

بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران

محمدعلی بابایی زکلیکی^۱، ژیلا احمدوند^{۲*}

۱. استادیار دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی دانشگاه الزهراء، تهران، ایران
۲. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه الزهراء، تهران، ایران

(تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۷/۳/۱۷، تاریخ تصویب: ۱۳۸۸/۴/۲۳)

چکیده

تضاد منافع سهامداران با مدیریت یکی از موضوعات مهمی است که طی دهه‌های اخیر مورد توجه محققین بوده است. طبق پژوهش‌های مرتبط با حاکمیت شرکتی ساختار مالکیت یکی از راهکارهای حل این معضل مطرح شده است. تحقیق حاضر نیز تأثیر ساختار مالکیت را از دیدگاه تعداد سهامداران عمده و نوع مالکیت آنها بر عملکرد شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌دهد. نمونه آماری نهایی تحقیق شامل ۵۶ شرکت در دوره زمانی سال‌های ۷۹-۱۳۸۳ است که سهام آنها بطور فعال در بورس معامله شده است. شرکت‌های مورد بررسی بر حسب نوع سهامدار عمده آنها در گروه‌های بخش خصوصی، نیمه خصوصی، شبه دولتی، دولتی و نهادها طبقه بندی شده‌اند. بررسی‌ها با استفاده از تحلیل واریانس و رگرسیون نشان می‌دهد که با افزایش تعداد سهامداران عمده، بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد. این روند احتمالاً ناشی از افزایش کنترل سهامداران عمده و هم‌افزایی آنها در تأثیرگذاری بر تصمیمات مالی شرکت است. اما بدلیل محدودیت پایین بودن حجم نمونه آماری، روابط بین متغیرهای ساختار مالکیت و عملکرد شرکت از لحاظ آماری معنادار نبودند. همچنین نسبت ROE تحت تأثیر عامل صنعت می‌باشد، اما صنایع مورد مطالعه از نظر شاخص P/E تفاوت معناداری با یکدیگر نداشته‌اند. یافته نهایی تحقیق مویده آن است که ترکیبی از دو بخش خصوصی و دولتی در ترکیب مالکیت شرکت در افزایش سودآوری شرکت مؤثرتر بوده است، به عبارتی دولت به عنوان یک ارگان کنترلی در بهبود بازده ROE شرکت‌ها تأثیرگذار بوده است. همچنین عملکرد شرکت‌های مورد بررسی بیشتر تحت تأثیر شرایط اقتصادی کشور و نوع صنعت است تا اینکه متأثر از اقدامات و تصمیمات مدیریتی باشد.

واژه‌های کلیدی:

مقدمه

حاکمیت شرکتی مجموعه قوانین و رویه‌های حاکم بر روابط مدیران، سهامداران و حساب‌برسان شرکت است که با اعمال یک سیستم نظارتی از حقوق سهامداران حمایت می‌کند. با توجه به اینکه سازمان‌های امروزی به منظور کاهش تعارض منافع بین سهامداران و مدیریت بر مجزاسازی مالکیت از مدیریت تاکید می‌ورزند، لذا با افزایش تعداد سهامداران بالاخص سهامداران عمده، تضاد منافع در بین سهامداران و مدیران و نیز میان سهامداران افزایش می‌یابد تا جاییکه ممکن است بر امر نظارت و کنترل بر عملکرد مدیریت شرکت خدشه وارد کند. با توجه به اینکه در ترکیب مالکیت اغلب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سهامداران عمده‌ای وجود دارند که از نظر تئوری حاکمیت شرکتی دارای توانایی اعمال نظارت بیشتری در مقایسه با سهامداران جزء هستند، این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که "آیا تعداد سهامدار عمده و نیز نوع مالکیت آنها بر عملکرد شرکت تاثیر گذار است؟" از جمله معضلات زیربنایی که مبحث ساختار مالکیت در باب تئوری حاکمیت شرکتی بر آن اساس تکوین یافته است تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت، اعمال کنترل مطلق از سوی سهامداران عمده، کاهش توان کنترل و نظارت سهامداران جزء بر امور شرکت و منحصر شدن اتخاذ تصمیمات از سوی مدیران می‌باشد. زمانی که اتخاذ تصمیمات منحصر در اختیار مدیران شرکت باشد در این صورت سهامداران در مجامع عادی سالانه، تنهابه صورت نمایشی و به منظور تایید تصمیمات مدیران حضور پیدا می‌کنند. اهداف اصلی انجام تحقیق حاضر عبارت بودند از:

۱. تعیین میزان اهمیت و تاثیر گذاری نوع ساختار مالکیت بر عملکرد بازار سهام (P/E) و عملکرد حسابداری شرکت (ROE)
۲. تعیین میزان اثر گذاری و اهمیت نقش سهامداران عمده در بهبود عملکرد (مالی و بازار) شرکت‌ها

ادبیات و پیشینه تحقیق

پایه و اساس مطالعات حاکمیت شرکتی، تئوری نمایندگی است و مسایل نمایندگی نیز ناشی از مجزاسازی مالکیت از کنترل می‌باشد. فرض تئوری نمایندگی بر این است که بین منافع سهامداران و مدیریت یک تعارض بالقوه وجود دارد و مدیران به دنبال کسب حداکثر منافع خود از طریق سهامداران شرکت هستند که این منافع ممکن است در تضاد با

منافع سهامداران باشد. طبق تعریف جنسن و مک لینگ، رابطه نمایندگی به عنوان تعاملی بین یک یا چند سهامدار یا مالک و یک یا چند نماینده است که نماینده از طرف سهامدار مسئولیت انجام یک سری خدمات را عهده‌دار می‌شود [۱۳]. کیسی، تامپسون و رایت (۱۹۹۷) برای اعمال حکمرانی اثربخش بر شرکت‌ها، مکانیسم‌های ساختار مالکیت، ترکیب هیأت مدیره، پرداخت پاداش به اعضای هیأت مدیره، حسابرسی و عوامل کنترلی بیرونی در بازار نظیر حمایت‌های قانونی از سهامداران اقلیت را عنوان نموده‌اند.

لذا تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست. این بعد از حاکمیت در قالب ابعاد مختلف تعیین کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، وجود سهامداران جزء، اقلیت و عمده در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است. همچنین ترکیب سهامداری شرکت‌ها از الگوهای متفاوتی نظیر سهامداران حقوقی، مالکیت مدیریتی، سهامداران خصوصی و دولتی تبعیت می‌کند [۱۴]. الگوهای سهامداری مورد بررسی در این تحقیق نیز شامل پنج گروه بخش‌های دولتی، شبه دولتی، خصوصی، نیمه خصوصی و نهادها هستند. به طور کلی عمده‌ترین مسایل در حاکمیت شرکتی از دو مسئله اساسی مجزاسازی مالکیت از کنترل به منظور کاهش هزینه‌ها و مجزاسازی عوامل متضاد در منافع بین مدیران و مالکان با هدف حداکثرسازی ارزش سرمایه‌گذاری سهامداران ناشی می‌شود. لذا جدایی مالکیت از مدیریت، شرایطی را فراهم ساخت تا "نفویض اختیارات" به عنوان راهکار گریزناپذیر اداره شرکت‌ها در جوامع پیشرو مطرح گردد [۱۵].

سهامدار عمده در نگاه نظام حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار ایران

هر کشور با توجه به نوع فرهنگ، زمینه تاریخی، فضای حقوقی و نهادهای حاکم بر آن دارای چارچوب خاصی برای حکمرانی می‌باشد. در کشور ما طی چند سال اخیر، کوشش‌هایی برای شناساندن ماهیت نظام حاکمیت شرکتی و اهمیت آن از بعد نظارت بر بنگاه‌های اقتصادی صورت پذیرفته است. در سازمان بورس اوراق بهادار ایران، صرفاً آیین نامه‌ای تحت عنوان "نظام راهبری شرکت" تهیه و ارائه شده است ولیکن از بعد قوانین و مقررات، فعالیت و اقدامات خاصی برای نهادینه کردن این مقوله در سطح شرکت‌ها و اعمال آن در بازار سرمایه صورت نگرفته است [۲]. طبق آیین نامه اصول راهبری شرکت‌ها

در بورس اوراق بهادار ایران که متن اطلاعیه نهایی آن در اسفند ماه سال ۱۳۸۴ پذیرفته شد، سهامدار عمده و سهامدار جزء بدین گونه تعریف شده است:

سهامدار عمده: سهامداری است که به طور مستقل بتواند حداقل یک عضو هیأت مدیره و یا بیش از یک عضو هیأت مدیره را به طور مستقل منصوب کند و دارای بیشترین کنترل بر هیأت مدیره است.

سهامدار جزء: سهامداری است که به طور مستقل نمی تواند یک عضو هیأت مدیره را منصوب نماید و دارای کمترین قدرت نفوذ و کنترل بر شرکت و هیأت مدیره است [۱].
درمجامع عادی هر سهم یک رأی دارد و هر سهامدار به تعداد سهام خود حق رأی دارد مگر در انتخاب اعضاء هیأت مدیره که هر سهم به تعداد اعضاء هیأت مدیره حق رأی به دست می آورد. فرمول زیر نشان می دهد که هر سهامداری برای اینکه بتواند یک نماینده در هیأت مدیره داشته باشد، حداقل دارای چند حق رأی می باشد:

$$r = \frac{d \times N}{b + 1} + 1$$

r: تعداد سهام لازم برای انتخاب d نماینده در هیأت مدیره

d: تعداد مدیرانی که سهامدار به عنوان نماینده انتخاب می کند

N: تعداد کل سهام شرکت کننده در مجمع

b: تعداد اعضاء لازم برای هیأت مدیره [۳]

بنابراین بالحفاظ نمودن مدل مذکور، حالات ذیل رخ می دهد:

۱. در شرکت هایی که دارای ۵ نفر عضو هیات مدیره می باشند، سهامداری عمده

محسوب می شود که مالکیت حداقل ۱۷/۶ درصد از سهام منتشر شده توسط شرکت را دارا باشد.

۲. در شرکت هایی که دارای ۶ نفر عضو هیات مدیره می باشند، سهامداری عمده

محسوب می شود که مالکیت حداقل ۱۵/۳ درصد از سهام منتشر شده توسط شرکت را دارا باشد.

۳. در شرکت هایی که دارای ۷ نفر عضو هیات مدیره می باشند، سهامداری عمده

محسوب می شود که مالکیت حداقل ۱۳/۵ درصد از سهام منتشر شده توسط شرکت را دارا باشد.

نگاره شماره ۱، پژوهش های مورد بررسی در این تحقیق را نشان می دهد.

نگاره ۱. پژوهش های مشابه پیشین در کشورهای مختلف

پژوهشگر	موضوع (هدف) تحقیق	سال های بررسی	کشور	
Shahira Abdel Shahid	بررسی تاثیر نوع مالکیت بر عملکرد (بازار و حسابداری) شرکت (۲۰۰۳)	۲۰۰۰	مصر	۱
Jayesh Kumar	بررسی تاثیر ساختار (نوع) مالکیت بر ارزش شرکت های هلدینگ (۲۰۰۴)	۱۹۹۴-۲۰۰۰	هند	۲
Anlin Chen et al	بررسی تضاد بین مسایل نمایندگی و کنترل شرکتی از طریق ساختار مالکیت مدیریتی در شرکت های سهامی عام بورس تایوان (۲۰۰۵)	۱۹۹۲-۱۹۹۹	تایوان	۳
Ariane Chapelle	بررسی الگوهای معمول ساختار مالکیت در کشور بلژیک (۲۰۰۴)	۱۹۹۵-۱۹۹۹	بلژیک	۴
S.Black et al	آیا حاکمیت شرکتی می تواند معیاری برای پیش بینی ارزش شرکت باشد؟ (۲۰۰۲)	۲۰۰۱	کره	۵
Michael Firth et al	تعیین روابط همزمان بین مالکیت، حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها (۲۰۰۲)	۱۹۹۸-۲۰۰۰	چین	۶
Ingolf Dittmann	بررسی روابط بین حجم معاملات عمده، ساختار مالکیت و میزان حق رای سهامداران (۲۰۰۴)	۱۹۷۴-۲۰۰۰	آلمان	۷
Stijn et al	مالکیت و حاکمیت شرکتی (۱۹۹۸)	۱۹۹۲-۱۹۹۵	جمهوری چک	۸
Brailford et al	بررسی تاثیر ساختار مالکیت و نحوه توزیع مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت (۲۰۰۰)	۱۹۹۴-۱۹۹۹	استرالیا	۹
Bruce Seifert et al	بررسی تاثیر نوع مالکیت سهامدار بر عملکرد شرکت (۲۰۰۲)	۱۹۹۷-۱۹۹۹	آلمان، انگلستان، ایالات متحده	۱۰
Alberto de Miguel et al	چگونه مکانیسم های حقوقی در نظام های مختلف حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت تاثیر گذار می گذارند؟ (۲۰۰۴)	۱۹۹۸-۲۰۰۲	استرالیا، آمریکا، انگلستان، آلمان ژاپن و اسپانیا	۱۱

شاهیر اشاهید (۲۰۰۳) در بررسی که در کشور مصر بر ۹۰ شرکت منتخب در بورس کار یووالکساندرو انجام داد، نشان داد که رابطه بین نوع مالکیت و شاخصهای P/E, P/BV معنادار نیست ولی رابطه بین نوع مالکیت و عملکرد حسابداری شرکت (ROE, ROA) یک رابطه معنادار است. وی دریافت که زمانی که مدیران و بخش های دولتی سهامدار عمده شرکت هستند، دارای تاثیری منفی بر ROE شرکت هستند، در مقابل شرکت های هلدینگ و بخش خصوصی دارای تاثیری مثبت بر ROE شرکت هستند [۱۷]. جایش کومار (۲۰۰۴) در بررسی که در کشور هند انجام داد، به دنبال بررسی تاثیر نوع ساختار مالکیت بر ارزش شرکت ها به این نتیجه رسید که مدیران بیشترین تاثیر را بر عملکرد شرکت داشتند و سهامداران خارجی و شرکت های هلدینگ به طور معناداری بر عملکرد شرکت تاثیر گذار

نیستند [۱۲]. آئین چن و همکاران (۲۰۰۵) در مطالعه‌ای که روی ۱۳۳ شرکت فعال در بورس تایوان در فاصله سال‌های ۱۹۹۵-۱۹۹۹ در کشور تایوان انجام داد با تمرکز بر ساختار مالکیت مدیریتی، دریافت که اولاً رابطه بین نوع مالکیت حقوقی و عملکرد بازده سهام شرکت‌ها، یک رابطه معنادار و مثبت است. ثانیاً، وجود مدیران و روسای هیات مدیره در ترکیب مالکیت، بر عملکرد بازار سهام (P/E) اثر کاهنده دارد و این حالت در تضاد با تئوری نمایندگی است [۶].

آرین چاپل (۲۰۰۴) نشان داد که حدود دو سوم شرکت‌های فعال در بورس بلژیک عمدتاً دارای ساختار مالکیت متمرکز هستند زیرا یکی از راه‌های افزایش اعمال کنترل بر شرکت‌ها، تمرکز مالکیت است. ضمن اینکه اکثر شرکت‌های بورسی در بلژیک به ترکیب مالکیت عمده‌ای گرایش دارند که سهامداران عمده آنها دارای حق رای نسبت به حداقل ۵۰ یا ۶۰ درصد سهام شرکت باشند. چاپل، علت اصلی این یافته را در این نکته خاطر نشان کرده است که سهامداران عمده در کشور بلژیک دارای قدرت کنترل بالایی هستند زیرا در این کشور اعضای هیات مدیره، عمدتاً به نفع منافع مدیران و سهامداران عمل می‌کنند حتی اگر نحوه کنترل و مدیریت آنها خلاف قانون باشد، زیرا منافع سهامداران عمده را به عنوان بهترین گزینه برای پیش دستی بر قوانین می‌دانند [۷].

در تحقیق دیگری که در کشور کره انجام شد، برنارد بلاک (۲۰۰۲) به دنبال پاسخگویی به این سوال بود که "آیا حاکمیت شرکتی می‌تواند معیاری برای پیش بینی ارزش شرکت باشد؟" در این بررسی یک شاخص حاکمیت شرکتی برای هر شرکت و نیز کل بورس کره از صفر تا صد تعریف شده است. این شاخص بر اساس پنج جزء مهم حاکمیت شرکتی که شامل حقوق سهامداران، ساختار هیات مدیره، رویه‌های هیات مدیره، شفاف سازی و تساوی مالکیت می‌باشد، تعریف شده است. نتایج تحقیق حاکی از این است که شرکت‌هایی که سیستم حاکمیتی آنها کارآمد است و شاخص‌های حاکمیتی بالاتری دارند، دارای عملکرد بهتری (هزینه‌های سرمایه و هزینه‌های فروش کمتر) هستند اما الزاماً سودآوری بیشتری برای آنها در آینده پیش بینی نمی‌شود، ضمناً ارزش سرمایه گذاران در این شرکت‌ها بیشتر است و سهامداران سودهای مشابهی دریافت می‌کنند. سایر نتایج تحقیق به تفصیل عبارتند از اینکه، شرکت‌هایی که نیمی از روسای آنها غیرموظف است دارای ارزش بیشتری هستند، شرکت‌های کوچک به دلیل حجم معاملات کمتر دارای شاخص‌های حاکمیتی پایین تری نسبت به شرکت‌های بزرگ هستند [۸].

فرث و همکاران (۲۰۰۲) در بررسی خود روی ۵۴۹ شرکت در کشور چین طی سال‌های ۲۰۰۰-۱۹۹۸ نشان داد که بین مکانیسم‌های کنترلی در راهبری شرکت‌ها و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد، ضمناً بین مکانیسم‌های حکمرانی مختلف همبستگی وجود دارد یعنی انتخاب یک روش کنترلی مستقل از سایر شیوه‌ها نیست (مثلاً بین ساختار مالکیت و نظام پرداخت همبستگی وجود دارد) و این شیوه‌های حکمرانی بر حسب شرایط می‌توانند جایگزین یکدیگر شوند. سایر یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که در کشور چین، عوامل کنترل‌گر بیرونی که در بازار وجود دارند نظیر قوانین و مقررات دولتی، بیشترین نقش را در اعمال حکمرانی بر شرکت‌ها بر عهده دارند و برخلاف مالکیت خصوصی، مالکیت دولتی مهم‌ترین ابزار حکمرانی در کشور چین است [۱۴].

دیتمن (۲۰۰۴) در تحقیقی که در کشور آلمان انجام داد، تاثیر میزان حقوق کنترلی سهامداران را بر ساختار مالکیت شرکت‌ها بررسی می‌کند. بخش عمده خریدهای کلان در سرمایه‌گذاری سهام در کشور آلمان بر روی سهام با حق رای انجام می‌شود زیرا مهم‌ترین مزیت این سهم افزایش توان نظارت و کنترل سهامدار بر شرکت است. دیتمن در تحقیق خود دریافت که میزان حق رای و کنترل سهامدار در ساختار مالکیت شرکت به حجم فعالیت معاملاتی عمده وی بستگی دارد به نحوی که اگر مزایای ناشی از حق رای سهام کم باشد، سهم مدیران در سرمایه‌گذاری‌های عمده کاهش می‌یابد، برعکس اگر مزایای ویژه کنترل سهام با حق رای، بالا باشد، ساختار مالکیت به سمت ساختار مدیریتی سوق پیدامی‌کند به عبارتی سهم مدیران در ساختار مالکیت شرکت افزایش می‌یابد [۱۱].

براک سیفرت (۲۰۰۲) در مطالعه‌ای که روی کشورهای آلمان، انگلستان، ایالات متحده و ژاپن انجام داد، دریافت که سهامداران عمده و خصوصاً وجود سهامداران حقوقی در ترکیب مالکیت شرکت با عملکرد شرکت، رابطه معنادار دارد و نیز مدیران موظف بر عملکرد شرکت تاثیر مثبتی دارند [۹]. آلبرت میگال (۲۰۰۴) در بررسی مشابهی که بر روی کشورهای مزبور و نیز کشورهای استرالیا و اسپانیا انجام داد، نشان داد که توزیع مالکیت در این کشورها در صورتی موفق است که قوانین و چارچوب‌های حکمرانی در این کشورها نظیر حمایت از سهامداران و کنترل بازار بر شرکت تقویت گردد ضمن اینکه عملکرد موفق توزیع مالکیت، مستلزم اثربخشی هیات مدیره و توسعه یافتگی بیشتر بازار سرمایه است [۵].

فرضیات تحقیق

فرضیات اصلی این تحقیق شامل:

۱. بین نوع مالکیت عمده و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرض فرعی اول:

بین نوع مالکیت عمده و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرض فرعی دوم:

بین نوع مالکیت عمده و ضریب قیمت به درآمد سهام رابطه معناداری وجود دارد.

۲. بین تعداد سهامدار عمده شرکت و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرض فرعی اول: بین تعداد سهامداران عمده و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها رابطه معنادار وجود دارد.

فرض فرعی دوم: بین تعداد سهامداران عمده و ضریب قیمت به درآمد سهام شرکت‌ها رابطه معنادار وجود دارد.

روش تحقیق

جامعه آماری به کار گرفته شده شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران در فاصله سال‌های ۸۳-۱۳۷۹ است. نمونه آماری نهایی مشتمل بر ۵۶ شرکت است که درشش صنعت مختلف، طبقه‌بندی شده‌اند. روش نمونه‌گیری به کار گرفته شده در این تحقیق، روش نمونه برداری انتخابی است. در این روش نمونه‌های منتخب طی مراحل مختلف ذیل، براساس معیارهای قضاوتی از جامعه آماری استخراج می‌شوند [۲۰]. بنابراین نمونه آماری مورد مطالعه شامل شرکت‌هایی هستند که:

- در فاصله زمانی بین سال‌های ۷۹-۸۳ دارای بیشترین تعداد دفعات معاملات در میان شرکت‌های بورس باشند.
- سهام آنها دارای وقفه معاملاتی بیشتر از سه ماه نبوده باشد.
- در صورت‌های مالی سالانه آنها، طی این سال‌ها زیان گزارش نشده باشد.
- طی دوره زمانی مورد مطالعه، در هر سال دارای یک سال تقویمی بوده باشند.
- در طول این دوره و در هر سال، شرکت‌های منتخب دارای حداقل یک سهامدار عمده در ترکیب مالکیت خود باشند.
- نوع مالکیت عمده این شرکت‌ها طی سال‌های مورد بررسی ثابت بوده باشد.

- اطلاعات مورد نیاز این شرکت‌ها از طریق منابع موجود (پایگاه‌های اطلاعاتی بورس) در دسترس باشد.

به منظور جمع آوری داده‌های عملکرد شرکت نظیر حقوق صاحبان سهام، سود خالص سالانه در پایان سال مالی، میانگین قیمت سهام در تاریخ بعد از مجمع، سود حسابرسی شده هر سهم و سایر اطلاعات مورد نیاز از نرم‌افزارهای ره آورد، تدبیر پرداز و صحرا استفاده شده است. مبنای تعیین ساختار مالکیت، ترکیب سهامداران در تاریخ تشکیل مجمع عادی سالانه شرکت‌ها بوده زیرا در مجامع عادی سالانه، سهامداران می‌توانند بیشترین تاثیر بر تصمیمات هیات مدیره رداشته باشند و صورت‌های مالی شرکت در مجمع تصویب می‌شود. لازم به ذکر است که به منظور اطمینان از صحت داده‌های مربوط به ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت نظیر تعداد سهامدار عمده در تاریخ مجمع، نوع مالکیت عمده در تاریخ مجمع و تعداد اعضای هیات مدیره از اسناد و مدارک مکتوب مربوط به شرکت‌ها نظیر گزارشات سالانه هیات مدیره به مجمع نیز استفاده شده است.

تعاریف متغیرها و روش محاسبه آنها

الف) متغیرهای مستقل: متغیرهای تعیین کننده ساختار مالکیت شامل:

۱. **تعداد سهامداران عمده:** تعداد افراد حقیقی و یا حقوقی که حداقل درصد مالکیت مورد نیاز برای تعیین حداقل یک عضو هیات مدیره را به طور مستقل، دارا می‌باشند. تعداد نماینده‌هایی را که فرد می‌تواند مستقلاً به عنوان عضو هیات مدیره منصوب نماید به تعداد اعضای هیات مدیره و بالتبع آن به درصد مالکیت فرد بستگی دارد.
 ۲. **نوع مالکیت عمده:** نوع مالکیت عمده بر حسب ماهیت مالکیت سهامدار عمده‌ای که دارای بیشترین درصد مالکیت در ترکیب مالکیت شرکت است، تعریف می‌گردد. بر این اساس، شرکت‌های مورد مطالعه در گروه‌های ذیل طبقه‌بندی می‌شوند:
نهادها: واحدهایی عام المنفعه هستند که بر اساس قانون و به صورت غیردولتی اداره می‌شوند و عمدتاً زیر نظر رهبری هستند.
- واحدهای خصوصی:** شرکت‌هایی که مالکیت عمده آنها (بیش از ۵۰ درصد مالکیت آنها) به اشخاص حقیقی و حقوقی تعلق دارد، به عبارتی نه دولتی و نه عام المنفعه هستند.

واحدهای شبه دولتی: واحدها یا سازمان‌هایی که مالکیت آنها به صورت ترکیبی است ولی نهایتاً در اختیار دولت هستند ولی طبق قانون تجارت فعالیت می‌کنند و خارج از شمول مقررات دولتی هستند.

واحدهای نیمه خصوصی: واحدهایی که مالکیت آنها (کمتر از ۵۰ درصد مالکیت آنها) ترکیبی است و عمدتاً در اختیار افراد حقیقی و حقوقی هستند. به عبارتی نه دولتی و نه کاملاً خصوصی هستند.

واحدهای دولتی: مالکیت آنها کاملاً دولتی بوده و فعالیت‌های تامین بودجه، مدیریت و نحوه اداره آنها مستقیماً تحت نظر وزارتخانه‌ها صورت گرفته و طبق قانون فعالیت می‌کنند.

ب) متغیرهای وابسته: شامل متغیرهای تعیین کننده عملکرد شرکت که عبارتند از:

۱. بازده حقوق صاحبان سهام (معیار عملکرد حسابداری شرکت):

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) بیانگر بازده سهام متعلق به سهامداران شرکت است. این نسبت بر پایه سود خالص سالانه پس از کسر مالیات به جمع حقوق صاحبان سهام عادی در پایان سال مالی محاسبه شده است. در ابتدا بازده حقوق صاحبان سهام برای هر سال محاسبه شده و سپس از این نسبت در پنج سال میانگین گرفته شده است.

۲. ضریب قیمت به سود هر سهم (معیار عملکرد بازار سهام):

در این تحقیق، نسبت ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E) بر پایه قیمت بازار سهام شرکت بعد از تاریخ مجمع محاسبه می‌شود. سود هر سهم (EPS) نیز از تقسیم سود خالص سالیانه بر تعداد سهام شرکت در پایان سال مالی محاسبه می‌شود. پس از جمع آوری اطلاعات مربوط به سود سالانه سهام هر یک از شرکت‌ها و نیز قیمت‌های بازار سهام بعد از مجمع، نسبت‌های P/E سالانه و سپس میانگین P/E هر یک از شرکت‌ها محاسبه شده است.

ج) متغیر کنترلی: عامل صنعت به عنوان متغیر کنترلی است و نمونه‌های نهایی در ۶ صنعت متفاوت (مواد نفتی و محصولات شیمیایی، واسطه‌گری مالی، معادن و کانی‌های غیر فلز، محصولات غذایی و آشامیدنی، وسائط نقلیه موتوری و صنعت ماشین‌آلات و تجهیزات) طبقه‌بندی شده‌اند.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

از آنجایی که متغیرهای مستقل به صورت ترتیبی، گسسته و کیفی هستند و متغیر وابسته به صورت کمی است، بنابراین بهترین روش برای سنجش میزان اثرگذاری متغیرهای مستقل بر روی عملکرد شرکت‌ها، استفاده از روش تحلیل واریانس است. در سطح بررسی تاثیر یک متغیر مستقل بر روی عملکرد از تحلیل واریانس یک طرفه یا یک عاملی و در سطح بررسی تاثیر سه متغیر به طور همزمان بر روی عملکرد از تحلیل واریانس سه عاملی استفاده شده است. در حالت مقایسه میانگین K گروه، فرض صفر و فرض مقابل به صورت آماری زیر بیان می‌شود:

$$\begin{cases} H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_k \\ H_1 : \mu_i \neq \mu_j \quad (i \neq j = 1, \dots, k) \\ H_1 : \text{(حداقل یک جفت از میانگین‌ها با هم برابر نیستند).} \end{cases}$$

با استفاده از آزمون تحلیل واریانس می‌توان نتیجه گرفت که آیا میانگین‌های ROE و ضریب P/E در گروه‌های مختلف باهم تفاوت دارند یا نه، که اگر این تفاوت معنی‌دار باشد می‌توان نتیجه گرفت که گروه عامل بر عملکرد شرکت تاثیر گذار است ولی نمی‌توان به این سوال پاسخ داد که کدام گروه بیشترین یا کمترین تاثیر را بر عملکرد دارند. به همین دلیل برای بررسی این تاثیر از آزمون‌های مقایسه‌ای دوجه دودانکن استفاده شده است. آزمون دانکن یکی از پرتوان‌ترین آزمون‌های مقایسه‌ای دو به دو است که علاوه بر مقایسه دو به دو، گروه‌های مختلف را از نظر میانگین آنها رتبه‌بندی می‌کند. در این آزمون در صورتی که دو یا چند گروه از نظر آماری باهم اختلافی نداشته باشند در زیر گروه‌های همگن قرار می‌گیرند. در بررسی تاثیر عامل کنترلی صنعت، ابتدا تاثیر عامل صنعت به تنهایی بر عملکرد بررسی شده است، سپس تاثیر همزمان سه متغیر تعداد سهامدار عمده، نوع مالکیت و نوع صنعت بر عملکرد بررسی شده است با این هدف که آیاتایج میزان و نحوه تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت در صنایع مختلف مشابه است یا تغییر می‌کند. بررسی ماهیت رابطه همزمان بین سه متغیر مذکور بر عملکرد شرکت، از نوع مطالعات همبستگی است. مدل برآوردی متغیرهای عملکرد شرکت بدین گونه است:

$$f(p) = \alpha + \beta_1 N.B + \beta_2 K.o + \beta_3 I + \varepsilon_i$$

عملکرد شرکت (ROE, P/E) : $f(p)$

$N.B$: تعداد سهامداران عمده

$K.O$: نوع مالکیت عمده

I : عامل صنعت

لازم به ذکر است که قبل از آزمون فرضیات تحقیق از آزمون نرمال بودن داده‌ها برای تست نرمال بودن داده‌ها استفاده شده است. از آنجا که داده‌های مربوط به متغیر وابسته (عملکرد شرکت) پیوسته هستند لذا فرض نرمالیت بودن برای آنها قابل آزمون است. از آزمون کلموگروف اسمیرنوف برای آزمون نرمال بودن داده‌ها استفاده شده است.

یافته‌های تحقیق

جمع‌بندی آزمون فرضیات تحقیق به شرح ذیل است:

۱. نوع مالکیت عمده با بازده حقوق صاحبان سهام شرکت رابطه معناداری دارد. همانگونه که نگاره شماره ۲ نشان می‌دهد، نوع مالکیت عمده با بازده حقوق صاحبان سهام شرکت رابطه معناداری ندارد. مقایسه دو به دو میانگین‌های بازده در گروه‌های مختلف نشان می‌دهد که
 - اختلاف میانگین بازده شرکت‌هایی که عمده مالکیت آنها متعلق به بخش‌های دولتی است در مقایسه با میانگین شرکت‌هایی که مالکیت عمده آنها متعلق به واحدهای شبه دولتی است، معنادار است.
 - شرکت‌هایی که بیشترین درصد مالکیت آنها متعلق به بخش دولتی است، دارای کمترین میانگین ROE و شرکت‌هایی که بیشترین درصد مالکیت سهام آنها در اختیار واحدهای شبه دولتی است، دارای بیشترین میانگین ROE بوده‌اند.

نگاره ۲. تحلیل واریانس و میانگین ROE در گروه‌های مختلف نوع مالکیت

کل	شبه دولتی	دولتی	نیمه خصوصی	خصوصی	نهادهای	
۵۶	۵	۱۷	۱۳	۱۴	۷	تعداد شرکت‌ها
۵۹	۹۶/۸	۴۳/۰۲	۷۳/۰۱	۵۴/۴	۵۴/۲۹	میانگین ROE (درصد)
۸	۲۰	۱۰	۱۵	۸	۲۳	حداقل بازده
۱۴۰	۱۲۰	۸۸	۱۴۰	۱۲۳	۱۱۹	حداکثر بازده
۰/۴۵	۰/۵۴	۰/۲۶	۰/۶۷	۰/۳۳	۰/۳۷	انحراف معیار
۱/۸۴	میزان F					
۰/۱۳۶	sig					

۲. نوع مالکیت عمده با ضریب P/E شرکت رابطه معناداری دارد. همانگونه که نگاره شماره ۳ نشان می‌دهد، با اطمینان ۹۵٪ می‌توان ادعا نمود که نوع مالکیت عمده با ضریب P/E شرکت رابطه معناداری ندارد. نتایج مقایسه دوجه دومیانگین‌های P/E در گروه‌های مختلف نیز مویداین نتیجه است که میانگین P/E شرکت‌ها در گروه‌های مختلف نوع مالکیت، نزدیک به هم بوده و تفاوت آنها معنادار نیست.

نگاره ۳. تحلیل واریانس و میانگین ضریب P/E در گروه‌های مختلف نوع مالکیت

کل	شبه دولتی	دولتی	نیمه خصوصی	خصوصی	نهادها	
۷/۶	۹/۰۶	۸/۲۹	۸/۰۸	۶/۲۳	۶/۷۲	میانگین P/E
۱/۰۲	۳/۵۱	۱/۰۲	۲/۷	۳/۱۲	۳/۱۳	حداقل P/E
۱۸/۸۱	۱۵/۳	۱۸/۸	۱۶/۲	۱۲/۹	۱۳	حداکثر P/E
۳/۸	۴/۴۸	۴/۴۵	۳/۹	۳/۱۳	۳/۰۲	انحراف معیار
۰/۸۸۸	میزان F					
۰/۴۷۸	sig					

۳. تعداد سهامداران عمده با بازده حقوق صاحبان سهام شرکت رابطه معنادار دارد. به واسطه حجم کم نمونه آماری مورد مطالعه، رابطه بین بازده حقوق صاحبان سهام و تعداد سهامدار عمده معنادار نیست اما می‌توان گفت که با افزایش تعداد سهامداران عمده، میانگین بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

نگاره ۴. تحلیل واریانس و میانگین ROE در گروه‌های مختلف تعداد سهامداران عمده

کل	نفر ۳	نفر ۲	نفر ۱	تعداد سهامداران عمده
۵۶	۳	۱۵	۳۸	تعداد شرکت‌ها در هر گروه
۵۹	۶۸/۳	۶۷/۷	۵۴/۸	میانگین ROE (درصد)
۸	۲۰	۱۰	۸	حداقل بازده (درصد)
۱۴۰	۱۰۵	۱۲۰	۱۴۰	حداکثر بازده (درصد)
۰/۴۵۷	۰/۴۴۰	۰/۴۳۶	۰/۴۷۲	انحراف معیار
۰/۴۸۲	میزان F			
۰/۶۲	sig			

۴. تعداد سهامداران عمده با ضریب قیمت به درآمد سهام شرکت‌ها رابطه معنادار دارد. نتایج آزمون تحلیل واریانس نشان می‌دهد که تعداد سهامداران عمده بر عملکرد p/e شرکت‌ها تاثیرگذار نیست. اگر از گروه سوم (شرکت‌هایی که دارای سه سهامدار عمده هستند) صرف نظر کنیم، به دلیل اینکه تعداد نمونه‌ها در این گروه کم بوده و نتایج آن چندان قابل اتکانش نیست، می‌توان گفت که هر چه تعداد سهامداران عمده در ترکیب مالکیت شرکت، کمتر باشد، مقدار ضریب p/e شرکت‌ها کمتر (مطلوب‌تر) است.

نگاره ۵. تحلیل واریانس و میانگین ضریب P/E در گروه‌های مختلف تعداد سهامداران عمده

تعداد سهامداران عمده	۱ نفر	۲ نفر	۳ نفر	کل
میانگین P/E	۷/۶۴	۸/۱۹	۴/۱۹	۷/۶
حداقل P/E	۱/۶	۳/۱۲	۱/۰۲	۱/۰۲
حداکثر P/E	۱۸/۸	۱۶/۲	۸/۰۶	۱۸/۸
انحراف معیار	۳/۹۹	۳/۴۴	۳/۵۶	
میزان F				۱/۳۵۹
sig				۰/۲۶

مطالعه اثر مجزای عامل صنعت

نمونه‌های مورد مطالعه عمدتاً از شش صنعت متفاوت هستند. نتایج آزمون تحلیل واریانس تک عاملی نشان می‌دهد که بین نوع صنعت و عملکرد بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنادار وجود دارد در مقابل رابطه بین نوع صنعت و ضریب قیمت به درآمد، معنادار نیست، به عبارتی می‌توان گفت که عامل صنعت در تعیین ضریب P/E شرکت‌هایی تاثیر است.

نگاره‌های شماره ۶ و ۷، روند صعودی میانگین‌های عملکرد صنایع مختلف را به ترتیب نشان می‌دهد. صنعت معدن و کانی‌های غیر فلز هم از نظر P/E و هم از نظر ROE بیشترین میانگین را داشته است. اختلاف میانگین بازده حقوق صاحبان سهام در میان صنعت معدن و کانی‌های غیر فلز با بقیه صنایع نامبرده، تفاوتی معنادار است.

نگاره ۶. مقایسه دوجه دو و ترتیبی میانگین های ضریب P/E در صنایع مختلف

صنعت	تعداد شرکت ها در هر صنعت	میانگین P/E (۱)
محصولات غذایی و آشامیدنی	۴	۵/۸
واسطه گری مالی	۷	۶/۳
محصولات شیمیایی و مواد نفتی	۱۶	۷/۴۹
وسائط نقلیه موتوری	۱۰	۷/۵
ماشین آلات و تجهیزات	۷	۷/۹
معادن و کانی های غیر فلز	۹	۱۰/۰۹
سایر	۳	۵/۴۸
sig		۰/۰۷۴

نگاره شماره ۷. مقایسه دوجه دو و ترتیبی میانگین های ROE در صنایع مختلف

صنعت	تعداد شرکت ها	میانگین ROE (۱)	میانگین ROE (۲)
واسطه گری مالی	۷		
ماشین آلات و تجهیزات	۷	۲۰/۳	
وسائط نقلیه موتوری	۱۰	۴۰/۷	
سایر	۳	۴۲/۶	
محصولات غذایی و آشامیدنی	۴	۵۰/۱۲	
محصولات شیمیایی و مواد نفتی	۱۶	۵۰/۱۶	۱۲۱
معادن و کانی های غیر فلز	۹	۶۳/۰۴	
sig		۰/۰۷۴	۱/۰۰

بررسی تاثیر همزمان صنعت و سایر عوامل

هدف بررسی تاثیر هر عامل بر عملکرد شرکت با فرض وجود دو متغیر مستقل اصلی و نیز عامل صنعت می باشد. مدل برآوردی متغیرهای عملکرد شرکت بدین صورت است:

۱. تاثیر همزمان صنعت و سایر متغیرها بر بازده حقوق صاحبان سهام

$$ROE = ۰/۵۲۸ + ۰/۰۵۵ N.B + ۰/۰۲۷ K.O - ۰/۰۳ I$$

۲. تاثیر همزمان صنعت و سایر متغیرها بر ضریب قیمت به درآمد

$$\frac{P}{E} = ۷/۳۴ - ۱/۲۲۳ N.B + ۰/۸۹ K.O - ۰/۱۷۵ I$$

طبق نتایج آزمون معناداری ضرایب مدل مقادیر هیچ یک از ضرایب معنادار نبودند بنابراین قابلیت برآورد مقدار P/E و ROE طبق مدل‌های ارائه شده ضعیف است و یکی از دلایل آن می‌تواند محدودیت پایین بودن حجم نمونه‌ها در برآورد این مدل باشد.

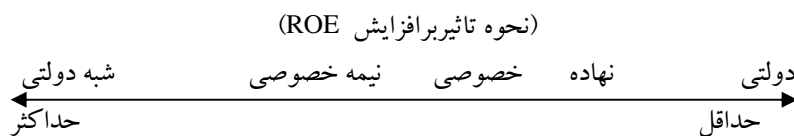
نتیجه‌گیری

تضاد منافع سهامداران با مدیریت و تضييع حقوق سهامداران بالاخص سهامداران جزء، از جمله مسائلی است که یافتن راه حل برای این معضل در قالب اعمال حاکمیت شرکتی، به عنوان موضوع بحث برانگیز تحقیقات اخیر در زمینه حاکمیت شرکتی بوده است. این تحقیق نیز با الگوبرداری از تحقیقات پیشین، به دنبال بررسی نقش و اهمیت سهامداران عمده در تعیین عملکرد شرکت بوده است. اهم یافته‌های تحقیق بدین شرح است:

۱. زمانی که بخش عمده مالکیت شرکت متعلق به چندین سهامدار عمده باشد نسبت عایداتی که سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری خود دریافت می‌کنند در مقایسه با حالتی که مالکیت شرکت در دست یک سهامدار عمده باشد؛ بیشتر است. هرچند که معنادار بودن رابطه بین تعداد سهامداران عمده و بازده ROE شرکت رد شد، اما می‌توان گفت که هرچه تعداد سهامداران عمده در ترکیب مالکیت شرکت بیشتر باشد باعث تسهیم نظارت و کنترل در میان سهامداران عمده می‌شود، تضاد منافع بین آنها کاهش می‌یابد و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت نیز افزایش می‌یابد. زمانی که چند سهامدار عمده، سهام شرکت را در دست داشته باشند به جهت اینکه منافع شرکت نیز به نوعی منافع خود آنها محسوب می‌شود به همین دلیل بیشترین تلاش آنها در جهت افزایش سودآوری شرکت است. این روند احتمالاً ناشی از نظارت و کنترل سهامداران عمده شرکت و هم افزایی سهامداران در تاثیرگذاری بر تصمیمات مالی شرکت می‌باشد.

۲. شرکت‌هایی که بخش عمده مالکیت آنها در دست بخش‌های شبه دولتی و نیمه خصوصی بوده است، به ترتیب دارای بیشترین میانگین ROE بوده‌اند. اما تمرکز بخش عمده سهام شرکت در دست واحدهای کاملاً دولتی موجب کاهش

میانگین بازده شرکت می‌گردد که احتمالی تواند به این دلیل باشد که انعطاف‌پذیری شرکت در تحصیل سود به دلیل وجود قوانین و مقررات محدودکننده، کاهش می‌یابد. نقش دولت به عنوان یک ارگان کنترلی و نظارتی در بهبود عملکرد بازده ROE شرکت تاثیر گذار است اما نه به طور مطلق، بدین معنی که حضور دولت به لحاظ وجود آیین‌نامه‌ها، اعمال حسابرسی در شرکت‌ها و تقویت سیستم نظارتی موجب بهبود نظام حکمرانی در شرکت می‌گردد که این تاثیر مسلمان باعث افزایش سودآوری شرکت، ذینفع شدن سهامداران شرکت از نظر میزان سود دریافتی و ایجاد عدالت در حفظ منافع کلیه سهامداران شرکت می‌گردد، "لذا ترکیبی از مالکیت دو بخش خصوصی و دولتی در افزایش سودآوری شرکت مثرالثرمر خواهد بود." ترتیب میزان تاثیر گذاری نوع مالکیت عمده شرکت‌ها بر بازده حقوق صاحبان سهام مطابق باطیف ذیل است:



اما به طور کلی رابطه مذکور و نیز روابط بین عوامل تعیین کننده ساختار مالکیت (تعداد سهامدار عمده و نوع مالکیت عمده) با ضریب P/E شرکت‌ها به لحاظ آماری معنادار نبودند. ۳. نتایج نشان می‌دهد که صنایع مورد مطالعه از لحاظ میانگین P/E تفاوت معناداری با یکدیگر نداشتند اما میانگین ROE شرکت‌ها تحت تاثیر عامل صنعت می‌باشد. در این میان، اختلاف میانگین بازده حقوق صاحبان سهام در میان صنعت معدن و کانی‌های غیر فلز با بقیه صنایع مورد بررسی، (خصوصاً در مقایسه با صنعت واسطه‌گری مالی) معنادار است.

۴. نتایج بررسی تاثیر همزمان صنعت، تعداد سهامداران عمده و نوع مالکیت عمده بر عملکرد شرکت‌ها نشان می‌دهد که تنها عامل صنعت است که بر بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر گذار است و سایر عوامل بر تعیین میزان بازده اثر گذار نیستند. استنباط کلی از یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که عملکرد شرکت‌ها اعم از ضریب P/E و نسبت ROE، بیشتر تحت تاثیر شرایط اقتصادی کشور و نوع صنعت است تا اقدامات و تصمیمات مدیریتی. سهامداران و نمایندگان آنها در شکل اعضای هیات مدیره، تغییرات

وتحولات چشمگیر و قابل ارزیابی در عملکرد شرکت‌ها ارائه نکرده بودند. دلیل دیگر برای عدم کشف تاثیر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها، شکاف زمانی تاثیرات هیات مدیره در عملکرد است به عبارتی عملکرد شرکت‌ها در یک افق زمانی طولانی مدت پس از انجام تحولات ساختاری و تدوین استراتژی‌های مناسب، آشکارتر می‌شود.

پیشنهادات برای تحقیقات آتی

- انجام بررسی‌های مشابه در یک دوره زمانی ۱۰ یا ۱۵ ساله
- محدود کردن بررسی‌های مشابه در یک یا چند صنعت خاص
- لحاظ نمودن کلیه ابعاد حاکمیت شرکتی و بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها
- لحاظ نمودن کلیه ابعاد حاکمیت شرکتی و مقایسه عملکرد صنایع بر اساس شاخص حاکمیت ارائه شده در هر صنعت

منابع

۱. سازمان بورس اوراق بهادار تهران (تیرماه ۱۳۸۵). پیش نویس آیین نامنه اصول راهبری شرکت، مجله بورس، شماره ۵۲، ص ۴.
۲. صالح آبادی، علی (تیر ۱۳۸۵). "نظام راهبری شرکتی گامی به سوی جلب اعتماد عمومی"، مجله بورس، شماره ۵۲، ص ۳-۲.
۳. قالیباف اصل، حسن، ۱۳۸۴. مدیریت مالی، مفاهیم و کاربردها، تهران: انتشارات پوران پژوهش، چاپ دوم، فصل دهم، ص ۲۴۴.
4. Alberto de Miguel, Julio Pindado and Chabela dela Torve.(2004). "How does Ownership Structure affect Firm Value? A comparison using different Crporate Gvernance systems", Universidad de Salamanca, Spain.
5. Anlin Chen & Lanfeng Kao.(2005). "The conflict between agency theory and corporate control on managerial ownership: The evidence from Taiwan IPO performance", International Journal of business 10(1).

6. Ariane Chappelle.(2004).” Block investments and the race for corporate control in Belgium”, universite Libre de Bruxelles, Belgium.
7. Bernard, S.Black, Hasung, Jang and Woochan, Kim. (May2002). ”Does Corporate Governance predict Firms market values: Evidence from Korea”, university of Texas school of law, working paper, No26 at <http://papers.ssrn.com/abstract=311275>
8. Bruce Seifert, Halit Gonence and Jim Wright.(2002). "The international evidence on Performance and Equity Ownership by Insiders, Blockholders and Institute", Old Dominion University.
9. Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan and Larry Lang.(2002). "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", Journal of finance.57.
10. Dittman,Ingolf,March.(2004). "Block trading, Ownership Structure and the Value of Corporate Votes", <http://www.ssrn.com>.
11. Jayesh Kumar.(2004).”Does Ownership Structure influence firm value?:Evidence from India”,Indira Gandhi Institute of Development Research, India.
12. Jensen, Michael and William H.Meckling.(1976). "Theory of the firm, Managerial behavior, Agency costs and Ownership structure", Journal of Financial Economics.3
13. Michael Firth,Peter M.Y.Fung and Oliver M.Rui.(June 2002).” Simultaneous Relationship among Ownership, Corporate Governance and Financial performance”, Faculty of business and information systems, Hong Kong Polytechnic Univesity, pp 3-5,10-14.
14. Monks, Robert A.G and Minow,Nell. (1952). "Corporate Governance", part 2, chapter2, pp 98-101, 107.
15. Ryan, H.E. and Wiggins, R.A.(2001). "The influence of firm and manager specific characteristics on the structure of executive compensation", Journal of corporate finance.7, pp.101.
16. Shahira, Abdel Shahid.(January 2003).”Does Ownership Structure affect Firm value: Evidence from the Egyption Stock Market”, Cario & Alexandria Stock Exchanges.
17. Stijn Claessens,Simeon Djankov and Gerhard Pohl.(1998). "Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic".

18. Timothy. J. Brailford, Barry. R. Oliver and Sandra. L. H. Pua. (2000). "Theory and Evidence on the Relationship between Ownership Structure and Capital Structure", Australia National University, Australia.
19. Fred, N. Kerlinger.(1986). "Foundations of Behavioral Research", third edition, CBS publishing Japan Ltd.part3, chapter8, pp.119-120.