

## ارتباط بین سهامداران کنترلی و همزمانی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار ایران

تاریخ دریافت: ۹۸/۱۰/۲۴

تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۱/۳۰

کد مقاله: ۱۴۵۵۸

سید مهدی هاشمی فیض آبادی<sup>۱</sup>، اکرم فیض آبادی<sup>۲</sup>

### چکیده

در تحقیق حاضر ارتباط بین سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۷-۱۳۹۲ نمونه‌ای متشکل از ۵۰ شرکت، مورد بررسی قرار گرفت. متغیرها شامل همزمانی قیمت سهام (متغیر وابسته) و تعداد سال‌های وجود سهامدار کنترلی، تعداد سال‌های عدم وجود سهامدار کنترلی، نقدینگی سهام، نوسانات بازده، درصد تغییرات سهامدار کنترلی، درصد مالکیت سهامدار کنترلی (متغیرهای مستقل) و اندازه شرکت و اهرم مالی (متغیرهای کنترلی) می‌باشند. اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها با استفاده از بانک‌های اطلاعاتی ره‌آورد نوین و آمار موجود در نشریات بانک مرکزی و اطلاعات مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران استخراج و جمع‌آوری شده است. آزمون‌های مورد استفاده در این تحقیق به ترتیب آزمون‌های کولمگروف-اسمیرنوف (جهت تعیین نرمال بودن) و آزمون‌های رگرسیون خطی و دوربین واتسون D.W (جهت تعیین خودهمبستگی) و VIF (جهت بررسی آزمون برای کشف هم خطی بین متغیرهای مستقل) و آزمون همبستگی پیرسون (جهت تعیین همبستگی) استفاده شده است. نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که افزایش کنترلی‌ها تأثیر خوبی بر روی قیمت سهام ندارد و باعث ریزش و تخریب قیمت سهام می‌شود، سهامداران کنترلی می‌تواند تأثیر کمی بر روی همزمانی قیمت‌ها داشته باشند.

واژگان کلیدی: همزمانی قیمت سهام، سهامداران کنترلی، اندازه شرکت، شاخص صنعت<sup>۳</sup>، اهرم مالی<sup>۴</sup>

۱- معاون مالی و اقتصادی شرکت خدمات اداری شهر وابسته به شهرداری تهران؛ [hashemi-f@tehran.ir](mailto:hashemi-f@tehran.ir)

۲- کارشناس تحلیل و بازخورد شهرداری منطقه ۲

3- Industry Index

4- Leverage

رشد و شکوفایی اقتصادی هر کشور به سرمایه‌گذاری و برنامه‌ریزی مناسب بستگی دارد. هدایت صحیح جریان‌های پولی و وجوه سرگردان به‌جانب کارهای تولیدی، رشد اقتصادی، افزایش تولید ناخالص ملی، ایجاد اشتغال، افزایش درآمد سرانه و نهایتاً رفاه عمومی را در پی خواهد داشت. جایگاه و نقش سرمایه‌گذاران کنترلی به‌عنوان واسطه انتقال وجوه و پس‌اندازها به بازار سرمایه و مدیریت منابع در بازارهای مالی توسعه‌یافته روزبه‌روز اهمیت بیشتری می‌یابد. بطوریکه افزایش معاملات سرمایه‌گذاران کنترلی در بازارهای جهانی سهام از اواخر دهه ۱۹۸۰، منجر به افزایش توجه اقتصاددانان مالی به بررسی تاثیر این سهامداران بر تغییرات قیمت سهام شده است (بوهل و همکاران، ۲۰۰۹).<sup>۱</sup> به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران کنترلی به‌عنوان گروهی از سهامداران یک شرکت، در تغییرات قیمت سهام و متعاقباً همزمانی قیمت سهام<sup>۱</sup> نقش داشته باشند. تغییرات قیمت یک منبع مهم اطلاعاتی و موثر در ارزیابی وضعیت بنگاه‌ها، ارزیابی تطبیقی با سایر واحدها، ارزیابی کارایی مدیران و از همه مهمتر موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران است (نورنژاد، ۱۳۹۰). همچنین رفتار قیمت سهام از دو عامل حرکت بازار و اطلاعات خاص شرکتی تبعیت می‌کند. حرکت بازار که متاثر از عوامل مختلف اعم از مسائل داخلی و خارجی و سیاسی و ... خواهد بود و اطلاعات خاص شرکتی که مربوط به عوامل خود شرکت است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت وابسته به اطلاعات خاص شرکتی بیشتر است (اندرسون و ژینگ، ۲۰۱۰). با مالکیت شرکت به وسیله میزان کنترل سهامداران که به وسیله حق رای اندازه‌گیری می‌شود، اندازه‌گیری می‌شود. حقوق مالکیت و کنترل ممکن است انواع متفاوتی از سهام‌ها را که حقوق رای متفاوتی را فراهم می‌کنند را بوجود بیاورند. حقوق مالکیت و کنترل نیز ممکن است به دلیل هرم سازی و هلدینگ‌ها از طریق چندگانه بودن زنجیره کنترل متفاوت باشد. انواع مالکیت شامل خانواده، کشور، شرکت با نگهداری وسیع، هلدینگ‌های متقاطع و چندگانه می‌باشد.

بال<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۰) معتقدند که مالکیت و حق رای دادن، فراتر از شاخص‌های حسابداری، باعث تغییر روش‌های تهیه گزارش‌های مالی می‌شود. در این پژوهش به بررسی تاثیر سهامدار کنترلی بر روی همزمانی قیمت پرداخته شده است. سهامدار کنترلی سهامداری می‌باشد که بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت را در اختیار دارد و از این رو در مطالعات اخیر مورد توجه بسیاری قرار گرفته است. سهامدار کنترلی از این جهت که بیشتر از ۵۰ درصد سهام را در اختیار دارد لذا پیش فرض آن است که می‌تواند بر روی فعالیت‌های شرکت نظارت بیشتری داشته باشد و فرصت‌های کمتری برای مدیریت به منظور سوء استفاده از منابع شرکت فراهم شود. لذا علاوه بر وجود سهامدار کنترلی چگونگی وجود سهامدار کنترلی نیز می‌تواند تاثیرگذار بر روی فعالیت‌های شرکت باشد. از شرایط وجود سهامدار کنترلی عبارتند از: ۱- تعداد تغییر سهامدار کنترلی ۲- تعداد سال‌های مالکیت سهامدار کنترلی ۳- وجود و عدم وجود سهامدار کنترلی.

به طور خاص این تحقیق بر این مطلب تمرکز دارد که اثر سهامداران کنترلی<sup>۳</sup> را بر همزمانی قیمت مورد بررسی قرار دهد. مقالات نظری اینطور استدلال می‌کنند که تمرکز مالکیت در کاهش اختلافات اداری بین سهامداران بزرگ و کوچک تا جایی که سهم‌های مالکیت بالاتر، منافع سهامداران بزرگ در یک شرکت را افزایش بدهد کمک می‌کند. وارفیلد و همکاران (۱۹۹۵) نشان دادند که مالکیت متمرکز محیط اطلاعاتی شرکت را بهبود می‌بخشد. تحقیقات متعدد شواهدی را فراهم آوردند مبنی بر اینکه نحوه و نوع کنترل مالکیت، محیط اطلاعاتی شرکت را شکل می‌دهند (فن و وانگ<sup>۴</sup> (۲۰۰۲)؛ هو و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۴)؛ آتیگ و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۶). با این وجود شیوه‌ای که این نحوه کنترل بر محتوای اطلاعات قیمت‌های سهام اثر می‌گذارد به عنوان یک سوال جذاب و در عین حال کم‌کاوش شده باقی می‌ماند که هدف این تحقیق این است که این خلا را پر کند.

با توجه به مطالب ذکر شده به نظر می‌رسد که ارتباطی تنگاتنگ بین سهامداران کنترلی و همزمانی قیمت سهام بین شرکت‌هایی که ساختار مالکیت متفاوتی دارند وجود داشته باشد. حال با توجه به شرایط خاص بازار سرمایه ایران و تفاوت‌هایی که با بازارهای بزرگ و قدیمی جهان وجود دارد، محقق بدنبال صحت این استدلال‌ها در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران می‌باشد، که این امر مسئله‌ای است که نیاز به آزمون تجربی دارد. لذا در این مطالعه، ارتباط متغیرهای مذکور، مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

- 1- stock price synchronicity
- 2 - ball
- 3 -Large controlling shareholders
- 4 - Fan
- 5- Hu
- 6 - Attig

## ۲- مبانی نظری پژوهش

### ۲-۱- تعریف همزمانی قیمت سهام

جانسون همزمانی قیمت سهام را اینگونه تعریف می‌کند، درجه‌ای از اطلاعات بازار و صنعت است که در قیمت سهام شرکت منعکس می‌شود. همچنین (دورن، ۲۰۰۳) همزمانی بازده سهام را اینگونه تعریف کردند: نشان می‌دهد تا چه حد بازده بازار و صنعت، تغییرات بازده سهام شرکت را شرح می‌دهد. با توجه به تعاریف بالا و فرمول محاسبه آن می‌توان گفت همزمانی قیمت برابر است با نسبت ریسک سیستماتیک تقسیم بر ریسک غیرسیستماتیک.

### ۲-۲- تئوری همزمانی قیمت

رول بیان داشت فقدان قدرت توضیحی، اطلاعات خاص شرکتی را افزایش می‌دهد. رول این نکته را روشن کرد که حرکت همزمانی سهام بستگی به مقدار نسبی اطلاعات شرکت و بازار دارد که در قیمت سهام منعکس می‌شود. با استفاده از تعریف پیتروسکی و رولستون و توجه به این نکته قدرت توضیحی شاخصهای بازار و صنعت که مقدار نسبی اطلاعات بازار، صنعت و اطلاعات خاص شرکتی را در بر می‌گیرد، در قیمت سهام منعکس می‌شود (جانسون، ۲۰۰۹).

در حالی که همزمانی قیمت سهام شرکت به طور کلی شامل شاخص یک بازار و یک صنعت است، بطور منطقی استفاده از همزمانی قیمت در حالتی که بازده شرکت و ویژگی‌های شرکت بوسیله عوامل چند گانه تعیین شود، میتواند به عنوان یک معیار اطلاعات خاص شرکتی استفاده شود.

از  $R^2$  میتوان بعنوان یک معیار اطلاعات خاص شرکتی استفاده کرد. همانطور که نسبتاً بیشتر عوامل خاص شرکتی در قیمت منعکس می‌شود، بتا بازار در حجم کاهش و لاتندا در حجم افزایش می‌یابد. افزایش در لاتندا، واریانس خطای مدل قیمت گذاری را افزایش می‌دهد که باعث کاهش  $R^2$  می‌شود. علاوه بر این، کاهش بتا بازار، باعث کاهش واریانس مقدار پیش بینی شده، می‌شود که  $R^2$  را کاهش میدهد.

رول مینویسد، مشکل تفسیر  $R^2$  به عنوان یک معیاری از اطلاعات خاص شرکتی ناشی از این است که هیچ راهی آسان برای جدا کردن متغیرهای حذف شده از خطایی که واقعا پارازیت است، وجود ندارد، درحالی که حذف متغیرهای شرکت می‌تواند به انحراف از پیش بینی مدل قیمت گذاری منجر شود. افزایش پارازیت، خطا مشاهده شده را افزایش می‌دهد، به همین دلیل منجر به تفسیر این موضوع می‌شود که  $R^2$  پایین معیاری بهتر برای پارازیت است بجای اینکه معیاری برای اطلاعات خاص شرکتی باشد. با توجه به این موضوع پارازیت موجود باید کنترل گردد تا  $R^2$  را به عنوان یک معیار اطلاعات خاص شرکتی در نظر بگیریم (جانسون، ۲۰۰۹).

مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای<sup>۱</sup> پیش بینی کرد بازده شرکت با بازده بازار باید همبستگی کامل داشته باشد. با این حال  $R^2$  به طور متوسط حدود ۱۷ درصد (رول، ۱۹۸۸) است. تئوری قیمت گذاری آربیتراژ<sup>۲</sup> کمی بهتر است،  $R^2$  به طور متوسط در حدود ۲۵ درصد است.

چنان در تعریف خود از همزمانی اظهار داشت که همزمانی قیمت سهام همبستگی بازده سهام شرکت به بازده بازار می‌باشد هم چنین همزمانی قیمت، میزان وسعت اطلاعات بازار را نسبت به اطلاعات خاص شرکتی اندازه گیری میکند. جانسون همزمانی قیمت سهام را این گونه تعریف می‌کند درجه‌ای از اطلاعات بازار و صنعت که در قیمت سهام شرکت منعکس می‌شود. همچنین دورن و همکاران و پیتروسکی و رولستون همزمانی بازده سهام را اینگونه تعریف کرده اند: همزمانی قیمت نشان دهنده این است که تا چه حد بازده بازار و صنعت، تغییرات بازده سهام شرکت را شرح می‌دهد. با توجه به این تعاریف میتوان گفت همزمانی قیمت برابر است با نسبت ریسک سیستماتیک تقسیم بر ریسک غیر سیستماتیک.

رفتار قیمت سهام از دو عامل حرکت بازار و اطلاعات خاص شرکتی تبعیت می‌کند. حرکت بازار که متاثر از عوامل مختلف اعم از مسائل داخلی و خارجی و سیاسی و ... خواهد بود و اطلاعات خاص شرکتی که مربوط به عوامل خود شرکت است. اعتماد بیشتر سرمایه گذار به سود شرکت وابستگی بیشتری به اطلاعات خاص شرکتی دارد. و در صورتی که ارتباط بین بازده شرکت و بازده بازار پایین باشد نشان دهنده بیشتر بودن اطلاعات خاص شرکتی است. بنابراین می‌توان گفت پایین بودن همزمانی بازده سهام شرکتها، در واقع بیانگر این موضوع است که قیمت آنها وابستگی کمتری به حرکت بازار دارد چون مقدار بیشتری از اطلاعات خاص شرکتی وجود دارد که فعالان بازار به آن اطمینان می‌کنند.

1- CAPM

2- APT

## ۲-۳- دیدگاه‌های موجود در زمینه همزمانی قیمت سهام

تحقیقات تئوریک پیرامون همزمانی قیمت سهام برای اولین بار توسط رول مطرح گردید وی  $R^2$  را از مدل بازار به دست آورد. رول با استفاده از داده‌های شرکت‌های آمریکایی از سال ۱۹۸۲ تا ۱۹۸۷،  $R^2$  را حدود ۳۵٪ برای داده‌های ماهانه و ۲۰٪ برای داده‌های روزانه بدست آورد. وی مواردی که توصیف کننده تغییرات قیمت سهام می‌باشند به این صورت بیان کرد:

۱. حرکت غیرمنتظره در سطح اقتصاد کلان
  ۲. تغییرات غیرمنتظره در سطح محیط بازار شرکت (خصوصیات صنعت)
  ۳. وقایع غیر قابل پیش بینی در آن شرکت
- با مشاهده و اندازه‌گیری موارد بالا تغییرات قیمت سهام را با دقت زیادی می‌توان پیش‌بینی کرد. بنابر این با همزمانی قیمت پایین نمی‌توان تغییرات قیمت سهام را پیش‌بینی کرد.
- رول بیان داشت فقدان قدرت توضیحی، اطلاعات خاص شرکتی را افزایش می‌دهد؛ رول این نکته را روشن کرد که حرکت سهام بستگی به مقدار نسبی اطلاعات شرکت و بازار دارد که در قیمت سهام منعکس می‌شود با استفاده از تعریف پیتروسکی و رولستون و توجه به این نکته که قدرت توضیحی شاخصهای بازار و صنعت که مقدار نسبی اطلاعات بازار، صنعت و اطلاعات خاص شرکتی را دربر میگیرد، در قیمت سهام منعکس می‌شود (جانسون، ۲۰۰۹)

در حالی که قیمت سهام شرکت به طور کلی شامل شاخص یک بازار و یک صنعت است. به طور منطقی استفاده از همزمانی قیمت در حالتی که بازده و ویژگی‌های شرکت از طریق عوامل چند گانه تعیین می‌شود میتواند به عنوان یک معیار اطلاعات خاص شرکتی استفاده شود. از  $R^2$  میتوان به عنوان یک معیار اطلاعات خاص شرکتی استفاده کرد. رول مینویسد، مشکل تفسیر  $R^2$  به عنوان معیاری از اطلاعات خاص شرکتی ناشی از این است که هیچ راه آسانی برای جدا کردن متغیرهای حذف شده از خطایی که واقعا پارازیت است وجود ندارد. در حالی که حذف متغیرهای شرکت می‌تواند به انحراف از پیش بینی مدل قیمت گذاری منجر شود. افزایش پارازیت خطای مشاهده شده را افزایش می‌دهد، به همین دلیل منجر به تفسیر این موضوع می‌شود که  $R^2$  پایین معیاری بهتر برای پارازیت است به جای اینکه معیاری برای اطلاعات خاص شرکتی باشد. با توجه به این موضوع پارازیت موجود باید کنترل گردد تا  $R^2$  را به عنوان یک معیار اطلاعات خاص شرکتی در نظر بگیریم (جانسون، ۲۰۰۹)

## ۲-۴- همزمانی قیمت سهام

پیتروسکی و رولستون<sup>۱</sup> مطابق با دورنو<sup>۲</sup> و همکاران همزمانی بازدهی سهام را اینگونه تعریف میکنند که: (دامنه ای که در آن بازدهی صنعت و بازار تفاوت موجود در بازدهی سهام در سطح شرکت را توضیح میدهند) در واقع همزمانی قیمت را به عنوان مقیاسی برای اندازه گیری مقدار نسبی اطلاعات خاص شرکت که در قیمت منعکس شده است تعریف میکنند. همچنین آنها عنوان میکنند که قدرت تبیینی شاخصهای صنعت و بازار، بیانگر میزان نسبی اطلاعات خاص شرکت، صنعت و بازار میباشد. رول استدلال میکند که حوزه ای که در آن قیمت سهام تغییر میکند در کل به مقدار اطلاعات خاص در سطح شرکت و بازار بستگی دارد و بازارهای وسیع و تاثیرات صنعتی تنها بخش کوچکی از تغییرات قیمت سهام را توجیه میکند.

## ۲-۵- حاکمیت شرکتی<sup>۳</sup>

زیر بنای حاکمیت شرکتی مبتنی بر تئوری نمایندگی<sup>۴</sup> که مجموعه ای از قراردادهای مابین ریسک پذیران (یعنی سهامداران) و مدیران بنگاه‌های اقتصادی می‌باشد عبارت بهتر تامین بازده مطلوب و ارزش ماندگار برای بنگاه اقتصادی از وظائف مدیران و پرداخت پاداش و حق الزحمه از تعهدات سهامداران میباشد. در واقع زیر بنای مذکور مبتنی بر یک دیدگاه محدود از تئوری نمایندگی میباشد در صورتیکه در دیدگاهی گسترده تر علاوه بر سهامداران طیف وسیعی از ذینفعان از جمله هیئت مدیره<sup>۵</sup> مدیران ارشد اجرائی<sup>۶</sup>، کارکنان، فروشندگان، مشتریان<sup>۷</sup>، حسابرسان<sup>۸</sup>، حسابداران<sup>۹</sup>، تحلیلگران مالی<sup>۱۰</sup>، کارگزاران بورس<sup>۱۱</sup>، بانکداران و

1-Piotroski

2-Durnev

3 - Corporate Governance

4 - Firm Theory

5 - Directors

6 - Management

7- Customers

8- Auditors

9- Accountants

اعتباردهندگان<sup>۲</sup>، نهادهای اجتماعی، وکلای حقوقی، قضات و جامعه را دربرمیگیرد. بنابراین حاکمیت شرکتی را میتوان در تعریف محدود آن، رابطه شرکت به سهامداران و در تعریف گسترده آن، رابطه شرکت به جامعه دانست. حاکمیت شرکتی درصدد ارتقای انصاف، شفافیت و پاسخگویی در نگاه اقتصادی میباشد. عملکرد مالی شرکت ها با اعمال حق حاکمیت شرکتی آنها رابطه مستقیمی دارد و مدیران بهتر، موجب حاکمیت شرکتی موثر تر شده و به ذینفعان خود توجه میکنند. در نهایت بازده مالی بیشتری را تولید می کنند.

## ۲-۶- طیف تعاریف حاکمیت شرکتی

بررسی متون متعدد و معتبر نشان می دهد که اولین و قدیمیترین مفهوم عبارت حاکمیت شرکتی، از واژه لاتین به معنای هدایت کردن<sup>۳</sup> گرفته شده است. هیچ تعریف مورد توافقی در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد. تعریفهای مختلفی از حاکمیت شرکتی وجود دارد؛ از تعریف های محدود و متمرکز بر شرکتها و سهامداران آنها گرفته تا تعریفهای جامع و تعریفهای موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع قرار می گیرند. دیدگاههای محدود در یک سو و دیدگاه های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند.

تعریفهای محدود، متمرکز بر قابلیت های سیستم قانونی یک کشور برای حفظ حقوق سهامداران اقلیت است مثلاً پارکینسون؛ تعاریف محدود اساساً برای مقایسه میان کشوری مناسبند و قوانین هر کشور نقش تعیین کننده ای در سیستم حاکمیت شرکتی دارد. تعریفهای گسترده تر حاکمیت شرکتی بر سطح پاسخگویی وسیعتری نسبت به سهامداران و دیگر ذینفعان تاکید دارند.

## ۲-۷- تئوری نمایندگی

آغاز مالکیت شرکتی از طریق مالکیت سهام، تاثیر چشمگیری بر روش کنترل شرکتها داشت. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به یک مشکل سازمانی مشهور، به نام «مشکل نمایندگی» شد. جنسن و مک لینگ مبانی تئوری نمایندگی را مطرح، شرکتها را به عنوان کارگزاران و سهامدار را بعنوان کارگزار تعریف کردند. در تحلیل آنها، یک سهامدار در برابر مدیران قرار دارد. یکی از فرضیات اصلی تئوری نمایندگی این است که کارگزار و کارگزاران تضاد منافع دارند. در این شرایط، مدیران برای دستیابی به عایدی کوتاه مدت و متفرقه تحریک می شوند که منجر به کاهش ارزش منافع و رفاه سهامداران می شود. در تئوری نمایندگی، کاهش رفاه سهامدار «زیان باقیمانده» نامیده می شود. این مشکل نمایندگی، ضرورت کنترل مدیریت شرکتها توسط سهامداران را نشان می دهد.

اگر مکانیزم بازار و توانایی سهامداران برای کنترل و مراقبت از رفتار مدیران، کافی نباشد، نیاز به نوعی نظارت با راهنمایی رسمی خواهد بود.

مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران در سراسر جهان وجود دارد و دولت ها با تهیه اسناد سیاسی و قوانین حاکمیت شرکتی، با سرعتی شگفت آور در این کار دخالت می کنند.

کویم و جونز بحث های مستدلی ارائه دادند که تئوری نمایندگی در صورتی موثر و قابل قبول می شود که از چهار اصل اخلاقی پیروی گردد:

- اجتناب از لطمه زدن به دیگران
- احترام به آرای دیگران
- اجتناب از دروغگویی
- پذیرش توافق ها

## ۲-۸- تئوری ذی نفعان

تئوری ذی نفعان به تدریج از دهه ۱۹۷۰ توسعه یافت. فریمن، تئوری عمومی شرکت را مطرح و پاسخگویی شرکتی را به گروه گسترده ای از ذی نفعان پیشنهاد کرد. در واقع تئوری ذی نفعان بیشتر یک سنت پژوهشی گسترده است که فلسفه، اخلاق، تئوری سیاسی، اقتصاد، حقوق، علوم سازمانی و اجتماعی را در هم می آمیزد (ویلر و همکاران).

اساس تئوری ذی نفعان این است که شرکتها بسیار بزرگ شده اند و تاثیر آنها بر جامعه آنچنان عمیق است که باید به جز سهامداران، به بخشهای بسیار بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو باشند. نه تنها ذی نفعان تحت تاثیر شرکتها هستند بلکه آنها نیز بر شرکتها تاثیر می گذارند. ذی نفعان شامل سهامداران، کارکنان، فروشندگان، مشتریان، بستانکاران، شرکتهای مجاور و عموم

- 1- Analysts
- 2- Brokers
- 3- Bankers
- 4- Gubernare

مردم می باشند. افراطی ترین حامیان تئوری ذی نفعان بر این باورند که محیط زیست، گونه‌های جانوری و نسل‌های آینده نیز باید در زمره ذی نفعان گنجانده شوند.

## ۹-۲- ساختار مالکیت

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 مخصوصا برای سهامداران خرد با موانعی روبرو 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. بر این اساس وضعیت مالکیت سهامداران شرکت‌ها را می توان به سه دسته کلی تقسیم نمود:

۱. جزئی: مالکیت بین پنج تا بیست درصد سهام شرکت.
۲. اثرگذار: بین بیست تا پنجاه درصد سهام شرکت.
۳. کنترل کننده: بالای پنجاه درصد سهام شرکت.

## ۱۰-۲- سهامداران کنترل کننده

سهامدار کنترلی از این جهت که بیشتر از ۵۰ درصد سهام را در اختیار دارد لذا پیش فرض آن است که می تواند بر روی فعالیت های شرکت نظارت بیشتری داشته باشد و فرصت های کمتری برای مدیریت به منظور سوء استفاده از منابع شرکت فراهم شود. لذا علاوه بر وجود سهامدار کنترلی چگونگی وجود سهامدار کنترلی نیز می تواند تاثیرگذار بر روی فعالیت های شرکت باشد. از شرایط وجود سهامدار کنترلی عبارتند از: ۱- تعداد تغییر سهامدار کنترلی ۲- تعداد سالهای مالکیت سهامدار کنترلی ۳- وجود و عدم وجود سهامدار کنترلی.

ساختار مالکیت شرکت نیز به عنوان یکی از مکانیزمهای اصلی حاکمیت شرکتی برای کنترل مدیریت و کاهش تضاد نمایندگی می تواند بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران تاثیر گذارد. منظور از ساختار مالکیت، ترکیب سهام داران شرکت است. هر یک از انواع مالکیت می تواند بر عملکرد شرکت ها تاثیرگذار باشد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۸) زیرا متفاوت بودن نوع مالکیت می تواند در نظارت و کنترل مدیریت و کاهش هزینه های نمایندگی نقش مهمی ایفا کند بنابراین باید در تصمیمات سرمایه گذاری و مالی توسط سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و سایر تصمیم گیرندگان مورد توجه قرار گیرد (محمدی و همکاران، ۱۳۸۸) تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریت و مالکیت نهادی سه ویژگی ای هستند که ساختار مالکیت یک شرکت را مشخص می کنند.

## ۱۱-۲- تمرکز مالکیت

تمرکز مالکیت اشاره به سهام دارانی دارد که حداقل ۵٪ سهام یک شرکت را در تملک داشته باشند. بنا به عقیده شیفر و ویشنین ظارت کارآمد سهامداران عمده موجب افزایش ارزش سهام شرکت همسو با ارزش سهام متعلق به سهام داران عمده می شود. اعمال کنترل توسط سهامداران عمده ریسک را کاهش می دهد. از سوی دیگر تمرکز مالکیت نقدینگی بازار سهام را کاهش می دهد و در شرکت هایی با اهرم بالا، عملکرد ضعیف و هزینه ورشکستگی بالا، سهام داران عمده مدیریت را به پذیرش ریسک اضافی مجبور می کنند که منجر به از دست رفتن ثروت بستانکاران می شود (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶) بنابراین ارزش شرکت با تمرکز مالکیت در سطوح پایین، افزایش (اثر نظارت کارآمد) و با سطوح بالای تمرکز مالکیت، کاهش می یابد (اثر سلب مالکیت از سهامداران اقلیت) (میگوئل و همکاران، ۲۰۰۴).

## ۱۲-۲- مالکیت مدیران

مالکیت مدیران به عنوان درصدی از سهام که توسط هیات مدیره نگهداری می شود، تعریف شده است. راساس نظر جنسن و مکلینگ مدیران تمایل دارند که منابع شرکت را در جهت به حداکثر رساندن منافع خودشان حتی در تضاد با منافع سهام داران به مصرف برسانند. با افزایش درصد مالکیت مدیران منافع آن ها با سهام داران همسوسده، تضاد به حداقل رسیده و مدیران مبادرت به پذیرش پروژه های سرمایه گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت در جهت حداکثر ساختن ارزش شرکت دارند (فرضیه همگرایی منافع). آمازماتی که مدیریت مالک درصد قابل توجهی از سهام شرکت باشد، به دلیل اثرگذاری کافی و اطمینان از حفظ موقعیت شغلی، به استفاده از جریان نقدی آزاد شرکت در جهت منافع خویش با به دست گرفتن پروژه های سرمایه گذاری با ارزش فعلی خالص منفی گرایش می یابد (فرضیه فرصت گرایی مدیران) (میگوئل و همکاران، ۲۰۰۴)

## ۱۳-۲- مالکیت نهادی

مالکیت نهادی، درصد سهام نگهداری شده توسط سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانک ها، شرکت های بیمه و شرکت های سرمایه گذاری است (یوشی، ۱۹۹۸). امروزه نقش سرمایه گذاران نهادی به عنوان واسطه انتقال وجوه و پس اندازها به بازار سرمایه و

مدیریت منابع در بازارهای مالی روز به روز اهمیت بیش تری می یابد (فخاری و طاهری، ۱۳۸۹) الگزار بیان می کند که سهام داران نهادی که ثروت و منابع مالی زیادی در اختیار دارند، گرایش بیش تری در به دست آوردن و استفاده از اطلاعات گران تر و با ارزش تر برای پیش بینی قدرت سودآوری آتی شرکت ها، نسبت به دیگر سرمایه گذاران دارند. سهام داران نهادی با توجه به نوع فعالیت های نظارتی که انجام می دهند می توانند موجب تغییر رفتار شرکت ها شوند (بوشی، ۱۹۹۸). زیرا سهام داران نهادی انگیزه های یکسانی برای نظارت بر مدیریت ندارند. براین اساس سرمایه گذاران نهادی را می توان به دو دسته منفعل (موقت) و فعال تقسیم کرد. سرمایه گذاران نهادی منفعل دیدگاه کوتاه مدت و گذرا دارند و برای آن ها قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده و عملکرد جاری را به عملکرد بلند مدت شرکت ترجیح می دهند. در مقابل، سرمایه گذاران نهادی فعال دیدگاه بلند مدت داشته و عملکرد بلندمدت شرکت را مد نظر دارند. بنابراین انگیزه های زیادی برای داشتن نماینده در هیات مدیره شرکت های سرما به پذیر، برای نظارت فعالانه بر تصمیمات مدیریت دارند. (ابراهیمی کردلر و همکاران، ۱۳۸۹)

## ۲-۱۴- تئوری ساختار مالکیت

ساختار مالکیت مناسب به عنوان یکی از مکانیزم های مؤثر حاکمیت شرکتی برای به حداقل رساندن هزینه های مرتبط با تفکیک مدیریت و مالکیت مطرح است. شواهد نشان می دهد که هزینه های نمایندگی در شرکت های دارای سهام مالکیت مدیریتی بالا به خاطر هم سوئی اهداف مدیر و سهامدار؛ در شرکت هایی با مالکیت سهام داران نهادی به دلیل در اختیار داشتن منابع، دانش و توانایی در جهت کنترل مدیریت و در شرکت های دارای سهام داران بلوکی بزرگ که قادر به نظارت بر فعالیت های مدیریتی هستند، کاهش می یابد (فرانکفورت، ۲۰۰۲).

در راستای پژوهش حاضر، تحقیقاتی در داخل و خارج مرتبط با موضوع انجام پذیرفته است که در ذیل به برخی از آن ها اشاره می گردد.

پرویزی دیبا (۱۳۹۳) در پایان نامه خود تحت عنوان بررسی رابطه بین همزمانی قیمت سهام و نقدشوندگی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، "تعداد ۵۰ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱ به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است. نتایج این پژوهش نشان می دهد که بین همزمانی قیمت سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام رابطه ی منفی و معنادار وجود دارد، و از آنجا که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش با نقدشوندگی سهام رابطه ی عکس دارد، در نتیجه همزمانی قیمت با نقدشوندگی سهام رابطه ی مثبت و معنادار دارد.

رجبی خامسی و جیهه (۱۳۹۳) در پایان نامه خود تحت عنوان "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عدم کارایی سرمایه گذاری"، تعداد ۲۸۹ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است. نتایج تحقیق بیانگر عدم رابطه مکانیزم های ساختار مالکیت با عدم کارایی سرمایه گذاری است. به این صورت که یافته های این تحقیق نشان می دهد: هیچ گونه رابطه معنی داری بین مکانیزم های ساختار مالکیت و عدم کارایی سرمایه گذاری وجود ندارد؛ البته در این تحقیق آثار متغیرهای جریان نقدی عملیاتی و اندازه شرکت نیز به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است.

جلالی سجادی (۱۳۹۳) در پایان نامه خود تحت عنوان "تاثیر تنوع بخشی تجاری بر نظام راهبری شرکتی"، تعداد ۱۵۳ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است. نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر این است که درصد سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره و وجود سهامدار کنترلی در شرکت هایی با تنوع بخشی تجاری بالاتر بیشتر می باشد و در نتیجه نظام راهبری شرکتی در شرکتهای متنوع بهبود یافته است.

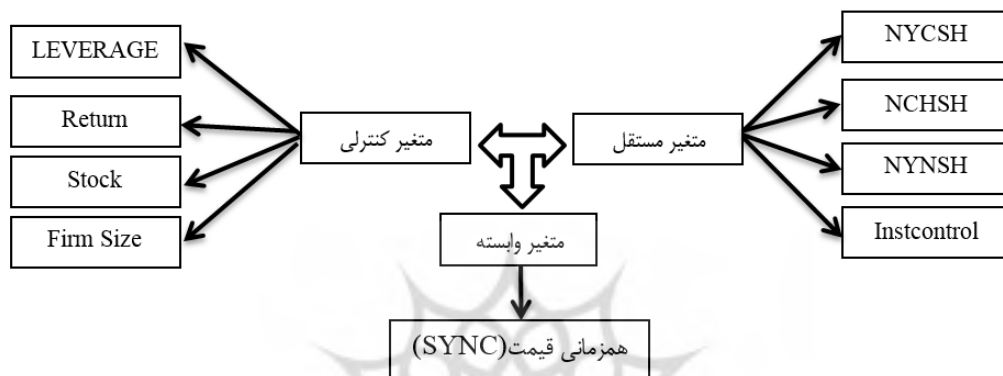
چان و همکاران (۲۰۱۳) در تحقیقی با عنوان همزمانی قیمت سهام و نقدشوندگی به بررسی تاثیر همزمانی قیمت سهام و سایر معیارهای آن شامل بتای سهام و نوسانات بازده سهام، بر نقدشوندگی سهام پرداختند و شواهدی ارائه کردند که همزمانی نقدشوندگی را تحت تاثیر قرار می دهد. آنها تحقیق خود را بر اساس نمونه ای از شرکتهای پذیرفته شده در بورس نیویورک از سال ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۸ انجام دادند و برای سنجش نقدشوندگی از سه معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، معیار اثر قیمت و معیار عدم نقد شوندگی آمیهد استفاده کردند بر اساس نتایج تحقیق آنها همزمانی قیمت با نقدشوندگی سهام ارتباط مثبت و معنادار داشت.

آن و ژانگ (۲۰۱۳) در مقاله ای تحت عنوان همزمانی، ریسک سقوط، سرمایه گذاران نهادی به بررسی تاثیر سرمایه گذاران نهادی بر همزمانی قیمت سهام و ریسک سقوط قیمت آنها پرداخت. نمونه های از شرکتهای سهامی ایالت متحده طی سالهای ۱۹۸۷ تا ۲۰۱۰ انتخاب کردند و براساس نتایج تحقیق آنها هم همزمانی قیمت و هم ریسک سقوط با مالکیت شرکت توسط سرمایه گذاران نهادی پایدار که به دلیل نگهداری سهام زیاد و افق بلند سرمایه گذاری، انگیزه قوی برای کنترل دارند، رابطه منفی دارد و در مقابل، این روابط برای سرمایه گذاران نهادی ناپایدار، مثبت است چون آنها به جای کنترل، تمایل به تجارت سهام دارند.

ژینگ و اندرسون (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین همزمانی قیمت سهام و اطلاعات خاص شرکتی پرداختند. مهمترین بخش نتایج آنها نشان داد که اختلاف با اهمیتی بین اطلاعات عمومی و اطلاعات خاص شرکتی که در قیمت منعکس می شود وجود دارد و نشان داد که همزمانی قیمت سهام کمتر میتواند می تواند به معنای بیشتر یا کمتر شدن اطلاعات عمومی و خاص شرکتی در محیطهای اطلاعاتی متفاوت باشد. نتایج آنها در اعتبار همزمانی قیمت سهام به عنوان شاخص جامع کیفیت اطلاعات خاص شرکتی تردید بوجود آورد.

### ۳- مدل تحقیق

در تحقیق حاضر به بررسی ارتباط ۸ متغیر با SYNC سهام شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، پرداخته می شود.



شکل شماره ۱ مدل تاثیر متغیرهای موثر بر SYNC سهام (شرکت های بورس)

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی زیرا در پی حل مشکل موجود بوده و از نظر شیوه گردآوری اطلاعات تحقیق توصیفی یا غیر آزمایشی از نوع همبستگی است. همچنین برای تجزیه تحلیل داده ها از ابزار آمار استنباطی استفاده شده است. جامعه آماری، شرکتهای بیمه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند که تعداد آنها ۵۴ شرکت می باشد. از آنجایی که جامعه مورد مطالعه این تحقیق محدود می باشد، تصمیم گرفته شد تا تمام جامعه مورد بررسی قرار گیرد و از نمونه گیری اجتناب شود. شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای ویژگی های زیر باشند، انتخاب می شوند:

- دوره مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
- در دوره تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.
- در دوره پژوهش زیان ده نبوده و خالص ارزش دفتری دارایی آنها منفی نباشد.
- دوره زمانی انجام تحقیق دوره ۶ ساله از سال ۱۳۹۲ تا سال ۱۳۹۷ هجری شمسی است.

در این تحقیق برای جمع آوری داده ها و اطلاعات از روش کتابخانه ای استفاده شده است. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و تئوریک پژوهش از کتب و مقالات فارسی و لاتین جمع آوری گردیده است. اطلاعات مربوط به صورت های مالی شرکت ها با استفاده از بانک های اطلاعاتی ره آوردنویین و آمار موجود در نشریات بانک مرکزی و اطلاعات مالی شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران استخراج و جمع آوری شده است. به منظور حصول اطمینان از صحت داده های بانک های اطلاعاتی فوق، این اطلاعات به صورت نمونه ای با یکدیگر و همچنین با صورت های مالی منتشره شرکت ها، مقایسه و کنترل گردیده است.

برای بررسی متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق از آزمون همبستگی اسپرمن استفاده شده است. فرآیند آزمون بدین شکل است که مقایسه سطح معناداری با سطح خطای (۰,۰۵) است.



جدول شماره ۱- آزمون اسپرمن

	درصد مالکیت سهامداران کنترلی	متغیر نشان دهنده تعداد سالهای وجود سهامدار کنترلی	درصد تغییرات سهامدار کنترلی	تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی	اهرم	اندازه	نوسانات بازده	نقدینگی	وجود یا عدم وجود سهامدار	
همزمانی پنجمین	ضریب همبستگی	۰,۱۳۰	۰,۰۷۹	۰,۰۴۷	۰,۰۴۸	۰,۰۲۹	۰,۱۳۷	۰,۰۲۹	۰,۱۰۰	۰,۰۶۳
	سطح معناداری	۰,۱۹	۰,۱۵۷	۰,۰۳۹۷	۰,۳۸۹	۰,۶۰۴	۰,۰۱۴	۰,۰۶۴	۰,۰۷۲	۰,۲۵۸
	تعداد	۳۲۲	۳۲۲	۳۲۲	۳۲۲	۳۲۲	۳۲۲	۳۲۲	۳۲۲	۳۲۲

فرضیه اول: بین درصد مالکیت سهامداران کنترلی و همزمانی قیمت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

$$H_0: \rho = 0$$

$$H_1: \rho \neq 0$$

جدول ۲- ضریب همبستگی بین درصد مالکیت سهامداران کنترلی و همزمانی قیمت

همزمانی قیمت	متغیر
۰,۱۳۰	ضریب همبستگی
۰,۱۹	سطح معنی داری
۳۲۲	تعداد

همانطور که مشاهده می شود ضریب همبستگی ۰,۱۳۰ بین درصد مالکیت سهامداران کنترلی و همزمانی قیمت وجود دارد که بیانگر رابطه مستقیم است اما سطح معناداری آن بیشتر از ۰/۰۵ می باشد. بنابراین بین دو متغیر همبستگی وجود ندارد و فرض  $H_0$  تایید می شود.

فرضیه دوم: بین تعداد سالهای وجود سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت ارتباط مثبت و معناداری وجود

دارد.

$$H_0: \rho = 0$$

$$H_1: \rho \neq 0$$

جدول شماره ۳- ضریب همبستگی بین تعداد سالهای وجود سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت

همزمانی قیمت	متغیر
۰,۰۷۹	ضریب همبستگی
۰,۱۵۷	سطح معنی داری
۳۲۲	تعداد

همانطور که مشاهده می شود ضریب همبستگی ۰,۰۷۹ بین تعداد سالهای وجود سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت وجود دارد که بیانگر رابطه مستقیم است اما سطح معناداری آن بیشتر از ۰/۰۵ می باشد. بنابراین بین دو متغیر همبستگی وجود ندارد و فرض  $H_0$  تایید می شود.

فرضیه سوم: بین درصد تغییرات سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

$$H_0: \rho = 0$$

$$H_1: \rho \neq 0$$

جدول شماره ۴- ضریب همبستگی بین درصد تغییرات سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت

همزمانی قیمت		متغیر
۰,۰۴۷	ضریب همبستگی	درصد تغییرات سهامدار کنترلی
۰,۳۹۷	سطح معنی داری	
۳۲۲	تعداد	

همانطور که مشاهده می شود ضریب همبستگی ۰,۰۴۷ بین درصد تغییرات سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت وجود دارد که بیانگر رابطه مستقیم است اما سطح معناداری آن بیشتر از ۰/۰۵ می باشد. بنابراین بین دو متغیر همبستگی وجود ندارد و فرض  $H_0$  تایید می شود.

**فرضیه چهارم: بین تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.**

$$H_0: \rho = 0$$

$$H_1: \rho \neq 0$$

جدول شماره ۵- ضریب همبستگی بین تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت

همزمانی قیمت		متغیر
۰,۰۴۸	ضریب همبستگی	تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی
۰,۳۸۹	سطح معنی داری	
۳۲۲	تعداد	

همانطور که مشاهده می شود ضریب همبستگی ۰,۰۴۸ بین تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت وجود دارد که بیانگر رابطه مستقیم است اما سطح معناداری آن بیشتر از ۰/۰۵ می باشد. بنابراین بین دو متغیر همبستگی وجود ندارد و فرض  $H_0$  تایید می شود.

**فرضیه پنجم: بین نقدینگی و همزمانی قیمت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.**

$$H_0: \rho = 0$$

$$H_1: \rho \neq 0$$

جدول شماره ۶ - ضریب همبستگی بین نقدینگی و همزمانی قیمت

همزمانی قیمت		متغیر
۰,۱۰۰	ضریب همبستگی	نقدینگی
۰,۰۷۲	سطح معنی داری	
۳۲۲	تعداد	

همانطور که مشاهده می شود ضریب همبستگی ۰,۱۰۰ بین نقدینگی و همزمانی قیمت وجود دارد که بیانگر رابطه مستقیم است اما سطح معناداری آن بیشتر از ۰/۰۵ می باشد. بنابراین بین دو متغیر همبستگی وجود ندارد و فرض  $H_0$  تایید می شود.

#### ۴-متغیر درصد مالکیت سهامداران کنترلی

بنا بر اطلاعات جدول (۷) ضریب همبستگی (۰,۱۳)، ضریب تعیین (۰,۰۱۷)، ضریب تعیین تعدیل شده (۰,۰۱۴) و انحراف معیار خطاها (۰,۳۹) را نشان می دهد با توجه به ضریب تعیین می توان گفت که همبستگی زیادی بین متغیر مستقل (درصد مالکیت سهامداران کنترلی) و متغیر وابسته وجود دارد. در مورد ضریب تعیین تعدیل شده باید گفت اگر تعداد نمونه کوچک باشد بهتر است از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده نمود همچنین هنگامی که در رگرسیون مرکب با افزایش تعداد متغیرها مقدار ضریب تعیین افزایش می یابد که در این موارد هم از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده می شود. انحراف معیار خطاها نیز بیانگر پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون است که هرچه نسبت به مقدار متغیر وابسته کمتر باشد رگرسیون مدل قابل اتکا تری خواهد بود.

جدول شماره ۷- خلاصه مدل متغیر درصد مالکیت سهامداران کنترلی

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
.130 <sup>a</sup>	.017	.014	0.29461	1.696

با توجه به نتایج جدول (۸) جدول آنالیز واریانس است که صحت کلی معادله رگرسیون را بررسی می‌کند. در این جدول مقدار آماره F برابر با ۵,۵۱۹ و با توجه به اینکه سطح معناداری (sig) بیشتر از سطح قابل قبول خطا (۵٪) می‌باشد می‌توان صحت کلی مدل را رد نمود. از آنجا که مقدار دوربین واتسون برابر با ۱,۶۹ می‌باشد فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود می‌توان از رگرسیون استفاده کرد.

جدول شماره ۸- آنالیز واریانس متغیر درصد مالکیت سهامداران کنترلی

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	0.479	1	0.479	5.519	.019 <sup>b</sup>
Residual	27.774	320	0.87		
Total	28.253	321			

a. Dependent Variable: همزمانی قیمت

b. Predictors: (Constant), درصد مالکیت سهامداران کنترلی

چون سطح معنی داری مشاهده شده کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد، لذا فرضیه صفر مبنی بر اینکه رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود ندارد، رد می‌شود.

بنا بر اطلاعات جدول (۹) جدول ضرایب معادله رگرسیون و آزمون معناداری این ضرایب است در این مثال ضریب متغیر مستقل ۰,۱۸۱ و جزء ثابت معادله رگرسیون ۰,۳۴۹ بدست آمده است که می‌توان معادله را به صورت ذیل نوشت:

$$Y = 0,181x + (0,349)$$

مقادیر t محاسبه شده و سطح معناداری نشان می‌دهد که در سطح خطای قابل قبول این ضرایب معنادار می‌باشد (کمتر از ۰,۰۵). یعنی بین متغیر درصد مالکیت سهامداران کنترلی و همزمانی قیمت رابطه معناداری وجود دارد.

جدول شماره ۹- جدول ضرایب متغیر درصد مالکیت سهامداران کنترلی

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	0.349	0.049		7.126	.000		
درصد مالکیت سهامداران کنترلی	.181	0.77	.130	2.349	.019	1.000	1.000

a. Dependent Variable: همزمانی قیمت

در ستون عامل تورم واریانس (VIF) تمامی مقدار کمتر از ۵ می‌باشد که نشان از عدم هم خطی میان متغیر مستقل است.

## ۵- متغیر تعداد سالهای وجود سهامدار کنترلی

بنا بر اطلاعات جدول (۱۰) ضریب همبستگی (۰,۰۷۹)، ضریب تعیین (۰,۰۰۶)، ضریب تعیین تعدیل شده (۰,۰۰۳) و انحراف معیار خطاها (۰,۲۹) را نشان می‌دهد با توجه به ضریب تعیین می‌توان گفت که همبستگی کمی بین متغیر مستقل (تعداد سالهای وجود سهامدار کنترلی) و متغیر وابسته وجود دارد. در مورد ضریب تعیین تعدیل شده باید گفت اگر تعداد نمونه کوچک باشد بهتر است از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده نمود همچنین هنگامی که در رگرسیون مرکب با افزایش تعداد متغیرها مقدار ضریب تعیین افزایش می‌یابد که در این موارد هم از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده می‌شود. انحراف معیار خطاها نیز بیانگر پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون است که هرچه نسبت به مقدار متغیر وابسته کمتر باشد رگرسیون مدل قابل اتکا تری خواهد بود.

جدول شماره ۱۰- خلاصه مدل متغیر تعداد سالهای وجود سهامدار کنترلی

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
.079 <sup>a</sup>	.006	.003	0.29621	1.695

چون سطح معنی داری مشاهده شده بیشتر از ۰,۰۵ می باشد، لذا فرضیه صفر مبنی بر اینکه رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود ندارد، تأیید می شود.

بنا بر اطلاعات جدول (۱۱) جدول ضرایب معادله رگرسیون و آزمون معناداری این ضرایب است در این مثال ضریب متغیر مستقل ۰,۰۲۳ و جزء ثابت معادله رگرسیون ۰,۴۰۴ بدست آمده است که می توان معادله رگرسیون را به صورت ذیل نوشت:

$$Y = 0.23x + 0.404$$

مقادیر t محاسبه شده و سطح معناداری نشان می دهد که در سطح خطای قابل قبول این ضرایب معنادار نمی باشد (بیشتر از

۰,۰۵). یعنی بین متغیر تعداد سالهای وجود سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت رابطه معناداری وجود ندارد.

جدول شماره ۱۱- جدول ضرایب متغیر تعداد سالهای وجود سهامدار کنترلی

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	.404	.041		9.747	.000		
تعداد سالهای وجود سهامدار کنترلی	.023	.016	.079	1.419	.157	1.000	1.000

a. Dependent Variable: همزمانی قیمت

در ستون عامل تورم واریانس (VIF) تمامی مقدار کمتر از ۵ می باشد که نشان از عدم هم خطی میان متغیر مستقل است.

## ۶- متغیر درصد تغییرات سهامدار کنترلی

بنابر اطلاعات جدول ۱۲ ضریب همبستگی (۰,۰۴۷)، ضریب تعیین (۰,۰۰۲)، ضریب تعیین تعدیل شده (۰,۰۰۱-) و انحراف معیار خطاها (۰,۲۹۶) را نشان می دهد با توجه به ضریب تعیین می توان گفت که همبستگی کمی بین متغیر مستقل (سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی) و متغیر وابسته وجود دارد. در مورد ضریب تعیین تعدیل شده باید گفت اگر تعداد نمونه کوچک باشد بهتر است از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده نمود همچنین هنگامی که در رگرسیون مرکب با افزایش تعداد متغیرها مقدار ضریب تعیین افزایش می یابد که در این موارد هم از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده می شود. انحراف معیار خطاها نیز بیانگر پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون است که هرچه نسبت به مقدار متغیر وابسته کمتر باشد رگرسیون مدل قابل اتکا تری خواهد بود.

جدول شماره ۱۲- خلاصه مدل متغیر درصد تغییرات سهامدار کنترلی

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
.047 <sup>a</sup>	.002	-.001	.29680	1.688

با توجه به نتایج جدول (۱۳) جدول آنالیز واریانس است که صحت کلی معادله رگرسیون را بررسی می کند. در این جدول مقدار آماره F برابر با ۰,۷۱۹ و با توجه به اینکه سطح معناداری (sig) بیشتر از سطح قابل قبول خطا (۵٪) می باشد می توان صحت کلی مدل رد نمود.

از آنجا که مقدار دوربین واتسون برابر با ۱,۶۸۸ می باشد فرض همبستگی بین خطاها رد می شود می توان از رگرسیون استفاده کرد.

جدول شماره ۱۳- آنالیز واریانس متغیر درصد تغییرات سهامدار کنترلی

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.063	1	.063	.719	.397 <sup>b</sup>
Residual	28.190	320	.088		
Total	28.253	321			

a. Dependent Variable: همزمانی قیمت

b. Predictors: (Constant), درصد تغییرات سهامدار کنترلی

چون سطح معنی داری مشاهده شده بیشتر از ۰,۰۵ می باشد، لذا فرضیه صفر مبنی بر اینکه رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود ندارد، تأیید می شود.

بنا بر اطلاعات جدول (۱۴) جدول ضرایب معادله رگرسیون و آزمون معناداری این ضرایب است در این مثال ضریب متغیر مستقل  $0.056$  و جزء ثابت معادله رگرسیون  $0.404$  بدست آمده است که می‌توان معادله رگرسیون را به صورت ذیل نوشت:

$$Y = 0.056x + (0.430)$$

مقادیر  $t$  محاسبه شده و سطح معناداری نشان می‌دهد که در سطح خطای قابل قبول این ضرایب معنادار نمی‌باشد (بیشتر از  $0.05$ ). یعنی بین متغیر درصد تغییرات سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت رابطه معناداری وجود ندارد.

جدول شماره ۱۴- جدول ضرایب متغیر تعداد سالهای وجود سهامدار کنترلی

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	.430	.036		11.837	.000		
درصد تغییرات سهامدار کنترلی	.056	.065	.047	.848	.397	1.000	1.000

a. Dependent Variable: همزمانی قیمت

در ستون عامل تورم واریانس (VIF) تمامی مقدار کمتر از ۵ می‌باشد که نشان از عدم هم خطی میان متغیر مستقل است.

### ۷- متغیر تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی

بنا بر اطلاعات جدول (۱۵) ضریب همبستگی ( $0.048$ )، ضریب تعیین ( $0.002$ )، ضریب تعیین تعدیل شده ( $0.003$ ) و انحراف معیار خطاها ( $0.29$ ) را نشان می‌دهد با توجه به ضریب تعیین می‌توان گفت که همبستگی کمی بین متغیر مستقل (تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی) و متغیر وابسته وجود دارد. در مورد ضریب تعیین تعدیل شده باید گفت اگر تعداد نمونه کوچک باشد بهتر است از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده نمود همچنین هنگامی که در رگرسیون مرکب با افزایش تعداد متغیرها مقدار ضریب تعیین افزایش می‌یابد که در این موارد هم از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده می‌شود.

جدول شماره ۱۵- خلاصه مدل متغیر تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
.048 <sup>a</sup>	.002	-.001	.29679	.680

با توجه به نتایج جدول (۱۶) جدول آنالیز واریانس است که صحت کلی معادله رگرسیون را بررسی می‌کند. در این جدول مقدار آماره  $F$  برابر با  $0.745$  و با توجه به اینکه سطح معناداری (sig) بیشتر از سطح قابل قبول خطا ( $5\%$ ) می‌باشد می‌توان صحت کلی مدل رد نمود. از آنجا که مقدار دوربین واتسون برابر با  $1.688$  می‌باشد فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود می‌توان از رگرسیون استفاده کرد.

جدول شماره ۱۶- آنالیز واریانس متغیر تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.066	1	.066	.745	.389 <sup>b</sup>
Residual	28.187	320	.088		
Total	28.253	321			

a. Dependent Variable: همزمانی قیمت

b. Predictors: (Constant), تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی

چون سطح معنی داری مشاهده شده بیشتر از  $0.05$  می‌باشد، لذا فرضیه صفر مبنی بر اینکه رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود ندارد، تأیید می‌شود.

بنا بر اطلاعات جدول (۱۷) جدول ضرایب معادله رگرسیون و آزمون معناداری این ضرایب است در این مثال ضریب متغیر مستقل  $0.029$  و جزء ثابت معادله رگرسیون  $0.442$  بدست آمده است که می‌توان معادله رگرسیون را به صورت ذیل نوشت:

$$Y = 0.029x + (0.442)$$

مقادیر  $t$  محاسبه شده و سطح معناداری نشان می‌دهد که در سطح خطای قابل قبول این ضرایب معنادار نمی‌باشد (بیشتر از  $0.05$ ). یعنی بین متغیر تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت رابطه معناداری وجود ندارد.

جدول شماره ۱۷- ضرایب متغیر تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	.442	.025		17.853	.000		
تعداد سالهای عدم وجود سهامدار کنترلی	.029	.033	.048	.863	.389	1.000	1.000

a. همزمانی قیمت Dependent Variable

در ستون عامل تورم واریانس (VIF) تمامی مقدار کمتر از ۵ می باشد که نشان از عدم هم خطی میان متغیر مستقل است.

## ۸- متغیر نقدینگی سهام

بنا بر اطلاعات جدول (۱۸) ضریب همبستگی (۰,۱۰۰)، ضریب تعیین (۰,۰۰۶)، ضریب تعیین تعدیل شده (۰,۰۰۷) و انحراف معیار خطاها (۰,۲۹۵) را نشان می دهد با توجه به ضریب تعیین می توان گفت که همبستگی کمی بین متغیر مستقل (نقدینگی سهام) و متغیر وابسته وجود دارد. در مورد ضریب تعیین تعدیل شده باید گفت اگر تعداد نمونه کوچک باشد بهتر است از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده نمود همچنین هنگامی که در رگرسیون مرکب با افزایش تعداد متغیرها مقدار ضریب تعیین افزایش می یابد که در این موارد هم از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده می شود.

جدول شماره ۱۸- خلاصه مدل متغیر نقدینگی سهام

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
.100 <sup>a</sup>	.010	.007	.29563	1.707

با توجه به نتایج جدول (۱۹) جدول آنالیز واریانس است که صحت کلی معادله رگرسیون را بررسی می کند. در این جدول مقدار آماره F برابر با ۰,۷۱۹ و با توجه به اینکه سطح معناداری (sig) بیشتر از سطح قابل قبول خطا (۵٪) می باشد می توان صحت کلی مدل رد نمود. از آنجا که مقدار دوربین واتسون برابر با ۱,۷ می باشد فرض همبستگی بین خطاها رد می شود می توان از رگرسیون استفاده کرد.

جدول شماره ۱۹- آنالیز واریانس متغیر نقدینگی سهام

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.285	1	.285	3.262	.072 <sup>b</sup>
Residual	27.968	320	.087		
Total	28.253	321			

a. Dependent Variable: همزمانی قیمت

b. Predictors: (Constant), نقدینگی سهام

چون سطح معنی داری مشاهده شده بیشتر از ۰,۰۵ می باشد، لذا فرضیه صفر مبنی بر اینکه رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود ندارد، تأیید می شود.

بنا بر اطلاعات جدول (۲۰) جدول ضرایب معادله رگرسیون و آزمون معناداری این ضرایب است در این مثال ضریب متغیر مستقل ۰,۰۲۳ و جزء ثابت معادله رگرسیون ۰,۴۲۳ بدست آمده است که می توان معادله رگرسیون را به صورت ذیل نوشت:

$$Y = 0,001x + (0,423)$$

مقادیر t محاسبه شده و سطح معناداری نشان می دهد که در سطح خطای قابل قبول این ضرایب معنادار نمی باشد (بیشتر از

۰,۰۵). یعنی بین متغیر نقدینگی سهام و همزمانی قیمت رابطه معناداری وجود ندارد.

جدول شماره ۲۰- جدول ضرایب متغیر نقدینگی سهام

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	.423	.025		16.801	.000		

1.000	1.000	.072	1.806	.100	.000	.0001	نقدینگی سهام
-------	-------	------	-------	------	------	-------	--------------

a. Dependent Variable: همزمانی قیمت

در ستون عامل تورم واریانس (VIF) تمامی مقدار کمتر از ۵ می باشد که نشان از عدم هم خطی میان متغیر مستقل است.

### ۹- متغیر وجود و عدم وجود متغیر سهامدار کنترلی

بنا بر اطلاعات جدول (۲۱) ضریب همبستگی (۰,۰۶۳)، ضریب تعیین (۰,۰۰۴)، ضریب تعیین تعدیل شده (۰,۰۰۱) و انحراف معیار خطاها (۰,۲۹۶) را نشان می دهد با توجه به ضریب تعیین می توان گفت که همبستگی کمی بین متغیر مستقل (وجود و عدم وجود متغیر سهامدار کنترلی) و متغیر وابسته وجود دارد. در مورد ضریب تعیین تعدیل شده باید گفت اگر تعداد نمونه کوچک باشد بهتر است از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده نمود همچنین هنگامی که در رگرسیون مرکب با افزایش تعداد متغیرها مقدار ضریب تعیین افزایش می یابد که در این موارد هم از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده می شود. انحراف معیار خطاها نیز بیانگر پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون است که هرچه نسبت به مقدار متغیر وابسته کمتر باشد رگرسیون مدل قابل اتکا تری خواهد بود.

جدول شماره ۲۱- خلاصه مدل متغیر وجود و عدم وجود متغیر سهامدار کنترلی

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
.063 <sup>a</sup>	.004	.001	.29654	1.680

با توجه به نتایج جدول (۲۲) جدول آنالیز واریانس است که صحت کلی معادله رگرسیون را بررسی می کند. در این جدول مقدار آماره F برابر با ۱,۲۸ و با توجه به اینکه سطح معناداری (sig) بیشتر از سطح قابل قبول خطا (۵٪) می باشد می توان صحت کلی مدل رد نمود. از آنجا که مقدار دوربین واتسون برابر با ۱,۶۸ می باشد فرض همبستگی بین خطاها رد می شود می توان از رگرسیون استفاده کرد.

جدول شماره ۲۲- آنالیز واریانس متغیر وجود و عدم وجود متغیر سهامدار کنترلی

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.113	1	.113	1.282	.258 <sup>b</sup>
Residual	28.140	320	.088		
Total	28.253	321			

a. Dependent Variable: همزمانی قیمت

b. Predictors: (Constant), csh

چون سطح معنی داری مشاهده شده بیشتر از ۰,۰۵ می باشد، لذا فرضیه صفر مبنی بر اینکه رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود ندارد، تأیید می شود.

بنا بر اطلاعات جدول (۲۳) جدول ضرایب معادله رگرسیون و آزمون معناداری این ضرایب است در این مثال ضریب متغیر مستقل ۰,۰۳۸ و جزء ثابت معادله رگرسیون ۰,۴۳۷ بدست آمده است که می توان معادله رگرسیون را به صورت ذیل نوشت:

$$Y = 0,038x + (0,437)$$

مقادیر t محاسبه شده و سطح معناداری نشان می دهد که در سطح خطای قابل قبول این ضرایب معنادار نمی باشد (بیشتر از ۰,۰۵). یعنی بین متغیر وجود و عدم وجود متغیر سهامدار کنترلی و همزمانی قیمت رابطه معناداری وجود ندارد.

جدول شماره ۲۳- جدول ضرایب متغیر وجود و عدم وجود متغیر سهامدار کنترلی

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	.437	.025		17.735	.000		
csh	.038	.033	.063	1.132	.258	1.000	1.000

a. Dependent Variable: همزمانی قیمت

در ستون عامل تورم واریانس (VIF) تمامی مقدار کمتر از ۵ می باشد که نشان از عدم هم خطی میان متغیر مستقل است.

### نتیجه گیری

هدف اصلی این تحقیق بررسی تاثیر سهامداران کنترلی بر روی همزمانی قیمت می باشد برای دستیابی به این مهم اهداف فرعی را هم مد نظر قرار دادیم از جمله درصد مالکیت سهامدار، تعداد سالهای مالکیت سهامدار کنترلی، وجود یا عدم وجود سهامدار کنترلی و رابطه آن ها را با همزمانی قیمت مورد سنجش قرار دادیم بررسی های این تحقیق نشان می دهد که تنها بین اندازه شرکت با همزمانی قیمت ها همبستگی وجود دارد و بین دیگر متغیر های مورد نظر از جمله درصد مالکیت سهامدار، تعداد سال های مالکیت سهامدار کنترلی، وجود یا عدم وجود سهامدار کنترلی، درصد تغییرات، تعداد سال های عدم حضور، اهرم های مالی، اندازه شرکت، نقدینگی با همزمانی قیمت ها همبستگی کم و یا اصلا وجود ندارد تحقیقات انجام شده نشان می دهد از میان فرضیه های مد نظر تنها درصد مالکیت سهامداران کنترلی، اندازه شرکت با همزمانی قیمت ها رابطه معنی دارند و مابقی فرضیه ها ارتباطی با همزمانی قیمت ها ندارد بنابراین می توان نتیجه گرفت که افزایش کنترل ها تاثیر خوبی بر روی قیمت سهام ندارد و باعث ریزش و تخریب قیمت سهام می شود و سهامداران کنترلی می تواند تاثیر کمی بروی همزمانی قیمت ها داشته باشند

### پیشنهادهات

- این تحقیق برای اولین بار در ایران به تاثیر سهامداران کنترلی و قیمت سهام همزمانی می پردازد. در تحقیقات آتی می توان اثر عوامل دیگر روی هر کدام از این متغیرها به طور جداگانه بررسی نمود.
- ۱- برخی از متغیرهای تحقیق بیش از یک تعریف عملیاتی دارند که می توان از سایر تعاریف نیز استفاده شود. برای مثال، به جای نقدینگی می توان از نسبت های آنی و جاری استفاده نمود.
- ۲- در پژوهش دیگری می توان رابطه بین کنترل سهامداری و سایر متغیر ها مانند بازده سهام، ریسک سهام و ... مورد بررسی قرار دهیم.
- ۳- می توان موضوع تحقیق را در صنایع مختلف مورد بررسی قرار داد و با توجه به ماهیت فعالیت صنایع مختلف، انتظار نتایج متفاوتی قابل پیش بینی است.
- ۴- انجام تحقیق حاضر به تفکیک شرکت هایی با صورت های مالی تلفیقی و شرکت هایی که مشمول ارائه صورت های مالی تلفیقی نبوده اند.
- ۵- در نظر گرفتن سایر متغیرهای مرتبط با شرکت برای مثال نوع صنعت، ساختار مالکیت، تعداد سهامداران و وجود اقلام غیرمترقبه و نرخ رشد و حجم معاملات سهام مورد بررسی قرار گیرد.
- ۶- مقایسه تطبیقی سهامداران کنترلی و قیمت سهام همزمانی ایران و سایر کشورها

### منابع

- محمدی، قانع، ۱۳۹۲، بررسی تاثیر ساختار مالکیت و کیفیت حسابداری بر همزمانی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت.
- نورنژاد، مهدی، ۱۳۹۰، کیفیت اقلام تعهدی و همزمانی قیمت سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.
- Attig, N., Fong, W.-M., Gadhoun, Y., Lang, L.H.P., 2006. Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity. *Journal of Banking & Finance* 30, 2875-2892
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., Rizeanu, S., 2009. Multiple large shareholders and the value of cash holdings. *European Financial Management Association Working Paper*
- Ball, R., Robin, A., Wu, J.S., 2003. Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics* 36, 235-270
- Chan, K., Hameed, A., 2006. Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets. *Journal of Financial Economics* 80, 115-147
- Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., 2004. Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation. *The Journal of Finance* 59, 65-105
- Fan, J.P.H., Wong, T.J., 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33, 401-425
- Masulis, R.W., Wang, C., Xie, F., 2009. Agency Problems at Dual-Class Companies. *Journal of Finance* 64, 1697-1727
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360
- Jin, L., Myers, S., 2006. R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics* 79, 257-292
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2000. Tunneling. *The American Economic Review* 90, 22-27
- Warfield, T.D., Wild, J.J., Wild, K.L., 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20, 61-91