

نقش ترکیب سهام‌داران در عدم تقارن اطلاعات و عملکرد شرکت

دکتر علی ابراهیمی کردلر^۱

راهبری شرکت که به طور جهان‌شمول دارای اهمیت فزاینده‌ای است، ظهور سهامداران نهادی به عنوان صاحبان سرمایه می‌باشد.

با توجه به اینکه سهام‌داران نقش اساسی در نظام راهبری شرکت می‌توانند داشته باشند، لذا ترکیب مختلف آن‌ها در شرکت‌ها می‌تواند اثرهای متفاوتی را بر عملکرد شرکت‌ها، همچنین نحوه انعکاس اطلاعات شرکت در



نظام راهبری شرکت سیستمی از قوانین، مقررات و عواملی است که عملیات یک شرکت را کنترل می‌نماید

مقدمه

نظام راهبری شرکت سیستمی از قوانین، مقررات و عواملی است که عملیات یک شرکت را کنترل می‌نماید. سهام‌داران یکی از اجزای اصلی نظام راهبری شرکت را تشکیل می‌دهند. ترکیب سهام‌داران در کشورهای مختلف متفاوت است. در برخی کشورها همانند فرانسه واحدهای تجاری کوچک و متوسط دارای مالکیت فAMILIY زیاد هستند. در

کشورهایی مثل آلمان بانک‌ها اکثریت سهام شرکت‌های بزرگ را در اختیار دارند. در برخی کشورها همانند ایران مالکیت دولتی بخش عمده‌ای را تشکیل می‌دهند، و در کشورهای مثل آمریکا و انگلیس گسترده‌ترین سطح مالکیت عمومی سهم دیده می‌شود. یکی از مکانسیم‌های مؤثر نظام

بازار و تقارن اطلاعات شرکت داشته باشد. با توجه به نوع مالکیت، نحوه نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت‌ها نیز می‌تواند متفاوت باشد. به طوری که در شرکت‌های با سهام‌داران بسیار در قالب اشخاص حقیقی، سهام‌داران برای نظارت بر عملکرد مدیران و ارزیابی چشم‌اندازهای

سود شرکت‌هایی که دارای سهام‌داران نهادی به عنوان سهام‌داران حرفه‌ای هستند، به جای مدل سری‌های زمانی، عمدتاً بر پیش‌بینی تحلیل‌گران تمرکز می‌کنند.

اگر مؤسسات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران کارکشته‌ای باشند، در مقایسه با سرمایه‌گذاران حقیقی باید بهتر بتوانند از اطلاعات دوره جاری برای پیش‌بینی سود آتی استفاده کنند. لذا هرچه میزان مالکیت شرکت توسط مؤسسات سرمایه‌گذاری افزایش یابد، قیمت جاری سهام باید اطلاعات بیشتری در مورد سود سال‌های آتی منعکس نماید.

جیامبالو و دیگران^۴ (۲۰۰۲) با انجام تحقیقی سعی در فراهم نمودن شواهدی در مورد میزان انعکاس سودهای آتی در قیمت‌های جاری سهام و تاثیر ترکیب سهامداران بر آن کردند. نتایج تحقیق مزبور نشان داد که میزان انعکاس سودآوری آتی در قیمت جاری سهام وابستگی مثبتی با درصد مالکیت سهام توسط مؤسسات سرمایه‌گذاری دارند.

این نتایج با وجود کنترل برخی متغیرهای مؤثر بر رابطه بین قیمت سهام و سود، به قوت خود باقی ماند (برای مثال اندازه شرکت، ارزش بازار به ارزش دفتری). همچنین نتایج تحقیق با کنترل درون‌زایی^۵ مرتبط معتبر بود با احتمال این که شرکت‌های سرمایه‌گذاری به شرکت‌هایی جذب شوند که محیط اطلاعاتی آنها قوی‌تر است و بدین دلیل قیمت‌های

جاری منعکس‌کننده سود آتی می‌باشند. به طور کلی نتایج تحقیق مزبور با نگرش دوم هم‌خوانی داشت. بدین مفهوم که شرکت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران کارکشته‌ای هستند که مزیت اخذ و پردازش اطلاعات آنها در قیمت‌های سهام منعکس است. نتایج تحقیق فوق، این نظریه را که شرکت‌های سرمایه‌گذاری (در مقایسه با سرمایه‌گذاران حقیقی) علاقه افراطی به سودآوری جاری دارند، نقض می‌کند.

تجاری شرکت، به نحو عمده بر اطلاعات در دسترس عموم اتکا می‌کنند. در حالی که برخلاف آن سهام‌داران نهادی دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری اطلاعات بوده و به اطلاعات داخلی با ارزش درباره چشم‌اندازهای شرکت و استراتژی‌های تجاری دسترسی دارند.

در این مقاله ضمن جمع‌آوری تحقیقات مختلف انجام شده در این زمینه به بررسی اثرات گوناگون ترکیب سهام‌داران پرداخته شده است.

نقش سهام‌داران نهادی در میزان انعکاس سودهای آتی در قیمت سهام

تعدادی از مقالات منتشره در نشریات مالی از جمله تیتلمن^۶ (۱۹۹۳) و جاکوبس^۷ (۱۹۹۱) از فشار آوردن مؤسسات سرمایه‌گذاری به مدیران شرکت‌ها، برای رسیدن به اهداف کوتاه مدت سودآوری خبر می‌دهند. هر چند این رسیدن به اهداف کوتاه مدت سودآوری موجب وارد شدن آسیب به ارزش حقوق سهام‌داران در بلندمدت شود. طبق نظر پرت^۸ (۱۹۹۲) نیز مؤسسات سرمایه‌گذاری بیش از اندازه به سودآوری کوتاه مدت تمرکز نموده‌اند. این امر یک رویکرد به سهام‌داران نهادی می‌باشد.

در رویکرد دوم برخی از محققین از جمله بارتو و دیگران^۹ (۲۰۰۰) و

کیم و دیگران^{۱۰} (۱۹۹۷) اغلب به مؤسسات سرمایه‌گذاری، عنوان سرمایه‌گذاران حرفه‌ای را داده‌اند. که در مقایسه با سهام‌داران حقیقی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات دارای مزیت نسبی می‌باشند. والت^{۱۱} (۱۹۹۷) با در نظر گرفتن سهام‌داران نهادی به عنوان سهام‌دار حرفه‌ای به بررسی نحوه پیش‌بینی سود مورد انتظار پرداخت و نتایج حاصل از تحقیقات ایشان نشان می‌دهد که افراد حاضر در بازار، در پیش‌بینی

سهام‌داران نهادی دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری اطلاعات بوده و به اطلاعات داخلی با ارزش درباره چشم‌اندازهای شرکت و استراتژی‌های تجاری دسترسی دارند

وجود یک رابطه همبستگی منفی بین سودهای اختیاری غیرمنتظره و بازده غیرعادی جمع شونده را برای دوره زمانی دو روز قبل از اعلام رسمی سود فصلی برای شرکت‌هایی با ترکیب سهام‌داران نهادی بالا به دست آوردند. اما این رابطه در مورد سایر شرکت‌ها وجود نداشت.

بنابراین همچنان که انتظار می‌رفت عکس‌العمل سهام‌داران ماهر جلوتر از سهام‌داران غیرماهر انجام می‌شود. با وجود این، آنها برای هر دو نوع شرکت هیچ گونه رابطه معناداری بین سود اختیاری غیر منتظره و بازده غیرعادی جمع شونده در روز اعلام سود فصلی مشاهده نمودند. لذا به طور کلی نتایج تحقیق آنها نشان داد که سهام‌داران کارکشته بهتر در جریان اطلاعات قرار می‌گیرند و قیمت سهام شرکت‌هایی که سهام‌داران نهادی بیشتری دارند، این واقعیت را منعکس می‌نماید. به عبارت دیگر هر چه میزان سهام‌داران نهادی در ترکیب سهام‌داران افزایش می‌یابد، قیمت سهام بخش بزرگ‌تری از اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را نسبت به سود جاری منعکس می‌نماید.

نقش سهام‌داران نهادی در

هر چه میزان سهام‌داران

نهادی در ترکیب

سهام‌داران افزایش یابد،

قیمت سهام بخش بزرگ‌تری

از اطلاعات مرتبط با

سودهای آتی را نسبت به

سود جاری منعکس می‌نماید

عدم تقارن اطلاعات

در این زمینه تحقیقات مختلفی انجام شده است که از آن جمله می‌توان به تحقیقات انجام شده توسط جاکوبسون و آکر^۳ (۱۹۹۳) و همچنین جیانگ و کیم^۴ (۲۰۰۰) اشاره نمود. تحقیق اول به بررسی مقایسه‌ای عدم تقارن اطلاعات بین بازار سرمایه ژاپن و آمریکا پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد که بازار سرمایه ژاپن اطلاعات مربوط به سودآوری آتی را زودتر از بازار سهام آمریکا در قیمت سهام منعکس می‌سازد. چرا که به دلیل ساختار مالکیتی شرکت‌ها، سهام‌داران ژاپنی در مقایسه با آمریکایی‌ها از چشم اندازهای آتی

کند. زیرا قیمت‌های جاری سهام با افزایش مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، سودهای آتی را بیشتر منعکس می‌نماید. در حقیقت در شرکت‌هایی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالکیت بیشتری دارند، به نظر می‌رسد قیمت‌های جاری سهام، اطلاعات غیر مالی مرتبط با آینده را بیشتر منعکس می‌نمایند.

نقش سهام‌داران نهادی در انعکاس اطلاعات سود

فصلی در قیمت سهام قبل از اعلام عمومی آن

بالسام، بارتو و مارکوارت^۱ (۲۰۰۰) به ارزیابی نقش سهام‌داران نهادی به عنوان سهام‌داران کارکشته در انعکاس سریع سودهای فصلی در قیمت سهام قبل از اعلام رسمی سود پرداختند. آنها ادعا نمودند که سهام‌داران کارکشته می‌توانند مدیریت سود توسط شرکت‌ها را به آسانی و بسیار سریع‌تر از سهام‌داران غیر ماهر شناسایی نمایند. برای مثال آنها می‌توانند اثرات مدیریت سود را در مورد سود فصلی قبل از اعلام رسمی آن در نظر بگیرند. زیرا آنها به منابع بسیار به موقع دیگری دسترسی دارند.

(برای مثال ارتباطات تلفنی و مکالمات خصوصی با مدیریت شرکت).

نتایج تحقیق آنان نشان داد یک رابطه منفی بین سودهای اختیاری غیرمنتظره^{۱۱} با بازده غیرعادی جمع شونده^{۱۲} در فاصله ۱۷ روزه از تاریخ اعلام رسمی سود فصلی وجود دارد. آنان با در نظر گرفتن سهام‌داران نهادی به عنوان سهام‌داران کارکشته، دریافتند که ارتباط فوق به طور منظم بین شرکت‌های مختلف متفاوت می‌باشد. رابطه مزبور تنها برای شرکت‌هایی که مالکیت آنها در اختیار سهام‌داران نهادی کمتری است، از نظر آماری با اهمیت است. آنها همچنین

شرکت‌ها بهتر آگاهند.

هر چند تحقیق دوم نیز به اثرات عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهام‌داران در رابطه با سودآوری از نظر زمان و مقدار می‌پردازد. لیکن این تحقیق تفاوت با اهمیتی با تحقیق جاکوبسون دارد. تحقیق آنها بر تفاوت‌های عدم تقارن اطلاعات بین شرکت‌های ژاپنی بسته به سطح مالکیت آنها توسط شرکت‌های دیگر پرداخته است. طبق نتایج تحقیق اخیر هر میزان سطح مالکیت نهادی در شرکت‌های ژاپنی افزایش می‌یابد، عدم تقارن اطلاعات کمتری بین مدیران شرکت و سایر اشخاص ذی نفع در بازار وجود خواهد داشت. بنابراین در شرکت‌هایی که میزان مالکیت نهادی در آنها بیشتر است، قیمت سهام اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را سریع‌تر از شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، منعکس می‌کند.

نقش کنترلی بازار از طریق سهام‌داران اقلیت بر رابطه بین مالکیت متمرکز و عملکرد شرکت

وجود ترکیب سهام‌داران متفاوت در شرکت‌ها، انگیزه لازم برای انجام مطالعاتی در زمینه اثرات ترکیب مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها را فراهم نموده است. مطالعات مختلفی در این زمینه انجام شده است، که نتایج حاصل از آنها خیلی مبهم بوده و با هم یکسان نمی‌باشد. تئوری نمایندگی عمدتاً به عنوان رابطه بین ترکیب مالکیت و عملکرد شرکت مورد استفاده قرار گرفته و تفاوت‌های موجود در عملکرد بین شرکت‌های متمرکز و غیرمتمرکز از نظر مالکیت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. تئوری نمایندگی فرض می‌کند که مدیران و سهام‌داران منافع متضادی دارند. به طور خاص سهام‌داران به دنبال حداکثر کردن ثروت و سود خود

می‌باشند. در حالی که مدیران به دنبال حداکثر نمودن منافع شخصی خود بوده و استراتژی‌های غیر از حداکثر نمودن سود را دنبال می‌کنند. از این نقطه نظر تمرکز مالکیت به عنوان راه حلی برای مشکل غیر همسو بودن منافع عمل نموده و با سودآوری بالا همبستگی مثبتی دارد. (اوزر و یاماگ، ۲۰۰۴)^{۱۵}

تامسن و پیدرسن دریافتند که رابطه

مثبتی بین مالکیت متمرکز و

عملکرد اقتصادی وجود دارد.

با وجود این، این رابطه

غیر خطی بوده و تمرکز مالکیت

بیش از سطح خاصی، اثرات معکوس

و منفی بر عملکرد دارد.

دمسز و لین^{۱۶} (۱۹۸۵) اظهار داشتند که مالکیت متمرکز یک عامل درون‌زایی باشد که موجب توازن مخارج و منافع مالکیت شده است و رابطه معناداری بین مالکیت متمرکز و سود حسابداری وجود ندارد. از طرفی بررسی جامع مطالعات مختلف در زمینه ارتباط بین مالکیت و عملکرد شرکت از جمله تحقیق انجام شده توسط

شورت^{۱۷} (۱۹۹۴) نشان می‌دهد که اکثر مطالعات شواهدی برای بالا بودن سودآوری در شرکت‌هایی که تحت کنترل مالکین هستند در مقایسه با شرکت‌هایی که تحت کنترل مدیران هستند ارائه نموده‌اند. با وجود این گداجلوویچ و شاپیرو^{۱۸} (۱۹۹۸) اظهار داشتند که رابطه بین تمرکز مالکیت و سودآوری به شرایط جامعه بستگی دارد و بسته به اثرات سیستمی کشورهای مختلف می‌تواند متفاوت باشد.

تامسن و پیدرسن^{۱۹} (۲۰۰۰) دریافتند که رابطه مثبتی بین مالکیت متمرکز و عملکرد اقتصادی وجود دارد. هر چند، این رابطه غیر خطی بوده و تمرکز مالکیت بیش از سطح خاصی، اثرات معکوس و منفی بر عملکرد دارد. آنها اعلام کردند که علاوه بر رابطه نمایندگی بین مدیریت و مالکیت، هویت مالکین در ساختار مالکیت نیز عامل مهمی است که چشم پوشی می‌شود. هویت مالکین یک عامل مؤثر بر عملکرد شرکت می‌باشد. زیرا منعکس‌کننده استراتژی‌های اهداف سودآوری متفاوت بسته به تفاوت مالکین کنترل‌کننده می‌باشد. این یافته‌ها، مفروضات نظریه نمایندگی را در زمینه

سهام‌داران کنترل کننده یا داخلی به نظام و نظارت بازار پاسخ خواهند داد؟ در پاسخ به این سؤال اوزر و یاماک به بررسی اثرات کنترلی مازاد بر رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت پرداختند. به عبارت دیگر به دنبال این موضوع بودند که چگونه حضور و میزان سهام‌داران جز بر رابطه بین زمینه‌های مختلف عملکرد شرکت و سهام‌داران تمرکز مالکیت تأثیر می‌گذارد. علاوه بر این آنها به دنبال تحقیق تامسن و پیدرسن (۲۰۰۰) این موضوع را بررسی کردند که آیا تفاوت در هویت سهام‌داران کنترل کننده بر اثر بازار بر عملکرد شرکت‌های مزبور موثر است.

اوزر و یاماک شرکت‌های موجود در بازار سهام استانبول را که کلاً شامل ۲۹۹ شرکت در پایان سال ۱۹۹۹ بود به عنوان نمونه اولیه خود در نظر گرفتند که از بین آنها ۲۰۴ شرکت دارای سهام‌دار عمده کنترل کننده بود که پس از حذف شرکت‌های سرمایه‌گذار، نمونه آنها مشتمل بر ۱۵۳ شرکت گردید. با این نمونه آنها به دنبال

بررسی این موضوع بودند که آیا وجود سهام‌داران جزء در ترکیب سهام‌داران همزمان با سهام‌داران کنترل کننده بر عملکرد شرکت تأثیر دارد و آیا ماهیت سهام‌دار کنترل کننده بر روابط مزبور مؤثر است. ایشان متغیرهایی از قبیل بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده فروش، نرخ رشد فروش و گردش دارایی‌ها را به عنوان معیارهایی برای عملکرد شرکت در نظر گرفتند.

نتایج حاصل از تحقیق آنها نشان می‌دهد که رابطه بین ترکیب مالکیت و عملکرد شرکت تنها برای متغیرهای بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام با اهمیت است و نرخ سود و بازده فروش ارتباط معنادار با ترکیب سهام‌داران نداشتند. ایشان یکی از دلایل آن را تعیین دو عامل مزبور از

اهداف سهام‌داران و حداکثر نمودن سود آزمون کرد. سهام‌داران کنترل کننده با ماهیت‌های متفاوت، به دنبال اهداف سودآوری و استراتژی‌های متفاوتی هستند که منجر به عملکرد متفاوتی می‌شود.

بر خلاف مالکیت متمرکز، در شرایط وجود مالکیت توزیع شده و گسترده، سهام‌داران دیگر نمی‌توانند در سیاست‌گذاری شرکت حضور داشته باشند. در این حالت مدیران شرکت را پیش می‌برند و اتحاد منافع بین مدیران و سهام‌داران به وسیله انتخاب مدیران مناسب، نظارت بر آنها و در صورت لزوم جایگزینی آنها از طریق بازار سرمایه صورت می‌گیرد.

شواهد مرتبط با شرکت‌هایی با ترکیب مالکیت بسیار متمرکز، که خود را در معرض نظام و نظارت بازار قرار داده‌اند، نظام راهبری شرکت پیچیده‌ای را نشان می‌دهد. حضور هم‌زمان سهام‌دار کنترل کننده و سهام‌داران جز پراکنده در شرکت‌ها در شرایطی که حفاظت از سهام‌داران اقلیت در

بازار ضعیف است، اثر نظارتی بازار را زیر سؤال می‌برد. اوزر و یاماک (۲۰۰۴) به تحقیق این موضوع پرداختند که آیا وجود و میزان کنترل بازار از طریق سهام‌دار جز در شرایطی که ترکیب سهام‌داران متمرکز وجود دارد، به تفاوت در عملکرد شرکت منجر می‌شود. طبق تحقیق ملو^{۲۰} و پارسونز^{۲۱} (۱۹۹۸) سهام‌داران بزرگ و متمرکز یک نقش نظارتی ایفا می‌کنند که ارزش سهام را برای سهام‌داران اقلیت افزایش می‌دهد.

با وجود آن پورتا و دیگران^{۲۲} (۲۰۰۰) معتقدند که تمرکز مالکیت می‌تواند به افراد درون سازمانی (مدیران و مالکین) فرصت انتقال منافع اقلیت به اکثریت را فراهم سازد. در چنین شرایطی که سهام‌داران کنترل کننده می‌توانند نقش‌های متضادی را بازی کنند، این سؤال پیش می‌آید که آیا

بر خلاف مالکیت متمرکز، در شرایط وجود مالکیت توزیع شده و گسترده، سهام‌داران دیگر نمی‌توانند در سیاست‌گذاری شرکت حضور داشته باشند

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

شرکت‌های سهامی عام با درجات متفاوتی با مشکل نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین سهام داران مواجه هستند و نوع مشکلات نمایندگی یک شرکت تحت تأثیر ساختار مالکیت سهام آن شرکت می باشد طبق تحقیقات رو^{۲۷} (۱۹۹۴) زمانی که مالکیت همانند کشور آمریکا و انگلیس پراکنده باشد مشکل نمایندگی از تضاد منافع مدیران و سهام داران ناشی می شود. که در حالیکه طبق پژوهش شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) زمانی که تمرکز مالکیت به حدی افزایش می یابد که یک مالک کنترل مؤثر یک شرکت را داشته باشد، ماهیت مشکل نمایندگی از تضاد منافع بین مدیران و سهام داران به تضاد منافع سهام داران اکثریت و اقلیت تغییر می یابد. که این نوع دوم مشکل نمایندگی می باشد.

شرکت‌های شرق آسیا همانند بسیاری از شرکت‌های خارج از آمریکا و انگلیس با مشکل نمایندگی از نوع دوم مواجه هستند. به عبارت دیگر وقتی سهام دار عمده کنترل مؤثر شرکت را به دست می آورد، تصمیمات وی ممکن است منجر به انتقال منافع سهام داران اقلیت به اکثریت شود.

سهام داران اکثریت حق رای بیشتری نسبت به حق دریافت سود سهام دارند. انگیزه سهام دار اکثریت برای انتقال منافع سهام داران اقلیت به نفع خود با

بزرگ تر شدن فاصله بین حق رای و حق سود سهام افزایش می یابد. این بدین دلیل است که میزان حق رای بیشتر، به سهام داران اکثریت قدرت بیشتری برای انتقال منافع شرکت به نفع خویش می دهد. در حالی که هر چه حق دریافت سود سهام کمتر باشد سهم آنها از زیان حاصل از انتقال ثروت به نحو فوق کمتر خواهد بود. در شرایطی که یک سهام دار به طور اثربخش یک شرکت را کنترل می نمایند، تولید اطلاعات حسابداری و خط مشی گزارشگری را نیز تحت کنترل خواهد

طریق شرایط رقابتی بازار نه ترکیب سهام داران دانستند. طبق تحقیق ایشان سطح تمرکز تأثیری بر عملکرد شرکت نداشته است و صرفاً وجود تمرکز مهم بوده است. وجود سهام داران جزء هم اثرات نظارتی بر عملکرد شرکت‌های با سهام داران متمرکز داشته است. به طوری که در مورد دو عامل بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام، افزایش درصد مالکیت سهام داران جزء، اثر منفی بر عملکرد شرکت هم داشته است. این امر می تواند نشانگر افزایش عدم هم سوئی بین سهام داران جز و سهام داران کنترل کننده باشد.

ترکیب فامیلی سهام داران شرکت‌ها و تأثیر آن بر محتوی اطلاعاتی سود حسابداری

فان و وانگ^{۲۳} (۲۰۰۰) درصد آزمون میزان تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌ها در ۷ کشور آسیای شرقی بر میزان قابلیت اتکای اطلاعات حسابداری گزارش شده بودند. به عبارت دیگر آنها آزمون کردند که چگونه ترکیب سهام داران قابلیت اتکای سود حسابداری و لذا محتوی اطلاعاتی این سودها برای سرمایه گذاران راتحت تأثیر قرار می دهد. در شرق آسیا مالکیت شرکت‌ها بسیار متمرکز است. طبق گزارش ایشان کنترل بیش از ۷۰٪ از شرکت‌های شرق آسیا (بغیر از ژاپن) که با معیار میزان حق رای اندازه گیری می شود در دست فامیل‌ها متمرکز شده است.

طبق تحقیقات ایجاد شده توسط شلیفر و ویشنی^{۲۴} (۱۹۹۷)، لاپورتا و دیگران^{۲۵} (۱۹۹۹) و جانسون و دیگران^{۲۶} (۲۰۰۰) در چنین شرایطی که تمرکز مالکیت وجود دارد، تضاد منافع بین مالکین اکثریت و اقلیت بوجود می آید و لذا تصمیمات سهام داران اکثریت ممکن است منجر به انتقال منافع اقلیت به اکثریت شود.

وقتی سهام دار بزرگ

کنترل مؤثر شرکت

را به دست می آورد،

تصمیمات او ممکن است

طجز به انتقال منافع

سهام داران اقلیت

به نفع خودشان شود

داشت. اگر تفاوت فاحش بین حق رای با حق دریافت سود سهام دلالت بر این داشته باشد، بازار انتظار دارد که سهام داران اکثریت اطلاعات حسابداری را به گونه‌ای گزارش کنند که به جای اینکه واقعیات معاملات اقتصادی شرکت را نشان دهد، اطلاعات متضمن منافع شخصی خود را گزارش نماید؛ این کاهش در قابلیت اتکا سودهای حسابداری محتوی اطلاعاتی سودهای مزبور را در مورد قیمت سهام کاهش می‌دهد. بنابراین، فان و وانگ (۲۰۰۰) فرضیه‌ای را بنا نهادند که محتوی اطلاعاتی سود حسابداری شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران برونی با افزایش میزان حق رای سهام داران اکثریت فامیلی و میزان اختلاف بین حق رای و حق دریافت سود سهام آنها، کاهش می‌یابد.

انتظار می‌رود که رابطه بین ترکیب سهام داران و اطلاعات حسابداری در شرق آسیا با آمریکا به دلیل تفاوت در نوع ترکیب سهام داران متفاوت باشد. (جاکوبسون و آکر، ۱۹۹۳) ادبیات مربوط به مالکیت سهام شرکت‌ها و اطلاعات حسابداری بر شرکت‌های آمریکایی متمرکز است که نوعاً مالکیت در آنها برخلاف شرق آسیا غیر متمرکز می‌باشد. تحقیقات وارفیلد و دیگران^۸ (۱۹۹۵) نشان داده‌اند که افزایش در مالکیت مدیریتی یا مالکیت نهادی مشکل نمایندگی را بین مدیران و سهام داران کاهش می‌دهد. که منجر به کاهش انگیزه و فرصت‌های مدیران برای دست کاری سود می‌نماید. لذا محتوی اطلاعاتی سود حسابداری برای قیمت افزایش می‌یابد.

با این حال انتظار می‌رود که این رابطه بین مالکیت سهام و اطلاعات حسابداری در شرکت‌های شرق آسیا به خاطر تفاوت در میزان تمرکز مالکیت فامیلی و مشکل نمایندگی حاصل از

آن کاربرد نداشته باشد.

از آنجایی که خانواده‌ها اکثریت سهام شرکت‌های شرق آسیا را در اختیار دارند، لذا فان و وانگ (۲۰۰۰) نقش کنترل خانوادگی در محتوی اطلاعاتی سود را نیز مورد بررسی قرار دادند. همچنین به خاطر بحران مالی آسیا یک مسأله مورد توجه فزاینده این است که شرکت‌هایی که اکثر سهام آنها به صورت خانوادگی کنترل می‌شوند، در مقابل سهام داران اقلیت پاسخ گو نبوده و تمایلی برای افشا برنامه‌های تجاری خود به بیرون از شرکت ندارند. کره جنوبی اولین کشور آسیایی است که زبان‌های بالقوه تسلط خانوادگی در شرکت‌ها را شناخته و اصلاحاتی را برای مهار نمودن مالکیت خانوادگی در شرکت‌های بسیار بزرگ اعلام نموده است.

هر چند برخی از اصلاح‌گران گمان می‌کنند که کنترل خانوادگی شرکت‌های شرق آسیا منجر به گزارش‌گری ناکافی شرکت‌ها می‌شود. فان و وانگ به بررسی این موضوع پرداختند که آیا کنترل فامیلی به تنهایی تأثیر منفی بر محتوی اطلاعاتی سود دارد. سپس به بررسی ساختار حق رای و حق جریان نقد و ارتباط آنها به محتوی اطلاعاتی سود پرداخته‌اند. در نتیجه بررسی آنها مشخص شد که در شرق آسیا حق رای سهام داران اکثریت و اختلاف فاحش آن با حق وجوه نقد، دارای تأثیر منفی بر محتوی اطلاعات سود می‌باشد. این اثر از طریق رابطه بین سود و بازده اندازه‌گیری می‌شود.

موارد فوق‌الذکر با این فرضیه تطابق دارد که خطر انتقال منافع توسط سهام داران اکثریت بِنفع خود (که با شاخص اختلاف حق رای با حق وجوه نقد بیان شده است) قابلیت اتکای سود حسابداری و محتوی اطلاعاتی آن سود در رابطه با

در شرق آسیا

حق رای سهام داران اکثریت

با حق دریافت سود سهام،

دارای تأثیر منفی بر محتوای

اطلاعات سود است.

این اثر از طریق رابطه

بین سود و بازده

اندازه‌گیری می‌شود

معامله مکرر و تمرکز بر کوتاه مدت توسط سهام‌داران نهادی، این انگیزه را برای مدیران ایجاد می‌کند تا از ناکامی در سود دوری کنند. زیرا ممکن است موجب شود سرمایه‌گذاران نهادی بسیار بزرگ، سهام خود را فروخته و سبب ایجاد کاهش ارزش موقت در قیمت سهام شرکت شوند.

بر خلاف نظریه فوق دیگران از جمله مانکس و مینو^{۲۹} (۱۹۹۵) و دوبرزینکسی^{۳۰} (۱۹۹۳) اعتقاد دارند که سهامدار بزرگ بودن و کارگشته بودن سرمایه‌گذاران نهادی به آنها اجازه می‌دهد تا مدیران شرکت‌ها را منضبط کرده و بر آنها نظارت نمایند. این امر موجب ایجاد اطمینان در مدیران جهت انتخاب سطحی از سرمایه‌گذاری می‌شود که نتیجه آن حداکثر نمودن ارزش بلندمدت شرکت به جای اهداف کوتاه مدت سودآوری است.

بوش^{۳۱} (۱۹۹۸) این دو نگرش رقیب را مورد آزمون قرار داد. بدین صورت که آیا انگیزه مدیران برای کاهش مخارج تحقیق و توسعه و دوری از گزارش سود کمتر، توسط سهام‌داران نهادی کاهش می‌یابد یا زیاد می‌شود. وی در نمونه مورد آزمون خود شرکت‌هایی را انتخاب کرد که سود قبل از مخارج تحقیق و توسعه آنها نسبت به سال قبل کمتر بود لیکن در صورت کاهش مخارج تحقیق و توسعه می‌توانست برعکس شود. وی در تحقیق خود بررسی کرد که آیا در این شرکت‌ها درصد مالکیت نهادی بر احتمال اینکه مدیران هزینه‌های تحقیق و توسعه را برای جلوگیری از کاهش مورد انتظار سود حذف کنند، مؤثر است یا خیر.

نتایج حاصل از تحقیقات ایشان نشان داد در شرکت‌هایی که درصد مالکیت نهادی کمتر است، مدیران تمایل زیادی به کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه و در نتیجه بالا بردن سود

قیمت سهام را کاهش می‌دهد. نتایج فان و وانگ (۲۰۰۰) نشان می‌دهد که کنترل خانوادگی به طور کلی بر روی محتوی اطلاعاتی سود اثر منفی ندارد. تنها شرکت‌هایی که سهام‌داران اکثریت آنها حق رای بالایی داشته و اختلاف حق رای با حق دریافت سود سهام نیز زیاد باشد، سود با محتوی اطلاعات پایین گزارش می‌نمایند. نتایج آنان در صورت کنترل تحقیق برای متغیرهایی از قبیل اندازه شرکت، ارزش روز به ارزش دفتری دارایی‌ها، اهرم، تعداد صنایع فعال توسط بخش‌های مختلف شرکت و تاریخ متغیر شروع و اتمام دوره بازده سهام نیز، صحیح است.

نفس سهام‌داران نهادی بر توجه شرکت به سرمایه‌گذاری بلندمدت با سود کوتاه مدت

تمایل اشخاص فعال در بازار سرمایه در تمرکز بر کوتاه مدت موجب ایجاد فشار بر مدیران برای فدا کردن سرمایه‌گذاری بلندمدت به منظور حفظ رشد سود کوتاه مدت می‌باشد. بر اساس این سناریو رفتار سرمایه‌گذاری کوتاه بینانه نوعی مدیریت سود می‌باشد که احتمالاً زمانی رخ می‌دهد که مدیریت با شرایطی مواجه می‌شود که باید بین رسیدن به اهداف سودآوری و انجام سرمایه‌گذاری یکی را انتخاب نماید. از آنجایی که سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ‌ترین گروه از سهام‌داران را تشکیل می‌دهند، نقش آنها در ایجاد یا کاهش فشار بر مدیران برای تغییر از تمرکز بر سرمایه‌گذاری بلندمدت به توجه به کسب سود جاری، می‌تواند خیلی مهم باشد. تحقیقات انجام شده در این زمینه دو نگرش متضاد و رقیب در مورد عملکرد سهام‌داران نهادی ارائه می‌دهند. بسیاری از منتقدین از جمله پرت^{۳۲} (۱۹۹۲) اظهار می‌دارند که

رفتار سرمایه‌گذاری کوتاه بینانه

نوعی مدیریت سود می‌باشد

که احتمالاً زمانی رخ می‌دهد

که مدیریت با شرایطی مواجه

می‌شود که باید بین رسیدن

به اهداف سودآوری

و انجام سرمایه‌گذاری.

یکی را انتخاب نماید.

اختیار داشته باشند. در غیر این صورت اقدامات مالکیت نهادی در جهت کاهش فشار به مدیریت برای رفتار کوتاه بینانه خواهد کرد.

رابطه بین ترکیب سهام داران و ساختار سرمایه

ترکیب مالکیت شرکت می تواند از طریق کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهام داران، بر عملکرد شرکت تأثیر بگذارد. برخی از محققین با گسترش چارچوب نمایندگی به آزمون فرضیات مربوط به رابطه بین ترکیب سهام داران و ساختار سرمایه شرکت پرداختند. نتایج حاصل از تحقیقات انجام شده در این زمینه توسط بریلس فورد و دیگران^{۳۲}

(۱۹۹۹) شواهدی فراهم کردند که نشان می دهد توزیع مالکیت سهام شرکت بین مدیران شرکت و سهام داران عمده بیرون از شرکت ارتباط اساسی با اهرم مالی شرکت دارد. نتایج مزبور نشان می دهد که سطوح مالکیت عمده بیرونی ارتباط مثبتی با سطح اهرم مالی شرکت دارد. این نتایج تأیید کننده فرضیه نظارت فعال^{۳۳} می باشد طبق این فرضیه سهام داران عمده

بیرونی انگیزه قوی تر و توانایی نظارت بر مدیریت را دارند و در نتیجه آن، فرصت طلبی مدیریت کاهش می یابد. در صورت عدم نظارت فعال فوق بر مدیریت، مدیران شرکت اهرم مالی شرکت را به منظور کاهش ریسک استخدام خود، به پایین تر از سطح بهینه خواهند رساند. چون در صورت بالا بودن اهرم احتمال عدم موفقیت شرکت و اخراج مدیر افزایش می یابد. طبق فرضیه هم سویی منافع^{۳۴} که توسط جنسن و مکلینگ^{۳۵} (۱۹۷۶) ارائه شده است، مالکیت سهام توسط مدیریت می تواند موجب کاهش انگیزه مدیریت برای انتقال ثروت سهام داران به نفع خود و سایر رفتارهای مشابه غیر بهینه برای سهام داران شده سبب برقراری هم سویی

به سطح سال قبل دارند. نتایج فوق نشان می دهد که سهام داران نهادی نوعاً نقش نظارتی یا سرمایه گذار کارگشته بودن را در مقایسه با سهام داران شخصی ایفا می کنند. در نتیجه انگیزش مدیران برای مدیریت سود از طریق عدم انجام سرمایه گذاری کاهش می یابد. عدم وجود شواهد در مورد اینکه سهام داران نهادی موجب ایجاد انگیزه در مدیران برای رفتار سرمایه گذاری کوتاه بینانه می شوند، احتمال افزایش انگیزش مدیران برای دستکاری سود توسط مالکیت عمده نهادی را منتفی نمی سازد.

لذا در تحقیق مزبور نهادها بر اساس رفتار سرمایه گذاری گذشته خود به گروه هایی طبقه بندی شده اند تا آزمون شود

که آیا نهادها با افق سرمایه گذاری کوتاه مدت موجب تشویق به رفتار سرمایه گذاری کوتاه بینانه می شوند و برعکس نهادهایی با افق سرمایه گذاری بلند مدت موجب ممانعت از آن می شوند. نتایج حاصله نشان داد که در صورت مالکیت عمده شرکت توسط سرمایه گذاران موقت، (که دارای گردش پرتفوی بالایی بوده و استراتژی معاملاتی لحظه ای دارند و برای مثال با یک

خبر خوب سهام می خردند و با خبر بد سهام را می فروشند) احتمال اینکه مدیران تحقیق و توسعه را حذف کرده و سود را مدیریت کننده به طور عمده ای افزایش می یابد. نتایج فوق این ادعا را تأیید می کند که معاملات سنگین نهادی بر اساس سود جاری منجر به رفتار سرمایه گذاری کوتاه مدت توسط مدیران شرکت ها می شود. البته صرفاً زمانی که این نهادها اکثریت مالکیت را در اختیار داشته باشند.

به طور خلاصه نتایج حاصل از تحقیق بوش نشان می دهد که گردش بالا و معاملات با حجم بالا توسط سهام داران نهادی زمانی می تواند سبب تشویق رفتار سرمایه گذاری کوتاه بینانه شود که سرمایه گذاران نهادی اکثریت مالکیت شرکت را در

می رسد (میانگین ۳۳/۲۵٪) اثر تثبیت، اثرات هم‌سویی منافع را تحت الشعاع قرار می‌دهد و منجر به افزایش رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت شده موجب کاهش بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت می‌شود.

در تحقیق مزبور همچنین رابطه بین سهام‌داران عمده و اهرم مالی هم‌زمان با تغییر در درصد مالکیت سهام توسط مدیران نیز مورد بررسی قرار گرفت. به عبارتی طبق تحقیق فوق، در سطوح پایین درصد مالکیت مدیران، اثرات نظارتی سهام‌داران عمده بیرونی به همراه اثر هم‌سویی منافع مالکیت سهام توسط مدیران منجر به رابطه مثبت بین مالکیت عمده بیرونی و اهرم می‌شود. با وجود این در سطوح بالای درصد مالکیت مدیران، اثرات تثبیت مالکیت مدیران موجب خنثی شدن اثر نظارتی سهام‌داران عمده شده و اثر سهام‌داران عمده بیرونی از بین می‌رود.

نقش سرمایه‌گذاران خارجی در عدم تقارن اطلاعات و عملکرد شرکت

برخی از مطالعات نشان می‌دهند که عملکرد سرمایه‌گذاران داخلی در بازار سهام بهتر از سرمایه‌گذاران برونی می‌باشد. برای مثال چویی، خو و شولز^{۲۹} (۲۰۰۱) نشان دادند که سرمایه‌گذاران برونی قبل از ایجاد یک بازده منفی در بازار عمدتاً خریدار هستند و قبل از یک بازده غیرعادی مثبت عمدتاً فروشنده هستند. این در حالی است که برخی مطالعات دیگر عکس این را اعلام نمودند. برای مثال سیشولز^{۳۰} (۲۰۰۰) نشان داد که سهامداران خارجی به طور سیستماتیک سهام‌ها را قبل از اعلام سود مثبت جمع می‌کنند، و قبل از یک خبر منفی سود، آنها را می‌فروشند.

ووچان کیم^{۳۱} (۲۰۰۲) معتقد است که چنین نتایج متضاد از آنجاست می‌شود که عملکرد نسبی سهام‌داران داخلی

منافع بین مدیریت و سهام‌داران شود. این فرضیه هم‌سویی توسط فاما و جنسن^{۳۲} (۱۹۸۳) مورد چالش قرار گرفت. به طوری که آنها اعلام کردند که مالکیت سهام توسط مدیران، اثرات منفی بر تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران دارد. به گونه‌ای که به جای کاهش مشکلات انگیزه‌ای مدیران، مالکیت سهام توسط مدیران می‌تواند موجب تثبیت جایگاه تیم مدیریت شرکت شده و آنها را به سمت اقدامات فرصت طلبانه مدیریتی بکشانند که این نگرش، فرضیه تثبیت^{۳۷} نامیده می‌شود. ترکیب فرضیه‌های هم‌سویی منافع و تثبیت، یک رابطه منحنی شکل را بین درصد مالکیت مدیران و ارزش شرکت فراهم نمود. مطالعه مک کونل و سرواس^{۳۸} (۱۹۹۵) یک رابطه منحنی شکل بین درصد مالکیت مدیران و ارزش شرکت ارائه نمود. به گونه‌ای که در سطوح پایین درصد مالکیت سهام توسط مدیریت به خاطر اثرات هم‌سویی منافع

ارزش شرکت افزایش می‌یابد. ولی زمانی که درصد مالکیت مدیریت زیاد می‌شود، فرضیه تثبیت صدق پیدا نموده و موجب افزایش مشکل تضاد منافع نمایندگی شده و ارزش شرکت کاهش می‌یابد.

بریس فورد و دیگران (۱۹۹۹) اثرات ترکیب سهام‌داران مدیریتی بر ساختار سرمایه شرکت و استفاده از اهرم مالی را با استفاده از اطلاعات ۲۱۶ شرکت استرالیایی

مورد آزمون قرار دادند. نتایج تحقیق آنها نیز یک رابطه منحنی شکل بین درصد مالکیت سهام توسط مدیریت و درجه اهرم مالی را نشان داد. نقطه ماکزیمم در این منحنی در ۳۳/۲۵٪ مالکیت سهام توسط مدیریت بوده است. این نتایج دو فرضیه هم‌سویی منافع و تثبیت را به صورت موازی در نظر می‌گیرد. در سطوح پایین درصد مالکیت مدیران، مالکیت مدیران اثر اتحاد منافع سهام‌داران و مدیران را ایجاد می‌کند. با وجود این وقتی که درصد مالکیت مدیران به نقطه خاصی

مطالعه مک کونل و سرواس

یک رابطه منحنی شکل

بین درصد مالکیت مدیران

و ارزش شرکت ارائه نمود

به گونه‌ای که در سطوح پایین

درصد مالکیت سهام توسط مدیریت

به خاطر اثرات هم‌سویی

منافع ارزش شرکت افزایش می‌یابد

نتیجه قابل اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعات، یعنی تأثیر آن بر زمان و مقدار رابطه بین سود و بازده معطوف می‌باشد. به طور اخص آنها این فرضیه را بسنا نهادند که چون درصدمالکیت سهام‌داران خارجی رابطه معکوسی با عدم تقارن اطلاعات در بازار دارد، در شرکت‌هایی که درصد سهام‌داران خارجی بیشتر است، عملکرد سود شرکت از نظر زمانی سریع‌تر پیش بینی شده و در قیمت‌های سهام منعکس می‌شود.

آنها نسبت اثر تغییرات سود آتی به سود جاری بر بازده جاری سهام را مورد آزمون قرار دادند. معیار مزبور برای عدم تقارن اطلاعات در مورد شرکت‌هایی با سهام‌داران خارجی کم در مقایسه با شرکت‌هایی با سهام‌داران خارجی زیاد بیشتر بوده و لذا نتایج حاصل فرضیات آنها را تایید نمود. نتایج فوق در آزمون‌های بعدی آنها با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی از قبیل درصد مالکیت سهام‌داران نهادی به قوت خود باقی ماند.

علاوه بر آزمون‌های فوق آنها عوامل خاص شرکتی را، که می‌تواند بر درصد مالکیت سهام‌داران خارجی تأثیر گذارد مورد آزمون قرار دادند. طبق نتایج حاصله سرمایه‌گذاران خارجی به نگهداری سهام شرکت‌های بزرگ، شرکت‌هایی با معیارهای حسابداری عملکرد خوب و اهرم مالی پایین تمایل دارند. شرکت‌های خارجی همچنین به نگهداری سهام با درصد مالکیت نهادی داخلی کمتر تمایل بیشتری دارند. به طور کلی نتایج حاصل از تحقیق آنها نشان داد که شرکت‌های خارجی پردازش‌گر خوبی برای اطلاعات عمومی بوده و به شرکت‌هایی جذب می‌شوند که عدم تقارن اطلاعات کمتری دارند. لذا طبق نتایج این تحقیق بهبود شفافیت بازار یا کاهش عدم تقارن اطلاعات، در صورتی که اهداف تنظیم‌کنندگان بازار سهام جذب سرمایه‌گذاران خارجی به بازار سرمایه باشد، موضوع مهم و اساسی می‌باشد.

نقد و بررسی

نقش ترکیب سهام‌داران در نظام راهبردی شرکت از جنبه‌های مختلف مورد توجه محققین زیادی قرار گرفته است. به طوری که طبق برخی از این تحقیقات سهام‌داران

خارجی به بیش از یک عامل بستگی داشته و به سه عامل عدم تقارن اطلاعات، کارکشته بودن سرمایه‌گذار و نقدینگی بازار بستگی دارد. لذا تحقیقاتی که عمدتاً در برگیرنده اثرات عدم تقارن اطلاعات می‌باشند، تمایل به نشان دادن عملکرد بهتر سرمایه‌گذاران داخلی نسبت به خارجی دارند. بر عکس مطالعاتی که عمدتاً در برگیرنده اثر عامل کارکشته بودن سهام‌داران هستند، عملکرد بهتر سهام‌داران خارجی را نشان می‌دهند.

کیم (۲۰۰۲) با استفاده از اطلاعات ۴ ساله معاملات روزانه بازار سهام کره تأثیر عوامل سه‌گانه فوق‌الذکر را مورد آزمون قرار داد. نتایج حاصله از تحقیق وی حاکی از آن است که در شرکت‌های بزرگ که مشکل عدم تقارن اطلاعات کمتر است. سهام‌داران خارجی بهتر از سهام‌داران داخلی عمل می‌کنند که منعکس‌کننده درجه کارکشته بودن سهام‌داران می‌باشد. در شرکت‌های کوچک که مشکل عدم تقارن اطلاعات بیشتر می‌شود، سهام‌داران خارجی بدتر از سهام‌داران داخلی عمل می‌کند. در ارتباط با موضوع نقدینگی نیز سهام‌داران خارجی زمانی که حجم بالایی از سهام را معامله می‌کنند، متضرر می‌شوند.

لی جیانگ و جنونگ بن کیم^{۴۴} (۲۰۰۴) این سؤال را مطرح ساختند که آیا سرمایه‌گذاران خارجی در بازار سرمایه ژاپن به طرف شرکت‌هایی جذب می‌شوند که عدم تقارن اطلاعات بین شرکت (مدیران داخلی) و بازار (سهام‌داران بیرونی) در آنها کمتر است. در این راستا این فرضیه را مطرح ساختند که سطح مالکیت سهام‌داران خارجی در مورد شرکت‌های ژاپنی رابطه منفی با عدم تقارن اطلاعات دارد. آنها از شرایط محیطی ژاپن مبنی بر وجود مالکیت نهادی و همچنین وجود کانال ارتباطی انتقال اطلاعات بین شرکتی از طریق سهام‌داران مشترک نیز استفاده کردند. در این تحقیق اطلاعات ۱۸ ساله شرکت‌ها از سال ۱۹۷۶ تا ۱۹۹۴ مورد استفاده قرار گرفت.

از آنجایی که عدم تقارن اطلاعات بصورت مستقیم قابل مشاهده نبوده و اندازه‌گیری تجربی آن مشکل است و لذا تمرکز این تحقیق به ارتباط بین سطح سهام‌داری خارجی و

- Marquardt
- 11-Unexpected discretionary accruals
 - 12-Cumulative abnormal returns
 - 13-Jacobson and Aaker
 - 14-Jiang and Kim
 - 15-Bengi Ozer and Sibel Yamak
 - 16-Demsetz and Lehn
 - 17-Short
 - 18-Gedajlovic and Shapiro
 - 19-Thomsen and Pedersen
 - 20-Mello
 - 21-Parsons
 - 22-Porta et al.
 - 23-Joseph P.H Fan and T.J. Wong
 - 24-Shleifer and Vishny
 - 25-La Porta et.al
 - 26-Jahnson et al
 - 27-Roe
 - 28-Warfield et al.
 - 29- Monks and Minow
 - 30-Dodrzynski
 - 31-Bushee
 - 32-Timothy .J. Brailsford ,Barry R.Oliver,
and Sandra L.H. Pua
 - 33-Active monitoring hypothesis
 - 34-convergence of-interest hypothesis
 - 35-Jensen and Mechling
 - 36- Fama and Jensen
 - 37-Entrenchment hypothesis
 - 38-Mc connell and Servaes
 - 39-Choe, Kho and Stuls
 - 40-Seashols
 - 41-Woochan Kim
 - 42-Li Jiang and Jeong Bon Kim

فامیلی موجب کاهش محتوی اطلاعاتی سود شده و همچنین نوع مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد و همچنین اهرم مالی آنها مؤثر می‌باشد. در بین انواع مختلف ترکیب سهام داران، نقش سهام داران نهادی در نظام راهبری شرکت بیشتر مورد توجه قرار گرفته است.

طبق برخی از تحقیقات وجود سهام داران نهادی در ترکیب مالکیت شرکت‌ها موجب کاهش عدم تقارن اطلاعات و در نتیجه افزایش انعکاس اطلاعات سودهای آتی در قیمت‌های جاری سهام و حتی انعکاس سودهای فصلی در قیمت سهام قبل از اعلام عمومی آن می‌شوند. البته در نگرش رقیب، برخی از تحقیقات تمرکز عمده سهام داران نهادی را به سود کوتاه مدت دانسته‌اند. عده‌ای حضور سهام داران خارجی در ترکیب سهام داران را به عنوان سهام داران حرفه‌ای، موجب بهبود کارایی بازار و انعکاس سریع اطلاعات در قیمت‌ها و در نتیجه کاهش عدم تقارن اطلاعات می‌دانند و گروهی نیز تمایل سهام داران خارجی را به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با عدم تقارن کمتر اطلاعات مورد تأیید قرار داده‌اند. مجموع تحقیق‌های فوق نشان می‌دهد که ترکیب سهام داران نقش اساسی در سیستم نظام راهبری شرکت دارد. و باید در برنامه‌ریزی جهت نظارت بر عملکرد آن خصوصاً توسط سازمان بورس توجه ویژه‌ای به ترکیب سهام داران نمود.

بی‌نوشت

۱. دکترای حسابداری - عضو هیئت علمی دانشگاه تهران

- 2-Teitman
- 3-Jacobs
- 4-Porter
- 5-Bartov et al .
- 6-Kim et al.
- 7-Beverly R. Walther
- 8-Jiambalvo et al.
- 9-Endogeneity
- 10-Sтивен Balsam, Eli Barto, and Carol

East Asia" www.google.com

Gedajlovic, E.R., and D. M. Shapiro (1998). "Management and ownership effects; Evidence from five countries" *Strategic Management Journal*, 19, 533-553

Jacobson, R. and D. Aaker (1993). "Myopic management behavior with efficient but imperfect financial market: a comparison of information asymmetries in the U.S. and Japan" *Journal of Accounting Economics*, 16, 383-405.

Jacobs, M.T. (1991). *Short term America: the Causes and cures of our business Myopia* Boston M: Harvard Business School press.

Jahson, S., P. Boone, A., Breach, and E. Friedman (2000). "Corporate governance the Asian financial crisis" *Journal of Financial Economics*.

Jensen, M. and W. Meckling (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure" *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jiambalov, J., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam (2001). "Institutional ownership and the tent to which stock prices reflect future earnings" *Journal of Accounting and Economics*.

Jiang, L. and J.B. Kim (2000). "Cross-corporate ownership, information asymmetry and the usefulness of accounting performance measures in Japan" *The International Journal of Accounting*, 35, 85-98.

Jiang, L. and Kim J.B. (2004). "Foreign equity ownership and information

منابع ◀

Balsam, S., E. Bartov, and C. Marquardt (2000). "Accruals management investor sophistication and equity valuation: evidence from 10-Q filings" <http://papers.ssrn.com/paper.taf?Abstract,id,232721>

Bartov, E., S. Radhakrishnan, and I. Krinsky (2000). "Investor sophistication and patterns in stock returns" *The Accounting Review*, 43-63.

Brailsford, T.j., B.R. Oliver, and S.L.H. Pua (1999). "Theory and evidence on the relation between ownership Structure and Capital structure" www.google.com.

Bushee, B. (1998). "Institutional investors, long-term investment, and earning management", www.google.com.

Choe, H., B.C. Kho, and R. Stulz (2000). "Do domestic investor have more valuable information about individual stocks than foreign investors? NBER, working paper, 8073.

Demsetz, H., and K. Lehn (1985). "The structure of corporate ownership" *Journal of Political Economy*, 1155-1177.

Dobrzynski, J. (1993). "Relationship Investing: A new shareholder is emerging-patient and involved" *Business week* March 15, 68-75.

Fama, E., and M. Jensen (1989). "Separation of ownership and control" *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325

Fan, J.P.H., and T.J. Wong (2000). "Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in

of market control on the relation between ownership and performance; evidence from Turkish market” www.google.com

Porter, M.E. (1992). “*Capital disadvantage: America's failing capital investment system*” **Harvard Business Review**, 65-82.

Roe, M. (1990). “*Political and legal restraints on ownership and control for public companies*” **Journal of Financial Economics**, 27, 7-41.

Seasholes, M. (2000). *Smart foreign traders in emerging markets*, Mimeo.

Shleifer, A., and R. Vishny (1997). “*A survey of Corporate governance*” **Journal of Finance**, 52, 737-775.

Short, H. (1994). “*Ownership control financial structure and performance of firms*” **Journal of economic survey**, 8, 203-249.

Teitelman, R. (1993). “*Institutional investor and the new economic correctness*” **Wall street Journal** (February)

Thomsen, S., and T. Pedersen (2000). “*Ownership structure and economic Performance in the largest European companies*” **Strategic Management Journal**, 21, 689-705.

Walther, B (1997). “*Investor sophistication and market earnings expectation*” **Journal of Accounting Research**, 157-192. Hall, New Jersey.

Worfield, T., and J. Wild (1992). “*Accountings as an explanatory variable for returns*” **Accounting Review**, 67, 821-842.

asymmetry: evidence from Japan” **Journal of International Management and Accounting**, 15, 185-210.

Kang, J. K, and R. Stulz (1997). “*Why is there a home bias an analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan*” **Journal of Financial Economics**, 46, 3-28.

Kim, W. (2000). “*Do foreign investors perform better than locals? Information asymmetry investor sophistication and Market liquidity*” www.google.com

Kim, J., I. Krinsky, and J. Lee (1997). “*Institutional holdings and trading volume reactions to quarterly earnings announcements*” **Journal of Accounting Auditing and finance**, 1-14

La porta, R .F., Lopez-De- silanes, and A. shleifer (1999). “*Corporate ownership around the world*” **Journal of Finance**, 54,471-518.

La Porta, R; F., Lopez-de-Silanes, A. shleifer, and R. Vishny (2000). “*Investor protection and Corporate Governance*” **Journal of Financial Economics**, 58,3-27.

Mello, A.S, J.E Parsons (1998). “*Going public and the ownership structure of the firm*” **Journal of Financial Economics**, 49, 79-104.

Mcconnell, J., and H. Seraes (1995). “*Equity ownership and the two faces of debt*” **Journal of financial Economics**, 39, 131-157.

Monks, R., and N.Minow (1995). *Corporate governance*, Cambridge, MA: Black well.

Ozer, B., and S. Yamak (2004). “*The role*