

تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت هادر بورس اوراق بهادار تهران

، ابراهیم عباسی* ، فاطمه رستگاری**

تاریخ ۹۱/۰۲/۱۳

تاریخ ۹۱/۰۳/۲۴

چکیده

هدف این مطالعه بررسی تأثیر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر ارزش شرکت ها است. نمونه آماری پژوهش شامل ۶۹ شرکت طی سال های ۱۳۸۴-۱۳۸۸ بوده است. روش آماری مورد استفاده، «داده های پنلی» است. برای آزمون رابطه بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. یافته های پژوهش حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت سهامدار اصلی، متغیر لگاریتمی سهامدار اصلی و شاخص هرفیندال با ارزش شرکت ها است. از سوی دیگر بین تمرکز مالکیت پنج سهامدار اصلی و متغیر لگاریتمی آن با ارزش شرکت ها رابطه معنادار وجود دارد. نتایج آزمون اثرات نوع مالکیت نشان می دهد که بین ارزش شرکت ها با مالکیت انفرادی و نهادی رابطه مستقیم و معنادار و با مالکیت دولتی منفی و غیرمعنادار وجود دارد.

واژه های کلیدی: ساختار مالکیت، تمرکز و ترکیب مالکیت، شاخص هرفیندال، ارزش شرکت

طبقه بندی موضوعی: G32 ; G3

* گروه مدیریت، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران (abbasiebrahim2000@alzahra.ac.ir)

** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد واحد نیشابور (نویسنده مسئول) (Fraestegarnia@yahoo.com)

مقدمه

از دهه‌ی ۱۹۳۰، با تحقیقات برل و مینز^۱ (۱۹۳۲) و کوآز^۲ (۱۹۳۷)، اقتصاددانان به بررسی اثرات جداسازی مالکیت و کنترل شرکت‌های تجاری تمایل پیدا کردند. اهداف متفاوت سرمایه‌گذاران و اعضای هیأت مدیره موضوع‌هایی را به عنوان مشکلات نمایندگی^۳ ایجاد می‌کند. مطالعات نظام راهبری شرکتی ساز و کارهایی را بررسی می‌کند که سرمایه‌گذاران برای کنترل شرکت‌ها استفاده می‌کنند تا این مشکلات را کاهش دهند. معمولاً شیوه‌هایی که سرمایه‌گذاران می‌توانند استفاده کنند تا علائق کارکنان داخلی (مدیران و هیأت مدیره) را با علائق خود همتراز کنند به دو نوع بیرونی و درونی تقسیم می‌شود. برای مثال ساز و کارهای بیرونی شامل بازار برای کنترل شرکت و ساز و کارهای درونی عبارت از: سیستم حقوق و دستمزد مدیریتی، مالکیت افراد داخلی و تمرکز مالکیت^۴ می‌باشد. راهبردهای بیرونی در "فرهنگ انگلوساکسونی" و سیستم‌های قانونی که ساختارهای مالکیت^۵ پراکنده را تجربه کرده‌اند دارای اهمیت خاصی است. ساز و کارهای درونی در دیگر بازار هارایج است؛ که شامل بازار ایران نیز می‌شود.

تمرکز مالکیت به سهامداران اجازه می‌دهد تا به طور مستقیم از منافع خود مراقبت کنند؛ اما نظریه‌ها و نتایج تحقیقات موجود در این عرصه، بر حسب نگرش و مبانی فکری متفاوت، رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد موسسه را مثبت، منفی و یا فاقد هر گونه اهمیت آماری ارزیابی می‌کنند. از یک طرف، تمرکز مالکیت می‌تواند مثبت باشد؛ زیرا با افزایش مالکیت سرمایه‌گذار، سرمایه‌گذاران بیشتر علاقمند می‌شوند که بر تصمیم‌های مدیریتی نظارت کنند. از طرف دیگر، می‌تواند منفی باشد؛ زیرا وقتی درجه‌ی بالایی از تمرکز وجود دارد، می‌تواند به بازارهای سرمایه‌ی کمتر توسعه یافته اشاره داشته باشد که کنترل، به عنوان یک سازو کار نظم‌دهی می‌تواند بی‌اثر باشد. به علاوه، درصد مالکیت زیاد بعضی سهامداران توانسته است، مزیت کاهش تعداد سهامداران را به دنبال داشته باشد و شاید موجب ایجاد روابط مالی و تجاری شود؛ که به نفع سهامداران اصلی است. در غیر این صورت برخلاف منافع شرکتی است که آن را کنترل می‌کند [۱۸]. درحالی که برخی از مطالعات اصرار به یافتن رابطه مثبت بین تمرکز مالکیت و عملکرد داشتند [۹، ۲۳]، دمستر^۶ (۱۹۸۳) بیان کرد که نباید هیچ‌گونه رابطه‌ی ای بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت وجود داشته باشد. او به طور نظری بحث کرد که تمرکز مالکیت پی‌آمد درونی توازن هزینه‌ها (از قبیل ریسک) و منافع (نظیر نظارت) می‌باشد [۳]. برای آن که رابطه‌ی ای وجود نداشته باشد، فرد باید ساختار مالکیت را به عنوان حاصل مجموعه‌ای از تصمیمات بدانند که منعکس‌کننده‌ی تاثیر سهامداران و فعالیت قابل انتقال در بازار سهام است. بنابراین، وقتی پیشنهاد عمومی یا تصمیم یک سرمایه‌گذار مبنی بر فروختن مقدار زیادی سهام مطرح می‌شود، تمایل به مالکیت در بیشتر موارد کم‌رنگ می‌شود. به‌طور مشابه، مالکیت بخش‌های بزرگی از سهام یا خرید عمده سهام یک شرکت می‌تواند تمرکز مالکیت را افزایش دهد. به عبارت دیگر، ساختار مالکیتی یک شرکت منعکس‌کننده‌ی تصمیماتی است که توسط سهامداران فعلی و بالقوه‌ی آن گرفته می‌شود. ساختار مالکیت در هر زمان خاص، چه متمرکز و چه پراکنده، باید تحت تاثیر اشتیاق سرمایه‌گذار باشد تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند، بنابراین نباید هیچ رابطه سیستماتیکی بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت وجود داشته باشد [۳].

موضوع دیگر در تاثیر ساختار مالکیت به عنوان سازو کار کنترل، ویژگی سهامدار اصلی است. مطالعات زیادی در مورد نقش نظارتی سرمایه‌گذاران دولتی، نهادی و انفرادی وجود دارد. برخی از مطالعات در حوزه نوع مالکیت، نشان دهنده بهبود در ارزش موسساتی است که اقدام به تغییر در نوع مالکیت خود و یا انجام عملیات خصوصی‌سازی نموده‌اند. تفاوت در انگیزه‌های مدیریتی و نظارتی، اهداف سیاسی و تعهدات اجتماعی واحدهای دولتی عمدتاً موجب می‌شود که انتظار رود این واحدها عملکرد پایین‌تری نسبت به موسسات مشابه داشته باشند [۷]. از سوی دیگر مالکان نهادی و شرکتی به لحاظ داشتن انگیزه‌های قوی‌تر برای کسب سود و دسترسی به اطلاعات بیشتر ممکن است عملکرد بهتری داشته باشند [۱۶]. شلیفر و ویشنی^۷ (۱۹۸۶) بیان کردند که وجود سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، به دلیل افزایش نظارت موثر، اثر مثبت بر ارزش شرکت دارد. همچنین موسساتی که به واسطه بنیادهای خانوادگی اداره می‌شوند؛ دارای انگیزه‌ی بیشتر

برای کنترل شرکت هستند. زیرا افراد (خانواده‌ها) کمتر تمایل دارند تا سرمایه‌گذاری‌های خود را متمایز کنند [۱۸] و به لحاظ آنکه دارای هزینه نمایندگی کمتری هستند، باید کاراتر از موسسات دولتی باشند [۱۳].

بدون شک برای آنکه بازارهای مالی بتوانند در عمل به وظایف و کارکردهای خود موفق باشند، لازم است به نقش و اهمیت متغیرهایی نظیر ساختار مالکیت (برحسب نوع مالکیت و نیز میزان تمرکز یا پراکندگی آن) توجه کنند، تا در عین روشن نمودن الگوی ایده‌آل ساختار مالکیت در کشور (که ممکن است در کشورهای مختلف متفاوت باشد)، معیار مناسبی نیز برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی در فرآیند تصمیم‌گیری و انتخاب الگوی بهینه سرمایه‌گذاری به وجود آید.

پژوهش حاضر از لحاظ شاخص‌های اندازه‌گیری تمرکز مالکیت، متغیرهای کنترل، مدل مورد استفاده و محدوده زمانی با پژوهش‌های قبلی متفاوت است. همچنین ترکیب مالکیت و نحوه‌ی شناسایی نوع مالکیت (بر مبنای متغیر مجازی) موجب دانش‌افزایی این پژوهش نسبت به سایر پژوهش‌ها شده است. این پژوهش بافتی را بررسی می‌کند، که ساختار مالکیتی در آن بسیار متمرکز و سهامداران اصلی به احتمال زیاد انگیزه‌ی زیادی برای نظارت بر مدیران دارند. از اینرو ابتدا، تاثیر سهامداران اصلی بر ارزش شرکت بر حسب معیارها و متغیرهای مختلف بررسی، و در مرحله‌ی دوم، تاثیر نوع سهامدار اصلی بر ارزش شرکت مطالعه شده است.

پیشینه پژوهش

دمستر و ویلاونگا^۸ (۲۰۰۱) در رابطه با ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها دو جنبه از ساختار مالکیت: بخش سهام تملک شده به وسیله ۵ سهامدار بزرگ و بخش سهام در اختیار مدیریت (متغیرهای لگاریتمی آن‌ها) و نیز هر دو را به عنوان متغیرهای درون‌زا بررسی کردند. یافته‌ها نشان داد که ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها تاثیری ندارد.

نویسی و نایکر^۹ (۲۰۰۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت در نیوزلند پرداختند. یافته‌ها حاکی از این است که رابطه بین ارزش شرکت و سرمایه‌گذاران نهادی، بر اساس سطح مشخصی از مالکیت سهام مثبت و فراتر از آن سطح، منفی است.

مینگازوا و یوگدو^{۱۰} (۲۰۰۷) اثر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت را برای سال‌های ۱۹۹۸-۲۰۰۰ در بازار سرمایه اسپانیا بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت وجود ندارد. آن‌ها همچنین دریافتند که رابطه معناداری بین مالکیت انفرادی و ارزش شرکت وجود دارد؛ که در مورد موسسات سرمایه‌گذاری دیده نشد.

گان‌سکریج^{۱۱} و همکاران (۲۰۰۷) تاثیر میزان مالکیت دولتی و تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها را در بورس چین، با استفاده از داده‌های ۱۰۳۴ شرکت برای دوره ۲۰۰۰-۲۰۰۴ بررسی کردند. این مطالعه نشان داد که به طور متوسط عملکرد شرکت‌ها به صورت منفی تحت تاثیر مالکیت دولتی است.

کینگ^{۱۲} و همکار (۲۰۰۸) در پژوهشی، ارزش‌های خانوادگی: ساختار مالکیت و ساختار سرمایه را با عملکرد شرکت‌ها برای ۶۱۳ شرکت کانادایی بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی با یک دسته سهم، به تنهایی عملکرد بازار مشابهی مانند بقیه شرکت‌ها، بر مبنای نرخ Q تویین، بازده حقوق صاحبان سهام بالا، و اهرم مالی بالا دارند.

آروسا^{۱۳} و همکاران (۲۰۱۰) پژوهشی تحت عنوان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت، در شرکت‌های غیربورسی اسپانیا انجام دادند. نتایج نشان داد که تمرکز مالکیت تاثیر مستقیمی بر رفتار سهامداران ندارد. نتایج آن‌ها برای شرکت‌های خانوادگی نشان داد که رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت بسته به اینکه چه نسلی شرکت را مدیریت می‌کند، متفاوت است.

رویز مالاریو و سانتانا مارتین^{۱۴} (۲۰۱۱) در پژوهشی اثر کنترل به وسیله مالکان نهادی عمده (نهادهای بانکی و صندوقهای مشترک سرمایه گذاری) را بر ارزش شرکت، تجزیه و تحلیل کردند. آن ها حق رأیهای در دست مالکان نهادی عمده و سهامداران بزرگ دیگر را در نظر گرفتند. نتایج نشان داد، هنگامی که سهامدار عمده یک بانک باشد، یک رابطه منفی بین حق رأیهای مالک با ارزش شرکت وجود دارد. این رابطه برای صندوق مشترک سرمایه گذاری مثبت بود. به علاوه، نتایج نشان داد که حضور سهامداران بزرگ دیگر زمانی که یک مالک نهادی عمده، شرکت را کنترل می کند بر ارزش شرکت تاثیر می گذارد.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) در پژوهشی به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های بورسی پرداختند. یافته ها نشان داد که رابطه معنادار و منفی بین مالکیت نهادی و مدیریتی با عملکرد و رابطه معنادار و مثبت بین مالکیت شرکتی با عملکرد شرکت وجود دارد. آن ها توصیه کردند، که در مالکیت خصوصی بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه گذاران شرکتی باشد.

مشکی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی نقش و اثرات جداگانه و همزمان تمرکز و نوع مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش شرکت ها در بورس تهران پرداختند. یافته ها حاکی از وجود یک رابطه مثبت خطی و معنادار بین دو عامل تمرکز مالکیت و بازدهی شرکت ها و عدم وجود رابطه معنادار بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت ها بوده است. از سوی دیگر نتایج مربوط به آزمون اثرات نوع مالکیت نشان داد که برخلاف رابطه معکوس بین بازده سهام و نسبت مالکیت دولتی، رابطه بین مالکیت انفرادی، شرکتی و خصوصی با بازده سهام، مستقیم و معنادار است. این در حالی است که متغیر تمرکز مالکیت هم چنان در کلیه مدل ها دارای رابطه خطی مستقیم با بازده سهام بوده است. آزمون رابطه نوع مالکیت با ارزش شرکت نیز به نتایج مشابهی مانند بازدهی دست یافت.

فرضیه های پژوهش

۱- تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

۲- نوع مالکیت بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

روش پژوهش

جامعه آماری پژوهش، همه شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۸۴-۱۳۸۸ می باشد. داده ها از گزارش های مالی حسابرسی شده شرکت ها به همراه یادداشت های پیوست با مراجعه به سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران و سایت های مرتبط دیگر نظیر سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی^{۱۵} و سایت بازار سرمایه ایران^{۱۶} و از نرم افزار ره آورد نوین و تدبیر پرداز جمع آوری شده است.

به منظور تلخیص داده ها، ابتدا متغیرها با استفاده از داده های جمع آوری شده برای هر یک از شرکت ها و هر یک از سال های مورد مطالعه محاسبه شدند. همه عملیات تلخیص با استفاده از نرم افزار Excel انجام شد؛ سپس با استفاده از نرم افزار Eviews6-7 اقدام به آزمون فرضیه ها گردید. در این پژوهش از روش داده های تلفیقی^{۱۷} استفاده شده است. این روش باعث افزایش قدرت آماری ضرایب شده و هم خطی بین متغیرها را کاهش داده و به واسطه افزایش درجه آزادی، برآوردها کاراتر انجام می شوند.

تعداد نمونه مورد مطالعه در این تحقیق که در مجموع ۶۹ شرکت بوده است، با استفاده از روش غربال^{۱۸} و با توجه به معیارهای زیر انتخاب گردید:

۱. اطلاعات کامل هر یک از شرکت ها در رابطه با متغیرهای مورد مطالعه موجود باشد.

۲. شرکت ها در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی نداده باشند (به علت استفاده از نمونه های سال-شرکتی، شرکت هایی که سال مالی خود را تغییر داده باشند، نمونه آماری را تخریب خواهند کرد).

۳. نوع فعالیت شرکت، تولیدی بوده و لذا موسسات مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها از نمونه‌ها حذف شدند (چون طبقه‌بندی اقلام صورت‌های مالی و ماهیت فعالیت در این شرکت‌ها تفاوت قابل ملاحظه‌ای با شرکت‌های تولیدی دارد).

۴. هر یک از شرکت‌های مورد مطالعه سابقه عضویت در بورس برای مدت پنج سال قبل از آغاز دوره پژوهش را داشته باشند.

۵. شرکت در طول دوره پژوهش وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد (چرا که این توقف‌های معاملاتی سهام به علت عدم تکرار احتمالی در آینده منجر به کاهش روایی نتایج و مخدوش شدن ارقام (مانند ریسک شرکت) می‌شود.

۶. حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه نباید در هیچکدام از دوره‌های مورد مطالعه منفی باشد.

۷. پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه ۲۹ اسفند ماه باشد (اولاً: این مسئله باعث می‌شود تا عوامل و شرایط فصلی و سایر اتفاقات، بر بازده اثر نگذارد، ثانیاً: استفاده از داده‌های شرکت‌ها با سال‌های مالی متفاوت تفسیر نتایج پژوهش را مشکل خواهد کرد).

متغیرهای پژوهش شامل تمرکز و نوع مالکیت (مالکیت دولتی، نهادی و انفرادی) به عنوان متغیرهای مستقل، ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته و اندازه شرکت، اهرم مالی، ریسک سیستماتیک و ریسک خاص به عنوان متغیرهای کنترل می‌باشند.

- **متغیر تمرکز مالکیت:** تمرکز مالکیت عبارت از چگونگی توزیع سهام بین سهامداران شرکت‌های مختلف است. هرچه تعداد سهامداران کمتر باشد، مالکیت متمرکزتر خواهد بود. در این پژوهش به منظور محاسبه نسبت تمرکز مالکیت از ۳ شاخص استفاده شده است.

- **روش اول:** نسبت تمرکز سهامداران اصلی، درصدی از سرمایه تحت تملک سهامدار اصلی و دو تا پنج سهامدار بزرگ شرکت می‌باشد (OWN_i که $i=1, \dots, 5$).

$$CON = \sum_{i=1}^n \left(\frac{OWN_i}{OWN} \times 100 \right)$$

در رابطه فوق n می‌تواند نشان دهنده تنها سهامدار اصلی و یا سه سهامدار اصلی، پنج سهامدار اصلی و یا تعداد مشخصی از سهامداران اصلی باشد.

- **روش دوم:** شاخص هر فیندال-هیرشمن^{۱۹}؛ که از طریق مجموع مجذور درصد سهام متعلق به سهامداران شرکت‌ها به دست آمد.

$$HHI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{OWN_i}{OWN} \times 100 \right)^2$$

OWN_i نشان دهنده تعداد سهام عادی متعلق به هر سهامدار شرکت i و OWN نشان دهنده کل سهام عادی منتشر شده شرکت است.

- **روش سوم:** سومین معیار تمرکز یک تبدیل لگاریتمی ($LOWN_i$) است، که توسط دمستر و ویلاونگا (۲۰۰۱) به کار رفته است و هدف از آن رسیدن به توزیع متقارن اندازه‌ی مالکیت می‌باشد [۱۸]. از نظر دمستر و لهن^{۲۰} (۱۹۸۵) این معیار یک دامنه محدود را به یک دامنه نامحدود تبدیل می‌کند.

$$LOWN_i = \text{Log} \left(\frac{OWN_i}{1-OWN_i} \right)$$

- **نوع مالکیت:** این متغیر به نوع سهامدار اصلی اشاره دارد که به ۳ طبقه شامل مالکیت دولتی، نهادی و انفرادی تقسیم و به صورت متغیر مجازی ۱ و ۰ نشان داده شده است.

- شرکت با مالکیت دولتی: به شرکتهای اطلاق می‌شود که بیش از ۵۰ درصد سهام آن متعلق به دولت و یا بخش‌های دولتی دیگر باشد.
- شرکت با مالکیت نهادی: به شرکتهای اطلاق می‌شود که بزرگ‌ترین مالک آن اشخاص حقوقی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، موسسات و صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، واحدهای نیمه دولتی و بنیادهای خیریه، دایره امانی بانک و موسسات مالی، شرکت‌های تامین سرمایه و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و...) باشند.

- شرکت با مالکیت انفرادی: به شرکتهای اطلاق می‌شود که بزرگ‌ترین مالک آن اشخاص حقیقی باشد.

ارزش شرکت: از نسبت Q توبین [۲۴] به عنوان یک معیار ارزش استفاده شده است. این نسبت به صورت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (Mve) و ارزش دفتری بدهی‌ها (Bvd) بر ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها (Bva) تعریف می‌شود. علت انتخاب Q توبین به عنوان معیار ارزش، قابلیت مقایسه نتایج پژوهش با پژوهش‌های مشابه انجام شده توسط تیم‌های تحقیقاتی قبلی [۱۴، ۱۷، ۱۸، ۱۹] بوده است.

$$Q = \frac{Mve+Bvd}{Bva}$$

اندازه شرکت (SIZE): در این پژوهش منظور از اندازه، لگاریتم طبیعی ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها در پایان سال مالی شرکت است. استفاده از لگاریتم باعث می‌شود تا ضرایب احتمالی این متغیرها در مدل، تحت اثرات مقیاس‌های بزرگ قرار نگیرد. اهرم مالی (Lev): نشان دهنده این موضوع است که چه بخشی از دارایی‌ها از محل بدهی‌ها تامین مالی شده است. در این پژوهش از نسبت بدهی به دارایی‌ها برای محاسبه آن استفاده شده است.

ریسک سیستماتیک (BETA): بتا نشان دهنده حساسیت نوسانات بازده اوراق بهادار در برابر نوسانات بازده پرتفوی بازار است و از تقسیم کواریانس بازده اوراق بهادار (دارایی‌های ریسکی) و بازده پرتفوی بازار بر واریانس بازده بازار به دست آمد. ریسک خاص^{۲۱} (SRISK): ریسک خاص یا ریسک غیر سیستماتیک شرکت از اختلاف بین ریسک کل (یا واریانس) و ریسک سیستماتیک (بتا) محاسبه شد.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده‌ها در نگاره (۱) ارائه شده است.

نگاره (۱). آمار توصیفی داده‌های پژوهش

تعداد مشاهدات	مینیمم	ماکسیمم	میانه	میانگین	
۳۴۵	۰,۶۱۷	۷,۷۴۴	۱,۲۱۵	۱,۴۵۸	ارزش شرکت
۳۴۵	۰,۰۹۵	۰,۹۲۴	۰,۴۸۳	۰,۴۸۱	درصد مالکیت سهامدار اصلی
۳۴۵	۰,۱۲۲	۱,۰۰۰	۰,۷۶۵	۰,۷۴۷	درصد مالکیت پنج سهامدار اصلی
۳۴۵	۱۱۲۶,۰۳	۸۵۷۱,۶۲۴	۳۴۶۷,۵	۴۰۰۰,۴	شاخص هرfindال
	۵		۶۵	۹۸	
۳۴۵	۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰	۰,۴۴۳	مالکیت دولتی

مالکیت نهادی	۰,۵۷۹	۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۳۴۵
مالکیت انفرادی	۰,۲۸۴	۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۳۴۵
اندازه شرکت	۵,۶۲۷	۵,۵۶۴	۷,۸۶۵	۴,۶۵۵	۳۴۵
ریسک سیستماتیک	۰,۱۲۳	۰,۰۸۳	۲,۱۳۲	-۰,۶۱۴	۳۴۵
ریسک خاص	۰,۱۴۹	۰,۱۰۹	۰,۶۵۶	۰,۰۱۷	۳۴۵
اهرم مالی	۰,۶۲۲	۰,۶۳۷	۰,۹۳۸	۰,۱۶۸	۳۴۵

برای آزمون نرمال بودن داده‌ها از آزمون جارک - برا^{۲۲} استفاده شد. از آنجا که متغیر وابسته با استفاده از این آزمون دارای توزیع نرمال نبود ($Prob < 0.05$)، برای رعایت نرمال بودن متغیر وابسته در روش رگرسیون، از تبدیل جانسون در نرم افزار Minitab استفاده شد و احتمال به ۰,۵۸۷ افزایش پیدا کرد. پس از نرمال سازی متغیر وابسته به منظور بررسی استقلال متغیرهای پژوهش از یکدیگر از ماتریس همبستگی استفاده شد. نتایج این ماتریس ها نشان می دهد که ضرایب همبستگی بین هر زوج از متغیرها کمتر از ۵۰ صدم و بیانگر آن است که همبستگی بین متغیرها به همخطی شدید منجر نمی شود. همچنین چون تمام ضرایب برآورد شده معنی دار و قابل تفکیک هستند، هم حرکتی بین متغیرها حاد نیست.

سپس پایایی متغیرهای مستقل، وابسته و کنترل مورد بررسی قرار گرفت. به این منظور، از آزمون های لوین، لین و چو^{۲۳} (۲۰۰۲)؛ بریتونگ^{۲۴}، ایم و پسران؛ شین^{۲۵} (۲۰۰۳)؛ دیکی فولر تعمیم یافته فیشر^{۲۶} و ریشه واحد فیشر - فیلیپس پرون^{۲۷} (۱۹۹۹) استفاده شد. چون مقدار احتمال کمتر از ۵٪ است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترل پژوهش طی دوره مطالعه در سطح پایا هستند. برای بررسی تلفیق داده‌ها از آزمون F، و برای انتخاب مدل مناسب از آزمون هاسمن^{۲۸} و اثرات ثابت استفاده شد. برای بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون ضریب لاگرانژ (LM)، بررسی خود همبسته بودن جملات خطای رگرسیون از آزمون دوربین واتسون^{۲۹} و برای بررسی نرمال بودن جملات خطا از آزمون جارک - برا استفاده شد.

نتایج آزمون فرضیه اول:

فرضیه اول: تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

با توجه به شاخص های تمرکز مالکیت، این فرضیه به ۵ فرضیه مجزا به شرح زیر تقسیم شد:

فرضیه ۱-۱: درصد مالکیت سهامدار اصلی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۱-۲: متغیر لگاریتمی درصد مالکیت سهامدار اصلی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۱-۳: درصد مالکیت پنج سهامدار اصلی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۱-۴: متغیر لگاریتمی درصد مالکیت پنج سهامدار اصلی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۱-۵: شاخص هرfindal بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

نتایج آزمون قابلیت تلفیق داده‌ها، آزمون هاسمن و اثرات ثابت: اولین مرحله در برآورد داده‌های پانلی، آگاهی از روش مناسب تخمین می‌باشد. برای این منظور از آزمون F استفاده شد. در این آزمون با توجه به کوچکتر بودن آماره F محاسبه شده از آماره F جدول، فرضیه H_0 مورد تایید قرار می‌گیرد. در نتیجه می‌توان از روش پنل استفاده نمود.

برای تخمین معادلات با توجه به ویژگی‌های الگو، ابتدا باید مشخص شود که کدام یک از روش‌های اثرات ثابت یا تصادفی مناسب است. برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده شد. در این آزمون رد فرضیه H_0 مبنی بر به کارگیری روش اثرات ثابت می‌باشد. سپس برای تایید آزمون هاسمن از آزمون اثرات ثابت استفاده شد.

H_0 : استفاده از مدل اثرات تصادفی

H_1 : استفاده از مدل اثرات ثابت

نتایج حاصل از آزمون F ($۱,۳۶۴ < ۳,۵۲۴$ ، $۱,۴۳۲ < ۳,۵۲۴$ ، $۲,۱۳۶ < ۳,۵۲۴$ ، $۱,۶۹۸ < ۳,۵۲۴$ ، $۳,۲۳۳ < ۳,۵۲۴$)، آزمون هاسمن ($۰,۰۰۱ < ۰,۰۵$ ، $۰,۰۰۱ < ۰,۰۵$ ، $۰,۰۰۷ < ۰,۰۵$ ، $۰,۰۰۹ < ۰,۰۵$ ، $۰,۰۰۰ < ۰,۰۵$) و آزمون اثرات ثابت ($۰,۰۰۰ < ۰,۰۵$) به ترتیب برای فرضیه‌های ۱ تا ۵ در نگاره (۲) ارائه شده است که بیانگر استفاده از روش داده‌های پانلی و اثرات ثابت جهت تخمین مدل‌ها می‌باشد.

نگاره (۲): آزمون F، هاسمن و اثرات ثابت

آزمون اثرات ثابت (prob)	آزمون هاسمن (prob)	آزمون F (آماره F محاسبه شده)	
۰,۰۰۰	۰,۰۰۱	۱,۳۶۴	فرضیه ۱-۱
۰,۰۰۰	۰,۰۰۱	۱,۴۳۲	فرضیه ۲-۱
۰,۰۰۰	۰,۰۰۷	۲,۱۳۶	فرضیه ۳-۱
۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۱,۶۹۸	فرضیه ۴-۱
۰,۰۰۰	۰,۰۰۹	۳,۲۳۳	فرضیه ۵-۱
۳,۵۲۴		آماره F جدول	

به منظور آزمون این فرضیه‌ها از رگرسیون خطی و مدل زیر استفاده شد:

$$Q_{it} = B_0 + B_1 V_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل V به نوبت متغیرهای Own_1 (درصد مالکیت سهامدار اصلی)، Own_5 (درصد مالکیت پنج سهامدار اصلی)، $Lown_1$ (متغیر لگاریتمی سهامدار اصلی)، $Lown_5$ (متغیر لگاریتمی دو تا پنج سهامدار اصلی) و HHI (شاخص هرفیندال) را نشان می‌دهد.

OTHER نیز بیانگر متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی، ریسک سیستماتیک و ریسک خاص و ϵ_{it} جمله‌ی پسماند است. نتایج تخمین این رگرسیون در نگاره (۳) ارائه شده است.

نگاره (۳). رگرسیون داده‌های پنلی متغیرهای مربوط به تمرکز سهامدار و ارزش شرکت

H5	H4	H3	H2	H1	
۱,۶۰۳(۰,۰۰۹)*	۱,۳۸۰(۰,۰۲۱)*	۱,۰۹۲(۰,۰۸۰)*	۱,۵۸۷(۰,۰۰۷)*	۱,۴۴۷(۰,۰۱۶)*	C
				۰,۲۸۱(۰,۲۲۹)*	Own1
			۰,۱۴۰(۰,۱۹۰)*		Lown1
		۰,۶۸۷(۰,۰۱۷)*			Own5
	۰,۲۷۳(۰,۰۱۰)*				Lown5
۰,۰۰۰۰۰۲(۰,۹۳۴)*					HHI
-۰,۰۹۳(۰,۳۹۳)*	-۰,۰۷۶(۰,۴۸۳)*	-۰,۰۸۱(۰,۴۱۲)*	-۰,۰۸۹(۰,۴۰۵)*	-۰,۰۸۹(۰,۴۰۷)*	SIZE
-۱,۷۶۸(۰,۰۰۰)*	-۱,۸۱۱(۰,۰۰۰)*	-۱,۸۱۶(۰,۰۰۰)*	-۱,۷۵۳(۰,۰۰۰)*	-۱,۷۵۵(۰,۰۰۰)*	LEV
۰,۰۰۶(۰,۹۶۶)*	۰,۰۰۴(۰,۹۷۶)*	-۰,۰۰۹(۰,۹۴۳)*	۰,۰۰۲(۰,۹۸۸)*	۰,۰۰۲(۰,۹۸۷)*	BETA
۰,۲۲۹(۰,۵۱۴)*	۰,۲۹۴(۰,۴۰۴)*	۰,۲۸۳(۰,۴۱۷)*	۰,۲۴۶(۰,۴۸۳)*	۰,۲۴۴(۰,۴۸۶)*	SRISK
۰,۴۰	۰,۴۱	۰,۴۱	۰,۴۱	۰,۴۱	R²
۰,۳۸	۰,۳۸	۰,۳۹	۰,۳۹	۰,۳۷	Adj. R²
۲,۵۰۱	۲,۵۶۵	۲,۶۳۲	۲,۵۴۱	۲,۵۳۵	F-statistic
۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	Prob (F-statistic)
۲,۷۶	۲,۶۴	۲,۳۵	۲,۶۸	۲,۳۶	LM(statistic)

نگاره (۳). رگرسیون داده‌های پنلی متغیرهای مربوط به تمرکز سهامدار و ارزش شرکت

H5	H4	H3	H2	H1	
۲,۱۸	۲,۱۳	۲,۰۶	۲,۱۷	۲,۱۷	Durbin-watson
۳,۹۰۹	۱,۰۹۰	۰,۸۴۸	۴,۰۸۴	۳,۹۷۴	Jarque-Bera
۰,۱۴۱	۰,۵۸۰	۰,۶۵۴	۰,۱۲۹	۰,۱۳۷	Probability
رد	تائید	تائید	رد	رد	تائید (رد)

D.W: آزمون دوربین واتسون که احتمال آماره آن باید بین ۱,۵ تا ۲,۵ باشد، LM: مقدار آماره ضریب لاگ رانژ الگو می‌باشد که مقدار آن باید از مقدار آماره کای دو نگاره (۳,۸۴) کمتر باشد، Jarque-Bera: آزمون بررسی نرمال بودن جملات خطا که احتمال آماره آن باید بیشتر از ۰,۰۵ باشد (prob > 0.05)، * اعداد داخل پرانتز آماره t-statistic متغیرها در نگاره رگرسیون می‌باشد.

آماره F در نگاره (۳)، نشان دهنده معناداری کلی مدل‌های رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. در فرضیه‌های ۱، ۲ و ۵ با توجه به بالا بودن R^2 ، ضریب و آماره t متغیر تمرکز مالکیت سهامدار اصلی، متغیر لگاریتمی سهامدار اصلی و شاخص هرفیندال اگرچه حاکی از وجود یک رابطه مثبت بین تمرکز این متغیرها با ارزش شرکت می‌باشد؛ اما معنادار نیست. در فرضیه ۳، با توجه به R^2 مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۴۱ درصد از تغییرات در ارزش شرکت توسط متغیرهای تمرکز مالکیت پنج سهامدار اصلی و اهرم مالی توضیح داده شده است. مطابق با پیش‌بینی، ضریب و آماره t متغیر تمرکز مالکیت پنج سهامدار اصلی از وجود یک رابطه مستقیم و معنادار بین سطح تمرکز مالکیت پنج سهامدار اصلی و ارزش شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد خبر می‌دهد. همچنین در رابطه با $LOWN_5$ (فرضیه ۴) نتایج نشان دهنده وجود یک رابطه مثبت و معنادار از لحاظ آماری می‌باشد. با تمرکز روی متغیرهای کنترل در کلیه مدل‌های نگاره ۳، متغیر اهرم مالی (LEV) و اندازه‌ی شرکت (SIZE) مطابق پیش‌بینی یک تاثیر منفی بر Tobin's Q دارند. بنابراین، شرکت‌های دارای LEV کمتر و با اندازه کوچکتر، دارای ارزش بیشتری هستند.

نتایج آزمون فرضیه دوم:

فرضیه دوم: نوع مالکیت بر ارزش شرکت‌ها تاثیر دارد.

با توجه به این که در این پژوهش مالکیت به ۳ طبقه شامل مالکیت دولتی، نهادی و انفرادی تقسیم شده است، فرضیه دوم به ۳ فرضیه مجزا به شرح زیر تقسیم شد:

فرضیه ۱-۲: مالکیت دولتی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۲-۲: مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۳-۲: مالکیت انفرادی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون F (۲,۹۲۱ < ۳,۵۲۴، ۲,۵۳۸ < ۳,۵۲۴، ۳,۰۱۵ < ۳,۵۲۴)، آزمون هاسمن (۰,۰۰۶ < ۰,۰۵، ۰,۰۰۱ < ۰,۰۵) و آزمون اثرات ثابت (۰,۰۰۲ < ۰,۰۵) و آزمون اثرات ثابت (۰,۰۰۰ < ۰,۰۵) به ترتیب برای فرضیه‌های ۱ تا ۳ در نگاره (۴) ارائه شده است که بیانگر استفاده از روش داده‌های پنلی و اثرات ثابت جهت تخمین مدل‌ها می‌باشد.

نگاره (۴). آزمون F، هاسمن و اثرات ثابت

آزمون اثرات ثابت (prob)	آزمون هاسمن (prob)	آزمون F (آماره F محاسبه شده)	
۰,۰۰۰	۰,۰۰۶	۲,۹۲۱	فرضیه ۲- ۱
۰,۰۰۰	۰,۰۰۱	۲,۵۳۸	فرضیه ۲- ۲
۰,۰۰۰	۰,۰۰۲	۳,۰۱۵	فرضیه ۲- ۳
	۳,۵۲۴	آماره F جدول	

به منظور آزمون این فرضیه‌ها از رگرسیون خطی و مدل‌های زیر استفاده شده است:

مدل اول: متغیر مستقل یک مورد مجازی است که وقتی سرمایه‌گذار اصلی دولت (GOV) است، مقدار یک دارد و در غیر این صورت صفر می‌گیرد.

$$Q_{it} = B_0 + B_1 GOV_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \varepsilon_{it}$$

مدل دوم: متغیر مستقل یک مورد مجازی است که وقتی سرمایه‌گذار اصلی یک شخص نهادی (INS) است، مقدار یک دارد و در غیر این صورت صفر می‌گیرد.

$$Q_{it} = B_0 + B_1 INS_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \varepsilon_{it}$$

مدل سوم: متغیر مستقل یک مورد مجازی است که وقتی سرمایه‌گذار اصلی یک فرد حقیقی (IND) است، مقدار یک دارد و در غیر این صورت صفر می‌گیرد.

$$Q_{it} = B_0 + B_1 IND_{it} + \sum_{j=2}^n B_j OTHER_{jit} + \varepsilon_{it}$$

نتایج حاصل از آزمون این فرضیه‌ها در نگاره (۵) ارائه شده است.

تکانه (۵). رگرسیون داده‌های پنلی مربوط به نوع مالکیت و ارزش شرکت

Model3	Model2	Model 1	
۳,۴۴۲(۰,۰۰۰)*	۲,۸۵۵(۰,۰۰۰)*	۱,۷۵۱(۰,۰۰۴)*	C
		-۰,۱۰۶(۰,۲۹۴)*	GOV
	۱,۷۵۰(۰,۰۱۱)*		INS
۰,۲۹۷(۰,۰۰۳)*			IND
-۰,۱۸۰(۰,۰۰۶)*	-۰,۰۹۶(۰,۲۹۲)*	-۰,۱۱۱(۰,۳۰۹)*	SIZE
-۱,۴۸۱(۰,۰۰۰)*	-۱,۵۱۰(۰,۰۰۰)*	-۱,۷۵۳(۰,۰۰۰)*	LEV
-۰,۰۹۳(۰,۴۱۱)*	-۰,۰۸۱(۰,۴۸۱)*	۰,۰۱۳(۰,۹۲۵)*	BETA
۰,۳۲۲(۰,۲۶۲)*	۰,۲۷۴(۰,۳۴۷)*	۰,۲۴۰(۰,۴۹۵)*	SRISK
۰,۴۴	۰,۴۲	۰,۴۱	R ²
۰,۳۸	۰,۳۹	۰,۳۶	Adj. R ²
۲,۸۶۷	۲,۶۷۵	۲,۵۲۷	F-statistic
۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	Prob(f-statistic)
۲,۹۵	۲,۳۴	۲,۳۷	LM(statistic)
۲,۲۲	۱,۹۸	۲,۱۹	Durbin-watson
۱,۰۴۸	۵,۳۷۶	۵,۲۴۲	Jarque-Bera
۰,۰۹۲	۰,۰۶۸	۰,۰۷۲	Probability
تأیید	تأیید	رد	تأیید (رد)

D.W: آزمون دوربین واتسون که احتمال آماره آن باید بین ۱,۵ تا ۲,۵ باشد، LM: مقدار آماره ضریب لاگراژ الگو می باشد که مقدار آن باید از مقدار آماره کای دو نگاره (۳,۸۴) کمتر باشد، Jarque-Bera: آزمون بررسی نرمال بودن جملات خطا که احتمال آماره آن باید بیشتر از ۰,۰۵ باشد (prob > 0.05). * اعداد داخل پرانتز آماره t-statistic متغیرها در نگاره رگرسیون می باشد.

آماره F در نگاره (۵)، نشان دهنده معناداری کلی مدل های رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. در مدل ۱ با توجه به بالا بودن R^2 ، مقدار احتمال (۰,۲۹۴) و ضریب متغیر مالکیت دولتی (۰,۱۰۶-)؛ اگرچه حاکی از وجود یک رابطه منفی بین این متغیر با ارزش شرکت می باشد، ولی معنادار نیست. در مدل ۲ با توجه به بالا بودن R^2 ، مقدار احتمال (۰,۰۱۱) و ضریب متغیر مالکیت نهادی (۱,۷۵۰)، رابطه مالکیت نهادی با ارزش شرکت مثبت و معنادار است. این امر می تواند بیانگر آن باشد که مالکیت نهادی پرتفوی خود را به صورت فعال مدیریت و مدیران را به اخذ تصمیمات بهینه ترغیب می کند. به عبارت دیگر، وجود سرمایه گذاران نهادی احتمالاً سبب بهبود عملکرد و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می شود. در مدل ۳ با توجه به بالا بودن R^2 ، مقدار احتمال (۰,۰۰۳) و ضریب متغیر مالکیت انفرادی (۰,۲۹۷)، رابطه بین مالکیت انفرادی با ارزش شرکت مثبت و معنادار است.

نتیجه گیری و پیشنهادات

این پژوهش تاثیر گذاری ساختار مالکیتی به عنوان یک سازو کار درونی کنترل شرکت در بازار سرمایه ی ایران را ارزیابی و شواهد جدیدی در مورد تاثیر تمرکز مالکیت سرمایه گذاران و اثرات مربوط به ویژگی سهامداران اصلی بر ارزش شرکت را مطرح کرده است. در بررسی کلی، این نتیجه به دست آمد که تمرکز سهامدار اصلی و متغیر لگاریتمی آن و شاخص هرفیندال تاثیر معنی داری بر ارزش شرکت ندارد. این رابطه در مورد تمرکز پنج سهامدار اصلی و متغیر لگاریتمی آن مثبت و معنی دار می باشد. این نتایج با یافته های مینگازوا و یوگدو (۲۰۰۷)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷)، مشکی و همکاران (۱۳۸۸) و... مطابقت دارد. در حالی که با نتایج دمستر و ویلاونگا (۲۰۰۱) و آرسوا و همکاران (۲۰۱۰) مطابقت ندارد. از سوی دیگر یافته های پژوهش نشان می دهد که مالکیت دولتی تاثیری بر ارزش شرکت ندارد. هر چند، مالکیت نهادی و انفرادی تاثیر مثبت و معنی داری بر ارزش شرکت دارد. این نتایج با یافته های نویسی و نایپر (۲۰۰۶)، رویز مالاریکیو و سانتانا مارتین (۲۰۱۱)، حساس یگانه و همکارانش (۱۳۸۷)، نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) و مشکی و همکاران (۱۳۸۸) مطابق، و برخلاف یافته های گان سکریچ و همکاران (۲۰۰۷)، کینگ و همکار (۲۰۰۸) و مظلومی (۱۳۸۲) می باشد.

پی نوشت ها

1. Berle & Means
2. Coase
3. Agency Problem
4. Ownership Concentration
5. Ownership Structure
6. Cobbin & Leech
7. Shleifer & Vishny
8. Demsetz & Villalonga
9. Navissi & Naiker
10. Minguez-Vera & Ugedo
11. Gunasekarage
12. King
13. Arosa
14. Ruiz-Mallorqui & Santana-Martin

15. <http://www.rdis.ir>

16. <http://www.sena.ir>

17. Panel Data

18. Criteria Filtering Technique

۱۹. حاصل شاخص Herfindahl-Hirschman که بین ۰ و ۱ است. هر قدر شاخص به ۱ نزدیک باشد، بیانگر تمرکز و هر چه به ۰

نزدیک باشد، نشان دهنده عدم تمرکز است.

20. Demstesz & lehn

21. Specific Risk

22. Jarque-Bera

23. Levin, Lin & Chu

24. Breitung

25. Im, Pesaran & Shin

26. Fisher- Augmented Dickey-Fuller Test(Fisher-ADF)

27. Fisher- Phillips- Perron(Fisher-PP)

28. Hausman

29. Durbin-Watson

منابع

۱. حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). «بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت»، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، انتشارات دانشگاه تهران، شماره ۵۲، ص ۱۰۷-۱۲۲
۲. مظلومی، نادر. (۱۳۸۲). «رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه دکتری، دانشگاه علامه طباطبایی تهران
۳. مشکئی، مهدی؛ محمدی، شاپور و قالیباف اصل، حسن. (۱۳۸۸). «بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه تحقیقات مالی، انتشارات دانشگاه تهران، شماره ۲۸، ص ۶۹-۸۸
۴. نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). «تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، انتشارات دانشگاه تهران، شماره ۵۳، ص ۸۳-۱۰۰
5. Arosa, B., T. Iturralde, & A. Maseda. (2010). «Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain», *Journal of Family Business Strategy*, Vol.1, pp: 88-96
6. Berle, A. A., & G.C. Means. (1932). «The modern corporation and private property. New York: Macmillan»
7. Boubakri, B., J.C. Cosset, & O. Guedhami. (2005). «Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection», *Journal of Financial Economics*, vol. 76, PP: 369-399
8. Coase, R. H. (1937). «The nature of the firm», *Economical NS*, Vol. 4, PP: 386-405
9. Cobbin, J., & D. Leech. (1983). «The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies: Theory and measurement», *Economic Journal*, Vol.93, PP: 351-369
10. Demsetz, H. (1983). «The Structure of Ownership and the Theory of the Firm», *Journal Of Law and Economics*, Vol. 26, PP: 375-390.
11. Demsetz, H., & K. lehn. (1985). «The Structure of corporate ownership: Causes and consequences», *Journal of Political Economy*, Vol. 93, PP: 1155-1177
12. Demsetz, H., & B. Villalonga. (2001). «Ownership structure and corporate performance», *Journal of Corporate Finance*, Vol.7, pp: 209-233
13. Fama, E. F., & M. C. Jensen. (1983). «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics*, Vol.26, PP: 301-325
14. King, M., & E. Santor. (2008). «Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms», *Journal of Banking and finance*, Vol.32, pp: 2423-2432
15. Gunasekarage, A., K. Hess, & A. Hu. (2007). «The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies», *Research in international business and finance*, Vol. 21, PP: 379-395
16. LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, & A. Shleifer. (1999). «Corporate ownership around the world», *Journal of Finance*, Vol.54, PP: 471-517.
17. McConnell, J., & H. Servaes. (1990). «Additional evidence on equity ownership and corporate value», *Journal of Financial Economics*, vol. 26, PP: 595-612

18. Minguéz-Vera, A., & J. F. Martín-Ugedo. (2007). «Does Ownership Structure Affect Value? A Panel Data Analysis for the Spanish Market», *Journal International Review of Financial Analysis*, Vol. 16, PP: 81-98
19. Morck, R., A. Shleifer, & R. W. Vishny. (1988). «Management Ownership and Market Valuation An Empirical Analysis», *Journal of Financial Economics*, vol. 20, PP: 293-315
20. Navissi, F., & V. Naiker. (2006). «Institutional ownership and corporate Value», *Managerial Finance*, vol. 32, No.3, PP: 247-256.
21. Ruiz-Mallorqui, M. V., & D. J. Santana-Martin. (2011). «Dominant institutional owners and firm value», *Journal of Banking & Finance*, vol. 35, PP: 118-129
22. Shleifer, A., & R. Vishny. (1986). «Large Shareholders and Corporate Control», *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp: 461-488
23. Short, H. (1994). «ownership, control, financial structure and the performance of firms», *Journal of Economic Surveys*, Vol. 8, PP: 203-249
24. Thomsen, S., & T. Pedersen. (2003). «Ownership structure and value of the largest European firms: The Importance of owner Identity», *Journal of Management and Governance*, Vol. 7, PP: 27-55