

The Relationship Between Institutional Cross-Ownership and the Cost of Equity and the Moderating Role of Product Market Competition

Fatemeh Srraf^{*1}

*Masnsour khojasteh*²

(Receipt: 2023.05.23- Acceptance: 2023.07.31)

Abstract

As institutional investors can influence corporate decisions and product market strategies, institutional cross-ownership changes the way companies operate and make decisions. The purpose of this research was to examine the relationship between institutional cross-ownership and the cost of equity and the moderating role of product market competition. The statistical population of the study was all companies listed on the Tehran Stock Exchange; and using the systematic elimination sampling method, 152 companies were selected as the sample of the research in an 8-year period between 2013 and 2021. The method used to collect information was library-based and the relevant data for measuring variables was collected from Codal website and companies' financial statements. Then, Eviews software was used to test the research hypotheses. The results of the research hypotheses test showed that the cost of equity for companies with institutional cross-ownership was lower than other companies, and the negative effect of institutional cross-ownership on the cost of equity was greater in markets with higher product competition.

KeyWords: Institutional cross-ownership, Cost of equity, Product market competition

1. AssistantProfessor of Accounting Department, Islamic Azad University, South Tehran Branch, Tehran, Iran

*.corresponding author: f.sarraaf@azad.ac.ir

2. Ph.D student, Department of Accounting, Faculty of Economics and Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. masnsour.khojasteh@yahoo.com

رابطه مالکیت متقابل نهادی با هزینه حقوق صاحبان سهام و نقش تعدیلی رقابت بازار محصول

فاطمه صراف^{۱*}

منصور خجسته اهوازی^۲

(دریافت: ۱۴۰۲/۰۳/۰۲-پذیرش نهایی: ۱۴۰۲/۰۵/۰۹)

چکیده

از آنجا که سرمایه‌گذاران نهادی (بزرگ) می‌توانند بر تصمیمات شرکتی و استراتژی‌های بازار محصول تأثیر بگذارند، مالکیت متقابل نهادی نحوه عملکرد و تصمیم‌گیری شرکت‌ها را تغییر می‌دهد. هدف این پژوهش بررسی رابطه مالکیت متقابل نهادی با هزینه حقوق صاحبان سهام و نقش تعدیلی رقابت بازار محصول می‌باشد. روش آزمون فرضیه پژوهش مدل رگرسیون چند متغیره در مجموعه داده‌های ترکیبی است جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری، ۱۵۲ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده در دوره‌ی زمانی ۹ ساله بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ مورد پژوهش قرار گرفتند. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای بوده و داده‌های مربوط برای اندازه‌گیری متغیرها از سایت کدال و صورت‌های مالی شرکت‌ها جمع‌آوری شده و سپس برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد هزینه حقوق صاحبان سهام برای شرکت‌های دارای مالکیت متقابل نهادی کمتر از سایر شرکت‌ها می‌باشد و تأثیر منفی مالکیت متقابل نهادی بر هزینه حقوق صاحبان سهام در بازارهای با رقابت محصول بالاتر، بیشتر است.

واژه‌های کلیدی: مالکیت متقابل نهادی، هزینه حقوق صاحبان سهام، رقابت بازار محصول

۱. استادیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

*. نویسنده مسئول: f.sarraf@azad.ac.ir

۲. دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران masnsour.khojasteh@yahoo.com

مقدمه

مالکیت متقابل نوعی از ساختارهای مالکیت می‌باشد که در آن واحدهای تجاری به‌طور هم‌زمان سهامدار و مالک یکدیگر (دیدار و همکاران، ۱۳۹۷). طی سه دهه گذشته، مالکیت متقابل سرمایه‌گذاران نهادی^۱ در ایالات متحده در میان شرکت‌های دولتی افزایش یافته است (ژو و همکاران، ۲۰۲۳). هی و هوانگ^۳ (۲۰۱۷) گزارش کردند که در سال ۲۰۱۴، ۶۰ درصد از شرکت‌های آمریکایی سهامداران نهادی داشتند که حداقل ۵ درصد از سهام مشترک سایر شرکت‌ها در همان صنعت را در اختیار داشتند. از آنجاکه سرمایه‌گذاران نهادی (بزرگ) می‌توانند بر تصمیمات شرکتی و استراتژی‌های بازار محصول تأثیر بگذارند، مالکیت متقابل نهادی نحوه عملکرد و تصمیم‌گیری شرکت‌ها را تغییر می‌دهد. مطالعات قبلی تأثیرات مختلف مالکیت متقابل سرمایه‌گذاران نهادی را بر رقابت در بازار محصول (هوی و هوانگ، ۲۰۱۷)؛ نظارت بر شرکت (کانگ و همکاران، ۲۰۱۸)؛ ادغام شرکت‌ها (بروکر و همکاران، ۲۰۱۸) و نوآوری شرکت‌ها (گائو و همکاران، ۲۰۱۹) بررسی کرده‌اند.

نقش مالکیت متقابل بر هزینه حقوق صاحبان سهام^۷ به دلیل اثر آن بر عدم تقارن اطلاعاتی است. کشورهای درحال توسعه دارای موانعی در بازار سرمایه مانند حمایت ضعیف از سرمایه‌گذار و مالکیت متمرکز هستند. این موانع عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد و مشکلات نمایندگی را بدتر می‌کند. برای مدیریت مسئله عدم تقارن اطلاعات، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند از مالکیت متقابل برای نظارت بر افراد داخلی و بهبود حاکمیت شرکتی استفاده کنند. ورچیا^۴ (۲۰۰۱) معتقد است که افزایش افشا می‌تواند ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعات و مشکلات نمایندگی کاهش دهد. مطالعات قبلی نیز نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی پایین‌تر، ارزش‌گذاری شرکت را افزایش می‌دهد (هیلی و همکاران، ۲۰۰۱)؛ منجر به بهبود نقدشوندگی (بالاکریشنان و همکاران، ۲۰۱۴)؛ بهبود عملکرد و سودآوری، بهبود واکنش سهام به سود و تخصیص سرمایه می‌شود؛ از دست‌کاری سود جلوگیری می‌کند و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد (ایزلی و اوهارا، ۲۰۰۴).

از طرفی ادعا می‌شود که مالکیت متقابل سرمایه‌گذاران نهادی زمانی نقش مسلط‌تری ایفا می‌کند که رقابت صنعتی شدید باشد (آنتون و همکاران، ۲۰۱۸)؛ و با افزایش رقابت در بازار محصول، کاهش حاشیه سود می‌تواند منجر به ریسک عملیاتی بالاتر شود، زیرا شرکت کمتر قادر به مقاومت در برابر شوک‌های منفی است. به علاوه نشان داده شده است که مالکیت متقابل مزایای استراتژیک را در روابط بازار محصول افزایش می‌دهد. در مجموع می‌توان گفت از طریق مالکیت متقابل، سهامداران بر به حداکثر رساندن ارزش سهامداران مشترک همه شرکت‌های متقابل به جای ارزش سهام یک شرکت تمرکز می‌کنند. این استدلال نشان می‌دهد که مالکیت متقابل بر فعالیت‌های شرکت‌های منفرد تأثیر می‌گذارد و بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت تأثیرگذار است. هزینه حقوق صاحبان سهام از آن جهت مهم است که عنصر اصلی در ترکیب هزینه سرمایه است و سطح آن به‌طور قابل‌توجهی به هزینه سرمایه کمک می‌کند که بر ارزش فعلی خالص پروژه‌ها تأثیر می‌گذارد. همچنین هزینه پایین حقوق صاحبان سهام مطمئناً به کاهش هزینه سرمایه کمک می‌کند که در نتیجه ارزش

1. institutional cross-ownership
2. Zhou et al
3. He and Huang
4. Kang
5. Brooks
6. Gao
7. cost of equity
8. Verrecchia
9. Healy
10. Balakrishnan et al
11. Easley & O'Hara
12. Anton

شرکت را افزایش می‌دهد (ژو و همکاران، ۲۰۲۳). بر این اساس در این پژوهش این سؤال مورد بررسی قرار می‌گیرد که آیا بین مالکیت متقابل سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های با تمرکز بالای محصول رابطه معنی‌داری وجود دارد یا خیر؟

پیشینه پژوهش

ژو و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان تأثیر مالکیت متقابل سرمایه‌گذار نهادی بر هزینه حقوق صاحبان سهام نشان می‌دهند که شرکت‌های با مالکیت متقابل سرمایه‌گذار نهادی هزینه سهام پایین‌تری نسبت به شرکت‌های دیگر دارند. آنها نشان دادند که شرکت‌های مالکیت متقابل سرمایه‌گذار نهادی دارای دوره تصدی طولانی‌تر، رقابت بیشتر و دارای تحلیل‌گران بیشتر، در کاهش هزینه سهام موفق‌تر هستند. چو و همکاران^۱ (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان مالکیت متقابل نهادی شرکت‌های همتا و کارایی قیمت آشکار نشان دادند با افزایش مالکیت متقابل، حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت افزایش می‌یابد که نشان می‌دهد مالکیت متقابل یادگیری مدیریتی از قیمت و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را تسهیل می‌کند. این نتایج نشان می‌دهد که مالکیت متقابل می‌تواند با کمک به سرمایه‌گذاران برای تولید بهتر اطلاعات خصوصی و انتقال آن به قیمت سهام، تصمیمات شرکتی کارآمدتری را القا کند. چن و همکاران (۲۰۲۱) در بررسی تأثیر شرایط بازار بر رابطه تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی، نشان دادند نسبت به مالکان متقابل نهادی گذرا، مالکان متقابل نهادی اختصاصی، تأمین مالی بیشتر فرصت‌های سرمایه‌گذاری را تسهیل می‌کنند. آنها همچنین نشان دادند که مالکان متقابل نهادی، تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را برای شرکت‌هایی که وابستگی بیشتری به تأمین مالی خارجی دارند، آن‌هایی که محیط گزارشگری مالی غیر شفاف دارند و آن‌هایی که رقابت بیشتری در بازار محصول دارند، تسهیل می‌کنند. الحارث و همکاران^۲ (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان مالکیت نهادی و هزینه سرمایه‌گذاران نهادی و سیاست‌گذاران در ارزیابی کفایت اصلاحات حاکمیت شرکتی فعلی برای جلوگیری از رفتار نادرست و رسوایی‌های مدیریت کمک می‌کند. پارک و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان مشوق‌های افشای شرکت‌های دارای مالکیت مشترک، نشان دادند مالکیت مشترک نگرانی‌های مربوط به هزینه اختصاصی افشا را کاهش می‌دهد و (ب) شرکت‌ها را تشویق می‌کند تا مزایای بیرونی افشای خود را برای شرکت‌های هم‌تای مشترک «درونی» کنند. درنهایت، آنها نشان دادند که مالکیت مشترک با افزایش نقدینگی بازار همراه است.

بدیعی نژاد و توانگر (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان اثر تمرکز مالکیت نهادی منفعل، دوره تصدی مدیرعامل و رقابت بازار محصول بر رابطه بین اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها، نشان دادند که اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل تأثیر منفی و معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها دارد و علی‌رغم این که تمرکز مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی منفعل در دو سطح تمرکز بیشتر از ۵٪ و تمرکز بیشتر از ۱۵٪، تأثیر مثبت و معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها دارند لیکن اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل تنها در شرکت‌های دارای سطح تمرکز مالکیت نهادی منفعل بیشتر از ۱۵٪، تأثیر منفی و معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها دارد. همچنین، اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل در شرکت‌های دارای مدیران عامل جدید، تأثیر مثبت و معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها دارد ولی در شرکت‌های دارای رقابت سطح بازار محصول، تأثیر معناداری بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها ندارد. خوشکار و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان تأثیر شرایط بازار بر رابطه تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل

1.Cho

2.AIHares

نشان دادند تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با مالکیت متقابل نهادی رابطه مستقیم و معنی‌داری دارد و این ارتباط مثبت زمانی که تمرکز صنعت بالاتر باشد، بیشتر می‌شود. زوارم و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت، نشان می‌دهد که بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد. همچنین ساختار مالکیت شرکت بر رابطه‌ی هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد. بولو و همکاران (۱۳۹۹) در بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها با توجه به نقش عدم تقارن اطلاعاتی و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی، نشان دادند کیفیت اطلاعات حسابداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر معکوس دارد؛ به نحوی که هرچه کیفیت اطلاعات حسابداری بالاتر باشد، هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد؛ و بالعکس. همچنین، عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط مستقیمی با این تأثیر دارد؛ اما تأثیر هم‌زمان قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و عدم تقارن اطلاعاتی بر تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام مورد تأیید نمی‌باشند. دیدار و همکاران (۱۳۹۷) در بررسی رابطه بین مالکیت متقابل و کارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأثیر متغیر میانجی رقابت بازار محصول، نشان دادند مالکیت متقابل با رقابت بازار محصول رابطه مستقیم و معنادار دارد و رقابت بازار محصول با کارایی دارای رابطه معکوس و معنادار است. در ضمن مالکیت متقابل به صورت غیرمستقیم با تأثیر متغیر میانجی رقابت بازار محصول با کارایی رابطه معکوس و معنادار دارد.

چارچوب نظری و فرضیات پژوهش

مالکیت متقابل سرمایه‌گذار نهادی و هزینه حقوق صاحبان سهام

هزینه حقوق صاحبان سهام حداقل نرخ بازده موردنیاز سرمایه‌گذار به منظور تأمین سرمایه شرکت می‌باشد و بر این فرض متکی است که هدف شرکت به حداکثر رساندن ثروت سهامداران آن می‌باشد. اگر بین هزینه حقوق صاحبان سهام و به حداکثر رساندن ثروت سهامداران ارتباط برقرار گردد، با فرض ثبات سایر متغیرها می‌توان گفت هزینه حقوق صاحبان سهام حداقل نرخ بازدهی است که موجب حفظ ارزش شرکت می‌شود (کاوایی و همکاران، ۱۳۹۷). همچنین مالکیت متقابل نوعی از ساختارهای مالکیت می‌باشد که در آن واحدهای تجاری به‌طور هم‌زمان سهامدار و مالک یکدیگر هستند. به‌عنوان مثال فرض نمایید که شرکت الف ۲۰ درصد از سهام شرکت ب را در اختیار دارد و هم‌زمان شرکت ب هم ۲۵ درصد از سهام شرکت الف را در تملک خود دارد. درواقع شرکت الف ۵ درصد از سهام خود را، خودش تصاحب نموده است، چنین حالتی برای شرکت ب نیز متصور است. این حالت ساده‌ترین حالت ممکن در مالکیت متقابل است و از آن تحت عنوان مالکیت متقابل دو حلقه‌ای نامبرده می‌شود. (دیدار و همکاران، ۱۳۹۷).

همان‌طور که مورداشاره قرار گرفت، به‌طورکلی، عدم تقارن اطلاعات به هزینه بالاتر سهام کمک می‌کند مطالعات نشان داده‌اند که مالکیت متقابل نهادی دارای چندین مزیت است. پارک و همکاران^۱ (۲۰۱۹) دریافته‌اند که مالکیت متقابل نهادی هزینه اختصاصی افشا را کاهش می‌دهد و شرکت‌ها را تشویق می‌کند تا به دنبال منافع شرکت‌های هم‌تا باشند؛ بنابراین، مالکیت متقابل نهادی رابطه مثبتی با افشای اطلاعات و نقدشوندگی بازار دارد و بهبود نقدشوندگی ناشی از کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است. باگینسکی و هینسون^۲ (۲۰۱۶) و شروف و همکاران^۳ (۲۰۱۷) نیز دریافته‌اند که یک شرکت نه‌تنها زمانی که افشای خود را افزایش می‌دهد؛ بلکه زمانی که یک شرکت هم‌تا در همان صنعت افشای خود را افزایش می‌دهد،

1.Park et al

2.Baginski and Hinson

3.Shroff et al

دارای هزینه سرمایه کمتر و نقدشوندگی بهتر است. به علاوه آبرامو و همکاران (۲۰۱۹) معتقدند که سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات افشا دارند.

رابطه مالکیت متقابل نهادی با هزینه حقوق صاحبان سهام از ۴ منظر توجیه شده است:

نخست اینکه، مالکیت متقابل نهادی به سرمایه‌گذاران نهادی اجازه می‌دهد تا پرتفوی خود را متنوع کنند. از طریق تنوع، ریسک خاص از سوی شرکت‌های منفرد در کوتاه‌مدت کم می‌شود؛ بنابراین، مالکیت متقابل نهادی به سرمایه‌گذاران نهادی اجازه می‌دهد تا از طریق تنوع، ریسک غیر سیستماتیک را کاهش دهند. در نتیجه کاهش ریسک، سرمایه‌گذاران نهادی از سرمایه‌گذاری خود انتظار ریسک کمتری دارند؛ بنابراین در شرایط یکسان، مالکیت متقابل نهادی هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها را کاهش می‌دهد (ژو و همکاران، ۲۰۲۳).

دوم، از آنجایی که شرکت‌های با مالکیت متقابل نهادی انگیزه دارند تا منافع مشترک همه شرکت‌های مشترک را به جای منافع شرکت‌های منفرد به حداکثر برسانند، مالکیت متقابل نهادی، اشتراک‌گذاری اطلاعات را در بین شرکت‌های با مالکیت متقابل ترویج می‌کند و بنابراین افشای شرکت را افزایش می‌دهد (پارک و همکاران، ۲۰۱۹؛ پاولیکزک و اسکینر، ۲۰۱۸). علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی که دارای سهام در چندین شرکت به‌طور هم‌زمان هستند، می‌توانند اطلاعات خصوصی را در بین شرکت‌های با مالکیت متقابل نهادی به دست آورند و تأیید کنند. کاهش عدم تقارن اطلاعات در مقابل، ریسک اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد (آرمسترانگ و همکاران، ۲۰۱۱؛ دهلیوال و همکاران، ۲۰۱۱). از آنجایی که شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بالایی دارند، بیشتر در صورت نیاز به سرمایه خارجی، محدودیت‌های سرمایه را تجربه می‌کنند؛ این کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق مالکیت متقابل نهادی، همچنین دسترسی آسان‌تر به سرمایه خارجی را پیش‌بینی می‌کند و هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد؛ بنابراین، انتظار می‌رود که مالکیت متقابل نهادی نقش مهم‌تری ایفا کند، زیرا به شرکت‌های با مالکیت متقابل اجازه می‌دهد تا به‌طور مؤثر ریسک اطلاعاتی و در نتیجه هزینه حقوق صاحبان سهام را برای شرکت‌ها کاهش دهند.

عامل سوم این است که، مالکیت متقابل می‌تواند حاکمیت شرکتی را بهبود بخشد (هی و همکاران، ۲۰۱۹؛ کانگ و همکاران، ۲۰۱۸). به‌عنوان مثال، سرمایه‌گذاران مالکیت متقابل نهادی می‌توانند مدیران را از طریق ارتباطات خصوصی، انتخابات اعضای هیئت‌مدیره، پیشنهادات سهامداران (مک کاهری و همکاران، ۲۰۱۶)؛ تهدید به فروش یا خروج از شرکت‌ها (ادمز و مانسو، ۲۰۱۱) و بلوک‌های رأی‌گیری بزرگ (اپل و همکاران، ۲۰۱۶) تحت تأثیر قرار دهند. هنگامی که حاکمیت شرکتی بهبود می‌یابد، هزینه سهام شرکت‌ها باید کاهش یابد، زیرا سرمایه‌گذاران احساس راحتی بیشتری می‌کنند. در این زمینه سینگال (۲۰۱۴) دریافته است که شرکت‌هایی در هند با حاکمیت شرکتی بهتر تمایل به عملکرد بهتر، ارزش‌گذاری بالاتر و هزینه‌های سرمایه کمتر دارند. با این حال، مالکیت متقابل نهادی می‌تواند مشکلات نمایندگی را بین سرمایه‌گذاران بزرگ نهادی و سرمایه‌گذاران خارجی کوچک افزایش دهد، زیرا سرمایه‌گذاران متقابل نهادی توانایی و فرصت استفاده از سهامداران خارجی کوچک را دارند؛ بنابراین، اگرچه مالکیت متقابل ریسک خاص و اطلاعاتی را کاهش می‌دهد و حاکمیت

1. Abramova
2. Pawliczek & Skinner
3. Armstrong et al
4. Dhaliwal
5. McCahery et al
6. Edmans, A., & Manso
7. Appel
8. Singhal

شرکتی را برای سرمایه‌گذاران بزرگ متقابل نهادی بهبود می‌بخشد، مشخص نیست که آیا سرمایه‌گذاران خارجی کوچک مزایای مشابهی را دریافت می‌کنند یا درک می‌کنند.

مورد چهارم این است که مالکیت متقابل نهادی، کیفیت سود انباشته و معیارهای مختلف عملکرد، حاشیه سود، سهم بازار و نوآوری را بهبود می‌بخشد (هی و همکاران، ۲۰۱۸). اگر مالکیت متقابل نهادی بتواند کیفیت سود انباشته و معیارهای مختلف عملکرد شرکت را افزایش دهد، این بهبودها باید منجر به کاهش هزینه سهام برای شرکت‌های با مالکیت متقابل نهادی می‌شود؛ بنابراین فرضیه اول به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه اول: هزینه حقوق صاحبان سهام برای شرکت‌های دارای مالکیت متقابل نهادی کمتر از سایر شرکت‌ها می‌باشد.

مالکیت متقابل سرمایه‌گذار نهادی و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرایط رقابت بازار محصول رقابت بازار، عبارت از چگونگی توزیع بازار بین بنگاه‌های مختلف است. به عبارت دیگر، تمرکز بازار دلالت بر آن دارد که چه میزان از کل تولیدات بازار یک محصول معین در اختیار تعدادی از بنگاه‌های بزرگ قرار دارد (نیکبخت و قاسمی، ۱۳۹۷). بنابر برخی مطالعات، مالکیت متقابل نهادی، زمانی که رقابت صنعتی شدید باشد نقش مسلط‌تری ایفا می‌کند. بسیاری از مطالعات (آنتون و همکاران، ۲۰۱۸؛ آزار، ۲۰۱۸ و چمانور، ۲۰۱۸) نشان داده‌اند که مالکیت متقابل نهادی رقابت را کاهش می‌دهد. از نظر مفهومی، رقابت در بازار محصول می‌تواند از دو طریق بر مالکیت متقابل نهادی تأثیر بگذارد. اولاً، با افزایش رقابت در بازار محصول، کاهش حاشیه سود می‌تواند منجر به ریسک عملیاتی بالاتر شود، زیرا شرکت کمتر قادر به مقاومت در برابر شوک‌های منفی است. علاوه بر این، با افزایش رقابت، شرکت‌ها تمایل بیشتری به دشمنی با یکدیگر دارند زیرا رقابتی‌تر می‌شوند. در نتیجه، با افزایش رقابت، افزایش ریسک عملیاتی باعث افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود. دوم، اگر مالکیت متقابل نهادی باعث ایجاد همکاری بین رقبا و کاهش رقابت بین شرکت‌ها در یک صنعت شود، این مشارکت می‌تواند به اشتراک‌گذاری اطلاعات را تشویق کند، هم‌افزایی ایجاد کند و سود شرکت را افزایش دهد. در نتیجه، زمانی که رقابت بالاتر است، مالکیت متقابل نهادی می‌تواند با موفقیت بیشتری هزینه سهام را کاهش دهد. در مجموع، انتظار بر این است که مالکیت متقابل نهادی نقش مهم‌تری در هزینه سهام در زمانی که رقابت بالا است ایفا کند. به طور خاص، مالکیت متقابل نهادی به سهامداران نهادی مشترک اجازه می‌دهد تا از مزیت اطلاعاتی نسبت به رقبا در همان صنعت برخوردار شوند. این مزیت اطلاعاتی در صنایع با رقابت قوی‌تر اهمیت بیشتری دارد؛ بنابراین، هنگامی که رقابت بالا است، مالکیت متقابل نهادی می‌تواند با موفقیت بیشتری مزیت اطلاعاتی را به دست آورد و هزینه سهام را بیشتر کاهش دهد (ژو و همکاران، ۲۰۲۳). در نتیجه فرضیه دوم به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه دوم: تأثیر منفی مالکیت متقابل نهادی بر هزینه حقوق صاحبان سهام در بازارهای با رقابت محصول بالاتر، بیشتر است.

روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر نحوه گردآوری داده‌ها از نوع توصیفی-همبستگی است روش پژوهش پس رویدادی است و داده‌های مورد نیاز از سامانه کدال استخراج شده‌اند. برای آزمون فرضیه‌ها از تجزیه و تحلیل رگرسیون چند

1. Anton
2. Azar
3. Chemmanur
4. Zhou et al

متغیره داده‌های ترکیبی و به روش حداقل مربعات معمولی استفاده شده است. نمونه پژوهش نیز به روش حذفی از میان آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد که شرایط زیر را داشته باشند:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۴۰۰ در بورس فعال باشد؛

۲. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی زمان پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد؛

۳. فعالیت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری، بانکداری، لیزینگ و نهاد مالی نباشد؛

۴. اطلاعات موردنیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد.

۵. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداده باشد.

متغیرها و مدل پژوهش

متغیر وابسته؛ در این پژوهش هزینه حقوق صاحبان سهام (cost of equity) می‌باشد.

مدل مورد استفاده برای محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام عادی در این پژوهش به تبعیت از بولو و همکاران (۱۳۹۹)

مدل CAPM می‌باشد:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$$

در مدل فوق:

$E(R_i)$: بیان کننده نرخ بازده مورد انتظار هر سهم i

$E(R_m)$: بیان کننده نرخ بازده مورد انتظار بازار

R_f : بیان کننده بازده بدون ریسک

β_i : نشان دهنده ضریب بتای بازار است. بتا تنها عاملی است که توضیح دهنده بازده است که از طریق فرمول زیر محاسبه

می‌شود:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

متغیر مستقل: در این پژوهش مالکیت متقابل نهادی (cross-ownership) می‌باشد

نشانگر درجه مالکیت متقابل سهامداران نهادی است. نحوه محاسبه آن به این صورت است که اگر شرکت الف ۳۰

درصد از سهام شرکت ب و شرکت ب ۲۰ درصد از سهام شرکت الف را دارا باشند، درجه مالکیت متقابل به این صورت

محاسبه می‌شود:

$$0/30 * 0/20 = 0/06$$

در محاسبه درجه مالکیت متقابل نهادی، مالکیت متقابل دو، سه و حتی چهار حلقه‌ای تا جایی اطلاعات توسط

شرکت‌ها افشا شده بود، نیز در نظر گرفته شده است. ممکن است دو شرکتی که نسبت هم دارای چنین ساختار مالکیتی

باشند، یکی در بورس پذیرفته شده باشد و دیگری نباشد، در این صورت درصد مالکیت متقابل بین آن دو محاسبه و شرکت

بورسی در نمونه وارد شده است (دیدار و همکاران، ۱۳۹۷).

متغیر تعدیلگر در این پژوهش رقابت بازار محصول (product market competition) می‌باشد؛ که برای اندازه‌گیری

آن از شاخص زیر استفاده می‌شود:

۱- شاخص هرفیندال-هیرشمن (HHI): که برای اندازه‌گیری آن از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$HHI_i = \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i}{X}\right)^2$$

در این رابطه X_i فروش شرکت i و X کل فروش در صنعتی خاص است. در واقع این شاخص تمرکز صنعت را اندازه‌گیری می‌کند و هرچه میزان آن بیشتر باشد بیانگر تمرکز کمتر و رقابت کمتر در صنعت است و برعکس. همچنین تأثیر متغیرهای کنترلی زیر نیز بر این رابطه بررسی شده است:

عدم تقارن اطلاعاتی (asymmetry)

در این پژوهش از رابطه زیر برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده است:

$$spread\ t = \frac{AP - BP}{(AP + BP/2)} * 100$$

Spread: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP (Ask / Price): میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t

BP (Bid / Price): میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t

از اختلاف قیمت خرید و فروش برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعات استفاده می‌شود، جاییکه اختلاف قیمت خرید و فروش نشان‌دهنده تفاوت‌های زیادی در مقدار اطلاعات بین خریداران و فروشندگان را نشان می‌دهد. پراکندگی محاسبه‌شده به‌عنوان میانگین سالانه از تفاوت روزانه بین قیمت پیشنهادی خریدار و فروشنده در زمان بسته شدن بازار در نظر گرفته می‌شود که بر اساس متوسط قیمت روزانه در زمان بسته شدن بازار مقیاس‌گذاری شده است.

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت: (SIZE) لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در پایان سال.

اهرم مالی؛ (LEV) جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها

رشد شرکت: (GROWTH) کل دارایی‌ها در سال t تقسیم بر کل دارایی‌ها در زمان سال قبل ($t-1$).

بازده دارایی‌ها: (ROA): نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به مجموع دارایی‌ها

مدل آماری فرضیه اول:

$$cost\ of\ equity\ i, t = \beta_0 + \beta_1 cross - ownership\ i, t + \beta_2 asymmetry\ i, t + \beta_3 SIZE\ i, t + \beta_4 LEV\ i, t + \beta_5 GROWTH\ i, t + \beta_6 ROA\ i, t + e_i$$

مدل آماری فرضیه دوم:

$$cost\ of\ equity\ i, t = \beta_0 + \beta_1 cross - ownership\ i, t + \beta_2 HHI\ i, t + \beta_3 (cross - ownership\ i, t * HHI\ i, t) + \beta_4 asymmetry\ i, t + \beta_5 SIZE\ i, t + \beta_6 LEV\ i, t + \beta_7 GROWTH\ i, t + \beta_8 ROA\ i, t + e_i$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

کمیت‌های آمار توصیفی ارائه شده شامل میانگین، میانه، انحراف معیار و .. در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

شاخص های پراکندگی			شاخص های مرکزی		نام و تعداد متغیرها	
بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانگین	میانه	علامت اختصاری	متغیرها
۰/۶۹	۰/۱۴	۰/۱۱	۰/۲۸	۰/۲۶	cost of equity	هزینه حقوق صاحبان سهام
۰/۳۲	۰/۰۰۰	۰/۱۴	۰/۰۹	۰/۰۵	cross-ownership	مالکیت متقابل نهادی
۰/۳۹	۰/۰۷	۰/۱۲	۰/۱۴	۰/۰۵	HHI	رقابت بازار محصول
۷/۸۹	۰/۸۸	۲/۶۵	۲/۸۸	۲/۶۵	asymmetry	عدم تقارن اطلاعاتی
۲۱/۸۷	۱۲/۴۱	۱/۵۱	۱۴/۷۱	۱۴/۴۷	SIZE	اندازه شرکت
۰/۸۷	۰/۱۹	۰/۱۹	۰/۵۵	۰/۵۵	LEV	اهرم مالی
۱۵/۸۵	۰/۸۸	۱/۷۲	۴/۳۶	۲/۸۷	GROWTH	رشد فروش شرکت
۰/۶۶	-۰/۰۵	۰/۱۳	۰/۱۴	۰/۱۱	ROA	بازده دارایی ها

براساس یافته های این جدول، هزینه حقوق صاحبان دارای میانگین (۰/۲۸) می باشد و انحراف معیار آن (۰/۱۱) است. همچنین در حدود ۹ درصد از شرکت ها دارای مالکیت نهادی متقابل هستند. میانگین شاخص رقابت بازار محصول نیز بر اساس شاخص هرفیندال-هیرشمن برابر با (۰/۱۴) است. در ادامه بررسی مانایی متغیرهای پژوهش پرداخته شد که نتایج نشان داد بر اساس آماره لوین-چو تمامی متغیرها در سطح کوچکتر از (۰/۰۵) مانا هستند و مشکلی از نظر رگرسیون کاذب وجود ندارد. در ادامه پس از بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک و تصحیحات انجام شده به برآورد مدل پرداخته شده است.

آزمون فرضیه اول پژوهش

در انتخاب مدل داده های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر و هاسمن استفاده می شود.

جدول ۲- آزمون انتخاب مدل فرضیه اول

آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	P-Value
آزمون F لیمر	۶/۷۶	۱۳۴/۱۱	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۳۲۱/۱۲	۴	۰/۰۰۰

با توجه به نتایج جدول ۲ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای همه مدل ها کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول ۳- نتایج برآورد فرضیه اول پژوهش

متغیر	مقدار ضرایب	t مقدار	مقدار احتمال	VIF
cross-ownership	-۰/۰۶	-۳/۰۰۴	۰/۰۰۷	۱/۴۳
asymmetry	۰/۰۷	۲/۳۱	۰/۰۲۳	۱/۳۹
SIZE	-۰/۱۶	-۲/۶۱	۰/۰۱۲	۱/۱۲
LEV	۰/۱۴	۲/۲۲	۰/۰۳۴	۱/۷۶

۲/۲۱	۰/۳۱۷	-۰/۸۷	-۰/۰۷	GROWTH
۱/۹۸	۰/۱۱۲	-۱/۶۷	-۰/۱۲	ROA
-	۰/۰۰۰	۴/۲۱	۰/۰۸	C (مقدار ثابت)
۰/۰۰۰	F مقدار احتمال	۵۳/۱۲	F مقدار	
۱/۸۹	دوربین واتسون	۰/۴۹۲۱	ضریب تعیین (R ²)	
		۰/۴۳۳۱	ضریب تعیین تعدیل شده	

در بررسی معنی دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود؛ بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۳، سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر مالکیت متقابل نهادی کوچک تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۷) یعنی معنی دار است، ضریب آن (۰/۰۶) منفی می باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۳/۰۰۴- می باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد؛ بنابراین می توان گفت مالکیت متقابل نهادی رابطه منفی و معنی داری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد؛ به عبارتی هزینه حقوق صاحبان سهام برای شرکت های دارای مالکیت متقابل نهادی کمتر از سایر شرکت ها می باشد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی تبیین در حدود ۴۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را دارند که در سطح مناسبی است.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

جدول ۳- آزمون انتخاب مدل فرضیه دوم

P-Value	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون	آماره آزمون
۰/۰۰۰	۱۱۰/۵۴	۹/۳۲	آزمون F لیمر
۰/۰۰۰	۸	۹۰/۴۳	آزمون هاسمن

با توجه به جدول ۶ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای همه مدل ها کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول ۵- نتایج برآورد فرضیه دوم پژوهش

متغیر	مقدار ضرایب	t مقدار	مقدار احتمال	VIF
cross-ownership	-۰/۱۲	-۳/۲۱	۰/۰۰۰	۱/۴۰
HHI	۰/۰۹	۱/۷۱	۰/۰۸۶	۲/۲۴
cross-ownership*HHI	-۰/۱۷	-۲/۳۹	۰/۰۲۷	۲/۷۶
asymmetry	۰/۰۴	۲/۱۲	۰/۰۴۲	۱/۳۸
SIZE	-۰/۰۹	-۲/۳۲	۰/۰۳۰	۱/۱۷
LEV	۰/۲۱	۲/۵۶	۰/۰۲۱	۱/۶۵
GROWTH	-۰/۰۳	-۱/۰۷	۰/۳۹۸	۲/۰۴
ROA	-۰/۱۱	-۱/۸۶	۰/۰۶۲	۱/۸۹
C (مقدار ثابت)	۰/۳۲	۶/۳۲	۰/۰۰۰	-
F مقدار		۲۳/۲۱	F مقدار احتمال	۰/۰۰۰
ضریب تعیین (R ²)		۰/۵۲۱۰	دوربین واتسون	۱/۹۳
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۹۸۶		

در بررسی معنی دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود؛ بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۵، سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر $cross-ownership*HHI$ کوچک تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۲۷) یعنی معنی دار است، ضریب آن (-۰/۱۷) منفی می باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۲/۳۹- می باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد؛ هر اندازه رقابت در بازار محصول بیشتر باشد شاخص هرفیندال - هیرشمن کمتر است و برعکس؛ بنابراین می توان گفت تأثیر منفی مالکیت متقابل نهادی بر هزینه حقوق صاحبان سهام در بازارهای با رقابت محصول بالاتر، بیشتر است.

نتیجه گیری و پیشنهادات

مالکیت متقابل نوعی از ساختارهای مالکیت می باشد که در آن واحدهای تجاری به طور هم زمان سهامدار و مالک یکدیگر هستند. طی سه دهه گذشته، مالکیت متقابل سرمایه گذاران در میان شرکت های دولتی افزایش یافته است. از آنجا که سرمایه گذاران نهادی (بزرگ) می توانند بر تصمیمات شرکتی و استراتژی های بازار محصول تأثیر بگذارند، مالکیت متقابل نهادی نحوه عملکرد و تصمیم گیری شرکت ها را تغییر می دهد. در این پژوهش به بررسی تأثیر مالکیت نهادی متقابل بر هزینه حقوق صاحبان سهام با توجه به رقابت بازار محصول بر اساس داده های ۱۵۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۴۰۰ پرداخته شد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد مالکیت متقابل نهادی رابطه منفی و معنی داری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد؛ به عبارتی هزینه حقوق صاحبان سهام برای شرکت های دارای مالکیت متقابل نهادی کمتر از سایر شرکت ها می باشد. این تأثیر منفی را می توان از چند جهت تفسیر کرد. همان طور که گفته شد، نقش کاهنده مالکیت متقابل به دلیل تأثیر آن بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است. به عبارتی از آنجایی که شرکت های با مالکیت متقابل نهادی انگیزه دارند تا منافع مشترک همه شرکت های مشترک را به جای منافع شرکت های منفرد به حداکثر برسانند، مالکیت متقابل نهادی، اشتراک گذاری اطلاعات را در بین شرکت های با مالکیت متقابل ترویج می کند و بنابراین افشای شرکت را افزایش می دهد و این کاهش عدم تقارن اطلاعات، ریسک اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش می دهد. به علاوه مالکیت متقابل با بهبود حاکمیت شرکتی و کیفیت سود نیز می تواند منجر به کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شود. این نتیجه همراستا با نتایج پژوهش های ژو و همکاران (۲۰۲۳)، پارک و همکاران (۲۰۱۹)، هی و همکاران (۲۰۱۹)، کانگ و همکاران (۲۰۱۸) و پاولیکزک و اسکینر (۲۰۱۸) می باشد.

نتایج فرضیه دوم نیز نشان داد که افزایش رقابت بازار محصول، بر این رابطه نقش تقویت کننده دارد و به عبارتی تأثیر منفی مالکیت متقابل نهادی بر هزینه حقوق صاحبان سهام در بازارهای با رقابت محصول بالاتر، بیشتر است. براساس این یافته می توان گفت اگر مالکیت متقابل نهادی باعث ایجاد همکاری بین رقبا و کاهش رقابت بین شرکت ها در یک صنعت شود، این مشارکت می تواند به اشتراک گذاری اطلاعات را تشویق کند، هم افزایی ایجاد کند و سود شرکت را افزایش دهد. در نتیجه، زمانی که رقابت بالاتر است، مالکیت متقابل نهادی می تواند با موفقیت بیشتری هزینه سهام را کاهش دهد. این نتیجه همراستا با یافته های ژو و همکاران (۲۰۲۳) است.

بر اساس یافته های فوق پیشنهاد می شود که سهامدارانی که در شرکت های با سهم بالاتر مالکان نهادی، سرمایه گذاری کرده اند، موضوع مالکیت متقابل را در این شرکت ها مورد توجه داشته باشند؛ چراکه در این شیوه مالکیت، مدیران با اطلاعات خصوصی و مزیت اطلاعاتی، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود نظارت بر فعالیت های هیئت مدیره و در نتیجه بهبود کارایی عملیات شرکت و جلوگیری از منفعت طلبی مدیران، منجر به کاهش هزینه سهام صاحبان سهام می شوند. همچنین پیشنهاد می شود که رقابت بازار محصول و تمرکز بازار صنعت نیز در چنین شرکت هایی بر اساس شاخص

هرفیندال-هیرشمن مورد توجه قرار گیرد، چراکه سهم بالای بازار در چنین شرایطی می‌تواند منجر به اشتراک‌گذاری اطلاعات شود. به علاوه پیشنهاد می‌شود که از طرف نهادهای قانون‌گذار الزامات بیشتری در باره الزام شرکت‌ها به ارائه اطلاعات در مورد ساختار مالکیت متقابل شرکت‌ها صورت گیرد.

در نهایت با توجه به اینکه احتمال تأثیرگذاری میزان تصدی مدیران و همچنین تعداد تحلیلگران در چنین شرکت‌هایی وجود دارد، -که در این پژوهش در نظر گرفته نشده است- پیشنهاد می‌شود که نقش دوره تصدی طولانی‌تر مدیران بر این رابطه مورد بررسی قرار گیرد. به علاوه با توجه به اینکه در این پژوهش تنها شاخص هرفیندال-هیرشمن مورد توجه قرار گرفته است، پیشنهاد می‌شود که نقش شاخص لرنر نیز به‌عنوان شاخص تمرکز بازار صنعت مورد بررسی قرار گیرد.

منابع:

- بدیعی نژاد، علی و توانگر، افسانه (۱۴۰۱) اثر تمرکز مالکیت نهادی منفعل، دوره تصدی مدیرعامل و رقابت بازار محصول بر رابطه بین اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱۴(۲)، ۲۶۲-۲۳۳
- بولو، قاسم؛ مرفوع، محمد و قهرمانی، آریین (۱۳۹۹) تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها با توجه به نقش عدم تقارن اطلاعاتی و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی، مطالعه تجربی حسابداری مالی، ۱۷(۶۸)، ۳۳-۶۵
- خوشکار، فرزین؛ نوربخش، مهدی و ملکی، مینا (۱۴۰۰) تأثیر شرایط بازار بر رابطه تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مالکیت متقابل نهادی، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال ۵، ش ۸۳، ۴۶۸-۴۸۴
- دیدار، حمزه؛ منصورفر، غلامرضا و رحیمی، جبرائیل (۱۳۹۷) بررسی رابطه بین مالکیت متقابل و کارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأثیر متغیر میانجی رقابت بازار محصول، مطالعات تجربی حسابداری، سال ۱۵، ش ۵۸، ۱۳۷-۱۵۹
- قدرتی زوارم، عباس؛ نوروزی، محمد؛ باقری، ایرج و نصیری، داریوش (۱۴۰۰) بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۵(۱۹)، ۱۷۸۹-۱۸۹۳
- کاویانی، میثم؛ خواجه فرد، ندا و منتظری، زینب (۱۳۹۷) مروری جامع بر رویکردهای تبیین مدل هزینه حقوق صاحبان سهام در پژوهش‌های مالی، پژوهش حسابداری، ۷(۴)، ۱۵۰-۱۳۰
- نیکبخت، محمدرضا و قاسمی، علی (۱۳۹۷) تأثیر توانایی مدیریت بر رقابت در بازار محصول، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۱۰، ش ۴۰، ۱۲۷-۱۴۶

- Abramova, I., Core, J. E., & Sutherland, A. (2019). Institutional investor attention and firm disclosure. SSRN Working Paper
- AlHares, A., Dominic, G. and Abu-Asi, T. (2020) Institutional Ownership and Cost of Capital: An International Study. *Theoretical Economics Letters*, 10, 1031-1043. doi: 10.4236/tel.2020.105060.
- Anton, M., Ederer, F., Gin ' e, M., & Schmalz, M. C. (2018). ' Common ownership, competition, and top management incentives. SSRN Working Paper 2802332.
- Appel, I., Gormley, T., & Keim, D. (2016). Passive investors, not passive owners. *Journal of Financial Economics*, 121(1), 111-141.
- Armstrong, C. S., Core, J. E., Taylor, D. J., & Verrecchia, R. E. (2011). When does information asymmetry affect the cost of capital? *Journal of Accounting Research*, 49(1), 1-40
- Azar, J., Schmalz, M. C., & Tecu, I. (2018). Anticompetitive effects of common ownership. *The Journal of Finance*, 73(4), 1513-1565
- Baginski, S. P., & Hinson, L. A. (2016). Cost of capital free-riders. *The Accounting Review*, 91(5), 1291-1313.
- Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). Shaping liquidity: On the causal effects of voluntary disclosure. *Journal of Finance*, 69(5), 2237-2278

- Brooks, C., Chen, Z., & Zeng, Y. (2018). Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 48, 187–216.
- Chemmanur, T. J., Shen, Y., & Xie, J. (2016). Innovation beyond firm boundaries: Common blockholders, strategic alliances, and corporate innovation. SSRN Working Paper 2668000
- Chen, Yangyang., Qingyuan Li , Jeffrey Ng , Chong Wang (2021) Corporate financing of investment opportunities in a world of institutional cross-ownership, *Journal of Corporate Finance* 69 (2021) 102041
- Cho, Young Jun and Yang, Holly, Institutional Cross-Ownership of Peer Firms and Revelatory Price Efficiency (July 17, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3682404> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3682404>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100
- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59(4), 1553–1583.
- Edmans, A., & Manso, G. (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *Review of Financial Studies*, 24(7), 2395–2428.
- Gao, K., Shen, H., Gao, X., & Chan, K. C. (2019). The power of sharing: Evidence from insitutional investor cross-ownership and corporate inovation. *International Review of Economics & Finance*, 63, 284–296.
- He, J., Huang, J., & Zhao, S. (2019). Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership. *Journal of Financial Economics*, 134, 400–418.
- Healy, P. M., Hutton, A. P., & Palepu, K. G. (2001). Financial reporting environment. *Harvard Business School Background Note*, 102–109.
- Kang, J. K., Luo, J., & Na, H. S. (2018). Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors? *Journal of Financial Economics*, 128(3), 576–602.
- McCahery, J., Zacharias, S., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional ivnestors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905–2932

- Park, J., Sani, J., Shroff, N., & White, H. (2019). Disclosure incentives when competing firms have common ownership. *Journal of Accounting and Economics*, 67, 387–415
- Pawliczek, A., & Skinner, A. N. (2018). Common ownership and voluntary disclosure. SSRN Working Paper 3002075.
- Shroff, N., Verdi, R. S., & Yost, B. P. (2017). When does the peer information environment matter? *Journal of Accounting and Economics*, 64(2-3), 183–214
- Singhal, A. (2014). Corporate governance, cost of capital and value creation: Evidence from Indian firms. *Journal of Economics and Finance*, 4(6), 36–54.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97–180.
- Zhou, Y.L. Lo, B. Liu et al., (2023) Does institutional investor cross holding create synergy? Evidence from the cost of equity, *Borsa İstanbul Review*, <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.01.001>