

## بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شاپور محمدی<sup>۱</sup>، حسن قالیباف اصل<sup>۲</sup>، مهدی مشکی<sup>۳\*</sup>

۱. استاد یار دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، ایران

۲. استاد یار دانشکده علوم انسانی، دانشگاه الزهراء، ایران

۳. عضو هیئت علمی دانشگاه پیام نور (دانشجوی دکتری مدیریت، گرایش مالی)، ایران

(تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۸/۱۲/۱۰، تاریخ تصویب: ۱۳۸۹/۴/۶)

### چکیده

در تحقیق حاضر به بررسی نقش و اثرات جداگانه و همزمان تمرکز و نوع مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. نمونه آماری پژوهش شامل ۷۰ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۱ لغایت ۱۳۸۶ بوده است. در این تحقیق برای مطالعه اثر هر یک از عوامل یاد شده فوق بر بازدهی و ارزش شرکت‌ها از دو روش داده‌های تلفیقی ایستا و روش داده‌های تلفیقی پویا استفاده شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از وجود یک رابطه مثبت خطی و معنادار بین دو عامل تمرکز مالکیت و بازدهی شرکت‌ها و عدم وجود هر گونه رابطه معنادار بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت‌ها بوده است. از سوی دیگر نتایج مربوط به آزمون اثرات نوع مالکیت نشان می‌دهد که برخلاف رابطه معکوس بین بازده سهام و نسبت مالکیت دولتی، رابطه بین نسبت مالکیت انفرادی، شرکتی و خصوصی با بازدهی، مستقیم و معنادار است. این در حالی است که متغیر تمرکز مالکیت هم‌چنان در کلیه مدل‌ها دارای رابطه خطی مستقیم با بازده سهام بوده است. آزمون رابطه نوع مالکیت با ارزش شرکت نیز به نتایج مشابهی با آنچه در مورد بازدهی عنوان گردید، منجر شد.

واژه‌های کلیدی: نوع مالکیت، تمرکز مالکیت، بازده سهام، داده‌های تلفیقی

#### مقدمه

رابطه بین ساختار مالکیت<sup>۱</sup> (شامل ترکیب<sup>۲</sup> و تمرکز مالکیت<sup>۳</sup>) با بازدهی همواره از جمله موضوعات مطرح در حوزه ادبیات مالی بوده است. برای اولین بار برل و مینز<sup>۴</sup> در سال ۱۹۳۲، به دنبال مطالعات انجام شده پی به وجود یک رابطه معکوس بین پراکندگی سهامداران و عملکرد موسسات بردند. با وجود آن که نتایج پژوهش‌های آنان در سال ۱۹۸۳ توسط دمستز<sup>۵</sup> به چالش کشیده شد، ولیکن مطالعه مزبور سرآغاز بحث‌ها و تحقیقات متعددی قرار گرفت که بعدها توسط محققین در کشورهای مختلف با بنیادهای اقتصادی و سطوح متفاوت توسعه یافتگی انجام گردید. در طی این سال‌ها مطالعات انجام شده در حوزه ساختار مالکیت با تاکید بر دو رویکرد اصلی انجام گردید:

الف) اثر و نقش نوع مالکیت بر بازدهی و ارزش شرکت‌ها

ب) اثر و نقش میزان تمرکز بر بازدهی و ارزش شرکت‌ها

در بررسی‌های انجام شده بر حول محور نوع مالکیت، به مطالعه نقش انواع مختلف مالکیت نظیر مالکیت دولتی، مالکیت نهادی، مالکیت شرکتی، مالکیت انفرادی و فامیلی، مالکیت خارجی، مالکیت مدیریتی و انواع دیگر مالکیت بر بازدهی شرکت‌ها پرداخته شد. از جمله موارد مهم مطرح شده در این حوزه توجه به بازدهی اقتصادی نسبتاً پایین شرکت‌های دولتی بود. به موازات توجه به مسئله‌ی نوع مالکیت و نقشی که ممکن است بر بازدهی شرکت‌ها داشته باشد، محققین مطالعات دامنه‌داری را در رابطه با اثرات احتمالی مالکیت کنترلی یا متمرکز بر عملکرد موسسات انجام دادند. بررسی‌های انجام شده در این راستا، عواملی نظیر احتمال وجود همگرایی منافع در مالکیت متمرکز بین مالک و مدیر و هم‌چنین توانایی نظارت بالای مدیریت متمرکز را از جمله دلایلی عنوان نمودند که می‌تواند به بهبود عملکرد موسسات منجر گردد.

در این مطالعه، هدف اصلی بررسی تاثیر عوامل نوع و میزان تمرکز مالکیت بر بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و از آن جهت دارای اهمیت است که به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که متفاوت

---

1. Ownership Structure  
 2. Mix  
 3. Concentration  
 4. Berle and Means  
 5. Demsetz

بودن نوع مالکیت و نیز میزان تمرکز مالکیت بواسطه نقشی که می‌تواند در نظارت و کنترل مدیریت و کاهش هزینه‌های نمایندگی داشته باشد، باید در تصمیمات سرمایه‌گذاری و مالی مورد توجه قرار گیرد.

### ادبیات موضوع

عمده مطالعات انجام شده در اقتصادهای نوظهور و همچنین در کشورهای با بازارهای سهام کمتر توسعه یافته نشان می‌دهد که اولاً رابطه مثبتی بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت‌ها وجود داشته و ثانیاً سرمایه‌گذاران نهادی (اشخاص حقوقی) در نظارت بر عملکرد موسسه موثرتر از سهامداران دولتی و انفرادی هستند [۱۹]. اما در عین حال مطالعات انجام شده در ایالات متحده و چند کشور توسعه یافته دیگر اغلب به نتایج متضادی منتج شده است. مرکز توجه تحقیقات انجام شده در این مورد تئوری نمایندگی<sup>۱</sup> است که در واقع به توضیح تضاد منافع بین تصمیم‌گیرندگان داخلی و سهامداران خارجی می‌پردازد. مفهوم «نمایندگی» در سال ۱۹۷۶ توسط جنسن و مک‌لینگ<sup>۲</sup> [۱۱] به منظور توضیح تضاد منافع بین مالکان و سهامداران مورد استفاده قرار گرفت. بنظر فاما تفکیک مالکیت و کنترل، بواسطه ایجاد رقابت بین شرکت‌ها، باعث آن می‌شود که عملکرد افراد و سازمان به نحو موثرتری مورد نظارت قرار گیرد [۹]. در همین رابطه دمستر، معتقد است که انتقال مدیریت موسسات از مالکین که عمدتاً در فکر افزایش ثروت خود می‌باشند به مدیران که در جریان عملکرد کلی موسسه می‌باشند، منجر به افزایش کارایی موسسه خواهد شد [۶]. فاما و جنسن<sup>۳</sup> توجه خود را به هزینه‌هایی معطوف نمودند که نسبت بالای مالکیت مدیریت ممکن است برای شرکت ایجاد نماید. وقتی مدیر مالک درصد پائینی از سهام شرکت است، او تحت تأثیر نیروهای بازار و اعمال نظارت کارآمد، در جهت به حداکثر رساندن ارزش موسسه حرکت می‌کند (فرضیه همگرایی منافع<sup>۴</sup>). در مقابل زمانی که مدیر، کنترل بخش قابل توجهی از سهام موسسه را در دست داشته باشد، او ممکن است از خود رفتارهایی نشان دهد که کاملاً مغایر با هدف به حداکثر رساندن ارزش موسسه می

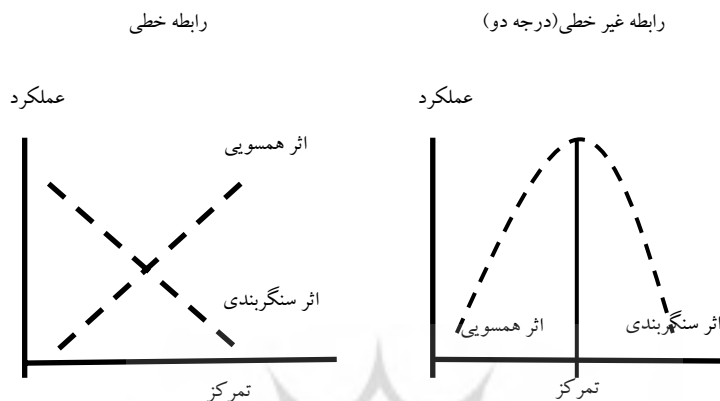
1. Agency Theory

2. Jensen and Meckling

3. Fama and Jensen

4. Convergence-of-Interest Hypothesis

باشد (فرضیه سنگربندی)<sup>۱</sup>. رفتارهایی نظیر تعیین پاداش و حقوق بالا برای خود، استخدام خویشان و نزدیکان با مزایای قابل توجه و یا فراهم کردن مقدمات یک زندگی مجلل که می تواند لطمه جدی به اهداف شرکت وارد نماید [۱۰]. بدین ترتیب ترکیب دو فرضیه همگرایی منافع و فرضیه سنگربندی منجر به ایجاد یک رابطه غیرخطی بین نسبت مالکیت مدیریت و عملکرد شرکت می شود (نمودار ۱).



نمودار ۱. اثر سنگربندی و همسویی منافع در سطوح مختلف تمرکز سهام

مورک، شلیفر و ویشنی<sup>۲</sup> [۱۴] و مک کانل و سروز<sup>۳</sup> [۱۳] سعی کردند به توضیح این دو نیروی مخالف بپردازند. تیم تحقیقاتی مورک در این مورد چنین بیان می کنند که: «مباحث تئوری به تنهایی قادر به پیش بینی شفاف و روشن رابطه بین مالکیت مدیریت و ارزش بازار دارایی های موسسه نیست. در حالی که فرضیه همگرایی منافع وجود یک رابطه مثبت و باثبات را وعده می دهد، فرضیه سنگربندی اشاره بر این دارد که ارزش بازار موسسه می تواند بطور معکوس تحت تاثیر نسبت بالای مالکیت مدیریت باشد».

عدم تقارن اطلاعاتی. در کنار مشکل تضاد منافع، مشکل دیگر نمایندگی، مشکل عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۴</sup> است. بدین معنی که به لحاظ آن که سهامدار امکان رهگیری کلیه عملیات مدیر را ندارد، لذا فاقد اطلاعات لازم در رابطه با تمام اقدامات مدیر خواهد بود.

1. Entrenchment Hypothesis  
2. Morck, Shleifer and Vishny  
3. McConnell and Servaes  
4. Informational Asymmetry

بدین ترتیب مدیر ممکن است به اطلاعاتی دسترسی داشته باشد که سهامدار از آن بی اطلاع است.

قوانین و مقررات. در کشورهایی که تمرکز سهام در آنها بالا بوده و دارای بازارهای سهام کمتر توسعه یافته می باشند، یکی از مسائل اصلی اداره شرکتها، تضاد منافع بین سهامداران اصلی و سهامداران اقلیت است [۱۶]. یکی از دلایل تشدید مشکل نمایندگی در بازارهای نوظهور می تواند عدم وجود مقررات بازدارنده قانونی و مکانیزم های کنترلی دیگر باشد [۱۸ و ۱۲]. دمستر و لهن معتقدند که تعریف قوانین عملکرد شرکتها و وجود مقررات شفاف در بازار به لحاظ آنکه منجر به کاهش میزان عدم اطمینان می شود، می تواند موجبات کاهش تمرکز مالکیت را نیز فراهم نماید [۶].

ترکیب مالکیت. برخی از مطالعات انجام شده در حوزه نوع مالکیت، نشان دهنده بهبود در عملکرد موسساتی است که اقدام به تغییر در نوع مالکیت خود و یا انجام عملیات خصوصی سازی نموده اند. تفاوت درانگیزه های مدیریتی و نظارتی، اهداف سیاسی و تعهدات اجتماعی واحدهای دولتی عمدتاً باعث می شود که انتظار رود واحدهای مزبور عملکرد پایین تری نسبت به مؤسسات مشابه داشته باشند [۴]. از سوی دیگر مالکان نهادی و شرکتی به لحاظ داشتن انگیزه های قوی تر برای کسب سود و دسترسی به اطلاعات بیشتر ممکن است که عملکرد بهتری داشته باشند [۱۲]. هم چنین موسساتی که به واسطه بنیادهای خانوادگی اداره و کنترل می شوند، به لحاظ آن که دارای هزینه نمایندگی کمتری هستند، باید کاراتر از مؤسسات دولتی باشند [۱۰].

### فرضیات تحقیق

بر مبنای تحلیل مبانی نظری و پژوهش های انجام شده، در این مقاله چهار فرضیه اصلی به شرح زیر در نظر گرفته شده است:

فرضیه اول: بین درجه تمرکز مالکیت و بازدهی شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین درجه تمرکز مالکیت و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین نوع مالکیت و بازدهی شرکتها رابطه معناداری وجود دارد

فرضیه چهارم: بین نوع مالکیت و ارزش شرکتها رابطه معناداری وجود دارد

لازم به توضیح است که در دو فرضیه آخر، اثر هر یک از انواع مختلف مالکیت (مالکیت دولتی، شرکتی، انفرادی و خصوصی) بر بازدهی و ارزش شرکت‌ها در قالب فرضیه‌های فرعی، به تفکیک مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است.

### روش تحقیق

این تحقیق براساس هدف از نوع کاربردی و از لحاظ روش گردآوری اطلاعات از نوع تحقیقات غیر آزمایشی و توصیفی بوده و هدف اصلی آن تعیین وجود، میزان و نوع رابطه بین متغیرهای مورد آزمون است. جامعه آماری تحقیق، کلیه شرکت‌های غیرمالی پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۱ تا پایان سال ۱۳۸۶ می باشد. تعداد نمونه مورد مطالعه در این تحقیق که در مجموع ۷۰ شرکت بوده است، با استفاده از روش غربال<sup>۱</sup> و با توجه به معیارهای زیرانتخاب گردید:

۱. اطلاعات کامل هر یک از شرکت‌ها مورد مطالعه موجود باشد.
۲. شرکت‌ها در طول دوره‌ی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشد.
۳. نوع فعالیت شرکت، تولیدی بوده و لذا موسسات مالی، سرمایه گذاری و بانک‌ها در نمونه آورده نمی شوند.
۴. هر یک از شرکت‌های مورد مطالعه سابقه عضویت در بورس برای مدت پنج سال قبل از آغاز دوره تحقیق را داشته باشند.
۵. شرکت در طول دوره‌ی تحقیق وقفه عملیاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد.
۶. حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه در دوره‌های مورد بررسی منفی نباشد.
۷. پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه ۲۹ اسفند ماه باشد.

### تعریف عملیاتی و روش محاسبه متغیرها

الف) متغیرهای مستقل. متغیرهای مستقل استفاده شده در این تحقیق شامل متغیرهای مربوط به نسبت تمرکز مالکیت و نوع مالکیت است:

- متغیر نسبت مالکیت (*Fra*)، متغیر مزبور نشان دهنده‌ی نسبت مالکیت بخش‌های مختلف است که برای هر یک از شرکت‌های استفاده شده در نمونه تحقیق به طور

- سالیانه و در پایان هر یک از ۶ سال دوره تحقیق انجام شده است. متغیر مزبور در این تحقیق به چهار طبقه شامل مالکیت دولتی (Fg)، مالکیت شرکتی (Fc)، مالکیت انفرادی (Fi) و مالکیت خصوصی (Fi+Fc) تقسیم شده است:
- شرکت با مالکیت دولتی: به شرکتی اطلاق می شود که بیش از ۵۰ درصد سهام آن متعلق به دولت و یا بخش ها و شرکت های دولتی دیگر باشد.
  - شرکت با مالکیت شرکتی: به شرکتی اطلاق می شود که بزرگ ترین مالک آن اشخاص حقوقی غیر دولتی باشد.
  - شرکت با مالکیت انفرادی: به شرکتی اطلاق می شود که بزرگ ترین مالک آن اشخاص حقیقی باشد.
  - شرکت با مالکیت خصوصی: به شرکتی اطلاق می شود که بزرگ ترین مالک آن اشخاص حقوقی غیر دولتی یا اشخاص حقیقی باشد.
  - متغیر تمرکز مالکیت (Conc): تمرکز مالکیت عبارت است از چگونگی توزیع سهام بین سهامداران شرکت های مختلف. هر چه تعداد سهامداران کمتر باشد، مالکیت متمرکزتر خواهد بود. در این تحقیق به منظور محاسبه نسبت تمرکز مالکیت از شاخص هرfindahl-هیرشمن<sup>۱</sup> (HHI) استفاده شده است. شاخص مزبور از مجموع مجذور درصد سهام متعلق به سهامداران شرکت ها به دست می آید. این شاخص به موازات افزایش میزان تمرکز مالکیت افزایش پیدا کرده و در شرایطی که کل سهام متعلق به یک نفر باشد، بیشترین ارزش را به خود اختصاص داده و معادل ۱۰۰۰۰ واحد محاسبه می شود. در صورتی که ساختار مالکیت پراکنده بوده و کلیه سهامداران دارای نسبت های مساوی باشند، HHI کمترین ارزش را پیدا کرده و معادل ۱۰۰۰۰/N محاسبه می شود. شاخص هرfindahl بشرح زیر قابل محاسبه است:

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

(ب) متغیرهای وابسته. شامل متغیر بازده سهام و متغیر  $Q$  توپین است:

- بازدهی ( $A R_{it}$ ): بازدهی واقعی هر سهم عادی با توجه به نوسان قیمت سهام، سود نقدی، سود سهمی و افزایش سرمایه محاسبه می شود.

-  $Q$  توین: از این نسبت بیشتر به عنوان معیار ارزش استفاده می شود. نسبت مزبور از حاصل تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها بر بهای تمام شده جایگزینی آن‌ها به دست می‌آید. در اینجا از مدل ساده شده  $Q$  استفاده شده که بشرح زیر قابل محاسبه است [۱۵]:

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

در مدل فوق،  $Mve$  نشان دهنده ارزش بازار حقوق صاحبان سهام،  $Bvd$  مبین ارزش دفتری بدهی‌ها و  $Bva$  مشخص کننده ارزش دفتری دارایی‌ها است. علت انتخاب  $Q$  توین به عنوان معیار ارزش، قابلیت مقایسه نتایج تحقیق با تحقیقات مشابه انجام شده توسط تیم های تحقیقاتی قبلی (مورک<sup>۱</sup> ۱۹۸۸؛ مک کانل و سروز<sup>۲</sup>، ۱۹۹۰؛ هرمالین و ویزباخ<sup>۳</sup> ۱۹۸۸؛ هیملبیرگ<sup>۴</sup>، ۱۹۹۹ و کینگ و سانتور<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸) بوده است. (ج) متغیرهای کنترلی. در این تحقیق، متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترلی تعریف شده است:

- نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری ( $MTB$ ): عبارت است از نسبت ارزش بازار سهام منتشر شده در پایان سال به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت.
- اندازه شرکت ( $SIZE$ ): در این تحقیق منظور از اندازه، لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام منتشر شده در پایان سال مالی شرکت است. استفاده از لگاریتم طبیعی باعث می شود تا ضرایب احتمالی این متغیرها در مدل، تحت تأثیر اثرات مقیاس‌های بزرگ قرار نگیرد.
- رشد فروش ( $Grow$ ): از حاصل تقسیم تفاضل فروش جاری و فروش سال گذشته بر فروش سال گذشته قابل محاسبه است.
- اهرم مالی ( $Lev$ ): نشان دهنده این موضوع است که چه بخشی از دارایی‌ها از محل بدهی‌ها و یا حقوق صاحبان سهام تأمین مالی شده است. در این پژوهش از نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها برای محاسبه‌ی آن استفاده شده است.

---

1. Morck  
2. McConnell and Servaes  
3. Hermalin & Weisbach  
4. Himmelberg  
5. King & Santor



- ریسک سیستماتیک ( $\beta$ ): بتا نشان دهنده حساسیت نوسانات بازده اوراق بهادار در ازای نوسانات بازده پرتفوی بازار بوده و از حاصل تقسیم کواریانس بازده اوراق بهادار (دارایی های ریسکی) با بازده پرتفوی بازار بر واریانس بازده پرتفوی به دست می آید.

- تغییرات شاخص کل قیمت و بازده نقدی سهام ( $Rm_t$ ): در این پژوهش بازده بازار با استفاده از تغییرات در شاخص قیمت و بازده نقدی بورس تهران (TEDPIX) محاسبه می شود.

### روش های استفاده شده برای تجزیه و تحلیل اطلاعات

به منظور تلخیص داده ها، ابتدا نسبت های مورد نظر با استفاده از داده های جمع آوری شده برای تک تک شرکت ها و هر یک از سال های مورد آزمون محاسبه شدند. کلیه فعالیت های مربوط به عملیات تلخیص با استفاده از نرم افزار Excel انجام شده و سپس با استفاده از نرم افزار EViews اقدام به آزمون فرضیات گردید. در این پژوهش به جای استفاده از روش هایی نظیر داده های مقطعی، از روش داده های تلفیقی<sup>۱</sup> استفاده شده است. روش مزبور در عین افزایش قدرت آماری ضرایب، باعث می شود هم خطی بین متغیرها کاهش یافته و به واسطه افزایش درجه آزادی، برآوردی کاراتر انجام شود. در تحقیق حاضر برای مطالعه اثر تمرکز و نوع مالکیت بر بازدهی و ارزش شرکت ها از دو روش داده های تلفیقی ایستا و داده های تلفیقی پویا استفاده شد. در روش داده های تلفیقی ایستا پس از انجام آزمون هاسمن و انتخاب روش اثرات ثابت اقدام به برآورد ضرایب مدل با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) گردید. هم چنین به منظور افزایش قابلیت اعتماد به نتایج بدست آمده در مدل مزبور، ضرایب مدل در قالب فرایند پویا و با استفاده از روش پیشرفته گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) مجدداً تخمین زده شد. مدل GMM از یکسو به لحاظ آن که نیاز به اطلاعات دقیق توزیع جملات اخلال نداشته و اساس آن مبتنی بر این فرض است که جملات اخلال در معادلات با مجموعه متغیرهای ایزاری غیر همبسته است و از سوی دیگر به لحاظ احتمال وجود همبستگی جمله خطا با متغیرهای توضیحی در

مدل اثرات ثابت، از اعتبار بالاتری برخوردار است [۳]. در این تحقیق از مدل‌های زیر جهت بررسی روابط بین متغیرهای مستقل و وابسته استفاده شده است:

۱. مدل‌های مربوط به تمرکز مالکیت: در این دسته از مدل‌ها هدف آزمون اثرات تمرکز مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش آن دسته از شرکت‌های پورسی است که در نمونه تحقیق آورده شده‌اند. در این بخش از دو دسته مدل برای بررسی وجود رابطه بین متغیرها استفاده شده است:

۱-۱. مدل ارزیابی بازده موسسه:

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Con_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Beta_{it} + \beta_5 Grow_{it} + \beta_6 MIB_{it} + \beta_7 Rm_{it} + v_{it}$$

۲-۱. مدل ارزیابی ارزش موسسه:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 Con_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 Beta_{it} + \beta_4 Grow_{it} + \beta_5 Rm_{it} + v_{it}$$

۲. مدل‌های مربوط به ترکیب مالکیت:

در این دسته از مدل‌ها در عین توجه به اثرات مالکیت متمرکز، اقدام به بررسی اثرات نوع مالکیت نیز بر دو عامل بازدهی و ارزش شرکت‌ها گردیده است. در این بخش نیز از دو دسته مدل به شرح زیر استفاده شده است:

۱-۲. مدل ارزیابی بازده موسسه:

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRA_{it} + \beta_2 Conc_{it} + \beta_3 MIB_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Beta_{it} + \beta_7 Grow_{it} + \beta_8 Rm_{it} + v_{it}$$

۲-۲. مدل ارزیابی ارزش موسسه:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fra_{it} + \beta_2 Conc_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Beta_{it} + \beta_5 Grow_{it} + \beta_6 Rm_{it} + v_{it}$$

به لحاظ وجود هم‌خطی<sup>۱</sup> بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و متغیر اندازه با Q توبین، متغیرهای مزبور در مدل ارزیابی ارزش دخالت داده نشده است.

### تخمین مدل‌ها و تفسیر نتایج

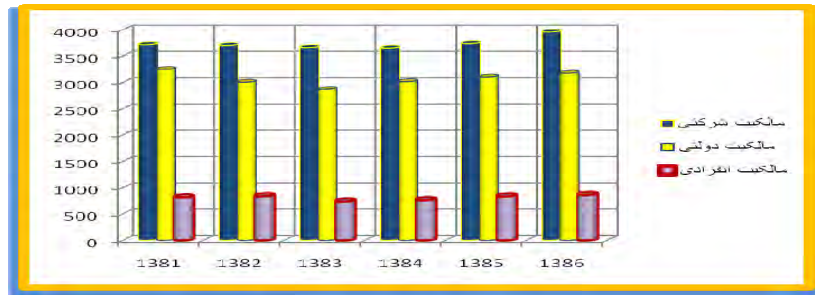
الف) مطالعه توصیفی داده‌ها. به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده‌ها شامل شاخص‌های مرکزی، شاخص‌های پراکندگی و انحراف از قرینگی محاسبه شده و در جدول ۱ ارائه شده است.

1. Collinearity

جدول ۱. آمار توصیفی داده‌های تحقیق

متغیرهای تحقیق	تعداد مشاهدات	حداقل	حداکثر	میانه	انحراف معیار	چرنگی	چارگ پاراز	
							اماره	احتمال
بازده سهام	۴۱۹	-۰/۵۸	۵/۵۹	۰/۱۲	۰/۷۶	۲/۶۵	۱۳۴۱	۲۳۸۵
Q تریین	۴۲۰	۰/۸۴	۱۰/۴۱	۱/۹۴	۱/۵۱	۳/۱۰	۱۳۸۸	۲۷۴۶
میزان تمرکز	۴۲۰	۱۵۲	۹۴۳۰	۲۶۳۸	۲۵۵۲	۱/۲۳	۵	۱۷۶
بازده بازار	۴۲۰	-۰/۱۳	۱/۳۹	۰/۳۷	۰/۱۶	۱/۲۶	۳/۲۶	۱۱۲
بتا	۴۲۰	-۴/۶۲	۱۵/۰۴	۰/۶۵	۰/۳۴	۳/۳۷	۲۷۴۶	۱۱۲۷۰
اندازه	۴۲۰	۲۳/۲۹	۳۰/۷۷	۲۷/۵۹	۲۷/۴۰	۱/۵۰	۲/۸۴	۱۶
رشد فروش	۴۲۰	-۰/۵۹	۱/۹۶	۰/۲۲	۰/۱۹	۲/۰۶	۱۳۲۷	۱۸۰۲
اهم مالی	۴۲۰	۰/۳۰	۰/۹۵	۰/۶۶	۰/۶۶	-۰/۳۴	۲/۷۱	۱۰
ارزش بازار به دفتری	۴۲۰	۰/۳۴	۳۸/۷۳	۴/۲۶	۲/۳۸	۵/۷۵	۳/۳۴	۳۳۹۳
درصد مالکیت دولتی	۴۲۰	۰	۰/۹۹۰۳	۰/۶۱	۰/۷۴	۰/۳۲	۰/۷۱	۵۵
درصد مالکیت شرکتی	۴۲۰	۰	۰/۹۲۵۵	۰/۰۹	۰/۰۱	۲/۷۷	۱۰/۴۴	۱۵۰۵
درصد مالکیت انفرادی	۴۲۰	۰/۰۰۹	۰/۹۸۳	۰/۳۰	۰/۲۱	۰/۲۸	۲/۹۰	۸۹

اطلاعات مندرج در جدول ۱ مبین این مطلب است که متوسط نسبت مالکیت بخش دولتی، سهامداران انفرادی و در نهایت بخش شرکتی در طول دوره ۶ ساله تحقیق و در بین ۷۰ شرکتی که به عنوان نمونه انتخاب شده، به ترتیب معادل ۶۱ درصد، ۳۰ درصد و ۹ درصد بوده است. از سوی دیگر بررسی نتایج مربوط به تمرکز مالکیت (نمودار ۲) نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت در حوزه‌های متعلق به مالکیت شرکتی بیشتر از دو بخش دیگر است. این درحالی است که کمترین نسبت تمرکز مالکیت (بیشترین پراکندگی مالکیت) در حوزه مالکیت انفرادی ملاحظه می‌شود. مطالعه روند تمرکز مالکیت در طی دوره ۶ ساله تحقیق، حاکی از کاهش تدریجی شاخص هرفیندال در هر سه بخش مالکیت دولتی، انفرادی و شرکتی در سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۸۱ و افزایش مجدد آن در سال ۱۳۸۴ و سال‌های بعدی است.



نمودار ۲. میزان تمرکز مالکیت بر حسب شاخص هرfindal

ب) تجزیه و تحلیل آماری و آزمون فرضیات. به منظور آزمون فرضیات تحقیق از دو روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS) و روش گشتاورهای تعمیم یافته / داده های تلفیقی پویا (GMM/DPD) استفاده شده است. فرضیه اول: بین درجه تمرکز مالکیت و عملکرد رابطه معنا داری وجود دارد. نتایج آزمون فرضیه فوق در جدول ۲ ارائه گردیده است.

جدول ۲. رابطه تمرکز مالکیت و بازده سهام

روش GMM		روش EGLS		متغیر وابسته: AR
سطح معنی داری	ضرایب	سطح معنی داری	ضرایب	متغیرهای مستقل
		۰/۰۰۰۰	-۶۹۶۵۶۶۸	مقدار ثابت (C)
۰/۰۱۶۰	۰/۰۰۰۳۳۸	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۷۳۵	تمرکز مالکیت (Conc)
۰/۰۰۰۰	۰/۳۰۹۹۴۳	۰/۰۰۰۰	۰/۲۲۴۸۱۵	بازده بازار (Rm)
۰/۰۰۰۰۲	۰/۰۹۸۱۴۷	۰/۰۰۰۰	۰/۱۳۹۹۲۶	بتا (Beta)
۰/۰۰۰۰	۰/۵۲۳۱۳۷	۰/۰۰۰۰	۰/۲۶۴۰۵۱	اندازه (Size)
		۰/۰۰۰۸۲	-۰/۵۰۷۶۳۱	اهرم مالی (Lev)
۰/۰۰۶۱۶	۰/۰۲۰۹۹۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۲۹۶۱۰	ارزش بازار به دفتری (MTB)
		۰/۰۰۰۰۱	۰/۴۶۶۸۴۸	رشد فروش (Grow)
		۰/۰۰۰۰	-۰/۲۳۶۳۸۰	خودرگرسیون مرحله اول AR(۱)
۰/۰۰۰۰	۰/۰۹۳۶۴۲			متغیر تاخیری بازده Rt(-1)
۲۴/۱۴۰۱۱	آماره ل	۷/۳۶۹۷۱۱		آماره F
۰/۰۱۲۱۵	احتمال آماره ل	۰/۰۰۰۰		احتمال آماره F
۱۷	رتبه ایزاری	۰/۵۸۴۹۵۷		ضریب تعیین تعدیل شده
		۲/۱۹۰۸۵۲		آزمون دوربین- واتسون

همان طور که در جدول مزبور ملاحظه می گردد، با توجه به p-value به دست آمده کلیه ضرایب همبستگی مدل معنادار بوده و مقدار دوربین واتسن با عدد ۲/۱۹، عدم همبستگی بین خطاها را نشان می دهد. نتایج حاصله هم چنین نشان دهنده این مطلب است

که ضریب متغیر تمرکز مالکیت و نیز سایر متغیرهای مستقل به استثنای اهرم مالی مثبت و معنادار است. به گونه ای که این متغیرها مجموعاً ۵۸ درصد رفتار متغیر وابسته را توضیح می دهند. بدین ترتیب با عنایت به نتایج فوق، فرضیه اول تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنادار بین درجه تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت مورد تأیید قرار گرفته و به این موضوع که تمرکز مالکیت منجر به افزایش بازدهی شرکت ها می شود، صحت م گذارد. با این وجود با توجه به ضریب متغیر تمرکز مالکیت (۰/۰۰۰۰۰۷) به نظر می رسد که رابطه مزبور بسیار ضعیف باشد.

فرضیه دوم: بین درجه تمرکز مالکیت و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نتایج آزمون فرضیه فوق (جدول ۳) با استفاده از روش GMM حاکی از نبود رابطه معنادار آماری بین دو متغیر تمرکز مالکیت و متغیر ارزش شرکت است.

جدول ۳. رابطه بین Q توبین و تمرکز مالکیت

روش EGLS		روش GMM		متغیر وابسته: Q متغیرهای مستقل
ضریب	سطح معنی داری	ضریب	سطح معنی داری	
۰/۷۷۱۵۰۶۳	۰/۰۰۰۰۰			مقدار ثابت (C)
-۰/۰۰۰۰۰۲	۰/۰۳۰۲			تمرکز مالکیت (Conc)
۰/۲۰۳۰۲۸	۰/۰۰۰۰۰	۰/۵۵۵۰۸۵	۰/۰۰۰۰۰	بازده بازار (Rm)
۰/۰۰۲۵۲۰۹	۰/۰۰۰۱۳	-۰/۰۹۸۲۷۴	۰/۰۰۰۰۰	بتا (Beta)
۱/۲۳۱۷۰۹	۰/۰۰۰۰۰	۱/۷۶۶۳۷۵	۰/۰۰۱۱۶	اهرم مالی (Lev)
-۰/۳۱۷۴۵۳	۰/۰۰۰۰۰			رشد فروش (Grow)
۰/۴۵۳۱۴۴	۰/۰۰۰۰۰			خودگردسیرت مرحله اول (AR(1))
		۰/۳۳۱۲۱۲	۰/۰۰۰۰۰	متغیر تأخیری Q(-1)
۲۸۷/۴۴۶۵		آماره ل	۱۹/۵۱۰۸۸	آماره F
۰/۰۰۰۰۰		احتمال آماره ل	۰/۰۳۴۲۳	احتمال آماره F
۰/۹۸۷۳۶		توجه آزادی	۱۴	ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۱۹۱۷۶۲				آزمون مورتن- واتسون

بنابراین با تاکید بر اعتبار بالای نتایج حاصل از روش GMM می توان نتیجه گرفت که فرضیه دوم تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنی دار بین درجه تمرکز مالکیت و ارزش شرکت مورد تأیید قرار نمی گیرد.

فرضیه سوم: بین نوع مالکیت و بازدهی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به این که در این تحقیق مالکیت به سه طبقه شامل مالکیت دولتی، شرکتی و انفرادی تقسیم شده که دو نوع اخیر می‌تواند در طبقه کلی تری به نام مالکیت خصوصی طبقه بندی شود، بنابراین فرضیه سوم را می‌توان به چهار فرضیه فرعی به شرح زیر تقسیم نمود:

فرضیه فرعی ۱- بین مالکیت دولتی و بازده شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.  
 فرضیه فرعی ۲- بین مالکیت شرکتی و بازده شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.  
 فرضیه فرعی ۳- بین مالکیت انفرادی و بازده شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.  
 فرضیه فرعی ۴- بین مالکیت خصوصی و بازده شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.  
 در این مرحله در عین دخالت دادن متغیر تمرکز، به منظور بررسی اثرات نوع مالکیت بر بازده شرکت‌ها، متغیر نوع مالکیت را نیز به عنوان یک متغیر مستقل در مدل تحقیق وارد کرده‌ایم. نتایج آزمون فرضیه اصلی سوم مبنی بر موثر بودن نوع مالکیت بر بازدهی شرکت‌ها، نشان دهنده وجود یک رابطه معنادار بین دو پارامتر فوق است. (جدول ۴).  
 نتایج مزبور حکایت از وجود یک رابطه معکوس و معنادار بین نسبت مالکیت دولتی و بازده سهام دارد. بدین معنا که در شرکت‌های مورد بررسی، افزایش سهم مالکیت دولتی، منجر به کاهش بازدهی می‌شود. درحالی که مالکان شرکتی به لحاظ داشتن انگیزه‌های قوی تر برای کسب سود و دسترسی به اطلاعات بیشتر انتظار این است که عملکرد بهتری داشته و بهتر از سرمایه گذاران دولتی بتوانند از اطلاعات جاری برای پیش بینی عملکرد و سودهای آتی استفاده نمایند. از سوی دیگر موسساتی که به واسطه اشخاص غیر حقوقی یا بنیادهای خانوادگی اداره و کنترل می‌شوند، به لحاظ آن که دارای هزینه نمایندگی کمتری هستند، باید از کارایی بالاتری برخوردار باشند.

جدول ۴. رابطه نوع مالکیت و بازدهی

متغیر وابسته	متغیر مستقل نوع مالکیت و تمرکز	روش GMM			روش EGLS		
		ضرایب	P-VALUE	تایید یا رد	علامت ضرایب	P-VALUE	تایید یا رد
بازده سهام	درستی تمرکز	-۱/۰۷۳	۰/۰۲۹	تایید	منفی	۰/۰۰۰۳	تایید
بازده سهام	تمرکز	۰/۰۰۰۲	۰/۰۴۴۰	تایید	مثبت	۰/۰۰۰۰	تایید
بازده سهام	شرکتی تمرکز	۷/۳۱۶۷	۰/۰۰۸۰	تایید	مثبت	۰/۰۴۷۸	تایید
بازده سهام	تمرکز	۰/۰۰۰۳	۰/۰۴۰۲	تایید	مثبت	۰/۰۰۰۰	تایید
بازده سهام	انفرادی تمرکز	۶/۷۶۹۳	۰/۰۰۱۶	تایید	مثبت	۰/۰۰۰۰	تایید
بازده سهام	تمرکز	۰/۰۰۰۱	۰/۰۱۹۰	تایید	مثبت	۰/۰۰۰۰	تایید
بازده سهام	خصوصی تمرکز	۲/۲۱۲۸	۰/۰۰۰۷	تایید	مثبت	۰/۰۰۰۳	تایید
بازده سهام	تمرکز	۰/۰۰۰۳	۰/۰۲۷۵	تایید	مثبت	۰/۰۰۰۰	تایید

بدین ترتیب با توجه به ضرایب به دست آمده و با مبنای قرارداد نتایج حاصل از پردازش اطلاعات در مدل GMM، می توان ادعا نمود که نوع مالکیت شرکتی دارای بیشترین ضریب تاثیر گذاری بر عملکرد شرکت بوده است. از سوی دیگر برخلاف ورود متغیر نوع مالکیت در مدل های رگرسیون استفاده شده، متغیر تمرکز مالکیت هم چنان دارای قدرت توضیح دهندگی بوده و نشان دهنده وجود یک رابطه مستقیم و معنادار بین عامل مزبور و بازده سهام است.

فرضیه چهارم: بین نوع مالکیت و ارزش شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. مشابه فرضیه قبلی، می توان این فرضیه را نیز بر حسب نوع مالکیت به چهار فرضیه فرعی تقسیم نمود. به منظور بررسی اثران نوع مالکیت بر ارزش شرکت ها، اقدام به رگرسیون متغیر Q توبین (معیار ارزیابی ارزش) بر روی متغیر نوع مالکیت شده است. بررسی نتایج آزمون فرضیه چهارم تحقیق حکایت از وجود رابطه معنادار بین نوع مالکیت و ارزش شرکتها دارد (جدول ۵).

جدول ۵. رابطه Q توبین (معیار ارزیابی ارزش) و نوع مالکیت

متغیر وابسته	متغیر مستقل	روش GMM			روش EGLS		
		ضرایب	P-VALUE	تایید یا رد	علامت ضرایب	P-VALUE	تایید یا رد
نوع مالکیت و تمرکز	دولتی	-۷۰۸۳۳	۰/۰۱۰۹	تایید	منفی	۰/۰۴۶۳	تایید
	تمرکز	-	-	رد	-	-	رد
لرزش شرکت	شرکتی	۱/۷۴۲۵	۰/۰۲۷	تایید	-	-	رد
	تمرکز	-	-	رد	منفی	۰/۰۳۰۲	تایید
لرزش شرکت	انفرادی	۶/۹۲۳۰	۰/۰۲۷۷	تایید	مثبت	۰/۰۰۱۱	تایید
	تمرکز	-	-	رد	-	-	رد
لرزش شرکت	خصوصی	۶/۵۳۹۲	۰/۰۰۷۱	تایید	مثبت	۰/۰۱۳۰	تایید
	تمرکز	-	-	رد	-	-	رد

نتایج به دست آمده از آزمون رابطه مالکیت دولتی بر ارزش شرکت‌ها در هر دو روش تخمین، نشان می‌دهد که نسبت مالکیت دولتی با ارزش شرکت‌ها رابطه معکوس داشته و افزایش نسبت مزبور منجر به کاهش ارزش شرکت‌های مورد بررسی شده است. این در حالی است که مالکیت شرکتی، انفرادی و خصوصی دارای رابطه مثبت و معنادار با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است. هم‌چنین نتایج نشان می‌دهد که متغیر تمرکز مالکیت که قبلاً بدون لحاظ نمودن اثرات نوع مالکیت، فاقد رابطه معنی دار با ارزش شرکت‌های مورد مطالعه بوده است، پس از وارد کردن متغیر نوع مالکیت نیز، هم‌چنان فاقد رابطه معنی دار با ارزش شرکت است.

آزمون مانایی و اعتبار محدودیت‌های بیش از حد مشخص<sup>۱</sup>. به منظور اطمینان از نتایج تحقیق و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای تحقیق در مدل EGLS گردید. آزمون مزبور با استفاده از نرم افزار EViews6 و روش‌های آزمون لوین، لین و چو<sup>۲</sup> (۲۰۰۲)، آزمون ایم، پسران و شین<sup>۳</sup> (۲۰۰۳)، آزمون ریشه واحد فیشر - دیکی فولر تعمیم یافته<sup>۴</sup> و آزمون

1. Test the validity of overidentifying restrictions  
 2. Levin, Lin and Chu  
 3. Im, Pesaran and Shin  
 4. Fisher - Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test (Fisher-ADF)



ریشه واحد فیشر- فلیس پرون<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) و چویی<sup>۲</sup> (۲۰۰۱) انجام گردید. نتایج ز آزمون مانایی متغیرها در هر چهار روش نشان می دهد که متغیرهای تحقیق مانا بوده و لذا فرضیه صفر مبنی بر ریشه واحد داشتن متغیرها رد می شود. هم چنین از آزمون محدودیت های بیش از حد مشخص sargan به منظور آزمون اعتبار متغیرهای ابزاری استفاده گردید. آزمون مزبور مبتنی بر توزیع  $\chi^2$  با درجه آزادی مساوی با تعداد محدودیت های بیش از حد مشخص (P-K) است.

### نتیجه گیری

به طور خلاصه از یافته های تحقیق حاضر می توان نتیجه گرفت که با توجه به میزان شفافیت در بازار سرمایه و قوانین حمایتی موجود فعلی، تمرکز مالکیت می تواند منجر به افزایش بازدهی شرکتها گردد. این نتایج در عین مطابقت با یافته های راگرز، شلیفر و ویشنی و چو ونگک [۱۹، ۱۸، ۱۰]، بر خلاف نتیجه مطالعات دمستر و لهن، زیتون و تیان و دمستر و ویلاونگا [۸، ۲۱، ۷] است. این در حالی است که در مطابقت با نتایج تحقیقات زیتون و تیان و یگانه و مرادی [۲، ۲۲] هیچ گونه رابطه معناداری بین عامل مزبور و ارزش شرکتها ملاحظه نشد. از سوی دیگر یافته های تحقیق نشان می دهد که افزایش مالکیت دولتی منجر به کاهش عملکرد و ارزش شرکتها می شود. این در حالی است که مالکیت انفرادی (خانوادگی) و مالکیت شرکتی نقش مهمی را در بهبود عملکرد شرکتها داشته است. این نتایج با یافته های بوبکری، جیامبالو، یامیسری، زیتون و تیان، چو و ونگک و نمازی و کرمانی [۱، ۲۰، ۲۲، ۲۱، ۱۲، ۵] مطابقت می کند.

### پیشنهادها در ارتباط با نتایج تحقیق

با توجه به نتایج و دستاوردهای تحقیق، می توان محورهای زیر را در ارتباط با زمینه های کاربردی مشخص نمود:

- با توجه به کارایی پایین مالکیت دولتی، لازم است دولت و دستگاه های وابسته به آن در جایگاه سهامدار شرکت های دولتی، به فرایند خصوصی سازی و اصلاح ساختار مالکیت شرکتها سرعت بخشیده و با تدوین یک ساختار نظام یافته و نوانمند

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

2. Choi

برای اداره کارای موسسات و شرکت‌ها و وضع قوانین حمایتی از بخش غیر دولتی، به بهبود عملکرد و افزایش ارزش واحدهای اقتصادی کمک نماید.

- با توجه به نتایج تحقیق، سرمایه‌گذارانی که به دنبال کسب بازدهی بالاتری از سرمایه‌گذاری خود می‌باشند، باید در انتخاب سرمایه‌گذاری خود به نوع مالکیت سهامداران شرکت و نیز چگونگی پراکندگی یا تمرکز سهامداران توجه نموده و سرمایه‌گذاری خود را در سهام شرکت‌هایی انجام دهند که لایه‌های مالکیت دولتی در آن کمتر اما تمرکز مالکیت در آن بالاتر است.

### پیشنهادها در ارتباط با تحقیقات آتی

با توجه به یافته‌های تحقیق حاضر می‌توان محورهای زیر را برای تحقیقات بیشتر در زمینه مورد بررسی ارائه نمود:

- استفاده از رگرسیون خطی تکه‌ای به منظور شناسایی سطح آستانه یا سطح مورد هدف<sup>۱</sup> احتمالی.
- تفکیک نقش و اثر مالکیت موسسات مالی (بانک‌ها و شرکت‌های بیمه و غیره)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های غیرمالی در ارزش و عملکرد شرکت‌ها.
- استفاده از ضریب آنتروپی و یا نسبت سهام متعلق به بزرگ‌ترین مالک برای مشخص کردن میزان تملک سهامداران اصلی و بررسی اثر آن در معیارهای عملکرد.
- بررسی اثر عواملی نظیر نوع مالکیت بر میزان تمرکز یا پراکندگی مالکیت.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

---

1. Target or threshold

### فهرست منابع و مآخذ

۱. نمازی، محمد و احسان کرمانی (۱۳۸۷). تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳: ۱۰۰-۸۳.
۲. یگانه، یحیی و همکاران (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت؛ فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲: ۱۲۲-۱۰۷.
3. Baltaghi, H. B.(2005). *Econometric analysis of Panel Data*.(3rd edn), New York: John Wiley & Sons Ltd.
4. Boubakri, B., Cosset, J.C., & Guedhami, O.(2005). Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection. *Journal of Financial Economics* 76, 369-399.
5. Cronqvist, H. & Nilsson, N.(2003). Agency costs of controlling minority shareholder. *Journal of Financial and Quantitative analysis* 38, No.4.
6. Demsetz, H.(1983). The structure of ownership and the thory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
7. Demsetz, H. & Lehn, K.(1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences . *Journal of political Economy* 93, 1155-1177.
8. Demsetz, H. & Villalonga, B.(2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
9. Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 228-307.
10. Fama, E., & Jensen, M.(1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
11. Jensen, Michael C., & Meckling, William H. (1976), Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
12. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A.(1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
13. McConnell, J. & Servaes, H.(1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
14. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

15. Pedersen, T.& Thomsen, S.(1997). European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, 28, 759-778.
16. Rogers, p. & Dami, A. (2005). Corporate governance and ownership structure in Brazil : Causes and consequences, Social Science Research Network, Electronic Paper Collection, New YORK, USA.
17. Ross, S., Westerfield, R., and Jaffe, J. (2002). *Corporate Finance*, 6th Edition, McGraw- Hill, Irwin, USA.
18. Shleifer, A. & Vishny, R.W.(1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v.52.
19. Xu, X. & Wang. Y.(1999). Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies, *China Economic Review*, 10, 75-98.
20. Zeitun, R, & Tian.G.G. (2007). Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan?, *Corporate Governance*, vol 7, No 1, 66-82.

