

ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های بورسی

دکتر یونس بادآور نهندي^۱

مصطفی زارعی^۲

چکیده

تحقیق حاضر با هدف تعیین نقش ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها صورت گرفته است. بدین منظور تأثیر متغیرهای ساختار مالکیت که عبارتند از: تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی و مالکیت سهام آزاد شناور، بر عملکرد ۹۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ بررسی شده است.

تحقیق حاضر از لحاظ هدف از نوع تحقیقات کاربردی است و روش تحقیق از نوع تحقیقات علی است. با توجه به اینکه اطلاعات مورد بررسی، هم به صورت مقطعی و بین شرکت‌های مختلف است و هم به صورت سری زمانی است، از روش تحلیل رگرسیون داده‌های تلفیقی استفاده شده است. یافته‌های کلی تحقیق نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت تأثیر معنی داری بر عملکرد شرکت ندارد ولی تأثیر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و مالکیت سهام آزاد (شناور) معنی دار است.

واژگان کلیدی: راهبری شرکتی، ساختار مالکیت، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت

سهام آزاد (شناور).

۱. عضو هیأت علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی مؤسسه آموزش عالی الغدیر تبریز

مقدمه

بازار سرمایه در اقتصاد کشورها نقش حیاتی ایفا می کند. این بازار خود به عنوان شاخص رونق اقتصادی عمل می کند. بنابراین، توجه به این بازار و مبانی اساسی تصمیم گیری در آن ضرورت دارد. مسلماً هدف سرمایه گذاران از سرمایه گذاری در هر شرکت، کسب بازدهی متناسب با سرمایه گذاریشان است. سنجش عملکرد در فرایند تصمیم گیری با توجه به اهمیت نقش بازار سرمایه، از مهمترین موضوعات حوزه اقتصاد مالی است.

با شکل گیری مبحث جدایی مالکیت از مدیریت و پیدایش تضاد منافع بین مالکان و مدیران، ارزیابی عملکرد شرکتها از موضوعات مورد توجه اقشار مختلف مثل؛ اعتباردهندگان، مالکان، دولت و حتی مدیران است (Jenson & Meckling, 1976).

پژوهش های متعددی در زمینه شناسایی مشکلات ناشی از تفکیک مالکیت از مدیریت انجام گرفته و محققان به ریشه یابی دلایل تضاد منافع مدیران و سهامداران پرداخته اند (Alchian & Demsetz, 1972).

نظام راهبری شرکتی برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی ایجاد می شود. بنابراین شرکت هایی که کیفیت نظام راهبری بهتری دارند، باید کمتر با مشکل تضاد نمایندگی روبرو باشند (کاشانی پور و رسائیان، ۱۳۸۷).

ابزارهای نظام راهبری شرکتی^۱ شامل: ساختار مالکیت^۲، هیأت مدیره و شفافیت اطلاعاتی است؛ که در این پژوهش با در نظر گرفتن ابزارهای ساختار مالکیت، به بررسی رابطه آنها و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازیم.

1. Corporate governance
2. Ownership Structure

بیان مسئله: با تفکیک مالکیت از مدیریت، مدیران به عنوان نماینده مالکان و سهامداران، وظیفه اداره کردن شرکت را برعهده دارند. با شکل‌گیری مسأله نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می‌گردد. به عبارت دیگر، ممکن است مدیران تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در جهت منافع سهامداران نباشد. ابزارهای نظارتی راهبری شرکتی موجب کاهش تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت می‌شود. برلی و مینز (۱۹۳۲) بیان داشتند که نبود مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، این امکان را به مدیران می‌دهد که به جای منافع سهامداران در جهت منافع شخصی خود حرکت نمایند. تئوری سنتی شرکتی بر مبنای مفهوم جعبه سیاه^۱ قرارداد که داده را به ستم تبدیل می‌کند. این تئوری بیان می‌کند که هدف شرکت حداکثرسازی سود می‌باشد و وقتی حاصل می‌شود که در آمد نهایی با هزینه نهایی مساوی باشد. این تئوری به ساختار سازمانی درون شرکت توجهی نداشته است (Lee, 2008). موضوع اصلی در مباحث ساختار مالکیت "مسأله نمایندگی"^۲ است؛ چرا که تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به ایجاد هزینه‌های نمایندگی منجر می‌شود.

از معیارهای مهم ساختار مالکیت شرکت‌ها که در بسیاری از پژوهش‌ها تأثیر آن‌ها بر عملکرد شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد، می‌توان به تمرکز مالکیت، در صد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و درصد مالکیت سهام آزاد شناور اشاره کرد. مالکیت پراکنده (غیر متمرکز) به این خاطر موجب بروز مسأله نمایندگی در شرکت‌ها می‌شود که توانایی وانگیزه‌های سهامداران را برای کنترل کردن مدیریت، ضعیف خواهد کرد. بعلاوه سهامداران پراکنده توانایی کنترل اثربخش مدیریت را ندارند؛ چرا که برای اتخاذ تصمیمات صحیح، از تخصص و اطلاعات کافی برخوردار نیستند. سهامداران به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی در نظام راهبری شرکت نقشی مهم ایفا می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با دانش و تجربه کافی در زمینه‌های مالی و تخصصی مربوط، بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند و نفوذشان به مدیریت شرکت، می‌تواند مبنایی برای

1. Black Box
2. Agency Problem

همسو کردن منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران در راستای حداکثرسازی ثروت سهامداران باشد.

سهام شناور آزاد بخشی از موضوع ترکیب سهامداران شرکت است و تعریف خوبی از عرضه واقعی سهام را نشان می دهد. اگر میزان شناوری سهام شرکتی بالا باشد، میزان نقد شوندگی سهام آن بالقوه بالاتر است و نوسان قیمتی و ریسک سرمایه گذاری آن کمتر خواهد شد (Venkatesh, 2003).

پیشینه نظری:

یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، نظام راهبری بنگاه (حاکمیت شرکتی) است که در برگیرنده مجموعه ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیأت مدیره، سهامداران و سایر گروه های ذینفع است.

بررسی ادبیات موجود نشان می دهد که هیچ تعریف مورد توافق در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد. تفاوت های چشمگیری در تعاریف ارائه شده در هر کشور وجود دارد. تعاریف موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع شامل؛ دیدگاه های محدود در یک سو و دیدگاه های گسترده تر در سوی دیگر قرار دارد (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

در دیدگاه های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می شود. این یک الگوی قدیمی است که در قالب تئوری نمایندگی بیان می شود. در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می توان به صورت یک شبکه از روابط دید که نه تنها بین شرکت و مالکان آن ها (سهامداران)، بلکه بین شرکت و عده زیادی از ذی نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب تئوری ذی نفعان بیان می شود (همان منبع).

از دیدگاه شلیفر و ویشنی^۱ (۱۹۹۷) حاکمیت شرکتی، نوعی سیستم مکانیسم های کنترلی است که در آن تأمین کنندگان مالی از یک سو و شرکت ها از سوی دیگر، از بازده

1. Shleifer & Vishny

۲۲۱ ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های بورسی

سرمایه‌گذاری خود اطمینان می‌یابند. جنسن و مک‌لینگ^۱ (۱۹۹۷) معتقدند که راهبری شرکتی ریشه در مسئله کلاسیک جدایی مالکیت و کنترل دارد، چرا که تعارضات بین علائق مالکان و مدیران موجب بروز هزینه‌های نمایندگی خواهد شد (Kumar, 2003).

محققان تحقیقات گسترده‌ای را در زمینه تعارضات بین مدیران و مالکان، با در نظر گرفتن عملیات شرکت انجام داده‌اند. با این حال تحقیقات انجام شده در زمینه درک تفاوت‌های رفتاری سهامداران مختلف محدود است. برل و مینز (۱۹۳۲) عنوان کردند که همزمان با گسترش حرفه‌ی‌گری مدیریت، ممکن است عملیات شرکت‌ها به گونه‌ای اداره شود که به جای پیگیری اهداف مالکان شرکت، منافع خاص مدیران مدنظر قرار گیرد. در سال ۱۹۷۶ جنسن و مک‌لینگ چارچوب مالک - نماینده^۲ را برای شرح تعارضات بین مدیران و سهامداران عنوان کردند. مسئله نمایندگی که توسط برخی محققان همچون کاس^۳ (۱۹۶۰)، جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) و جنسن و فاما (۱۹۸۳) توسعه یافت، اساس و پایه این بحث می‌باشد.

از دهه ۹۰، مطالعات و تحقیقات دقیق در زمینه ساختار مالکیت در سرتاسر دنیا آغاز شد. این تحقیقات نشان داد که سهامداری پراکنده (غیر متمرکز)^۴ از آن‌چه که انتظار می‌رفت کمتر بوده است. در مقابل، درجه بالایی از تمرکز مالکیت در اکثر کشورها وجود دارد (Laporta, Becht & Roel, 1999). در نتیجه ضایع شدن حقوق سهامداران اقلیت توسط سهامداران عمده و کنترل‌کننده شرکت، موضوع اصلی بحث در بسیاری از تحقیقات از جمله؛ جانسون (۲۰۰۰)، لهن و ویگان (۲۰۰۰)، فاسیو (۲۰۰۲)، گوگلر و ویگان (۲۰۰۳) قرار گرفت و موضوع پرهزینه بودن سهامداران بزرگ مطرح گردید، چرا که آن‌ها اهدافی غیر از اهداف سهامداران اقلیت را دنبال می‌کنند. سایر هزینه‌های تمرکز مالکیت بیش از حد در تحقیقات گوناگون مورد بررسی قرار گرفته و در این ارتباط چندین تئوری مطرح شده است

-
1. Jensen & Mecling
 2. Principal-Agent
 3. Coase
 4. Disperesed Shareholding

که اینگونه تمرکز مالکیت‌ها ضمن محدود کردن، تنوع و گوناگونی عملیات، ریسک‌پذیری مالکان را کاهش می‌دهد (Grosfeld, 2006).

به تعبیر شلیفر (۱۹۹۷) یکی از دو عامل اثرگذار بر مسأله نمایندگی، تمرکز مالکیت و عامل مهم دیگر حمایت‌های قانونی است. توسعه تئوری راهبری شرکتی اخیراً نوع دیگری از تعارضات را مطرح ساخته است، بدین ترتیب که سهامداران کنترل‌کننده شرکت، عملیات شرکت را به گونه‌ای اداره می‌کنند که صرفاً با منافع خاص آن‌ها مطابقت داشته باشد و این کار با هزینه‌های وارده بر سهامداران اقلیت صورت می‌گیرد. از این پدیده در تحقیق جانسون و لاپرتا^۱ (۲۰۰۰)، با عنوان **نقب‌زدن**^۲ یاد شده است (Ding & Etal, 2004).

پیشینه تجربی: هو و ایزومیدا (۲۰۰۸) در تحقیق خود به بررسی رابطه علی و معلولی بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت با استفاده از آزمون علی و معلولی گرانجر در سیستم معادلات همزمان پرداختند. آنان با استفاده از داده‌های شرکت‌های تولیدی بورس ژاپن و با تکنیک پنل دیتا برای داده‌های سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۵ به این نتیجه رسیدند که تمرکز مالکیت اثر مثبت و معنی‌داری بر عملکرد فعلی و آتی شرکت دارد. (Hu & Izu mida, 2008)

لی (۲۰۰۸) در تحقیق خود اثر ساختار مالکیت را بر عملکرد مالی شرکت مورد بررسی قرار داد. وی دو معیار تمرکز مالکیت و ماهیت سهامداران را به عنوان معیارهای ساختار مالکیت در نظر گرفت. با استفاده از تکنیک پنل دیتا، شرکت‌های بورسی کره جنوبی برای سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج این تحقیق نشان داد که عملکرد شرکت با افزایش تمرکز مالکیت شرکت بهبود می‌یابد، اما اثر مالکیت نهادی و مالکیت خارجی ناچیز است. همچنین نتیجه‌گیری شد که یک رابطه U شکل معکوس بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد؛ بدین گونه که عملکرد شرکت وقتی به اوج می‌رسد که تمرکز مالکیت در یک سطح متوسط باشد (Lee, 2008).

1. Johnson & Laporta
2. Tunneling

۲۲۳ < ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های بورسی

سانچز و گارسیا^۱ (۲۰۰۷) با استفاده از تکنیک فراتحلیل^۲ بر روی ۳۳ پژوهش قبلی، به بررسی رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت پرداختند. آن‌ها دریافتند که رابطه معنی‌داری بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود ندارد. البته این ارتباط با اثر محیط تعدیل می‌شود؛ به طوری که بنا به نتایج تمرکز مالکیت در کشورهایی که در آن‌ها از سرمایه‌گذار حمایت کمتری می‌شود موجبات عملکرد بهتر شرکت را فراهم می‌آورد.

روبین (۲۰۰۷) در تحقیق خود به بررسی قابلیت نقدشوندگی سهام و ارتباط آن با ساختار مالکیتی شرکت پرداخت. وی در تحقیق خود برای ساختار مالکیت دو معیار را در نظر گرفت؛ درصد سهامی که در مالکیت داخلی (مدیران) است و درصد سهامی که در اختیار مالکیت سهامداران نهادی است و این که تمرکز سهام در اختیار هر کدام از آن‌ها چقدر است؟ بنا به این تحقیق رابطه نقدشوندگی سهام و ساختار مالکیت بیشتر در ارتباط با سهامداران نهادی است تا سهامداران داخلی (Rubin, 2007).

آکیموا و اشوودایر (۲۰۰۸) در تحقیق خود به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر راهبری شرکتی و عملکرد شرکت‌های اکرایی پرداختند. نتایج نشان داد که ساختار مالکیت تأثیر معنی‌داری بر عملکرد شرکت دارد (Akimova & Schwodiauer, 2008).

لینز و لمن^۳ (۲۰۰۱) در جریان بحران مالی آسیایی که در جولای ۱۹۹۷ آغاز شده بود به بررسی شرکت‌های بورسی آسیای شرقی، پرداختند. بنا به نتیجه تحقیق بازده سهام شرکت‌هایی که امکان سلب مالکیت از سهامداران اقلیت در آن‌ها بیشتر است، تقریباً ۹ درصد کمتر از سایر شرکت‌هاست، یعنی تأثیر تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت منفی است.

ویگ و لمن^۴ (۱۹۹۹) در تحقیق خود به بررسی سازوکارهای راهبری شرکتی از جمله؛ ساختار مالکیت و تأثیر آن بر سودآوری شرکت‌های آلمانی پرداختند. نتیجه این تحقیق حاکی از آن است که تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت تأثیر معنی‌دار و منفی دارد. همچنین نتایج تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های تحت مالکیت سایر شرکت‌های صنعتی و یا شرکت‌هایی

1 Sanchez & Garcia

۲. تحلیل متا (فراتحلیل) یک تکنیک آماری برای تلفیق نتایج پژوهش‌های قبلی و نتیجه‌گیری جدید از آن‌هاست.

3 Lemmon & Lins, 2001

4 Weig & Lehmann

که توسط بانکها اداره می‌شوند، نسبت به شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌هایی که تحت مالکیت خارجی، از نرخ بازدهی کمتری برخوردار بوده‌اند.

در ایران نیز پژوهش‌هایی در مورد رابطه برخی از معیارهای ساختار مالکیت و عملکرد شرکت انجام شده است. برخی از پژوهش‌های مهم داخلی به شرح زیر است:

مدرس و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی نقش سهامداران نهادی بر بازده سهامداران پرداختند. برای این منظور اطلاعات شش ساله (۱۳۸۷-۱۳۸۲) برای ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد با وجود اینکه میزان مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد است، ولی هیچ‌گونه رابطه معنی‌داری بین سهامداران نهادی و بازده سهام وجود ندارد (مدرس و همکاران، ۱۳۸۸).

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۶۶ شرکت است که طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ بررسی شده‌اند. روش آماری مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش، رگرسیون "داده‌های ترکیبی" است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه معنی دار و منفی بین "مالکیت نهادی" و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و مثبت بین "مالکیت شرکتی" و عملکرد شرکت وجود دارد. "مالکیت مدیریتی" به صورت معنی دار و منفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد و در مورد "مالکیت خارجی" اطلاعاتی که بیانگر مالکیت سرمایه گذاران خارجی در شرکت‌های نمونه آماری باشد، مشاهده نشد. در "مالکیت خصوصی" نیز بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه گذاران شرکتی باشد. به طور کلی نیز بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها رابطه معنی داری وجود دارد (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷).

حساس یگانه، مرادی و اسکندری (۱۳۸۷) با انتخاب نمونه ای شامل ۶۱ شرکت از بورس - اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۷۶ به آزمون ارتباط بین ارزش شرکت و مالکیت نهادی از طریق رگرسیون خطی چندگانه پرداختند. به طور کلی نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت و مؤید فرضیه نظارت کارآمد است. با

۲۲۵ ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های بورسی

این وجود، نتایج تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معنادار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت است و فرضیه همگرایی منافع را تأیید نمی‌کند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۲). ماه‌آور (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۵۸ شرکت را برای دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۳ مورد بررسی قرار داد. مدل رگرسیونی در این پژوهش با استفاده از داده‌های مقطعی و زمانی بوده است. تمرکز مالکیت با استفاده از درصد مالکیت سهامداران عمده و سهامداران نهادی مورد بررسی قرار گرفته و عملکرد شرکت نیز با دو معیار بازده سهام و EPS سنجیده شده است. نتایج تحقیق نشان داد که بین تمرکز مالکیت و معیار EPS رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. از طرفی بین درصد مالکیت سهامداران عمده و معیار بازدهی رابطه معنی‌داری وجود ندارد، اما بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و معیار بازدهی رابطه معنی‌داری وجود دارد (ماه‌آور، ۱۳۸۶).

مهدوی و میدری (۱۳۸۴) در تحقیق خود به بررسی ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این تحقیق نشان داده است که رابطه‌ای مثبت بین تمرکز مالکیت و کارایی وجود دارد (مهدوی و حیدری، ۱۳۸۴).

استقرار مناسب ساز و کارهای راهبری شرکتی، موجب جذب و تخصیص بهینه منابع، افزایش کارایی عملیاتی، استیفای حقوق ذینفعان مختلف و رشد سرمایه‌گذاری پایدار از طریق جلب اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود (حسینی و خرازی، ۱۳۸۷).

مبانی نظری مالکیت شرکتی شامل ۶ مکانیسم مختلف است که به منظور کنترل هزینه‌های نمایندگی به کار گرفته می‌شوند (Kumar, 2003):

۱. ساختار مالکیت (مک‌لینک و جنسن، ۱۹۷۶)، (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶)

۲. ساختار سرمایه (جنسن، ۱۹۸۶)

۳. ساختار هیأت مدیره (جنسن، ۱۹۸۶)

۴. حقوق و پاداش مدیریتی (جنسن و مورفی، ۱۹۹۰)

۵. رقابت در بازار محصول (هارت، ۱۹۸۳)

۶. بلعیدن شرکت‌ها (فاما و جنسن، ۱۹۸۳، جنسن و وارنر، ۱۹۸۸)

از معیارهای مهم ساختار مالکیت شرکت که در بسیاری از پژوهش‌ها تأثیر آن بر عملکرد مورد بررسی قرار می‌گیرد، می‌توان به تمرکز مالکیت، در صد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و درصد مالکیت سهام آزاد (شناور) اشاره کرد.

فرضیه‌های پژوهش: با توجه به ادبیات موجود و نتایج پژوهش‌های قبلی بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت رابطه مثبت پیش بینی می‌شود. از آنجا که برای ساختار مالکیت به عنوان متغیر مستقل سه معیار؛ مالکیت متمرکز، مالکیت نهادی و مالکیت سهام آزاد شناور در نظر گرفته شده و برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت به عنوان متغیر وابسته معیار نرخ بازده دارایی‌ها لحاظ شده است، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شد:

۱. مالکیت متمرکز با عملکرد شرکت رابطه معنی داری دارد.
۲. مالکیت نهادی با عملکرد شرکت رابطه معنی داری دارد.
۳. مالکیت سهام آزاد شناور با عملکرد شرکت رابطه معنی داری دارد.

روش پژوهش: تحقیق حاضر از لحاظ هدف از نوع تحقیقات کاربردی است، زیرا با هدف برخورداری از نتایج یافته‌ها برای حل مسایل موجود در سازمان‌ها صورت گرفته و به روش تحقیقات علی انجام شده است. برای آزمون فرضیه‌های آماری و تحلیل داده‌ها رگرسیون خطی چندگانه مورد استفاده قرار گرفته است. با توجه به اینکه اطلاعات مورد بررسی به صورت مقطعی و سری زمانی است، تکنیک پانل دیتا^۱ به کار گرفته می‌شود.

جامعه آماری، نمونه آماری و روش گردآوری داده‌ها: جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ است. در این پژوهش برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف نظام مند استفاده می‌شود. به منظور انتخاب نمونه آماری، شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های زیر بودند به عنوان نمونه آماری انتخاب و بقیه حذف شدند:

۲۲۷ ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های بورسی

الف) به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ و بانک‌ها، فعالیت شرکت‌های انتخابی، تولیدی باشد.

ب) برای انتخاب نمونه ای همگن، قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس تهران پذیرفته شده و از ابتدای سال ۱۳۸۳، سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گرفته باشد.

ج) با توجه به معیار شرکت فعال بودن، معاملات این شرکت‌ها در طول سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۸۳ در بورس، فعال بوده باشد و طول وقفه معاملات آن‌ها بیشتر از سه ماه نباشد.

د) برای فراهم شدن امکان مقایسه و جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه بوده باشد و نباید فاصله سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۸۳ تغییر سال مالی داده باشند.

ه) صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آن‌ها قابل دسترس باشد.
با توجه به شرایط فوق، تعداد نمونه انتخابی از جامعه آماری ۹۷ شرکت و دوره بررسی ۵۸۲ (سال - شرکت) است. روش مورد استفاده برای جمع‌آوری داده‌ها، روش اسنادکاوی است. برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز، صورت‌های مالی شرکت‌ها و یادداشت‌های همراه به کار گرفته شده‌اند، بدین منظور از نرم‌افزار تدبیر پرداز و سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

سنجش متغیرهای تحقیق: متغیرهای پژوهش شامل؛ نرخ بازده دارایی‌ها به عنوان متغیر وابسته در دو الگوی جداگانه به کار گرفته شده است. متغیرهای مستقل نیز، سه معیار از معیارهای ساختار مالکیت شرکت شامل؛ تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی و مالکیت سهام آزاد شناور است. متغیرهای توضیحی این پژوهش که ممکن است بر متغیر وابسته اثر داشته باشند شامل: اندازه سازمان، اهرم شرکت، نسبت جاری، ریسک سیستماتیک و چرخه تجاری شرکت است.

۱. محاسبه نرخ بازده دارایی‌ها (ROI)

الف: نسبت سود خالص بر کل دارایی‌ها (NIA)

ب: نسبت سود عملیاتی بر کل دارایی‌ها (OIA)

۲. تمرکز مالکیت^۱ (CR): دمستز و لن (۱۹۸۵) که صاحب نظران مباحث مربوط به ساختار مالکیت‌اند، سه شاخص؛ میزان مالکیت بیست سهامدار بزرگ، میزان مالکیت پنج سهامدار بزرگ و شاخص هرفیندال را برای محاسبه میزان تمرکز مالکیت معرفی کرده‌اند (مهدوی و میدری، ۱۳۸۴).
- در این تحقیق برای محاسبه میزان تمرکز مالکیت از شاخص هرفیندال هریشمن^۲ استفاده می‌شود که با مجموع مجزورات درصد سهم بازار هر یک از عرضه‌کنندگان برابر است.
۳. درصد مالکیت نهادی^۳ (INS): در این تحقیق، از مجموع درصد سهام در مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی برای اندازه‌گیری درصد مالکیت نهادی استفاده شد.
۴. درصد مالکیت سهام آزاد شناور^۴ (FF): درصد مالکیت سهام آزاد شناور عددی است که از نتیجه کسر تعداد سهام غیر قابل معامله از کل سهام تقسیم بر تعداد کل سهام شرکت بدست می‌آید (شینگو، ۲۰۰۱).
۵. اندازه شرکت (LNA): همانند پژوهش مشابهی که توسط لی (۲۰۰۸) صورت گرفته است، از لگاریتم نپری کل دارایی‌ها برای اندازه‌گیری متغیر "اندازه شرکت" استفاده شده است.
۶. اهرم شرکت (EAR): برای اندازه‌گیری اهرم شرکت از نسبت حقوق صاحبان سهام بر کل دارایی‌ها استفاده شده است (Lee, 2008).
۷. نسبت جاری (CUR): نسبت جاری از نسبت دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری محاسبه شده است (بری گام و دیگران، ۱۳۸۲، ۸۷-۸۵).
۸. ریسک سیستماتیک(β): ضریب بتا (β) برابر کوواریانس بازده سهم با بازده سبد اوراق بهادار بازار تقسیم بر واریانس سبد اوراق بهادار بازار است (کی‌رلی، سی‌براون، ۱۳۸۴، ۱۰۶).
۹. چرخه تجاری شرکت (IVA): همانند پژوهش مشابهی که توسط لی (۲۰۰۸) صورت گرفته است، در این تحقیق نیز برای کنترل تأثیر چرخه تجارت^۵ از نسبت موجودی کالا بر کل دارایی‌ها استفاده شده است.

1 Ownership Concentration

2 Demsetz & Lehn = $\sum s_i^2$

3. Institution owner ship

4. Free-float owner ship

5 Business Cycle

الگوی پژوهش: با توجه به مطالب یاد شده در مورد متغیرهای تحقیق، الگوی پژوهش شامل دو الگوی رگرسیون چند متغیره برای آزمون فرضیه اول تا فرضیه سوم، به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$1) NIA = \beta_0 + \beta_1 CR + \beta_2 INS + \beta_3 FF + \beta_4 LNA + \beta_5 EAR + \beta_6 CUR + \beta_7 BET + \beta_8 IVA + \varepsilon$$

$$2) OIA = \beta_0 + \beta_1 CR + \beta_2 INS + \beta_3 FF + \beta_4 LNA + \beta_5 EAR + \beta_6 CUR + \beta_7 BET + \beta_8 IVA + \varepsilon$$

که در آن متغیر وابسته ROA است که با دو شاخص؛ NIA = نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها و OIA = نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها محاسبه شده است. و متغیرهای مستقل اصلی شامل: CR = درصد تمرکز سهام با استفاده از شاخص هرفیندال، INS = درصد سهام در اختیار مؤسسات نهادی، FF = درصد مالکیت سهام آزاد شناور است. متغیرهای توضیحی این تحقیق شامل: LNA = اندازه شرکت، EAR = اهرم شرکت، CUR = نسبت جاری (نقدینگی)، BET = ریسک سیستماتیک شرکت، IVA = چرخه تجارت است.

آزمون فرضیه‌ها: روش آماری مورد استفاده در این پژوهش، روش رگرسیون با استفاده از داده‌های تلفیقی است. فرضیه‌ها از طریق نتایج حاصل از الگوهای اقتصادسنجی و رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت. به منظور تعیین معنادار بودن الگوی رگرسیون از آماره F فیشر استفاده شده است. برای بررسی معنی دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر الگو از آماره t استیودنت در سطح اطمینان ۹۵٪ استفاده شده است. آزمون‌های آماری نشان می‌دهد که مشکل همخطی نیز بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد. از آزمون دوربین - واتسون نیز برای بررسی نبود مشکل خود همبستگی بین جملات پسماند استفاده شد. تحلیل آماری داده‌ها نیز به کمک نرم‌افزار آماری E-Views انجام شده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی: در جدول (۱) خلاصه یافته‌های مربوط به متغیرهای تحقیق آورده شده است.

جدول ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	علامت اختصاری	توضیح	مقدار حداقل	مقدار حداکثر	میانگین	واریانس میانگین‌ها
تمرکز مالکیت	CR	میزان تمرکز سهامداران، محاسبه شده از شاخص هرفیندال هریشمن	۰/۳۷۱۷ (۱۳۸۸)	۰/۴۰۸۲ (۱۳۸۳)	۰/۳۸۲۹	۰/۰۰۰۲
مالکیت نهادی	INC	مجموع درصد سهام در مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی	۰/۲۸ (۱۳۸۶)	۰/۲۶ (۱۳۸۳)	۰/۲۴۰۴	۰/۰۰۰۴
مالکیت سهام آزاد شناور	FF	باقیمانده کسر تعداد سهام غیرقابل معامله از کل سهام شرکت	۰/۲۰۹۱ (۱۳۸۶)	۰/۲۷۱۳ (۳۸۳)	۰/۲۴۰۴	۰/۰۰۰۴
اندازه شرکت	LNA	لگاریتم نپری کل دارایی‌ها	۲۵/۷۰ (۱۳۸۳)	۲۶/۶۲ (۱۳۸۸)	۲۶/۲۱	۰/۱۳
اهرم شرکت	EAR	نسبت حقوق صاحبان سهام بر کل دارایی‌ها	۰/۰۷- (۱۳۸۶)	۰/۲۲ (۱۳۸۸)	۰/۰۹	۰/۰۱
نقدینگی	CUR	نسبت جاری	۰/۹۸ (۱۳۸۷)	۱/۱۷ (۱۳۸۴)	۱/۰۷	۰/۰۱
ریسک سهام	BET	ضریب حساسیت (β)	۰/۱۷ (۱۳۸۸)	۰/۶۶ (۱۳۸۴)	۰/۴۷	۰/۰۳
چرخه تجاری	EVA	نسبت موجودی کالا بر کل دارایی‌ها	۰/۲۵ (۱۳۸۸)	۰/۳۲ (۱۳۸۳)	۰/۲۸	۰/۰۰
عملکرد	NIA	نسبت سود خالص بر کل دارایی‌ها	۰/۰۳ (۱۳۸۸)	۰/۱۱ (۱۳۸۳)	۰/۰۷	۰/۰۰
	OIA	نسبت سود عملیاتی بر کل دارایی‌ها	۰/۰۸ (۱۳۸۸)	۰/۱۵ (۱۳۸۳)	۰/۱۱	۰/۰۰

برآورد مدل و تجزیه و تحلیل نتایج

برآورد مدل (۱): برای بررسی همگن و یا عدم همگن بودن واحدهای مقطعی از آماره آزمون **F** استفاده می‌شود. رد فرضیه صفر در این آزمون بیانگر استفاده از روش داده‌های پانلی بوده و عدم رد این فرضیه بیانگر استفاده از روش داده‌های یکپارچه است. نتیجه آزمون **F** برای مدل (۱) در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۲: نتیجه آزمون **F** برای مدل (۱)

مقدار آماره آزمون	ارزش احتمال (Prob)
۲/۴۰	(۰/۰۳)

اگر مقدار ارزش احتمال (**Prob.**) کوچکتر از سطح معنی‌داری باشد، فرض **Ho** رد و از روش پنل دیتا استفاده می‌شود.

با توجه به جدول فوق، نتیجه آزمون **F** بیانگر رد فرضیه صفر در سطح معنی‌داری ۵ درصد است. لذا به نظر می‌رسد واحدهای مقطعی همگن نیست و برای تخمین مدل باید از روش اثرات ثابت استفاده شود.

جدول ۳: نتایج برآورد مدل (۱) به روش اثرات ثابت

نام متغیر	مقدار ضریب برآورد شده	مقدار آماره آزمون t	ارزش احتمال (Prob)
NIA	۱	---	---
C مشترک	-۰/۲۸۵	-۲/۴۳	(۰/۰۱۵)
CR	-۰/۰۱۶	۰/۵۲	(۰/۶۰۲)
INS	-۰/۰۰۱	۳/۵۴	(۰/۰۰۰)
FF	-۰/۲۰۸	-۳/۹۴	(۰/۰۰۰)
LNA	-۰/۰۱۲	۲/۷۶	(۰/۰۰۶)
EAR	-۰/۱۹۶	۳۴/۲۳	(۰/۰۰۰)
CUR	-۰/۰۸۴	۶/۷۳	(۰/۰۰۰)
BET	-۰/۰۱۷	۴/۰۸	(۰/۰۰۰)
IVA	-۰/۳۱۳	-۸/۱۷	(۰/۰۰۰)
Prob(F-statistic) =0.000	DW = 1/81	$\overline{R^2} = 0/74$	$R^2 = 0/75$

نتایج جدول (۳) نشان می‌دهد که همه ضرایب برآورد شده به جز ضریب متغیر تمرکز مالکیت، از لحاظ آماری در سطح معنی‌داری ۵ درصد معنی‌دار است. متغیر تمرکز مالکیت علیرغم معنی‌دار نبودن، به عنوان یکی از متغیرهای تحقیق، در مدل حفظ شده است. مقدار ضریب تعیین شده ۷۵ درصد است که حاکی از مناسب بودن برازش مدل است. مقدار آماره دوربین-واتسون نیز نزدیک به ۲ و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی در اجزاء اخلاص الگو است. همچنین آماره معنی‌دار بودن کلی رگرسیون، در سطح یک درصد معنی‌دار است.

برآورد مدل (۲): این مدل که در آن نرخ بازده دارایی‌ها با متغیر (OIA) اندازه‌گیری شده، برآورد شده است. نتیجه آزمون **F** برای بررسی همگن بودن واحدهای مقطعی در جدول (۴) گزارش شده است. با توجه به اینکه فرضیه صفر این آزمون در سطح معنی‌داری ۵ درصد رد شده است، از روش اثرات ثابت جهت تخمین مدل دوم استفاده می‌شود. نتایج برآورد این مدل در جدول (۵) نشان داده شده است. به دلیل پایین بودن مقدار آماره آزمون دوربین-واتسون و احتمال وجود خودهمبستگی مثبت، این مدل بعد از اضافه کردن متغیر **AR(1)** برآورد شده است.

جدول ۴: نتیجه آزمون **F** برای مدل (۲)

مقدار آماره آزمون	ارزش احتمال (Prob.)
۱/۹۱	(۰/۰۸)

جدول ۵: نتایج برآورد مدل (۲) به روش اثرات ثابت

نام متغیر	مقدار ضریب برآورد شده	مقدار آماره آزمون t	ارزش احتمال (Prob)
NIA	۱	---	---
C مشترک	-۰/۲۳۶	-۱/۹۲	(۰/۰۵۵)
CR	-۰/۰۱۴	۰/۴۵	(۰/۶۴۹)
INS	-۰/۰۰۱	۲/۱۵	(۰/۰۳۲)
FF	-۰/۱۳۵	-۲/۵۵	(۰/۰۱۱)
LNA	-۰/۰۱۱	۲/۷۶	(۰/۰۱۷)
EAR	-۰/۱۴۸	۲۲/۶۳	(۰/۰۰۰)
CUR	-۰/۰۸۹	۶/۲۰	(۰/۰۰۰)
BET	-۰/۰۱۷	۳/۸۷	(۰/۰۰۰)
IVA	-۰/۲۰۵	-۴/۸۸	(۰/۰۰۰)
AR(1)	-۰/۱۸۱	۵/۰۸	(۰/۰۰۰)
Prob(F-statistic) =0.000	$DW = 2/01$	$\overline{R^2} = 0/60$	$R^2 = 0/61$

با توجه به جدول فوق، نتایج برآورد این مدل همانند مدل (۱) است. مقدار ضریب تعیین و آزمون کلی رگرسیون، مناسب بودن برازش مدل را نشان می‌دهد. ضریب متغیر AR(1) از لحاظ آماری قویاً معنی‌دار بوده و وارد کردن آن توانسته است وجود خودهمبستگی در مدل را از بین ببرد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها: هدف این تحقیق، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ بود. بدین منظوره معیار از معیارهای ساختار مالکیت مورد بررسی قرار گرفت. اولین معیار، تمرکز مالکیت است که به میزان سهام در اختیار سهامداران عمده اشاره دارد. معیارهای دوم و سوم، بحث ماهیت مالکیت است که بیانگر تأثیر تنوع مالکان و سهامداران بر عملکرد شرکت است.

به طور کلی در این تحقیق، تحلیل آماری داده‌ها برای ۹۷ شرکت مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفتند که در جدول (۶) خلاصه یافته‌های تحقیق آورده شده است.

جدول ۶: خلاصه نتیجه به دست آمده از تحقیق

نتیجه آزمون فرضیه	نوع رابطه تأثیر گذاری	متغیر
عدم تأیید	تأثیر مثبت بی معنی	تمرکز مالکیت (CR)
تأیید	تأثیر مثبت معنی دار	مالکیت نهادی (INS)
تأیید	تأثیر منفی معنی دار	مالکیت سهام آزاد شناور (FF)
.....	تأثیر مثبت معنی دار	اندازه شرکت (LNA)
.....	تأثیر مثبت معنی دار	اهرم شرکت (EAR)
.....	تأثیر مثبت معنی دار	نقدینگی شرکت (CUR)
.....	تأثیر مثبت معنی دار	ریسک سیستماتیک شرکت (β)
.....	تأثیر منفی معنی دار	چرخه تجارت (IVA)

در بررسی نمونه آماری تحقیق، این نتایج به دست آمد که تمرکز مالکیت تأثیر معنی داری بر عملکرد شرکت ندارد. تمرکز مالکیت از لحاظ تئوری آثار مثبت و منفی خاص خود را دارد که به نظر می رسد تلفیق جنبه های مثبت و منفی تمرکز مالکیت، دلیلی بر نتیجه به دست آمده در این تحقیق باشد.

در بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت، نتایج حاصل از تحلیل داده ها، نشان می دهد که مالکیت نهادی به صورت مثبت بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است. از آنجا که مالکان نهادی به دلیل تخصص در سرمایه گذاری و داشتن توانایی و منابع لازم برای نظارت صحیح بر تصمیمات مدیریتی، عملیات شرکت را به گونه ای مؤثر اداره می کنند، این نتیجه مطابق انتظار بود.

در بررسی تأثیر مالکیت سهام آزاد شناور بر عملکرد شرکت، این نتیجه به دست آمد که مالکیت سهام آزاد شناور به صورت منفی بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است. مالکیت سهام آزاد شناور اشاره به حالتی دارد که قسمتی از سهام یک شرکت بدون هیچ گونه محدودیت قابل معامله باشد و موجب پراکنده تر شدن ساختار مالکیت شرکت گردد که این موضوع بر اساس برخی تحقیقات، از جمله رساله برل و میتنز در سال ۱۹۳۲، رابطه معکوسی با عملکرد شرکت دارد.

ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های بورسی < ۲۳۵

بررسی پژوهش‌های قبلی، بیانگر نتایج متفاوت و بعضاً متناقضی از تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت است، که شاید علت آن، شرایط محیطی کشورهای مختلف و یا درون‌زا بودن ساختار مالکیت باشد.

پیشنهادهای:

۱. مالکان نهادی به دلیل نظارت مؤثر و دارا بودن منابع و تخصص‌های لازم جهت اداره شرکت‌ها، موجب عملکرد بهتر شرکت‌ها می‌شوند. چون در این تحقیق تمرکز مالکیت نهادی تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد، لذا بهتر است مالکیت سهام شرکت‌ها در اختیار چندین مؤسسه نهادی باشد تا عملکرد شرکت‌ها بهبود یابند.
۲. پیشنهاد می‌شود استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی، هنگام استفاده از صورت‌های مالی شرکت‌ها، به عامل ترکیب سهامداران نیز توجه کنند. براساس یافته‌های این تحقیق، به طور کلی عملکرد شرکت‌هایی که از درصد سرمایه‌گذاران نهادی بالایی برخوردارند، بهتر است.

پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی:

۱. بررسی تأثیر سایر معیارهای ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آنها.
۲. بررسی تأثیر ساختار مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی در ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد شرکت.
۳. ۵۰ شرکت برتر از لحاظ نرخ بازده دارایی‌ها و ۵۰ شرکت که از لحاظ زایل نمودن ارزش در صدر هستند و نرخ بازده دارایی‌های کمتری دارند، انتخاب و بین ساختار مالکیت و عملکرد این شرکت‌ها مقایسه تطبیقی صورت گیرد.

منابع

۱. بری گام، اوجیناف، لويس سى، گاپنسكى و ديويد، فليپ آر (۱۳۸۲). **مدیریت مالی میانه**، پارسائیان، علی، انتشارات ترمه، تهران، چاپ اول.
۲. حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد واسکندر هدی (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، ص. ۱۰۷-۱۲۷.
۳. حساس یگانه، یحیی و امیر پوریان‌سب، (۱۳۸۴). نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی، ماهنامه حسابدار، شماره‌های ۱۶۴ و ۱۶۵، مهر و آبان ۱۳۸۴.
۴. حسینی، سید علی و خرازی رهبر، مهسا (۱۳۸۷). راهبری شرکتی، حمایت از سهامداران، همایش راهبری شرکتی بورس اوراق بهادار تهران، ضرورت‌ها و الزامات، مرداد (۱۳۸۷).
۵. کاشانی پور، محمد و امیر رسائیان، (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی و کنترل، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، ویژه نامه حسابداری، سال بیستم، شماره ۳، ص ۱۶۹-۱۴۲.
۶. کی‌رلی، فرانک و سی‌براون، کیت (۱۳۸۴). مدیریت سرمایه‌گذاری، اسلامی بیگدلی، غلامرضا. هبیتی، فرشاد و رهنمای، فریدون، انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی، چاپ دوم.
۷. ماه‌آور، راضیه (۱۳۸۶)، بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء.
۸. مدرس، احمد؛ حسینی، سید مجتبی و رئیس زهره، (۱۳۸۸). بررسی اثر سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه اقتصادی، ص. ۲۵۰-۲۲۳.
۹. مهدوی، ابوالقاسم و میدری، احمد (۱۳۸۴). ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، شماره ۷۱.

۱۰. نمازی، محمد و کرمانی، احسان، (۱۳۸۷). ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، ص. ۸۳-۱۰۰

11. Akimova, I, & Schwodiauer, G, (2004). “ **Ownership Structure, Corporate Governance and Enterprise Performance: Emprical Results for Ukraine**”, *International Advances In Economic Research Jurnal*, Volume 10.
12. Demsetz, H. and K. Lehn (1985). “ **The structure of corporate Ownership: Causes and Consequences**” , *Jornal of Political Economy*, (93) 6 pp. 1155-1177
13. Gerosfeld, I (2006). “ **Ownership Consentration and Firm Performance: Evidence from an Emerging Market**” , *Paris School of Economics*.
14. Hu, Y & Izumida, S (2008) “**Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data**”, *College of Economics*, Hebei University.
15. Ide, Shingo (2001). “**Considering the Free Float- Adjustment of the TOPIX: The Need for a New Index and Possible Effects of Implementation**” , *NLI Research Instiute*, Vol. 45, No. 150, pp: 76- 92.
16. Kumar, J (2003). “ **Does Ownership Structure Influence Firm Value**”, *Department of Economics*, Mumbai University, Working Paper.
17. Lee, S (2008). “**Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea**”, University of Utah, *Department of Economics*, Working Paper No.17.
18. Lemmon, M & Lins, K (2001). “**Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis**”, University of Utah, *Department of Finance*, Working Paper.
19. 14. Rubin, A (2007). “**Ownership Level, Ownership Concentration and Liquidity**”, *Jurnal of Financial Markets*, Volume 10.
20. 15. Sanchez Ballesta, J & Garsia Meca, E (2007). “**A Meta-Analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance**”, University of Murcia, *Accounting and Finance Department*.
21. 16. Weig, J & Lehmann, E (1999). “ **Does Ownership Structure Matter? Governance Structure and Market for Corporate Control in Germany**”, *Department of Economic*, University of Nurnberg, Germany, Working Paper.

۲۳۸ ➤ فصلنامه مدیریت کسب و کار، شماره ۷، سال دوم، پاییز ۸۹