌شود و در صورت می‌توان نتیجه گرفت که تمایل به واگذاری در شرکت‌های همسان شده وجود دارد. در مقایسه متغیرهای ساختار مالکیت تفاوت معنادار در متغیر درصد مالکیت دومین و سومین سهامدار نشان دهنده این است که این دو سهامدار در شرکت‌های واگذار شده، بخش نسبتاً زیادی از سهام شرکت را دارا هستند.

در مقایسه متغیرهای ساختار مالکیت تفاوت معنادار در متغیر درصد مالکیت دومین و سومین سهامدار نشان دهنده این است که این دو سهامدار در شرکت‌های واگذار شده، بخش نسبتاً زیادی از سهام شرکت را دارا هستند. تفاوت معنادار دیگر در متغیر بلوک‌دارندگان سهام شرکت است (۸۱/۲۴ در برابر ۷۶/۴۲)؛ در جدول (۴)، مقایسه میانه‌ها تأییدکننده نتایج تفاوت در میانگین‌ها است. به نحوی که نتایج آرایه شده بیان‌کننده این نکته است که در شرکت‌های همسان شده تمایل به واگذاری وجود دارد.

در یک نگاه کلی و مقایسه‌ای بین دو جدول فرعی متوجه اختلاف کم اندازه شرکت‌ها می‌شویم (۱۳/۴۵ در مقابل ۱۳/۵)؛ در مقابل آن، نرخ بازده دارایی‌ها یک تفاوت قابل توجه بین شرکت‌های واگذار شده و واگذار نشده را نشان می‌دهد (۱۳/۸۲ در برابر ۱۱/۸۳) و این می‌تواند به معنای سودآوری بیشتر در شرکت‌های 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 بزرگتری سهامدار (۴۶/۹۸ در مقابل ۴۵/۶) و بیشترین تفاوت در درصد مالکیت بلوک‌دارندگان سهام است؛ یعنی ۸۱/۲۴ در شرکت‌های واگذار شده در برابر ۷۶/۵۶ شرکت‌های واگذار نشده. در سایر متغیرها اختلاف چندانی قابل مشاهده نیست. در ادامه با توجه به معادله (۳)، آمار توصیفی نمونه‌های به دست آمده با استفاده از روش همسان‌سازی بر اساس نمره‌گرایی در دو جدول (۳) و (۴) آرایه می‌گردد. همانطور که مشاهده می‌کنید، جدول (۳)، نشان دهنده نتایج روش همسان‌سازی شرکت‌هایی است که نسبت به کل شرکت‌های واگذار نشده، نزدیک‌ترین نمره‌گرایی را در متغیرهای مالی (سایز، اهرم مالی، نرخ

جدول (۲) آمار توصیفی شرکت‌های واگذار نشده

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	چارک اول	چارک دوم	چارک سوم
Size	۱۳/۵۰۱۹	۱/۸۳۳۱	۰/۵۲	۰/۶۵	۰/۷۷
Lev	۰/۶۳۴۵	۰/۱۹۳۱۳	۱۲/۴۷	۱۳/۱۵	۱۴/۲۲۵۰
ROA(%)	۱۳/۸۲۷۷	۱۳/۶۷۸۹۳	۵/۲۴۵	۱۱/۵۲۵۰	۲۱/۱۳۲۵
MS	۰/۰۴۸۹	۰/۰۷۶۴۵	۰	۰/۰۲	۰/۰۶
Lsh1(%)	۴۵/۶۰۷۳	۲۵/۰۸۷۶۹	۳۲/۴۳	۴۹/۴۳	۵۹/۴۹
Lsh23(%)	۱۹/۴۰۲۲	۱۴/۵۸۴۲	۶/۳۳	۱۹/۳۷	۳۰/۳۶
Block(%)	۷۶/۵۶۸۴	۳۲/۶۹۷۹۷	۷۵/۱۶۷۵	۸۷/۷۷	۹۹/۰۹

منبع: یافته‌های پژوهش

### بررسی فرضیه‌ها و تفسیر ضرایب مدل

با توجه به هدف اصلی این پژوهش، سه فرضیه بیان شد. در مدل مطرح شده برای آزمون فرضیه‌ها از یک متغیر کمکی به نام Hi Contest استفاده شده است که در هر فرضیه متغیر فوق، به صورت جداگانه بیان

می‌شود. در واقع این متغیر نشان‌دهنده رقابت بین بزرگترین سهامدار و سایر سهامداران به منظور افزایش فعالیت‌های واگذاری است.

جدول (۳) میانگین و تفاوت در میانگین‌های شرکت‌های واگذار شده و شرکت‌های همسان شده

متغیرها	واگذار شده	همسان شده	تفاوت	معناداری (p-value)
Size	۱۳/۴۵۳۳۷	۱۳/۳۴۰۸۷	۰/۱۱	۰/۲۲۷۱
Lev	۰/۶۵۳۳۳۳	۰/۶۴۶۴	۰/۰۰۶۹	۰/۶۳۷۷
ROA(%)	۱۱/۸۳۶۸	۱۱/۶۲۳	۰/۲۱	۰/۸۴۴۱
MS	۰/۰۳۸۸	۰/۰۳۸۶۱۳۷۶	۰	۰/۸۷۸۵
Lsh1(%)	۴۶/۹۸۵۸	۴۴/۶۵۵۰۳	۲/۳۳۰۷۶۷	۰/۲۵۲۱
Lsh23(%)	۲۱/۹۷۷	۱۹/۹۰۷۵	۲/۰۶۹۵	۰/۰۸۹۷*
Block(%)	۸۱/۲۴۷۹	۷۶/۴۲۷۶۱	۴/۸۲۰۲۵۳	۰/۰۶۰۹*
Propensity score	۰/۳۹۰۷۵۷	۰/۳۸۸۸۷۶	۰/۰۰۱۸۸۱	۰/۸۹۵۸

،\*،\*\*،\*\*\* به ترتیب سطح معناداری ۱۰٪، ۵٪ و ۱٪ را نشان می‌دهد.

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول (۵)، در فرضیه اول، میزان سهام تحت مالکیت دومین و سومین سهامدار در برابر یک سطح حداقل ۷ درصد (چارک پایین) به منظور به چالش کشیدن بزرگترین سهامدار سنجش شده است. بر اساس یافته‌های پیشین، سطح حداقل مالکیت، قدرت کافی را برای تحت تأثیر قرار دادن بزرگترین سهامدار ایجاد می‌کند. در نتیجه، در مدل اول ضریب مثبت و معنادار متغیر کمکی و بزرگترین سهامدارنمایی از قدرت کم بزرگترین سهامدار و گرایش شرکت به واگذاری است.

همانند مدل اول ضریب مثبت و معنادار، حاکی از قدرت پایین بزرگترین سهامدار و کنترل سیاست‌های شرکت توسط دومین و سومین سهامدار است. احتمال آماره Z در متغیر بررسی شده در هر دو فرضیه معنادار است. آماره LR (۰/۰۰۹۲ و ۰/۰۲۸۳) نمایی از معنادار بودن مدل رگرسیون است؛ زیرا آماره محاسباتی از آماره بحرانی بیشتر است و مقدار قدرمطلق LogLikelihood (۳۰۸/۶۲۷۱ و ۵۶/۱۰۲۳۱) نمایی از نیکویی برازش مدل است. نتایج به دست آمده با نتایج رحمان و همکاران (۲۰۱۳) و تامپسون و همکاران (۲۰۰۰، ۲۰۰۳) هم‌خوانی ندارد.

در فرضیه دوم، درصد مالکیت دو سهامدار در ارتباط با بزرگترین سهامدار بررسی شده است که

## جدول (۴) میانه و تفاوت در میانه های شرکت های واگذار شده و شرکت های همسان شده

متغیرها	واگذار شده	همسان شده	تفاوت
Size	۱۳/۳۹	۱۳/۱۵	۰/۲۴
Lev	۰/۶۸	۰/۶۹	-۰/۰۱
ROA(%)	۱۰/۰۷۵	۸/۹۷	۱/۱۰۵
MS	۰/۰۲	۰/۰۲۳۸۱۵	۰/۰۰۳۲۰۶
Lsh1(%)	۵۱	۴۸/۴۸	۲/۵۲
Lsh23(%)	۲۰/۵۴	۱۹/۸۸	۰/۶۶
Block(%)	۹۱/۸۶	۸۷/۷۹۵	۴/۰۶۵
Propensity score	۰/۳۴۰۴۶۵	۰/۳۴۴۰۶۳	-۰/۰۰۳۶

منبع: یافته های پژوهش

درست‌نمایی<sup>۱</sup> (۱۱۹/۸۹۸۶۴) گویای برازش مدل است. نتایج به دست آمده فرضیه سوم با نتایج رحمان و همکاران (۲۰۱۳) مطابقت دارد.

در فرضیه سوم، سهام در دست سهامداران به استثنای بزرگترین سهامدار تحلیل شده و این متغیر با مالکیت بزرگترین سهامدار مقایسه شده است. در این شرایط انتظار می‌رود بخش بزرگی از سهام در دست تعداد زیادی از سهامداران باشد و این امر یعنی بر سهام شرکت کنترل اثر بخشی ارایه می‌کنند، ولی در شرایطی که شرکت فرصت‌های محدودی برای واگذاری دارد و رقابت بین سایر سهامداران هم محدود است، بزرگترین سهامدار در تلاش است که با اخذ امتیازهایی، ترجیح‌های خود را برای بهبود عملکرد بر سیاست‌های شرکت تحمیل کند. بنابراین ضریب منفی و معنادار متغیر کمکی و بزرگترین سهامدار گویای همین امر است.

احتمال Z معنادار بودن متغیر مورد بررسی را نشان می‌دهد و آماره LR (۰/۰۵۸۲) معنادار بودن مدل رگرسیون را بیان می‌کند و در نهایت، ضریب

**جدول (۵) رقابت سهامداران برای نفوذ بر فعالیت‌های واگذاری**

Hi_contest تعیین			
Blocks-1>Lsh1	Lsh23>Lsh1	Lsh23>7	
فرضیه سوم	فرضیه دوم	فرضیه اول	
-۰/۱۳۶۶۲۵۴ (۰/۳۱۴)	۰/۰۸۳۹۲۷۸ (۰/۶۶۴)	۰/۲۲۹۶۵۹۱ (۰/۰۱۱)**	Size (ضریب) (احتمال آماره Z)
۱/۱۵۲۱۴۵ (۰/۲۱)	۳/۴۹۷۷۷۱ (۰/۰۳۸)**	۰/۴۷۱۲۲۷۲ (۰/۴۲۵)	Lev
۰/۰۰۶۶۱۷۷ (۰/۶۳۸)	۰/۰۲۵۳۹۵۲ (۰/۳۶۷)	۰/۰۰۶۲۹۰۱ (۰/۴۰۹)	ROA
۴/۹۷۳۴۳۱ (۰/۱۱۰)	۲/۳۲۰۴۵۸ (۰/۵۲۷)	-۱/۴۹۵۸۶ (۰/۴۰۶)	MS
-۰/۲۱۶۴۲۵۳ (۰/۰۳۷)**	۰/۳۷۸۲۱۴۳ (۰/۰۱۷)**	۰/۰۴۴۷۰۹۳ (۰/۰۰۲)***	Hi_contest*Lsh1
-۰/۲۲۰۴۳۰۲ (۰/۰۳۷)**	۰/۳۸۵۶۰۰۸ (۰/۰۱۷)**	۰/۰۴۵۹۱۲۴ (۰/۰۰۲)***	Lo_contest*Lsh1
۰/۱۱۲۵۳۵۵ (۰/۰۳۷)**	-۰/۲۰۵۶۵۴۵ (۰/۰۲۳)**	-۰/۰۸۶۹۲۵۱ (۰/۰۰۵)***	Lo_contest
۱۳/۶۳	۱۵/۶۷	۱۸/۶۹	آماره نسبت احتمال (LR)
۰/۰۵۸۲	۰/۰۲۸۳	۰/۰۰۹۲	احتمال آماره LR
-۱۱۹/۸۹۸۶۴	-۵۶/۱۰۲۳۱	-۳۰۸/۶۲۷۱	Log Likelihood
*، **، *** به ترتیب سطح معناداری ۱۰٪، ۵٪ و ۱٪ را نشان می‌دهد. تعریف hi_contest بالای هر مدل از نتایج نشان داده شده است. lo_contest برابر است با ۱ منهای hi_contest. blocks-1 برابر است با جمع مالکیت همه بلوک‌دارندگان به جزء بزرگترین سهامدار.			

منبع: یافته‌های پژوهش

**نتیجه‌گیری**

هدف این پژوهش تحلیل دیدگاه سهامداران بزرگ به عمل واگذاری بلوکی سهام برای تأمین مالی بنگاه در بورس اوراق بهادار تهران بود. بر اساس نتایج به دست آمده، باید در نظر داشت، توازن قدرت بین همه سهامداران، عاملی برای خنثی کردن هر گونه ممانعت از اجرای تصمیم‌های واگذاری است. بنابراین، پیوستن

سایر سهامداران به دومین سهامدار عاملی برای گرایش بیشتر به واگذاری است. همانگونه که پیش از این ذکر شد، شواهد به دست آمده بر خلاف یافته‌های رحمان و همکارانش (۲۰۱۳) حاکی از تأثیر مثبت و معنادار درصد مالکیت دومین و سومین سهامدار بر گرایش شرکت به واگذاری است. در مقابل، فرضیه سوم در تأیید یافته‌های رحمان و همکارانش (۲۰۱۳) بیانگر

قدرت بزرگترین سهامدار در زمان‌هایی که شرکت با فرصت‌هایی محدود واگذاری روبرو است.

## پیشنهاد‌های پژوهش پیشنهاد کاربردی

توازن قدرت می‌تواند باعث کاهش مسایل نمایندگی و در نتیجه کارایی بهتر شرکت شود. عملکرد بالاتر شرکت با حضور دومین سهامدار ارزش بیشتر بازار را به همراه دارد و حضور وی و سایر سهامداران به احتمال زیاد عاملی برای خنثی کردن هر گونه فعالیت در برابر تصمیم‌های واگذاری است. لذا با توجه به نتایج فرضیه‌های مطرح شده مبنی بر اینکه معیارهای ساختار مالکیت و واگذاری بر ارزش شرکت‌ها تأثیر گذار است، سرمایه‌گذاران، تحلیلگران و مشاوران مالی می‌توانند از این تأثیر برای سرمایه‌گذاری و تجزیه و تحلیل وضعیت مالی شرکت‌ها استفاده نمایند.

## پیشنهاد‌هایی برای پژوهش‌های آتی

به مدیران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود با در نظر گرفتن ساختار مالکیت شرکت و وضعیت مالی شرکت (از نظر دارایی، بدهی، سهم بازار و...) نسبت به سرمایه‌گذاری بهینه اقدام نمایند.

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

به سایر پژوهشگران پیشنهاد می‌شود با اضافه کردن قلمرو زمانی، به بررسی و تحلیل تأثیر ساختار مالکیت و واگذاری بپردازند.

## منابع

- [۱] احمدیان، وحید و آقایی، محمدعلی. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر نوع بزرگترین سهامدار بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال ۱، شماره ۳، صص ۴۹-۶۶.
- [۲] اولادحسین، زهرا. (۱۳۸۹). تأثیر ترکیب هیات مدیره و سایر عوامل منتخب بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه اصفهان.
- [۳] جانانی، لیلا؛ مرادیان، سیامک؛ احمدیه، حمید؛ محمد، کاظم؛ گلستان، بنفشه و فروزانفر، محمدحسین. (۱۳۸۹). مقایسه نتایج دو روش جراحی و تترکتومی اولیه با و بدون باند دورتادوری در جداشدگی شبکه بعد از عمل آب مروارید با استفاده از تحلیل آماری نمره گرایش، مجله چشم پزشکی بینا، دوره ۱۶، شماره ۲، صص ۱۰۰-۱۰۷.
- [۴] خدادادی، ولی؛ رشیدی باغی، محسن؛ قربانی، رامین و کاویانی، مریم. (۱۳۹۲). تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی‌ها، فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال ۱، شماره ۱، صص ۹۳-۱۰۸.
- [۵] روان‌مهر، نگار. (۱۳۹۰). تأثیر حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت و موجودی نقد بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه اصفهان.

- Spanish Family Controlled Firms. *Managerial Finance*, 34(12), pp.868-885.
- [15] 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.
- [16] 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.
- [17] Shi, L., Owen, S., & Yawson, A. (2010). Divestitures, Wealth Effects and Corporate Governance. *Accounting & Finance*, 50(2), pp.389-415.
- [18] Thompson, S., Haynes, M & Wright, M. (2000). The Determinants of Corporate Divestment in the UK. *International Journal of Industrial Organization*, 18, pp. 1201–1222.
- [19] 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.
- [20] 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.
- [21] Ullrich, S., Wirtz, B. W., & Defren, T., (2012). Divestment-Management: Success Factors in the Negotiation Process of a Sell-off. *Long Range Planning*, 45(4), pp.258-276.
- [22] Zeckhauser, R.J., & Pound, J. (1990). Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance. *The National Bureau of Economic Research*, pp. 149-180.
- [۶] گجرانی، دامودار. (۱۳۸۵). *مبانی اقتصاد سنجی*، ترجمه حمید ابریشمی، جلد اول، تهران: دانشگاه تهران.
- [۷] مشایخ، شهناز و ماه آور پور، راضیه. (۱۳۸۷). بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، شماره ۲۳، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- [8] Cooney, M. R., Finn, F., & Karl, A. (2004). Australian Divestiture Activity: An Examination of Gains to Sell-Off Announcements. *Australian Journal of Management*, 29(1), pp. 135-151.
- [9] F.Christensen, P. (1998). Performance and Divestment of State-Owned Enterprises in Ghana. *Public Administration and Development*, 18, pp.281-293.
- [10] 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.
- [11] Hearth, D., & Zaima, J. K. (1984). Voluntary Corporate Divestitures and Value. *Financial Management*, 13(1), pp.10-16.
- [12] 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.
- [13] 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.
- [14] Pindado, J., & Torre, C. (2008). Financial Decisions as Determinants of Ownership Structure Evidence From

