

## رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی مشروط به افشای داوطلبانه

سمی‌را رشت<sup>۱</sup> - محمد حسین رنجبر<sup>۲</sup> - سید نیما ولی‌نیا<sup>۳</sup>

### چکیده

تحقیق حاضر با هدف بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی مشروط به افشای داوطلبانه اجرا شده است. بدین منظور تعداد ۹۴ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ انتخاب و اطلاعات مربوط به آنها با استفاده از مدل‌های رگرسیون چند متغیره و با داده‌های تلفیقی و اثرات ثابت تجزیه و تحلیل داده‌ها شده است. نتایج حاکی از آن است که بین تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت خصوصی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین در شرایط افشای داوطلبانه نیز رابطه معنی داری بین تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی و مالکیت خصوصی با عدم تقارن اطلاعاتی مشاهده گردید.

واژگان کلیدی: تمرکز مالکیت، افشای داوطلبانه، عدم تقارن اطلاعاتی

---

<sup>۱</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد قشم، قشم، ایران.

<sup>۲</sup> استادیار گروه حسابداری و مدبریّت دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس، بندرعباس، ایران (نویسنده مسئول)

mhranjbar54@gmail.com

<sup>۳</sup> عضو هیات علمی گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد قشم، قشم، ایران.

لازمه حفظ و بقای فعالیت شرکت‌ها در شرایط رقابتی پیچیده مستلزم انجام فعالیت در سود آوری است. بدین منظور شرکت‌ها با در نظر گرفتن عوامل مختلف از جمله ریسک و بازده مورد انتظار در پروژه‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. نحوه تأمین مالی شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاریها، ساختار سرمایه را شکل می‌دهد (مهدوی و میدری، ۱۳۸۴). انجام هر فعالیت اقتصادی و سرمایه‌گذاری مستلزم وجود منابع لازم است. بخش مهمی از منابع مورد نیاز، خصوصاً در مرحله تشکیل و تأسیس شرکت توسط مالکان و سهامداران تأمین می‌گردد و برای تأمین‌کننده سرمایه قانونی است. ساختار سرمایه شامل منابع اولیه تخصیص یافته به شرکت، افزایش مجدد سرمایه، اندوخته‌ها، استقراض و ایجاد تعهدات است.

ترکیب سهامداران یا ساختار مالکیت که انگیزه مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد و می‌تواند تأثیر قابل توجهی در کارایی هر شرکتی داشته باشد، از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به شمار می‌رود. در گذشته اقتصاددانان فرض می‌کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند اما در طول سه دهه اخیر، موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است (لی، ۲۰۰۸). مطابق تئوری نمایندگی، یکی از پدیده‌های منفی که معمولاً در بازارهای اوراق بهادار ناشی از رابطه‌ی نمایندگی رخ می‌دهد و به تصمیم‌گیری‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران منجر می‌شود، نبود تقارن اطلاعاتی است. عدم تقارن اطلاعاتی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن یکی از طرفین مبادله، اطلاعات بیشتری را نسبت به طرف مقابل در اختیار داشته باشد مشروط بر اینکه از این اطلاعات در زمان برقراری ارتباط با طرف دیگر به طور مؤثر استفاده کند (قائمی و همکاران، ۱۳۸۴). عدم افشای به موقع و صحیح، منجر به افزایش هزینه انتخاب نامطلوب و خطر اخلاقی به عنوان حاصل از عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت افزایش هزینه مبادله می‌شود (احمد پور و رسائیان، ۱۳۸۵). پژوهشگران مختلف با ارائه مدل‌ها و تئوری‌های گوناگون در جستجوی یافتن راه‌هایی برای دستیابی به یک ترکیب بهینه از ساختار سرمایه می‌باشند که ارزش شرکت را حداکثر و هزینه سرمایه آن را به حداقل ممکن برساند. اساس تئوری سلسله مراتبی مایرز که از شناخته شده ترین مدل‌های تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها در ادبیات مالی می‌باشد، بر این استدلال مبتنی است که وجود پدیده عدم تقارن اطلاعاتی میان افراد درون سازمانی و برون سازمانی با تأثیر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها باعث ایجاد نوعی اولویت بندی در تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها می‌گردد (قائمی و همکاران، ۱۳۸۴). اطلاعاتی را که داده‌های صورتهای مالی فراهم می‌کند باعث کاهش عدم تقارن اطلاعات در بازار می‌گردد و نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران باید این نوع اطلاعات را در تصمیمات سرمایه‌گذاری به طور کامل به کار گیرند (احمد پور و رسائیان، ۱۳۸۵). بنابراین مسأله اصلی تحقیق این است که چه رابطه‌ای بین ساختار مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط افشای داوطلبانه وجود دارد؟ و اینکه آیا در این شرایط ساختار مالکیت می‌تواند موجب عدم تقارن اطلاعاتی شود؟ عوامل مختلفی ممکن است در شکل‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی مؤثر باشد. نقش برخی از این عوامل در پژوهش‌های گذشته مشخص شده است. همچنین وجود عدم تقارن اطلاعاتی نیز می‌تواند بر منابع سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و سایر فعالان بازار سرمایه مؤثر باشد. با توجه به اهمیت این موضوع، تحقیق حاضر با هدف بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط افشای داوطلبانه انجام شده است. بدین منظور ابتدا مبانی نظری تحقیق تشریح و متغیرها از نظر مفهومی تعریف می‌شوند.

## ساختار مالکیت و تئوریهای آن

ترکیب سهامداران یا ساختار مالکیت یکی از مباحث مهم در حاکمیت شرکتی به حساب می‌آید که باعث ایجاد انگیزه در مدیران می‌شود. تعاریف متعدد و متفاوتی از ترکیب مالکیت وجود دارد و اصطلاحات متفاوتی از قبیل ترکیب سهامداری و ساختار مالکیتی برای این مفهوم بکار رفته است. ساختار مالکیت یا ترکیب سهامداری به معنی نحوه توزیع سهام و حقوق مالکیت به لحاظ حق رأی و سرمایه به علاوه ماهیت و موجودیت مالکان سهام است (روبین<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). ساختار مالکیت یک شرکت، از جنبه‌های مختلف می‌تواند مورد توجه قرار گیرد نخست می‌توان بر حسب دو متغیر شامل سهامداران درونی و سهامداران بیرونی آن را تعریف نمود. بر اساس این تعریف، سهامی که در اختیار نهادها و دولت قرار دارد بخش‌های اصلی مالکیت بیرونی شرکت‌ها به شمار می‌آیند. سهامداران درونی بیانگر آن بخش از سهام شرکتهاست که در اختیار مدیران و کارکنان شرکت قرار دارد. سهام در اختیار سهامداران نهادی به درصدی از سهام شرکت اشاره می‌کند که در تملک سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی است (آکیمووا<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۴). همچنین ترکیب مالکیت را می‌توان از جنبه‌های دیگر مانند مدیریتی یا غیر مدیریتی بودن، یا تمرکز یا عدم تمرکز مالکیت و یا نهادی یا حقیقی بودن و سهامداران مورد توجه قرار داد. لازم به ذکر است ساختار مالکیت بر عملکرد و بازده شرکت‌ها تاثیر دارد و اثرات آن خود دارای ابعاد گوناگونی است و از پیچیدگی خاصی برخوردار است. از این رو تضاد منافع زیادی بین اشخاص و گروه‌ها را می‌توان انتظار داشت از قبیل تضاد منافع بین مالکان و مدیران، سهامداران حقیقی و حقوقی، سهامداران درونی و بیرونی و غیره اشاره نمود (نمازی، ۱۳۸۴). یکی از جنبه‌های اثرگذار تئوری نمایندگی به تقابل منافع بین مدیران و سهامداران مربوط می‌شود. کارشناسان و تئوریسین‌ها معتقدند که سهامداران همیشه باید بر مدیریت نظارت دقیق و موثر داشته باشند و همچنین تلاش کنند تا از ایجاد تضاد و تغییرات در اهداف و انحراف مدیران از وظایف خود جلوگیری شود. شایان ذکر است سهامداران با انتخاب مدیران و با در اختیار گذاشتن قدرت تصمیم‌گیری به آنان گاهی ممکن است در موضع انفعال قرار داشته باشند که میزان این انفعال بستگی زیادی به عملکرد، درستی و دقت تصمیمات سایر سهامداران خواهد داشت (ویگ<sup>۳</sup> و لمان<sup>۴</sup>، ۱۹۹۹).

### نظریه نمایندگی

نظریه نمایندگی مبتنی بر این فرض است که مدیران و سهامداران منطقی عمل می‌کنند و ذر جهت حداکثر کردن منافع خود در قراردادها کوشش می‌کنند که البته ممکن است منجر به خطر اخلاقی شود. این تئوری یکی از جنبه‌های مطرح در خصوص ترکیب مالکیت در شرکت‌هاست. در تئوری نمایندگی به تضاد منافع بین مالکان و مدیران پرداخته می‌شود، که این تضاد ناشی از اختلاف بین اهداف مدیران و سهامداران می‌باشد. واضح است که هدف اصلی سهامداران حداکثر کردن ثروت خود از طریق حداکثر کردن ارزش شرکت است اما عمدتاً مدیران به دنبال حداکثر کردن منافع خود هستند و هدف اصلی سهامداران مورد غفلت واقع می‌شود و لذا سهامداران نسبت به استفاده بهینه از سرمایه خود توسط مدیران دچار تردید می‌شوند (لی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). طبق تعریف جنسن و مک‌لینگ رابطه نمایندگی قراردادی است که بر اساس آن مالک، نماینده را از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض می‌کند (لمان<sup>۲</sup> و لینز<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱). در روابط نمایندگی، مالکان به منظور دستیابی به هدف اصلی خود بر کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می‌دهند (روبین<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷). بر اساس تئوری نمایندگی، مالکان یا سهامداران از طریق انتخاب فرد یا افرادی به عنوان مدیر یا مدیران شرکت اهداف خود را دنبال

می‌کنند اما در موارد زیادی به دلیل جدا بودن مالکیت از مدیریت ممکن است اهداف دو گروه یاد شده در یک راستا قرار نداشته باشد. در نتیجه، تلاش‌های مدیران لزوماً در راستای نیل به اهداف سهامداران به کار گرفته نمی‌شود و به این ترتیب نوعی تضاد منافع بین آنها به وجود می‌آید. که برای حل مشکل از عوامل و ابزارهای انگیزشی استفاده شود (کردستانی، ۱۳۸۷).

### عدم تقارن اطلاعاتی

تقارن اطلاعاتی زمانی وجود دارد که مدیران و افراد خارج از شرکت اطلاعات یکسانی داشته باشند. در صورتیکه اطلاعات به صورت نابرابر بین افراد توزیع می‌تواند منجر به تصمیمات متفاوت نسبت به موضوعی واحد شود. حتی اگر قیمت بازار اوراق بهادار کاملاً منعکس کننده اطلاعات باشد، باز هم این احتمال وجود دارد که افراد درون سازمانی بیش از افراد برون سازمانی در مورد وضعیت کیفی شرکت اطلاعات بیشتری در اختیار داشته باشند و بتوانند به واسطه این مزیت اطلاعاتی برای کسب منافع بیشتر اقدام کنند. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام وجود داشته باشد، ارزش ذاتی سهام با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای سهام در نظر می‌گیرند متفاوت خواهد بود (آتیگ<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۶).

### افشای داوطلبانه

یعنی اینکه شرکتها، داوطلبانه تمامی اطلاعاتی را که برای عملکرد بهینه بازار سرمایه ضرورت دارد افشا می‌کنند و افشا نکردن برخی از اطلاعات به این دلیل است که یا برای سرمایه‌گذاران نامربوط محسوب می‌شود یا از منابع دیگر دریافت شده است (بوش، ۲۰۰۰). تحقیقات گذشته نشان می‌دهد که از طریق بهبود افشا شرکتها میتوانند منافع زیادی کسب نمایند. (هلی، هتان و پالپو<sup>۱۲</sup>، ۱۹۹۹). همچنین افشای اطلاعات مورد تقاضای جامعه می‌باشد (فرلو، ۲۰۰۴) در ادبیات حسابداری و اقتصاد، از این جنبه دیدگاه عدم تقارن حمایت شده است که افشای اطلاعات محرمانه می‌تواند باعث افزایش کارایی اقتصادی شود و این کارایی به میزان بسیار زیادی بر محتوای اطلاعاتی مطالب افشا شده، روش افشا و نحوه استفاده از آن بستگی دارد (حسین و رثاز، ۲۰۰۷). لذا شرکتها تمایل دارند به طور داوطلبانه به افشای اطلاعات بپردازند و این دور از انتظار نیست و به طور طبیعی در قبال دریافت منافع حاصل، متحمل هزینه‌های مستقیم و غیر مستقیم ناشی از افشا گردند (فرگوسن، ۲۰۰۲).

### پیشینه تحقیق

هایان جیانگ و احسان حبیب<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۱) در تحقیق خود به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر عدم تقارن اطلاعاتی مشروط به افشای داوطلبانه در بازار سهام نیوزلند پرداختند. نتیجه تحقیق حاکی از این است که تمرکز مالکیت رابطه معنی دار و مثبتی با عدم تقارن اطلاعاتی دارد. روبین<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۷) در تحقیق خود به بررسی قابلیت نقدشوندگی سهام و ارتباط آن با ساختار مالکیتی شرکت پرداخت. وی نتیجه گیری کرد که رابطه نقد شونده‌گی سهام و ساختار مالکیت بیشتر در ارتباط با سهامداران نهادی است تا سهامداران داخلی. بدین گونه که نقدشوندگی سهام به طور مثبت با مالکیت کل سهامداران نهادی در ارتباط است ولی وقتی سهامداری مؤسسات نهادی به صورت بلوکی می‌شود، این رابطه منفی می‌باشد. جنینگز<sup>۱۵</sup> و همکاران (۲۰۰۲) مطالعه‌ای را تحت عنوان «مالکیت نهادی، اطلاعات و نقدشوندگی» انجام دادند. اما آنچه در این تحقیق به طور خاص بررسی شده است رابطه معکوس بین مالکیت

نهادی و جزء کژگزینی عدم تقارن اطلاعاتی است. آنها با ۵۰ هزار مشاهده موفق شدند تا نشان دهند که بین مالکیت نهادی و شکاف قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش رابطه عکس وجود دارد و نهادها موجب بهبود در نقدشوندگی سهام در بازار می‌گردند. علاوه بر این آنها دریافته‌اند که جزء مربوط به کژگزینی شکاف قیمتی با افزایش مالکیت نهادی کاهش می‌یابد. شاخص نقدشوندگی اصلی مورد استفاده در این پژوهش تفاوت نسبی قیمت‌های پیشنهادی است. اسلان<sup>۱۶</sup> و همکاران (۲۰۰۷) شواهدی قوی را ارائه نمودند مبنی بر اینکه شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بالاتری دارند عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری در معاملات آنها یافت می‌شود. ویگ<sup>۱۷</sup> و لمن<sup>۱۸</sup> (۱۹۹۹) در تحقیق خود به بررسی ساز و کارهای راهبری شرکتی از جمله ساختار مالکیت شرکت و تأثیر آن بر سود آوری شرکت‌های آلمانی پرداختند. نتیجه تحقیق حاکی از این است که تمرکز مالکیت تأثیر معنی دار منفی بر عملکرد شرکت دارد. همچنین بوش<sup>۱۹</sup> و نو<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۰)، در تحقیقی به بررسی تأثیر فعالیت‌های افشا سازی بر مالکیت سرمایه گذاران نهادی پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن است شرکت‌هایی که از کیفیت افشاگری بالا و مالکیت سرمایه گذاری نهادی بیشتری برخوردارند، نوسان پذیری بازده سهام بیشتر و مستماری را تجربه می‌کنند. حساس یگانه و دیگران (۱۳۷۸) در تحقیق خود به بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت بوده و مؤید فرضیه نظارت کارآمد است. با این وجود یافته‌های تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معنی دار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت است. یعنی فرضیه همگرایی منافع را تأیید نمی‌کند. رضا زاده و آزاد (۱۳۸۷) در تحقیقی که به بررسی رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارش مالی پرداختند، نشان دادند که بدنبال افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران، تقاضا به اعمال محافظه کاری، در گزارش گری مالی افزایش می‌یابد و بدین ترتیب، سودمندی محافظه کاری به عنوان یکی از خصوصیات کیفی صورت‌های مالی مورد تأیید است. مهرانی و رسائیان (۱۳۸۸) در تحقیق خود اشاره کرده اند که عدم تقارن اطلاعاتی در بازار، هزینه‌های گزینش معکوس را افزایش و از طریق، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مهدوی و میدری (۱۳۸۴) در تحقیق خود به بررسی ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار تهران پرداختند. برآورد معادله بازدهی در این تحقیق نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت یکی از متغیرهای توضیح دهنده بازدهی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار است. کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷) به بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه به صورت مقایسه‌ای بر مبنای دو تئوری سلسله مراتبی و موازنه ایستا در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. ایشان در تحقیق خود دریافته‌اند که رابطه برخی عوامل نظیر فرصت‌های رشد، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود و سودآوری با ساختار سرمایه مشابه پیش بینی تئوری سلسله مراتبی و رابطه اندازه شرکت با ساختار سرمایه مشابه پیش بینی تئوری موازنه ایستا می‌باشد. ماه آورپور (۱۳۸۶) با انتخاب ۵۸ نمونه از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان داد بین تمرکز مالکیت و معیار سود هر سهم رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

#### فرضیه‌های تحقیق

۱. بین سطح تمرکز مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی داری وجود دارد.
- ۱.۱. بین مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی معنی داری وجود دارد.
- ۱.۲. بین مالکیت خصوصی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی معنی داری وجود دارد.

۲. در شرایط افشای داوطلبانه، بین عدم تقارن اطلاعاتی و تمرکز مالکیت رابطه معنی داری وجود دارد.
- ۲.۱. در شرایط افشای داوطلبانه بین مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ای معنی دار وجود دارد.
- ۲.۲. در شرایط افشای داوطلبانه بین مالکیت خصوصی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی دار وجود دارد.

### مدل‌های تحقیق

برای بررسی رابطه‌ی بین تمرکز مالکیت، افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی از رگرسیون حداقل مربعات (OLS) استفاده می‌کنیم.

$$SBAS_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 HHI_{it} + \gamma_2 AAV_{it} + \gamma_3 LNSIZE_{it} + \gamma_4 LRPRICE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$i = 1, 2, \dots$   
 $t = 1, 2, 3, 4, 5, 6$

در این مدل نیز SBAS عدم تقارن اطلاعاتی، HHI تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال، LPRICE لگاریتم قیمت پایانی سهام دو روز قبل از انتشار گزارش سالانه و LNSIZE اندازه‌ی شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی اندازه گیری می‌شود. همچنین AAV نیز حجم مبادلات سهام است که از میانگین حجم مبادلات سالانه تقسیم بر سهام منتشره بدست می‌آید.

**عدم تقارن اطلاعاتی:** در این تحقیق به منظور محاسبه‌ی عدم تقارن اطلاعاتی از دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام برگرفته از پژوهش بی هاراث<sup>۲۱</sup>، (۲۰۰۹) استفاده شده است.

$$SPREAD_{i,t} = \frac{AP - BP}{(AP + BP)} \times 100$$

که در مدل فوق SPREAD، دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، AP (Ask Price) میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام و BP (Bid Price) میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام است. در این مدل، دوره‌ی زمانی ۲۱ روز قبل و ۲۱ روز بعد از اعلان سود، مورد استفاده قرار گرفته است. برای انجام محاسبات، ابتدا بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش هر سهم برای ۲۱ روز قبل و بعد از اعلان سود برآوردی هر سهم استخراج می‌شود، سپس محاسبه "دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام"، میانگین اعداد بدست آمده برای هر نمونه در قبل و بعد از اعلان سود محاسبه می‌شود. اگر میانگین دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام صفر باشد، نشان دهنده‌ی تقارن اطلاعاتی نسبت به اعلان سود است و در غیر این صورت، بیانگر وجود عدم تقارن اطلاعاتی است.

**تمرکز مالکیت (HHI):** به منظور اندازه گیری متغیر تمرکز مالکیت در تحقیق حاضر، همانند برخی از پژوهشهای دیگر از جمله ستایش و ابراهیمی (۱۳۹۳)، از شاخص هرفندال-هیرشمن استفاده شده است. این شاخص از طریق مجموع مجذور درصد سهام سهامداران شرکت محاسبه می‌شود که به شکل زیر است.

$$HHI = \sum_{i=1}^{nj} (Share_{i,j})^2$$

که در معادله فوق،  $Share_{i,j}$  درصد مالکیت مساوی و بزرگتر از ۵ درصد منظور شده است. هر چه این شاخص بیشتر باشد، حاکی از تمرکز بیشتر در ساختار مالکیت شرکت است.

**افشای داوطلبانه:** برای در نظر گرفتن تأثیر افشای داوطلبانه از رگرسیون زیر استفاده می‌کنیم:

$$SBAS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 HHI_{it} + \beta_2 SDCORE_{it} * HHI_{it} + \beta_3 AAV_{it} + \beta_4 LN(SIZE)_{it} + \beta_5 LR(PRICE)_{it} + \varepsilon_{it}$$

SDSCORE: افشای داوطلبانه که از معیار جنسن<sup>۲۲</sup> (۱۹۶۸) برای اندازه گیری آن استفاده می‌شود. (امتیاز افشای داوطلبانه شرکت تقسیم بر مجموع همه امتیازات ممکن که یک شرکت می‌تواند کسب کند)

به منظور بررسی تأثیر مالکیت نهادی و خصوصی از مدل رگرسیونی زیر استفاده خواهد شد:

$$SBAS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 FDUM_{it} + \beta_2 MDUM_{it} + \beta_3 HHI_{it} * FDUM_{it} + \beta_4 HHI_{it} * MDUM_{it} + \beta_5 AAV_{it} + \beta_6 LN(SIZE)_{it} + \beta_7 LR(PRICE)_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل فوق منظور از FDUM مالکیت نهادی و MDUM مالکیت خصوصی است.

در نهایت مدل کاملتر زیر ارائه می‌گردد:

$$SBAS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 FDUM_{it} + \beta_2 MDUM_{it} + \beta_3 HHI_{it} * FDUM_{it} + \beta_4 HHI_{it} * MDUM_{it} + \beta_5 HHI_{it} * SDDCORE_{it} * FDMU_{it} + \beta_6 HHI_{it} * SDDCORE_{it} * MDMU_{it} + \beta_7 AAV_{it} + \beta_8 LN(SIZE)_{it} + \beta_9 LR(PRICE)_{it} + \varepsilon_{it}$$

## روش پژوهش

با توجه به موضوع مورد مطالعه، این تحقیق بر اساس هدف، تحقیقی کاربردی است. همچنین از آنجاییکه داده‌ها از طریق اطلاعات گذشته جمع‌آوری می‌شوند و در واقع متغیرهای تحقیق در زمان گذشته اتفاق افتاده‌اند و قابلیت کنترل و دستکاری برای محقق وجود ندارد لذا با رویکرد پس رویدادی است. همچنین از لحاظ روش اجرا، تحقیق حاضر از نوع تحقیقات توصیفی - همبستگی بوده و هدف اصلی آن تعیین وجود، میزان و نوع رابطه بین متغیرهای موردآزمون است. جامعه آماری این تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ می‌باشد. روش نمونه‌گیری در تحقیق حاضر بصورت حذف سیستماتیک است که بر اساس آن تعداد ۹۴ شرکت انتخاب شده‌اند. همچنین به منظور، گردآوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری و پیشینه تحقیق از مطالعات گذشته و به منظور گردآوری داده‌ای مورد نیاز از صورتهای و یادداشتهای پیوست صورتهای مالی و گزارشهای بورس اوراق بهادار تهران استفاده گردید و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره استفاده گردید.

## تحلیل یافته‌های تحقیق

### آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که بین سطح تمرکز مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی داری وجود دارد. بر این اساس با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره ادعای مورد نظر مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت که نتیجه آن در جدول شماره ۱ آمده است.

جدول ۱: نتایج برآورد مدل اول

متغیرهای توضیحی	ضرایب	آماره t	Sig.
عرض از مبدا	۰/۸۹۲	۳۷/۱۶۱	۰/۰۰۰
سطح تمرکز (HHI)	۰/۰۳۹	۵/۴۴۶	۰/۰۰۰
حجم مبادلات (AAV)	۰/۲۳۵	۲/۶۲۲	۰/۰۰۹
قیمت سهام (LPRICE)	-۰/۰۰۹	-۲/۶۲۷	۰/۰۰۰
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۰۰۱	-۱۶/۴۸۲	۰/۰۰۸
R <sup>۲</sup>			۰,۹۵۱
Durbin-Watson stat			۱,۸۷

همانگونه که در جدول ۱ مشخص است ضریب متغیر تمرکز صنعتی (HHI) مثبت بوده و در سطح اطمینان ۹۹٪ معنی دار است، که نشان دهنده قبول فرضیه یک مبنی بر این است که بین تمرکز مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین طبق آماره‌های F و هاسمن مدل پنل دیتا با اثرات ثابت مقطعی و دوره‌ای بهترین مدل تشخیص داده شد، زیرا در آزمون F فرضیه صفر مبنی بر عدم تفاوت معنی دار بین روش اثرات ثابت و در نظر نگرفتن اثرات رد شد و نیز در آزمون هاسمن فرض صفر مبنی بر عدم تفاوت معنی دار بین اثرات ثابت و تصادفی قبول شده است. بنابراین بهترین روش استفاده از پنل با اثرات ثابت مقطعی و دوره‌ای تشخیص داده شد. همچنین آماره آزمون دوربین واتسن نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی در مدل بوده و نتایج برآورد قابل اتکا می‌باشند.

### فرضیه‌های فرعی اول و دوم

فرضیه‌های فرعی اول و دوم به ترتیب پژوهش بیان می‌کردند که بین مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی معنی داری وجود دارد و نیز بین مالکیت خصوصی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی معنی داری وجود دارد. بر این اساس مدل رگرسیون ذیل طراحی گردید.

همانگونه که در جدول ۲ مشخص شده ضریب متغیر  $HHI*MDUM$  منفی بوده و در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است، که نشان دهنده قبول فرضیه‌ی فرعی دوم است یعنی بین مالکیت خصوصی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی معنی داری وجود دارد. همچنین ضریب متغیر  $HHI*FDUM$  معنی دار بوده و بنابراین فرضیه‌ی فرعی اول مبنی بر رابطه بین مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی تایید شده است. آماره‌های F و هاسمن مدل پنل دیتا با اثرات ثابت مقطعی و دوره‌ای را پیشنهاد داده اند، زیرا در آزمون F فرضیه صفر مبنی بر عدم تفاوت معنی دار بین روش اثرات ثابت و در نظر نگرفتن اثرات رد و در آزمون هاسمن فرض صفر مبنی بر عدم تفاوت معنی دار بین اثرات ثابت و تصادفی قبول شده است. آماره آزمون دوربین واتسون نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی در مدل بوده لذا نتایج برآورد قابل اتکا می‌باشد.

جدول ۲: نتایج برآورد مدل دوم

متغیرهای توضیحی	ضرایب	آماره t	Sig.
عرض از مبدا	۰/۸۸۷	۳۴/۸۸۸	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی (FDUM)	۰/۰۰۰	-۰/۱۱۵	۰/۹۰۸
مالکیت خصوصی (MDUM)	۰/۰۰۱	۱/۷۲۴	۰/۰۸۵
$HHI*FDUM$	۰/۰۴۹	۳/۱۸۱	۰/۰۰۱
$HHI*MDUM$	-۰/۰۹۶	-۴/۲۴۷	۰/۰۰۰
حجم مبادلات (AAV)	۰/۲۲۶	۲/۳۰۸	۰/۰۲۱
قیمت سهام (LPRICE)	-۰/۰۰۸	-۲/۴۲۷	۰/۰۱۵
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۰۰۱	-۶/۶۲۷	۰/۰۰۰

Durbin-Watson stat	۱,۸۷
۵۴۹	تعداد مشاهدات
P-value = ۰/۰۰۰ F(۹۱ و ۴۵۰) = ۹۰/۵۴	آماره F
P-value = ۰/۴۰۹ CHISQ(۷) = ۷/۱۹	آماره هاسمن

  

جدول ۳: نتایج برآورد مدل سوم (متغیر وابسته عدم تقارن اطلاعاتی (SBAS))			
متغیرهای توضیحی	ضرایب	آماره t	Sig.
عرض از مبدا	۰/۳۷	۰/۷۷۱	۰/۴۴۰
تمرکز مالکیت (HHI)	۰/۱۵۶	۲/۸۷	۰/۰۰۴
افشای داوطلبانه (SDSCORE)	۲/۱۸۱	۲۶/۱۹۸	۰/۰۰۰
حجم مبادلات (AAV)	۰/۱۷	۴/۰۶۱	۰/۰۰۰
قیمت سهام (LPRICE)	-۰/۰۱۲	-۰/۲۲۷	۰/۸۲
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۰۰۴	-۷/۹۹۷	۰/۰۰۰

  

R <sup>۲</sup>	۰,۸۸۱
Durbin-Watson stat	۱,۹۲
۵۴۹	تعداد مشاهدات
P-value = ۰/۰۰۰ F(۹۱ و ۴۵۲) = ۳۰/۱۳	آماره F
P-value = ۱/۰۰۰ CHISQ(۵) = ۰/۰۰۰	آماره هاسمن

### فرضیه اصلی دوم

فرضیه دوم پژوهش ادعا می‌کند که در شرایط افشای داوطلبانه، بین عدم تقارن اطلاعاتی و تمرکز مالکیت رابطه معنی داری وجود دارد. لذا به منظور آزمون این ادعا، نتایج مدل مربوطه در جدول شماره ۳ آمده است. همانطور که در جدول ۳ نشان داده شده است، ضریب متغیر تمرکز صنعتی (HHI) و افشای داوطلبانه (SDSCORE) مثبت بوده و در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است که نشان دهنده قبول فرضیه دو مبنی بر این که در شرایط افشای داوطلبانه، بین عدم تقارن اطلاعاتی و تمرکز مالکیت رابطه معنی داری وجود دارد، می‌باشد. همچنین طبق آماره‌های F و هاسمن مدل پنل دیتا با اثرات ثابت مقطعی و دوره‌ای بهترین مدل تشخیص داده شد، زیرا در آزمون F فرضیه صفر مبنی بر عدم تفاوت معنی دار بین روش اثرات ثابت و در نظر نگرفتن اثرات رد شد و نیز در آزمون هاسمن فرض صفر مبنی بر عدم تفاوت معنی دار بین اثرات ثابت و تصادفی قبول شده است. بنابراین بهترین روش استفاده از پنل با اثرات ثابت مقطعی و دوره‌ای تشخیص داده شد. نهایتاً این که آماره آزمون دوربین واتسن نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی در مدل بوده و نتایج برآورد قابل اتکا می‌باشند.

### فرضیه‌های فرعی سوم و چهارم

فرضیه‌های فرعی سوم و چهارم به ترتیب پژوهش بیان می‌کردند که در شرایط افشای داوطلبانه بین مالکیت خصوصی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ای معنی دار وجود دارد و نیز در شرایط افشای داوطلبانه بین مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی دار وجود دارد. بر این اساس مدل رگرسیون ذیل طراحی گردید. همانگونه که در جدول ۴ مشخص است ضریب متغیر  $SDSCORE * HHI * FDUM$  مثبت بوده و در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است که نشان دهنده قبول فرضیه‌ی فرعی سوم مبنی بر این که در شرایط افشای داوطلبانه بین مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ای معنی دار وجود دارد، می‌باشد. اما ضریب متغیر  $HHI * MDUM * SDSCORE$  معنی دار

نبوده و بنابراین فرضیه‌ی فرعی چهارم مبنی بر این که در شرایط افشای داوطلبانه بین مالکیت خصوصی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی دار وجود دارد، رد شده است. بنابراین بین مالکیت خصوصی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط افشای داوطلبانه، طبق نتایج رابطه‌ی معنی داری وجود ندارد.

جدول ۴: نتایج برآورد مدل چهارم (متغیر وابسته عدم تقارن اطلاعاتی SBAS)

متغیرهای توضیحی	ضرایب	آماره t	Sig.
عرض از مبدا	۰/۵۲۵	۷/۱۶۷	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی (FDUM)	-۰/۰۰۰	-۱/۹۸۱	۰/۰۴۸
مالکیت خصوصی (MDUM)	۰/۰۰۸	۲/۷۰۷	۰/۰۰۷
HHI*FDUM	۰/۰۱	۰/۴۴۹	۰/۶۵۳
HHI*MDUM	-۰/۱۹۷	-۱/۴۱۹	۰/۱۵۶
SDSCORE*HHI*FDUM	۰/۲۱۸	۲/۱۵۶	۰/۰۳۱
SDSCORE*HHI*MDUM	-۰/۰۸۲	-۰/۰۸۲	۰/۹۳۴
حجم مبادلات (AAV)	۰/۱۵۳	۲/۲۹۶	۰/۰۲۲
قیمت سهام (LPRICE)	۰/۰۳۳	۴/۶۵۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۰۰۳	-۳/۶۹۴	۰/۰۰۰
R <sup>۲</sup>			۰،۹۶
Durbin-Watson stat			۲،۱۲
تعداد مشاهدات			۵۴۹
آماره F			P-value=۰/۰۰۰ F(۹۱ و ۳۵۶)=۹۳/۹۵
آماره هاسمن			P-value=۱/۰۰۰ CHISQ(۹)=۰/۰۰۰

### بحث و نتیجه گیری

پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی مشروط به افشای داوطلبانه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. با توجه به نتایج بدست آمده از این مطالعه، فرضیه اول پژوهش بر وجود رابطه بین تمرکز مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی تأکید داشت. براین اساس مدل اول پژوهش طراحی شد که نتایج حاصل از برآورد نشان می‌داد ضریب متغیر شاخص تمرکز مثبت و معنی دار است بنابراین می‌توان گفت طبق نتایج برآورد مدل اول با افزایش شاخص تمرکز شرکت‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی افزایش خواهد یافت. از میان دو فرضیه‌ی فرعی اول و دوم که هر کدام به ترتیب بر وجود رابطه بین مالکیت نهادی و مالکیت خصوصی با عدم تقارن اطلاعاتی تأکید داشت، فرضیه‌ی فرعی اول تأیید شد و نیز فرضیه‌ی فرعی دوم به تأیید رسید، بنابراین طبق نتایج حاصله با افزایش درصد مالکیت نهادی شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی سهام آن افزایش خواهد یافت. البته نتایج برآورد مدل دوم پژوهش رابطه منفی بین مالکیت خصوصی و عدم تقارن اطلاعاتی نیز یافت کرد. براین اساس می‌توان گفت هرچه درجه تمرکز و درصد مالکیت نهادی شرکت بیشتر باشد ممکن است اخبار بد در شرکت جمع شده و خریدار و فروشنده دچار عدم تقارن اطلاعاتی شوند. بنابراین پیشنهاد می‌شود که مالکان عمده شرکت‌ها، حتی با در نظر گرفتن منافع شخصی خود، افق بلندمدت تری را پیش چشم خود ترسیم نمایند و حتی با فشار بر مدیران در جهت کاهش سودهای واهی از تقسیم سود و خروج جریان‌های نقدی از شرکت جلوگیری کرده، به جای دریافت تسهیلات و تحمل هزینه‌های بهره‌های بالا از طریق به کارگیری سودهای تقسیم

نشده، پروژه‌های سودآور را اجرا نمایند و در بلند مدت موجب افزایش قیمت سهام گردند. تغییر در طرز تفکر مالکان عمده و نهادی، می‌تواند تمرکز مالکیت را به یک ابزار کنترلی قوی در نظام راهبری شرکت‌ها تبدیل نماید. در مجموع می‌توان گفت مطابق با پژوهش جنینگز و همکاران (۲۰۰۲) و هاییان جیانگ و احسان حبیب (۲۰۱۱) این پژوهش رابطه مثبت میان مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی یافت کرد که با مطالعه حساس یگانه و دیگران (۱۳۷۸) همخوانی دارد.

فرضیه دوم پژوهش بر وجود رابطه بین تمرکز مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط افشای اختیاری اطلاعات تاکید داشت. براین اساس مدل سوم پژوهش طراحی شد که نتایج حاصل از برآورد نشان می‌داد ضریب متغیر شاخص تمرکز مثبت و معنی دار است، بنابراین می‌توان گفت طبق نتایج برآورد مدل سوم در شرایط افشای اختیاری اطلاعات با افزایش شاخص تمرکز شرکت‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی افزایش خواهد یافت. از میان دو فرضیه‌ی فرعی سوم و چهارم که هر کدام به ترتیب بر وجود رابطه بین مالکیت نهادی و مالکیت خصوصی با عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط افشای اختیاری اطلاعات تاکید داشت، فرضیه‌ی فرعی چهارم تایید نشد اما فرضیه‌ی فرعی سوم به تایید رسید، بنابراین طبق نتایج حاصله در شرایط افشای اختیاری اطلاعات با افزایش درصد مالکیت نهادی شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی سهام آن افزایش خواهد یافت. البته نتایج برآورد مدل چهارم پژوهش رابطه‌ی بین مالکیت خصوصی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط افشای اختیاری اطلاعات یافت نکرد. بنابراین می‌توان گفت در شرایط افشای اختیاری اطلاعات هرچه درجه تمرکز و درصد مالکیت نهادی شرکت بیشتر باشد ممکن است خریدار و فروشنده دچار عدم تقارن اطلاعاتی شوند. براین اساس می‌توان گفت هرچه درجه تمرکز و درصد مالکیت نهادی در شرایط افشای اختیاری شرکت بیشتر باشد ممکن است اخبار بد در شرکت جمع شده و خریدار و فروشنده دچار عدم تقارن اطلاعاتی شوند. بنابراین با توجه به نقش مهم وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی در شکل‌گیری ساختار سرمایه پیشنهاد می‌شود، ضمانت‌های اجرایی قوی برای اجرای هر چه بهتر آیین نامه افشای اطلاعات از سوی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اخذ شود و اطلاعاتی که به طور مستقیم یا غیرمستقیم به سهام مربوط بوده و در صورت افشاء، بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید و یا فروش سهام مؤثر است، به موقع افشا شود. همچنین به سازمان‌ها و مراجع ذیربط توصیه می‌شود که تمامی قواعد اضافی را افشاء نموده تا ضمن ایجاد محیط اطلاعاتی شفاف، هزینه تأمین سرمایه از محل سایر منابع مانند سهام کاهش یافته و در نتیجه ترکیب بهینه ساختار سرمایه حاصل شود. در مجموع می‌توان گفت مطابق با پژوهش جنینگز و همکاران (۲۰۰۲) و هاییان جیانگ و احسان حبیب (۲۰۱۱) این پژوهش رابطه مثبت میان مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی یافت کرده که با مطالعه حساس یگانه و دیگران (۱۳۷۸) نیز در شرایط افشای اختیاری هم خوانی دارد.

## References

- Ahmad Pur, Ahmad, Rasaiian, Amir (1385), "The relationship between measures of risk and bid and sell shares on the Tehran Stock Exchange", Review of Accounting and Audit, Issue 46, pp. 37-60.
- Akimova, I, & Schwodiauer, G 2004, "Ownership Structure, Corporate Governance and Enterprise Performance: Empirical Results for Ukraine", International Advances In Economic Research Journal, Volume 10.
- Aslan, H. , D. Easley, S. Hvidkjaer, and M. O'Hara, (2007), " Firm characteristics and informed trading.: Implications for asset pricing ", working paper.
- Attig, N. , Fong, W-M. , Gadhoun, Y. and L, Lang. , (2006), "Effects of Large Shareholding on Information Asymmetry and Stock Liquid", Available at URL :www. elsevier. com/locate/jbf.
- Bharath, S. T. , Pasquariello, P. , Wu. G. , (2009), "Does asymmetric information drive capital structure decisions?", The Review of Financial Studies, Vol. 22 (n 8), PP. 3211-43.

- Bushee, B. & C. Noe. (2000). "Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility". *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, PP. 171–202.
- Ghaemi, Muhammad Hassan and Vatanparast, Mohammadreza MR (1384), "The Role of Accounting Information in reducing information asymmetry in Tehran Stock Exchange", *Review of Accounting and Audit*, Issue 41, pp. 85-140.
- Haiyan Jiang & Ahsan Habib. (2011)." Ownership concentration, voluntary disclosures and information asymmetry in New Zealand", *The British Accounting Review* 43 (2011) 39–53, Contents lists available at ScienceDirect *The British Accounting Review* journal homepage: [www.elsevier.com/locate/bar](http://www.elsevier.com/locate/bar)
- hasan yeganeh, John. Moradi, Mohammad Hoda, Eskandari (1387), "The relationship between institutional investors and corporate value", *Journal of Accounting and Auditing Review*, Volume 15, Number 52, Tehran.
- Jennings, William W. , Schnatterly , Karen and Seguin , Paul J. , (2002), " Institutional Ownership Information and Liquidity ", *Innovations in Investments and Corporate Finance* , volume 7.
- Kordestani, Gh, Najafiomran, Mazaher, 1387, "to investigate the determinants of capital structure: an empirical test against the theory of static equilibrium theory of hierarchy". *Journal of Financial Research*, Volume I, Issue 25, Spring and Summer 1387, Ss73-90.
- Lee, S 2008, "Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea", University of Utah, Department of Economics, Working Paper No. 17
- Lemmon, M & Lins, K 2001, "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis", University of Utah, Department of Finance, Working Paper.
- Mahavar, R. (1386), "The effects of ownership concentration on the performance of companies listed in Tehran stock exchange Avrq", Master Thesis, University of Alzahra.
- Mahdavi, Abolghasem and Ahmad Mydry (1384). "Ownership structure and performance of companies in the Tehran Stock Exchange." *Journal of Economic Research*, No. 71, pp. 132-103.
- Mehrani, Sasan and Rasaiian, Amir. (1388). "The relationship between stock liquidity measures and the annual stock return in Tehran Stock Exchange", *Journal of Accounting advances*, First Year, Issue 1, Ss217-230.
- Namazi, Mohammed and Jalal Shirzadeh (1384), "examine the relationship between capital structure and profitability of listed companies in Tehran stock exchange securities (with an emphasis on industry type)", *Review of Accounting and Audit*, No. 42, Ss95-75.
- Praise, MH. Brahimi, Sh. (1393). "The effect of concentration of ownership on payment of a dividend policy of listed companies in Tehran Stock Exchange". *Journal of Financial Accounting*, Issue II, the summer of 1393, Ss61-74.
- Reza Zadeh, Javad. and Azadeh, Abdollah (1387). "The relationship between information asymmetry and conservatism in financial reporting", *review of accounting and auditing*, 80-63.
- Rubin, A 2007, "Ownership Level, Ownership Concentration and Liquidity", *Journal of Financial Markets*, Volume 10.
- Weig, J & Lehmann, E 1999, "Does Ownership Structure Matter? Governance Structure and the Market for Corporate Control in Germany", Department of Economic, University of Nurnberg, Germany, Working Paper.

<sup>1</sup>Lee

<sup>2</sup>Rubin

<sup>3</sup>Akimova et al.

<sup>4</sup>Weig

<sup>5</sup>Lemmon

<sup>6</sup>Lee

<sup>7</sup>Lemmon

<sup>8</sup>Lins

<sup>9</sup>Rubin

<sup>10</sup>Attig

<sup>11</sup>Bushee

<sup>12</sup>Healy, Hutton, & Palepu

<sup>13</sup> Haiyan Jiang, Ahsan Habib

<sup>14</sup>Rubin

<sup>15</sup>Jennings

<sup>16</sup>Aslan

- 
- <sup>17</sup> *Weig*  
<sup>18</sup> *Lemmon*  
<sup>19</sup> *Bushee*  
<sup>20</sup> *Noe*  
<sup>21</sup> *Bharath*  
<sup>22</sup> *Jensen*