



بررسی اثر ترکیب سهامداری (ساختار مالکیت) بر ریسک شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

غلامرضا اسلامی بیدگلی

عضو هیات علمی و دانشیار دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

سید احمد مقیمی

کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه تهران، عضو موظف هیات مدیره شرکت گروه سرمایه گذاری مسکن

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۰/۱۵ تاریخ پذیرش: ۹۲/۱/۳۰

چکیده

سپردن شرکتهای بزرگ به مردم از طریق مشارکت ایشان در مالکیت این شرکتها همواره تاثیرات قابل ملاحظه ای در ساختار اقتصادی کشورها ایجاد کرده است. مهمترین پیامدهای این رخداد، جدایی مالکیت از مدیریت بوده است. تضاد بین حداکثر نمودن منافع سهامداران و مدیران منجر به بروز مسئله نمایندگی شده که موضوع تحقیقات گسترده ای در دانش مدیریت مالی می باشد. یکی از جنبه های رایج در هر سرمایه گذاری که بصورت مستقیم بر تصمیمات صاحبان سرمایه تاثیر گذار است ، ریسک سهام می باشد . نوسانات در بازده، ارزش، نقدشوندگی و ... همگی شرایط متغییری را در وضعیت سهام یک شرکت باعث می شوند. یکی از شاخص هایی که می تواند افراد را در این انتخاب یاری دهد، ساختار مالکیت یا ترکیب سهامداری شرکت ها است. این تحقیق سعی دارد تا رابطه ای معنی دار بین ریسک (نوسانات قیمتی) سهام شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ترکیب سهامداران یا ساختار مالکیت آن شرکتها بدست آورد همچنین می کوشد تا با تحلیل یک نمونه ۳۹ تایی از شرکتهای مورد بررسی و با استفاده از روش مقایسه میانگین دو جامعه، یک الگو در این رابطه برای تعیین ساختار مناسب مالکیت شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران بدست آورد تا در نهایت به هدایت سرمایه گذاران در زمینه انتخاب سهام مورد نظرشان کمک کند. نتایج حاکی از تأیید فرضیه اول و سوم تحقیق و عدم تأیید فرضیه دوم تحقیق دارد.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت^۱ یا ترکیب سهامداری ، سهام شناور آزاد^۲ ، انحراف معیار بازده σ (ریسک) ، بازدهی سهام ، میانگین بازدهی (μ).

۱- مقدمه

باید توجه داشت که تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها موضوعی پیچیده و چند بعدی است. به همین دلیل انواع تعارض و تضاد منافع بین اشخاص و گروه‌ها را می‌توان انتظار داشت که از جمله آنها می‌توان به تضاد منافع بین مالکان و مدیران اشاره نمود که یکی از مهم‌ترین ابعاد تئوری مشهور نمایندگی که موضوع اصلی اکثر تحقیقات در این زمینه است را تشکیل می‌دهد.

همانگونه که گفته شد یکی از موضوعات مطرح در شرکتها "تئوری نمایندگی" است. این تئوری در اصل به میحث تضاد منافع بین مالکان و مدیران می‌پردازد، تضاد و تعارضی که از دوگانگی و اختلاف بین اهداف مدیران و اهداف سهامداران نشأت می‌گیرد. در حالی که هدف اصلی سهامداران به حداکثر رساندن ثروت خود از طریق حداکثر شدن ارزش شرکت است، معمولاً دنبال کردن چنین هدفی از سوی مدیران مورد غفلت واقع می‌شود و در نتیجه سهامداران نسبت به استفاده بهینه از سرمایه و ثروت خود توسط مدیران دچار تردید می‌شوند.

مطالعات انجام شده در این زمینه نشان می‌دهد که وجود سهامداران عمده در ترکیب مالکیت می‌تواند پیامدهای مثبت و منفی برای شرکت به دنبال داشته باشد. شاید برل^۳ و مینز^۴ اولین کسانی بودند که در سال ۱۹۳۲ به این موضوع پرداختند و ادعا کردند که بین عدم تمرکز و گستردگی مالکیت با عملکرد شرکت نوعی رابطه منفی وجود دارد. به عقیده آنان هر چه تعداد سهامداران زیادتر و درصد مالکیت آنها کمتر باشد عملکرد شرکت ضعیف‌تر خواهد بود.

یکی از شاخص‌های رایج در این خصوص سهام شناور آزاد است. سهام شناور آزاد درصدی از کل سرمایه شرکت است که جهت معامله در بازار سهام در دسترس می‌باشد. به عبارت دیگر، قسمتی از سهام یک شرکت است که بدون هیچ‌گونه محدودیت قابل معامله باشد و عددی است که از نتیجه کسر تعداد سهام غیرقابل معامله از کل سهام شرکت به دست می‌آید. سهام شناور آزاد مقدار سهمی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد یعنی در صورت پیشنهاد قیمت مناسب، دارنده آن را برای فروش ارایه کند.

در محاسبه سهام شناور آزاد، تعداد سهام متعلق به دارندگان سهام راهبردی از تعداد کل سهام موجود کسر می‌شود. سهامداران راهبردی در بسیاری از شرکت‌ها و موسسات خصوصاً شرکت‌های سرمایه‌گذاری بخشی از دارایی‌های خود را صرف خرید سهام می‌کنند به همین علت با ریسک تغییر قیمت مواجه می‌شوند. ریسک قیمت سهام به دو بخش ریسک مربوط به افزایش قیمت و ریسک مربوط به تحقق درآمد هر سهم مربوط می‌شود. چراکه جمع این دو جزء، نرخ بازدهی سهام را تشکیل

می دهد. ریسک بازار نیز به نوسان پذیری قیمت اوراق در بازار بستگی دارد و دامن همه اوراق را می گیرد. وقتی جو خوب باشد، همه قیمت‌ها بالا می‌روند.

ریسک رکود و رونق بازار از این حیث که منجر به تغییرات قیمت سهام می شوند دارای اهمیت هستند. افزایش قیمت شاخص سهام باعث رونق بازار می شود و کاهش آن رکود بازار را در پی دارد. ریسک نوسانات قیمتی سهام از ریسک سود سهام آنی تر و نتایج ملموس‌تری بر بازار دارد بطوریکه این تغییرات در بسیاری از مواقع آن قدر سریع اتفاق می افتد که گاهی در مدت کمتر از چند روز قیمت سهام به بیش از نصف کاهش می یابد و گاهی دوران رکود به چند سال می انجامد. در این شرایط سهامدارانی که تجربه و تخصص کافی ندارند و برای دریافت سود کوتاه مدت سرمایه‌گذاری کرده اند (سهامداران خرد) با عرضه سریع سهام خود از یک طرف باعث ضرر و زیان خود می شوند و از طرف دیگر به بحران شرکت و در نهایت بازار، به خاطر عرضه سریع می افزایند. لذا افزایش سهام شناور آزاد یک شرکت عاملی برای تشدید نوسانات بازار آن سهم است.

اغلب مطالعاتی که در رابطه با تأثیر ساختار مالکیت بر شرکت‌ها صورت گرفته است بر موضوعاتی چون عملکرد، کارایی، سودآوری و بازدهی متمرکز شده و تاکنون بررسی در مورد تأثیر ساختار مالکیت بر نوسانات قیمتی سهام مورد بررسی قرار نگرفته است.

مطالعات و بررسی‌های انجام شده توسط محققان حوزه مالی نشان می‌دهد که نمی‌توان برای تمام شرکت‌ها یک ساختار مالکیت معین را به عنوان بهترین ترکیب مالکیت معرفی کرد و هر شرکتی براساس متغیرهای گوناگون و شرایط خاص مدیریتی و عملیاتی خود، ساختار مالکیتی مناسب خود را خواهد داشت که این ساختار لزوماً برای شرکت‌های دیگر بهینه نخواهد بود.

در ادامه مقاله، به بررسی اجمالی ادبیات و مبانی نظری تحقیق پرداخته می شود. به دنبال تشریح روش شناسی پژوهش و فرضیه‌های تحقیق، یافته‌های اصلی تحقیق توضیح داده می شود و در نهایت پس از بحث و بررسی و نتیجه‌گیری و ارائه چند پیشنهاد عملی، مقاله به پایان می‌رسد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش نظریه ساختار مالکیت^۵

سهامداران همیشه خواستار اعمال نظارت مؤثر و دقیق بر عملکرد مدیران شرکت بوده و تلاش می کنند تا از بروز مغایرت در اهداف و انحراف از آنها در شرکت جلوگیری شود. آنها با گزینش مدیران و تفویض اختیار برای اخذ تصمیم به آنان برای اداره شرکت اعتماد می کنند اما گاهی این اطمینان تحت شرایطی ممکن است در موضع انفعال قرار بگیرد.

تئوری وکالت (نمابندگی)^۶

جنسن و مک‌لینگ معتقدند که: "رابطه نمایندگی قراردادی است که براساس آن صاحب کار یا مالک، نماینده یا عامل را از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض می‌کند". مالکان یا سهامدارانی که با هدف کسب حداکثر بازده در مقابل ریسک معقول در یک شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند از طریق انتخاب فرد یا افرادی به عنوان مدیر یا مدیران شرکت اهداف خود را دنبال می‌کنند. اما گاهی به دلیل تفکیک مالکیت از مدیریت اهداف دو گروه در یک راستا قرار نگرفته در نتیجه، تلاش‌های مدیران لزوماً در راستای نیل به اهداف سهامداران به کار گرفته نمی‌شود و به این ترتیب نوعی تضاد منافع بین آنها به وجود می‌آید. کارشناسان حوزه مالی و سرمایه‌گذاری برای حل این مشکل بکارگیری عوامل و ابزارهای انگیزشی را توصیه می‌کنند. در نتیجه اجرای این توصیه‌ها، هزینه‌هایی از ناحیه مغایرت نتایج عملکرد مدیران و انتظارات سهامداران، به‌کارگیری عوامل انگیزشی و استفاده از فرآیندها و سیاست‌های نظارتی برای سهامداران ایجاد شده که از آنها به عنوان هزینه‌های نمایندگی نامبرده می‌شود و به قرار زیر است:

- (۱) هزینه‌ها و مخارجی که در نتیجه نظارت تحمیل می‌شود، مانند هزینه‌های حسابرسی و استقرار سیستم کنترل داخلی.
- (۲) هزینه‌هایی که در نتیجه تغییرات در ساختار سازمانی و فرآیندهای ایجاد محدودیت برای مدیران تحمیل می‌شود، از قبیل انتصاب افرادی خارج از شرکت در ترکیب هیأت مدیره و غیره برای کنترل عملکرد مدیران.
- (۳) هزینه فرصت‌های از دست رفته که می‌تواند در اثر محدود کردن اختیارات مدیریت برای شرکت به وجود آید (شریعت پناهی، ۱۳۸۲).

تئوری هم‌راستایی علایق (همگرایی منافع)^۷

مطابق این فرضیه، از آنجا که با بزرگتر شدن اندازه شرکت، پراکندگی سهام و مالکیت شرکت بیشتر شده در نتیجه سهم مدیران از مالکیت کاهش می‌یابد، لذا منافع مدیران با خواسته‌های سهامداران انطباق کامل نداشته و در نتیجه امکان فعالیت مدیران در جهت تأمین خواسته‌های خود بجای افزایش ثروت سهامداران، افزایش می‌یابد و برعکس در نتیجه افزایش درصد مالکیت سهام مدیران، انتظار می‌رود تضاد منافع کاهش یافته و بازدهی و ارزش شرکت افزایش یابد و در عمل بین منافع مدیران و سهامداران همگرایی قوی‌تری به وجود آید.

تئوری تثبیت جایگاه مدیران^۸

این فرضیه در مقابل تئوری همگرایی منافع قرار دارد. مطابق این فرضیه، پراکندگی و عدم تمرکز مالکیت سهام شرکت و کاهش سهم مدیران نمی‌تواند دلیل محکمی برای بی‌انگیزگی آنها در انجام وظایف و حداکثر کردن ارزش شرکت و عملکرد ضعیف آنان تلقی گردد. این فرضیه که از سوی دمستز در سال ۱۹۸۳ مطرح شده اشعار می‌دارد، وجود رقابت در بازار کار، مدیران را وادار می‌سازد برغم مالکیت درصد اندکی از شرکت و عدم انطباق کامل منافع خود با سهامداران، با انگیزه‌هایی چون حفظ پست و کسب موقعیت‌های بهتر و بالاتر در دنیای رقابت کاری، حداکثر تلاش خود را برای تأمین منافع سهامداران به کار گیرند. در حالیکه اگر مدیر بخش عمده‌ای از سهام را در اختیار داشته باشد بنحوی که با برخورداری از حق رأی کافی بتواند موقعیت خود را در شرکت حفظ کند شاید دیگر انگیزه لازم را برای بکارگیری حداکثر توان خود نسبت به حالت قبل نداشته باشد. براساس این فرضیه، هنگامی که درصد مالکیت سهام مدیران از حد معینی بالاتر رود، تأثیر مالکیت آنان بر عملکرد شرکت بتدریج کمتر خواهد شد. زیرا افزایش مالکیت مدیران موجب کم‌رنگ شدن اثرات نظارت خارجی، تثبیت هر چه بیشتر موقعیت مدیران و کم‌توجهی آنان به انضباط و مقررات بازار سرمایه خواهد شد و این مسئله آثار منفی برای ارزش شرکت به دنبال دارد (نا، ۲۰۰۲).

ساختار مالکیت و سهامداران عمده

به عقیده برخی صاحب‌نظران، وجود سهامداران عمده در شرکت از یک سو زمینه‌ها و انگیزه‌های نظارت بر عملکرد مدیران را تقویت می‌کند و از سوی دیگر، گاهی به دلیل عدم انطباق منافع و اهداف سهامداران بزرگ با منافع و انتظارات سهامداران خرد، هزینه‌های کنترل و همسو کردن خواسته‌های سهامداران عمده با منافع سایر سهامداران افزایش می‌یابد (جعفری سرشت ۱۳۸۹). در زمینه نوع رابطه و تأثیرات مالکیت سهامداران نهادی و عمده با عملکرد، بازدهی و ارزش شرکت‌ها تاکنون نظرات گوناگونی مطرح شده که برخی از آنها به شرح زیر است:

فرضیه نظارت کارآ^۹

مطابق این نظریه، سهامداران نهادی و عمده در مقایسه با سهامداران خرد، بدلیل دارا بودن امکانات، تخصص و تجربه بالاتر می‌توانند با هزینه کمتری عملکرد مدیران را نظارت کرده و لذا می‌توان رابطه مثبتی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها را انتظار داشت.

فرضیه همسویی استراتژیک^{۱۰}

این فرضیه اشعار می‌دارد، گاهی توقعات سهامداران عمده با منافع مدیران همسو شده و این انطباق منافع موجب نادیده گرفتن منافع سهامداران خرد می‌شود. در این صورت، آثار مفید ناشی از اعمال نظارت مؤثر توسط سهامداران عمده بر مدیران شرکت، کاهش یافته و نوعی تضاد منافع بین سهامداران عمده و سایر مالکان بوجود می‌آید که به دلیل قدرت تأثیرگذاری سهامداران عمده، این تعارض در نهایت به زیان سایر سهامداران منجر خواهد شد.

ساختار مالکیت و کارایی بازار سرمایه

بالا بودن درجه کارایی بازار و افشای کامل، دقیق و به‌هنگام اطلاعات شرکت‌ها در بازار سرمایه اثرات منفی ناشی از ساختار مالکیت را در مواردی همچون هزینه نمایندگی، مابه‌التفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش و غیره کاهش می‌دهد. خصوصاً این موضوع زمانی کاربرد بیشتر پیدا می‌کند که بحث بر سر معاملات سهام شرکت از سوی مدیران (سهامداری دارندگان اطلاعات نهانی) باشد. اگر بپذیریم که براساس تئوری بازار کاراً قیمت‌های اوراق بهادار منعکس‌کننده تمام واقعیات شرکت و قیمتی واقعی است که اثر تمام اطلاعات مثبت و منفی شرکت را در خود دارد، در چنین وضعیتی هیچ یک از مالکان قدرت اثرگذاری و اعمال نفوذ در قیمت‌های بازار سهام شرکت را نخواهند داشت. اما واقعیت این است که هیچ بازاری به‌طور کامل کاراً نیست و هر چه درجه ناکارایی بازار بیشتر باشد، قدرت اعمال نفوذ سهامداران عمده بر تصمیمات شرکت و تأثیرگذاری آنها در تعیین قیمت‌های سهام در بازار افزایش خواهد یافت (پوشنر، ۱۹۹۳).

رابطه ساختار مالکیت با سهام شناور آزاد

مؤسسه مورگان استانیلی سهام شناور آزاد را به شکل زیر تعریف کرده است:
 "نسبتی از سهام یک شرکت که در بازار قابل معامله بوده و با اهداف مدیریتی توسط سهامداران استراتژیک نگهداری نشود."

سهامداران استراتژیک (راهبردی) همان سهامدارانی هستند که معمولاً با اهداف مدیریتی و بلندمدت در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کرده و سهام متعلق به آنها جزء سهام شناور آزاد محاسبه نمی‌شود. ترکیب این سهامداران معمولاً عبارت است از: دولت، شرکت‌های وابسته به دولت، صندوق‌های سرمایه‌گذاری دولتی، مدیران و اعضاء هیئت مدیره شرکت و بستگان آنها، مؤسسين

شرکت، کارکنان شرکت (که به آنها سهام وکالتی غیرقابل فروش اعطا شده باشد) و شرکت‌های زیرمجموعه (در صورتی که سهام شرکت اصلی را خریداری نموده باشند).

سهامداران غیراستراتژیک شامل سهامدارانی هستند که هدف اصلی آنها از خرید و فروش سهام کسب سود بوده و اهداف مدیریتی از خرید سهام یک شرکت ندارند. معمولاً این سهامداران اشخاص حقیقی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های تأمین اجتماعی و غیره هستند.

با توجه به تقسیم‌بندی‌های فوق‌الذکر درصد سهام شناور آزاد هر شرکت براساس اطلاعات موجود در ترکیب سهامداران در آخرین مجمع عمومی سالیانه محاسبه می‌گردد.

هدف از لزوم رعایت حداقل میزان سهام شناور آزاد کارایی کارکردهای بازار سرمایه است. در واقع بازار بورس کشورهایی که میزان سهام شناور آزاد آنها اندک است از عمق کمتری برخوردار بوده و بسیار شکننده هستند. زیرا عمق بازار در شرایطی محقق می‌شود که با عرضه و معامله سهام انبوه، تعادل قیمتی بازار به هم نخورد. از دلایل کم‌عمق بودن بازارها، کوچک بودن آنها و تعداد اندک بازیگران (معامله‌گران) و کم بودن سهام شناور آزاد است.

دلایل نگهداری سهام یک شرکت توسط سهامداران عمده

در خصوص انگیزه نگهداری سهام جهت اهداف مدیریتی و کنترلی، تحقیقات زیادی در سطح بین‌المللی صورت گرفته است. تمایل به نگهداری سهام مدیریتی انگیزه‌ای برای کنترل بیشتر سرمایه شرکت و احراز حداکثر آرا در جلسات تصمیم‌گیری در رابطه با عملکرد مالی و یا حتی اهداف کلی شرکت است. سهامداران عمده و یا دارندگان سهام مدیریتی علاقه‌مند به سر بسته ماندن اطلاعات داخلی شرکت هستند که این امتیاز جز از راه محدود کردن عرضه سهام در بازار امکان‌پذیر نمی‌باشد. بسیاری از سهامداران با توجه به سیستم اداری یا مدیریتی یک شرکت مبادرت به نگهداری یا معامله سهام آن شرکت می‌کنند. به‌علاوه، بازده مورد انتظار سهام در ذهنیت سهامداران با توجه به موقعیت کلی هر شرکت شکل می‌گیرد.

انگیزه گروهی دیگر از انحصارگران سهام که به سرمایه‌گذاران عمده مشهورند نگهداری سهام با هدف افزایش ارزش سرمایه در بلندمدت است. در اکثر موارد اینگونه سرمایه‌گذاران دارای ارتباطات قوی با عناصر صاحب اطلاعات داخلی شرکت می‌باشند.

در یک طبقه‌بندی صاحب‌نظران به‌طور کلی بررسی عملکرد صاحبان سرمایه را به دو دسته تقسیم کرده‌اند: دسته اول سهامدارانی هستند که تنها به سود هر سهم و بهینه‌سازی سبد سهام خود توجه دارند و گروه دیگر در پی به دست آوردن اطلاعات و کنترل سود سهم هستند.

تعریف ریسک

از کلمه ریسک تعاریف گوناگونی به عمل آمده است. در ابتدا لغت "ریسک" با مفهوم "عدم اطمینان" ۱۱ قرین می‌باشد و شنونده را متوجه نامعلوم بودن و غیرقابل پیش بینی بودن نتایج آتی میکند. به همین خاطر زمانی که از توانایی بیشتری در پیش بینی آینده برخوردار هستیم، با ریسک کمتری نیز مواجه می‌باشیم و یا بالعکس. بدلیل نزدیکی مفاهیم این دو لغت لازم است در ابتدا توضیحی در مورد ارتباط عدم اطمینان با ریسک داده شود. به طور کلی عدم اطمینان مضمون ریسک را تشکیل می‌دهد و عبارت از تردید شخص در ارتباط با وقوع یک نتیجه ممکن از میان نتایج ممکن دیگر است. اگر تخمین ما از نتایج آتی با یقین همراه بود و از حتمیت وقوع یا عدم وقوع پدیده‌ها مطمئن بودیم، عدم اطمینان نیز برای ما معنی نداشت. ملاحظه می‌شود که مفاهیم ریسک و عدم اطمینان کاملاً با یکدیگر در آمیخته و تفکیک ناپذیرند.

عدم اطمینان را میتوان تابعی از احتمال دانست میزان احتمال وقوع یا عدم وقوع هر حادثه‌ای مابین صفر تا یک در نوسان است و آنرا با درصد نشان میدهند. اما برای بیان مقدار ریسک نمیتوان از همان درجه احتمال صحبت کرد. بطور مثال زمانی که احتمال وقوع پدیده‌ای ۱۰۰ درصد است، ریسک آن برابر با صفر بوده و بنابراین احتمال و ریسک دارای مفاهیم یکسانی نیستند، هر چند در تعریفی که از ریسک به عمل خواهد آمد، مفهوم توزیع احتمال مورد استفاده قرار خواهد گرفت. به تعبیر دیگر اطلاع یافتن از وجود ریسک است که موجب عدم اطمینان می‌شود و نه عکس آن.

گاهی نیز افراد از شنیدن لغت "ریسک" تصور می‌کنند که حداقل یکی از نتایج محتمل نامطلوب است. لذا اساساً زیان بالقوه قابل اندازه‌گیری یک سرمایه‌گذاری را ریسک می‌نامند. در فرهنگ مدیریت رهنما، "ریسک" اینگونه تعریف شده است "ریسک عبارت است از هر چیزی که حال یا آینده دارایی یا توان کسب درآمد شرکت، موسسه یا سازمانی را تهدید می‌کند".

هرچه در مباحث مالی ریزتر می‌شویم مفاهیم و تعاریف دقیقتری از ریسک ارائه می‌گردد. بعنوان نمونه وستون و بریگام ریسک یک دارایی را تغییر احتمالی بازده آتی آن دارایی می‌دانند. هر نوع سرمایه‌گذاری با عدم اطمینان‌هایی مواجه است که بازده سرمایه‌گذاری را در آینده به مخاطره می‌اندازد. ریسک یک دارایی سرمایه‌ای یعنی اینکه احتمال وجود دارد که بازده حاصل از دارایی کمتر از

بازده مورد انتظار باشد. لذا ریسک در اینجا یعنی احتمال تفاوت بین بازده واقعی و بازده پیش بینی شده و به عبارت دیگر ریسک یک دارایی عبارت است از تغییر احتمالی بازده آتی آن دارایی. وستون و بریگام، ریسک یک دارایی نظیر اوراق بهادار را تغییر احتمال بازده آتی آن دارایی می داند. بنابراین با معیار پراکندگی بازده دارایی، ریسک را میتوان انحراف معیار نرخ بازده تعریف نمود. پس میتوان پراکندگی بازده های ممکنه از بازده مورد انتظار را با واریانس محاسبه و بعنوان یک معیار از ریسک تلقی نمود. بطور کلی با اندازه گیری و مقایسه بین بازده واقعی و بازده مورد انتظار میتوان ریسک را به وسیله روش های آماری نظیر واریانس، نیمه واریانس شیب خط رگرسیون و واریانس مقادیر باقیمانده رگرسیون بدست آورد.

انواع ریسک

در حالت کلی دونوع ریسک وجود دارد:

۱- ریسک سیستماتیک: ریسک سیستماتیک آن قسمت از ریسک یک سهم است که به شرایط عمومی بازار مربوط بوده و عواملی مانند تغییر نرخ بهره، نرخ برابری پول ملی در مقابل اسعار خارجی، نرخ تورم، سیاست های پولی و مالی، شرایط سیاسی و غیره از منابع ریسک سیستماتیک می باشند. هر تغییر در عوامل فوق الذکر بر روی شرایط کلی بازار سهام تاثیر می - گذارد. همچنین تغییر متغیرهای کلان اقتصادی نیز از منابع اصلی ریسک سیستماتیک است که در این قسمت به انواع آن اشاره می گردد.

- ریسک نرخ بهره^{۱۲}
- ریسک تورم^{۱۳}
- ریسک سیاسی^{۱۴}
- ریسک بازار^{۱۵}
- ریسک نرخ ارز

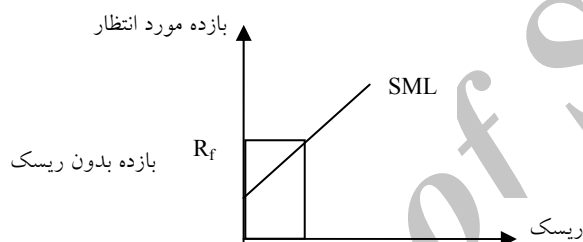
۲- ریسک غیرسیستماتیک: ریسک غیرسیستماتیک فقط منحصر به یک دارایی است و در ارتباط با بخشی از بازده یک دارایی میباشد. این میزان از ریسک مختص یک شرکت یا یک صنعت بوده و ناشی از عوامل و پدیده هایی مانند اعتصابات کارگری، عملکرد مدیریت، رقابت تبلیغاتی، تغییر در سلیقه مصرف کنندگان و غیره است.

- ریسک تجاری
- ریسک مالی

• ریسک نقدشوندگی

ریسک و بازده

ریسک و بازده مورد انتظار رابطه مستقیم دارند. هرچه ریسک اوراق بهادار افزایش یابد بازده مورد انتظار سرمایه گذار نیز افزایش خواهد یافت. خط SML (خط بازار ورقه بهادار^{۱۶}): مکان هندسی نقاطی که به ازای نرخ بازده های مختلف برگه سهام ریسک های حاصله را نمایش می دهد) بیانگر رابطه ریسک و بازده مورد انتظار یک سهم است.



رابطه ریسک و ارزشگذاری سهام

با توجه به ریسک اوراق بهادار، سرمایه گذاران در پی تهیه مجموعه ای از اوراق بهادار هستند که ضمن به حداکثر رساندن بازده مورد انتظار، حداقل شرایط عدم اطمینان (ریسک) را نیز دارا باشد. این مسئله اول بار در سال ۱۹۵۲ توسط مارکوویتز^{۱۷} مطرح شد و تحت عنوان "مسئله انتخاب پرتفوی"^{۱۸} منشأ "تئوری نوین پرتفوی"^{۱۹} گردید.

مارکوویتز معتقد بود اگر سرمایه گذاران فقط بدنبال حداکثر کردن بازده بودند، تنها در یک نوع دارایی که بیشترین بازده را داشت سرمایه گذاری می کردند، اما آنها مجموعه ای از اوراق بهادار (پرتفوی) را تهیه می کنند تا همزمان دو پدیده ریسک و بازده را مورد توجه قرار دهند.

از دیدگاه تئوری پردازان نظریه نوین پرتفوی مانند مارکوویتز و شارپ^{۲۰}، سرمایه گذاری از یک معیار خارجی ریسک استفاده می کند. این معیار همان کوواریانس (ریسک) پرتفوی بازار یا ریسک سیستماتیک است که با β نمایش داده می شود.

شارپ با تبیین بتا (β) بعنوان ریسک، مدل تک عاملی را در سال ۱۹۶۱ ارائه نمود. در این مدل بازده از رابطه زیر محاسبه می گردد:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m$$

که در آن R_i : بازده سهم، α_i عنصر مستقل بازده از عملکرد عامل بازار و متغییری تصادفی است، R_m نرخ بازده عامل بازار (شاخص) و β_i ریسک سیستماتیک سهم یا تغییرات در بازده مورد نظر (R_i) به ازای تغییر در بازده بازار (R_m) است.

نظریه بازار سرمایه با بسط و تعمیم نظریه پرتفوی، مدلی را برای قیمت گذاری دارایی های ریسک دار ارائه می کند که به $CAPM$ ^{۲۱}، مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای معروف است. در واقع $CAPM$ مجموعه پیش بینی هایی درباره بازدهی مورد انتظار تعادلی دارایی های ریسک دار است که ۱۲ سال بعد از مارکوویتز بطور همزمان و مستقل توسط شارپ (۱۹۶۴)، لینتنر^{۲۲} (۱۹۶۵)، ماسین^{۲۳} (۱۹۶۶) توسعه یافت.

مفهوم ریسک در $CAPM$ ، تغییر پذیری بازده یک سهم، نسبت به تغییر پذیری بازده پرتفوی بازار است. $CAPM$ بین دو نوع ریسک کلی سیستماتیک که نیروهایی کنترل نشدنی، خارجی و اثرشان گسترده است با ریسک غیرسیستماتیک تمایز قائل می شود. در مدل $CAPM$ بازده یک سهم از رابطه زیر بدست می آید:

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

که در آن R_i : بازده سهم، β_i ریسک سهم، R_f بازده بدون ریسک و R_m بازده بازار است.

پیشینه تحقیقات انجام شده

در این قسمت پیشینه تحقیق در داخل و خارج ایران به صورت خلاصه و در قالب جدول یک ارائه می شود:

جدول ۱: پیشینه تحقیق

تحقیقات خارجی
۱- تسای و گو ^{۲۴} (۲۰۰۷) ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت را برای سال های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ مورد پژوهش قرار دادند
۲- کاپو پولس و لازاری تو ^{۲۵} (۲۰۰۷) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند
۳- میولر و اسپیتز ^{۲۶} (۲۰۰۶) ارتباط بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکتهای خصوصی متوسط و کوچک آلمانی را با آزمایش فرضیات انگیزشی، تحلیل نمودند
۴- آیدین، ساییم و یالاما ^{۲۷} (۲۰۰۷) بررسی کردند که آیا شرکتهای ترکیه ای که دارای مالکیت خارجی هستند به گونه معنی داری بهتر از شرکتهایی که دارای مالکیت داخلی هستند عمل میکنند؟

تحقیقات داخلی
۱- رحمان سرشت و مظلومی (۱۳۸۴) "رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران شرکتی با سهم مالکیت این مؤسسات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" را مورد مطالعه قرار دادند.
۲- مشایخ و اسماعیلی (۱۳۸۵) تأثیر برخی از اصول راهبری شرکتی از جمله درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره بر کیفیت سود شرکت‌ها را مورد بررسی قرار داده‌اند.
۳- نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) نقش سرمایه‌گذاران شرکتی در کاهش تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند.
۴- نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) در تحقیقی با هدف بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند.

۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالب فوق فرضیه اصلی این تحقیق چنین است :

فرضیه اصلی: بین ساختار مالکیت با ریسک نوسانات قیمتی سهام شرکت‌های موضوع تحقیق رابطه معنی داری وجود ندارد.

همچنین فرضیات فرعی تحقیق که محقق به منظور تایید نظریه اصلی به بررسی و اثبات آنها پرداخت شده است به شرح زیر می باشد :

فرضیه فرعی اول: نوسانات قیمتی سهام شرکت‌های دارای یک سهامدار عمده با نوسانات قیمتی سهام شرکت‌های دارای دو یا چند سهامدار عمده تفاوت معنی داری ندارد.

فرضیه فرعی دوم: نوسانات قیمتی سهام شرکت‌های دارای یک سهامدار عمده با نوسانات قیمتی سهام شرکت‌های فاقد سهامدار عمده (خرده مالکیتی) تفاوت معنی داری ندارد.

فرضیه فرعی سوم: نوسانات قیمتی سهام شرکت‌های دارای دو یا چند سهامدار عمده با نوسانات قیمتی سهام شرکت‌های فاقد سهامدار عمده (خرده مالکیتی) تفاوت معنی داری ندارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

بخش اعظم فرضیه های پژوهشی در مدیریت و علوم رفتاری به منظور مقایسه دو جامعه آماری انجام میگردد . این نوع فرضیه ها را "فرضیه های تطبیقی"^{۲۸} گویند. برای آزمون این نوع فرضیه ها (چنانچه میانگین پذیر باشند) و تعیین صحت و سقم آنها می توان از مراحل آزمون فرض آماری برای میانگین دو جامعه استفاده کرد که در این تحقیق میانگین ریسک یا انحراف معیار دو جامعه مورد بررسی قرار می گیرند. علت استفاده از این روش در این تحقیق، بهره گیری از تک متغیر ریسک یا

انحراف معیار در مقایسه جوامع مورد بررسی است. زیرا با توجه به مشخص بودن و محاسبه رقم ریسک لذا مناسب ترین روش در مقایسه میانگین آنها تشخیص داده شد.

با توجه به نوع ساختار مالکیت شرکت ها، جامعه آماری مورد بررسی، شرکت هایی را در بر گرفته که:

- اولاً در زمره واحدهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشند. (شرکت های واسطه گری مالی، سرمایه گذاری، بیمه و بانک ها را شامل نمی شود).
- ثانیاً از تاریخ اول فروردین سال ۱۳۸۴ تا پایان اسفند سال ۱۳۸۸ دارای اطلاعات مالی حسابرسی شده موجود در سایت رسمی بورس باشند.
- ثالثاً طی سال های مورد بررسی نماد شرکت برای مدتی بیش از ۳۰ روز توسط بورس (به هر دلیل) بسته نشده باشند.
- رابعاً در یکی از حالات زیر قابل طبقه بندی باشند:

۱- شرکت هایی با یک سهامدار عمده

۲- شرکت هایی با دو یا چند سهامدار عمده

۳- شرکت هایی که سهامدار عمده نداشته و سهامداران خرد مالک آن هستند

می خواهیم ارتباط بین ساختار مالکیت و ریسک نوسانات قیمتی سهام شرکتهای مورد بررسی را در قالب فرضیات تحقیق و با توجه به ارقام بدست آمده مربوط به متغیر ریسک و از طریق آزمون مقایسه میانگین انحراف معیار های سه گروه تعریف شده یعنی:

- گروه اول: شرکتهایی که دارای یک سهامدار عمده با درصد سهم بالای ۵۰ درصد
- گروه دوم: شرکتهایی که دارای دو یا چند سهامدار عمده با سهم زیر ۵۰ درصد
- گروه سوم: شرکتهایی که دارای سهامدار عمده نبوده و سهم آنها بصورت خرد توزیع شده است (خرده مالکیتی) مورد بررسی قرار دهیم.

پس از انتخاب شرکتهای مورد نظر در قالب سه گروه ۱۳ تایی (گروه های فوق اشاره) و با در نظر گرفتن شرایطی که در مبحث روش نمونه گیری برای انتخاب این شرکتهای مورد اشاره قرار گرفت، داده های تحقیق شامل اطلاعات مربوط به معاملات سهام شرکتهای در بازه زمانی آخر اسفند ۱۳۸۳ (آخرین معامله در سال ۱۳۸۳) تا آخر اسفند سال ۱۳۸۸ (آخرین معامله در سال ۱۳۸۸) از طریق نرم افزار ره آورد نوین استخراج گردید.

۵- نتایج پژوهش

با وارد نمودن اطلاعات جداول استاندارد شده و استفاده از نرم افزار SPSS^{۲۹}، به آزمون فرضیات تحقیق، با بهره‌گیری از روش آزمون مقایسه میانگین ریسک یا انحراف معیار بازدهی شرکتها، می‌پردازیم. با توجه به درجه آزادی بزرگتر از ۳۰ (که در این آزمون ۶۴ است) از آماره t استیودنت (نرمال شده) بعنوان آماره آزمون استفاده شده است.

فرضیه اول: نوسانات قیمتی سهام شرکت‌های دارای یک سهامدار عمده با نوسانات قیمتی سهام شرکت‌های دارای دو یا چند سهامدار عمده تفاوت معنی‌داری ندارد.
آماره آزمون مقایسه میانگین دو جامعه، آزمونی دو دنباله می‌باشد که در سطح معنی‌داری ۵ درصد مورد بررسی قرار گرفته است (با درجه اطمینان ۹۵ درصد).

جدول ۲: آزمون مقایسه زوجی فرضیه اول

دارای یک سهامدار عمده- دارای دو یا چند سهامدار عمده	مقایسه زوجی					t	درجه آزادی	عدد معناداری (sig)
	میانگین	خطای انحراف معیار	خطای معیار میانگین	فاصله اطمینان ۹۵ درصد اختلاف				
				بالایی	پائینی			
	۳/۲۸۸۸۶	۱۰/۲۴۶۴۳	۱/۲۷۰۹۱	۰/۷۴۹۹۲	۵/۸۲۷۸۰	۲/۵۸۸	۶۴	۰/۰۱۲

مطابق نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه اول با خطای ۱/۲ درصد پذیرفته می‌شود و با اطمینان بیش از ۹۵ درصد می‌توان بر صحت فرضیه اول گواهی داد. پس ادعای تحقیق یعنی تفاوت معنی‌دار بین ریسک نوسانات قیمتی سهام یا انحراف معیار بازدهی شرکت‌های گروه اول (با یک سهامدار عمده) و گروه دوم (چند سهامدار عمده) تایید می‌گردد.

فرضیه دوم: نوسانات قیمتی سهام شرکت‌های دارای یک سهامدار عمده با نوسانات قیمتی سهام شرکت‌های فاقد سهامدار عمده (خرده مالکیتی) تفاوت معنی‌داری ندارد.

جدول ۳: آزمون مقایسه زوجی فرضیه دوم

دارای یک سهامدار عمده- دارای سهامدار خرد	مقایسه زوجی					t	درجه آزادی	عدد معناداری (sig)
	میانگین	خطای انحراف معیار	خطای معیار میانگین	فاصله اطمینان ۹۵ درصد اختلاف				
				بالایی	پائینی			
	-۱/۰۳۲۶۶	۱۴/۷۴۹۹۲	۱/۸۲۹۵۰	-۴/۶۸۷۵۱	۲/۶۲۲۱۹	-۰/۵۶۴	۶۴	۰/۵۷۴

بررسی نتایج نشان می دهد که فرضیه دوم مورد پذیرش قرار نمی گیرد زیرا بیش از ۵۰ درصد سطح خطا داشته و سطح اطمینان زیر ۵۰ درصد می باشد. لذا فرضیه مورد ادعای تحقیق ثابت نمی شود (رد فرضیه H1).

این مسئله بیانگر وضعیت مشابه از حیث نوسانات ریسک قیمتی سهام بین دو گروه است. همانگونه که قبلاً نیز اشاره گردید نتایج آماری بیانگر نزدیکی میانگین بازدهی ها و انحرافات معیار دو گروه است. در واقع در این نمونه اثر مالکیت کنترلی و تمرکز مالکیت در افزایش ریسک نوسانات قیمتی سهام مشابه اثر عدم تمرکز بر ریسک نوسانات قیمتی سهام بوده و این مسئله خود می تواند زمینه تحقیقات دیگری درخصوص مشابهت ها و تمایزات این دو روش مدیریتی باشد. فرضیه فرعی سوم: نوسانات قیمتی سهام شرکتهای دارای دو یا چند سهامدار عمده با نوسانات قیمتی سهام شرکتهای فاقد سهامدار عمده (خرده مالکیتی) تفاوت معنی داری ندارد.

جدول ۴: آزمون مقایسه زوجی فرضیه سوم

دارای سهام دار عمده - دارای دو یا چند سهامدار عمده	مقایسه زوجی					t	درجه آزادی	عدد معناداری (sig)
	میانگین	خطای انحراف معیار	خطای معیار میانگین	فاصله اطمینان ۹۵ درصد اختلاف				
				پائینی	بالایی			
	۴/۳۲۱۵۲	۱۵/۰۱۶۵۴	۱/۸۶۲۵۷	۰/۶۰۰۶۰	۸/۰۴۲۴۴	۲/۳۲۰	۶۴	۰/۰۲۴

بررسی نتایج، فرضیه سوم را با خطای ۲/۴ درصد تایید می کند و با اطمینان بیش از ۹۵ درصد این فرضیه قرین صحت است. لذا فرضیه ادعایی تحقیق (H1) ثابت شده و این مسئله بیانگر وجود تفاوت معنی دار بین ریسک نوسانات قیمتی سهام یا انحراف معیار بازدهی سهام شرکتهای گروه دوم یعنی شرکتهای دارای چند سهامدار عمده زیر ۵۰ درصد با شرکتهای گروه سوم یعنی شرکتهای دارای سهامداران خرد می باشد.

اثبات دو فرضیه از سه فرضیه تحقیق بیانگر

- ۱- اثبات فرضیه اصلی تحقیق مبنی بر وجود ارتباط معنی دار بین ساختار مالکیت و ریسک نوسانات قیمتی شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.
- ۲- همچنین می توان در مورد ترکیب بهینه ساختار مالکیت با هدف کاهش ریسک نوسانات قیمتی سهام ابتدا چنین استنباط کرد که بین مالکیت شرکتی و وجود چند سهامدار عمده (با

سهام زیر ۵۰ درصد) در شرکت های مورد بررسی با کاهش ریسک نوسانات قیمتی سهام رابطه معنی داری وجود دارد که این نیز خود زمینه تحقیقات جدید می -باشد.

۶- نتیجه‌گیری و بحث

نتایج بدست آمده نشان داد که بین ساختار مالکیت یا ترکیب سهامداری که آنرا در سه سطح (دارای یک سهامدار عمده ، دارای دو یا چند سهامدار عمده و خرده مالکیتی) طبقه بندی کردیم با ریسک نوسانات قیمتی سهام یا انحراف معیار بازدهی سهام شرکت (که در یک دوره پنج ساله مورد بررسی قرار گرفت) رابطه معنی داری وجود دارد .

- بین ریسک نوسانات قیمتی سهام یا انحراف معیار بازدهی سهام شرکتهای دارای دو یا چند سهامدار عمده با شرکتهای دارای یک سهامدار عمده تفاوت معنی داری وجود دارد .
- همینطور بین ریسک نوسانات قیمتی سهام یا انحراف معیار بازدهی سهام شرکتهای دارای دو یا چند سهامدار عمده با شرکتهای دارای سهامداران خرد تفاوت معنی داری وجود دارد .
- اما بین ریسک نوسانات قیمتی سهام یا انحراف معیار بازدهی سهام شرکتهای دارای یک سهامدار عمده با شرکتهای دارای سهامداران خرد تفاوت معنی داری وجود ندارد .
- تصور می شود که عدم وجود رابطه معنی دار بین ریسک نوسانات قیمتی یا انحراف معیار بازدهی سهام شرکتهای دارای یک سهامدار عمده با شرکتهای خرده مالکیتی بدلیل وجود نوسانات زیاد در بازدهی آنهاست که خود حاصل نتایج یکسان دو مقوله تمرکز و عدم تمرکز بر فعالیت شرکتهای دو گروه است .
- به رغم وجود نوسانات زیاد در انحراف معیار بازدهی شرکتهای دو گروه دارای یک سهامدار عمده و خرده مالکیتی ، بازدهی این دو گروه در دوره مورد بررسی بیشتر از شرکتهای گروه دارای دو یا چند سهامدار عمده بوده است .
- ترکیب بهینه برای کاهش ریسک از نظر سهامداران، شرکتهای دارای چند مالک عمده با درصد مالکیت کمتر از ۵۰ درصد است.

هر چند این تحقیق مدعی بررسی تمام جوانب در زمینه موضوع تحقیق در سطح کلان نیست اما نمونه انتخاب شده با توجه به دقت و وسواس بعمل آمده بیانگر وضعیت جامعه مورد بررسی می باشد . بطوریکه با توجه به شاخصهای انتخاب نمونه و با وجود اینکه در هر طبقه ده شرکت برای بررسی کافی به نظر می رسید اما تعداد نمونه در واقع تمام ظرفیت بازار سرمایه موجود با توجه به شاخصهای مورد بررسی می باشد. براین اساس و با توجه به نتایج تحقیق، پیشنهاد می گردد:

سازمان خصوصی سازی و سازمان بورس و اوراق بهادار در جریان واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی به نحوی سهام شناور آزاد این شرکتها را عرضه کنند تا بجای تداوم حضور یک سهامدار عمده در این شرکتها، دو یا چند سهامدار عمده با سهامی کمتر از ۵۰ درصد مالکیت آنها را برعهده بگیرند و به محققان آینده پیشنهاد می‌گردد:

در این تحقیق به جهت و میزان تاثیرات ساختار مالکیت بر ریسک و بازدهی پرداخته نشد، تحقیقات آتی می‌تواند با بررسی این موارد به شفاف تر شدن این اثرات کمک کند. در این تحقیق یک نتیجه ابتدایی در مورد ترکیب بهینه ساختار مالکیت (با توجه به نمونه مورد بررسی) برای کاهش ریسک نوسانات قیمتی سهام ارائه شد که در تحقیقات آتی زمینه ورود و گسترش آن وجود دارد.

فهرست منابع

- شریعت پناهی، سید مجید (۱۳۸۲)، ارزیابی عملکرد شرکتها و ساز و کارهای کنترل رفتار مدیران: دیدگاه نظریه نمایندگی، مطالعات حسابداری، بهار ۱۳۸۲ - شماره ۱ صص ۸۵ - ۱۰۸
- جعفری سرشت، داود. (۱۳۸۹) "بررسی ترکیب مطلوب سهامداری در بازار سرمایه."، www.rdis.ir، ۱ / ۸ / ۱۳۹۰
- رحمان سرشت، حسین و مظلومی، نادر (۱۳۸۴) رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات مدیریت، شماره ۴۷، صص ۱۶۰ - ۱۳۵
- مشایخ، شهنواز و اسماعیلی، مریم (۱۳۸۵) بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه های اصول راهبری در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، صص ۴۴ - ۲۵
- نوروش، ایرج و ابراهیمی کردلر، علی (۱۳۸۴) بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد. بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۳، صص ۱۲۴ - ۹۷
- نمازی، محمد و کرمانی، احسان (۱۳۸۷) تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۱۰۰ - ۸۳
- Tsaia, H. and Z. Gu (2007). The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance. *Hospitality Management*. Vol. 26, pp. 517-530.
- Kapopoulos, P. and S. Lazaretou (2007). Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms. *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 15, No. 2, pp.144-158.

- Mueller, E. and A. Spitz (2006). Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises. German Economic Review. Issue 2, pp. 2-18.
- Aydin, N. Sayim, M. and A. Yalama (2007). Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey. International Research Journal of Finance and Economics. Issue 11, pp. 103-111

یادداشت‌ها

- ¹ Ownership Structure
- ² Free Float
- ³ Berle
- ⁴ Means
- ⁵ Ownership Structure Theory
- ⁶ Agency Theory
- ⁷ Convergence of Interests
- ⁸ Entrenchment Hypothesis
- ⁹ Efficient Monitoring Hypothesis
- ¹⁰ Strategic Alignment
- ¹¹ Uncertainty
- ¹² Interest Rate Risk
- ¹³ Inflation Risk
- ¹⁴ Political Risk
- ¹⁵ Market Risk
- ¹⁶ Security Market Line
- ¹⁷ Harry M. Markowitz
- ¹⁸ Portfolio Selection Problem
- ¹⁹ Modern Portfolio Theory
- ²⁰ William F. Sharpe
- ²¹ Capital Asset Pricing Model
- ²² Lintner
- ²³ Mossin
- ²⁴ Tsai&Gu
- ²⁵ Kapopoulos&Lazaretou
- ²⁶ Mueller & Spitz
- ²⁷ Aydin , Sayim&Yalama
- ²⁸ comparative
- ²⁹ Statistical Package for Social Sciences