

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

محمد نمازی^{۱*}، احسان کرمانی^۲

۱. استاد دانشگاه شیراز، ایران

۲. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شیراز، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۶/۱۱/۷، تاریخ تصویب: ۱۳۸۷/۶/۱۶)

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. فرضیه مهم تحقیق این است که رابطه معنی داری بین ساختار مالکیت شرکتها و عملکرد آنها وجود دارد. فرضیههای اخص مبتنی بر رابطه بین نوع ساختار مالکیت و عملکرد شرکتها است. برای آزمون هر یک از فرضیهها چهار مدل بر اساس متغیرهای وابسته تعریف گردید. نمونه آماری پژوهش شامل ۶۶ شرکت طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ می باشد. روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیههای مطرح شده در این پژوهش «دادههای ترکیبی» است.

یافتههای پژوهش نشان می دهد که رابطه معنی دار و منفی بین «مالکیت نهادی» و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و مثبت بین «مالکیت شرکتی» و عملکرد شرکت وجود دارد. «مالکیت مدیریتی» به صورت معنی دار و منفی بر عملکرد تأثیر می گذارد و در مورد «مالکیت خارجی» اطلاعاتی که بیانگر مالکیت سرمایه گذاران خارجی در شرکتها می باشد، مشاهده نگردید. در «مالکیت خصوصی» نیز بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه گذاران شرکتی باشد. به گونه کلی، نیز بین ساختار مالکیت شرکتها و عملکرد آنها رابطه معنی داری وجود دارد.

واژههای کلیدی:

۱. مقدمه

برای سالیان متمادی در گذشته، اقتصاددانان فرض می‌کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند. اما در ۳۰ سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است [۲۰]. این موارد به طور کلی، تحت عنوان «تئوری نمایندگی» در حسابداری مدیریت بیان می‌شود. طبق تعریف جنسن و مک‌لینگ [۲۰]: 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.

در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و لذا به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. در این صورت، سؤال مطرح این است که: آیا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آنها تأثیر دارد؟ یعنی، اگر مالکان شرکت را گروه‌های مختلف، مانند دولت، مؤسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های دیگر تشکیل دهند، عملکرد آنها چگونه خواهد بود؟ و وجود کدامیک از این ترکیب‌های متفاوت مالکیت، در بهبود عملکرد شرکت مؤثرتر است؟ با دستیابی به جواب این سؤال‌ها می‌توان به منظور بهبود عملکرد شرکت، اقدامات مناسب‌تری را به عمل آورد و تصمیم‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران نیز به منظور دستیابی به عملکرد بهینه برای واحدهای اقتصادی، به ترکیب مالکان شرکت‌ها توجه خواهند کرد. بنابراین، بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت برای ارزیابی بهتر و دقیق‌تر استفاده‌کنندگان از عملکرد مدیران ضروری به نظر می‌رسد.

هدف اصلی این مطالعه بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اهمیت این پژوهش این است که به گونه تجربی به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان دهد که متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌های بورسی بر عملکرد آنان تأثیر دارد. یعنی اگر مالکان شرکت را گروه‌های مختلف مانند دولت، مؤسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های خصوصی دیگر تشکیل دهند، عملکرد آنها متفاوت خواهد بود. افزون بر این، وجود کدامیک از ترکیب‌های متفاوت مالکیت، در بهبود شرکت مؤثرتر است. بنابراین، در نهایت این مطالعه اهمیت خصوصی‌سازی را نیز مطرح می‌سازد. روش‌شناختی پژوهش، یافته‌ها و بحث و نتیجه‌گیری در بخش‌های بعدی مقاله ارائه می‌گردد.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند. عناصری که در این صحنه حضور دارند، عبارتند از سهامداران و ساختار مالکیت ایشان، اعضای هیئت مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفع‌ها که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند [۶]. در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حکمرانی و تولید بر سازمان‌ها و همچنین عملکرد آنها می‌تواند داشته باشد. اساسی‌ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت است. با وجود این، وجود حالاتی خاص سبب می‌گردد که اعمال این حاکمیت مخصوصاً برای سهامداران خرد با موانعی روبرو شود. از این رو یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت و درجه‌بندی آن در مقیاس‌های استاندارد می‌باشد تا با استفاده از آن بتوان استراتژی‌های لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود. پژوهش‌های صورت گرفته در این زمینه به طور خلاصه در زیر ارائه گردیده است:

۲-۱. پژوهش‌های خارجی

تسای و گو [۳۰] ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت در صنعت کازینو برای سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ را مورد پژوهش قرار دادند. مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی از کل سهام سرمایه می‌باشد و این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت می‌باشند. آنها نشان دادند که سرمایه‌گذاری نهادی در کازینوها ممکن است به سرمایه‌گذاران این صنعت کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصله از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند.

کاپوپولس و لازاری [۲۱] تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت متمرکزتر به گونه مثبت با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است.

میولر و اسپیتز [۲۴] ارتباط بین مالکیت مدیریتی (که شامل سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیأت مدیره می‌باشد) و عملکرد شرکت‌های خصوصی متوسط و کوچک آلمانی را با آزمایش فرضیات انگیزشی، تحلیل می‌نمایند. آنها در پژوهش خود از یک نمونه ۳۵۶ تایی شرکت‌های بخش خدمات که با تجارت ارتباط دارند، برای سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰، استفاده می‌کنند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که عملکرد شرکت‌های با درصد مالکیت مدیریتی بالای ۴۰ درصد، در حال بهبود می‌باشد.

آیدین، ساییم و یالاما [۱۳] بررسی می‌کنند که آیا شرکت‌های ترکیه‌ای که دارای مالکیت خارجی هستند به گونه معنی‌داری بهتر از شرکت‌هایی که دارای مالکیت داخلی هستند عمل می‌کنند؟ در این پژوهش از آزمون تی و متغیرهای حاشیه سود عملیاتی شرکت‌ها، بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و اطلاعات تمام شرکت‌های حاضر در بازار بورس استانبول برای سال‌های ۲۰۰۳ و ۲۰۰۴، استفاده شده است. نتایج آنها نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای مالکیت خارجی، از نظر بازده دارایی‌ها، بهتر از شرکت‌هایی که دارای مالکیت داخلی هستند عمل می‌کنند. شواهد این پژوهش، از این فرضیه که مشارکت مالکیت خارجی عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد، نیز حمایت می‌کند.

۲-۲. پژوهش‌های داخلی

رحمان سرشت و مظلومی [۵]، " رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران شرکتی با سهم مالکیت این مؤسسات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" را مورد مطالعه قرار دادند. آنان در این پژوهش نقش سرمایه‌گذاران شرکتی را مورد بررسی قرار دادند و این سؤال را مطرح کرده‌اند که: آیا ساختار مالکیت سازمان‌ها، توان توجیه عملکردهای متفاوت در آن‌ها را دارد؟ یافته‌های تحقیق نشان داد که گروه‌های مختلف مالک (حقیقی و حقوقی) به یک میزان از قدرت و هم‌سوایی در اثرگذاری بر عملکرد شرکت برخوردار نیستند و در مجموع تفاوت در ساختارهای مالکیت شرکت‌ها توانسته است بخشی از نوسانات در عملکرد شرکت‌ها را توضیح دهد.

مشایخ و اسماعیلی [۷] رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری شامل درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و تعداد مدیران غیرموظف در ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را با توجه به آیین نامه اصول راهبری برای دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۳ مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق برای سنجش کیفیت سود از جنبه تداوم

سودآوری استفاده شد. نتایج این پژوهش حاکی از این است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین کیفیت سود و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره رابطه‌ای وجود ندارد. اما رابطه‌ای غیرخطی بین اقلام تعهدی و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره مشاهده شده است. همچنین تعداد مدیران غیرموظف و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره که از سازوکارهای اصول راهبری شرکت محسوب می‌شوند، در ارتقای کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نقش بااهمیتی ندارند. نوروش و ابراهیمی کردلر [۱۱]، نقش سرمایه‌گذاران شرکتی در کاهش تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر موسسات تجاری به عنوان سرمایه‌گذاران شرکتی تعریف شدند. یافته‌های این تحقیق نشان داد که شرکت‌های با درصد بالای سهامداران شرکتی، نسبت به شرکت‌های با درصد پایین سرمایه‌گذاران شرکتی، اطلاعات بیشتری در رابطه با سودهای آتی را گزارش کرده‌اند و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری در شرکت‌های با مالکیت شرکتی کمتر مشاهده شده است.

نتایج کلی پژوهش‌ها حاکی از وجود ارتباط معنی‌دار بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌هاست.

۳. روش پژوهش

پژوهش حاضر درصدد بررسی این سؤال است که: نقش ساختار مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر عملکرد آنها چیست؟ بنابراین، این پژوهش کاربردی است. طرح پژوهش آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است.

۳-۱. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده در قسمت‌های قبل، این پژوهش دارای یک فرضیه اصلی و پنج فرضیه فرعی به شرح زیر است:

فرضیه اول: رابطه معنی‌داری بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها وجود دارد.

فرضیه‌های اخص:

۱. رابطه‌ی معنی‌دار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد.

۲. رابطه‌ی معنی‌دار بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد.
 ۳. رابطه‌ی معنی‌دار بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد.
 ۴. رابطه‌ی معنی‌دار بین مالکیت خارجی و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد.
 ۵. رابطه‌ی معنی‌دار بین مالکیت خصوصی و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد.
- در واقع در این پژوهش ساختار مالکیت به دو طبقه مالکیت نهادی و خصوصی تقسیم می‌شود که مالکیت خصوصی نیز خود به سه دسته سرمایه‌گذاران شرکتی، مدیریتی و خارجی تقسیم می‌گردد.

۲-۳. جامعه آماری و انتخاب شرکت‌ها

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (که تا تاریخ ۸۶/۱۲/۲۹ تعداد آنها ۴۳۰ شرکت بود) طی دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۶ (دوره ۵ ساله) است. از این جامعه شرکت‌ها، با توجه به شرایط زیر انتخاب شدند:

۱. تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 ۲. شرکت‌ها نایستی سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشند.
 ۴. شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در هیچ سالی منفی نباشد.
 ۵. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۶ به طور کامل ارائه کرده باشد، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد و سودده باشند.
- با توجه به محدودیت‌های اعمال شده تعداد ۶۶ شرکت انتخاب شدند که اطلاعات این شرکت‌ها از سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزارهای دناسهم، صحرا و تدبیر پرداز جمع‌آوری شده است.

۳-۳. روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده به عمل آمد. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری گردید و سپس داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های منتخب با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های

هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم‌افزارهای دناسهم، صحر و تدبیر پرداز انجام گردید.

۳-۴. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل آماری موجود، از روش "داده‌های ترکیبی" استفاده شد. زیرا به منظور بررسی رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی ۱۳۸۲-۱۳۸۶ آزمون می‌شوند. برای تعیین رگرسیون از رابطه زیر استفاده گردید:

$$\text{Performance}_{it} = f(\text{Foreign}_{it}, \text{Institutional}_{it}, \text{Corporate}_{it}, \text{Director}_{it}, \text{Ln Sale}_{it}, \text{DebtInt}_{it}, \text{Cap.Int}_{it}) + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it}$$

که رابطه بالا به گونه زیر بازنویسی می‌شود:

$$\text{Performance}_{it} = \alpha + \beta (\text{Ownership})_{it} + \gamma X_{it} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it}$$

موارد زیر نیز در معادله رگرسیونی مورد بررسی قرار گرفت:

۱. خودهمبستگی ۲. مقدار ضریب تعیین ۳. معنی‌داری مدل و ضرایب آن.
- برای بررسی آنکه در یک مدل رگرسیون جملات خطا خود همبسته می‌باشند یا خیر، از آزمون دورین-واتسن استفاده شد.
- ضریب تعیین معیاری است که قوت رابطه میان متغیر مستقل و متغیر وابسته را تشریح می‌کند. مقدار این ضرایب در واقع مشخص‌کننده آن است که چند درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح داده می‌شود.
- معنی‌دار بودن معادله رگرسیون با استفاده از آماره F صورت پذیرفت.
- بعد از آزمون معنی‌دار بودن رگرسیون، معنی‌دار بودن هر کدام از ضرایب آزمون گردید.

برای آزمون این فرضیات از آماره t استفاده شد.

با آزمون‌های مختلف، مانند آزمون "هاسمن" یا آزمون "الام"، نیز می‌توان مدل مناسب تخمین را برگزید. پس از انتخاب مدل مناسب باید نسبت به پایا بودن سری‌های زمانی و غیرکاذب بودن رگرسیون اطمینان حاصل کرد [۱۴].

ایستایی یا پایایی

در ابتدا به بررسی ایستایی یا پایایی متغیرهای وابسته و کنترل پژوهش پرداخته شد. پایایی متغیرهای پژوهش بدان معنی است که، میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. به منظور بررسی پایایی، از آزمون‌های لوین، لین و چو (۲۰۰۲)، ایم، پسران و شین (۱۹۹۷)، و فلیپس پرون (۱۹۹۴) استفاده شد [۲۷]. بر اساس این آزمون‌ها، چون مقدار احتمال کمتر از ۵٪ بوده است، کل متغیرهای وابسته و کنترل پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده‌اند.

۴. یافته‌های پژوهش

به منظور بررسی هر فرضیه، چهار مدل جداگانه بر اساس هر یک از متغیرهای وابسته، یعنی بازده دارایی (ROA)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، نسبت میانگین Qتوبین، و نسبت بازده به ارزش دفتری (MBVR) که برای ارزیابی عملکرد به کار رفته‌اند، تعریف و تخمین زده شد. سپس با توجه به نتایج به دست آمده از چهار مدل، هر فرضیه به گونه جداگانه بررسی گردید و در نهایت نتیجه کلی برای هر فرضیه بیان شد.

فرضیه اول

نگاره ۱

متغیر وابسته	متغیر مستقل	مدل (F) معنی‌داری کل		معنی‌داری ضریب (t)		علامت ضریب	ضریب تعیین و R^2 دورین-واتسن
		تأیید یا عدم تأیید	P-Value	تأیید یا عدم تأیید	P-Value		
ROA	مالکیت نهادی	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰	منفی	۱/۸۰ - ۷۸/۸
ROE	مالکیت نهادی	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰	منفی	۱/۸۲ - ۸۴/۹
QTobin	مالکیت نهادی	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۲	منفی	۱/۸۲ - ۷۳
MBVR	مالکیت نهادی	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰	منفی	۱/۹۰ - ۷۹/۹

با توجه به بالا بودن R^2 و معنی‌دار و منفی بودن ضریب متغیر مستقل مالکیت نهادی در هر چهار مدل می‌توان گفت که هر چه مالکیت نهادی افزایش پیدا کند، عملکرد شرکت به گونه‌ای معنی‌دار ضعیف‌تر می‌شود (وجود رابطه عکس). بنابراین فرضیه اول تأیید می‌شود. این نتیجه از نظر وجود ارتباط معنی‌دار با اکثر پژوهش‌ها مطابقت دارد ولی از نظر

نوع ارتباط (مستقیم یا عکس) با برخی نتایج پژوهش‌های دیگر، مانند تسای و گو [۳۰]، کرن و دیگران [۱۸] و مهدوی و میدری [۹] متفاوت است. از سوی دیگر، نتایج این پژوهش از نظر نوع ارتباط با نتایج برخی پژوهش‌ها، مانند احمدزاده و دیگران [۱]، سلمن و سلمن [۶] و مکرمی [۸] نیز مطابقت دارد.

دلیل این امر که مالکیت نهادی به گونه منفی و معنی‌داری با عملکرد شرکت ارتباط دارد، می‌تواند آن باشد که سرمایه‌گذاران نهادی از انگیزه‌های کافی برای تلاش به منظور بهبود عملکرد و کسب سود، برخوردار نیستند. چون در اکثر مواقع هدف سرمایه‌گذاران نهادی کسب منفعت و سود بالا نیست، بلکه هدف این سرمایه‌گذاران حمایت جامعه در برابر تجاوز خارجی، برقراری نظم و امنیت در جامعه و ارائه خدمات عمومی و تسهیلات زیربنایی است. ممکن است حتی برخی از این شرکت‌ها از حمایت‌های خاص دولت، مثل یارانه‌ها نیز برخوردار باشند. بنابراین، به نظر می‌رسد برای کسب سود و عملکرد بهتر در شرکت‌ها، باید به تفکر و دیدگاه مالکان آنها توجه شود. یعنی اگر شرکتی به دنبال سودآوری و عملکرد بهتر است، باید ساختار مالکیت آن به سمت سرمایه‌گذاران خصوصی سوق پیدا کند. از همین دیدگاه بود که مبحث خصوصی‌سازی در اغلب کشورها از جمله ایران، مطرح شد.

فرضیه دوم

نگاره ۲

ضریب تعیین و (R^2) دورین-واتسن	علامت ضریب	معنی‌داری ضریب (t)		معنی‌داری کل مدل (F)		متغیر مستقل	متغیر وابسته
		P-Value	تأیید یا عدم تأیید	P-Value	تأیید یا عدم تأیید		
۱/۸۱ - ۱/۸۱	مثبت	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	مالکیت شرکتی	ROA
۱/۸۷ - ۱/۸۳/۱	مثبت	۰/۰۰۳	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	مالکیت شرکتی	ROE
۱/۹۰ - ۱/۷۲/۳	مثبت	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	مالکیت شرکتی	QTobin
۱/۹۶ - ۱/۸۰/۹	مثبت	۰/۰۰۱	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	مالکیت شرکتی	MBVR

با توجه به بالا بودن R^2 و معنی‌دار و مثبت بودن ضریب متغیر مستقل مالکیت شرکتی در هر چهار مدل می‌توان گفت که هر چه مالکیت شرکتی افزایش پیدا کند، عملکرد شرکت به گونه معنی‌داری بهتر می‌شود (وجود رابطه مستقیم). بنابراین فرضیه دوم تأیید می‌شود. این نتیجه از نظر وجود ارتباط معنی‌دار با اکثر پژوهش‌ها (مانند پژوهش‌های زیر)

مطابقت دارد، ولی از نظر نوع ارتباط با برخی نتایج پژوهش‌های دیگر، مانند چونگ و دیگران [۱۷] مغایرت دارد. همچنین نتایج این پژوهش از نظر نوع ارتباط با نتایج برخی پژوهش‌ها، مانند کاپاپولس و لازاری [۲۱]، رحمان سرشت و مظلومی [۵]، نمازی و شیرزاده [۱۰] و نوروش و ابراهیمی کردلر [۱۱] مطابقت دارد.

این گروه از سهامداران و مالکان به صورت بالقوه منبع اثر گذاری برون سازمانی بر استراتژی و عملکرد بنگاه به شمار می‌آیند. این نکته مورد تأیید فیفر و سالانسیک [۲۶] نیز قرار دارد. آنها مالکیت را ساز و کاری برای نهادینه کردن قدرت در سازمان می‌دانند و از این روی نوع مالکیت یک سازمان می‌باید بر استراتژی و عملکرد آن مؤثر واقع شود [۴].

بنابراین در مورد فرضیه دوم، که در حوزه سرمایه‌گذاران خصوصی قرار می‌گیرد، نتایج حاصله حاکی از آن است که با ورود سرمایه‌گذاران شرکتی، تفکر غالب بر عملکرد شرکت، کسب سود و عملکرد بهتر می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که مالکیت شرکتی به گونه مثبت و معنی‌داری با عملکرد شرکت ارتباط دارد. یعنی با حضور مؤثر مالکان شرکتی در ساختار مالکیت شرکت‌ها، عملکرد شرکت‌ها بهتر می‌شود. چون این نوع از سرمایه‌گذاران به دنبال سود و عملکرد بهتر هستند و با نفوذ و کنترلی که در ساختار مالکیت شرکت‌ها به دست می‌آورند، به دنبال محقق کردن این هدف برمی‌آیند. دلیل دیگر این است که در این حالت ساختار مالکیت متمرکزتر و هدف کسب سود، باعث نظارت بیشتر بر عملکرد شرکت می‌شود. همچنین، در این حالت شرکت‌ها اطلاعات بیشتری در رابطه با عملکرد خود و سودهای آتی گزارش می‌کنند، زیرا الزامات گزارشگری روشن و مفصلی برای این شرکت‌ها وجود دارد.

فرضیه سوم

تکرار ۳

متغیر وابسته	متغیر مستقل	معنی‌داری کل مدل (F)		معنی‌داری ضریب (t)		علامت ضریب	ضریب تعیین و (R^2) و دوربین-واتسن
		تأیید یا عدم تأیید	P-Value	تأیید یا عدم تأیید	P-Value		
ROA	مالکیت مدیریتی	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰	منفی	۱/۸۱ - ۰/۹۳/۴
ROE	مالکیت مدیریتی	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰	منفی	۱/۸۹ - ۰/۸۶/۸
QTobin	مالکیت مدیریتی	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۱۰	منفی	۱/۹۶ - ۰/۷۷/۱
MBVR	مالکیت مدیریتی	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۳۷	منفی	۱/۸۷ - ۰/۷۱/۵

با توجه به بالا بودن R^2 و معنی دار و منفی بودن ضریب متغیر مستقل مالکیت مدیریتی در هر چهار مدل می‌توان گفت که هر چه مالکیت مدیریتی افزایش پیدا کند، عملکرد شرکت به گونه معنی داری ضعیف‌تر می‌شود (وجود رابطه عکس). البته این نتیجه با نتایج پژوهش‌های دیگر مانند بهاگات [۱۶]، مک کوناگی و دیگران [۲۳]، اندرسون و ریب [۱۲] و میولر و اسپیتز [۲۴]، مغایرت دارد. دلیل این امر می‌تواند این باشد که تمام شرکت‌های موجود در نمونه که مالکیت مدیریتی دارند، شرکت‌های خانوادگی هستند، یعنی مالکیت عمده این شرکت‌ها در اختیار یک خانواده یا یک گروه فامیلی می‌باشد، که با توجه به همسو بودن این گروه مالکیت با یکدیگر، از ارائه نتایج صحیح و واقعی به افراد برون سازمان خودداری می‌کنند و احتمالاً دست به هموارسازی اطلاعات می‌زنند. با توجه به نتیجه‌گیری فوق، فرضیه سوم تأیید می‌شود. این نتیجه از نظر وجود ارتباط معنی دار با اکثر پژوهش‌ها (مانند پژوهش‌های بالا) مطابقت دارد ولی از نظر نوع ارتباط با برخی نتایج پژوهش‌های دیگر مغایرت دارد، که به تعدادی از آنها اشاره گردید. همچنین نتایج این پژوهش از نظر نوع ارتباط نیز با نتایج برخی پژوهش‌ها، مانند رحمان خان، بالاچاندرا و مدر [۲۸] مطابقت دارد.

به گونه کلی، اختیار و قدرت تصمیم‌گیری در شرکت‌های سهامی عام، که ناشی از ابتکار عمل و سرمایه بخش خصوصی است، در حیطه و کنترل گروه‌هایی از طبقات مدیریت است - مدیرانی که اقتصاد کشور تحت نفوذ تصمیمات آنهاست و برنامه‌ریزی بنگاه‌ها را به نحوی انجام می‌دهند که چه بسا با منافع طبقه سهامدار و یا حتی اقتصاد ملی در تضاد باشد. آدلف برل و کاردینر مینز [۱۵] ذکر می‌کنند که مدیران در جهت رشد منافع خود اندازه شرکت‌ها را گسترش می‌دهند، حتی اگر این رشد غیراقتصادی و به زیان طبقه سهامدار باشد. زمانی که ارزیابی عملکرد و پاداش مدیران اجرایی متناسب با اندازه شرکت‌ها است، شاهد وقوع این پدیده هستیم. یا زمانی که پاداش سالانه مدیران مبتنی بر ارقام حسابداری است، انگیزه‌های قوی برای مدیریت سود و دستکاری ارقام حسابداری ممکن است به وجود آید [۲۹]. افزون بر این، این گونه تملک‌ها تحت تأثیر دو عنصر اساسی هستند: اول مالکیت مدیران و دوم اهرم مالی. در نتیجه، در پی تملک مدیریت، سهم مالکیت مدیران و میزان اهرم شرکت به مراتب نسبت به گذشته بالاتر می‌رود و لذا علل تحول شگرف در عملکرد عمدتاً بوسیله این دو عامل بیان گردید. به نظر می‌رسد که

شرکت‌های مورد نظر این پژوهش، فاقد اهرم مالی بوده‌اند و به همین دلیل نتوانسته‌اند عملکرد مناسبی نیز داشته باشند.

فرضیه چهارم

در مورد فرضیه چهارم، چون در نمونه این پژوهش هیچ اطلاعاتی در ارتباط با مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی مشاهده نشد، اطلاعاتی ارائه نمی‌شود. البته دلیل عدم مشاهده مالکیت خارجی، پس از بررسی کل جامعه پژوهش، وجود مالکیت عمده خارجی در تعداد معدودی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با توجه به اعمال محدودیت‌های پژوهش، هیچ یک از شرکت‌های مورد نظر جزء شرکت‌های مورد مطالعه قرار نگرفتند. در نتیجه به دلیل تعداد کم این گروه مالکیت، ارائه یک مدل معتبر نیز بسیار مشکل به نظر می‌رسد.

فرضیه پنجم

با توجه به چهار مدل ارائه شده، می‌توان نتیجه‌گیری کرد که چون ضرایب متغیر مستقل "مالکیت شرکتی" در هر چهار مدل مثبت و معنی‌دار است، پس به گونه کلی بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه به صورت مستقیم وجود دارد. یعنی با توجه به بالا بودن R^2 و معنی‌دار و مثبت بودن ضرایب متغیر مستقل مالکیت شرکتی در هر چهار مدل می‌توان گفت که هر چه مالکیت شرکتی افزایش پیدا کند، عملکرد شرکت به گونه معنی‌داری بهتر می‌شود. همچنین، چون ضرایب متغیر مستقل مالکیت مدیریتی در هر چهار مدل منفی و معنی‌دار است، پس به گونه کلی بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت رابطه عکس وجود دارد، یعنی با توجه به بالا بودن R^2 و معنی‌دار و منفی بودن ضرایب متغیر مستقل مالکیت مدیریتی در هر چهار مدل، می‌توان گفت که هر چه مالکیت مدیریتی بیشتر افزایش پیدا کند، عملکرد شرکت به گونه معنی‌داری ضعیف‌تر می‌شود.

حال اگر بخواهیم در مورد مالکیت خصوصی نتیجه‌گیری کنیم، با توجه به ضرایب متغیرهای مالکیت شرکتی و مدیریتی فقط در مدل چهارم، یعنی بر اساس MBVR، می‌توان گفت که عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. در مابقی مدل‌ها مشاهده می‌شود ضرایب به گونه‌ای است که عملکرد شرکت ضعیف‌تر می‌شود. ولی این نتیجه در یک نگاه سطحی حاصل می‌شود و در نگاهی دقیق‌تر با توجه به مثبت و منفی بودن ضرایب نمی‌توان نتیجه‌گیری کرد. برای نتیجه‌گیری بالا باید تعداد شرکت‌هایی که مالکیت عمده شرکتی و

مالکیت عمده مدیریتی دارند با هم برابر باشد، در غیر این صورت نمی‌توان یک نتیجه‌گیری صریح و دقیق را ارائه نمود. اما می‌توان گفت که در مالکیت خصوصی، اگر مالکیت شرکتی افزایش یابد بهتر است. در مقایسه، مالکیت نهادی و مالکیت خصوصی، به جز مدل بر اساس ROE، در بقیه حالت‌ها شدت ضعیف شدن عملکرد شرکت‌ها در مالکیت نهادی بیشتر است، که البته در مورد این نتیجه‌گیری هم باید نکات بالا رعایت شود. بنابراین، فرضیه تأیید می‌شود، اما نمی‌توان گفت که مالکیت خصوصی، در کل عملکرد را افزایش یا کاهش می‌دهد، بلکه فقط می‌توان گفت که این ارتباط معنی‌دار وجود دارد. این نتیجه از نظر وجود ارتباط معنی‌دار با اکثر پژوهش‌ها (مانند پژوهش‌های پایین) مطابقت دارد ولی از نظر نوع ارتباط با برخی نتایج پژوهش‌های دیگر، مانند ایرل [۱۹]، محمد عمران [۲۵] و راه‌چمنی [۳]، مغایرت دارد.

به گونه کلی، بنگاه‌های دولتی و بخش خصوصی از جهات مختلفی، از قبیل رفتارهای مالی و میزان استقلال مالی، هدف‌های تجاری، میزان شفافیت این هدف‌ها و چگونگی تحقق آن، سودآوری، استقلال عملیاتی در تعیین حجم تولید و عرضه محصول، تقسیم‌بندی هزینه‌ها، معیارها و ضوابط سنجش و ارزیابی عملکرد، رقابت‌پذیری و میزان توانایی رقابت در محیط بازار، با یکدیگر متفاوت می‌باشند. طبق تحقیقات بانک جهانی، نرخ‌های بازده سهام سرمایه‌گذاری شده در صنایع دولتی حدود یک سوم صنایع بخش خصوصی کشورهاست. به عبارت دیگر، مالکیت خصوصی در کل، منجر به عملکرد بالاتر در هر دو جنبه متغیرهای کیفی و اقتصادی در مقایسه با مالکیت دولتی است [۲۲].

فرضیه اصلی

نگاره ۴

متغیر وابسته	متغیرهای مستقل	معنی‌داری کل مدل (F)		معنی‌داری ضرایب (t)		علامت ضریب	ضریب تعیین و (R^2) دوربین-واتسن
		تأیید یا عدم تأیید	P-Value	تأیید یا عدم تأیید	P-Value		
ROA	مالکیت نهادی و مدیریتی	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰ و ۰/۰۰۰	منفی	۱/۸۱ - ۷/۸۵
ROE	مالکیت نهادی و مدیریتی	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰ و ۰/۰۰۰	منفی	۱/۸۵ - ۱/۸۵
QTobin	مالکیت نهادی و مدیریتی	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰ و ۰/۰۳۸	منفی	۱/۹۲ - ۸/۷۲
MBVR	مالکیت نهادی و مدیریتی	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰ و ۰/۰۳۶	منفی	۱/۹۵ - ۲/۸۱

نگاره ۵

متغیر وابسته	متغیرهای مستقل	معنی‌داری کل مدل (F)		معنی‌داری ضرایب (t)		علامت ضریب	ضریب تعیین و (R^2) و دوربین-واتسن
		P-Value	تأیید یا عدم تأیید	P-Value	تأیید یا عدم تأیید		
ROA	مالکیت شرکتی	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	منفی	۱/۸۱ - ۷/۸۵
ROE	مالکیت شرکتی	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۰۰۰	تأیید	منفی	۱/۸۵ - ۱/۸۵
QTobin	مالکیت شرکتی	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۷۵۵	عدم تأیید	-	۱/۹۲ - ۷/۷۲
MBVR	مالکیت شرکتی	۰/۰۰۰	تأیید	۰/۷۵۶	عدم تأیید	-	۱/۹۵ - ۲/۸۱

با توجه به بالا بودن R^2 و معنی‌دار و منفی بودن ضریب متغیر مستقل "مالکیت نهادی" در هر چهار مدل می‌توان گفت که هر چه مالکیت نهادی افزایش پیدا کند، عملکرد شرکت به گونه معنی‌داری ضعیف‌تر می‌شود (وجود رابطه عکس). همچنین، با توجه به بالا بودن R^2 و معنی‌دار و منفی بودن ضریب متغیر مستقل "مالکیت مدیریتی" در هر چهار مدل می‌توان گفت که هر چه مالکیت مدیریتی افزایش پیدا کند، عملکرد شرکت به گونه معنی‌داری ضعیف‌تر می‌شود (وجود رابطه عکس). اما در مورد "مالکیت شرکتی" فقط در مدل‌های بر اساس متغیرهای حسابداری یعنی ROA و ROE، ضریب آن معنی‌دار و البته منفی می‌باشد و در مدل‌های بر اساس "متغیرهای بازار" یعنی QTobin و MBVR، ضرایب معنی‌دار نمی‌باشد، که این نتایج با یافته‌های فرضیه دوم مغایرت دارد. ولی به گونه کلی فرضیه اصلی تأیید می‌شود. یعنی رابطه معنی‌داری بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها وجود دارد. این نتیجه‌گیری با توجه به آماره F به دست آمده برای کل مدل حاصل شده است. این نتیجه تقریباً با نتایج تمامی پژوهش‌ها نیز مطابقت دارد و پژوهش‌های بسیار معدودی، مانند مشایخ و اسماعیلی [۷]، بوده‌اند که به این نتیجه دست نیافته‌اند که آن هم در مورد گروه‌های سرمایه‌گذاران به گونه جداگانه به عدم وجود ارتباط معنی‌دار دست یافته‌اند. این پژوهش‌ها نیز در هر یک از فرضیه‌های فرعی مطرح شده‌اند.

بحث و نتیجه‌گیری

بر اساس یافته‌های پژوهش می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها رابطه معنی‌داری وجود دارد. در طبقه‌بندی اول که دو ساختار مالکیت نهادی و مالکیت خصوصی وجود دارد، یافته‌ها نشان می‌دهند که بهتر است مالکیت در اختیار

سرمایه‌گذاران نهادی نباشد، زیرا بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه منفی و معنی‌دار مشاهده گردید. در مورد مالکیت خصوصی نیز فقط می‌توان به وجود رابطه معنی‌دار اشاره کرد، ولی نمی‌توان نوع این ارتباط را تبیین کرد. یعنی نمی‌توان گفت که به گونه کلی، مالکیت خصوصی به بهبود عملکرد شرکت‌ها منجر می‌شود یا خیر.

در طبقه‌بندی دوم که مالکیت خصوصی به سه طبقه تقسیم می‌شود - سرمایه‌گذاران شرکتی، مدیریتی و خارجی - نتایج به گونه دقیق‌تر و جزئی‌تر بررسی شد. نتایج نشان می‌دهند که حضور سرمایه‌گذاران شرکتی در ساختار مالکیت شرکت‌ها باعث بهبود عملکرد آنها می‌شود. یعنی رابطه‌ای که بین این گروه از سرمایه‌گذاران و عملکرد شرکت وجود دارد، رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار است. در مورد سرمایه‌گذاران مدیریتی نتایج معکوس مشاهده گردید. یعنی با وجود سرمایه‌گذاران مدیریتی در ساختار مالکیت شرکت‌ها، عملکرد آنها ضعیف‌تر می‌شود و در نهایت در نمونه آماری پژوهش اطلاعاتی که بیانگر وجود سرمایه‌گذاران خارجی در ساختار مالکیت شرکت‌ها باشد، مشاهده نگردید. علت این امر محدود بودن شرکت‌های خارجی در ایران می‌باشد. سایر دلایل و بحث مربوطه در متن مقاله به عمل آمد.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آینده

به منظور استفاده هر چه بیشتر از نتایج تحقیق و نیز کمک به روشن شدن تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها در آینده می‌توان به موضوع‌های زیر توجه بیشتری نمود:

۱. مطالعه تأثیر نوع صنعت بر روی روابط ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها.
۲. استفاده از سایر تعاریف متغیرهای وابسته و سایر متغیرهای ارزیابی عملکرد، در بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها.
۳. بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی، تورم، بهای نفت و نرخ ارز بر روی روابط ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها.
۴. بررسی و آزمون روابط ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها، برای دوره‌های کوتاه مدت کم‌تر از یک سال.
۵. تکرار این پژوهش با در نظر گرفتن تأثیر مسائل سیاسی و انتخابات بر عملکرد شرکت‌ها.

منابع

۱. احمدزاده، موسی؛ نوری، روح‌الله؛ اسفیدانی، محمدرحیم و محسن اکبری (۱۳۸۴). "بررسی ساختار سرمایه و منابع مالی بانک کشاورزی و آرایه راه کارهایی مناسب جهت بهینه کردن آن." *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳۹، صص ۲۹-۳.
۲. ذوالنور، سیدحسین (۱۳۷۴). *مقدمه‌ای بر روشهای اقتصادسنجی*. چاپ اول، شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.
۳. راه‌چمنی، ابوالقاسم (۱۳۸۵). "مدیریت شرکت‌های بیمه در دوره پس از خصوصی‌سازی: نقش ساختار مالکیت و میزان حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران." *فصلنامه آسیا، تابستان ۸۵*، صص ۳۶-۳۰.
۴. رحمان‌سرشت، حسین (۱۳۷۷). *تئوری‌های سازمان و مدیریت از نوین‌گرایی تا پسانوین‌گرایی*، مؤسسه انتشاراتی فن و هنر.
۵. رحمان‌سرشت، حسین و نادر مظلومی (۱۳۸۴). "رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." *مطالعات مدیریت*، شماره ۴۷، صص ۱۶۰-۱۳۵.
۶. سلمن، جیل و آریس سلمن (۱۳۸۴). "نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی." *ترجمه یحیی حساس یگانه و امیر پوریان‌سب، ماهنامه حسابداری*، سال ۱۹، شماره ۴ (پیاپی ۱۶۵)، صص ۲۵-۲۸، ۴۷-۴۸، ۵۶-۵۷ و ۶۴-۶۵.
۷. مشایخ، شهناز و مریم اسماعیلی (۱۳۸۵). "بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران." *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۵، صص ۴۴-۲۵.
۸. مکرمی، یدالله (۱۳۸۵). "اصول نظام راهبری بنگاه." *فصلنامه حسابرس*، سال ۸، شماره ۳۲، صص ۴۰-۴۵.
۹. مهدوی، ابوالقاسم و احمد میدری (۱۳۸۴). "ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار تهران." *مجله پژوهشهای اقتصادی*، شماره ۷۱، صص ۱۳۲-۱۰۳.
۱۰. نمازی، محمد و جلال شیرزاده (۱۳۸۴). "بررسی رابطه‌ی ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر نوع صنعت)." *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۲، صص ۹۵-۷۵.

۱۱. نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴). "بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد." *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۲، صص ۹۷-۱۲۴.
12. Anderson, Ronald C. and David M. Reeb (2003). "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from S&P 500" *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No.3, pp. 1301-1328.
13. 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.
14. Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. 3rd Edition, United Kingdom: Wiley Publishers.
15. Berle, Adolf and Gardiner C. Means (1967). "The Modern Corporation and Private Property." New York : Harcourt, Brace and World.
16. Bhagat, Sanjai (1983). "The Effect of Pre-emptive Right Amendments on Shareholder Wealth." *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, Issue 3, pp. 289-310.
17. Cheung, J. K. Kim, J. B. and J. Leey (1999). "The Impact of Institutional Characteristics on Return-Earnings Associations in Japan." *The International Journal of Accounting*, Vol. 34, No. 4, pp. 571-596.
18. Cornett, M. M. Marcus, A. J. Saunders, A. and H. Tehranian (2007). "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance." *Journal of Banking & Finance*. Vol. 31, pp. 1771-1794.
19. Earle, John S. (1998). "Post-Privatization Ownership Structure and Productivity in Russian Industrial Enterprises." Stockholm School of Economics, Central European University, Site Working Paper, No 127.
20. Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
21. 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.

22. Loizos, Heracleous (1999). "Privatisation: Global Trends and Implications of the Singapore Experience." *International Journal of Public Sector Management*, Vol. 12, No. 5, pp. 44-432.
23. McConaughy, Daniel L. Matthews, Charles H. and Anne S. Fialko (2001). "Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value." *Journal of Small Business Management*, Vol. 39, No. 1, pp. 31-49.
24. 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.
25. Omran, Mohammed (2003). "Performance Consequences of Privatizing Egyptian State-Owned Enterprises: The Effect of Post-Privatization Ownership Structure on Firm Performance." Arab Monetary Fund-Economic Policy Institute (UAE), Working Paper Series.
26. Pfeffer and Salancik (1978). "The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective." Harper & Row, New York.
27. Phillips, P. C. B. (1986). "Understanding Spurious Regressions in Econometrics". *Journal of Econometrics*, Vol. 33, pp. 311-340.
28. Rahman Khan, A. Balachandran, B. and P. Mather (2007). "Managerial Share Ownership and Firm Performance: Evidence from Australia." <http://www.afaanz.org/openconf/afaanz/paper.php?p=302.pdf>. [Online] [4 March 2008].
29. Stern, Joel M., and John S. Shiely. (2001). "The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization." New York: John Wiley & Sons Inc.
30. Tsaia, H. and Z. Gu (2007). "The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance." *Hospitality Management*. Vol. 26, pp. 517-530.