

# اثر ساختار مالکیت و گروه های کسب و کار بر هم حرکتی سهام شرکت های بورس تهران

سید مرتضی آقاچان زاده امیرکلایی

۲۶ آذر ۱۴۰۰

## چکیده

در این پژوهش با استفاده از داده های روزانه مالکیت شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران نشان می دهیم مالکیت مشترک و عضویت در یک گروه کسب و کار بر هم حرکتی قیمت شرکت ها تاثیر مثبتی دارد. علاوه بر این نشان می دهیم که عضویت در گروه کسب و کار تاثیر بیشتری از مالکیت مشترک دارد و مالکیت مشترک تنها در درون گروه های کسب و کار سبب افزایش هم حرکتی می شود. در ادامه با توجه به شواهد معرفی شده نشان می دهیم معاملات هم زمان و هم جهت در گروه های کسب و کار هم حرکتی بیشتر شرکت ها را توضیح می دهد.

## ۱ Introduction

- هم حرکتی مورد توجه تحلیلگران بازار و محققان قرار گرفته است
- بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۷ مدل های برآورد ریسک اهمیت پیدا کرده است
- در این مدل ها هم بستگی قیمت دارایی ها نقش تاثیرگذاری در برآورد ریسک دارد
- پاسخ سنتی به دلیل هم حرکتی بازده شرکت ها عوامل بنیادی دو شرکت بوده است برای مثال [Shiller \(1989\)](#)
- ولی در سال های اخیر نشان داده شده است که هم حرکتی می تواند از عواملی غیر بنیادی به وجود بیاید.

• مدل های تئوری برای هم حرکتی میان بازده شرکت های غیر مرتبط از لحاظ بنیادی Bar-beris and Shleifer (2003), Barberis et al. (2005)

• معرفی عوامل دیگر برای هم حرکتی قیمت شرکت ها

– عضو بودن شرکت ها در شاخص S&P500 [Barberis et al. (2005)]

– توجه سرمایه گذاران به شرکت ها [Wu and Shamsuddin (2014)]

– پذیره نویسی توسط بانک سرمایه گذاری (investment bank) [Grullon et al. (2014)]

– باور های یکسان و مرتبط [David and Simonovska (2016)]

– هم زمان بودن نیاز های نقدینگی سهامداران شرکت ها [Pantzalis and Wang (2017)]

– پرداخت سود تقسیمی توسط شرکت ها [Hameed and Xie (2019)]

• از طرف دیگر در سال های اخیر مسئله مالکیت مشترک ادبیات مالی مورد توجه قرار گرفته است<sup>۱</sup> و Anton and Polk (2014) اثر مالکیت مشترک را بر هم حرکتی را بررسی کرده است.

– Anton and Polk (2014)

\* یافته است که با افزایش مالکیت مشترک هم حرکتی شرکت ها افزایش پیدا می کند.

\* این مقاله بررسی خود را محدود به صندوق های سرمایه گذاری فعال (Active mutual funds) و شرکت های بزرگ (ارزش بازاری بالاتر از میانه ارزش شرکت ها) محدود کرده است.

• در ادامه Koch et al. (2016) نشان داده است که شرکت ها با توجه به هم بستگی نیاز های نقدینگی مالکان خود، با یکدیگر هم حرکتی نشان می دهند

---

<sup>۱</sup> با توجه به افزایش صندوق های سرمایه گذاری دنبال کننده شاخص در آمریکا، مسئله مالکیت مشترک در میان شرکت های آمریکا افزایش داشته است و این امر سبب شده است که در ادبیات مسئله بررسی مالکیت مشترک و عملکرد شرکت ها و همچنین رفتار بازده ای شرکت ها مورد توجه قرار گیرد. برای مثال Azar et al. (2018) با افزایش مالکیت مشترک میان شرکت های هواپیمایی رقابت قیمتی شرکت ها کاهش پیدا می کند. اما در این رابطه بحث و گفت و گو همچنان ادامه دارد و مقالات زیادی در رد و تایید اثر مالکیت مشترک بر روی رفتار شرکت ها وجود دارد. برای مثال مقاله Lewellen and Lowry (2021) مقالات سال های گذشته را بررسی کرده است و یافته است که در بررسی های گذشته، اثر دیگر فاکتور های تاثیر گذار به اشتباه به مالکیت مشترک مرتبط شده است.

– (Koch et al. 2016):

- \* نشان می دهد که شرکت های دارای سطح بالایی از مالکیت صندوق های سرمایه گذاری همراهی نقدشوندگی بالاتری نسبت به بقیه شرکت ها دارند.
- \* نشان می دهد که برای هم حرکتی قیمت شرکت ها نیاز به مالکیت مشترک نیست
- \* همچنین نشان می دهد که مالکیت مشترک می تواند هم بستگی در نقد شوندگی سهام شرکت را توضیح دهد

– نتایج به دست آمده در پژوهش های قبلی با استفاده از داده های مالکیت صندوق های سرمایه گذاری بدست آمده است

- در نتیجه نتایج بدست آمده محدود به این نوع مالکیت می باشد
- در صورتی که این نوع به خصوص مالکیت با توجه به نیاز ها و واسطه بودن، رفتار های به خصوصی انجام می دهند<sup>۲</sup>

• از طرفی دیگر یکی دیگر از ویژگی های بازار سرمایه ایران وجود گروه های کسب و کار است. گروه های کسب و کار حدود ۸۵٪ از ارزش بازار ایران را در اختیار دارند.

- گروه های کسب و کار پدیده مهمی هستند در کشور های در حال توسعه یافته و در حال توسعه وجود دارند.
- هم حرکتی شرکت ها را در گروه های کسب و کار بررسی می کنیم
- دو مقاله در ادبیات به این موضوع پرداخته اند و هم حرکتی قیمت شرکت ها در گروه های کسب و کار را بررسی کرده اند
- هم حرکتی قیمت شرکت ها در گروه های کسب و کار تایید شده است ولی کانال این هم حرکتی مشخص نشده است

\* (Cho and Mooney 2015), (Kim et al. 2015):

دو پاسخ متفاوت به دلایل هم حرکتی شرکت ها در گروه های کسب و کار داده اند. هر دو گروه های کسب و کار موجود در بازار کره جنوبی را بررسی کرده اند و مقاله اول عوامل بنیادی مرتبط شرکت ها در گروه های کسب و کار را به عنوان دلیل هم حرکتی شرکت ها معرفی کرده است ولی مقاله دوم دسته بندی شرکت های عضو گروه را به عنوان دلیل هم حرکتی بیان کرده است.

---

<sup>۲</sup> (Coval and Stafford 2007) نشان داده است که جریان ورود و خروج مالی صندوق ها می تواند سبب ایجاد فشار قیمتی بر سهام شرکت ها شود و قیمت شرکت ها رو تحت تاثیر قرار دهد و این مسئله با موضوع مالکیت مشترک که می تواند سبب تغییر رفتار مدیران شرکت شود می تواند متفاوت باشد.

- در این بستر می توان اثر مالکیت مشترک مستقیم و غیر مستقیم را بررسی کرد
  - در این پژوهش
  - اولین بررسی هم حرکتی ناشی از مالکیت مشترک صرف نظر از اینکه مالک شرکت صندوق سرمایه گذاری بوده باشد
  - در ایران داده های مالکیت های بالای یک درصد به صورت روزانه وجود دارد که محدود به مالکیت صندوق های سرمایه گذاری نیست.
  - می توان به این سوال پاسخ داد که مالکیت مشترک فارغ از نوع مالکان سبب هم حرکتی می شود و یا خیر
  - در این مقاله سعی شده است تا هم حرکتی میان شرکت های درون گروه های کسب و کار بررسی شود.
  - و برای اولین میان مالکیت مشترک مستقیم و مالکیت مشترک غیر مستقیم مقایسه انجام شود
  - برای محاسبه مالکیت مشترک میان شرکت ها از ملاکی اصلاح شده استفاده کرده ایم که در این پژوهش معرفی کرده ایم
  - مالکیت مشترک برای پیش بینی هم حرکتی قیمت شرکت ها اهمیت دارد
  - گروه های کسب و کار برای پیش بینی هم حرکتی قیمت شرکت ها اهمیت دارد
  - اهمیت گروه های کسب و کار برای پیش بینی هم حرکتی قیمت شرکت ها بیشتر از مالکیت مشترک است
  - در گروه های کسب و کار، مالکیت مشترک سبب افزایش هم حرکتی قیمت می شود ولی در خارج از گروه های کسب و کار اهمیت ندارد
  - انواع بررسی ها برای تایید اهمیت گروه های کسب و کار انجام شده است
- فقط جفت های دارای مالکیت بالا را بررسی کردیم
- \* در این زیر مجموعه هم گروه های کسب و کار بیشترین تاثیر را دارند
- \* مالکیت مشترک صرفا در گروه های کسب و کار اهمیت دارند.
- بررسی ها محدود به جفت های دارای مالک مشترک بوده است:

- \* بررسی اثر گروه کسب و کار نیاز به مالکیت مشترک ندارد
- \* اثر گروه کسب و کار و مالکیت مشترک را نمی توان جدا کرد
- \* همه ی جفت های بازار را ساختیم و اهمیت گروه ها کسب و کار نسبت به مالکیت مشترک مستقیم تایید شده است.
- کانال تاثیر: معامله هم زمان شرکت ها با یکدیگر در گروه های کسب و کار
  - از دو پراکسی برای بررسی اثر معاملات هم زمان در گروه های کسب و کار
  - turnover و ناترازی خرید و فروش حقوقی استفاده کرده ایم
  - پراکسی اول معاملات هم زمان را تایید می کند
  - پراکسی دوم هم جهتی معاملات را تایید می کند
  - پراکندگی ناترازی خرید و فروش حقوقی در این شرکت ها باید کم باشد
  - به صورت کلی در گروه های کسب و کار میانگین پراکندگی شاخص ناترازی کمتر از شرکت های بیرون گروه است
  - بررسی دقیق تر نشان داد با مشخص کردن گروه های کسب و کار دارای پراکندگی کم انتظار داریم با کاهش پراکندگی، هم حرکتی افزایش پیدا کند
  - در گروه های با پراکندگی کم، هم حرکتی شرکت ها افزایش پیدا می کند و با افزایش مالکیت مشترک نیز هم حرکتی افزایش پیدا می کند
  - کانال عوامل بنیادی را بررسی کردیم ولی تاثیری بر هم حرکتی قیمت ها یافت نشد

## ۲ Conclusion

- نحوه محاسبه مالکیت مشترک را بهبود دادیم
- مالکیت مشترک دارای اهمیت است
- گروه های کسب و کار دارای اهمیت است
- گروه کسب و کار از مالکیت مشترک اهمیت بالاتری دارد
- گروه های کسب و کار از طریق معامله هم زمان بر روی هم حرکتی تاثیر می گذارند.

## References

- Aliabadi, E., Heidari, M., and Ebrahimnejad, A. .(۲۰۲۱) Internal capital markets in business groups: Evidence from an emerging market.
- Almeida, H., Park, S. Y., Subrahmanyam, M. G., and Wolfenzon, D. .(۲۰۱۱) The structure and formation of business groups: Evidence from korean chaebols. *Journal of Financial Economics*, .۴۷۵-۴۴۷:(۲)۹۹
- Anton, M. and Polk, C. .(۲۰۱۴) Connected stocks. *The Journal of Finance*, -۱۰۹۹:(۳)۶۹ .۱۱۲۷
- Azar, J. .(۲۰۱۱) A new look at oligopoly: Implicit collusion through portfolio diversification.
- Azar, J., Schmalz, M. C., and Tecu, I. .(۲۰۱۸) Anticompetitive effects of common ownership. *The Journal of Finance*, .۱۵۶۵-۱۵۱۳:(۴)۷۳
- Barberis, N. and Shleifer, A. .(۲۰۰۳) Style investing. *Journal of financial Economics*, .۱۹۹-۱۶۱:(۲)۶۸
- Barberis, N., Shleifer, A., and Wurgler, J. .(۲۰۰۵) Comovement. *Journal of financial economics*, .۳۱۷-۲۸۳:(۲)۷۵
- Carhart, M. M. .(۱۹۹۷) On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, .۸۲-۵۷:(۱)۵۲
- Cho, C. H. and Mooney, T. .(۲۰۱۵) Stock return comovement and korean business groups. *Review of Development Finance*, .۸۱-۷۱:(۲)۵
- Coval, J. and Stafford, E. .(۲۰۰۷) Asset fire sales (and purchases) in equity markets. *Journal of Financial Economics*, .۵۱۲-۴۷۹:(۲)۸۶
- David, J. M. and Simonovska, I. .(۲۰۱۶) Correlated beliefs, returns, and stock market volatility. *Journal of International Economics*, ۹۹:S۵۸-S۷۷.
- Fama, E. F. and MacBeth, J. D. .(۱۹۷۳) Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of Political Economy*, .۶۳۶-۶۰۷:(۳)۸۱
- Farajpour, M., Fatemi, F., and Ebrahimnejad, A. .(۲۰۱۹) Firm interlock and stock price synchronicity: Evidence from the tehran stock exchange. *Financial Research Journal*, .۵۸-۳۵:(۱)۲۱
- Freeman, K. .(۲۰۱۹) The effects of common ownership on customer-supplier relationships. *Kelley School of Business Research Paper*, .(۸۴-۱۶)

- Gilje, E. P., Gormley, T. A., and Levit, D. .(2020) Who's paying attention? measuring common ownership and its impact on managerial incentives. *Journal of Financial Economics*, .178-182:(1)137
- Grullon, G., Underwood, S., and Weston, J. P. .(2014) Comovement and investment banking networks. *Journal of Financial Economics*, .89-93:(1)113
- Hameed, A. and Xie, J. .(2019) Preference for dividends and return comovement. *Journal of Financial Economics*, .125-133:(1)132
- Hansen, R. G. and Lott Jr, J. R. .(1996) Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pages .68-83
- Harford, J., Jenter, D., and Li, K. .(2011) Institutional cross-holdings and their effect on acquisition decisions. *Journal of Financial Economics*, .39-57:(1)99
- He, J. and Huang, J. .(2017) Product market competition in a world of cross-ownership: Evidence from institutional blockholdings. *The Review of Financial Studies*, .2718-2744:(8)30
- He, J., Huang, J., and Zhao, S. .(2019) Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership. *Journal of Financial Economics*, .418-430:(2)134
- Khanna, T. and Yafeh, Y. .(2007) Business groups in emerging markets: Paragons or parasites? *Journal of Economic Literature*, .372-391:(2)45
- Kim, M.-S., Kim, W., and Lee, D. W. .(2015) Stock return commonality within business groups: Fundamentals or sentiment? *Pacific-Basin Finance Journal*, .224-35:198
- Koch, A., Ruenzi, S., and Starks, L. .(2016) Commonality in Liquidity: A Demand-Side Explanation. *The Review of Financial Studies*, .1974-1993:(8)29
- Lewellen, K. and Lowry, M. .(2021) Does common ownership really increase firm coordination? *Journal of Financial Economics*.
- Newey, W. K. and West, K. D. .(1987) Hypothesis testing with efficient method of moments estimation. *International Economic Review*, pages .787-797
- Newham, M., Seldeslachts, J., and Banal-Estanol, A. .(2018) Common ownership and market entry: Evidence from pharmaceutical industry.
- Pantazis, C. and Wang, B. .(2017) Shareholder coordination, information diffusion and stock returns. *Financial Review*, .595-603:(4)52

- Seasholes, M. S. and Wu, G. .(۲۰۰۷) Predictable behavior, profits, and attention. *Journal of Empirical Finance*. .۶۱۰-۵۹۰:(۵)۱۴
- Shiller, R. J. .(۱۹۸۹) Comovements in stock prices and comovements in dividends. *The Journal of Finance*. .۷۲۹-۷۱۹:(۳)۴۴
- Wu, Q. and Shamsuddin, A. .(۲۰۱۴) Investor attention, information diffusion and industry returns. *Pacific-Basin Finance Journal*. .۴۳-۳۰:۳۰