



**دانشگاه غیر دولتی- غیر انتفاعی خاتم**

**دانشکده علوم انسانی**

**گروه علوم اقتصادی**

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

پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد

در رشته علوم اقتصادی گرایش اقتصاد نظری

**استاد راهنما:**

دکتر مهدی حیدری

**دانشجو:**

سید مرتضی آقاجان زاده امیرکلایی

دی ماه 1400

اظهارنامه دانشجو

**عنوان پايان نامه** : اثر ساختار مالکیت و گروه های کسب و کار بر هم حرکتی سهام شرکت های بورس تهران

**استاد راهنما**: دکتر مهدی حیدری

اينجانب سید مرتضی آقاجان زاده امیرکلایی دانشجوي دوره كارشناسي ارشد رشته علوم اقتصادی گرايش نظری دانشگاه خاتم به شماره دانشجويي 3981300198001 گواهي مي نمايم كه تحقيقات ارائه شده در اين پايان نامه توسط اينجانب انجام شده است و صحت و اصالت مطالب نگارش شده مورد تائيد مي باشد و در موارد استفاده از كار ديگر محققان به مرجع مورد استفاده اشاره شده است. به­علاوه گواهي مي نمايم كه مطالب مندرج در پايان‌نامه تاكنون براي دريافت هيچ نوع مدرك يا امتيازي توسط اينجانب يا فرد ديگري ارائه نشده‌است و در تدوين متن پايان‌نامه چارچوب مصوب دانشگاه را به­طور كامل رعايت كرده‌ام.

کليه حقوق مادی و معنوی مترتب بر نتايج مطالعات، ابتکارات و نوآوری‌های ناشی از تحقيق، همچنين چاپ و تکثير، نسخه برداری، ترجمه و اقتباس از اين پايان نامه کارشناسی ارشد، برای دانشگاه خاتم محفوظ است. نقل مطلب با ذکر منبع بلامانع است.

**امضاء دانشجو:**

**تاريخ:**

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.

**واژه‌های کلیدی:**

**فهرست مطالب**

[فصل 1 : مقدمه 1](#_Toc91422417)

[۱-۱- مقدمه 2](#_Toc91422418)

[۲-۱- هدف تحقیق 2](#_Toc91422419)

[۳-۱- مرور ادبیات 3](#_Toc91422420)

[۴-۱- روش انجام تحقیق 5](#_Toc91422421)

[فصل 2 : داده و روش شناسی 6](#_Toc91422422)

[۱-۲- مقدمه 7](#_Toc91422423)

[۲-۲- داده 7](#_Toc91422424)

[۳-۲- تشکیل جفت های بازار 8](#_Toc91422425)

[۴-۲- اندازه گیری مالکیت مشترک 8](#_Toc91422426)

[۵-۲- محاسبه هم حرکتی 10](#_Toc91422427)

[6-۲- متغیر های کنترلی 10](#_Toc91422428)

[فصل 3 : تجزیه و تحلیل داده‌ها 12](#_Toc91422429)

[۱-۳- پیش بینی هم حرکتی 13](#_Toc91422430)

[۲-۳- سطح بالای مالکیت مشترک 17](#_Toc91422431)

[۳-۳- کلیه جفت های بازار سرمایه 19](#_Toc91422432)

[فصل 4 : بحث و نتیجه گیری 20](#_Toc91422433)

[۱-۴- جمع بندی 21](#_Toc91422434)

[منابع و مراجع 22](#_Toc91422435)

|  |
| --- |
| : مقدمه |

## ۱-۱- مقدمه

بررسی هم حرکتی بازده در سال های اخیر مورد توجه محققان و فعالان بازار سرمایه قرار گرفته است. پس از بحران مالی سال 2007 آمریکا که اقتصاد های جهانی را تحت الشعاع قرار داد، هم بستگی قیمت دارایی ها مورد توجه قار گرفت و در قوانین نظارتی همچون بازل های 2 و 3 مدیریت ریسک ناشی از هم حرکتی بازده دارایی ها اهمیت پیدا کرده است. در این پژوهش سعی می شود با استفاده از مدل برآورد فامامکبث، اثر مالکیت مشترک ناشی از سهامداران بلوکی و گروه های کسب و کار بر هم حرکتی بازده شرکت ها بررسی شود.

## ۲-۱- هدف تحقیق

در این تحقیق، از یک مدل برآورد فاما مکبث برای توضیح هم حرکتی بازده شرکت های بورسی ایران استفاده می کنیم. این پژوهش در حوزه قیمت گذاری دارایی کاربردی[[1]](#footnote-2) است که در ادبیات مالی جای دارد. هدف اولیه ما بررسی اثر مالکیت مشترک ناشی از سهامداران بلوکی مشترک به عنوان یکی از سهامداران تاثیر گذار در حکمرانی شرکت بوده است. همچنین با توجه به شرایط ایران، اثر عضویت در گروه های کسب و کار را بر هم حرکتی بازده شرکت ها بررسی می کنیم و اثر این دو عامل را نسبت به یکدیگر بررسی می کنیم.

## ۳-۱- مرور ادبیات

این تحقیق مشابه آنتوان و پولک (2014) است که برای اولین بار مالکیت مشترک را به عنوان یکی از عوامل تاثیر گذار بر هم حرکتی بازده شرکت ها عنوان کرده است. پدیده هم حرکتی بازده شرکت در میان محققان مالی و فعالان بازار سرمایه مشاده شده است. به صورت سنتی محققان این حوزه، این هم حرکتی را به عوامل بنیادی مرتبط کننده بازده شرکت ها مرتبط می دانستند. برای مثال مقاله شیلر (1989) ارتباط میان نرخ بهره کشور های مختلف را بررسی کرده است. در ادامه باور های اولیه در رابطه با اثر عوامل بنیادی بر هم حرکتی بازده شرکت ها دسته قابل توجهی از مقالات به اثر صنعت بر هم حرکتی شرکت های عضو صنعت پرداخته اند.

در سال های اخیر با توجه به افزایش توجه به عوامل غیربنیادی در ادبیات مالی، یک دسته عوامل غیربنیادی به عنوان عامل ایجادکننده هم حرکتی معرفی شده است. باربریس و شیفر (2003) و باربریس و همکاران (2005) مدل های تئوری جهت پیش بینی هم حرکتی شرکت ها از عوامل غیر بنیادی را پیشنهاد داده اند. در ادامه مطالعات کاربردی متنوعی انجام شده است و موارد دیگر همچون عضویت شرکت در شاخص S&P500 (باربریس و همکاران (2005))، توجه سرمایه گذاران به شرکت ها (وو و شامسودین (2014))، پذیره نویسی توسط بانک سرمایه گذاری[[2]](#footnote-3) (گرولن و همکاران (2014))، باورهای یکسان و مرتبط (دیوید و سیمونوسکا (2016))، هم زمان بودن نیاز های نقدینگی سهامداران شرکت ها (پانتزالیز و وانگ (2017)) و پرداخت سود تقسیمی توسط شرکت ها (حامد و ژی (2019)) به عنوان عوامل ایجاد هم حرکتی در شرکت ها پیشنهاد شده است.

در ادامه این شاخه جدید ادبیات و با توجه به افزایش اهمیت ادبیات مالکیت مشترک[[3]](#footnote-4)، آنتوان و پولک (2014) اثر مالکیت مشترک صندوق های سرمایه گذاری را بر هم حرکتی را بررسی کرده است و یافته است با افزایش مالکیت مشترک میان شرکت ها، هم حرکتی بازده شرکت ها افزایش پیدا می کند. در ادامه کوچ و همکاران (2016) نشان داده است که شرکت ها با توجه به هم بستگی نیاز های نقدینگی مالکان خود، با یکدیگر هم حرکتی نشان می دهند و نیازی به مالکیت مستقیم برای ایجاد هم حرکتی نیست. شایان به ذکر است که مطالعات انجام شده در این حوزه، با استفاده از داده های مالکیت صندوق های سرمایه گذاری انجام شده است و با توجه به نیاز های متفاوتی که این مالکان دارند، می تواند اثر مالکیت مشترک بر هم حرکتی شرکت ها، صرفا ناشی از این نوع به خصوص مالکیت باشد. از طرفی دیگر، در سال های اخیر ادبیات به مسئله اهمیت مالکان بلوکی در حکمرانی شرکتی پرداخته است.[[4]](#footnote-5) در همین راستا، در این مقاله اثر مالکیت مشترک مالکان بلوکی بر هم حرکتی شرکت ها بررسی شده است.

از طرفی دیگر یکی دیگر از ویژگی های بازار سرمایه ایران وجود گروه های کسب و کار است. گروه های کسب و کار حدود 85% از ارزش بازار ایران را در اختیار دارند. گروه کسب و کار عبارت است از مجموعه از شرکت های مرتبط که لزوما دارای مالک مشترک نمی باشند ولی از طریق ارتباطات مالکیتی به یکدیگر ارتباط دارند. گروه های کسب و کار پدیده مهمی هستند در کشور های در حال توسعه یافته و در حال توسعه وجود دارند و در رابطه با اثرات مثبت و منفی آن ها در ادبیات بحث وجود دارد (خانا و توماس (2007)). برخلاف اهمیت گروه های کسب و کار، مشاهدات ما نشان می دهد که پژوهشی در رابطه با اثر گروه های کسب و کار بر هم حرکتی بازده شرکت ها انجام نشده است. این مقاله، با توجه به فراهم بودن داده های مالکیت بلوکی به صورت روزانه، ابتدا اثر مالکیت مشترک سهامداران بلوکی و عضویت در گروه های کسب و کار را به عنوان عامل ایجاد هم حرکتی در قیمت شرکت ها بررسی می کند.

## ۴-۱- روش انجام تحقیق

در این پژوهش از مجموعه داده های فراهم شده در سایت شركت مديريت فناوري بورس تهران و کدال استفاده شده است. از این مجموعه داده سهام صندوق های سرمایه گذاری معامله پذیر حذف شده اند. برای بررسی گروه های کسب و کار از داده های مقاله علی آبادی و همکاران (2022) استفاده شده است که با استفاده از الگوریم آلمیدا و همکاران (2011) با آستانه 40 درصد گروه های کسب و کار تشکیل شده است. با توجه به محدودیت این داده به سال های 1393 الی 1398 مطالعات اصلی مقاله را نیز به این بازه محدود کرده ایم.

برای محاسبه هم حرکتی بازده شرکت ها از روش استفاده شده در مقاله آنتوان و پولک (2014) استفاده شده است و با توجه به همین مقاله، از روش برآورد فامامکبث برای برآورد ضرایب استفاده شده است.

۵-۱- خلاصه فصل‌ها

ساختار ادامه‌ی پایان‌نامه بدین صورت است. در فصل دوم، داده های مورد استفاده و روش محاسبه متغیر های کنترل و وابسته را بیان می کنیم. در فصل سوم نتایج برآورد ها را بیان کردیم و شیوه های مختلف برآورد را در آن ذکر کرده ایم و در نهایت جمع‌بندی و پیشنهادها ارائه خواهدشد.

|  |
| --- |
| : داده و روش شناسی |

## ۱-۲- مقدمه

در این پژوهش سعی داریم تا اثر مالکیت مشترک و گروه های کسب و کار را بر هم حرکتی بازده شرکت ها بررسی کنیم. در این راستا نیاز است تا مالکیت مشترک و عضویت در گروه های کسب و کار تعریف شوند. در ادامه نیز نیاز است تا هم حرکتی بازده شرکت ها را متناسب با شرایط بازار تعریف کنیم. در این بخش نحوه محاسبه و اندازه گیری های مطرح شده شرح داده می شود.

## ۲-۲- داده

در این پژوهش از داده های سابقه معاملاتی و سابقه اطلاعات شرکت ها شامل سهامداران بلوکی در آغاز و پایان هر روز نماد های عضو بورس اوراق بهادار تهران در سایت شركت مديريت فناوري بورس تهران استفاده شده است. در این راستا داده های مورد نیاز کرال شده است و پس از تمیز کردن دیتا مورد استفاده قرار گرفته است. در راستای دریافت اطلاعات ترازنامه ای و مشخصات شرکت ها، از سایت کدال استفاده شده است و مشخصات مورد نیاز جهت محاسبه متغیر های کنترل و متغیر های مورد نیاز استخراج شده است. برای بررسی گروه های کسب و کار نیز از داده های مقاله علی آبادی و همکاران (2022) استفاده شده است. داده های این مقاله به صورت دستی جمع آوری شده است و محدود به سال های 1393 الی 1398 می باشد. در این داده گروه های کسب و کار بازار بورس تهران با توجه به الگوریتم آلمیدا و همکاران (2011) تشکیل شده است.

این پژوهش با توجه به داده های گروه های کسب و کار، محدود به سال های 93 الی 98 می باشد و با توجه به ویژگی های متفاوت صندوق های سرمایه گذاری معامله پذیر، این صندوق ها نیز از داده های مورد بررسی حذف شده اند.

## ۳-۲- تشکیل جفت های بازار

دو شرکت دارای حداقل یک مالک مشترک را ما در یک جفت قرار داده ایم. با توجه به این تعریف در بازار ایران در سال های مورد بررسی، 17522 جفت شناسایی شده است که 9% جفت های امکان پذیر بازار می باشد. برای عضویت جفت در گروه های کسب و کار نیز چنانچه هر یک از دو شرکت درون جفت متعلق به یک گروه کسب و کار می باشند، آن جفت را به عنوان عضو یک گروه کسب و کار در نظر می گیریم.

## ۴-۲- اندازه گیری مالکیت مشترک

در ادبیات ملاک های متنوعی برای اندازه مالکیت مشترک پیشنهاد شده است که به صورت کلی می توان آن ها را به دو دسته تقسیم بندی کرد. دسته اول عبارتند از ملاک های دارای مدل که با توجه به مدلی که ملاک در نظر می گیرد اقدام به اندازه مالکیت مشترک بین دو شرکت می کند. این دسته ملاک ها تفسیر اقتصادی بهتری دارند ولی اکثر این ملاک ها دارای جهت می باشند و در سطح شرکت یا صنعت تعریف می شوند و نیاز به اطلاعات زیادی دارند که معمولا در دسترس نیست. دسته دوم نیز مدل های بدون پشتوانه هستند که در ادبیات مورد استفاده قرار گرفته اند. این دسته ملاک ها تفسیر اقتصادی مشخصی ندارند و دارای ویژگی های نامطلوبی هستند.

در بررسی اصلی ما اثر مالکیت مشترک را بر هم حرکتی جفت های بازار سرمایه بررسی می کنیم. در این راستا به ملاکی در سطح جفت نیاز داریم که جهت دار نباشد و بتواند تفسیر اقتصادی مناسبی داشته باشد. در نتیجه ما اصلاحی بر ملاک مورد استفاده در مقاله آنتوان و پولک (2014) تا بتواند توزیع متفاوت مالکیت مشترک را در نظر بگیرد. ما ملاک آن ها را صورت بندی دوباره کردیم. در این صورت بندی دوباره، ملاک قبلی را وزندهی مجدد کردیم تا بتواند توزیع را در نظر بگیرد. ملاک پیشنهادی ما عبارتند از:

که در این رابطه تعداد سهام مالک f در پریود t و قیمت سهام شرکت i می باشد. برای شرکت j نیز تعریف متغیر ها مانند شرکت i می باشد. این ملاک اصلاح شده تعداد مالک برابر یکسان را نشان می دهد. به عبارت دیگر اگر سهام دو شرکت به صورت کامل میان n مالک مشترک به صورت مساوی تقسیم شود، ملاک معرفی شده عدد n را محاسبه می کند.

در هر روز، مالکیت مشترک را با توجه به ملاک معرفی شده محاسبه می کنیم و در هر ماه متوسط ماهانه مالکیت مشترک را به عنوان مالکیت مشترک در آن ماه پیشنهاد می کنیم. جدول 1 محاسبات انجام شده در سطح های مختلف را نشان می دهد. ملاک اصلاح شده به صورت متوسط مقدار های بالاتر عددی را محاسبه کرده است. در گروه های کسب و کار به صورت متوسط، مالکیت مشترک 5 برابر مالکیت مشترک در بیرون گروه های کسب و کار است. در جفت های حاضر در صنعت مشترک نیز این رابطه با نسبت 3 برابر قرار است.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | جدول 1: خلاصه آماری محاسبه مالکیت مشترک با دو ملاک متفاوت | | | | | | | | | |
|  | MFCA | | | | | FCA | | | | |
| زیرمجموعه | میانگین | انحراف معیار | حداقل | میانه | حداکثر | میانگین | انحراف معیار | حداقل | میانه | حداکثر |
| همه | 0.146 | 0.244 | 0.002 | 0.056 | 4.619 | 0.123 | 0.165 | 0.002 | 0.053 | 0.97 |
| یک گروه کسب و کار | 0.473 | 0.412 | 0.004 | 0.407 | 4.041 | 0.378 | 0.255 | 0.004 | 0.372 | 0.967 |
| گروه کسب و کار متفاوت | 0.097 | 0.158 | 0.003 | 0.042 | 2.899 | 0.085 | 0.114 | 0.003 | 0.04 | 0.97 |
| یک صنعت | 0.341 | 0.408 | 0.005 | 0.183 | 4.041 | 0.254 | 0.242 | 0.004 | 0.161 | 0.956 |
| صنعت متفاوت | 0.116 | 0.191 | 0.002 | 0.049 | 4.619 | 0.103 | 0.139 | 0.002 | 0.047 | 0.97 |

## ۵-۲- محاسبه هم حرکتی

برای محاسبه هم حرکتی بازده شرکت ها از فرکانس ماهانه استفاده کرده ایم. در این راستا ابتدا مدل چهار عاملی کارهارت را از دو ماه قبل از ماه مورد نظر، کالیبره می کنیم تا پارامتر های تخمین برآورد شود. پس از آن هم بستگی میان باقی مانده های روزانه مدل، در ماه مورد بررسی را محاسبه می کنیم. در این قسمت از ماه هایی که روز معاملاتی مشترک آن ها کمتر از 10 روز بوده است را حذف کرده ایم. با توجه به شرایط بازار ایران، بازده صنعت را نیز به مدل کارهارت اضافه کرده ایم تا بتوانیم هم حرکتی های بنیادی شرکت ها را خارج کنیم.

## 6-۲- متغیر های کنترلی

ما در این پژوهش در نظر داریم تا اثر مالکیت مشترک و گروه های کسب و کار را بر هم حرکتی بازده شرکت ها بررسی کنیم. در نتیجه عوامل مرتبط دیگر که می تواند بر هم حرکتی بازده شرکت ها اثر بگذارد را به عنوان کنترل در نظر می گیریم. در این راستا دو دسته متغیر های کنترل تعریف شده است. دسته اول متغیر ها در سطح جفت تعریف می شوند. متغیر SameIndustry متغیر های دامی می باشد که چنانچه دو شرکت در یک گروه صنعتی قرار داشته باشند برابر یک می باشد. متغیر CrossOwnership نیز برای کنترل مالکیت ضربدری به مدل اضافه شده است. این متغیر عبارت است از حداکثر مالکیت ضربدری در ماه مورد بررسی میان دو شرکت.

دسته دیگر متغیر های کنترل، متغیر های کنترل کننده مشخصات شرکت ها می باشند. ما این دسته متغیر ها را براساس مقاله آنتوان و پولک (2014) تعریف کرده ایم. جهت کنترل اندازه دو شرکت، متغیر های Size1 و Size2 تعریف شده اند که شرکت بزرگتر در جفت را به عنوان شرکت 1 در نظر گرفته ایم. این دو متغیر رتبه صدکی شرکت ها براساس اندازه در روز معاملاتی می باشد که در هر دوره میانگین آن برابر صفر و انحراف معیار آن برابر یک شده است. متغیر BookToMarket1 و BookToMarket2 نیز با همین روش و برای نسبت ارزش دفتری به بازاری تعریف شده است. علاوه بر موارد فوق از متغیر های کنترل SameSize و SameBookToMarket استفاده شده است که منفی مقدار اختلاف رتبه صدکی اندازه و نسبت ارزش دفتری به بازاری است.

|  |
| --- |
| : تجزیه و تحلیل داده‌ها |

## ۱-۳- پیش بینی هم حرکتی

در ابتدا با توجه به ادبیات، اثر مالکیت مشترک بر هم حرکتی شرکت بررسی می شود. در این راستا هم حرکتی ماه آینده را با توجه به مالکیت مشترک در دوره حاضر را بررسی می کنیم. شکل 1 این رابطه را به صورت تصویری نشان داده است. همانطور که انتظار داشتیم، جفت های دارای مالکیت مشترک بیشتر، هم حرکتی بازده بیشتری را نسبت به بقیه جفت ها نشان می دهند. در شکل 2 رابطه هم حرکتی با مالکیت مشترک در حضور گروه های کسب و کار بررسی شده است. به صورت تصویری عضویت در گروه کسب و کار سبب افزایش هم حرکتی نسبت به دیگر جفت ها شده است و رابطه مالکیت مشترک و هم حرکتی نیز صرفا در گروه های کسب و کار می تواند برقرار باشد و بیرون گروه های کسب و کار این رابطه برقرار نیست.

|  |
| --- |
|  |
| شکل 1: رابطه هم حرکتی بازده آینده شرکت ها و مالکیت مشترک |
|  |
| شکل 2: رابطه هم حرکتی بازده آینده شرکت ها و گروه های کسب و کار و مالکیت مشترک |

به منظور بررسی دقیق تر، ما هم حرکتی بازده شرکت ها در دوره آینده را با توجه به متغیرهای تعریف شده‌ی MFCA، SameGroup و ضرب این دومتغیر برآورد کرده ایم:

معادله فوق را برای هر ماه به صورت سطح مقطعی برآورد می کنیم و میانگین سری زمانی آن را به روش فاکا و مکبث 1973 گزارش می کنیم تا مسئله با هم بستگی بین زمانی میان دوره های مختلف وجود نداشته باشد. علاوه بر این از شیوه نیوی و وست 1987 برای اصلاح محاسبه انحراف معیار ها استفاده شده است تا هم بستگی میان دوره های زمانی مختلف اصلاح شود.

نتایج برآورد در جدول 2 آورده شده است. در دو ستون اول رابطه هم حرکتی و مالکیت مشترک بررسی شده است. همانطور که انتظار می رفت مالکیت بر هم حرکتی بازده شرکت ها اثر معناداری نشان می دهد. در ادامه بررسی را با متغیر عضویت در یک گروه کسب و کار انجام می دهیم که اثر این متغیر بر هم حرکتی به صورت تقریبی 10 برابر اثر مالکیت مشترک می باشد. با استفاده هر دو متغیر در برآورد، مالکیت مشترک اثر خود را از دست می دهد که می تواند نشان دهنده اثر گروه های کسب و کار در مقایسه با مالکیت مشترک باشد. در ادامه در جدول 3 بررسی اثر مالکیت مشترک درون گروه های کسب و کار را نشان می دهد. در این جدول، در دو ستون اول برآورد را محدود به زیرمجموعه هایی از جفت های شناسایی شده کرده ایم. ستون اول تایید می کند که مالکیت مشترک در گروه های کسب و کار می تواند سبب افزایش هم حرکتی بازده شرکت ها شود ولی در بیرون گروه های کسب و کار یکسان این متغییر اثر معنا داری ندارد. برای بررسی دقیق تر متغیر تعاملی دو ملاک مالکیت مشترک و یکسان بودن گروه کسب و کار را اضافه می کنیم و نتایج قبلی را تایید می کند. این شیوه برآورد با توجه به هم بستگی متغیر های کنترل از دقت کمتری برخوردار است.

|  |
| --- |
|  |
| جدول2: نتایج برآورد مدل ساده |

|  |
| --- |
|  |
| جدول3: نتایج برآورد مدل ساده |

## ۲-۳- سطح بالای مالکیت مشترک

در ادامه شکل شماره 3 نشان می دهد که سطح بالای مالکیت مشترک اثر بیشتری بر هم حرکتی بازده شرکت ها دارد و از طرف دیگر همانطور که در جدول 1 نشان داده شده است گروه های کسب و کار سطح بالاتری از مالکیت مشترک را از خود نشان داده اند. در نتیجه می تواند نتایج بخش قبل از مالکیت مشترک بالا در گروه های کسب و کار ناشی شده باشد. برای بررسی دقیق تر ما مجموعه بررسی را به جفت های با سطح بالای مالکیت محدود می کنیم. شکل شماره 4 رابطه میان مالکیت مشترک و هم حرکتی آینده در این زیرمجموعه را نشان می دهد، در ادامه یافته های قبل، مالکیت مشترک صرفا در جفت های درون گروه های کسب و کار اثر می گذارد.

|  |
| --- |
|  |
| شکل 3: اثر مالکیت مشترک بر هم حرکتی آینده |

|  |
| --- |
|  |
| شکل 4: رابطه هم حرکتی و مالکیت مشترک در سطح بالای مالکیت مشترک |

برای بررسی دقیق تر ما معادله قبلی را با همان شیوه مطرح شده در بخش قبل برای زیرمجموعه ی دارای مالکیت مشترک بالا برآرود می کنیم. جدول 4 نتایج برآورد را نشان می دهد. همانطور که انتظار داشتیم، شرکت های عضو یک گروه کسب و کار نسبت به دیگر شرکت های دارای مالک مشترک بالا، هم حرکتی بالاتری دارند. ستون های 3 الی 7 توضیحات قبلی ما مبنی بر اهمیت مالکیت مشترک در گروه های کسب و کار را تایید می کند.

|  |
| --- |
|  |
| جدول 4: نتایج برآورد برای جفت های دارای سطح بالای مالکیت مشترک |

## ۳-۳- کلیه جفت های بازار سرمایه

بررسی های گذشته به جفت های دارای مالکیت مشترک محدود بوده اند و این در صورتی است که چناچه گروه های کسب و کار در ایجاد هم حرکتی تاثیر گذار باشند، بدون مالکیت مشترک نیز می توانند تاثیر بگذارند. علاوه بر این، بررسی این عامل میان شرکت های دارای مالک مشترک اثر را محدود به این شرکت ها کرده است در صورتی که گروه های کسب و کار می توانند بر تمامی شرکت های بازار سرمایه اثر بگذارند. در نتیجه برای بررسی بیشتر تمامی جفت های بازار سرمایه را تشکیل می دهیم تا این دو مشکل را بر طرف کنیم. در این راستا ما دو شرکت را در یک جفت قرار می دهیم چنانچه حداقل دارای دو ماه مشترک باشند. در این تعریف برای شرکت های دارای مالک مشترک ، مالکیت مشترک اندازه گیری می شود و در جفت های بدون مالک مشترک، مالکیت مشترک را برابر صفر قرار می دهیم. متغیر های کنترل نیز همانند گذشته تعریف می شوند.

جدول 5 نتایج برآورد برای همه جفت های بازار سرمایه را نشان می دهد. این نتیج پیشنهاد می دهد که عضویت دو شرکت در یک گروه کسب و کار سبب ایجاد هم حرکتی در بازده آن ها می شود و مالکیت مشترک بیرون گروه های کسب و کار اثری بر هم حرکتی بازده شرکت ها ندارد. در ادامه ستون های 4 الی 7 پیش بینی گذشته مبنی بر اهمیت مالکیت مشترک در گروه های کسب و کار را تایید می کند.

|  |
| --- |
|  |
| جدول5: نتایج برآورد برای تمامی جفت های بازار سرمایه |

|  |
| --- |
| : بحث و نتیجه گیری |

## ۱-۴- جمع بندی

در این پژوهش با تکیه بر روش های موجود در ادبیات پدیده هم حرکتی بازده شرکت ها در حضور مالکیت مشترک و گروه های کسب و کار بررسی شده است. برای محاسبه مالکیت مشترک نیز این پژوهش اصلاحیه ای انجام داده است تا بتواند تفاوت توزیع در مالکیت را در نظر بگیرد. نتایج این پژوهش نشان می دهد شرکت های عضو یک گروه کسب و کار دارای هم حرکتی با یکدیگر می باشند. مالکیت مشترک در این ساختار اهمیتی کمتر از گروه های کسب و کار دارد.

|  |
| --- |
| منابع و مراجع |

* Aliabadi, E., Heidari, M., and Ebrahimnejad, A. (2021). Internal capital markets in business groups: Evidence from an emerging market.
* Almeida, H., Park, S. Y., Subrahmanyam, M. G., and Wolfenzon, D. (2011). The structure and formation of business groups: Evidence from korean chaebols. Journal of Financial Economics, 99(2):447–475.
* Anton, M. and Polk, C. (2014). Connected stocks. The Journal of Finance, 69(3):1099–1127.
* Azar, J. (2011). A new look at oligopoly: Implicit collusion through portfolio diversification.
* Azar, J., Schmalz, M. C., and Tecu, I. (2018). Anticompetitive effects of common ownership. The Journal of Finance, 73(4):1513–1565.
* Barberis, N. and Shleifer, A. (2003). Style investing. Journal of financial Economics,68(2):161–199.
* Barberis, N., Shleifer, A., and Wurgler, J. (2005). Comovement. Journal of financial economics, 75(2):283–317.
* Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. The Journal of Finance, 52(1):57–82.
* Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S., and Wermers, R. (1997). Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks. The Journal of finance, 52(3):1035– 1058.
* David, J. M. and Simonovska, I. (2016). Correlated beliefs, returns, and stock market volatility. Journal of International Economics, 99:S58–S77.
* Edmans, A. (2014). Blockholders and corporate governance. Annu. Rev. Financ. Econ., 6(1):23–50.
* Edmans, A. and Holderness, C. G. (2017). Blockholders: A survey of theory and evidence. The handbook of the economics of corporate governance, 1:541–636.
* Fama, E. F. and MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. Journal of Political Economy, 81(3):607–636.
* Freeman, K. (2019). The effects of common ownership on customer-supplier relationships. Kelley School of Business Research Paper, (16-84).
* 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, 137(1):152–178.
* Grullon, G., Underwood, S., and Weston, J. P. (2014). Comovement and investment banking networks. Journal of Financial Economics, 113(1):73–89. 23Hameed, A. and Xie, J. (2019). Preference for dividends and return comovement. Journal of Financial Economics, 132(1):103–125.
* 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 43–68.
* Harford, J., Jenter, D., and Li, K. (2011). Institutional cross-holdings and their effect on acquisition decisions. Journal of Financial Economics, 99(1):27–39.
* He, J. and Huang, J. (2017). Product market competition in a world of cross-ownership: Evidence from institutional blockholdings. The Review of Financial Studies, 30(8):2674–2718.
* He, J., Huang, J., and Zhao, S. (2019). Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership. Journal of Financial Economics, 134(2):400–418.
* Holderness, C. G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. Economic policy review, 9(1).
* Khanna, T. and Yafeh, Y. (2007). Business groups in emerging markets: Paragons or parasites? Journal of Economic literature, 45(2):331–372.
* Koch, A., Ruenzi, S., and Starks, L. (2016). Commonality in Liquidity: A Demand-Side Explanation. The Review of Financial Studies, 29(8):1943–1974.
* 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 effcient method of moments estimation. International Economic Review, pages 777–787.
* Newham, M., Seldeslachts, J., and Banal-Estanol, A. (2018). Common ownership and market entry: Evidence from pharmaceutical industry.
* Pantzalis, C. and Wang, B. (2017). Shareholder coordination, information diffusion and stock returns. Financial Review, 52(4):563–595.
* Seasholes, M. S. and Wu, G. (2007). Predictable behavior, profits, and attention. Journal of Empirical Finance, 14(5):590–610.
* Shiller, R. J. (1989). Comovements in stock prices and comovements in dividends. The Journal of Finance, 44(3):719–729.
* Wu, Q. and Shamsuddin, A. (2014). Investor attention, information diffusion and industry returns. Pacific-Basin Finance Journal, 30:30–43.

**Abstract:**

We link stocks through direct and indirect common owners, and we show that having common ownership and belonging to a business group (indirect common owner) affect the co-movement. Our analysis is based on the daily ownership of blockholders on the Tehran Stock Exchange. The study found that belonging to a business group had more impact than being a common owner, and a common owner influenced only movement within business groups. In addition, co-movement in business groups is explained by simultaneous trades in the same direction.

**Keywords:**

SupervisorSignature

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **KHATAM University**  **Non- governmental, Non-profitable**  **Faculty of Humanities**  **Department of Economics** |  |
| Connected Stocks: Evidence From Tehran Stock Exchange | | |
| A thesis submitted to the Graduate Studies Office  In partial fulfillment of the requirements for  The degree of M.A in  Economics/ Theoretical Economics | | |
| **Supervisor:**  Dr. Mahdi Heidari  **By:**  Seyyed Morteza Aghajanzadeh Amirkalaee  December 2021 | | |

1. Empirical Asset Pricing [↑](#footnote-ref-2)
2. Investment Bank [↑](#footnote-ref-3)
3. 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 آذر و همکاران (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 لوولن و لوری (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. [↑](#footnote-ref-4)
4. در این حوزه مطالعات مروری توسط ادمانس و هولدرنس (2017)، ادمنس (2014) و هولدرنس (2003) انجام شده است. [↑](#footnote-ref-5)