



تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها مبتنی بر دو مدل یانگ و بودناروک و اوستبرگ

آناهیتا زندی^۱

تاریخ دریافت مقاله: ۹۷/۰۲/۰۸ تاریخ پذیرش مقاله: ۹۷/۰۴/۲۱

فریدون رهنمای رودپشتی^۲

چکیده

مقامات و مدیران اجرایی کسب و کارهای مختلف عموماً بر این باورند که گستردگی تعداد سهامداران شرکت منافع چشمگیری در بازار سهام به دنبال دارد. هرچند محققان نیز در این باره به توافق رسیده‌اند که تعداد سهامداران یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین کننده در تصمیمات شرکت هستند، اما پژوهش‌های اندکی در مورد این متغیر انجام شده‌اند. در این پژوهش مشخص شد که افزایش تعداد سهامداران، برعکس کشور های توسعه یافته، در ایران، به نفع شرکت‌ها نیست. نتایج به دست آمده حاکی از این هستند که افزایش تعداد سهامداران سبب بیشتر شدن تضاد نمایندگی بین سرمایه‌گذاران و سهامداران کنترل‌کننده می‌شود. به علاوه، یافته‌ها نشان می‌دهند که این افزایش با رفتار ریسک‌پذیری و ارزش شرکت رابطه منفی و معنی داری دارد و با سود سهام پرداختی را بطله مثبت و معنی داری دارد. علاوه بر این موارد، نتایج به دست آمده از این پژوهش نشان می‌دهند که با افزایش تضادهای نمایندگی، امکان سلب مالکیت افراد بیرون سازمان توسط اعضای درونی شرکت افزایش خواهد یافت.

کلمات کلیدی

تعداد سهامداران، ارزش شرکت، سود سهام

۱ دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران.

zandi_anna@yahoo.com

۲ استاد و عضو هیات علمی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)

rahnama.roodposhti@gmail.com

مقدمه

بیشتر شرکت‌ها توجه و زمانی زیادی را صرف مدیریت تعداد سهامداران خود می‌کنند زیرا بر این باورند که اگر بتوانند سهامداران درست و مناسب را شناسایی و جذب کنند، به سادگی خواهند توانست از منافع بازار سهام بهره‌گیرند. بر اساس نتایج یکی از تحقیقات اخیر «مؤسسه‌ی ملی روابط سرمایه‌گذاران» (NIRI) و «مرکز حاکمیت شرکتی «راک» در دانشگاه استنفورد»، ۹۱٪ از شرکت‌ها مسئله‌ی ترکیب سهامداران را در سطح مدیریت ارشد خود به بحث می‌گذارند و ۷۵٪ آن‌ها این موضوع را در سطح هیئت‌مدیره مطرح می‌کنند. همچنین نتایج تحقیق آنها نشان داد که مدیران عامل در هر فصل به طور میانگین ۴٫۲ روز را به بررسی و کنترل تعداد سهامداران اختصاص می‌دهند و بیش از سه چهارم شرکت‌ها سوده‌های قابل توجهی به واسطه‌ی مدیریت و کنترل تعداد سهامداران خود از بازار سهام کسب می‌نمایند. طبق نظر کارشناسان، بسیاری از اقتصاددانان مالی معتقدند تعداد سهامداران یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده‌ی ارزش و سیاست‌های شرکت به شمار می‌روند (لینز و وارناک، ۲۰۰۴؛ براو، گراهام، هاروی و میکایلی، ۲۰۰۵؛ بودناراک و اوتسبرگ، ۲۰۱۳).

علی‌رغم اهمیت موضوع تعداد سهامداران، تحقیقات بسیار اندکی در این زمینه صورت گرفته است. ولی با این حال فواید افزایش تعداد سهامداران را می‌توان از شواهد به دست آمده، دال بر افزایش ارزش شرکت به واسطه‌ی سرمایه‌گذاری یا شناخت سرمایه‌گذاران، نقدشوندگی سهام، و مقررات بازار به خوبی مشاهده و درک کرد (مرتون، ۱۹۸۷؛ بودناراک و اوتسبرگ، ۲۰۰۹؛ گرین و جیمز، ۲۰۱۳؛ ادمانز، ۲۰۰۹؛ فانگ، نفو و تایس، ۲۰۰۹). اما هنوز هم غالب بودن منافع حاصل از ازدیاد تعداد سهامداران در کشورهای در حال توسعه روشن و مشخص نیست.

در این پژوهش قصد داریم نشان دهیم که آیا این باور رایج در بین مقامات اجرایی و ارشد کسب‌وکارهای مختلف که گستردگی تعداد سهامداران برای شرکت سودمند است، در چهارچوب کشور ایران نیز صدق می‌کند یا خیر. برای این منظور، تاثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت را بررسی خواهیم کرد. مطالعه‌ی این تاثیرات حائز اهمیت فراوانی است زیرا عموم افراد بر این باورند که رشد چشمگیر بازار سهام در سال‌های اخیر عمدتاً سبب جذب سرمایه‌گذاران هدف‌گرا شده است. بررسی تعداد سهامداران و تاثیرات آن دیدگاه‌های جالب و مهمی در مورد رفتار شرکت‌ها در اقتصاد نوپا به دست می‌دهد. افزون بر این، ساختار مالکیت شرکت‌ها در ایران کاملاً با جوامع غربی متفاوت است. در کشورهایی که مالکیت شرکت‌ها متمرکز است و عموماً شرکت‌ها

تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها مبتنی بر دو مدل .../ زندگی و رهنمای رودپشتی

توسط دولت اداره و کنترل می‌شوند، نمی‌توان با قاطعیت در مورد برتری و تسلط منافع تعداد سهامداران صحبت کرد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

دلایلی متعددی ما را بر آن داشتند تا به بررسی مبحث تعداد سهامداران بپردازیم. در وهله اول، بر اساس برخی شواهد و قرائن موجود، سهامداران تمایل زیادی به حفظ منابع خود از طریق نظرات بر رفتار شرکت دارند. چن، کی و یانگ (۲۰۱۳) در تحقیقات خود دریافتند بعد از تصویب و اجرای یک قانون «سازگار با سرمایه‌گذار»، شرکت‌هایی که سهامداران اقلیت بیشتری دارند بیشتر طرح‌هایی که منجر به کاهش ارزش می‌شوند را رد (وتو) می‌کنند و در عین حال مدیران شرکت نیز موارد کمتری از این دست طرح‌ها را پیشنهاد می‌نمایند. بر همین اساس، می‌توان گفت زیاد بودن تعداد سهامداران تأثیر مثبتی بر ارزش و رفتار شرکت‌ها داشته است. با این وجود، این امکان نیز وجود دارد که منافع (غالب در اقتصادهای توسعه‌یافته) حاصل از بیشتر شدن تعداد سهامداران، چندان قابل توجه نباشند. تام (۱۹۹۵، ۲۰۰۰) متوجه شد که علی‌رغم اصلاحات بازار و افزایش تعداد سهامداران در دهه‌های اخیر، هنوز هم بیشتر شرکت‌ها تحت نظارت و کنترل مستقیم یا غیرمستقیم دولت هستند. طبق تحقیقات او (۱۹۹۵)، هدف خصوصی‌سازی شرکت‌ها استفاده از شیوه‌های بهتر برای حل مسائل ناشی از اقتصاد برنامه‌ریزی شده و در عین حال کمک به دولت در حفظ قدرت و اختیارات خویش است. علاوه بر این‌ها، تحقیقات جدید هم تایید می‌کنند که، دولت تأثیر چشمگیری بر رفتار شرکت‌ها دارد (لیو، یوچیدا و یانگ، ۲۰۱۴؛ سو، فانگ، هوانگ و شن، ۲۰۱۴). افزون بر این، گائو و کلینگ (۲۰۱۲) به شواهدی دست یافته‌اند که نشان می‌دهند، حقوق سهامداران نقش چندانی در ارتقاء کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها ندارد. نتایج تحقیقات تام و گائو و کلینگ نشان می‌دهند که افزایش تعداد سهامداران منافع زیادی به همراه دارد. در نهایت، مطالعه و بررسی موضوع تعداد سهامداران کاربردهای مهم و حساسی در امر سیاست‌گذاری دارد چون کشورها همزمان با بهبود بازارهای مالی داخلی و بومی، با چالش حفظ منافع سهامداران اقلیت نیز روبرو می‌شوند. این پژوهش اولین تحقیقی است که به بررسی و اثبات تأثیر تعداد سهامداران بر کیفیت رفتار شرکتی در بین شرکت‌های فعال در کشورهای فاقد توان و استراتژی مناسب جهت محافظت از منافع سرمایه‌گذاران می‌پردازد. می‌دانیم که وقتی ساختار مالکیت شرکت‌ها متمرکز باشد، اشخاص سهامدار عموماً هزینه‌های نمایندگی زیادی را متحمل می‌شوند چون سهامداران حاکم (کنترل کننده) برای بالا بردن میزان سود خود به قیمت قربانی

شدن سرمایه‌گذاران خرده‌پا انگیزه‌های فراوانی دارند (کلاسنز، ۲۰۰۲؛ دمستز، ۱۹۸۳). تحقیقات، شواهدی دال بر تحمیل هزینه‌های نمایندگی گزارف بر شرکت‌ها به سبب مالکیت دولتی و یا سهامداران کنترل‌کننده‌ی وابسته به دولت به دست داده‌اند. پس جالب است اگر بفهمیم که آیا افزایش تعداد سهامداران، همزمان با کاهش میزان میزان مالکیت دولتی، سبب بهبود اوضاع نظارتی رفتار شرکت می‌شود یا خیر. پاگانو و روئل (۱۹۹۸) معتقدند که یک ساختار مالکیت بهینه عموماً از برخی معیارهای پراکنده‌سازی برای جلوگیری از کنترل بیش از حد برخی سهامداران خاص بهره می‌گیرد.

بیشتر شدن تعداد سهامداران در صورت متمرکز بودن ساختار مالکیت به احتمال زیاد سبب بیشتر شدن مشکلات نمایندگی خواهد شد (کلاسنز، ۲۰۰۲؛ دمستز، ۱۹۸۳). این پژوهش با بررسی تاثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها نقش به‌سزایی در افزایش بار اطلاعاتی پژوهش‌های موجود ایفا می‌کند.

از نظر کارشناسان و فعالان این عرصه، تعداد سهامداران در بسیاری از تصمیمات شرکت نقش مهمی دارند. به عنوان مثال، «شرکت وولف اکسل‌راد وینبرگر» (یک شرکت روابط سرمایه‌گذاری) در پروفایل خود آورده است که «تلاش‌های ما در نهایت به افزایش تعداد سهامداران، افزایش نقدشوندگی، کاهش هزینه‌های سرمایه‌ای آینده، و ارزشیابی هرچه بهتر گروه‌های مشتریان منتهی خواهند شد». «کپیتال لینک» هم به عنوان یک شرکت مشاور سرمایه‌گذاری در وب سایت خود اینطور نوشته است: «ما به مشتریان خود کمک می‌کنیم تا جایگاه مناسب خود را در جوامع سرمایه‌گذاری بیابند، تعداد سهامداران خود را افزایش دهند، قدرت تحلیلی و پوشش رسانه‌ای خود را تضمین کنند و به ارزش پایدار دست یابند». پژوهشگران آکادمیک نیز تعداد سهامداران را جزء یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده در تصمیمات شرکت‌ها می‌دانند (براو، گراهام، هاروی و میکایلی، ۲۰۰۵؛ بودناراک و اوتسبرگ، ۲۰۱۳؛ بیر، لارکر و تایان، ۲۰۱۴). برخلاف اهمیت مشهود و ظاهری مبحث تعداد سهامداران، شواهدی برای اثبات مستقیم تاثیر آن بر تصمیمات شرکت در دست نیست. هدف از انجام این تحقیق مشخص کردن این موضوع است که آیا باور رایج در بین اهالی کسب‌وکار در رابطه با سودمند بودن افزایش گستردگی تعداد سهامداران برای شرکت‌ها، در مورد کشور ایران نیز صادق است یا خیر.

در گام اول ارتباط بین تعداد سهامداران و ریسک‌پذیری شرکت‌ها را بررسی می‌کنیم. به لحاظ نظری، در صورت کوچک بودن تعداد سهامداران، مالکیت شرکت احتمالاً متمرکز بوده و تصمیمات

تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها مبتنی بر دو مدل ... / زندگی و رهنمای رودپشتی

شرکت در زمینه‌ی سرمایه‌گذاری عمدتاً تحت تأثیر نظرات معدود سهامداران عمده قرار می‌گیرند. در کل، این سهامداران عمده انگیزه‌های زیادی برای تأثیرگذاری بر شرکت در راستای پیگیری پروژه‌های ریسکی (پُر ریسک) دارند تا به این ترتیب بتوانند منافع و سود حاصل شرکت را زیاد کنند (آمیهود و لو، ۱۹۸۱؛ اشلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶). لی‌ون و لوین (۲۰۰۹) با مشاهده‌ی ارتباط مثبت بین ریسک‌پذیری مالکیت، شواهدی برای پشتیبانی از این موضوع ارائه کردند. اما سهامداران عمده‌ای که تنوع‌پذیر نیستند پروژه‌های محافظه‌کارانه را ترجیح می‌دهند تا از منافع خود محافظت کنند (فاچیو، مارچیکا و مورا، ۲۰۱۱؛ جان، لیتوف و یئونگ، ۲۰۰۸). اگر تعداد سهامداران گسترده باشد و در نتیجه از میزان مالکیت فردی کاسته شود، احتمالاً سهامداران نسبت به رفتار ریسک‌پذیری شرکت بی‌تفاوت و خنثی خواهند بود زیرا هزینه‌ی نظارت بر شرکت بسیار بالاست و انواع ریسک‌های موجود و پیش روی شرکت را به سادگی می‌توان مشخص کرد (پاگانو و روتل، ۱۹۹۸). با این حال، بکر - بلیز و پائول (۲۰۰۶) به ارتباطی مثبت بین نقدشوندگی سهام و هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت پی بردند، به طوری که افزایش نقدشوندگی منجر به کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ای خواهد شد؛ این نتیجه بدان معناست که گسترده بودن تعداد سهامداران نیز به احتمال زیاد تأثیر مثبتی روی ریسک‌پذیری شرکت‌ها دارد. گادهوم و ایادی (۲۰۰۳) با بررسی شرکت‌های کانادا به رابطه‌ای خطی بین مالکیت و ریسک رسیدند. نتایج آن‌ها حاکی از این هستند که ریسک‌پذیری در سطوح پایین و بالای مالکیت، بسیار بالاست. بر این اساس می‌توان به ارتباط بین تبرزگی تعداد سهامداران و ریسک‌پذیری شرکت پی برد.

در کشور هاییکه ، اغلب شرکت‌ها مالکیتی متمرکز دارند و عموماً تحت کنترل و نظارت دولت هستند، دولت معمولاً از طریق سهام دولتی و یا سهام دولتی در اختیار اشخاص حقوقی بر شرکت‌ها نفوذ و نظارت دارد. طبق تحقیقات تام (۲۰۰۰)، سهام دولتی و سهام اشخاص حقوقی بیش از دو سوم سرمایه‌های شرکت‌های دولتی و عمومی را تشکیل می‌دهند. در کشوری با سطح بسیار ضعیف حاکمیت شرکتی و اجرای نه‌چندان کارآمد قوانین مربوط به آن، یکی از پیامدهای مستقیم مالکیت عمده‌ی دولتی، محافظه‌کارانه شدن سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها خواهد بود (جان و همکاران، ۲۰۰۸). در بین تحقیقات موجود در مورد تأثیر مالکیت دولتی بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، تان (۲۰۰۱) دریافته است که مدیران شرکت‌های دولتی بزرگ، در مقایسه با شرکت‌های خصوصی کوچک، اشتیاق و تمایل کمتری به پذیرش ریسک دارند. همسو با این نتایج، هوانگ، شن و سان (۲۰۱۱) نیز بین مالکیت دولتی و رفتار محافظه‌کارانه‌ی شرکت در عرصه‌ی

ریسک‌پذیری ارتباط خاصی مشاهده نمودند. یکی از دلایل احتمالی این ارتباط آن است که بروکرات‌ها و بنگاه‌های دولتی انگیزه‌ای برای بالابردن ارزش شرکت ندارند بلکه ترجیح می‌دهند رویکرد محافظه‌کارانه‌ای در سرمایه‌گذاری داشته باشند که با تاکید دولت بر پایداری اقتصادی و سیاسی همسو باشد (ژو و آدامز، ۲۰۰۸). بر همین اساس، اولین گام در این تحقیق، تحلیل و بررسی امکان تاثیر مثبت گستردگی تعداد سهامداران بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها است. وسعت تعداد سهامداران به دو حالت بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها تاثیرگذار است. از یک سو، با کاهش مالکیت دولتی به واسطه گسترش تعداد سهامداران و اجرای قوانین و مقررات مربوط به محافظت از حقوق سهامداران، وسعت تعداد سهامداران بدان معنا خواهد بود که دارندگان سهام می‌توانند تاثیرات نظراتی مخالف با اثرات دولت داشته باشند. این یک پیامد احتمالی است که با نتایج به دست آمده در تحقیق چن و همکاران (۲۰۱۳) تطابق دارد. بنابراین، گسترش تعداد سهامداران اثر تازه‌ای بر نقش محافظه‌کارانه‌ی مالکیت دولتی در سرمایه‌گذارهای شرکت‌ها خواهد داشت. از سوی دیگر، تحقیقاتی مشخص نموده است که بر خلاف گسترش تعداد سهامداران، این شرکت‌ها هنوز هم تحت تاثیرات شدید دولت هستند. همسو با دیدگاه‌های دمستز (۱۹۸۳) و کلاسنز (۲۰۰۲)، گسترش تعداد سهامداران، بهره‌برداری سهامداران کنترل کننده را تشدید خواهد کرد زیرا سرمایه‌گذاران خرده‌پا به طور کلی بدون کمک و ناشناخته باقی می‌مانند. یعنی تعداد سهامداران به هیچ‌وجه تاثیر مالکیت دولتی بر فعالیتهای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را محدود نخواهند کرد. انگیزه و محرک اصلی تحقیقات تجربی ما همین ترکیب احتمالات نظری و تئوریک هستند.

بخش دوم تحقیقات به بررسی تاثیر تعداد سهامداران بر پرداخت سود سهام اختصاص دارد. در مورد ارتباط بین این دو متغیر، دو دیدگاه غالب و رقیب در ادبیات تحقیق دیده می‌شوند. از یک سو، روزف (۱۹۸۲) به ارتباطی مثبت پرداخت سود سهام و تعداد سهامداران رسیده است. وی معتقد است شرکت‌ها با پرداخت سود بیشتر برای سهام به جهت کنترل تضادهای نمایندگی (به محض بیشتر شدن تعداد سهامداران) به نوعی جریان نقدینگی خود را بهبود یافته مصرف می‌کنند. مطابق با همین دیدگاه، بسیاری از پژوهشگران نیز به این نتیجه رسیده‌اند که سود سهام به جهت پراکنده کردن جریان نقدینگی شرکت پرداخت می‌شود تا به این ترتیب از میزان مسائل و مشکلات نمایندگی کاسته شود (جنسن، ۱۹۸۶). این مسیر تحقیقاتی نشان می‌دهد که گستردگی تعداد سهامداران عموماً با سود سهام بیشتر همراه است. از سوی دیگر، بانرجی، گاتچف و اسپینت (۲۰۰۷) دریافته‌اند که شرکت‌های دارای سطح پایین تر نقدشوندگی سهام، سود بیشتری به

تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها مبتنی بر دو مدل ... / زندگی و رهنمای رودپشتی

سهامداران می‌پردازند تا نیاز سرمایه‌گذاران به نقدشوندگی را تامین کنند. نتایج آن‌ها به معنای وجود ارتباطی منفی بین سود سهام پرداختی و تعداد سهامداران است.

اگر مالکیت شرکت‌ها متمرکز باشد، محققان و کارشناسان کلاً سود سهام پرداختی شرکت‌ها را به منزله‌ی نوعی اقدام برای سلب مالکیت از سوی سهامداران عمده (کنترل‌کننده) تلقی می‌کنند (چنگ، فانگ و لیون، ۲۰۰۹؛ چن، جیان و ژو، ۲۰۰۹؛ هوانگ، شن و سان، ۲۰۱۱؛ لیو، یوچیدا و یانگ، ۲۰۱۴؛ وی و ژیاو، ۲۰۰۹). به عنوان مثال، چن و همکاران (۲۰۰۹) در تحقیقات خود به این نتیجه رسیده‌اند که آن‌دسته از شرکت‌هایی که مالکیت متمرکزتری دارند، سود بیشتری به سهام خود می‌دهند تا نیاز سهامداران کنترل‌کننده‌ی خود به مجزاسازی را برطرف کنند. سو و همکاران (۲۰۱۴) و لیو و همکاران (۲۰۱۴) نیز معتقدند ترجیح سهامداران کنترل‌کننده به دریافت سود سهام خود به صورت نقدی نشان از تلاش آن‌ها برای سلب دارایی‌های دیگر سهامداران دارد، البته با توجه به این نکته که سهام تحت مالکیت سهامداران کنترل‌کننده عمدتاً غیرقابل معامله (غیرقابل انتقال به غیر) هستند. جان و همکاران (۲۰۰۸) پیش‌بینی کردند شرکت‌هایی که بخش عمده‌ی سهام خود را به اعضای داخلی داده‌اند، تمامی جریان‌های نقدی خود را به هدر می‌دهند تا به منافع شخصی دست یابند و یافته‌های مذکور با این پیش‌بینی همسو هستند. ولی با این حال، تأثیر گسترش تعداد سهامداران بر سود سهام پرداختی یا منفی است و یا مثبت. اگر اقلیت سهامداران از قدرت و اختیار کافی برای تأثیرگذاری بر شرکت برخوردار باشند (همانطور که چن، کی، و یانگ (۲۰۱۳) نشان دادند)، آنگاه گستردگی تعداد سهامداران از میزان تلاش سهامداران کنترل‌کننده برای سلب مالکیت سایر سهامداران کاسته و در نتیجه سود سهام پرداختی هم کمتر می‌شود. از سوی دیگر، اگر این اقلیت سهامداران قدرت کافی نداشته باشند، گسترش تعداد سهامداران این اقدامات را تشدید کرده و در نتیجه سود سهام پرداختی بیشتر خواهد شد. در مطالعه‌ی دیگری که توسط فاجیو، لانگ و یانگ (۲۰۰۱) در بین چند کشور انجام گرفت مشخص شد که میزان بالای سود سهام پرداختی در اروپا سبب کاهش اقدامات اعضای داخلی در جهت سلب مالکیت اعضای بیرونی می‌شود. ما به دنبال راهی برای درک این موضوع هستیم که تعداد سهامداران به واسطه‌ی سود سهام پرداختی سبب کاهش اقدامات اعضای داخلی در جهت سلب مالکیت اعضای بیرونی می‌شوند یا آن‌ها را تشدید می‌کنند.

از آنجایی که گسترش تعداد سهامداران یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده‌ی تصمیمات شرکت است، تأثیر آن بر ارزش شرکت را نمی‌توان نادیده گرفت. بنابراین، آخرین بخش تحقیق ما

به بررسی ارتباط بین تعداد سهامداران و ارزش شرکت اختصاص دارد. یک مسیر تحقیقاتی نشان داده‌است که وجود تعداد سهامداران تاثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد. به عنوان مثال، مرتون (۱۹۸۷) دریافت که شرکت‌هایی که تعداد سهامداران دارند در بازار سهام بهتر و بیشتر شناخته می‌شوند و در نتیجه به ارزش بیشتری خواهند رسید. برخی دیگر از پژوهش‌ها، بر اساس فرضیه‌ی «شناخت سرمایه‌گذاران» مرتون، نشان داده‌اند که قیمت سهام‌های خارجی زمانی افزایش می‌یابد که «رسید ذخایر» آن‌ها در بورس امریکا ثبت و پذیرفته شوند؛ پژوهشگران این موضوع را به شناخت هرچه بیشتر سرمایه‌گذاران و افزایش نقدشوندگی، یعنی گسترش تعداد سهامداران، مرتبط می‌دانند که در اثر پذیرفته‌شدن در بورس امریکا حاصل می‌شود (فارستر و کارولی، ۱۹۹۹). از سوی دیگر، مجموعه‌ای دیگر از پژوهش‌های انجام شده در مورد مسائل نمایندگی و ارزش شرکت نشان داده‌اند که ساختار مالکیت عظیم و پراکنده تاثیر منفی بر ارزش شرکت‌ها دارد زیرا با گسترش تعداد سهامداران، تضادهای نمایندگی هم تشدید خواهند شد (دمستز، ۱۹۸۵؛ جنسن، ۱۹۸۶؛ کونینجن، کراسل و لوکاس، ۲۰۱۱). اما در این مجموعه از تحقیقات نتایج درهم آمیخته و متفاوتی مشاهده شده‌اند (دمستز و لهن، ۱۹۸۵؛ مورک، اشلیفر و ویشنی، ۱۹۸۸). کونینجن و همکاران (۲۰۱۱) معتقدند این درهم‌آمیختگی نتایج ناشی از برخی ویژگی‌های منطقه‌ای و نهادی است.

تحقیقات موجود اکیداً نشان می‌دهند که مالکیت دولتی تاثیر منفی بر ارزش شرکت دارد (لی و سانگ، ۲۰۱۱؛ وی، ژی و ژانگ، ۲۰۰۵؛ ژیانو و ژائو، ۲۰۱۴). عموماً گفته می‌شود که سهامداران عمده و کنترل کننده‌ی شرکت‌ها هیچ انگیزه‌ای برای بالابردن ارزش شرکت ندارند چون سهام تحت مالکیت آن‌ها غیرقابل فروش (غیر قابل انتقال به غیر) است. لی و سانگ (۲۰۱۱) دریافته‌اند که شرکت‌هایی که مالکیت کاملاً دولتی دارند معمولاً با معاملات حزبی بیشتری مواجه می‌شوند و این قبیل معاملات از جمله مجاری اصلی سهامداران کنترل کننده به منظور استفاده از منابع شرکت برای منفعت شخصی هستند. ژیانو و ژائو (۲۰۱۴) نیز به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که حقوق کنترلی بیشتری دارند، با سطوح بالای تضادهای نمایندگی و ارزش پایین شرکت مواجه خواهند شد.

ما این موضوع را بررسی خواهیم کرد که آیا گسترش تعداد سهامداران سبب افزایش ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهد شد یا خیر. علی‌رغم این که وسعت تعداد سهامداران بر پراکندگی مالکیت دلالت دارد، پاگانو و روتل (۱۹۹۸) معتقدند ساختار مالکیت بهینه‌ی شرکت عموماً باید برخی معیارهای سنجش پراکندگی را نیز شامل شود تا از اعمال کنترل

تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها مبتنی بر دو مدل ... / زندگی و رهنمای رودپشتی

اضافی از جانب برخی سهامداران خاص پیشگیری شود. مادامی که با کاهش فشارها و تاثیرات اضافی سهامداران کنترل کننده و با شناخته‌تر شدن سرمایه‌گذاران، ارزش شرکت افزایش یابد، گسترش تعداد سهامداران به افزایش ارزش شرکت‌ها ختم خواهد شد.

کانگ (۲۰۱۷) به بررسی کنترل ارزش سهامداران، ارزش شرکت در بلند مدت و عملکرد کوتاه مدت پرداخته است. هدف این مقاله بررسی کنترل ارزش سهامداران، ارزش شرکت در بلند مدت و عملکرد کوتاه مدت است کنترل ارزش سهامداران دارای قدرت توضیحی بیشتری برای عملکرد شرکت نسبت به حقوق جریان نقدی سنتی سهامداران است. نتایج نشان داده است که کنترل سهامداران و مدیر عامل شرکت‌ها بر ارزش شرکت در بلند مدت و عملکرد کوتاه مدت تاثیر مثبت داشته است.

چی (۲۰۱۵)، در تحقیقی تحت عنوان ساختار حاکمیت و عملکرد شرکت‌های خصوصی، عملکرد اجتماعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس با مالکیت خانوادگی و غیر خانوادگی را مورد بررسی قرار داد. در این پژوهش برای سنجش عملکرد اجتماعی شرکت از شاخص KLD استفاده شد. نتایج نشان داد بین عملکرد شرکت‌های با مالکیت خانوادگی و عملکرد اجتماعی ارتباط منفی وجود دارد. هم‌چنین هیچ مدرک و شواهدی نیز که نشان دهنده ارتباط بین حاکمیت شرکتی با عملکرد اجتماعی شرکت است، پیدا نشد. یافته‌ها هم‌چنین نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی روابط بین حدود کنترل خانوادگی و عملکرد اجتماعی شرکت را تعدیل می‌کند.

آروری و همکاران (۲۰۱۴) در تحقیق خود تحت عنوان "تاثیرات ساختار مالکیت و هیئت مدیره بر عملکرد شرکت: شواهدی از کشورهای GCC"، به بررسی اثر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد بانک‌ها با استفاده از معیار Q توبین و نسبت ارزش بازار به دفتری در کشورهای امارات، عربستان، قطر، بحرین، عمان و کویت پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که میزان مالکیت خانوادگی، مالکیت خارجی و مالکیت نهادی ارتباط مثبت معنی داری با عملکرد بانک‌ها داشته است. با این حال، مالکیت دولتی تاثیر قابل توجهی در عملکرد ندارد.

ان‌گور (۲۰۱۱) در تحقیق خود به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که بین ساختار مالکیت، تمرکز و مالکیت دولتی با عملکرد شرکت رابطه

معنادار و منفی وجود دارد و از سوی دیگر بین ساختار مالکیت پراکنده و مالکیت شرکتی با عملکرد شرکت رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.

جاکبی و ژنک (۲۰۱۰) در پژوهش خود تحت عنوان "پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی بازار"، به بررسی رابطه بین پراکندگی مالکیت (که از طریق درصد سهام بلوکی در دست سهامداران سنجیده شده) و نقدشوندگی سهام پرداختند. به منظور اجرای این تحقیق، نمونه‌ای شامل ۳۵۷۶ شرکت آمریکایی (۱۰۷۱ شرکت از NYSE، ۳۲۳ شرکت از AMEX، و ۲۱۸۲ شرکت از NASDAQ) انتخاب شد. نتایج بررسی فرضیات در این تحقیق نشان داد که پراکندگی بیشتر مالکیت به بهبود نقدشوندگی سهام منجر خواهد شد.

لاندوم (۲۰۰۶) به بررسی ارتباط بین ترکیب هیات مدیره و ساختار مالکیت با هزینه های نمایندگ شرکت‌های استرالیایی پرداخت. در تحقیق وی، هزینه های نمایندگی با استفاده از دو معیار، نسبت گردش داراییها و نسبت هزینه های عملیاتی به فروش، اندازه‌گیری شد. نتایج حاصل بیانگر این بود که بین مالکیت مدیریتی و نسبت گردش داراییها ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد. لیکن بین تعداد سهامداران عمده (تمرکز مالکیت)، درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران عمده و ترکیب هیات مدیره با معیارهای هزینه های نمایندگی ارتباط معناداری یافت نشد.

پاک نژاد و رضایی (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر ارتباط میان سود عملیاتی و ارزش شرکت ها پرداخته است. هدف این تحقیق تاثیر مالکیت نهادی بر ارتباط میان سود عملیاتی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای ۱۱۸ شرکت در طی دوره زمانی ۸۴ - ۹۳ مورد آزمون قرار گرفته اند. برای آزمون فرضیه های تحقیق از تحلیل داده های تابلویی (پانل دیتا) استفاده شده است. بر اساس نتایج بدست آمده، افزایش سود عملیاتی منجر به افزایش ارزش شرکت می شود. همچنین پس از مداخله مالکیت نهادی عمده نیز افزایش سود عملیاتی بر افزایش ارزش شرکت تاثیر مثبت داشته است.

انواری و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی ساختار سرمایه، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. هدف این تحقیق بررسی تاثیر نگهداشت وجه نقد بر ساختار سرمایه و تاثیر ساختار سرمایه و نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای ۱۳۵ شرکت در بین سالهای ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ مورد آزمون قرار گرفته اند. نتایج آزمون‌ها نشان داد که بین ساختار سرمایه و نگهداشت وجه نقد ارتباط معنادار وجود دارد. اما بین اجزا ساختار سرمایه (بدهی کوتاه‌مدت و بدهی بلندمدت) و نگهداشت

تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها مبتنی بر دو مدل ... / زندگی و رهنمای رودپشتی

وجه نقد رابطه ای مشاهده نشده است. همچنین مدل ارائه شده برای بررسی تأثیر توام ساختار سرمایه و نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت مورد تأیید قرار نگرفته است.

ملکی و ولی‌پور (۱۳۹۵)، در پژوهش خود به بررسی رابطه بین استقلال هیئت مدیره، تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. تمرکز مالکیت و استقلال هیئت مدیره بعنوان متغیر مستقل و عملکرد شرکت بعنوان متغیر وابسته مورد بررسی قرار گرفته‌اند. شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۸۸-۹۳ جامعه آماری می‌باشد. در کل نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد که بین عملکرد شرکت، استقلال هیئت مدیره و تمرکز مالکیت رابطه معناداری وجود دارد.

ساوری کتولی و خوزین (۱۳۹۴) به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. هدف اصلی این پژوهش بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۲ است که برای این منظور متغیرهای مستقل شامل (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، استقلال مدیران، نوع موسسه حسابرسی) تعیین و مورد سنجش قرار گرفت یافته این پژوهش گویای این مطلب هست که عدم وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران مشاهده شده و رابطه مثبت معنادار بین مالکیت نهادی و ارزش ایجاد برای سهامداران وجود داشت.

نیکنام اصل و ولیزاده اوغانی (۱۳۹۴) در پژوهش خود تحت عنوان "بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و معیارهای مالی نوین ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، به بررسی رابطه تمرکز مالکیت و معیارهای مالی نوین ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده اقتصادی و ارزش بازار رابطه معنادار وجود ندارد.

مهرانی (۱۳۹۲) به بررسی اثر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. هدف این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌ها با بکارگیری روش تخمین حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) و روش تخمین گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) با استفاده از داده‌های مربوط به ۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۴ است. ساختار مالکیت به چهار طبقه شامل مالکیت دولتی، مالکیت شرکتی، مالکیت نهادی و مالکیت انفرادی تقسیم و از نسبت Q توبین،

بعنوان معیار ارزش استفاده شده است. نتایج آزمون هم‌جمعی کائو از وجود رابطه بلندمدت میان متغیرهای پژوهش حکایت دارد. نتایج تخمین‌های روش EGLS و GMM نیز حاکی از تاثیر مثبت و معنادار مالکیت نهادی و عدم تاثیر انواع دیگر مالکیت بر ارزش شرکت‌ها است.

پورزمانی (۱۳۹۲) به بررسی تاثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت پرداخته است. هدف این پژوهش بررسی تاثیر انواع مالکان نهادی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از معیار Q توبین بعنوان متغیر وابسته تحقیق استفاده شده است. انواع سهامداران نهادی (بانک‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری) بعنوان متغیر وابسته، ساختار مالکیت بعنوان متغیر مستقل این تحقیق و متغیرهای اهرم مالی، بدهی‌های شرکت و اندازه شرکت بعنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده‌اند. داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی ۶۳ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ استخراج گردیده است. نتایج تحقیق نشان داده است که بین مالکیت نهادی عمده و ارزش شرکت رابطه معنادار مثبت وجود دارد.

روش شناسی تحقیق

این پژوهش در حوزه تحقیقات توصیفی و استقرایی است و از نظر هدف کاربردی می‌باشد. پژوهش حاضر از نظر تقسیم‌بندی بر حسب روش اجرا، روش همبستگی و بر پایه داده‌های پس‌رویدادی انجام خواهد شد. با توجه به اهداف پژوهش، روش آماری از نوع پنل یعنی بررسی وجود رابطه بین متغیرها از طریق رگرسیون می‌باشد. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و تئوریک پژوهش، به صورت کتابخانه‌ای و با استفاده از کتب و مقالات فارسی و انگلیسی جمع‌آوری شده است. همچنین جهت آزمون فرضیه‌ها و در نهایت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار Excel2010 و Eviews9 استفاده شده است.

جامعه آماری در این تحقیق شامل کلیه شرکت‌هایی می‌باشند که در بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۵ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته‌اند. نمونه آماری این تحقیق آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هستند که از طریق غربالگری و با توجه به محدودیت‌های زیر انتخاب می‌شوند:

تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها مبتنی بر دو مدل ... / زندی و رهنمای رودپشتی

۱. نمونه تغییر سال مالی نداشته باشد به عبارتی پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد. اگر شرکت‌ها تغییر سال مالی داشته باشند داده‌ها در بازه زمانی مشخصی برای انجام تحقیق قرار نمی‌گیرند.

۲. قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره تحقیق در بورس فعال باشند. اگر در دوره زمانی در بورس نباشد نمی‌توانیم از اطلاعات آنها جهت انجام تحلیل داده‌ها استفاده کنیم.

۳. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها برای مطالعات و محاسبات تحقیق، در طول دوره در دسترس باشد.

۴. بیش از ۳ ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند. در صورتی که فعالیتی نداشته باشند نمی‌توانند متغیرهای ما را پوشش دهند.

۵. شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها) از نمونه آماری حذف گردیدند. به دلیل تفاوت فعالیت‌ها و صورتهای مالی حذف می‌گردند

در نهایت بعد از حذف سیستماتیک، ۱۵۲ شرکت به عنوان نمونه نهایی انتخاب گردید.

فرضیه‌ها

به منظور تبیین فرضیه‌های پژوهش، لازم است ابتدا در باره متغیرهای پژوهش مطالبی ارائه شود؛ متغیرهای پژوهش شامل متغیرهای مستقل و کنترلی و متغیرهای وابسته است. آنگاه بر اساس مطالب ارائه شده، می‌توان به تدوین فرضیه‌ها پرداخت. پس از آن در باره طرح آزمون فرضیه‌ها نیز بحث خواهد شد.

مدل پژوهش برگرفته از پژوهش یانگ (۲۰۱۷) به صورت زیر برآورد شده‌اند:

$$Risk - Taking Activity_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} shareholders\ base_{it} + \beta_{2i} Control\ variables_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Dividend\ Payout\ Ratio_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} shareholders\ base_{it} + \beta_{2i} Control\ variables_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Market\ Value_{it} = \beta_{1\Box} + \beta_{1\Box} share\ holders\ base_{it} + \beta_{2\Box} Shareholder\ base\ Interaction\ variables_{it} + \beta_{3\Box} Control\ variables_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

در جدول ۱، تعریف متغیرهای مورد استفاده در این مطالعه ارائه می‌شود. بسیاری از متغیرهای سطح شرکت مشابه با متغیرهای مورد استفاده در مطالب "بودناروک و استبرگ و فاسیو و همکاران" هستند.

جدول (۱)

تعریف	نماد	متغیرهای وابسته	نحوه محاسبه
۱	<i>Risk – taking activity</i>	رفتار ریسک پذیری شرکت(با (CapEx_TA) اندازه گیری می شود)	نسبت مخارج سرمایه ای به کل دارایی های شرکت
۲	<i>Market Value</i>	ارزش بازار شرکت	سرمایه بازار بعلاوه بدهی کل به دارایی کل
۳	Dividend payout	پرداخت سود سهام	نسبت سود نقدی تقسیم شده به فروش
تعریف	نماد	متغیرمستقل	نحوه محاسبه
۱	Shareholder base	تعداد سهامدار	ارزش لگاریتمی تعداد سهامداران معمول سهام
تعریف	نماد	متغیرهای کنترلی	نحوه محاسبه
۱	Leverage	اهرم مالی	نسبت کل بدهی به کل دارایی
۲	Operating income	سود عملیاتی	نسبت سود عملیاتی به کل دارایی ها
۳	Cash	وجه نقد	نسبت دارایی های نقدی به کل دارایی ها
۴	Earnings	سود(عایدات)	نسبت سود(عایدات) به کل دارایی ها
۱۰	age	لگاریتم سن شرکت	سال ۱۳۹۵ منهای سال پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران
۱۱	size	اندازه شرکت	لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت
۱۲	BM	ارزش دفتری به ارزش بازار	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت
۱۳	Stock liquidity	نقدشوندگی سهام	نسبت بازده سهام به حجم معاملات
۱۵	SOE	مالکیت دولتی	متغیر ساختگی می باشد، اگر شرکت دارای سهم دولتی باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می گیرد.

تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها مبتنی بر دو مدل / زندگی و رهنمای رودپشتی

در نهایت فرضیه های این پژوهش به شرح زیر می باشد:

- ۱- بین تعداد سهامداران با رفتار ریسک پذیری شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد .
- ۲- بین تعداد سهامداران با پرداخت های سود سهام شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد.
- ۳ - بین تعداد سهامداران با ارزش شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش :

مدل آماره های توصیفی متغیرهای تحقیق شامل شاخص های مرکزی و پراکندگی و توزیع هستند. در این پژوهش اطلاعات مربوط به میانگین از گروه شاخص های مرکزی، انحراف معیار از گروه شاخص های پراکندگی و و چولگی و کشیدگی از گروه شاخص های توزیع ارائه شده اند. آماره های توصیفی متغیرهای مدل اصلی پژوهش در جدول شماره (۱) ارائه شده است .

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
رفتار ریسک پذیری شرکت (مخارج سرمایه ای تقسیم بر کل دارایی)	۲/۰۱	۸/۱۲	-۰/۳۱	۱/۰۲
ارزش بازار شرکت	0.66	6.05	0.2	0.34
پرداخت سود سهام	0.10	4.95	-0.82	0.26
تعداد سهامدار	۲۲,۳۵	۲۴,۶۳	۲۱,۸۴	1.65
اهرم مالی	0/637	0/97	0/0657	0/269
سود عملیاتی	0.721	0.892	0.357	0.18
وجه نقد	0.050	0.479	0.008	0.067
سود(عایدات)	0.10	0.63	-0.45	0.13
لگاریتم سن شرکت	1/25	1/518	1/146	0/062
اندازه شرکت	6/08	8/297	4/415	0/662
ارزش دفتری به ارزش بازار	2.739	20.694	-6.191	4.706
نقدشوندگی سهام	۴,۱۸۹	۹,۳۹۷	۰,۷۸۸	۰,۹۲۴
مالکیت دولتی	0/377	1/000	0/000	0/485

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر رفتار ریسک پذیری شرکت برابر ۰,۰۴ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز

یافته اند. بطور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است.

معیارهای مبنای سهامدار

ما از دو معیار مبنای سهامدار در این مطالعه استفاده می کنیم. اولین معیار، مبنای اولیه سهامدار است که با عنوان ارزش لگاریتمی طبیعی تعداد سهامداران ثبتي به منظور کنترل چولگی در توزیع متغیر محاسبه می شود. دومین معیار، مبنای اضافی سهامدار است که با استفاده از مدل توسعه یافته توسط "بودناروک و اوستبرگ" محاسبه می شود. معادله رگرسیون بصورت زیر است:

$$\begin{aligned} & \ln(\text{number of shareholders}_{i,t}) \\ & = \beta_{0\Box} + \beta_{1\Box} \log(1 + \text{firm age})_{i,t} + \beta_{2\Box} ROE_{i,t} + \beta_{3\Box} \log(MARKETCAP)_{i,t} \\ & + \beta_{4\Box} \text{LOG}\left(\frac{B}{M}\right)_{i,t} + \beta_{5\Box} \left(\frac{1}{\text{SHARE PRICE}}\right)_{i,t} + \beta_{6\Box} \text{Stock Liquidity}_{i,t} \\ & + \beta_{7\Box} \text{Post year return}_{i,t} + \beta_{8\Box} \text{Volatility}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

در این معادله برآورد، ارزش لگاریتمی تعداد سهامداران (LogSH) یک متغیر وابسته است. متغیرهای مستقل شامل سن شرکت، بازده دارایی، نسبت B/M، سرمایه بازار، قیمت سهم/۱، نقدینگی سهم، بازده سال گذشته، و نوسانات سهم (انحراف معیار بازده روزانه سهم) است. باقیمانده رگرسیون معادله ۴ با عنوان مبنای اضافی سهامدار (ExShBase) بیان می شود. در رگرسیون، سرمایه بازار کنترل می شود زیرا شرکت‌های بزرگتر احتمالاً دارای سهامداران بیشتری بموجب سطح بالای پوشش میانی و شناخت سرمایه گذار هستند. نقدینگی سهم برای نقدینگی مبتنی بر حجم کنترل می شود. بعلاوه، قیمت سهم/۱ برای نقدینگی مربوط به هزینه‌های معاملاتی کنترل می شود. سن شرکت و ناپایداری نیز برای ریسک شرکت کنترل می شود. بازده دارایی و بازده سال گذشته برای تاثیر عملکرد اخیر بر تعداد سهامداران کنترل شده. نسبت ارزش دفتری به بازار نیز برای تاثیر ارزیابی سهم بر مبنای سهامدار کنترل می شود.

تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها مبتنی بر دو مدل / زندگی و رهنمای رودپشتی

جدول شماره (۳)

احتمال	آزمون-t	ضریب	Variable
۰,۰۰۰۱	۴,۰۳۸۵	۸,۷۸۹۱	C
۰,۰۰۰۰	۱۳,۵۲۰۸	۰,۴۰۸۷	$\log(1 + firm\ age)$
۰,۰۰۲۹	۲,۹۸۵۷	۱,۶۳۸۷	ROE
۰,۰۱۴۵	-۱۱,۴۲۸۱	-۰,۱۸۳۸	$\log(MARKETCAP)$
۰,۰۰۰۰	۸,۳۹۵۶	۰,۸۲۸۴	$LOG\left(\frac{B}{M}\right)$
۰,۰۰۰۱	۳,۸۸۸۲	۰,۱۱۷۸	$\left(\frac{1}{SHARE\ PRICE}\right)$
۰,۰۰۰۰	۱۱,۵۱۸۸	۰,۴۷۹۷	Stock Liquidity
۰,۰۲۲۲	۱۲,۲۱۳	۰,۹۲۴۱	Post year return
۰,۰۲۷۶	۱۵,۲۵۴	۰,۰۷۴۱	Volatility
ضریب تعیین ۰,۶۰۷۳ ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۵۹۱۴ دوربین واتسون ۲,۱۸۴۷ اماره F ۳۸,۱۴۹ احتمال اماره F ۰,۰۰۰۰			

جدول ۳ نتایج رگرسیون معادله ۴ را نشان می دهد. این نتایج از نظر کیفی مشابه با نتایج بودناراک و اوستبرگ هستند. نتایج نشان داده که شرکت‌های قدیمی و بزرگ دارای سهامداران بیشتری هستند. بعلاوه، شرکت‌هایی که قیمت سهام/۱ و نقدینگی سهام بالا دارند نیز دارای سهامداران بیشتری می باشند. دو معیار عملکرد اخیر یعنی بازده دارایی و بازده سال گذشته، اثرات مستقیمی را بر تعداد سهامداران نشان می دهد.

به دنبال روش بودناراک و اوستبرگ، مبنای سهامدار در ایران مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و تایید کرد که ثابت و مداوم بوده است. مبنای سهامدار در ایران احتمالاً اثرات سیستماتیک بر تصمیمات شرکت می گذارد.

آزمون فرضیه اول پژوهش

در جدول ۵، نتایج رگرسیون با استفاده از معادله ۱ با متغیر وابسته $CapEx_TA$ اندازه گیری شده و گزارش شده است. همانطور که در جدول شماره ۵ (مشاهده می شود، برای بررسی درستی مدل، از معیارهای ضریب تعیین (R^2) و ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj. R^2$) و دوربین واتسون ($D-W$) و برای بررسی معنی داری مدل نیز از آماره F استفاده می شود. همان طور که در جدول ۵ (مشاهده می شود، مقدار ضریب تعیین $0/32$ و ضریب تعیین تعدیل شده برابر $0/31$ می باشد و بدین معنی است که قدرت توضیح دهندگی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین-واتسون برابر با $1/93$ می باشد و از آن جا که بازه $1/5$ تا $2/5$ نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی از مرتبه اول می باشد، در نتیجه خود همبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. در نهایت مقدار آماره F برابر با 60.61 و مقدار احتمال آن برابر با $0/0000$ می باشد و از آنجایی که مقدار احتمال آن کمتر از $0/05$ است لذا معنی داری مدل تایید می شود.

با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر متغیر تعداد سهامدار که کوچک تر از خطای نوع اول $0/05$ درصد برآورد شده است ($P-Valu = 0/041$)، می توان پذیرفت که این متغیرها دارای رابطه معناداری با متغیر رفتار ریسک پذیری شرکت می باشد. هم چنین با توجه به ضریب رگرسیونی مدل، اثرگذاری این متغیر بر روی متغیر وابسته در جهت منفی می باشد. هم چنین با توجه به نتایج به دست آمده ضریب مبنای اضافی سهامدار نیز منفی و رابطه با متغیر وابسته معنادار است.

بنابراین، میتوان گفت، بین تعداد سهامداران با رفتار ریسک پذیری شرکت ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها مبتنی بر دو مدل / زندگی و رهنمای رودپشتی

جدول شماره (۵)

احتمال	آزمون-t	ضریب	متغیر	Variable
۰,۰۰۰	۵,۹۴	۳,۰۳	عرض از مبدا	C
۰,۰۴۱	-۱,۹۵	-۰,۰۵۶	مبنای اولیه سهامدار	Shareholder base
۰,۶۴۶	-۰,۴۵	-۰,۰۱	اهرم مالی	Leverage
۰,۰۰۱۴	-۳,۲	-۰,۱۲	مبنای اضافی سهامدار	Excess Sh base
۰,۰۱۳	-۱,۵۸	-۰,۰۷	درآمد عملیاتی	Operating income
۰,۰۰۰	۱۴,۸۵	۰,۴۴۹	وجه نقد	Cash
۰,۱۲۷	۱,۵۲	۰,۰۴۴	سود	Earnings
۰,۰۴۱	۲,۰۴	۰,۰۵۹	لگاریتم سن شرکت	age
۰,۰۰۶	-۲,۷۰۵	-۰,۰۱۶	اندازه شرکت	size
۰,۶۰۷	-۰,۵۱	-۰,۰۲	نقدشوندگی سهام	Stock liquidity
۰,۰۰۰	-۱۰,۶۲	-۰,۷۱	مالکیت دولتی	SOE
0.00	29.3	1.19	نسبت ارزش	BM
ضریب تعیین ۰,۳۲۱ ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۳۱۶ دوربین واتسون ۱,۹۳ اماره F ۶۰,۶۱ احتمال اماره F ۰,۰۰۰۰۰۰				

آزمون فرضیه دوم پژوهش

همانطور که در جدول شماره ۶ مشاهده می‌شود، برای بررسی درستی مدل، از معیارهای ضریب تعیین (R^2) و ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj. R^2$) و دوربین واتسون (D-W) و برای بررسی معنی‌داری مدل نیز از آماره F استفاده می‌شود. همان‌طور که در جدول (۶) مشاهده می‌شود، مقدار ضریب تعیین 0/82 و ضریب تعیین تعدیل شده برابر 0/81 می‌باشد و بدین معنی است که

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و هشتم / بهار ۱۳۹۸

قدرت توضیح دهندگی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین- واتسون برابر با $1/94$ می‌باشد و از آن جا که بازه $1/5$ تا $2/5$ نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی از مرتبه اول می‌باشد، در نتیجه خودهمبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. در نهایت مقدار آماره F برابر با $۲۳۸,۴۵$ و مقدار احتمال آن برابر با $0/0000$ می‌باشد و از آنجایی که مقدار احتمال آن کمتر از $0/05$ است لذا معنی داری مدل تایید می‌شود.

با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر متغیر تعداد سهامدار که کوچک تر از خطای نوع اول $0/05$ درصد برآورد شده است ($P-Valu = 0/000$)، می‌توان پذیرفت که این متغیرها دارای رابطه معناداری با متغیر پرداخت‌های سود سهام شرکت‌ها می‌باشد. هم‌چنین با توجه به ضریب رگرسیونی مدل، اثرگذاری این متغیر بر روی متغیر وابسته در جهت مثبت می‌باشد.

بنابراین، میتوان گفت، بین تعداد سهامداران با پرداخت‌های سود سهام شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

جدول شماره (۶)

احتمال	آزمون-t	ضریب	متغیر	Variable
۰,۰۰	۶,۵۱	۳,۸۸	عرض از مبدا	C
۰,۰۰	-۱۷,۳	۱,۰۴	تعداد سهامدار	Shareholder base
۰,۰۰	۴,۱۵	۰,۰۹	اهرم مالی	Leverage
۰,۰۰۱	۳,۲۷	۰,۰۴	مبنای اضافی سهامدار	Excess Sh base
۰,۰۰	۱۷,۵	۰,۴۲	درآمد عملیاتی	Operating income
۰,۲۲	۱,۲	۰,۰۲	وجه نقد	Cash
۰,۰۸	-۱,۷	-۰,۱	سود	Earnings
۰,۰۰	۳,۱	۰,۰۵	لگاریتم سن شرکت	age
۰,۰۰	۱,۰۸	۱,۴۱	اندازه شرکت	size
۰,۵۴	۰,۶۱	۰,۰۰۰۰۵	نقدشوندگی سهام	Stock liquidity
۰,۰۸	۱,۷	۰,۰۵	مالکیت دولتی	SOE
۰,۰۰	۸,۵	۱,۸۶	نسبت ارزش	BM

تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها مبتنی بر دو مدل / زندگی و رهنمای رودپشتی

ضریب تعیین
۰,۸۲۰
ضریب تعیین تعدیل شده
۰,۸۱۸
دوربین واتسون
۱,۹۴
اماره F
۲۳۸,۴۵
احتمال اماره F
۰,۰۰۰۰۰۰

آزمون فرضیه سوم پژوهش

با توجه به اثرات مبنای سهامدار در سیاستهای شرکت، بررسی اثر مبنای سهامدار بر ارزش شرکت در ایران مورد بررسی قرار گرفت. از مدل ارزیابی شرکت "فاما و فرنچ" برای این بررسی استفاده می شود. این مدل نتایج دقیقی را تحت شرایط مختلف نشان می دهد. با در نظر گرفتن اثرات مبنای سهامدار بر تصمیمات شرکت، متغیر تعاملی مبنای سهامدار به متغیر مستقل این مدل اضافه می شود. متغیر تعاملی مبنای سهامدار با عنوان مبنای سهامدار * CapEx/TA محاسبه می شود.

همانطور که در جدول شماره ۷ (۷) مشاهده می شود، برای بررسی درستی مدل، از معیارهای ضریب تعیین (R^2) و ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj. R^2$) و دوربین واتسون (D-W) و برای بررسی معنی داری مدل نیز از آماره F استفاده می شود. همان طور که در جدول (۷) مشاهده می شود، مقدار ضریب تعیین 0/73 و ضریب تعیین تعدیل شده برابر 0/72 می باشد و بدین معنی است که قدرت توضیح دهندگی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین- واتسون برابر با 1/75 می باشد و از آن جا که بازه 1/5 تا 2/5 نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی از مرتبه اول می باشد، در نتیجه خودهمبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. در نهایت مقدار آماره F برابر با 358.78 و مقدار احتمال آن برابر با 0/0000 می باشد و از آنجایی که مقدار احتمال آن کمتر از 0/05 است لذا معنی داری مدل تایید می شود.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و هشتم / بهار ۱۳۹۸

با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر متغیر تعداد سهامدار که کوچک تر از خطای نوع اول 0/05 درصد برآورد شده است ($P\text{-Valu} = 0/000$)، می توان پذیرفت که این متغیر ها دارای رابطه معناداری با متغیر ارزش شرکت می باشد. هم چنین با توجه به ضریب رگرسیونی مدل، اثرگذاری این متغیر بر روی متغیر وابسته در جهت منفی می باشد. بنابراین، میتوان گفت، بین تعداد سهامداران با ارزش شرکت ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

جدول شماره (۷)

احتمال	آزمون-t	ضریب	متغیر	Variable
۰,۰۰۰	۱,۳۵۵	۰,۵۱	عرض از مبدا	C
۰,۰۰۰	-۸,۳۰	-۰,۳۲۱	مبنای اولیه سهامدار	Shareholder base
۰,۰۰۰۱	-۳,۹۱۳	-۰,۰۸۵۳	متغیر تعاملی مبنای سهامدار	Sh base* CapEx/TA
۰,۵۴۲	۰,۶	۰,۰۰۲	اهرم مالی	Leverage
۰,۵۷۳	۰,۵۶	۰,۰۲۸	درآمد عملیاتی	Operating income
۰,۰۰۰	-۳,۵	-۰,۰۷۵	وجه نقد	Cash
۰,۰۰۰	-۳,۳۵	-۰,۰۵	سود	Earnings
۰,۰۰۰	۶,۰۸	۰,۲۱	لگاریتم سن شرکت	age
۰,۴۷۶	-۰,۷۱۲	-۰,۰۶	اندازه شرکت	size
۰,۲۱۴	-۱,۲۴	-۰,۰۲	نقدشوندگی سهام	Stock liquidity
۰,۰۰۰	۲۱,۶۹	۰,۴۷	مالکیت دولتی	SOE
۰,۰۰	۳,۷۹	۱,۴۶	نسبت ارزش	BM
ضریب تعیین ۰,۷۳۰ ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۷۲۸ دوربین واتسون ۱,۷۵ اماره F ۳۵۸,۷۸ احتمال اماره F ۰,۰۰۰۰۰۰				

تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌ها مبتنی بر دو مدل ... / زندی و رهنمای رودپشتی

نتیجه گیری

در این تحقیق به بررسی تأثیر تعداد سهامداران بر رفتار و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختیم. نتایج این پژوهش نشان داده است که مبنای زیاد سهامدار با هزینه سرمایه پایین مرتبط است. این نتایج مغایر با یافته "بکر-بلیز و پائول" براساس داده های امریکا می باشد. برای شرکتهای ایرانی، کاهش هزینه سرمایه زمانی که مبنای سهامدار توسعه یابد ممکن است حاکی از آن باشد که کارمندان داخلی سلب مالکیت کارمندان خارجی را با انتقال منابع شرکت از فعالیت سرمایه گذاری شرکت بخاطر انگیزه های خصوصی بالا برند ، همچنانکه برخورد و تعارض با کارمندان خارجی بالا می رود. اثر منفی مبنای سهامدار بر ریسک پذیری شرکت‌ها در ایران احتمالاً با حاکمیت ضعیف شرکت‌ها ارتباط دارد. هم چنین با توجه به نتایج به دست آمده ضریب مبنای اضافی سهامدار نیز منفی و مهم است. از اینرو، شواهد قوی وجود دارد که مبنای سهامدار تأثیر منفی بر ریسک پذیری شرکت‌ها دارد.

بنا بر نتایج فرضیه دوم "بودناروک و اوستبرگ" بیان کردند که شرکتهایی با مبنای بالای سهامدار دارای سطح پرداخت بالاتری هستند. آنها رابطه بین مبنای سهامدار و پرداخت سودسهم را با هزینه پایین سرمایه پیش روی شرکتهای با مبنای بالای سهامدار بیان نموده اند. باوجود ارتباط مثبت بین مبنای سهامدار و پرداخت سودسهم شرکتهای که مطابق با شواهد شرکتهای امریکا بوده است که توسط بودناروک و اوستبرگ گزارش شده است ، انگیزه اصلی شرکتهای ممکن است در ایران متفاوت باشد. همانطور که محققان زیادی گزارش دادند، سودسهم بیانگر سلب مالکیت کارمندان داخلی شرکتهای می باشد. بدین ترتیب، ارتباط مثبت بین مبنای سهامدار و پرداخت سودسهم شرکتهای می تواند حاکی از آن باشد که کارمندان داخلی به سلب مالکیت شرکت خود ادامه داده همچنان که درگیری بین کارمندان داخلی و خارجی در مواجهه با توسعه مبنای سهامدار بالا می‌گیرد. در نتیجه مطابق با این استدلال است که توسعه مبنای سهامدار قادر به تحمیل اثرات نظارت بر پرداخت سودسهم و کاهش سلب مالکیت سرمایه گذاران انفرادی توسط کارمندان داخلی نمی باشد.

نتایج رگرسیون تأثیر مبنای سهامدار بر ارزش شرکت نشان داد که ضریب مبنای سهامدار و ضریب متغیر تعاملی مبنای سهامدار در این جدول مورد توجه قرار می گیرند. نتایج نشان می دهد که مبنای سهامدار تأثیر منفی بر ارزش شرکت گذاشته است. این یافته مغایر با استدلال فرضیه شناخت سرمایه گذار "مرتون" است که ارزش شرکت با افزایش تعداد سهامدار بالا می رود. نتایج

حاکمی از آن است که مورد منحصر بفردی در مورد شرکتهای در بورس اوراق بهادار وجود دارد که منجر به ارتباط منفی بین مبنای سهامدار و ارزش شرکت می شود. دلیل محتمل آن این است که مبنای بالای سهامدار بیانگر سطح بالای درگیری سازمانی و سرمایه گذاران بوده است که در مورد انگیزه کارمندان داخلی نگران کننده است. این تفسیر مطابق با دیدگاه "دمیسترز و کلازنز" است که بیان می کنند شرکتهایی با مالکیت متمرکز و تعداد زیاد سرمایه گذاران کوچک احتمالاً دارای هزینه های سازمانی قابل توجهی هستند. این گفته با نتایج این پژوهش حمایت می شود. با وجود مبنای بالای سهامدار که احتمالاً حاکمی از حضور بیشتر سرمایه گذاران سازمانی بوده، سرمایه گذاران سازمانی در بازارهای روبه پیدایش تمایل به مشارکت در تجارت عقیده ای (احساساتی) دارند. این یافته ها نشان داده که حضور سرمایه گذاران سازمانی در توسعه مبنای سهامدار لزوماً برای ارزش شرکت مفید نیست. بعلاوه، "فانگ، تیان و تاپس" شواهدی را مبتنی بر شرکتهای امریکا مطرح کرده که نقدینگی سهام بالا حاکمی از حضور بالای سرمایه گذاران سازمانی بوده که نظارت نمی کنند. از اینرو، اثر منفی مبنای سهامدار بر ارزش شرکت در مطابق با استدلال سازمان است که ارزش شرکت با بالا رفتن سلب مالکیت کارمندان داخلی افت می کند.

هم چنین یافته های این پژوهش نشان داد که شرکتهایی که سهامداران بیشتری دارند، سود سهام خود را کاهش نخواهند داد. علاوه بر این، تعداد سهامداران در ایران با ارزش شرکتها ارتباطی منفی دارد. نتایج تحقیق پیش رو با این یافته همسو هستند که، مادامی که شرکتها تحت کنترل شدید دولت باشند، گسترش تعداد سهامداران برای آنها مفید نخواهد بود. با گسترش تعداد سهامداران، تضادهای نمایندگی بیشتر می شوند و اعضا و سهامداران درونی شرکت با هدایت منابع شرکت به سمت منافع شخصی خویش، سعی در سلب مالکیت اعضا و سهامداران بیرون شرکت خواهند داشت. در مجموع، با توجه به متمرکز بودن مالکیت شرکتهای ایرانی و تاثیر چشمگیر دولت بر آنها، منافع حاصل از تعداد سهامداران در اقتصادهای توسعه یافته در این کشور پدیدار نخواهند شد. اگر محافظت از سرمایه گذاران و حقوق آنها بهبود یابد، مبحث تعداد سهامداران می تواند تاثیر مثبتی بر شرکتهای ایرانی داشته باشد.

فهرست منابع

- ۱) انواری رستمی، علی اصغر؛ حسین عامری و مجتبی بابایی بیاتی، (۱۳۹۶)، ساختار سرمایه، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی مدیریت و حسابداری، تهران، موسسه آموزش عالی صالحان.
- ۲) پاک نژاد، امیر و فرزین رضایی، (۱۳۹۶)، مطالعه تاثیر مالکیت نهادی بر ارتباط میان سود عملیاتی و ارزش شرکتهای دومین کنفرانس بین المللی مدیریت و حسابداری، تهران، موسسه آموزش عالی صالحان.
- ۳) پور زمانی، زهرا، خریدار، احسان رضا. (۱۳۹۲). تاثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۶(شماره ۴ (پیاپی ۲۰))، ۷۹-۸۹
- ۴) ساوری کتولی، تکتم و علی خوزین، (۱۳۹۴)، بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت و اولین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری های باز، تهران، همایشگران مهر اشراق.
- ۵) ملکی، فریبا و جهانگیر ولی پور، ۱۳۹۵، بررسی رابطه بین استقلال هیئت مدیره، تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس جهانی مدیریت، اقتصاد حسابداری و علوم انسانی در آغاز هزاره سوم، شیراز، پژوهش شرکت ایده بازار صنعت سبز.
- ۶) مهرانی، ساسان، حسینی، احد، حیدری، حسن، پویانفر، احمد. (۱۳۹۲). بررسی اثر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی، ۱۵(۱)، ۱۲۹-۱۴۸
- ۷) نیکنام اصل، زهرا و اکبر ولیزاده اوغانی، ۱۳۹۴، بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و معیارهای مالی نوین ارزیابی عملکرد در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی اقتصاد، مدیریت، حسابداری با رویکرد ارزش آفرینی، شیراز، موسسه آموزشی مدیران خبره نارون.
- 8) Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The bell journal of economics*, 605-617.
- 9) Arouri, H., Hossain, M., & Badrul Muttakin, M. (2014). Effects of board and ownership structure on corporate performance: Evidence from GCC countries. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 4(1), 117-130.

- 10) Banerjee, S., Gatchev, V. A., & Spindt, P. A. (2007). Stock market liquidity and firm dividend policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), 369-397.
- 11) Becker-Blease, J. R., & Paul, D. L. (2006). Stock liquidity and investment opportunities: Evidence from index additions. *Financial Management*, 35(3), 35-51.
- 12) Beyer, A., Larcker, D., & Tayan, B. (2014). Does the Composition of a Company's Shareholder Base Really Matter?.
- 13) Bodnaruk, A., & Östberg, P. (2013). The shareholder base and payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(3), 729-760.
- 14) Bodnaruk, A., & Ostberg, P. (2009). Does investor recognition predict returns? *Journal of Financial Economics*, 91, 208-226.
- 15) Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21th century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- 16) Che, L., & Langli, J. C. (2015). Governance structure and firm performance in private family firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(9-10), 1216-1250.
- 17) Chen, D., Jian, M., & Xu, M. (2009). Dividends for tunneling in a regulated economy: The case of China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(2), 209-223.
- 18) Chen, Z., Ke, B., & Yang, Z. (2013). Minority shareholders' control rights and the quality of corporate decisions in weak investor protection countries: A natural experiment from China. *Accounting Review*, 88(4), 1211-1238.
- 19) Cheng, L. T., Fung, H. G., & Leung, T. Y. (2009). Dividend preference of tradable-share and non-tradable-share holders in Mainland China. *Accounting & Finance*, 49(2), 291-316.
- 20) Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2741-2771.
- 21) Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- 22) Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- 23) Edmans, A. (2009). Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *Journal of Finance*, 64(6), 2481-2513.
- 24) Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2011). Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *The Review of Financial Studies*, 24(11), 3601-3641.
- 25) Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54-78.

- 26) Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94, 150–169.
- 27) Foerster, S. R., & Karolyi, G. A. (1999). The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: Evidence from foreign stocks listing in the United States. *The Journal of Finance*, 54(3), 981-1013.
- 28) Gadhoun, Y., & Ayadi, M. A. (2003). Ownership structure and risk: A Canadian empirical analysis. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 19-39.
- 29) Gao, L., & Kling, G. (2012). The impact of corporate governance and external audit on compliance to mandatory disclosure requirements in China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21(1), 17-31.
- 30) Green, T. C., & Jame, R. (2013). Company name fluency, investor recognition, and firm value. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 813–834.
- 31) Huang, J. J., Shen, Y., & Sun, Q. (2011). Nonnegotiable shares, controlling shareholders, and dividend payments in China. *Journal of corporate Finance*, 17(1), 122-133.
- 32) Jacoby, G and Steven X. Zheng , (2010)," Ownership Dispersion and Market Liquidity", Article in Press, *International Review of Financial Analysis*.
- 33) Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- 34) John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk-taking. *The Journal of Finance*, 63(4), 1679-1728.
- 35) Kang, H. C., Anderson, R. M., Eom, K. S., & Kang, S. K. (2017). Controlling shareholders' value, long-run firm value and short-term performance. *Journal of Corporate Finance*, 43, 340-353.
- 36) Konijn, S. J., Kräussl, R., & Lucas, A. (2011). Blockholder dispersion and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1330-1339.
- 37) Laeven, L., & Levine, R. (2009). Bank governance, regulation and risk taking. *Journal of financial economics*, 93(2), 259-275.
- 38) Lei, A. C., & Song, F. M. (2011). Connected transactions and firm value: Evidence from China-affiliated companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 470-490
- 39) Lins, K. V., & Warnock, F. E. (2004). Corporate governance and the shareholder base (No. 43-2004). Board of Governors of the Federal Reserve System.
- 40) Liu, C., Uchida, K., & Yang, Y. (2014). Controlling shareholder, split-share structure reform and cash dividend payments in China. *International Review of Economics Finance*, 29, 339–357.
- 41) Lundholm, R. , & Van Winkle, M. (2006). Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence. *Accounting and Business Research*, 36, 43–48.

- 42) Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 42(3), 483-510.
- 43) Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- 44) Ongore, V. O. (2011). The relationship between ownership structure and firm performance: An empirical analysis of listed companies in Kenya. *African Journal of Business Management*, 5(6), 2120.
- 45) Pagano, M., & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187-225.
- 46) Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- 47) Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- 48) Su, Z. Q., Fung, H. G., Huang, D. S., & Shen, C. H. (2014). Cash dividends, expropriation, and political connections: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 29, 260-272
- 49) Tam, O. K. (1995). Corporate governance in China's listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 3(1), 21-29.
- 50) Tam, O. K. (2000). Models of corporate governance for Chinese companies. *Corporate Governance: An International Review*, 8(1), 52-64.
- 51) Tan, J. (2001). Innovation and risk-taking in a transitional economy: A comparative study of Chinese managers and entrepreneurs. *Journal of business venturing*, 16(4), 359-376.
- 52) Wei, Z., Xie, F., & Zhang, S. (2005). Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991-2001. *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(1), 87-108.
- 53) Wei, G., & Xiao, J. Z. (2009). Equity ownership segregation, shareholder preferences, and dividend policy in China. *The British accounting review*, 41(3), 169-183.
- 54) Xiao, S., & Zhao, S. (2014). How do agency problems affect firm value?—Evidence from China. *The European Journal of Finance*, 20(7-9), 803-828.
- 55) Zou, H., & Adams, M. B. (2008). Corporate ownership, equity risk and returns in the People's Republic of China. *Journal of International Business Studies*, 39(7), 1149-1168.