

## بررسی رابطه بین مالکیت متقابل و کارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأثیر متغیر میانجی رقابت بازار محصول

حمزه دیدار \*

غلامرضا منصورفر \*\*

جبرائیل رحیمی \*\*\*

### چکیده

استقرار مناسب سازوکارهای حاکمیت شرکتی، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، شفافیت و رعایت حقوق همه ذی‌نفعان در یک واحد تجاری است. یکی از این سازوکارها، ساختار مالکیت است. مالکیت متقابل (مالکیت شرکت از طریق واحد‌های فرعی و وابسته خویش) یکی از ساختارهای مالکیتی است که می‌تواند بر جنبه‌های مختلف پنگاه‌ها تأثیرگذار باشد. پژوهش حاضر باهدف بررسی تأثیر مالکیت متقابل بر کارایی شرکت با در نظر گرفتن متغیر میانجی رقابت بازار محصول از طریق روش رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های تابلویی و آزمون سویل انجام شده است. از روش تحلیل پوششی داده‌ها برای اندازه‌گیری کارایی و از شاخص هرفیندال- هیرشمن برای اندازه‌گیری رقابت بازار محصول استفاده شده است. آزمون‌های انجام شده در خصوص داده‌های ۱۲۰ شرکت در طول سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ (۷۲۰ سال- شرکت) نشان می‌دهد که مالکیت متقابل با رقابت بازار محصول رابطه مستقیم و معنادار دارد و رقابت بازار محصول با کارایی دارای رابطه معکوس و معنادار است. در ضمن مالکیت متقابل به صورت غیرمستقیم با تأثیر متغیر میانجی رقابت بازار محصول با کارایی رابطه معکوس و معنادار دارد. **واژگان کلیدی:** تحلیل پوششی داده‌ها، رقابت بازار محصول، کارایی، مالکیت متقابل.

---

\* استادیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران (نویسنده مسئول): email: h.didar@urmia.ac.ir

\*\* استادیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

\*\*\* کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۶/۲۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۱۰/۲۶

## مقدمه

بررسی نتایج عملکرد، یک فرایند مهم راهبردی تلقی می شود. کیفیت و اثربخشی مدیریت و عملکرد آن عامل تعیین کننده و حیاتی تحقق برنامه های توسعه و رفاه جامعه است. رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ها، از موضوعات مهم در مباحث حسابداری و مالی محسوب می شود. عملکرد شرکت ها تحت تاثیر عوامل زیادی قرار دارد که یکی از آن ها، حاکمیت شرکتی است. اساسی ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت است. باین وجود، برخی حالات خاص باعث می شود که اعمال این حاکمیت، مخصوصاً برای سهامداران خرد با موانعی روبروست. از این رو، یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی، آگاهی از ساختار مالکیت و درجه بندی آن در مقیاس های استاندارد می باشد تا با استفاده از آن بتوان استراتژی های لازم در اقتدار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود. (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷).

یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر جنبه های مختلف واحدهای اقتصادی، ساختار مالکیت است. سهامداران و به عبارتی مالکان شرکت در نظام راهبری شرکت ها نقش اساسی دارند. پژوهش های بسیاری انجام شده است که نتایج آن ها صحت این مطالب را تأیید می کنند. (سیفرت و همکاران، ۲۰۰۵)<sup>۱</sup>، (فریس و پارک، ۲۰۰۵)<sup>۲</sup>، (کارنت، ۲۰۰۷)<sup>۳</sup>. تا سال ۱۳۹۴ و قبل از تصویب قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، بر اساس ماده ۱۹۸ قانون تجارت، خرید و نگهداری سهام خزانه برای همه بنگاه ها ممنوع و غیرمجاز بود و واحدهای تجاری ملزم به رعایت آن بودند. تمام شرکت ها به ظاهر این قانون را رعایت می کنند؛ اما برخی دیگر با استفاده از روشی این قانون را دور زده اند. بطوریکه اقدام به خرید سهام خود از طریق شرکت دیگری که خود مالک آن هستند، کرده و به عبارتی سهام خود را با واسطه خریداری می کنند. این واسطه می تواند یک یا چند شرکت باشد که نشان می دهد شرکت با چند واسطه سهام خود را تملک کرده است. چنین ساختار مالکیتی در ادبیات موضوعی دنیا، به عنوان ساختار مالکیت متقابل مطرح شده است. در این ساختار مالکیت، ممکن است برخی از اعضای هیئت مدیره به طور همزمان در هر دو شرکت حضور داشته باشند (جی هی و جیکان هانگ<sup>۴</sup>، ۲۰۱۴). اتحاد هیئت مدیره، می تواند

- 
1. Seifert, B., Goenc, H., & Wright, J
  2. Ferris, S. P., & Park, K
  3. Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A
  4. Jie (Jack) He , Jiekun Huang

سازوکارهای حاکمیت شرکتی را که بر عملکرد مدیران نظارت دارند را تحت تأثیر قرار داده و از این طریق بر عملکرد واحد تجاری نیز تأثیر بگذارد. مالکیت متقابل قادر به اعمال حاکمیت شرکتی صحیح بر اداره بنگاه‌ها نیست (فرانسیسکو تری ویری<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵).

این ساختار مالکیتی تأثیر دوسویه‌ای می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها داشته باشد، همان‌طور که گفته شد با تضعیف سازوکارهای حاکمیت شرکتی، تأثیر منفی بر عملکرد واحد تجاری داشته باشد، مالکیت متقابل استراتژی‌های تباری و تقلب را در میان شرکت‌ها، گسترش می‌دهد (فرانسیسکو تریویری، ۲۰۰۵). از سوی دیگر، با ایجاد هم‌افزایی بین شرکت‌هایی که باهم مالکیت متقابل دارند، می‌تواند موجب بهبود عملکرد شرکت شود. مالکیت متقابل می‌تواند تأثیرات ضد رقابتی داشته باشد، به این معنی که این ساختار مالکیتی باعث کاهش رقابت بین واحدهای تجاری و به عبارتی حرکت به سمت انحصاری شدن بازار می‌شود (جی‌هی، جیکان هانگ، ۲۰۱۴). مالکیت متقابل باعث بزرگ شدن بیش از اندازه‌ی برخی بنگاه‌ها و در نتیجه انحصارگرایی می‌شود. عدم شفافیت و بی‌انضباطی در سطوح مختلف و عدم وجود واحدهای حسابرسی و بازرسی کارآمد از دیگر مشکلات این بنگاه‌ها می‌باشد. در این بنگاه‌ها حسابرسی مؤثری وجود نداشته و اغلب آن‌ها به صورت ظاهری بوده و فاقد کارایی لازم در بهبود مدیریت و برنامه‌ریزی می‌باشد. نسبت سود خالص به فروش یکی از شاخص‌های مهم در ارزیابی کارایی و بازدهی تولید است. این نسبت دارای شیب منفی و نزولی است و حتی در برخی موارد، اثربخشی فعالیت‌ها به زیر نقطه‌ی صفر رسیده است و فاقد کارایی لازم است. کارایی یکی از شاخص‌های مهم ارزیابی عملکرد بهینه واحد اقتصادی است، بنگاهی کارا است که از ترکیب داده‌های معین، بیشترین ستاده را به دست آورد. اگر شرایط رقابتی بر بازار محصول حکم‌فرما باشد، بنگاه‌هایی با این مشکلات، قادر به فعالیت نخواهند بود. این در حالی است که نه تنها به فعالیت خود ادامه می‌دهند، بلکه قدرت بازار محصول را نیز در دست گرفته‌اند.

با توجه به اهمیت عملکرد واحد تجاری و ارزیابی آن، حال سؤال اصلی که پیش می‌آید این است که این ساختار مالکیتی چه تأثیری بر عملکرد واحد تجاری می‌تواند داشته باشد؟ در واقع هدف از انجام این پژوهش، ایجاد مبانی نظری جدیدی در حوزه ساختارهای مالکیتی در داخل کشور و همچنین بررسی تأثیراتی که این ساختار مالکیتی بر شرایط رقابتی بازار و همچنین عملکرد واحدهای تجاری می‌تواند داشته باشد، است.

### مبانی نظری و مروری بر مطالعات گذشته

یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر جنبه‌های مختلف واحدهای اقتصادی، ساختار مالکیت است. سهامداران و به عبارتی مالکان شرکت در نظام راهبری شرکت‌ها نقش اساسی دارند. عملکرد شرکت‌ها تحت تأثیر عوامل زیادی قرار دارد که یکی از آن‌ها، حاکمیت شرکتی است. اساسی‌ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت است. با این وجود، برخی حالات خاص باعث می‌شود که اعمال این حاکمیت، مخصوصاً برای سهامداران خرد با موانعی روبرو شود. از این رو آگاهی از ساختار مالکیت واحدهای تجاری ضرورت پیدا می‌کند. ساختار مالکیت متقابل یکی از این ساختارهای مالکیتی است که تأثیر دوسویه‌ای می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها داشته باشد، از یک سو با تضعیف سازوکارهای حاکمیت شرکتی، تأثیر منفی بر عملکرد واحد تجاری داشته باشد و نیز استراتژی‌های تباری و تقلب را در میان شرکت‌ها، گسترش دهد. از سوی دیگر، با ایجاد هم‌افزایی بین شرکت‌هایی که باهم مالکیت متقابل دارند، می‌تواند موجب بهبود عملکرد شرکت شود. مالکیت متقابل می‌تواند تأثیرات ضد رقابتی داشته باشد، به این معنی که این ساختار مالکیتی باعث کاهش رقابت بین واحدهای تجاری و به عبارتی حرکت به سمت انحصاری شدن بازار می‌شود. مالکیت متقابل باعث بزرگ شدن بیش از اندازه‌ی برخی بنگاه‌ها و در نتیجه انحصارگرایی می‌شود.

### ساختار مالکیت

برخی مطالعات انجام شده در حوزه‌ی نوع مالکیت، نشان‌دهنده‌ی بهبود در عملکرد مؤسساتی است که اقدام به تغییر در نوع مالکیت خود نموده‌اند. تفاوت در انگیزه‌های مدیریتی و نظارتی، اهداف سیاسی و تعهدات اجتماعی واحدهای دولتی عمدتاً باعث می‌شود که انتظار رود واحدهای مزبور عملکرد پایین‌تری نسبت به مؤسسات مشابه داشته باشند. از سوی دیگر مالکان نهادی و شرکتی به لحاظ داشتن انگیزه‌های قوی‌تر برای کسب سود و دسترسی به اطلاعات بیشتر ممکن است که عملکرد بهتری داشته باشند. هم‌چنین مؤسساتی که به واسطه‌ی بنیادهای خانوادگی اداره و کنترل می‌شوند، به لحاظ آماری آن‌ها که دارای هزینه‌های نمایندگی کمتری هستند، باید کارآتر از مؤسسات دولتی باشند. نقش شرکت‌ها در تخصیص منابع، از آن‌چنان اهمیتی برخوردار است که برخی آن را عامل افزایش رشد اقتصادی می‌دانند. مزیت عمده تمرکز مالکیت، نظارت بر عملکرد مدیران

است. لیکن مالکیت متمرکز در شرکت‌ها مشکلات کاهش نقدینگی و افزایش ریسک را به همراه دارد، درحالی که توزیع مالکیت، انباشت نقدینگی بیشتر و تخصیص کارایی را در پی خواهد داشت. گرچه حضور بازار سرمایه باقابلیت نقد شوندگی بالا، ریسک اقتصاد ترجیحات مربوط به مصرف و پس‌انداز را در جهت سرمایه‌گذاری موفق هدایت می‌کند، اما باید توجه داشت که حتی در صورت وجود یک بازار سرمایه باقابلیت نقد شوندگی بالا، این امکان وجود دارد که توزیع نامناسب مالکیت، امکان سرمایه‌گذاری را که لازمه‌ی افزایش بهره‌وری ظرفیت‌های موجود است، از اقتصاد سلب نماید.

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

### عملکرد

موسسات و سازمان‌ها و دستگاه‌های اجرایی با هر مأموریت، رسالت، اهداف و چشم‌اندازی که دارند نهایتاً در یک قلمرو ملی و یا بین‌المللی عمل می‌کنند و ملزم به پاسخگویی به مشتریان، ارباب رجوع و ذینفعان هستند تا شرکتی که هدفش سودآوری و رضایت مشتری است و سازمانی که هدف خود را اجرای کامل و دقیق وظایف قانونی و کمک به تحقق اهداف توسعه و تعالی کشور قرار داده، پاسخگو باشند. بنابراین، بررسی نتایج عملکرد، یک فرایند مهم راهبردی تلقی می‌شود. کیفیت و اثربخشی مدیریت و عملکرد آن عامل تعیین‌کننده و حیاتی تحقق برنامه‌های توسعه و رفاه جامعه است. ارایه خدمات و تولید محصولات متعدد و تامین هزینه‌ها از محل منابع، حساسیت کافی را برای بررسی تحقق اهداف، بهبود مستمر کیفیت، ارتقای رضایتمندی مشتری و شهروندان، عملکرد سازمان و مدیریت و کارکنان را ایجاد کرده است. در صورتی که ارزیابی عملکرد با دیدگاه فرایندی و بطور صحیح و مستمر انجام شود، در بخش دولتی موجب ارتقا و پاسخگویی دستگاه‌های اجرایی و اعتماد عمومی به عملکرد سازمان‌ها و کارایی و

اثربخشی دولت می شود. در بخش غیر دولتی نیز موجب ارتقای مدیریت منابع، رضایت مشتری، کمک به توسعه ملی، ایجاد قابلیت های جدید، پایداری و ارتقای کلاس جهانی شرکت ها و موسسات می شود.

اغلب عملکرد با کارایی و اثربخشی تعریف شده است. اثربخشی بیانگر میزان دستیابی به اهداف بوده و کارایی به این موضوع اشاره دارد که منابع از نظر اقتصادی، چگونه برای کسب هدف بکار رفته اند، می توان آنها را دو بعد مهم عملکرد دانست؛ یعنی هم علل داخلی (کارایی) و هم دلایل خارجی (اثربخشی) برای بخشهای خاص عملکرد، می توانند وجود داشته باشند. از این رو عملکرد تابعی از کارایی و اثربخشی فعالیتهای صورت گرفته است.

در ادبیات مدیریت، اثربخشی را انجام کارهای درست و کارایی را انجام درست کارها تعریف کرده اند. مفهوم اثربخشی در درون مفهوم کارایی جا دارد. کارایی جنبه کمی و اثربخشی جنبه کیفی دارد.

### حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی رابطه بین سهامداران و شرکت است و سیستمی است که سهامداران به کمک آن مدیران را به بهترین عملکرد تشویق می کنند (کتابچه راهبری شرکتی بریتانیا، ۱۹۹۶).

هدف بنیادی در حاکمیت شرکتی، افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت است، به گونه ای که منافع سایر سهامداران نیز رعایت گردد (بورس اوراق بهادار هندوستان، ۲۰۰۰).

حاکمیت شرکتی، شیوه های بکار گرفته شده توسط مدیران شرکت باهدف تعیین استراتژی هایی است که موجب دستیابی شرکت به اهداف تعیین شده، کنترل ریسک و مصرف بهینه منابع می شود (فدراسیون بین المللی حسابداری، ۲۰۰۴).

از نظر صنعت بورس اوراق بهادار، حاکمیت شرکتی شیوه ای برای هدایت و ادامه فعالیت های شرکت توسط هیئت مدیره و مدیریت ارشد هست. این شیوه می تواند بر نحوه عمل هیئت مدیره در موارد زیر تأثیر داشته باشد (آیین نامه راهبری شرکتی، ۱۳۸۶).

تعاریف، مفاهیم و دیدگاه های مراجع حرفه ای و صاحب نظران، حکایت از دارد که هدف نهایی حاکمیت شرکتی دستیابی به چهار مورد پاسخگویی، شفافیت، عدالت، رعایت حقوق ذینفعان است. در نگاه کلی، حاکمیت شرکتی شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و

نهادی می‌شود که سمت‌وسوی حرکت و عملکرد شرکت را تعیین می‌کند. شواهد موجود نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی یکی از رایج‌ترین عبارات‌ها در واژگان تجارت جهانی در شروع هزاره جدید شده است. فروپاشی شرکت‌های بزرگ در سال‌های اخیر توجه همگان را به نقش برجسته حاکمیت شرکتی و توجه جدی به اصول مذکور در مورد پیشگیری از این فروپاشی‌ها جلب نموده است. پس از رسوایی‌های مالی و حسابداری ابتدای هزاره سوم، سرمایه‌گذاران و ذینفعان صنایع و گروه‌های حرفه‌ای و نهادهای قانون‌گذاری، علاقه خود را به اطلاعات بیشتر در مورد رویه‌های حاکمیت شرکتی نشان دادند. تمرکز فزاینده مالکیت سهام در دستان سرمایه‌گذاران نهادی و علاقه این سرمایه‌گذاران به حاکمیت شرکت‌های سهامی، نیاز به اطلاعات و رویه‌های حاکمیت شرکتی را بیشتر نموده است. حاکمیت شرکتی مؤثر یکی از مشخصه‌های اصلی اقتصاد بازار کارا است.

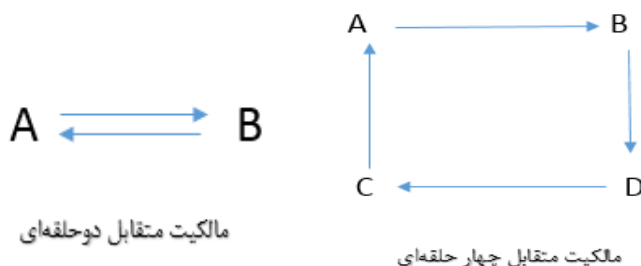
این امر باعث می‌شود تا سهامداران، حق و توانایی عمل برای تأثیرگذاری بر مدیریت از طریق فرایند حاکمیت را داشته باشند و اطمینان یابند که دارایی‌های شرکت به‌طور منصفانه‌ای در جهت منافع همه ذینفعان مورد استفاده قرار می‌گیرد.

راهبری شرکتی مناسب باید برای هیئت‌مدیره و مدیریت انگیزه‌های مناسبی ایجاد کند تا اهدافی را که به نفع شرکت و سهامداران است، دنبال نمایند؛ و همچنین نظارت مؤثر و کارآمد را تسهیل کنند. وجود یک سیستم راهبری شرکتی کارآمد و مؤثر درون یک شرکت و در کل، یک اقتصاد، کمک می‌کند تا درجه‌ای از اعتماد فراهم آید که بر عملکرد مناسب یک اقتصاد لازم است.

### مالکیت متقابل

نوعی از ساختارهای مالکیت می‌باشد که در آن واحدهای تجاری بطور همزمان سهامدار و مالک یکدیگر هستند. به‌عنوان مثال فرض نمایید که شرکت الف ۲۰ درصد از سهام شرکت ب را در اختیار دارد و همزمان شرکت ب هم ۲۵ درصد از سهام شرکت الف را در تملک خود دارد. در واقع شرکت الف ۵ درصد از سهام خود را، خودش تصاحب نموده است، چنین حالتی برای شرکت ب نیز متصور است. این حالت ساده‌ترین حالت ممکن در مالکیت متقابل است و از آن تحت عنوان مالکیت متقابل دو حلقه‌ای نام‌برده می‌شود. تاکنون بر اساس پژوهش جینز کوک<sup>۱</sup> (۱۹۹۹)، مالکیت متقابل ده حلقه‌ای وجود داشته و

موردبررسی قرار گرفته است. شکل زیر ساختار مالکیت متقابل دو و چهار حلقه‌ای به‌عنوان مثال آورده شده است که نشان می‌دهد شرکت به‌واسطه‌ی چند شرکت، سهام خود را تملک کرده است.



اکثر بنگاه‌هایی که چنین ساختار مالکیتی دارند، شرکت‌های بزرگی هستند که سهام آن‌ها توسط شرکت‌های زیرمجموعه‌ی آن‌ها خریداری شده است. در ساختار مالکیت متقابل با توجه به مکانیسم‌های زیر می‌توان چگونگی تأثیر بر رقابت را استنباط نمود. (جی‌هی، جیکان‌هانگ ۲۰۱۴).

الف) اتحاد هیئت‌مدیره: به موقعیتی اطلاق می‌شود که برخی از اعضای هیئت‌مدیره به‌طور همزمان در هر دو شرکت حضور داشته باشند. در نتیجه تصمیماتی که در آن واحدها اتخاذ می‌شود، عموماً در یک راستا بوده و بین دو واحد همگرایی ایجاد می‌شود؛ که این خود باعث اثرگذاری بر بازار محصول و در نهایت شرایط رقابتی بازار می‌شود.

ب) اتحاد منابع و امکانات: زمانی که واحدهای اقتصادی چنین ساختار مالکیتی دارند، در واقع منابع و امکانات خود را باهم به اشتراک گذاشته و به‌تبع آن میزان تولیدات افزایش و بر بازار اثرگذار خواهد بود. اتحاد منابع برای واحد اقتصادی یک مزیت رقابتی ایجاد می‌کند.

ج) کاهش هزینه‌ها: در ساختار مالکیت متقابل برخی از هزینه‌های تکراری واحدهای اقتصادی مثل هزینه‌های تبلیغات و تحقیق و توسعه حذف می‌شود و به‌تبع آن سوددهی شرکت‌ها افزایش می‌یابد. علاوه بر افزایش سوددهی، بنگاه‌ها با توجه به حذف برخی هزینه‌ها، با کاهش قیمت فروش محصولات، یک مزیت رقابتی برای خود ایجاد می‌کنند. مالکیت متقابل در بازار محصول، باعث ایجاد مزیت رقابتی برای واحد اقتصادی می‌گردد (همان منبع).

این ساختار مالکیتی تأثیر دوسویه‌ای می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها داشته باشد، اتحاد



هیئت‌مدیره، می‌تواند سازوکارهای حاکمیت شرکتی را که بر عملکرد مدیران نظارت دارند را تحت تأثیر قرار داده و از این طریق بر عملکرد واحد تجاری نیز تأثیر بگذارد. مالکیت متقابل قادر به اعمال حاکمیت شرکتی صحیح بر اداره بنگاه‌ها نیست (فرانسیسکو تریویری، ۲۰۰۵). از سوی دیگر، با ایجاد هم‌افزایی بین شرکت‌هایی که باهم مالکیت متقابل دارند، می‌تواند موجب بهبود عملکرد شرکت شود.

زمانی که شرکت اصلی و زیرمجموعه‌هایش نسبت به هم دارای مالکیت متقابل هستند، درواقع اندازه‌ی شرکت اصلی به میزان مالکیت متقابل افزایش می‌یابد. افزایش اندازه‌ی شرکت به معنی دسترسی به فرصت‌های بیشتر رشد خواهد بود و نیز باعث ایجاد هم‌افزایی می‌شود.

بزرگ شدن بنگاه باعث ایجاد مزیت رقابتی برای آن و افزایش سهم از بازار محصول بنگاه می‌گردد. داشتن مزیت رقابتی برای بنگاه‌های اقتصادی شرط الزامی نیست، اما این ویژگی این امکان را فراهم می‌آورد تا بنگاه راه خود را طی کرده و در بازار جایگاه بهتری به دست آورد؛ بنابراین هرچه مزیت رقابتی بنگاه در مقایسه با رقبا در سطح بالاتری باشد، سهم بیشتری از بازار محصول را به دست خواهد آورد.

اما این نوع ساختار مالکیت دارای معایبی نیز می‌باشد و یکی از ایراداتی که به بزرگ شدن بیش‌ازحد بنگاه‌ها وارد می‌شود، حرکت به سمت انحصاری شدن بازار است. در چنین شرایطی بنگاه‌های کوچک‌تر قادر به رقابت با این بنگاه‌ها و ادامه فعالیت نخواهند بود و به مرور زمان حذف خواهند شد و یا سهم از بازار محصول آن‌ها، ناچیز می‌گردد. در نتیجه بنگاه‌های با اندازه بزرگ‌تر بازار را در دست می‌گیرند و تسلط کامل بر روی کالا و یا محصول خاص را پیدا می‌کنند. چنین بنگاهی، تنظیم‌کننده‌ی قیمت در بازار خواهد بود و قدرت کامل بازار را به دست خواهد گرفت.

از سایر مشکلاتی که احتمال وقوع آن‌ها در اثر مالکیت متقابل افزایش می‌یابد، می‌توان به عدم وجود واحدهای حسابرسی و نظارتی کارآمد، عدم کنترل و نظارت کافی بر فرایند تولید و ناکارایی واحد تجاری اشاره کرد که در این صورت کارایی و بهره‌وری در این گونه بنگاه‌ها کاهش می‌یابد.

البته این ساختار مالکیتی تأثیر دوسویه‌ای می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها داشته باشد، همان‌طور که گفته شد اتحاد هیئت‌مدیره موجب تضعیف سازوکارهای راهبری شرکت شده و درنهایت تأثیر منفی بر عملکرد واحد تجاری می‌تواند داشته باشد. از سوی دیگر، با

ایجاد هم‌افزایی بین شرکت‌هایی که باهم مالکیت متقابل دارند، می‌تواند موجب بهبود عملکرد شرکت شود.

### رقابت بازار محصول

رقابت بین شرکت‌ها می‌تواند یک مکانیزم خارجی برای کنترل رفتار مدیران باشد که موجب بهبود عملکرد مدیران و اتخاذ تصمیمات بهینه می‌شود. سیاست‌های رقابتی بازار محصول شرکت‌ها بر سود، جریان نقد آزاد و ارزشیابی سرمایه‌گذاران از این جریانات نقد هم اثر می‌گذارد (لیاندرسی و واتاناب، ۲۰۱۱)<sup>۱</sup>. شرکت‌هایی که در محیط رقابتی فعالیت می‌کنند، در مقایسه با شرکت‌های فعال در محیط غیررقابتی، از کارایی بیشتری برخوردار هستند (شیفلر و همکاران ۲۰۱۳). رقابت در بازار محصول، به احتمال بسیار زیاد، قوی‌ترین نیروی است که اقتصاد را در جهان به سمت کارایی هدایت می‌کند. (شیفلر، ویشنی ۱۹۹۷)<sup>۲</sup>. در واقع، رقابت به عنوان یکی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، رفتار و عملکرد مدیران و واحد تجاری را کنترل می‌کند. وجود رقابت در بازار موجب می‌شود که واحدهای ناکارا، خود به خود از بازار حذف شده و یا سهم از بازار کمتری داشته باشند. ساختار مالکیت متقابل باعث می‌شود که واحد تجاری امکانات بیشتری برای تولید یا فعالیت اصلی واحد تجاری، در اختیار داشته باشد که موجب افزایش سهم آن واحد از بازار می‌گردد. هرچه این افزایش سهم بیشتر باشد، شرایط رقابتی در بازار کمتر خواهد شد و انحصار پیش خواهد آمد.

رقابت‌پذیری یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های تجارت و فعالیت در محیط پویا و رقابتی امروز است. در سال‌های اخیر، رقابت به عنوان یک مفهوم اقتصادی که بر توسعه پایدار صنایع مختلف تأثیرگذار است، مطرح می‌شود. در این شرایط عرضه‌کنندگان باید به مشتریان نزدیک شوند و شرکت‌ها مجبورند تا مهارت‌ها و منابع خود را با بازار هماهنگ نمایند.

### مطالعات پیشین

تری ویری (۲۰۰۵)، به بررسی رابطه‌ی بین مالکیت متقابل و رقابت در صنعت بانکداری ایتالیا پرداخت. شواهد کار او نشان می‌دهد در طی سال‌های ۲۰۰۰-۱۹۹۶ بانک‌های

1. Lyandresy, E. and M., Watanabe  
2. Shleifer, A., & Vishny, R.W

ایتالیایی مشمول مالکیت متقابل، نسبت به سایر مؤسسات اعتباری، کمتر رقابتی بوده و در واقع مالکیت متقابل مانعی بر سر راه رقابت قرار دارد.

کاسو و گیراردون<sup>۱</sup> (۲۰۰۶)، در پژوهشی تحت عنوان آیا رقابت منجر به کارایی می‌شود؟ به بررسی رابطه‌ی آن‌ها پرداختند. کاهش اخیر در کارایی بخش بانکی، نشان می‌دهد که این بخش درگیر شرایط رقابتی هست. نتایج کلی حاکی از وجود یک رابطه‌ی منفی بین کارایی و رقابت است.

اسچک و سی هک<sup>۲</sup> (۲۰۰۸)، مطالعه‌ای تحت عنوان چگونگی اثر رقابت بر کارایی بانک‌ها انجام دادند. شواهد نشان داد که رقابت واقعاً کارایی بانک‌ها را می‌افزاید و سلامت آن‌ها را افزایش می‌دهد.

دوناتو و تیسکینی<sup>۳</sup> (۲۰۰۹)، به بررسی مالکیت متقابل در اتصال بانک‌ها و شرکت‌ها در ایتالیا پرداختند. نتایج کار آن‌ها نشان می‌دهد که این نوع مالکیت باعث کاهش نسبت اهرمی در مقایسه با مؤسسات غیرمالی شده است و هزینه‌ی بدهی را نیز افزایش داده است. جی هی و جیکان هانگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۴)، به مطالعه و بررسی اثرات مالکیت متقابل مؤسسات بر رفتار بازار محصول پرداختند و نشان دادند که مالکیت متقابل دارای اثر مثبت و معناداری بر رفتار بازار محصول و رقابت دارد.

فیلیپینی و ویتزل<sup>۵</sup> (۲۰۱۴)، به بررسی اثر ساختار مالکیت بر کارایی ۲۸ شرکت فعال در بخش توزیع برق نیوزیلند مابین سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۱، پرداختند. به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای ساختار مالکیت غیرمتمرکز نسبت به سایر شرکت‌ها، از کارایی بالاتری برخوردار هستند.

لی لین و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۵)، مطالعه‌ای را عنوان رابطه‌ی تغییر در ساختار مالکیت و کارایی بانک‌ها در کشورهای در حال توسعه‌ی آسیا انجام دادند. نتایج کار آنان حاکی از آن است که بانک‌هایی که در ساختار مالکیت خود، سهامدار خارجی دارند، از کارایی بالاتری برخوردارند.

در ایران پژوهشی که به بررسی مالکیت متقابل پرداخته‌شده باشد، یافت نشد؛ اما پژوهش‌هایی در حوزه ارتباط سایر ساختارهای مالکیت با عملکرد و نیز رقابت بازار

- 
1. Barbara Casu, Claudia Girardone
  2. Klaus Schaeck, Martin Čihák
  3. Francesca di Donato, Riccardo Tiscini
  4. Jie (Jack) He, Jiekun Huang
  5. Massimo Filippini, HeikeWetzel
  6. Kun Li Lin, Anh Tuan Doan, Shuh Chyi Doong

محصول انجام شده است.

صادقی و رحیمی (۱۳۹۱)، رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های بورس اوراق بهادار را با استفاده از سیستم معادلات همزمان و نمونه‌ای شامل ۲۱۳ شرکت بررسی کردند. نتایج کار آن‌ها نشان می‌دهد که تمرکز و ساختار مالکیت تأثیری بر عملکرد شرکت‌ها ندارد، اما عملکرد شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری بر ساختار مالکیت دارد.

خواجوی و همکاران (۱۳۹۲)، پژوهشی با عنوان بررسی اثرات رقابت در بازار محصول بر مدیریت سود شرکت‌های بورس انجام دادند آن‌ها با بررسی ۶۷ شرکت، به این نتیجه رسیدند که شاخص‌های رقابت بازار محصول با مدیریت سود شرکت‌ها رابطه‌ی معکوس معنادار دارند.

واعظ و باغی (۱۳۹۳)، به بررسی اثر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج کار آن‌ها نشان می‌دهد که بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معناداری وجود دارد؛ اما ارتباط بین محافظه‌کاری و کارایی با توجه به سطوح مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی یافت نشد. ستایش و همکاران (۱۳۹۳)، با بررسی نقش ساختار مالکیت بر شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد و موجودی کالای شرکت‌های بورس، به این نتیجه رسیدند که بین مالکیت مدیریتی و میزان نگهداری موجودی کالا رابطه‌ی معکوسی وجود دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

در راستای دستیابی به اهداف پژوهش و نیز با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح‌شده، فرضیه‌های زیر تدوین می‌گردد.

۱. مالکیت متقابل بر کارایی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تأثیر معناداری دارد.
۲. مالکیت متقابل بر رقابت بازار محصول شرکت‌های بورس اوراق بهادار تأثیر معناداری دارد.
۳. رقابت بازار محصول به‌عنوان متغیر میانجی بر رابطه‌ی بین مالکیت متقابل و کارایی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تأثیرگذار است.

### روش پژوهش

این پژوهش، پژوهش توصیفی-همبستگی و به لحاظ روش استدلال، استقرایی و از جهت

نوع مطالعه، میدانی- آرشویی می‌باشد. از سوی دیگر، از آنجا که این تحقیق می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری مورداستفاده قرار گیرد، نوعی تحقیق کاربردی می‌باشد. در این تحقیق پس از جمع‌آوری داده‌ها برای بررسی روابط بین متغیرها و آزمون فرضیه‌های تحقیق ابتدا برای هر فرضیه بر اساس مدل رگرسیونی مبتنی بر داده‌های تلفیقی (روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته) آزمون‌های لازم انجام شده و برای آزمون فرضیه سوم در مرحله نهایی با استفاده از ضرایب مدل‌های قبلی از طریق آزمون سوبل معنی‌داری نقش متغیر میانجی مورد بررسی قرار گرفته است. برای آزمون معنی‌داری نقش متغیر میانجی در مدل مفهومی تحقیق (فرضیه سوم) از محاسبات آنلاین آزمون سوبل در آدرس اینترنتی استفاده شده است.

### جامعه، نمونه آماری پژوهش و گردآوری اطلاعات

جامعه و نمونه تحقیق شامل کلیه شرکت‌هایی می‌باشد که قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا آخر سال ۱۳۹۳ در بازار فوق حضور داشته‌اند، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد، طی سال‌های مزبور تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی نداشته باشند و وقفه معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند. با مدنظر قرار دادن محدودیت‌های فوق، اطلاعات ۱۲۰ شرکت در طول سال‌های فوق (۷۲۰ سال- شرکت) به‌عنوان نمونه تحقیق از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و هم‌چنین از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها جمع‌آوری شده است.

### متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آنها

#### متغیر وابسته: کارایی

در این پژوهش برای اندازه‌گیری کارایی از روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) استفاده شده است. در این تحقیق از مدل DEA مبتنی بر نهاده محور برای محاسبه‌ی ضریب کارایی استفاده شده است. در این خصوص سه مؤلفه نهاده یا ورودی مدل (جمع هزینه‌های جاری، میانگین دارایی‌های غیر جاری طی سال و تعداد کارکنان) و سه مؤلفه ستاده یا خروجی مدل (فروش ناخالص، سود قبل از مالیات و ارزش بازار سهام در آخر سال) در نظر گرفته شده است (دیدار و همکاران، ۱۳۹۲).

#### متغیر میانجی: رقابت بازار محصول

برای اندازه‌گیری متغیر رقابت بازار محصول از شاخص هرفیندال- هیرشمن استفاده شده

است.

$HHI_{i,t}$ : شاخص هر فیندال هیرشمن است که از جمع توان دوم سهم بازار کلیدی بنگاه‌های فعال در صنعت به دست می‌آید.

$$S_i = \frac{X_j}{\sum_{j=1}^n X_j} \quad HHI = \sum_{i=1}^k (S_i)^2$$

$K$ : تعداد بنگاه‌های فعال در صنعت  
 $S_i$ : سهم بنگاه  $i$  ام از بازار  
 $X_j$ : فروش شرکت  
 $I$ : نوع صنعت

### متغیر مستقل: مالکیت متقابل

نشانه‌گر درجه مالکیت متقابل است. نحوه‌ی محاسبه آن به این صورت است که اگر شرکت الف ۳۰ درصد از سهام شرکت ب و شرکت ب ۲۰ درصد از سهام شرکت الف را دارا باشند، درجه‌ی مالکیت متقابل به این صورت محاسبه می‌شود: (جی هی، جیکان هانگ، ۲۰۱۴)

$$0/30 * 0/20 = 0/06$$

در محاسبه درجه مالکیت متقابل در این تحقیق، مالکیت متقابل دو، سه و حتی چهار حلقه ای تا جایی اطلاعات توسط شرکت ها افشا شده بود، نیز در نظر گرفته شده است. ممکن است دو شرکتی که نسبت هم دارای چنین ساختار مالکیتی باشند، یکی در بورس پذیرفته شده باشد و دیگری نباشد، در اینصورت درصد مالکیت متقابل بین آن دو محاسبه و شرکت بورسی در نمونه وارد شده است.

### متغیرهای کنترل

متغیرهای کنترل مدنظر در آزمون مدل‌های تحقیق شامل اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی دارایی‌ها)، فرصت‌های رشد (از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام)، نسبت بدهی (بدهی‌ها به دارایی‌ها)، سودآوری (سود خالص بر دارایی‌ها) می‌باشد.

### مدل‌های رگرسیونی برای آزمون فرضیه‌ها

در این تحقیق برای آزمون وجود رابطه بین متغیرها، مدل‌های رگرسیونی چند متغیره بر اساس روابط مفروض در مدل مفهومی تحقیق، به صورت زیر برآزش شده است:

$$EFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Crossmeasure}_{it} + \sum \beta_i \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه اول:

$$HHI_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Crossmeasure}_{it} + \sum \beta_i \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه دوم:

$$EFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Crossmeasure}_{it} + \beta_2 \text{HHI}_{it} + \sum \beta_i \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- EFF: کارایی شرکت‌ها شرکت i در سال t.  
 HHI: رقابت بازار محصول شرکت i در سال t.  
 Crossmeasure: مالکیت متقابل شرکت i در سال t.  
 Controls: متغیرهای کنترلی شرکت i در سال t.  
 $\varepsilon_{i,t}$ : مقدار پسماند (خطا) در مدل برای شرکت i در سال t.

### تحلیل داده‌ها

آمار توصیفی، نرمال بودن و مانایی متغیرهای پژوهش

جدول ۱. آمار توصیفی، نرمال بودن و مانایی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	ماکزیمم	مینیمم	نرمال بودن		مانایی	
				آماره	احتمال	آماره	احتمال
کارایی	۰/۵۰۰۵	۱	۰	۲۶۰/۶۱	۰/۰۰۰۰۲	آماره لیون، لین و چو	۰/۰۰۰۱
مالکیت متقابل	۰/۰۱۷۴	۰/۲۶۵	۰	۲۰۲۹۵/۲	۰/۰۰۰۱	احتمال آماره	۰/۰۰۰۱
رقابت بازار محصول	۰/۰۴۴۶	۰/۵۴۳۰۳۱	۰/۰۰۰۰۳	۵۴۲۷۵۶/۴	۰/۰۰۰۱	احتمال آماره	۰/۰۰۰۱
فرصت‌های رشد	۵/۳۳	۵۱/۶۴	۰/۴۱۷	۷۷۹۰/۴	۰/۰۰۰۱	احتمال آماره	۰/۰۰۰۱
نسبت بدهی	۰/۶۷۹	۰/۹۲۹	۰/۰۴۹۴۵	۳۱۳۶۱/۱	۰/۰۰۰۱	احتمال آماره	۰/۰۰۰۱
سودآوری	۰/۱۰۵۷	۰/۶۲۱۶	-۰/۳۴	۱۶۸/۸	۰/۰۰۰۱	احتمال آماره	۰/۰۰۰۱
اندازه شرکت	۶/۲۰۴	۹/۱۵۸۲	۱/۴۶۶۸	۱۰۱/۲۵	۰/۰۰۰۱	احتمال آماره	۰/۰۰۰۱

با توجه به جدول ۱، میانگین درصد مالکیت متقابل برابر ۰,۰۱۷۴۴ است که نشان می‌دهد بطور متوسط ۱,۷ درصد سهام شرکت‌ها به صورت متقابل نگهداری می‌شود. البته این درصد پایین به این دلیل است که تعداد زیادی از شرکت‌های نمونه فاقد چنین ساختار مالکیتی هستند، قابل ذکر است از بین ۷۲۰ سال- شرکت موجود در نمونه، تعداد ۱۷۳ سال- شرکت دارای چنین ساختار مالکیتی هستند و میانگین درصد سهامی که در آنها به

صورت متقابل نگهداری می‌شود، برابر  $0,07258$  است. البته چنین به نظر می‌رسد که عددی مانند  $0,01744$  به ظاهر کوچک و کم اهمیت است، در حالی که چنین نیست. این عدد می‌تواند حاصل ضرب درصد مالکیت دو شرکت در سهام یکدیگر به ترتیب  $0,10$  و  $0,17$  باشد، در نتیجه هر دو شرکت جزء سهامداران اصلی و بزرگ شرکت مقابل محسوب شده و می‌تواند در تصمیم‌گیری‌ها تاثیرگذار باشد. میانگین رقابت بازار محصول برابر  $0,0446211$  می‌باشد، شاخص هرفیندال- هیرشمن محاسبه شده برای برای ۲۲ صنعت موجود در نمونه نشان می‌دهد که ۱۴ صنعت دارای شرایط بازار انحصاری، ۴ صنعت دارای شرایط رقابتی و ۴ صنعت دارای شرایط نیمه رقابتی هستند. آزمون جارک برا نشان می‌دهد که هیچ یک از متغیرهای پژوهش نرمال نیستند. برای بررسی مانایی متغیرها، از آزمون لیون، لین و چوی استفاده شده است. با توجه به سطح معنی‌داری این آزمون، در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت متغیرهای پژوهش طی دوره‌ی پژوهش پایا بوده‌اند.

### بررسی نوع الگوی داده‌های ترکیبی

جدول ۲. نوع الگوی داده‌های ترکیبی

فرضیه	آزمون بروش پاگان		آزمون F لیمر		آزمون هاسمن	
	آماره	احتمال آماره	آماره	احتمال آماره	آماره	احتمال آماره
اول	۱۰۹۵/۱۱	۰/۰۰۰۱	۲/۶۰۳	۰/۰۰۰۱	۳۰/۱۷۲	۰/۰۰۰۱
دوم	۱۱۶۷/۸۵	۰/۰۰۰۱	۲/۲۱۳	۰/۰۰۰۱	۲۲/۸۹۸	۰/۰۰۰۴
سوم	۸۸۲/۰۸	۰/۰۰۰۱	۲/۴۰۱	۰/۰۰۰۱	۳۴/۱۳۰	۰/۰۰۰۱

همان‌طور که جدول ۲ نشان می‌دهد نوع داده‌ی هر سه فرضیه پانلی بوده و چون آماره‌ی به‌دست آمده برای آزمون بروش پاگان و F لیمر کمتر از ۵ درصد است، در نتیجه نوع داده‌ی همه فرضیه‌ها پانلی است. نتایج آزمون هاسمن هم نشان می‌دهد که نوع مدل داده‌های تابلویی، مدل اثرات ثابت می‌باشد.

### بررسی ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی



جدول ۳. ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی

فرضیه	آزمون ناهمسانی واریانسها		آزمون خودهمبستگی	
	آماره	احتمال آماره	آماره	احتمال آماره
اول	۶۶۶/۶۵	۰/۰۰۰۱	۱۸/۲۲۹	۰/۰۰۰۱
دوم	۱۳۹۰/۴	۰/۰۰۰۱	۱۰/۴۱۸	۰/۰۰۱۶
سوم	۱۲۷۶/۵	۰/۰۰۰۱	۵۶۷/۱۷	۰/۰۰۰۱

نتایج آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی نشان می‌دهد که همه فرضیه‌ها دارای ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی هستند، زیرا میزان اهمیت آزمون LR Test و آزمون ولدریج کمتر از ۵ درصد سطح اطمینان است. در نتیجه تمامی فرضیه‌ها به صورت EGLS و با اضافه کردن پارامتر AR تخمین زده خواهد شد.

#### آزمون فرضیه اول

در این پژوهش فرضیه اول به صورت «بین مالکیت متقابل و کارایی رابطه معنی‌داری وجود دارد» بیان شده است. با توجه به ضرایب رگرسیونی و احتمال آن‌ها، متغیر مالکیت متقابل تأثیر معکوس و معناداری بر کارایی شرکت‌ها دارد.

جدول ۴. نتایج آزمون نهایی فرضیه اول

متغیر وابسته: کارایی	ضرایب	انحراف معیار	سطح معنی‌داری
			متغیرهای مستقل
مقدار ثابت <b>c</b>	۰/۵۳۹۵۹۴	۰/۰۶۶۴۱۳	۰/۰۰۰۱
مالکیت متقابل	-۱/۱۴۸۳۹۳	۰/۳۹۲۴۲۰	۰/۰۰۳۶
فرصت‌های رشد	-۰/۰۰۲۱۷۴	۰/۰۰۲۰۸۱	۰/۲۹۶۸
اهرم شرکت	۰/۰۰۷۰۶۸	۰/۰۱۲۷۳۴	۰/۵۷۹۱
نسبت سودآوری	۰/۲۷۶۰۴	۰/۱۱۱۸۹۵	۰/۰۱۴
اندازه شرکت	۰-/۰۰۶۵۳۷	۰/۰۱۰۳۶	۰/۵۲۸۳
پارامتر <b>AR(1)</b>	-۰/۰۷۶۲۰۱	۰/۰۳۹۶۸۱	۰/۰۵۵۴
ضریب تعیین	۰/۴۷۰۶۷۶		
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۳۳۱۰۸۶		
آماره دوربین واتسون	۲/۰۹۵۶۶۲		
احتمال آماره <b>F</b>	۰/۰۰۰۱		

## آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش به صورت «مالکیت متقابل رابطه معنی داری با رقابت بازار محصول دارد» بیان شده است. بر اساس به دست آمده، متغیر مالکیت متقابل تأثیر مستقیم و معناداری بر رقابت بازار محصول شرکت‌ها دارد و باعث افزایش سهم از بازار بنگاه شده و بازار محصول را به سمت انحصاری شدن سوق می‌دهد.

جدول ۵. نتایج آزمون نهایی فرضیه دوم

متغیر وابسته: رقابت بازار محصول	ضرایب	انحراف معیار	سطح معنی داری
			متغیرهای مستقل
مقدار ثابت <b>c</b>	-۰/۰۰۹۹۲۹	۰/۰۰۶۲۰۱	۰/۱۱
مالکیت متقابل	۰/۳۵۹۳۳۹	۰/۰۳۳۵۵۳	۰/۰۰۰۱
فرصت‌های رشد	۰/۰۰۰۳۲۳	۰/۰۰۰۱۱۸	۰/۰۰۶۳
اهرم شرکت	۰/۰۰۰۹۰۹	۰/۰۰۱۱۱۸	۰/۴۱۶۲
نسبت سودآوری	۰/۰۰۲۰۳۶	۰/۰۰۰۷۵	۰/۷۸۶۱
اندازه شرکت	۰/۰۰۷۶۵۸	۰/۰۰۱۰۰۵	۰/۰۰۰۱
پارامتر <b>AR(1)</b>	-۰/۳۱۵۳۳۸	۰/۰۳۹۳۷۱	۰/۰۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۴۹۶۵۵۲		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۶۳۷۸۷		
آماره دوربین واتسون	۲/۳۱۰۱۲۵		
احتمال آماره <b>F</b>	۰/۰۰۰۱		

## آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم تحقیق به بررسی تأثیر متغیر میانجی رقابت بازار محصول بر رابطه‌ی بین مالکیت متقابل و کارایی شرکت‌ها می‌پردازد. نتایج نشان می‌دهد که رقابت بازار محصول اثر عکس بر کارایی دارد و با انحصاری شدن بازار، از کارایی واحدهای اقتصادی کاسته می‌شود. اما مالکیت متقابل رابطه‌ی معنی داری با کارایی واحدهای تجاری در سطح معنی داری ۰/۰۵ درصد ندارد، این در حالی است که در فرضیه اول بدون دخالت متغیر میانجی رقابت بازار محصول، رابطه بین مالکیت متقابل و کارایی، منفی و معنی دار است.

جدول ۶. نتایج آزمون نهایی فرضیه سوم

سطح معنی‌داری	انحراف معیار	ضرایب	متغیر وابسته: کارایی
			متغیرهای مستقل
۰/۰۰۰۱	۰/۰۵۸۵۱۹	۰/۵۳۶۹۲۵	مقدار ثابت <b>c</b>
۰/۰۰۰۱	۰/۲۹۱۹۹۱	-۱,۲۴۷۸۶	رقابت بازار محصول
۰/۰۶۸۵	۰/۴۰۷۲۳۱	۰/۷۴۳۴۳	مالکیت متقابل
۰/۴۶۳۶	۰/۰۰۲۰۸۴	-۰/۰۰۶۳۴۴	فرصت‌های رشد
۰/۶۱۲۹	۰/۰۱۲۵۳	۰/۰۰۶۳۴۴	اهرم شرکت
۰/۰۰۸۹	۰/۱۱۰۶۸۸	۰/۲۹۰۸۹۶	نسبت سودآوری
۰/۸۸۷۳	۰/۰۰۹۰۰۷	۰/۰۰۱۲۷۷	اندازه شرکت
۰/۰۶۹۱	۰/۰۳۹۵۷۷	-۰/۰۷۲۱۰۲	پارامتر <b>AR(1)</b>
	۰/۴۶۵۸۹۳		ضریب تعیین
	۰/۳۲۳۶۱۵		ضریب تعیین تعدیل شده
	۲/۱۰۲۶۶۱		آماره دوربین واتسون
	۰/۰۰۰۱		احتمال آماره <b>F</b>

در این فرضیه به دنبال این هستیم که آیا متغیر رقابت بازار محصول به‌عنوان میانجی بر رابطه‌ی بین مالکیت متقابل و کارایی اثر می‌گذارد یا خیر؟ برای این کار از آزمون سوبل استفاده شده است که نتایج آن به شرح زیر است.

جدول ۷. نتایج آزمون سوبل

Test statistic	Std.Error	P_ value
-۳/۹۴۹۵۹۵۲۵	۰/۱۱۲۸۸۰۴	۰/۰۰۰۱

با توجه به این که احتمال این آماره کمتر از سطح اطمینان ۵ درصد است، رقابت بازار محصول به‌عنوان میانجی بر رابطه بین مالکیت متقابل و کارایی تأثیر می‌گذارد.

### بحث و نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که اثر مالکیت متقابل بر کارایی، از لحاظ آماری معنی‌دار و منفی است؛ بنابراین با افزایش درصد مالکیت متقابل، کارایی کاهش

می‌یابد. با توجه به مبانی نظری، دلیل این ارتباط معکوس را می‌توان به تضعیف سازوکارهای حاکمیت شرکتی، کاهش کنترل و نظارت بر عملکرد واحد تجاری و یا ناکارا بودن نظارت نسبت داد (دوناتو و تیسکینی، ۲۰۰۹).

همچنین اثر مالکیت متقابل بر رقابت بازار محصول، از لحاظ آماری معنی‌دار و مثبت است؛ بنابراین با افزایش درصد مالکیت متقابل، بازار محصول به سمت انحصاری شدن حرکت می‌کند. مالکیت متقابل با افزایش سهم از بازار واحد تجاری، منجر به کاهش رقابت در صنعت و در نهایت انحصار شدن می‌گردد. وجود چنین رابطه‌ای بین مالکیت متقابل و رقابت بازار، بر اساس مبانی نظری و تحقیقات انجام شده توسط جی هی و چیکان هانگ (۲۰۱۳) و فرانسیسکو تریویری (۲۰۰۷) و سهیلی و همکاران (۱۳۹۲) و سایر مبانی نظری سازگار است.

نتایج حاصل از آزمون سوبل نشان می‌دهد که رقابت بازار محصول به‌عنوان متغیر میانجی بر رابطه بین مالکیت متقابل و کارایی تأثیر معنی‌داری دارد. درصد مالکیت متقابل بیشتر، باعث بزرگ شدن بنگاه می‌شود. بزرگ شدن بنگاه به معنی دسترسی به فرصت‌ها و امکانات و منابع بیشتری برای تولید می‌باشد، در نتیجه سهم از بازار آن افزایش پیدا کرده و نهایتاً به انحصاری شدن و کاهش رقابت در صنعت می‌انجامد. بنا بر آنچه قبلاً ذکر شد، هر چه سهم از بازار واحد تجاری بیشتر باشد (صنعت انحصاری باشد)، کارایی کاهش پیدا می‌کند.

## پیشنهادها

۱- سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند با توجه به نتایج این تحقیق، شرکت‌ها را ملزم نماید تا اطلاعات جامع‌تری را در خصوص ساختار مالکیت و بویژه وضعیت مالکیت متقابل خود، برای سهامداران منتشر نمایند.

۲- نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که مالکیت متقابل بر عملکرد واحد تجاری موثر دارند، لذا به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری و تشکیل سبد سهام، به ساختار مالکیت شرکت‌ها توجهی ویژه‌ای نمایند.

۳- رقابت عامل و مکانیزمی در جهت کنترل رفتار مدیران و همچنین عملکرد شرکت است، نتایج نشان می‌دهد که عملکرد صناعی که رقابت در آن‌ها بیشتر است، نسبت به صناعی که رقابت کمتری وجود دارد، در سطح مطلوب‌تری قرار دارد، با توجه به

این مطلب، به مراجع ذیصلاح پیشنهاد می‌شود تا اقدامات لازم را در جهت ایجاد و بهبود فضای رقابتی در بین واحدهای تجاری را فراهم آورند.

### **محدودیت تحقیق**

در محاسبه درجه مالکیت متقابل برای شرکت های نمونه، بسیاری از شرکت ها که در بورس پذیرفته نشده اند، اطلاعاتی بسیار اندکی افشا کرده اند و اطلاعات بسیار اندکی در این زمینه در دسترس بود.

## منابع

- نمازی، محمد؛ ابراهیمی، شهلا (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام، پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۱، شماره پیاپی ۳، ۲۷-۹.
- واعظ، سیدعلی؛ رشیدی باغی، محسن (۱۳۹۳)، تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری، مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز. دوره ششم. شماره ۲. ۱۶۷-۱۹۵.
- ستایش، محمدحسین؛ رضایی، غلامرضا؛ حسینی، سید داوود (۱۳۹۳)، بررسی نقش ساختار مالکیت بر شیوه‌ی مدیریت وجوه نقد و موجودی‌های کالای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ششم. شماره اول، ۲۹-۶۲.
- خواجوی، شکر اله؛ همکاران (۱۳۹۲). بررسی اثرات رقابت در بازار محصول بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی. سال اول. شماره ۳. ۱۱۹-۱۳۴.
- مهدوی، ابالقاسم؛ میدری، احمد (۱۳۸۴)، ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۷۱، ۱۰۳-۱۳۲.
- صادقی، حسین؛ رحیمی، پریسا (۱۳۹۱)، بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس با استفاده از سیستم معادلات همزمان. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی. شماره ۱۴، ۸۹-۱۰۲.
- مهرانی، ساسان؛ و همکاران (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی، دوره ۱۵، شماره ۱، ۱۲۹-۱۴۸
- حساس یگانه، یحیی؛ مراد، محمد (۱۳۸۷)، بررسی رابطه‌ی بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، (۵۲). ۱۰۷-۱۲۲.
- دیدار، حمزه؛ منصورفر، غلامرضا؛ محبی حیدرلو، سوسن (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر کارایی شرکت بر بازدهی و ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه ارومیه.
- Casu, B. and Girardone, C (2006), " Does competition lead to efficiency? The case of EU commercial banks".

- Cornett, M. M. and Marcus, A. J. and Saunders, A. and Tehranian, H (2007) , "The impact of institutional ownership on corporate operating performance", *Journal of Banking and Finance*, 31, 1771–1794.
- Driessen , G. and Lijesen , M. and Mulder. M (2006),"The impact of competition on productive efficiency in European railways", CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, 71.
- Donato, F. and Tiscini, R(2009) ," Cross ownership and interlocking directorates between banks and listed firms: and empirical analysis of the effects of debt leverage and cost of debt in the Italian case", *Corporate Ownership & Control*. 6(3), Spring 2009.
- Ferris, S. P. and Park, . (2005) ," Foreign ownership and firm value: Evidence from Japan", *Advances in Financial Economics*, 11,1–29.
- Filippini, M. and Wetzel, H (2014)," The impact of ownership unbundling on cost efficiency: Empirical evidence from the New Zealand electricity distribution sector", *Energy Economics*, 45 (2014), 412–418.
- He, J. and Huang, J (2014),"Product Market Competition in a World of Cross-Ownership Evidence from Institutional Blockholdings",
- Jens koke. f (1999) ," New evidence on ownership structure in Germany", *Zew discussion paper*. 6. 60-99.
- Li Lin, K. and Tuan Doan, A. and Chyi Doong,S (2015) ," Changes in ownership structure and bank efficiency in asian developing countries: the role of financial freedom", *International Review of Economics and Finance*, 43, 19-34.
- Lyandresy, E. and Watanabe, M (2011)," Product Market Competition and Equity Returns",
- Schaeck, K. and Cihak,M.(2008) ," How does competition affect efficiency soundness in banking",. *Working Paper Series No 932 / September2008*.
- Seifert, B. and Goenc, H. and Wright, J (2005)," The international evidence on performance and equity ownership by insiders, blockholders, and institutions", *Journal of Multinational Financial Management*, 15, 171–191.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W (1997)," A survey of corporate governance",*Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Trivieri, F (2005)," Does cross-ownership affect competition? Evidence from the Italian banking industry", *Journal of international Financial Markets, Institutions & Money*, 17 (2007) 79–101.