

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه بلوچستان  
تحصیلات تکمیلی

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت بازرگانی گرایش مالی

عنوان:

# تأثیر ساختار مالکیت بر نوسان قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

اساتید راهنما:

دکتر محمد اسماعیل اعزازی  
دکتر سید جلال صادقی شریف

استاد مشاور:

دکتر مهرداد علیپور

تحقیق و نگارش:

حسین امجدی

آذر ۱۳۸۹

## بسمه تعالی

این پایان نامه با عنوان ..... قسمتی از  
برنامه آموزشی دوره کارشناسی ارشد ..... توسط دانشجو ..... تحت راهنمایی  
استاد پایان نامه ..... تهیه شده است. استفاده از مطالب آن به منظور اهداف آموزشی با ذکر  
مرجع و اطلاع کتبی به حوزه تحصیلات تکمیلی دانشگاه سیستان و بلوچستان مجاز می باشد.

(نام و امضاء دانشجو)

این پایان نامه ..... واحد درسی شناخته می شود و در تاریخ ..... توسط هیئت داوران بررسی و درجه  
..... به آن تعلق گرفت.

تاریخ

امضاء

نام و نام خانوادگی

استاد راهنما:

استاد راهنما:

استاد مشاور:

داور ۱:

داور ۲:

نماینده تحصیلات تکمیلی:



## تعهدنامه اصالت اثر

اینجانب تأیید می‌کنم که مطالب مندرج در این پایان‌نامه حاصل کار پژوهشی اینجانب است و به دستاوردهای پژوهشی دیگران که در این نوشته از آن استفاده شده است مطابق مقررات ارجاع گردیده است. این پایان‌نامه پیش از این برای احراز هیچ مدرک هم سطح یا بالاتر ارائه نشده است. کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر متعلق به دانشگاه سیستان و بلوچستان می‌باشد.

نام و نام خانوادگی دانشجو:

امضاء

تقدیم به:

## **پدر بزرگوار و مادر مهربانم**

که در تمامی سال های عمرم یاور همیشگی من بوده و راه درست زندگی را به من آموخته اند.

## سپاسگزاری

از آقایان دکتر سید جلال صادقی شریف و دکتر محمد اسماعیل اعزازی، اساتید راهنمای محترم و آقای دکتر مهرداد علیپور استاد مشاور عزیزم که در طی مراحل انجام پروژه کمال صبر را نموده و نادانسته‌ها و سوالات مرا با حوصله پاسخ گفته‌اند کمال تشکر را دارم. همین‌طور کمک‌ها و نکته‌سنجی‌های دوست خوبم عباس امامی را فراموش نمی‌کنم و امیدوارم بتوانم روزی پاسخ‌گوی مهربانی‌هایم باشم.

## چکیده:

موضوع حاکمیت شرکتی در تعیین سرنوشت شرکت نقش مهمی ایفا کرده، رعایت و عدم رعایت آن تاثیر مستقیمی بر عملکرد شرکت دارد. هدف این پژوهش، بررسی تاثیر جنبه های مختلف ساختار مالکیتی (ترکیب سهامداری) مثل حقیقی یا نهادی، درونی یا بیرونی و تمرکز یا پراکندگی سهامداران بر نوسان قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش "ترکیب سهامداری" به عنوان متغیر مستقل و "نوسانات قیمت سهام" به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته می شود. نتایج این تحقیق نشان می دهد، قیمت سهام شرکت هایی که درصد بیشتری از سهام آنها در اختیار بزرگترین سهامدار آنها باشد از نوسان بیشتری برخوردار خواهند بود و نوسان قیمت سهام شرکت های که درصد بیشتری از سهام آنها تحت تملک سهامداران حقیقی باشد، کمتر است. شایان ذکر است که میزان مالکیت ۵ سهامدار بزرگتر و سهامداران نهادی و اعضای هیئت مدیره هیچ راه حلی را برای سرمایه گذاران علاقمند به نوسان قیمت سهام نشان نمی دهند.

**کلمات کلیدی:** حاکمیت شرکتی - ساختار مالکیت - نوسان قیمت

## فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۱	<b>فصل اول: کلیات تحقیق</b>
۲	۱-۱- مقدمه
۵	۲-۱- تعریف مساله
۶	۳-۱- ضرورت و اهمیت تحقیق
۷	۴-۱- هدف تحقیق
۸	۵-۱- فرضیات تحقیق
۹	۶-۱- قلمرو تحقیق
۹	۷-۱- روش تحقیق
۱۱	۸-۱- استفاده کنندگان از تحقیق
۱۱	۹-۱- واژگان کلیدی و تعریف آنها
۱۲	<b>فصل دوم: ادبیات تحقیق</b>
۱۳	۱-۲- مقدمه
۱۵	۲-۲- مبانی نظری
۱۵	۱-۲-۲- حاکمیت شرکتی چیست؟
۱۶	۲-۲-۲- روابط بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی
۱۶	۳-۲-۲- مدل ترازنامه
۱۷	۴-۲-۲- مدل فراترازنامه
۱۸	۵-۲-۲- معیارهای حاکمیت شرکتی خوب کدامند؟
۱۹	۶-۲-۲- همگرایی جهانی در حاکمیت شرکتی
۲۰	۱-۶-۲-۲- اصول سیستم عمومی بازنشستگی کارمندان کالیفرنیا
۲۰	۲-۶-۲-۲- اتحادیه اروپا
۲۱	۳-۶-۲-۲- رهنمودهای کشورهای مشترک المنافع افریقایی
۲۱	۴-۶-۲-۲- حاکمیت شرکتی در ایران
۲۴	۷-۲-۲- تئوری نمایندگی
۲۵	۱-۷-۲-۲- تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی و تئوری نمایندگی
۲۶	۲-۷-۲-۲- هزینه های نمایندگی
۲۷	۳-۷-۲-۲- تئوری نمایندگی و ساز و کارهای نظارتی
۲۸	۸-۲-۲- تئوری های ساختار سرمایه
۲۹	۱-۸-۲-۲- رویکرد سود خالص عملیاتی (NOI)
۳۱	۲-۸-۲-۲- رویکرد سود خالص (NI)
۳۳	۳-۸-۲-۲- رویکرد سنتی



۳۶	..... رویکرد میلر و مودیلیانی (MM).....
۳۶	..... الگوی میلر _ مودیلیانی بدون مالیات.....
۳۷	..... الگوی میلر _ مودیلیانی با اثر مالیات شرکت ها.....
۳۹	..... الگوی میلر.....
۴۰	..... الگوی داد و ستد.....
۴۰	..... اثر هزینه های ورشکستگی.....
۴۱	..... هزینه های نمایندگی.....
۴۱	..... تئوری اطلاعات نامتقارن یا تئوری هشدار دهنده.....
۴۲	..... قیمت سهام.....
۴۳	..... ارزش سهام.....
۴۳	..... ارزش اسمی.....
۴۳	..... ارزش دفتری.....
۴۳	..... ارزش انحلال.....
۴۴	..... ارزش معاملاتی.....
۴۴	..... ارزش ذاتی.....
۴۵	..... محاسبه ارزش ذاتی سهام عادی.....
۴۶	..... محاسبه ارزش ذاتی سهام با وجود نرخ رشد سود سهام.....
۴۶	..... نرخ رشد ثابت.....
۴۶	..... تغییرات سود در سال های مختلف ( سود ثابت).....
۴۷	..... محاسبه قیمت ذاتی با نرخ رشد سود صفر.....
۴۷	..... محاسبه قیمت ذاتی با نرخ چندگانه رشد سود.....
۴۸	..... پیشینه تجربی.....
۴۸	..... پیشینه مطالعات مربوط به حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت.....
۴۸	..... تحقیقات خارجی.....
۵۷	..... تحقیقات داخلی.....
۶۰	..... پیشینه مطالعات مربوط به نوسان قیمت.....
۶۶	..... خلاصه پیشینه تحقیق.....
۶۶	..... حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت (تحقیقات خارجی).....
۶۹	..... تحقیقات داخلی.....
۷۰	..... خلاصه مطالعات مربوط به نوسان قیمت.....
۷۲	<b>فصل سوم: متدولوژی تحقیق .....</b>
۷۳	..... مقدمه.....
۷۴	..... نوع تحقیق.....
۷۵	..... قلمرو زمانی و مکانی تحقیق.....
۷۵	..... جامعه و نمونه آماری.....
۷۶	..... روش گرد آوری داده ها.....
۷۶	..... ابزار گرد آوری داده ها.....

۷۷	..... اعتبار و روایی تحقیق.....	۷-۳
۷۷	..... تجزیه و تحلیل داده ها.....	۸-۳
۷۸	..... مدل تحقیق.....	۹-۳
۷۸	..... متغیرهای تحقیق.....	۱۰-۳
۷۹	..... متغیر مستقل.....	۱-۱۰-۳
۸۰	..... متغیر وابسته.....	۲-۱۰-۳
۸۱	..... روزهای معاملاتی و روزهای غیر معاملاتی.....	۱-۲-۱۰-۳
۸۲	..... متغیرهای کنترل.....	۳-۱۰-۳
۸۲	..... اندازه شرکت.....	۱-۳-۱۰-۳
۸۳	..... شاخص های اندازه.....	۱-۱-۳-۱۰-۳
۸۴	..... حجم معامله.....	۲-۳-۱۰-۳
۸۵	..... فرضیات تحقیق.....	۱۱-۳
۸۵	..... روش آماری برای تجزیه و تحلیل داده های پژوهش.....	۱۲-۳
۸۵	..... مفهوم رگرسیون.....	۱-۱۲-۳
۸۷	..... مدل رگرسیون.....	۲-۱۲-۳
۸۷	..... استخراج مدل رگرسیونی.....	۱-۲-۱۲-۳
۸۸	..... روش ها و آزمون های آماری.....	۳-۱۲-۳
۸۸	..... روش حداقل مربعات معمولی.....	۱-۳-۱۲-۳
۹۰	..... آزمون فرضیه.....	۴-۱۲-۳
۹۱	..... آزمون - t.....	۱-۴-۱۲-۳
۹۲	..... ضریب تعیین $R^2$ .....	۵-۱۲-۳
۹۳	..... فروض کلاسیک.....	۶-۱۲-۳
۹۴	..... ناهمسانی واریانس.....	۷-۱۲-۳
۹۵	..... روش حداقل مربعات وزنی (WLS).....	۱-۷-۱۲-۳
۹۶	..... آزمون ناهمسانی واریانس White.....	۲-۷-۱۲-۳
۹۷	..... خود همبستگی در جملات اخلاص.....	۸-۱۲-۳
۹۷	..... ماهیت مسأله خود همبستگی.....	۱-۸-۱۲-۳
۹۸	..... تخمین OLS در حالت وجود خود همبستگی.....	۲-۸-۱۲-۳
۹۸	..... تخمین OLS بدون در نظر گرفتن خود همبستگی.....	۳-۸-۱۲-۳
۹۹	..... آزمون دوربین - واتسون.....	۴-۸-۱۲-۳
۱۰۰	..... نحوه عملکرد جمله AR و MA.....	۵-۸-۱۲-۳
۱۰۱	..... فرایند میانگین متحرک (MA).....	۶-۸-۱۲-۳
۱۰۲	..... فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها.....	
۱۰۳	..... مقدمه.....	۱-۴
۱۰۳	..... امار توصیفی الگوهای پژوهش.....	۲-۴
۱۰۳	..... ویژگی های آماری متغیرهای پژوهش.....	۱-۲-۴
۱۰۵	..... آزمون فرضیات پژوهش.....	۳-۴



۱۳۷	.....ازمون فرضیه پنجم.....
۱۳۷	.....ازمون ناهمسانی واریانس برای فرضیه پنجم.....
۱۳۸	.....ازمون فرضیه پنجم پس از رفع ناهمسانی و خود همبستگی.....

## فهرست نگاره ها

صفحه	عنوان نگاره
۱۰۵	نگاره ۱_۴ امار توصیفی متغیرهای پژوهش
۱۰۶	نگاره ۲_۴ ازمون Jarque- Bera
۱۰۶	نگاره ۳_۴ ازمون Jarque- Bera پس از اصلاحات
۱۰۷	نگاره ۴_۴ ازمون فرضیه اول
۱۰۷	نگاره ۵_۴ ازمون ناهمسانی واریانس وایت
۱۰۸	نگاره ۶_۴ ازمون فرضیه اول پس از رفع ناهمسانی و خودهمبستگی
۱۰۹	نگاره ۷_۴ ازمون فرضیه دوم
۱۰۹	نگاره ۸_۴ ازمون ناهمسانی واریانس وایت
۱۱۰	نگاره ۹_۴ ازمون فرضیه دوم پس از رفع ناهمسانی و خودهمبستگی
۱۱۱	نگاره ۱۰_۴ ازمون فرضیه سوم
۱۱۱	نگاره ۱۱_۴ ازمون ناهمسانی واریانس وایت
۱۱۱	نگاره ۱۲_۴ ازمون فرضیه سوم پس از رفع ناهمسانی و خود همبستگی
۱۱۲	نگاره ۱۳_۴ ازمون فرضیه چهارم
۱۱۲	نگاره ۱۴_۴ ازمون ناهمسانی واریانس وایت
۱۱۳	نگاره ۱۵_۴ ازمون فرضیه چهارم پس از رفع ناهمسانی و خود همبستگی
۱۱۴	نگاره ۱۶_۴ ازمون فرضیه پنجم
۱۱۴	نگاره ۱۷_۴ ازمون ناهمسانی واریانس وایت

۱۱۵	نگاره ۴_۱۸ ازمون فرضیه پنجم پس از رفع ناهمسانی و خود همبستگی
۱۱۸	نگاره ۵_۱ فرضیات و نتایج ازمون آنها

### فهرست شکل ها و نمودارها

صفحه	عنوان شکل و نمودار
۱۷	شکل ۲_۱ مدل ترازنامه ای
۱۸	شکل ۲_۲ مدل فراترازنامه ای
۴۵	شکل ۲_۳ مقایسه ارزش ذاتی و ارزش بازار
۷۸	نمودار ۳_۱: مدل تحقیق

## فصل اول

### کلیات تحقیق

## ۱\_۱) مقدمه

واژه سرمایه‌گذار می‌تواند دامنه وسیعی از فعالیتها را شامل شود. این واژه می‌تواند شامل سرمایه‌گذاری در گواهی سپرده، اوراق قرضه، سهام عادی یا صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری باشد، اگرچه کسانی که به صورت حرفه‌ای به سرمایه‌گذاری می‌پردازند از دارایی‌های دیگری از قبیل گواهی خرید اسناد، برگ اختیار خرید و فروش سهام، اوراق قابل تبدیل به دارایی‌های مشهود مانند: طلا و اشیاء قیمتی برای انجام سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. سرمایه‌گذاری می‌تواند دارای درجات مختلف ریسک پذیری باشد و هر فردی، خواه شخصی که با تحصیلات دانشگاهی در کاری شروع به کار می‌کند و خواه فردی که یک شهروند عادی است و برای گذران زندگی فعالیت می‌کند می‌تواند با توجه به شرایط خود از تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده کند.

سرمایه‌گذاری عبارت است از تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شد. سرمایه‌گذاری وجوه مالی در دارایی‌های مختلف، تنها بخشی از کل تصمیم‌گیریها و برنامه‌ریزیهای مالی است که اغلب افراد انجام می‌دهند. قبل از اینکه افراد سرمایه‌گذاری انجام دهند هر فردی باید یک طرح کلی مالی را تنظیم کند. اینچنین طرحی باید در برگزیده تصمیم‌گیری مربوط به انجام معامله باشد. به علاوه درخصوص نحوه مالکیت، طول عمر دارایی و میزان سودآوری آن، تصمیم‌گیریهایی به عمل آید. سرانجام اینکه این طرح باید شامل میزان حداقل وجوه پس انداز ضروری نیز باشد.

سرمایه‌گذاری برای کسب پول صورت می‌گیرد. اگرچه هر فردی با این عبارت موافق است با این حال باید در آن دقیق‌تر شویم. ما به این خاطر سرمایه‌گذاری می‌کنیم که رفاه و آسایش فعلی و آتی خود را بهبود ببخشیم.

وجوهی که سرمایه‌گذاری می‌شود می‌تواند ناشی از دارایی‌های موجود فرد، پول وام گرفته شده یا پس‌انداز باشد. افراد سعی می‌کنند از طریق صرفه‌جویی در مصرف امروز خود و پس‌انداز آن بتوانند مصرف آتی خود را بهبود ببخشند. سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند ثروت و دارایی خود را به نحو مؤثری مدیریت کنند و بتوانند با محافظت از عواملی همچون تورم، مالیات و سایر عوامل بیشترین بازده را کسب نمایند. به خاطر این دلایل است که مردم پس‌انداز می‌کنند. همه مردم به نوعی دارای ثروتی هستند که ناشی از ارائه خدمات آنان در بازار کار است. اغلب مردم در بیشتر مواقع تصمیم‌گیریهایی را در خصوص سرمایه‌گذاری در زندگی خود انجام می‌دهند. برای مثال برخی از افراد راجع به اینکه آیا وجوه مربوط به بازنشستگی خود را در سهام سرمایه‌گذاری

کنند یا در اوراق قرضه تصمیماتی را اتخاذ می‌کنند. برخی دیگر از افراد به دنبال حداکثر کردن بازده پس‌انداز خود از طریق سرمایه‌گذاری در گزینه‌های دیگر هستند. افراد در تجزیه و تحلیل‌هایی که انجام می‌دهند در نهایت امید دارند که با توجه به ریسک سرمایه‌گذاری بازده متناسب با آن را بدست آورند. مطالعه دقیق تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری و اصول مدیریت پرتفلیو می‌تواند باعث مدیریت بهتر و افزایش ثروت سرمایه‌گذار شود. به علاوه انتظار می‌رود افراد با مطالعه اصول سرمایه‌گذاری تا آنجایی که ممکن است از اشتباهات جلوگیری کرده و آگاهانه تصمیم‌گیری نمایند.

بیان فرآیند سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری است در این حالت فعالیت‌های مربوط به فرآیند تصمیم‌گیری تجزیه و تحلیل شده و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه‌گذاران که بر روی تصمیم‌گیری آنها تأثیر می‌گذارد مورد بررسی قرار می‌گیرد.

سرمایه‌گذاران می‌توانند تلاش کنند از میان طیف وسیعی از اوراق بهادار آنهایی را که دارای بازده مورد انتظار بالایی هستند انتخاب کنند. با این حال آنها در این انتخاب، ریسک را در نظر می‌گیرند. سرمایه‌گذاران با استفاده از فرآیندی دو مرحله‌ای تحت عنوان : تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و مدیریت پرتفلیو فرآیند تصمیم‌گیری را تشکیل می‌دهند.

**(۱) تجزیه و تحلیل اوراق بهادار :** این مرحله اولین قسمت فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری است و شامل ارزشیابی و تجزیه و تحلیل اوراق بهادار به صورت جداگانه است که به آن تجزیه و تحلیل اوراق بهادار گفته می‌شود. تجزیه و تحلیل گران حرفه‌ای اوراق بهادار معمولاً توسط مؤسسات سرمایه‌گذاری به کار گرفته می‌شوند. ارزشیابی اوراق بهادار کار وقت گیر و دشواری است. برای این کار ابتدا باید ویژگیهای اوراق بهادار مختلف و عوامل تأثیرگذار به آنها را شناسایی کرد.

در مرحله بعد به منظور برآورد و تخمین قیمت یا ارزش این اوراق بهادار باید یک مدل ارزشیابی را به کار گرفت. ارزش اوراق بهادار تابعی است از بازده‌های مورد انتظار آتی اوراق بهادار و ریسک آن. هر یک از این دو پارامتر (بازده مورد انتظار و ریسک) باید برآورده شده و سپس با هم در مدل آورده شود.

فرآیند ارزشیابی اوراق قرضه معمولاً آسان‌تر است برای اینکه بازده آن مشخص است و ریسک آن را می‌توان از طریق داده‌ها و اطلاعات موجود برآورده کرد. با این حال، این به آن معنا نیست که تمامی مسائل مربوط به



تجزیه و تحلیل اوراق قرضه به آسانی قابل حل است. نرخ بهره اولین عاملی است که بر قیمت اوراق قرضه تأثیر می‌گذارد با این حال کسی نمی‌تواند به طور ثابت تغییرات این نرخ را پیش‌بینی کند. فرآیند ارزشیابی سهام عادی پیچیده‌تر از اوراق قرضه است، برای اینکه در این حالت سرمایه‌گذار با کل اقتصاد، صنعت مربوطه و شرکت خاصی سروکار دارد. در فرآیند ارزشیابی سهام عادی هم بازده مورد انتظار و هم ریسک آن باید برآورد شود.

**۲) مدیریت پرتفلیو :** دومین جزء مهم فرآیند تصمیم‌گیری مدیریت پرتفلیو است. بعد از اینکه اوراق بهادار مورد ارزشیابی قرار گرفتند بایستی یک پرتفلیو (مجموعه سرمایه‌گذاری) انتخاب شود. مفاهیم مربوطه به چرایی و چگونگی ایجاد پرتفلیو شناخته شده است. بسیاری از کارهایی که در این زمینه صورت می‌گیرد در اشکال ریاضی و آمار هستند. ریاضیات و آمار نقش مهمی در مطالعات سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند.

یک سرمایه‌گذار موفق و هوشیار همیشه به دنبال اصلاح پرتفلیوی خود است. این کار باعث مطرح شدن سؤالات مهمی می‌شود. اگر سرمایه‌گذار یک استراتژی فعالانه‌ای را در پیش بگیرد. در آن زمان بحث کارایی بازار مطرح می‌شود. اگر قیمت‌ها، به سرعت و به طور کامل منعکس کننده اطلاعات باشد، در آن حالت سرمایه‌گذاران باید در خصوص نحوه تأثیر آن بر تصمیمات خرید و فروش آنان بررسیهای لازم را انجام دهند. حتی اگر سرمایه‌گذاران یک استراتژی منفعلانه‌ای را در پیش بگیرند بازهم باید درخصوص سؤالاتی از قبیل مالیاتها، هزینه‌های انتقال، نگهداری سطح مطلوب ریسک و سایر موارد، بررسیهای لازم را انجام دهند. سرانجام اینکه، همه سرمایه‌گذاران تمایل دارند بدانند چگونه پرتفلیو خود را به نحو احسن مدیریت کنند.

با توجه به مطالب ذکر شده، سرمایه‌گذاران و اصولاً تصمیم‌سازان مالی برای اتخاذ تصمیم‌های منطقی‌تر نیاز به بررسی‌های جامع در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری دارند. در واقع یکی از اهداف پایان‌نامه‌های دانشجویی، دریافت داده‌های خام صنعت و ارائه اطلاعات معنی‌دار و مفید برای تصمیم‌سازی بهینه است. در این پژوهش قصد داریم به بحث قیمت و نوسان آن که یکی از مقوله‌های مهم بازار سهام، که تأثیر بسزایی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد، بپردازیم. در این راه در پی آن هستیم که تأثیر ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری) که یکی از زیرمجموعه‌های بحث حاکمیت شرکتی است، را بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌های بورسی آزمون کنیم.

## ۱\_۲) تعریف مساله

یکی از موضوعاتی که در چند دهه اخیر در بازارهای مالی مطرح می شود « حاکمیت شرکتی » است که محققان و صاحب نظران بسیاری در رشته های مختلف، همچون حسابداری، بازرگانی، اقتصاد، حقوق و... از زوایای مختلف آن را مورد بررسی قرار داده اند. در واقع حاکمیت شرکتی طی قرن گذشته با هدف افزایش کارایی و اثر بخشی فرایند تخصیص پس اندازها به سرمایه گذاری های پر بازده مطرح شده است.

براساس قانون تجارت و قانون شرکت های اکثر کشورها، سهامداران مالک شرکت ها هستند و در حالت ایده آل، مدیران به نمایندگی از سوی سهامداران باید منابع تجاری را به شکلی تخصیص دهند که افزایش ثروت آنها را به همراه داشته باشد. اما همگام با بزرگ شدن واحدهای تجاری و رشد اقتصادی کشور، عملاً کنترل سهامداران کاهش می یابد، زیرا مالکان سهام شرکت ها بیشتر پراکنده شده اند و تنها تعداد اندکی از سهامداران واقعی این امکان را می یابند تا در انتخاب اعضای هیأت مدیره و همچنین مدیر عامل مشارکت نمایند. البته انگیزه بیشتر سهامداران از سرمایه گذاری در شرکت ها، بدست آوردن کنترل و اداره آن نیست، بلکه برای کسب سود می باشد. (کدیور، ۱۳۸۵)

از تعامل ساختار مالکیت با قدرت کنترل کننده شرکت، نظامی شکل می گیرد که نوعاً بر سازمان حکم می راند و حاکمیت شرکتی نامیده می شود. تغییر اجزای نظام حاکمیت در سازمان ها به تغییر مسیر حرکت راهبردی آنها می انجامد. شرکت ها برای رسیدن به اهداف خود نیاز به راهبری دارند که این راهبری با مسئولیت مدیریت و توسط مدیریت و کارکنان واحد اقتصادی طراحی و اجرا می شوند و مستلزم مشارکت تمامی کارکنان اقتصادی هستند. تأثیر مالکین بر عملکرد شرکت از طریق قابلیت آنها در کنترل مدیریت می باشند.

اهمیت حاکمیت شرکتی در توسعه بازارهای مالی، باعث تدوین قوانینی همچون قانون sarbanes-oxley در آمریکا و یا اصول حاکمیت شرکتی مصوب سازمان همکاری اقتصادی و توسعه در سال ۱۹۹۹-۲۰۰۴ شد. اولین سری از اصول حاکمیت شرکتی قابل قبول توسط این سازمان تنظیم شده است. این سازمان در پاریس واقع است و اعضای آن شامل ۲۹ کشور از سراسر جهان است.)

در کشور ما ائین نامه اصول حاکمیت شرکتی ( اصول رهبری شرکتی) توسط سازمان بورس اوراق بهادار به صورت پیش نویس تنظیم شده است و در آینده ای نزدیک به تصویب خواهد رسید و همه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ملزم به اجرای این ائین نامه هستند.

وجود یک سیستم حاکمیت شرکتی مناسب و کارا در سطح کشور و کل اقتصاد می تواند منجر به افزایش اعتماد و تقویت بازار و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه شود. بنابراین، شرکت ها به استفاده کارا از منابع و رشد فعالیت ها ترغیب می شوند. اصول حاکمیت شرکتی مباحثی همچون میزان مالکیت، سطح کنترل در شرکت ها و نحوه تعامل بین سهامداران عمده و جزء را در بر می گیرد.

از سوی دیگر ذکر این نکته ضروری است که قیمت سهام از عوامل متعددی متاثر و نوسانات قیمت سهام در تمام بورس ها امری بدیهی است و بعلاوه هر تغییر در عوامل موثر در قیمت سهام، این نوسان ممکن است ایجاد شود. در صورت بروز نوسانات نامعقول و مزمن در بازار نقش بورس اوراق بهادار زیر سوال رفته و دیگر کانونی برای جذب نقدینگی های سرگردان و پس اندازهای کوچک ناکارآمد و هدایت آنها به سوی تولید وجود نخواهد داشت. بدین ترتیب آثار مثبتی که بورس اوراق بهادار در اقتصاد می تواند ایفا نماید و نقشی را که در جذب پس اندازها و تشکیل سرمایه و توزیع بهینه آنها می تواند داشته باشد، بسیار کمزنگ می شود.

با توجه به مباحث مربوطه در این پژوهش به دنبال پاسخ به سوالات زیر هستیم:

۱. آیا متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت ها بر میزان نوسان قیمت سهام آنها تاثیر خواهد داشت؟ یعنی اگر مالکان شرکت را گروه های مختلف، مانند دولت، موسسات مالی، بانک ها، اشخاص حقیقی و شرکت های دیگر تشکیل دهند، نوسانات قیمت سهام آنها چگونه خواهد بود؟

۲. وجود کدامیک از ترکیب های متفاوت مالکیت، در کنترل نوسانات قیمت سهام موثر تر است؟

### ۱\_۳) اهمیت تحقیق

از آنجا که وجود سیستم حاکمیت شرکتی مناسب می تواند، شرکت ها را در جلب اعتماد سرمایه گذاران و تشویق آنها به سرمایه گذاری، یاری دهد و اجرای این اصول در سطح شرکت طبق تحقیقات تجربی انجام شده

باعث بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت می شود. لذا بررسی فواید رعایت این اصول و تجزیه و تحلیل آن، با توجه به اهمیتی که در افزایش کارایی بازار سرمایه دارد، ضروری به نظر می رسد.

در حقیقت تلاش های صورت گرفته در جهت روشن ساختن اهمیت مبحث حاکمیت شرکتی می تواند به گسترش فرهنگ ارزش گذاری و رفتار حرفه ای و اخلاقی منتهی شود. با توجه به اینکه موضوع حاکمیت شرکتی در تعیین سرنوشت شرکت نقش مهمی ایفا کرده، رعایت و عدم رعایت آن تاثیر مستقیمی بر عملکرد شرکت دارد. رعایت قوانین حاکمیت شرکتی می تواند باعث بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت و از همه مهمتر، دیدگاه سهامداران جز و نهادی نسبت به وضعیت شرکت ( البته در بلند مدت) داشته باشد، که نتیجه همه این موارد افزایش اطمینان سرمایه گذاران به سرمایه گذاری و افزایش تمایل مردم به سرمایه گذاری در بورس و در نتیجه، افزایش رونق اقتصادی را باعث می شود.

در یک نگاه کلی، حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت ها را تعیین می کند. 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 می شود و سایر ذینفع ها که امکان اثر گذاری بر حرکت شرکت را دارند. (رحمان سرشت و دیگران، ۱۳۸۴). در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می کند حضور روز افزون سرمایه گذاران نهادی و حقوقی در دایره مالکین شرکت های سهامی عام و تاثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حکمرانی و تولید بر سازمان ها و همچنین عملکرد آنها می تواند داشته باشد. اساسی ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت است. با وجود این، وجود حالاتی خاص سبب می گردد که اعمال این حاکمیت مخصوصاً برای سهامداران خرد با موانعی مواجه شود. از این رو یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت و درجه بندی آن در مقیاس های استاندارد می باشد تا با استفاده از آن بتوان استراتژی های لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود.

## ۱\_۴) هدف تحقیق

هدف این پژوهش، بررسی تاثیر جنبه های مختلف ساختار مالکیتی (ترکیب سهامداری) مثل حقیقی یا نهادی،