Financial Accounting Knowledge
Journal of Financial Accounting Knowledge
P-ISSN: 2676-6205
E-ISSN: 2676-6213
IMAM KHOMEINI INTERNATIONAL UNIVERSITY

Shareholders Protection and Stock Abnormal Return

Mohsen Faghih
Ph.D. Student in Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Mazandaran, Babolsar, Iran.mfa1365@stu.umz.ac.ir
Hosein Fakhari*
Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Mazandaran, Babolsar, Iran.h.fakhari@umz.ac.ir

Abstract

Purpose: One of the challenging subjects that has been discussed in various kinds in the financial literature is abnormal returns. In this regard, a significant part of capital market studies is to investigate the behavior of returns and the factors them. In this context, shareholder's protection as a construct multidimensional can be considered in studies related to stock returns and help to improve price informative. Therefore, the purpose of this study is to analyze the effect of shareholder protection on abnormal returns.

Methods: In this research, the information related to 166 firms on the Tehran Stock Exchange during the years 2006 to 2022 has been tested using panel data and unbalanced panel methods, and robust tests have been used to strengthen the findings.

Results: The findings show that in firms whose institutional ownership changed, the composite index of shareholder's protection has a negative effect on abnormal returns. However, such a link is not established in all industries, especially political industries. Also, there was a significant difference in the years before and after the structural break.

Conclusion: According to the hypothesis of information content, this result shows that shareholders protection through transactions of knowledgeable investors such as institutional shareholders helps the stock prices to be closer to the Intrinsic value.

Contribution: This research can provide a new field of study. Because interdisciplinary concepts such as shareholder's protection, which are subjectivity at micro and macro levels, are important for explaining market phenomena.

Keywords: Abnormal Return, Shareholders Protection, Composite Index, Information Content.

Research Article

Cite this article: Faghih & Fakhari (2023) Shareholders Protection and Stock Abnormal Return, Journal of Financial Accounting Knowledge, Vol.10, NO.2, Summer 2023, 39-66.
DOI: 10.30479/jfak.2023.18405.3068
Received on 9 February, 2023 **Accepted on** 8 April, 2023
© The Author(s). CC BY NC
Publisher: Imam Khomeini International University.
Corresponding Author: Hosein Fakhari (h.fakhari@umz.ac.ir)

Journal of Financial Accounting Knowledge
دانش حسابداری مالی
شاپا چاپی: ۶۲۰۵-۲۶۷۶
شاپا الکترونیکی: ۶۲۱۳-۲۶۷۶
دانشگاه بین‌المللی امام خمینی
IMAM KHOMEINI INTERNATIONAL UNIVERSITY

حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام

محسن فقیه

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران.mfa1365@stu.umz.ac.ir

حسین فخاری*

دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران.h.fakhari@umz.ac.ir

چکیده

هدف: بازده غیرعادی سهام یکی از مباحث بحث‌برانگیز حوزه مالی می‌باشد که به گونه‌های مختلفی مورد بررسی قرار گرفته است. به همین جهت، بخش مهمی از پژوهش‌های بازار سرمایه را مطالعه رفتار بازدهی سهام و عوامل مؤثر بر آن تشکیل داده است. در تبیین این عوامل، حمایت از سهامداران به عنوان سازه‌ای که ابعاد گوناگونی را در بر می‌گیرد، می‌تواند در مطالعات مربوط به بازدهی سهام در نظر گرفته شده و به ارتقای محتوای اطلاعاتی قیمت‌ها کمک نماید. بر همین اساس، این پژوهش درصدد است تا تأثیر حمایت از سهامداران را بر بازده غیرعادی سهام بررسی نماید.

روش: در این پژوهش، اطلاعات مربوط به ۱۶۶ شرکت پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۹ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

یافته‌ها: نتایج نشان داد که اگرچه حمایت از سهامداران بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌هایی که تغییر مالکیت نهادی داشته‌اند، منفی بوده است، امّا در همه صنایع به ویژه صنایع سیاسی چنین پیوندی برقرار نیست. همچنین، این اثرگذاری در سال‌های بعد از شکست ساختاری نسبت به قبل از آن متفاوت بوده است.

نتیجه‌گیری: یافته‌های این مطالعه بیانگر این است که حمایت از سهامداران به واسطه معاملات افراد آگاه مانند سهامداران نهادی به قیمت‌های سهام کمک می‌کند تا ارزش بنیادی شرکت‌ها را بهتر منعکس کرده که همسو با فرضیه محتوای اطلاعاتی است.

دانش‌افزایی: این پژوهش می‌تواند یک بستر مطالعاتی جدیدی را از این حیث که مفاهیم بین‌رشته‌ای مانند حمایت از سهامداران که در سطوح خُرد و کلان موضوعیت دارد، جهت تبیین پدیده‌های بازار فراهم سازد.

واژگان کلیدی: بازده غیرعادی، حمایت از سهامداران، شاخص ترکیبی، محتوای اطلاعاتی.

مقاله پژوهشی

---

*استناد: فقیه و فخاری (۱۴۰۲)؛ حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام، فصلنامه علمی دانش حسابداری مالی، مقاله پژوهشی، دوره ۱۰، شماره ۲، پیاپی ۳۷، تابستان ۱۴۰۲، ۳۹-۶۶.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۱/۱۱/۲۰ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۴۰۲/۱/۱۹

ناشر: دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره) © حق مؤلف نویسندگان

۱- مقدمه

بازده غیرعادی سهام، یکی از موضوع‌های چالش‌برانگیز است که در ادبیات مالی به گونه‌های مختلف به بحث گرفته شده است. بدین صورت که، گاهی مواقع از آن به عنوان شاخصی از کارایی بازار (ژانگ و همکاران[1]، ۲۰۲۱: ۲۲۱)، معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه[2] (باس و دی‌زازو[3]، ۲۰۱۷: ۶)، منبع اطلاعاتی سرمایه‌گذاران (فیدرماچ[4]، ۲۰۱۳: ۲)، عدم تقارن اطلاعاتی (چنگ و همکاران[5]، ۲۰۰۸: ۴)، آگاهی‌بخشی از روند حرکتی قیمت سهام (کاپورال و پلاستون[6]، ۲۰۲۲: ۳) یاد شده است. با این وجود، در ادبیات حسابداری و مالی تبیین عوامل اثرگذار بر بازده غیرعادی سهام محدود به ابعاد خاصی از متغیرهای حسابداری و مالی بوده است. در حالی که نقش این متغیرها در توصیف بازده غیرعادی سهام انکارناپذیر است، امّا ژانگ و همکاران (۲۰۲۱: ۲۲۲) معتقدند، نشانه‌هایی وجود دارد که متغیرهای حسابداری و مالی قدرت توضیح دهندگی کاملی را در تبیین بازده غیرعادی سهام ندارند. استدلال آنها بر این مبنا بوده است که رفتار بازدهی سهام بیشتر تحت تاثیر مفهوم کلی چگونگی حمایت از سهامداران در سطح خُرد شرکتی و کلان کشوری است. به همین جهت ضرورت دارد تا در بررسی عوامل تأثیرگذار بر بازده غیرعادی سهام، علاوه بر مبانی قبلی، متغیرهای دیگری نیز همچون سازه حمایت از سهامداران[7] مورد توجه قرار گیرد. فیدرماچ و همکاران (۲۰۱۳: ۳) اعتقاد دارند که رفتار بازدهی سهام به واسطه سطح حمایت از سهامداران تغییر می‌یابد. در نتیجه لازم است تا حمایت از سهامداران نیز به عنوان یکی از عوامل تبیین کننده بازدهی سهام در مطالعات در نظر گرفته شود.

حمایت از سهامداران به عنوان یکی از آرمان‌های هر نظام مالی، اقتصادی، اجتماعی و حقوقی در سطح کلان تلقی می‌شود که در شرکت‌ها نیز سازوکارهای عملی برای آن تدارک دیده شده است (لاپورتا و همکاران[8]، ۱۹۹۷: ۱). همچنین مفهومی بین‌رشته‌ای[9] است که مناقشه‌های زیادی را در ادبیات مالی موجب شده است و ریشه این مفهوم به تضاد منافع بین مالکان و سهامداران طبق نظریه نمایندگی بر می‌گردد. به‌گونه‌ای که، فرانکس و همکاران[10] (۲۰۱۲: ۶۷۷) استدلال کرده‌اند که وجود چنین مشکلی به واسطه رشد بنگاه‌های اقتصادی، گسترش مالکیت عمومی شرکت‌ها و وجود اشخاصی که دارای اطلاعات محرمانه هستند، اجتناب‌ناپذیر بوده، و این مسئله قدرت نظارتی سهامداران خُرد را در تعدیل انگیزه‌های فرصت‌طلبانه مدیران و سهامداران کنترلی تضعیف کرده است. به همین خاطر، اگر چه در بسیاری از کشورها، ابزارهای قانونی برای حمایت از سهامداران پیش‌بینی شده و محدودیت‌های خاصی برای اشخاصی که به اطلاعات محرمانه شرکت‌ها دسترسی دارند، وضع گردیده است، امّا شاید تعجب‌آور نباشد که همچنان نقض و عدم رعایت حقوق سهامداران خُرد یکی از چالش‌های فراگیر جهانی محسوب می‌شود. گواه این مطلب، تدوین و بازنگری

ساختارها، ابزارها، رهنمودها و شاخص‌هایی جهت حمایت از سهامداران در سطوح ملّی و بین‌المللی (مانند بانک جهانی، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی) است. به همین خاطر، همواره هدف تدوین‌کنندگان و استانداردگذاران بر این اساس بوده است که استخراج منافع شخصی توسط افراد دارای اطلاعات محرمانه و با اهمیت بنگاه‌های تجاری را محدود کرده و کسب بازده‌های غیرعادی را به واسطه الزاماتی مانند افشای به موقع معاملات مربوط به آنها را به عنوان یک منبع اطلاعاتی ارزشمند برای سهامداران خُرد، تعدیل نمایند (فیدرماچ و همکاران، ۲۰۱۳: ۴).

وانگ و کیو [۱۱] (۲۰۱۸: ۵) بیان داشته‌اند هر چه سطح حمایت از سهامداران ضعیف باشد، امکان سلب مالکیت توسط سهامداران کنترلی و مدیران به وسیله کاهش قیمت سهام فراهم می‌شود. این شرایط موجب می‌شود تا ضمن این که منافع سهامداران خُرد به اشخاصی انتقال یابد که دسترسی آسان‌تری به اطلاعات محرمانه شرکت دارند، پیامدهای نامطلوبی نیز بر سرمایه‌گذاری، نقدینگی و کارایی اطلاعاتی بازار به همراه داشته باشد. بروکمن و همکاران[۱۲] (۲۰۱۰: ۶) نیز بازده غیرعادی بالاتری برای شرکت‌هایی متصور بوده‌اند که کیفیت حاکمیت شرکتی پایین‌تر و معاملات اشخاص وابسته بیشتری داشته‌اند. همچنین، ببچاک و فرید[۱۳] (۲۰۰۳: ۵) معتقدند سودهای غیرعادی به دست آمده توسط اشخاصی که مزیت اطلاعاتی نسبت به سایر سهامداران دارند، نوعی هزینه نمایندگی است. در همین راستا، ژانگ و همکاران (۲۰۲۱: ۲۲۳) نشان داده‌اند که عدم وجود سهامداران کنترلی به عنوان سنجه حمایت از سهامداران در شرکت‌های چینی، سبب می‌شود تا بازده غیرعادی سهام تعدیل گردد. این یافته بیانگراین است که اگر چه مشکل نمایندگی بین سهامداران کنترلی و خُرد ازبین رفته است، اما مشکل نمایندگی بین مدیران و سهامداران خُرد بیشتر شده است. به‌گونه‌ای که، آگراوال و کوپر[۱۴] (۲۰۱۵: ۱۷۳) با استفاده از داده‌های حجم معاملات سهام، چنین استدلال کرده‌اند که مدیران از مزایای اطلاعاتی خود در معاملات سهام بهره گرفته و بازده غیرعادی را افزایش می‌دهند که منجر به تضییع حقوق سایر سهاداران شده و در قالب فرضیه «استفاده از رانت[۱۵]» قابل طرح می‌باشد. اگر چه این نوع معاملات هم می‌توانند محیط اطلاعاتی شرکت را تغییر دهند و محتوای اطلاعاتی مؤثری بر ادراک سهامداران داشته باشند(فیدرماچ و همکاران،۲۰۱۳: ۴).

با توجه به آن چه که گفته شد و تأثیر ابعاد مختلف حمایت از سهامداران بر بازده غیرعادی سهام، انتظار می‌رود که با توجه به شکاف اطلاعاتی موجود در بازار سرمایه ایران که شکل‌گیری پدیده عدم تقارن اطلاعاتی در آن محتمل است (فتحی و همکاران، ۱۳۹۴: ۴۱)، شدت انگیزه‌های ناشی از افزایش منافع از طریق بازده سهام نیز افزایش یافته و تحصیل بازده غیرعادی سهام ممکن گردد. چرا که اشخاص دارای اطلاعات محرمانه، توزیع اطلاعات را

نامتقارن کرده و بازدهی اضافی را در مقایسه با سهامداران خُرد فراهم می‌سازند که این شرایط سبب می‌شود تا عدم حمایت از سهامداران به سود آنها باشد. همچنین، انتظار می‌رود حمایت از سهامداران به قیمت سهام کمک می‌کند تا تصویر واقع‌بینانه‌تری از ارزش ذاتی و بنیادی شرکت منعکس شده و وقوع بازده غیرعادی سهام را تعدیل نماید.

اهمیت پژوهش حاضر را می‌توان در ابعاد گوناگونی تفسیر نمود. اوّل این‌که، پژوهش‌های داخلی در تبیین بازده غیرعادی سهام بر ابعاد حسابداری و مالی مانند خطای پیش‌بینی سود (کردستانی و آشتاب، ۱۳۸۹)، ساختار سرمایه (خواجوی و همکاران، ۱۳۸۹)، وقفه معاملاتی (قائمی و همکاران، ۱۳۹۰)، عملکرد (ودیعی و حسینی، ۱۳۹۱)، محافظه‌کاری (بولو و فلاح برندق، ۱۳۹۲)، ساختار دموکراسی و دیکتاتورمدار شرکت‌ها (خانی و افشاری، ۱۳۹۲)، هزینه نمایندگی و اعتبار هیئت مدیره (رضایی و حیدرزاده، ۱۳۹۳)، مدیریت سود (عباس‌زاده و همکاران، ۱۳۹۶)، کیفیت اطلاعات حسابداری (شمس‌الدینی و همکاران، ۱۴۰۱) متمرکز بوده‌اند و هنوز جنبه‌های کلان و گسترده‌تری مانند حمایت از سهامداران در تشریح رفتار بازدهی پوشش داده نشده است. دوم، با توجه به این که در بازار نوظهور ایران، پدیده بازده غیرعادی سهام منجر به مناقشه‌های زیادی در مورد نقش حمایت از سهامداران شده است، به نظر می‌رسد تحلیل تاثیر حمایت از سهامداران بر بازده غیرعادی در سطح شرکتی جذاب و مهم باشد. سوم، با توجه به این که حرکات قیمت سهام در بازارهای توسعه یافته و نوظهور تفاوت‌های معناداری با یکدیگر داشته و واکنش سهامداران خُرد و بازیگران قدرتمند شرکت نسبت به تغییرات بازدهی سهام متفاوت است، انتظار می‌رود تبیین بازده غیرعادی سهام به واسطه حمایت از سهامداران بتواند چنین تفاوت‌هایی را آشکار سازد. چهارم، با وجود این که در مقاطعی شاهد بهبود کارایی بازار سرمایه ایران بوده‌ایم، اما شواهد حاکی از آن است که همچنان کارایی این بازار در سطح ضعیف طبقه‌بندی می‌شود (سلیمی‌فر و شیرزور، ۱۳۸۹؛ دانیالی ده‌حوض و منصوری، ۱۳۹۱؛ عباسیان و ذوالفقاری، ۱۳۹۲؛ لک و همکاران، ۱۳۹۸) که زمینه جالبی را برای مطالعه نقش حمایت از سهامداران در بازده غیرعادی که یکی از نشانه‌های چنین سطح کارایی قلمداد می‌شوند، فراهم کند.

علاوه‌براین، برای ضرورت این پژوهش نیز می‌توان چندین جنبه متصوّر بود. اول، با توجه به ماهیت دولتی اقتصاد ایران و سازوکارهای ضعیف نظارتی و کنترلی برای حمایت از سهامداران، احتمال کمی وجود دارد تا منافع سهامداران خُرد در شرکت‌ها مورد تأکید ویژه قرار گیرد که سقوط شدید و اخیر بازار سرمایه در سال ۱۳۹۹ که همچنان ادامه دارد، گواه بر این مطلب است. دوم، انتظار می‌رود نارسایی‌های موجود در ساختار بنگاه‌های ایرانی مانند افشای ناکافی معاملات اشخاص وابسته (گزارش کمیته پذیرش و نظارت بر مؤسسات حسابرسی معتمد، ۱۳۹۹)، نرخ بالای تمرکز مالکیت و درصد سهام شناور آزاد پایین (دهقانی و همکاران،

۱۴۰۱)، کیفیت پایین حاکمیت شرکتی (گنجی و همکاران، ۱۴۰۱) موجب تضعیف حمایت از سهامداران شده و بازده غیرعادی سهام را تحت تأثیر قرار دهد. سوم، میزان شفافیت اطلاعات به عنوان یکی از معیارهای حمایت از سهامداران (بانک جهانی،۲۰۰۰) در اقتصاد ایران بسیار پایین بوده و همواره نگرانی‌هایی در این رابطه وجود دارد. به‌گونه‌ای که طبق آمار شفافیت بین‌الملل[۱۶] در سال ۲۰۲۱، ایران در بین ۱۸۰ کشور رتبه ۱۵۰ را داشته است. همچنین، حمایت از سهامداران یکی از ابعاد سنجش محیط کسب و کار[۱۷] بوده (بانک جهانی،۲۰۰۰) که طبق آمار اعلامی در سال ۲۰۲۰، کشور ایران رتبه ۱۲۷ را در بین ۱۹۰ کشور داشته است. این آمارها نشان می‌دهند که فاصله اطلاعاتی بین سهامداران زیاد بوده و وقوع بازده غیرعادی به واسطه تضعیف حمایت از سهامداران محتمل است. پنجم، ریزش‌های شدید بورس و اوراق بهادار ایران طی چندین مرحله (مانند سال‌های ۱۳۸۴، ۱۳۸۷، ۱۳۹۳ و ۱۳۹۹) این نگرانی اساسی را مطرح کرده است که سلب حقوق سهامداران خُرد در این بازار جدّی و امکان‌پذیر به نظر می‌رسد. پس، ضروری است تا واکنش بازده غیرعادی سهام به حمایت از سهامداران بررسی شود.

در ادامه، ساختار مقاله بدین صورت دنبال شده است. در ابتدا ادبیات و پیشینه پژوهش مورد واکاوی قرار گرفته و سپس روش‌شناسی پژوهش ارائه می‌شود و پس از تحلیل داده‌ها، در نهایت آزمون‌های تکمیلی، نتیجه‌گیری و پیشنهادهایی برگرفته از پژوهش بیان شده است.

۲- مبانی نظری و تدوین فرضیه

حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام

رهیافت نظری ارتباط بین حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام بر مبنای مفروضه معاملات اشخاص دارای اطلاعات محرمانه شکل گرفته است. به پیروی از این رویکرد، چارچوب تئوریکی پژوهش حاضر نیز با محوریت این مفروضه بنا شده تا رابطه منسجم و معنی‌داری بین حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام برقرار کند.

به طور کلی، می‌توان از دو دیدگاه ارتباط بین حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام را توضیح داد. در دیدگاه اوّل که منطبق با فرضیه نظارت[۱۸] است، به معاملاتی که منجر به وقوع بازده غیرعادی می‌شوند، به عنوان کانالی برای «استفاده از رانت» نگریسته شده و چگونگی ارتباط آن با انحراف آشکار سود شرکت از طریق دارندگان اطلاعات محرمانه مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. درمقابل، دیدگاه دیگری بر مبنای فرضیه رقیب[۱۹] شکل گرفته است که محتوای اطلاعاتی این گونه معاملات را از منظر حقوقی توضیح داده و به تبیین این که چگونه حمایت از سهامداران محیط اطلاعاتی شرکت‌ها را شکل داده و باعث تغییر در ادراک سهامداران نسبت به معاملات می‌شود، می‌پردازد (فیدرماچ و همکاران،۲۰۱۳: ۳).

حمایت از سهامداران، «استفاده از رانت» را توسط افرادی که دارای اطلاعات محرمانه شرکت هستند، محدود کرده و فرصت‌های کمتری را برای انحراف بازده فراهم می‌سازد. اگر دامنه انتفاع سهامداران خُرد گسترده و همه جانبه باشد و محدویت‌هایی برای اشخاصی که معاملات خود را مبتنی بر اطلاعات محرمانه انجام می‌دهند، ایجاد گردد، تقویت حمایت از سهامداران سبب می‌شود تا بازده کمتری برای چنین اشخاصی به واسطه این‌گونه معاملات تحقق یابد. در همین راستا، حمایت ضعیف از سهامداران منجر به پاسخگویی کمتر اشخاصی می‌شود که فعالیت‌های آنها تابع اطلاعات محرمانه شرکت است. چرا که در چنین وضعیتی، زمینه بیشتری برای این گروه از سهامداران فراهم می‌شود تا از طریق ایجاد کانالی برای «استفاده از رانت» و معاملات داخلی، منافع خود را تأمین نمایند. بنابراین، طبق فرضیه نظارت انتظار می‌رود که یک ارتباط منفی بین حمایت از سهامداران و سودآوری معاملات اشخاصی که به اطلاعات محرمانه شرکت دسترسی دارند، وجود داشته باشد. بر این اساس، فیدرماچ و همکاران (۲۰۱۳: ۳) طبق این فرضیه بیان داشته‌اند در کشورهایی که حمایت از سهامداران ضعیف‌تر است، بازده مثبت غیرعادی پس از معاملات خرید افزایش یافته و همچنین بازده منفی نیز در زمان فروش بیشتر می‌شود.

در مقابل، فرضیه رقیب استدلال می‌کند که اگر چه سازوکارهای حمایتی از سهامداران مانند یک ساختار حاکمیت شرکتی مطلوب، استخراج منافع خصوصی مدیران و سهامداران کنترلی را از طریق انحراف مستقیم سود محدود می‌کند، امّا منجر به تعدیل فعالیت‌های معاملاتی چنین اشخاصی نمی‌گردد. بنابراین، از آنجایی که این‌گونه اشخاص نمی‌توانند از انحراف مستقیم سود منتفع شوند، در نتیجه، معاملات داخلی یک منبع جایگزین برای استخراج ثروت برای آنها فراهم می‌کند. در مقابل، کشورهایی که دارای ساختار ضعیف حمایت از سهامداران هستند، فرصت‌های بیشتری برای انحراف مستقیم سود توسط افراد دارای اطلاعات محرمانه فراهم شده و انگیزه زیادی برای مشارکت در معاملات داخلی سودآور وجود ندارد. براین‌اساس، طبق این فرضیه انتظار می‌رود در شرایطی که حمایت از سهامداران ضعیف است، بازده غیرعادی (اعم از مثبت و منفی) پس از معاملات خرید و فروش، کاهش یابد (فیدرماچ و همکاران، ۲۰۱۳: ۳).

مبنای فرضیه‌های نظارت و محتوای اطلاعاتی، تبیین ارتباط بین حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام از منظر «استفاده از رانت» در معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه است. اگر چه این ادبیات نشان می‌دهد که چنین معاملاتی محرک اصلی بازده غیرعادی هستند، ولی تعدیلات قیمتی بزرگی که پس از این معاملات اتفاق می افتد نشان دهنده اخبار جدیدی است که از طریق این رویدادها به بازار منتقل شده و توسط آنها درک می‌شود (دانگ و همکاران[۲۰] ، ۲۰۲۱: ۵؛ علی و هرشلیفر[۲۱] ، ۲۰۱۷: ۷؛ گوپالان و جایارامان[۲۲] ، ۲۰۱۲: ۳). به عبارت دیگر، این معاملات نه تنها راهی برای انتقال ثروت هستند بلکه اطلاعات جدیدی نیز به بازار علامت

می‌دهند. بنابراین، حمایت از سهامداران نه تنها بر انگیزه این اشخاص برای مشارکت در چنین معاملاتی که ثروت خصوصی آنها را افزایش می‌دهد، تأثیر می‌گذارد، بلکه به شیوه علامت‌دهی که بازار از طریق آن تغییرات ارزش شرکت را دریافت می‌کند، بستگی دارد. در واقع چنین معاملاتی می‌توانند منبع ارزشمندی از اطلاعات در مورد چشم‌انداز رشد آتی شرکت‌ها باشند. به عنوان نمونه، بیلی و همکاران[۲۳] (۲۰۰۶: ۱۷۹) اعتقاد دارند در کشورهایی که حمایت از سهامداران قوی‌تر است، به طور کلی، عدم تقارن اطلاعاتی کمتر بوده و قیمت سهام اغلب به ارزش ذاتی نزدیکتر است. در هر حال، به نظر فیدرماچ و همکاران (۲۰۱۳: ۳) برای درک رابطه بین حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی لازم است به هر دو بُعد تأثیر این معاملات، یعنی استفاده از رانت و محتوای اطلاعاتی معاملات به طور همزمان توجه داشت.

در همین خصوص، مورک و همکاران[۲۴] (۲۰۰۰: ۲۲۰) بیان داشته‌اند که در اقتصادهای توسعه یافته، محتوای اطلاعاتی قیمت سهام که به وسیله تغییرات قیمتی خاص شرکت اندازه‌گیری می‌شود، رابطه مستقیمی با حمایت از سهامداران دارد. آنها همچنین استدلال می‌کنند در کشورهایی که حمایت ضعیف‌تری از سهامداران خُرد در برابر اشخاص دارای اطلاعات محرمانه وجود دارد، چالش‌هایی مانند تغییر سود بین‌شرکتی ممکن است از سودمندی اطلاعات خاص شرکت برای ریسک آربیتراژی بکاهد و مانع از اثرگذاری چنین اطلاعاتی در قیمت سهام گردد. چرا که آربیتراژکنندگان با آگاهی از این که پیش‌بینی بازده غیرعادی خاص شرکت دشوار است، منابع کمتری را برای پیش‌بینی آن سرمایه‌گذاری کرده که این منجر به کاهش اثرگذاری اطلاعات خاص شرکتی در قیمت سهام به ویژه در اقتصادهایی که معاملات پنهانی آسان‌تر است، می‌شود. دورنف و همکاران[۲۵] (۲۰۰۳: ۸۰۴) نیز نشان داده‌اند که تغییرات بیشتر بازده خاص شرکتی، در واقع بیانگر وجود اطلاعات بیشتر در قیمت سهام است که تأیید کننده این موضوع است که اشخاص دارای اطلاعات محرمانه، اغلب برای سلب مالکیت سایر سهامداران، از فعالیت‌های قابل مشاهده برای پنهان‌سازی واقعیت استفاده می‌کنند. در راستای چنین استدلالی، لیوز و همکاران[۲۶] (۲۰۰۳: ۵۱۰) به این نتیجه رسیده‌اند که در سطح کشوری، حمایت ضعیف‌تر از سهامداران با افزایش مدیریت سود در ارتباط است. به‌گونه‌ای که، فرناندز و همکاران[۲۷] (۲۰۰۹: ۴) اعتقاد داشته‌اند که تضعیف حمایت از سهامداران سبب می‌شود تا جبران خسارت توسط مدیران کاهش یابد.

جمع‌بندی پیشینه پژوهش

مرور پیشینه تجربی پژوهش‌ها نشان می‌دهد که شواهد اندکی در خصوص ارتباط بین حمایت از سهامداران و رفتار بازدهی سهام وجود دارد. عبیدالدین و همکاران[۲۸] (۲۰۲۰) به مطالعه تأثیر حمایت از سهامداران بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداخته‌اند. آنها در این پژوهش از شاخص ریسک دعاوی حقوقی به عنوان سنجه حمایت از سهامداران استفاده

کرده‌اند. آنها نشان داده‌اند که کاهش تهدید دعاوی حقوقی مشتقه، ریسک سقوط قیمت سهام را کمتر می‌کند و انباشت اطلاعات از طریق مدیریت سود، کانالی است که به واسطه آن ریسک دعاوی حقوقی بر ریسک سقوط قیمت سهام اثر می‌گذارد و با دعاوی حقوقی گروهی سهامداران تعدیل می‌شود. دیکین و همکاران[۲۹] (۲۰۱۷) نیز در یک مقایسه بین‌المللی، ارتباط بین حمایت از سهامداران و توسعه بازارهای مالی را مورد بررسی قرار داده‌اند. بخشی از یافته‌های آنها نشان داد که شواهد ضعیف و مبهمی از تأثیر مثبت حمایت از سهامداران بر ارزش بازار، ارزش معاملات سهام و نسبت گردش و همچنین تأثیر منفی بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام وجود دارد. همچنین، باساک و همکاران[۳۰] (۲۰۱۶) مطالعه‌ای با عنوان حمایت از سرمایه‌گذاران و قیمت دارایی‌ها انجام داده‌اند و بیان داشته‌اند، شواهد تجربی شایان توجهی وجود دارد که حمایت از سرمایه‌گذاران بر بازده و نوسان‌پذیری سهام و همچنین نرخ بهره تأثیر دارد. آنها مدلی برای قیمت‌گذاری دارایی‌ها تدوین کردند که نشان می‌دهد سهامداران کنترلی می‌توانند بخشی از بازده شرکت را به نفع خود منحرف کنند. زمانی که حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران کامل نباشد، سهام بیشتری در دست سهامداران کنترلی قرار می‌گیرد که این موضوع منجر به کاهش بازده سهام و نرخ بهره شده و نوسان‌پذیری بازده را افزایش می‌دهد. در همین راستا، فیدرماچ و همکاران (۲۰۱۳) نیز طی پژوهشی به بررسی ارتباط حمایت از سهامداران با بازده غیرعادی پس از گزارش خرید و فروش اشخاصی که به اطلاعات محرمانه شرکت دسترسی دارند، پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش نشان داد که بازده غیرعادی پس از معاملات اشخاصی که به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند، با حمایت از سهامداران در برابر سلب مالکیت توسط این اشخاص، که از فرضیه محتوای اطلاعاتی پشتیبانی می‌کند، همبستگی مثبت دارد. در پژوهش‌های داخلی نیز، مطالعه‌ای که به طور مستقیم ارتباط حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام را بررسی نماید، انجام نشده است و ادبیات غالب ناظر به ابعاد حسابداری و مالی در تشریح رفتار بازدهی سهام بوده‌اند. به عنوان نمونه، کردستانی و آشتاب (۱۳۸۹) به بررسی خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس پرداخته و چنین نتیجه گرفته‌اند که خطای پیش‌بینی سود منجر به افزایش بازده غیرعادی سهام می‌شود. قائمی و همکاران (۱۳۹۰) نیز به سنجش بازده غیرعادی سهام در شرایط وقفه معاملاتی پرداخته و نشان داده‌اند که بازده غیرعادی در شرکت‌های دارای سهام کم گردش و متوسط بالاتر است. همچنین، بولو و همکاران (۱۳۹۲) نیز بیان داشته‌اند که ارتباط منفی و معنادار بین محافظه‌کاری و بازده غیرعادی کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی وجود داشته که عدم تقارن اطلاعاتی بالا منجر به تشدید این رابطه می‌شود. علاوه‌براین، خانی و افشاری (۱۳۹۲) نیز در تحقیق خود چنین استدلال کرده‌اند که بین ساختار دموکراسی بنگاهی و بازده غیرعادی در بازار غیررقابتی رابطه معنادار وجود دارد. در همین راستا، رضایی و

حیدرزاده (۱۳۹۳) نیز نشان داده‌اند که هزینه نمایندگی با بازده غیرعادی انباشته رابطه منفی و معنادار داشته و تأثیر عناصر اعتبار هیئت مدیره بر آنها معنادار است. عباس‌زاده و همکاران (۱۳۹۶) نیز در مطالعه خود بیان داشته‌اند که دستکاری فعالیت‌های واقعی به واسطه مدیریت سود با بازده غیرعادی سهام در سال آینده رابطه معنادار دارد. شمس‌الدینی و همکاران (۱۴۰۱) به شواهدی دست یافته‌اند که در آن تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر بازده غیرعادی انباشته مثبت بوده و سهامداران نهادی و حجم معاملات سهام منجر به تضعیف این رابطه شده‌اند.

تدوین فرضیه

با توجه به زمینه نظری و پیشینه تجربی پیش گفته، انتظار می‌رود زمانی که سطح حمایت از سهامداران در سطح شرکتی قوی باشد قیمت‌ها آگاهی‌بخش بوده و تعدیلات کمتری در قیمت سهام رخ داده و وقوع بازده‌های غیرعادی کاهش یابد. در مقابل، سطح ضعیف حمایت از سهامداران سبب می‌شود تا فرصت‌های بیشتری برای انحراف قیمت‌ها ایجاد شده و اطلاعات سودمند و معتبری برای کشف قیمت در دسترس سهامداران قرار نگیرد. بر این اساس و با توجه به اهمیت بازده غیرعادی سهام از دید مدیران، سهامداران کنترلی و سرمایه‌گذاران به لحاظ شناخت میزان تأثیر حمایت از سهامداران بر آن، پرسش اصلی پژوهش حاضر به این صورت قابل طرح است: آیا حمایت از سهامداران بر بازده غیرعادی سهام اثر دارد؟ با توجه به این پرسش و همچنین چارچوب نظری پیش گفته، فرضیه این پژوهش بدین صورت تدوین شده است:

فرضیه: حمایت از سهامداران بر بازده غیرعادی سهام تأثیر منفی و معنادار دارد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

گردآوری داده ها و نحوه بررسی شرکت‌های منتخب

جدول (۱) فرآیند انتخاب شرکت‌ها و پراکندگی صنایع را نشان می‌دهد. داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز از گزارش‌های مالی سالیانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۹ و از پایگاه‌های اطلاعاتی کدال، کتابخانه مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گردآوری شده‌اند. همچنین، داده‌های مربوط به محاسبه بازده غیرعادی سهام نیز از پایگاه اطلاعاتی مرکز پردازش اطلاعات مالی شرکت مدیریت فناوری بورس تهران (Fipiran.com) استخراج شده و شرکت‌هایی که بیش از سه ماه وقفه معاملاتی داشته‌اند، حذف شده‌اند. در پایان، ۱۶۶ شرکت و ۲۴۹۰ مشاهده (سال- شرکت) غربال شده و به تجزیه و تحلیل آنها پرداخته شده است. فرضیه پژوهش نیز با استفاده از روش پنل نامتوازن[۳۱] و حداقل مربعات معمولی مورد آزمون قرار گرفته است.

جدول ۱. فرآیند انتخاب شرکت‌ها و پراکندگی شرکت‌ها بر اساس صنایع

ردیف	محدودیت اعمال شده	مشاهده	شرکت
	بخش (الف) فرآیند انتخاب شرکت‌ها		
۱	تعداد کل شرکت‌ها تا پایان سال ۱۳۹۹	۶۸۷۰	۴۵۸
۲	شرکت‌هایی که تغییر سال مالی یا فعالیت داشته‌اند	(۷۰۵)	(۴۷)
۳	شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش فعالیت نداشته یا خارج شده‌اند	(۱۰۰۵)	(۶۷)
۴	شرکت‌های عضو گروه مالی، واسطه گری، بانک و بیمه	(۸۸۵)	(۵۹)
۵	شرکت‌هایی که پایان سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند نیست	(۱۷۸۵)	(۱۱۹)
	نمونه نهایی	۲۴۹۰	۱۶۶
	بخش (ب) پراکندگی شرکت‌ها بر اساس نوع صنعت	**تعداد**	**درصد**
صنعت۱	محصولات کانی غیرفلزی، سیمان، کاشی و سرامیک، معادن غیرفلزی و استخراج معادن	۳۱	٪۱۹
صنعت۲	خودرو و ساخت قطعات	۲۷	٪۱۶
صنعت۳	استخراج کانی فلزی، ساخت محصولات فلزی، فلزات اساسی	۲۷	٪۱۶
صنعت۴	مواد و محصولات دارویی	۲۰	٪۱۲
صنعت۵	پتروشیمی، فرآورده‌های نفتی، محصولات شیمیایی، لاستیک و پلاستیک	۱۸	٪۱۱
صنعت۶	مواد غذایی(شامل قند و شکر)	۱۵	٪۹
صنعت۷	ماشین‌آلات، دستگاه‌های برقی، وسایل اندازه‌گیری، پزشکی و اپتیکی، رایانه	۱۵	٪۹
صنعت۸	سایر صنایع	۱۳	٪۸
جمع		۱۶۶	٪۱۰۰

تدوین مدل و اندازه‌گیری متغیرها

در این پژوهش جهت آزمون فرضیه از مدل تعدیل شده فدرماچ و همکاران (۲۰۱۳) که طبق مدل (۱) برآورد می‌شود، استفاده شده است.

مدل(۱)

$$ABR = \beta_0 + \beta_1 SPI + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT + \beta_4 QTOBIN + \beta_5 ROA + \beta_6 EM + \beta_7 SALE + \beta_8 CPI + \beta_9 ROL + \beta_{10} IOWN + \beta_{11} CONC + \beta_{12} AC + YEAR + INDUSTRY$$

در ادامه، چگونگی اندازه‌گیری متغیرهای مدل (۱) ارایه می‌شود.

بازده غیرعادی سهام

در بخش ادبیات پژوهش، ارتباط بین حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام بر مبنای معاملات اشخاصی که به اطلاعات محرمانه شرکت دسترسی دارند، مستند شده است. از آنجایی که در بازار ایران، دسترسی به معاملات اشخاصی که به اطلاعات محرمانه شرکت دسترسی دارند، بسیار مشکل و یا حتی غیرممکن بوده است، در نتیجه از معیار تغییر مالکیت سهامداران نهادی طی سال در بنگاه‌ها به عنوان شرکت‌های مشکوک به معاملات پنهانی استفاده شد. یعنی، شرکت‌هایی که سهامداران نهادی آنها در هیئت مدیره دارای نماینده بوده‌اند، و در طی سال تغییر در مالکیت داشته‌اند، انتخاب شده و ارتباط بازده غیرعادی این شرکت‌ها با حمایت از سهامداران از طریق پنل نامتوازن آزمون شد.

به طور کلی، بازده غیرعادی به عایدی (زیان) پیش‌بینی نشده اما ایجاد شده سهام اشاره دارد. به عبارت دیگر، بازده‌ای است که تفاوت بازده مورد انتظار و بازده واقعی را توضیح می‌دهد. بنابراین، برای سنجش بازده غیرعادی نخست باید به تخمین بازده مورد انتظار پرداخت که

مرور ادبیات مالی و حسابداری نشان می‌دهد این پدیده توسط مدل‌های مختلفی مانند مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (شارپ،۱۹۶۰)، مدل بازار (فاما و همکاران، ۱۹۶۹)، مدل ضرایب تجمیعی[۳۲] (دیمسون، ۱۹۷۹) و مدل جداسازی بوریج- نلسون[۳۳] (۱۹۸۱) قابل اندازه‌گیری است. در مدل CAPM فرض بر این است که بازده مورد انتظار یک دارایی خاص، تابع خطی از کوواریانس آن و بازده پرتفوی بهینه است. محدودیت این مدل، برآورد بازده بدون ریسک برای تخمین بازده مورد انتظار و تعیین پرتفوی بهینه است. از سوی دیگر، سنجش بازده مورد انتظار طبق مدل بازار این مزیت را دارد که ریسک سیستماتیک را در نظر گرفته و یک رابطه خطی پایدار بین بازده بازار و بازده سهام را توضیح می‌دهد. این در حالی است که مدل ضرایب تجمیعی بر مبنای این مفروضه قرار دارد که اگر اطلاعات بازدهی مدل بازار به دلایلی مانند حجم معاملات پایین و بسته بودن نماد در دسترس نباشد، با خطای سوگیری مواجهه بوده و ریسک سیستماتیک را کمتر از واقع برآورد می‌کند. به همین جهت، در مدل ضرایب تجمیعی سهام حداقل در هر t دوره، باید n بار مورد معامله قرار گیرد. همچنین، مدل جداسازی نیز یک مدل پیش‌بینی سری زمانی برای کشف ارزش واقعی داده‌های غیر قابل دسترس و استفاده از مقادیر جدید برای تخمین مدل بازار است (گانیستیو و همکاران، ۲۰۲۱: ۳؛ گارتوال و لاندال، ۲۰۲۰: ۱۴؛ ما، ۲۰۰۹: ۲۴۳).

با توجه به آنچه که گفته شد، در این پژوهش به دلایل زیر از مدل بازار برای سنجش بازده مورد انتظار استفاده شده است:

❋ از آنجایی که تخمین بازده مورد انتظار در مدل CAPM به بازده بدون ریسک نیاز دارد و به طور معمول از نرخ بازده اوراق منتشره دولتی استفاده می‌شود، ما (۲۰۰۹) معتقد است زمانی که بازار مربوط به اوراق دولتی توسعه نیافته است، نرخ بهره بدون ریسک بهینه‌ای برای بکارگیری در این مدل وجود نداشته و دارای خطای برآورد می‌باشد.

❋ با توجه به این که میزان توقف نمادها در بورس ایران به دلایل مختلف بالا می‌باشد، هاسر و همکاران (۲۰۰۶: ۱۶) اعتقاد دارند که توقف نماد اصلاح قیمت‌ها را به تأخیر انداخته و نوسان معاملات بعد از بازگشایی را افزایش می‌دهد. این شرایط منجر به انباشت اطلاعات در یک زمان خاص شده و واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران و به دنبال آن، نوسان بازده غیرعادی سهام را به همراه دارد. بر این اساس، بکارگیری مدل ضرایب تجمیعی نیز با استناد به مفروضه‌های آن مانند حداقل تعداد معاملات در هر دوره، امکان‌پذیر نبوده است.

بنابراین و برمبنای آن چه که گفته شد، برای اندازه‌گیری بازده غیرعادی سهام، ابتدا بر اساس مدل بازار، بازده مورد انتظار طبق مدل (۲) برآورد می‌شود:

مدل (۲)

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_i$$

که در آن R_{it} نرخ بازدهی روزانه؛ α مقدار ثابت؛ β_i: عامل بتا به عنوان معیار ریسک سیستماتیک و R_{mt}: بازده بازار در دوره t است. برای اندازه‌گیری بازده مورد انتظار بدین صورت عمل شده که ابتدا ضرایب α و β در سطح سال- شرکت به روش حداقل مربعات معمولی برآورد گردیده است. سپس، بازده مورد انتظار هر شرکت از حاصل‌ضرب میانگین آنها در بازده بازار به تفکیک هر سال–شرکت سنجیده شده است.

پس از تخمین بازده مورد انتظار، طبق رابطه (۱) بازده غیرعادی برابر است با:

رابطه (۱)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

که در آن AR_{it}: بازده غیرعادی سهام؛ R_{it}: بازده واقعی شرکت و $E(R_{it})$: بازده مورد انتظار شرکت i در دوره t می‌باشد.

شاخص حمایت از سهامداران

در این پژوهش، جهت اندازه‌گیری حمایت از سهامداران در سطح شرکتی از شاخص ترکیبی فقیه و فخاری (۱۴۰۱) استفاده شده است. این شاخص که با استفاده از تحلیل تشخیصی[۳۴] به برآورد بهترین معیارهای متمایزکننده بر مبنای تعیین گروه‌ها پرداخته و به میزان کافی تفاوت‌های گروهی را نمایش می‌دهد، حدآستانه‌ای مشخصی را برای تفکیک شرکت‌ها به دو گروه حمایت و عدم حمایت از سهامداران تعیین کرده است. آنها نشان داده‌اند که شاخص ترکیبی پیشنهادی حمایت از سهامداران در مقایسه با رویکردهای تک‌بُعدی که به سنجش میزان رعایت حقوق سهامداران پرداخته‌اند، احتمال تشخیص بهتری را فراهم می‌سازد. طبق این شاخص، قاعده تصمیم‌گیری برای تشخیص حمایت یا عدم حمایت از سهامداران در سطح شرکتی بدین صورت است که نخست، مقادیر متغیرها در مدل (۴) منظور می‌شوند تا حاصل آن برای هر سال- شرکت محاسبه شود. در مرحله بعد و به منظور تفکیک شرکت‌ها به دو گروه حمایت و عدم حمایت از سهامداران، از مقدار بحرانی برای طبقه‌بندی شرکت‌ها در گروه‌ها یعنی ۰/۴۴۴ استفاده شده است. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که مقدار آنها کمتر از نقطه بحرانی باشد، بیانگر حمایت از سهامداران و برای آنها عدد یک منظور شده و در مقابل، مقادیر پایین‌تر از نقطه بحرانی نمایانگر شرکت‌هایی هستند که عدم حمایت از سهامداران در آنها به وقوع پیوسته و عدد صفر به آن اختصاص یافته است (فخاری و فقیه، ۱۴۰۱). با توجه به حد آستانه بالا، تعداد ۷۲ شرکت (۱۰۸۰ مشاهده) در گروه حمایت از سهامداران و ۹۴ شرکت (۱۴۱۰ مشاهده) در گروه عدم حمایت از سهامداران طبقه‌بندی شده‌اند. مدل (۳) ضرایب شاخص ترکیبی طبق روش تحلیل تشخیصی را نشان می‌دهد.

مدل(۳)

$$SPI = 0/520\,DIV - 0/251\,InterCorLoan - 0/038\,Synch - 0/017\,DiscRank - 0/320\,Lawsuit + 0/077\,AQ + 0/059\,CGQ - 0/697\,RPT - 0/335\,STOWN$$

که در این تابع، متغیرها عبارتند از:

SPI: شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران.

InterCorLoan: وام‌های بین‌گروهی که برابر است با مجموع طلب از شرکت‌های گروه و سایر حساب‌های دریافتنی.

Synch: همزمانی قیمت سهام؛ این متغیر در دو مرحله اندازه‌گیری می‌شود. در مرحله اول، بازده هفتگی خاص برای هر شرکت i در صنعت k در هفته t به‌طور جداگانه با استفاده از مدل بازار طبق مدل (۴) اندازه‌گیری می‌شود:

مدل(۴) $$r_{ikt} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \lambda_i r_{kt} + \varepsilon_{it}$$

که در آن: r_{ikt} برابر با بازده سهام شرکت i در صنعت k در هفته t، r_{mt} برابر است با میانگین بازده بازار در هفته t و r_{kt} برابر است با بازده صنعت در هفته t. در مرحله دوم، همزمانی قیمت سهام با استفاده از ضریب تعیین بدست آمده (R^2) برای هر شرکت در مرحله یک طبق رابطه (۲) محاسبه می‌شود:

رابطه (۲) $$SYNCH = \log(R^2/1 - R^2)$$

DiscRank: کیفیت افشاء و شفافیت که از رتبه افشا و اطلاع‌رسانی شرکت‌ها بر اساس اعلام سازمان بورس و اوراق بهادار استفاده شده است.

Lawsuit: دعاوی حقوقی یک متغیر مجازی بوده و اندازه‌گیری آن بدین‌صورت است که در شرایط وجود دعاوی قانونی علیه شرکت در ۳ سال گذشته، مقدار یک و در غیر این‌صورت صفر منظور می‌شود.

AQ: کیفیت حسابرسی که جهت سنجش آن از معیار تجدید ارائه صورت‌های مالی استفاده شده است. بدین ترتیب، «صدور گزارش حسابرسی تعدیل نشده در سال مالی قبل و تجدید ارائه صورت‌های مالی در سال جاری» ملاک تعیین کیفیت حسابرسی بوده که عدم وجود این خطا بیانگر کیفیت حسابرسی و مقدار یک و در غیر این صورت، صفر منظور شده است.

CGQ: کیفیت حاکمیت شرکتی که برای اندازه‌گیری آن از چک‌لیست دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران استفاده شده است. بدین منظور، ۱۷ گویه از پرسش‌های چک‌لیست که اطلاعات مربوط به آن‌ها در دوره زمانی پژوهش قابل گردآوری بوده و افشا شده‌اند، برای تکمیل و اندازه‌گیری کیفیت حاکمیت شرکتی مورد استفاده قرار گرفته‌اند که عبارت‌اند از: هیئت‌مدیره (شامل ۱۰ گویه)، وظایف و مسئولیت‌های هیئت‌مدیره (شامل ۴ گویه)، مجمع عمومی صاحبان سهام (شامل ۲ گویه) و پاسخ‌گویی و افشا (شامل ۱ گویه).

RPT: معاملات اشخاص وابسته که مبلغ آن طبق یادداشت‌های توضیحی محاسبه شده و جهت استانداردسازی بر مبلغ فروش تقسیم شده‌اند.

STOWN: مالکیت دولتی که برای اندازه‌گیری آن از مجموع سهام در تملک دولت، شرکت‌های دولتی و نهادهای شبه‌دولتی استفاده شده است.

DIV: تقسیم سود که نحوه سنجش آن بدین صورت است که اگر شرکت بیش از ۱۰ درصد سود پرداخت کند، مقدار یک و در غیر این‌صورت صفر منظور می‌شود.

متغیرهای کنترلی

در این پژوهش متغیرهای کنترلی در سه گروه ویژگی‌های شرکتی (اندازه، نسبت بدهی، نرخ بازده دارایی‌ها، نسبت کیوتوبین، مدیریت سود، نرخ رشد فروش، هزینه نمایندگی)، ویژگی‌های مالکیتی (سهامداران عمده و سهامداران نهادی) و ویژگی‌های اقتصاد کلان (نرخ تورم و حاکمیت قانون) طبقه‌بندی شده‌اند که به همراه متغیرهای سال و صنعت، جهت توضیح بازده غیرعادی سهام مورد استفاده قرار گرفته که نحوه اندازه‌گیری آنها بدین صورت است:

SIZE: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم مجموع دارایی‌ها؛

DEBT: نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها؛

ROA: نرخ بازده دارایی‌ها که برابر است با نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها؛

Q-Tobin: لگاریتم نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی به مجموع دارایی‌های شرکت؛ EM: مدیریت سود که از طریق اقلام تعهدی اختیاری و بر مبنای مدل مک‌نیکولز (۲۰۰۲) اندازه‌گیری شده است. فقیه و مؤتمنی (۱۴۰۰) در پژوهش خود نشان داده‌اند که این مدل از وضعیت مطلوب‌تری نسبت به سایر مدل‌های سنجش مدیریت سود در شرکت‌های ایرانی برخوردار است. طبق مدل (۵)، باقیمانده مدل مک–نیکولز به طور جداگانه در سطح هر صنعت و هر سال برآورد گردیده و به عنوان اقلام تعهدی اختیاری و معیار مدیریت سود در نظر گرفته شده است:

مدل (۵)

$$TA_{it}/A_{it-1} = \beta_0(1/A_{it-1}) + \beta_1(\Delta REV_{it}/A_{it-1}) + \beta_2(PPE_{it}/A_{it-1}) + \beta_3(CFO_{it}/A_{it-1}) + \beta_4(CFO_{it-1}/A_{it-1})\beta_5(CFO_{it+1}/A_{it-1}) + \varepsilon$$

SALE: نرخ رشد فروش شرکت؛

IOWN: درصد تملّک سهامداران نهادی شامل بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی؛ CONC: سهامداران عمده که برابر است با مجموع درصد تملّک سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام را در اختیار دارند؛ ROL: انتظار می‌رود هر چه کیفیت حاکمیت قانون بالاتر باشد، وقوع بازده غیرعادی سهام نیز کاهش یابد (هاگارد،۲۰۱۰: ۳؛ حسن،۲۰۱۰: ۴). در این پژوهش، داده‌های مربوط به شاخص حاکمیت قانون از سایت شاخص‌های حکمرانی بانک جهانی[۳۵] گردآوری شده است. بر این اساس، برآورد امتیاز کشور ایران در شاخص کل طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۹ (۲۰۰۶ تا ۲۰۲۰) به عنوان معیار حاکمیت

قانون در نظر گرفته شده است. دامنه این برآورد از ۲/۵- تا ۲/۵+ بوده که طبق این برآورد، امتیاز کشورها به درصد برگردانده می‌شوند. بر این اساس، هر چه مقدار آن بزرگتر باشد، بیانگر جایگاه بالاتر حاکمیت قانون در آن کشور می‌باشد. همچنین، شاخص حاکمیت قانون در کشورمان طی بازه زمانی پژوهش مثبت نبوده و همواره برآورد منفی را ثبت نموده است. همچنین بهترین و بدترین امتیاز این شاخص به ترتیب ۰/۶۷- و ۱/۰۵- بوده که مربوط به سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۳ می‌باشد.

CPI: سینگ و پادماکوماری (۲۰۲۰) معتقدند که بازده غیرعادی سهام نسبت به نرخ تورم واکنش مثبت نشان می‌دهد. در این پژوهش، شاخص سطح عمومی قیمت‌ها که بر اساس شاخص کل بهای کالاها و خدمات مصرفی در مناطق شهری ایران اندازه‌گیری شده است، به عنوان مبنای محاسبه نرخ تورم در نظر گرفته شده است.

AC: هزینه نمایندگی که برابر است با نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به مجموع دارایی‌ها؛

ΣYEAR: اثر سال و ΣINDUSTRY: اثر صنعت.

۴- یافته‌ها

آمار توصیفی

جدول (۲) که دربرگیرنده آمار توصیفی متغیرها می‌باشد، نشان می‌دهد که میانگین و میانه بازده غیرعادی سهام به ترتیب ۰/۰۱ و ۰/۰۰۸ بوده که به طور متوسط انحراف این اقلام با میانگین (انحراف معیار) ۰/۰۵ است. همچنین، مقدار میانگین بازده غیرعادی نشان می‌دهد که بازده واقعی بیش از بازده مورد انتظار شرکت‌های نمونه است. میانگین برآورد متغیر حاکمیت قانون در ایران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۹ به میزان ۰/۸۹ بوده است. با توجه به دامنه برآورد (از ۲/۵- تا ۲/۵+)، شاخص حاکمیت قانون در ایران وضعیت مطلوبی ندارد. میانگین هزینه نمایندگی نیز ۰/۴۷ بوده و حاکی از آن است که شرکت‌ها تمایل دارند بخشی از وجوه نقد را در مخارج سرمایه‌ای به دلیل قابلیت رهگیری کمتر، استفاده نمایند. نسبت Q توبین نیز با میانگین ۱/۷ که بزرگتر از مقدار یک می‌باشد، از وجود فرصت‌های رشد در شرکت‌ها نمونه حکایت دارد. به طور کلی نتایج آمار توصیفی نشان می‌دهد که میانگین و میانه متغیرها به یکدیگر نزدیک بوده و انحراف معیار پایینی دارند. بنابراین، می‌توان گفت که توزیع داده‌ها به طور تقریبی نرمال است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	علامت اختصاری	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
بازده غیرعادی سهام	ABR	۰/۰۱۱	۰/۰۰۸	۱/۹۸۷	-۰/۵۶۴	۰/۰۵۳
حاکمیت قانون	ROL	-۰/۸۹۱	-۰/۹۲۳	-۰/۶۷۹	-۱/۰۵۶	۰/۱۲۳
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۱۵	۰/۰۹۸	۰/۶۳۱	-۰/۵۰۹	۰/۱۳۳
نسبت کیوتوبین	QTOBIN	۱/۷۴۶	۱/۴۹۹	۵/۴۶۱	۰/۰۲۰	۰/۸۹۵
سطح عمومی قیمت‌ها	CPI	۱/۷۹۵	۱/۸۵۱	۲/۴۰۲	۱/۲۵۴	۰/۳۴۳
نسبت بدهی	DEBT	۰/۵۴۳	۰/۵۶۰	۰/۸۷۸	۰/۰۱۳	۰/۱۸۳
مدیریت سود	EM	۰/۱۰۱	۰/۰۶۹	۵/۴۷۲	۰	۰/۱۷۹
هزینه نمایندگی	AC	۰/۴۷۰	۰/۴۲۴	۰/۸۹۲	۰	۰/۱۹۲
تمرکز مالکیت	CONC	۰/۳۸۳	۰/۳۳۳	۰/۹۲۵	۰	۰/۲۴۴
نرخ رشد فروش	SALE	۰/۱۵۷	۰/۱۴۵	۴/۶۵۱	-۵/۹۴۹	۰/۵۱۰
اندازه شرکت	SIZE	۶/۰۷۷	۵/۹۹۲	۸/۷۰۸	۴/۲۶۵	۰/۷۰۹
سهامداران نهادی	IOWN	۰/۵۱۶	۰/۵۹۰	۰/۹۲۱	۰	۰/۳۱۰

همچنین، آمار توصیفی مربوط به متغیر گسسته شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران نیز در جدول (۳) ارایه شده که بیانگر این است تعداد ۷۲ شرکت (۱۰۸۰ مشاهده) در گروه حمایت از سهامداران و ۹۴ شرکت (۱۴۱۰ مشاهده) در گروه عدم حمایت از سهامداران طبقه‌بندی شده‌اند.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیر گسسته

نام متغیر	علامت اختصاری	فراوانی		درصد	
		یک	صفر	یک	صفر
شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران	SPI	۱۰۸۰	۱۴۱۰	٪۴۳	٪۵۷

همچنین، همبستگی بین متغیرهای پژوهش طبق جدول (۴) بیانگر این است همبستگی بین شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران با بازده غیرعادی سهام منفی است. همچنین با توجه به این که همبستگی بین متغیرهای توضیحی کمتر از ۰/۷ است، می‌توان چنین استنباط نمود که همخطی بین آنها وجود نداشته که همسو با نتایج عامل تورم واریانس می‌باشد.

جدول ۴. ماتریس همبستگی بین شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام

متغیر	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰	۱۱	۱۲	۱۳
۱. بازده غیرعادی	۱												
۲. شاخص ترکیبی SPI	-۰/۰۵	۱											
۳. اندازه شرکت	-۰/۰۱	۰/۰۷	۱										
۴. نرخ رشد فروش	۰/۰۳	۰/۰۲	۰/۱۲	۱									
۵. حاکمیت قانون	۰/۰۱	-۰/۰۲	۰/۲۵	۰/۰۶	۱								
۶. نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۰۲	۰/۰۷	۰/۱۱	۰/۱۳	-۰/۰۸	۱							
۷. نسبت کیوتوبین	۰/۲۵	۰/۰۱	-۰/۰۳	۰/۰۲	۰/۰۱	۰/۰۱	۱						
۸. سهامداران نهادی	۰/۰۷	۰/۰۸	۰/۰۵	۰/۰۱	۰/۰۴	۰/۰۶	۰/۰۲	۱					
۹. مدیریت سود	۰/۱۱	۰/۰۳	-۰/۰۲	۰/۰۴	۰/۰۳	۰/۰۶	-۰/۰۱	۰/۰۲	۱				
۱۰.نسبت بدهی	۰/۰۱	-۰/۰۵	-۰/۰۴	-۰/۰۵	-۰/۰۵	-۰/۳۸	۰/۰۱	-۰/۰۲	-۰/۰۳	۱			
۱۱.شاخص سطح عمومی	۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۳۹	۰/۱۵	۰/۵۸	-۰/۰۴	-۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۰۲	-۰/۰۷	۱		
۱۲.تمرکز مالکیت	۰/۰۴	۰/۰۵	-۰/۰۵	۰/۰۱	-۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۰۱	۰/۳۶	۰/۰۴	-۰/۰۳	-۰/۰۱	۱	
۱۳.هزینه نمایندگی	-۰/۰۱	-۰/۰۳	۰/۰۱	-۰/۰۴	-۰/۰۲	-۰/۱۱	۰/۰۱	-۰/۰۲	-۰/۰۳	-۰/۰۳	-۰/۰۹	-۰/۱۳	۱

آزمون فرضیه

قبل از اینکه به تجزیه و تحلیل فرضیه پرداخته شود، نتایج برازش مدل پس از کنترل اثرات سال و صنعت نشان می‌دهد که آماره F در سطح اطمینان ۹۹ درصد حاکی از معناداری کلی مدل بوده و مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نیز بیانگر این است که ۰/۴۹ از تغییرات بازده

غیرعادی سهام توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌شوند. علاوه‌براین، آماره عامل تورم واریانس نیز برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۱۰ بوده که حاکی از نبود وجود همخطی و در راستای یافته‌های مربوط به همبستگی متغیرهاست.

همانگونه که نتایج جدول (۵) نشان می‌دهد، ضریب متغیر شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران -۰/۷۵ و معنادار بوده است. این مقدار نشان می‌دهد که به ازای یک واحد تغییر در شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران، بازده غیرعادی سهام شرکت‌هایی که تغییر مالکیت سهامداران نهادی در آنها رخ داده است، به میزان ۰/۷۵ واحد در جهت معکوس تغییر می‌یابد. به بیان دیگر، زمانی که سطح حمایت از سهامداران در سطح شرکتی قوی باشد، قیمت‌ها آگاهی‌بخش بوده و تعدیلات کمتری در قیمت سهام رخ داده و وقوع بازده غیرعادی کاهش می‌یابد.

در رابطه با متغیرهای کنترلی یافته‌ها بدین صورت بوده است که اندازه شرکت منجر به کاهش بازده غیرعادی سهام می‌شود که منطبق با فرضیه هزینه سیاسی است. همچنین نتایج نشان که هر چه نسبت کیوتوبین بالاتر باشد، بازده غیرعادی سهام نیز افزایش می‌یابد. در تفسیر این نتیجه می‌توان گفت، شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بالاتری دارند، نوسان بازدهی بیشتری داشته و وقوع بازده‌های غیرعادی محتمل‌تر است. از سوی دیگر، مدیریت سود نیز با بازده غیرعادی سهام رابطه مثبت و معنادار دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که ممکن است اقلام تعهدی اختیاری به عنوان ابزار مدیران برای کسب بازده غیرعادی مورد استفاده قرار گیرد.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	آماره VIF
شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران	-۰/۷۵۱۹	۰/۲۹۰۵	-۲/۵۸۸۴	۰/۰۰۹۷	۱/۰۱۸
اندازه شرکت	-۱/۵۰۵۶	۰/۳۸۵۰	-۳/۹۱۰۴	۰/۰۰۰۱	۱/۲۲۵
نرخ رشد فروش	-۰/۱۸۶۹	۰/۱۴۸۲	-۱/۲۶۱۲	۰/۲۰۷۳	۱/۰۴۹
حاکمیت قانون	۰/۸۴۵۴	۰/۶۲۹۶	۱/۳۴۲۷	۰/۱۷۹۵	۱/۵۲۸
نرخ بازده دارایی‌ها	۱/۷۱۳۵	۰/۹۱۳۴	۱/۸۷۵۸	۰/۰۶۰۸	۱/۲۵۶
نسبت Q توبین	۰/۷۶۱۵	۰/۱۲۹۸	۵/۸۶۴۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۲
مدیریت سود	۰/۴۵۱۶	۰/۰۶۷۲	۶/۷۱۴۳	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۸
نسبت بدهی	۰/۸۰۱۳	۰/۶۲۶۴	۱/۲۷۹۰	۰/۲۰۱۰	۱/۱۹۵
شاخص سطح عمومی قیمت‌ها	-۰/۳۴۰۰	۰/۴۱۱۱	-۰/۸۲۷۱	۰/۴۰۸۲	۱/۷۳۰
تمرکز مالکیت	۰/۸۳۴۸	۰/۷۰۴۰	۱/۱۸۵۸	۰/۲۳۵۸	۱/۱۷۵
هزینه نمایندگی	۰/۵۶۱۲	۰/۷۴۷۵	۰/۷۵۰۸	۰/۴۵۲۸	۱/۰۵۴
مقدار ثابت	-۷/۵۵۱۱	۱/۹۲۵۲	-۳/۹۲۲۲	۰/۰۰۰۱	-
ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۴۹		آماره F ۱۵/۰۵۱		احتمال آماره F ۰,۰۰۰۰	
اثر صنعت کنترل شد		اثر سال کنترل شد			

آزمون‌های تکمیلی

تحلیل حساسیت

همان‌گونه که نتایج نشان داد، حمایت از سهامداران منجر به کاهش بازده غیرعادی سهام در شرکت‌هایی شده که مالکیت سهامداران نهادی آنها در طی سال تغییر داشته است. از آنجایی که چنین تغییر مالکیتی ممکن است کلیت بازار را نیز تحت تأثیر قرار دهد، به همین جهت، برای تقویت یافته‌ها، فرضیه پژوهش برای همه شرکت‌ها (اعم از این که مالکیت نهادی آنها تغییر داشته است یا خیر) نیز مورد آزمون قرار گرفته است. همان‌طور که نتایج در جدول (۶) نشان می‌دهد ارتباط بین حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام منفی و معنادار بوده که در راستای یافته‌های اصلی پژوهش است. همچنین متغیرهای کنترلی سهامداران نهادی و تمرکز مالکیت به عنوان ویژگی‌های مالکیتی نیز به ترتیب رابطه مثبت و منفی با بازده غیرعادی سهام داشته‌اند. ترکیب این نتایج نشان می‌دهد که ساختار مالکیت، یکی از عوامل تاثیرگذار بر وقوع بازده غیرعادی سهام در بازار ایران محسوب می‌شوند.

جدول ۶. نتایج آزمون تحلیل حساسیت

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران	-۱/۴۸۹۸	۰/۶۵۰۰	-۲/۲۹۱۹	۰/۰۲۲۰
اندازه شرکت	-۱/۶۶۹۷	۰/۷۰۲۷	-۲/۳۷۵۸	۰/۰۱۷۶
نرخ رشد فروش	۰/۲۰۲۹	۰/۲۲۸۲	۰/۸۸۹۰	۰/۳۷۴۱
حاکمیت قانون	۱/۰۴۲۷	۰/۸۲۲۱	۱/۲۶۸۲	۰/۲۰۴۸
نرخ بازده دارایی‌ها	۱/۶۳۲۷	۱/۵۷۱۸	۱/۰۳۸۷	۰/۲۹۹۰
نسبت Q توبین	۱/۵۷۴۶	۰/۲۴۰۵	۶/۵۴۵۳	۰/۰۰۰۰
سهامداران نهادی	۱/۳۹۵۴	۰/۶۲۱۸	۲/۲۴۳۹	۰/۰۲۴۹
مدیریت سود	۱/۵۰۳۲	۰/۳۱۷۴	۴/۷۳۴۹	۰/۰۰۰۰
نسبت بدهی	-۰/۲۴۳۰	۱/۰۶۲۶	-۰/۲۲۸۶	۰/۸۱۹۱
شاخص سطح عمومی قیمت‌ها	-۰/۰۱۱۲	۰/۵۸۱	-۰/۰۱۹۳	۰/۹۸۴۶
تمرکز مالکیت	-۵/۱۵۳۰	۱/۳۵۰۸	-۳/۸۱۴۷	۰/۰۰۰۱
هزینه نمایندگی	۰/۳۱۱۰	۰/۸۶۷۰	۰/۳۵۸۷	۰/۷۱۹۸
مقدار ثابت	۱۰/۰۲۳	۳/۶۷۴۱	۲/۷۲۸۱	۰/۰۰۶۴

اثر صنایع

انتظار می‌رود که ارتباط بین حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام در شرکت‌ها تابع صنعتی باشند که در آن فعالیت می‌کنند. به همین جهت و در راستای اعتباربخشی یافته‌ها، شرکت‌ها با توجه به صنعتی که در آن فعالیت می‌کنند (طبق جدول ۱) تفکیک و بر مبنای جدول (۷) تجزیه و تحلیل شده‌اند. قبل از آن که به تفسیر ضرایب پرداخته شود، صنایع محصولات کانی غیرفلزی (صنعت۱) و پتروشیمی، فرآورده‌های نفتی و شیمیایی (صنعت۵) به ترتیب بیشترین (۰/۶۷) و کمترین (۰/۱۸) ضریب تعیین تعدیل شده را داشته‌اند. همان‌گونه که نتایج نشان می‌دهد، ضریب شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران به استثنای صنعت استخراج کانی فلزی، ساخت محصولات فلزی، فلزات اساسی (صنعت۳)، صنعت مواد و محصولات

دارویی (صنعت۴) و همچنین سایر صنایع(صنعت۸) که منفی و معنادار بوده، در باقیمانده صنایع رابطه مثبت و معناداری با بازده غیرعادی سهام داشته‌اند. همچنین، نتایج گویای این موضوع هستند که ارتباط مستقیمی بین حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام در صنایع خودرو و ساخت قطعات (صنعت۲) و همچنین پتروشیمی و فرآورده‌های نفتی (صنعت۵) که نقش و دخالت دولت در آنها انکارناپذیر بوده و جزء صنایع سیاسی قلمداد می‌شوند، وجود دارد. چنین نتیجه‌ای از این منظر جالب توجه است که حمایت از سهامداران در این‌گونه شرکت‌ها ممکن است از طریق تحصیل بازده غیرعادی سهام به وقوع گردد.

جدول ۷. نتایج آزمون به تفکیک صنایع

صنعت / متغیرها	صنعت۱	صنعت۲	صنعت۳	صنعت۴	صنعت۵	صنعت۶	صنعت۷	صنعت۸
شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران	-۲/۷۸	۴/۷۱	۱/۱۸	۲/۲۰	۴/۰۵	۴/۷۱	-۰/۱۷	-۲/۰۰
	۰/۰۳۵۲	۰/۰۰۳۰	۰/۰۴۶۷	۰/۰۲۵۸	۰/۰۴۵۸	۰/۰۱۵۴	۰/۰۳۲۵	۰/۰۴۷۶
اندازه شرکت	۰/۱۸	-۰/۵۷	۱/۶۴	-۰/۳۵	-۳/۱۳	۱/۳۴	-۰/۰۸	-۰/۲۱
	۰/۷۹۴۵	۰/۷۱۹۵	۰/۴۱۴۹	۰/۶۵۳۲	۰/۰۰۶۶	۰/۴۸۸۹	۰/۵۸۳۳	۰/۷۸۷۴
نرخ رشد فروش	-۰/۶۵	۰/۹۲	۰/۱۹	-۱/۳۰	۳/۴۷	-۲/۵۷	۰/۰۲	۰/۱۲
	۰/۳۳۲۸	۰/۱۶۹۳	۰/۸۱۵۳	۰/۲۳۳۲	۰/۰۰۱۸	۰/۱۹۰۵	۰/۷۵۸۱	۰/۸۹۲۰
حاکمیت قانون	۳/۲۱	-۴/۷۷	۱/۳۸	۱۵/۵۲	۰/۷۹	-۱۲/۴۳	۰/۰۹	-۴/۷۸
	۰/۳۶۷۲	۰/۰۵۶۳	۰/۵۵۴۷	۰/۰۰۰۹	۰/۸۶۱۰	۰/۰۷۹۲	۰/۷۲۷۸	۰/۳۱۷۸
نرخ بازده دارایی‌ها	۳/۱۳	-۴/۵۹	-۳/۷۵	-۷/۸۱	۳/۴۴	-۱۱/۹۷	-۰/۵۵	۸/۱۵
	۰/۴۸۵۱	۰/۳۷۴۶	۰/۵۹۰۰	۰/۰۱۸۲	۰/۷۱۳۵	۰/۱۸۷۱	۰/۲۱۱۸	۰/۰۴۷۶
نسبت Q توبین	۱/۶۰	۰/۲۸	۰/۵۶	-۰/۰۰۴	۲/۵۲	۲/۴۰	۰/۰۱	۳/۰۹
	۰/۰۵۰۸	۰/۶۲۷۰	۰/۱۷۶۳	۰/۹۹۲۰	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۵۹	۰/۶۵۴۷	۰/۰۰۰۰
سهامداران نهادی	۰/۹۲	۵/۸۹	۱/۱۳	۴/۷۷	-۳/۲۷	-۰/۱۵	-۰/۱۸	۷/۱۶
	۰/۵۵۶۹	۰/۰۰۲۷	۰/۴۲۹۴	۰/۰۲۶۱	۰/۰۰۰۱	۰/۹۵۰۹	۰/۵۲۴۳	۰/۰۰۰۵
مدیریت سود	۰/۵۱	۰/۰۵	۲۲/۳۲	۰/۶۵	۰/۱۲	۰/۵۸	۰/۲۶	۰/۶۹
	۰/۰۰۰۰	۰/۰۸۶۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۱۷۰۶	۰/۰۰۰۰
نسبت بدهی	-۰/۲۰	۰/۷۳	-۷/۲۸	-۵/۴۰	-۱۱/۰۷	۱/۵۲	۰/۰۹	۴/۸۷
	۰/۹۴۹۷	۰/۸۰۲۱	۰/۰۲۵۵	۰/۰۶۲۰	۰/۰۳۸۳	۰/۷۴۷۱	۰/۶۱۶۷	۰/۰۸۲۴
شاخص سطح عمومی قیمت‌ها	۱/۲۸	۴/۶۸	-۳/۶۱	-۲/۴۴	۳/۸۶	۰/۳۹	-۰/۱۳	-۴/۰۵
	۰/۳۳۹۹	۰/۰۰۰۱	۰/۱۰۶۱	۰/۱۴۲۷	۰/۰۲۶۴	۰/۹۰۲۷	۰/۵۵۷۲	۰/۰۳۳۵
تمرکز مالکیت	-۰/۴۴	-۰/۶۵	-۶/۵۱	-۷/۸۸	۹/۵۶	-۹/۴۱	۰/۶۸	۵/۴۵
	۰/۸۵۸۶	۰/۰۲۷۶	۰/۵۲۳۴	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۲۸	۰/۰۲۶۴	۰/۰۴۶۷
هزینه نمایندگی	۱۲/۳۱	۱۲/۶۹	۳/۱۳	-۱۳/۲۲	۱۰/۱۰	۷/۶۱	-۰/۲۷	-۴/۱۰
	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۰	۰/۹۰۷۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۳۸۶	۰/۱۲۵۹	۰/۳۰۲۵	۰/۱۶۷۲
مقدار ثابت	-۷/۶۰	-۱۴/۰۷	۱/۲۲	۲۸/۴۵	۱۲/۲۹	-۲۰/۹۰	۶/۱۲	-۱۰/۰۷
	۰/۲۲۲۵	۰/۲۰۵۹	۰/۹۰۷۰	۰/۰۰۰۲	۰/۱۷۰۸	۰/۱۰۰۶	۰/۰۰۰۰	۰/۲۱۱۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۹	۰/۳۵	۰/۶۷	۰/۱۸	۰/۴۵	۰/۳۴	۰/۶۳	۰/۴۸
آماره F	۷/۹۶۴	۶/۹۱۸	۱۸/۸۸۷	۶/۰۴۵	۱۶/۶۶۱	۱۰/۷۶۳	۱۴/۸۴۸	۱۶/۰۸۲
معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰

آزمون شکست ساختاری

از آنجایی که طی دوره زمانی پژوهش، بازار بورس و اوراق بهادار تهران در سال‌هایی مانند ۱۳۸۷، ۱۳۹۳ و ۱۳۹۹ ریزش‌های شدیدی را تجربه کرده که این مسئله ممکن است منجر به تغییر ضرایب برآوردی گردد، در نتیجه این موضوع مورد آزمون قرار گرفت. به همین جهت، برای سنجش اثرات شکست‌های پیش گفته، متغیرهای D_{87}، D_{93} و D_{99} در شیب متغیر شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران لحاظ شده است که مدل (۶) این وضعیت را نشان می‌دهد:

مدل(۶)

$$ABR=\beta_0+\beta_1 SPI+\beta_2 D87+\beta_3 SPI*D87+\beta_4 D93+\beta_5 SPI*D93+\beta_6 D99+\beta_7 SPI*D99+\beta_8 SIZE+\beta_9 DEBT+\beta_{10} QTOBIN+\beta_{11} ROA+\beta_{12} EM+\beta_{13} SALE+\beta_{14} CPI+\beta_{15} ROL+\beta_{16} IOWN+\beta_{17} CONC+\beta_{18} AC+YEAR+INDUSTRY$$

طبق این مدل، ضریب β_1 بیانگر حمایت از سهامداران قبل از شکست‌های ساختاری سال‌های ۸۷، ۹۳ و ۹۹؛ ضرایب β_2، β_4 و β_6 به ترتیب نشانگر زمان وقوع شکست ساختاری سال‌های ۸۷، ۹۳ و ۹۹؛ ضرایب $\beta_1+\beta_2+\beta_3$، $\beta_1+\beta_4+\beta_5$ و $\beta_1+\beta_6+\beta_7$ نیز به ترتیب حمایت از سهامداران بعد از شکست‌های ساختاری را نشان می‌دهند. همچنین ضرایب β_3، β_5 و β_7 میزان تغییر حمایت از سهامداران در زمان وقوع شکست‌های ساختاری است.

همان‌گونه که نتایج آزمون در جدول (۸) نشان می‌دهد، علامت ضریب شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران منفی و در راستای نتیجه پژوهش است. همچنین، ضرایب متغیرهای D_{87}، D_{93} و D_{99} مثبت و معنادار بوده که نشان می‌دهد سقوط بازار در سال‌های پیش گفته منجر به افزایش بازده غیرعادی سهام شده است. افزون‌براین، ضرایب تعاملی $D_{87}*SPI$، $D_{93}*SPI$ و $D_{99}*SPI$ از لحاظ آماری معنادار بوده‌اند. بدین صورت که قبل از وقوع شکست ساختاری در سال‌های ۸۷، ۹۳ و ۹۹، ضرایب SPI به میزان ۰٫۱۵- بوده است. در حالی که بعد از وقوع شکست ساختاری، این اثرگذاری در سال‌های ۸۷ و ۹۳ به ترتیب به ۰٫۲۸- و ۰٫۱۶- تغییر یافته اما در سال ۱۳۹۹ بدون تغییر مانده است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که همچنان شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران در زمان سقوط بازار سرمایه نیز بر بازده غیرعادی سهام تاثیر منفی دارد.

جدول ۸. نتایج آزمون شکست ساختاری

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران	-۰/۱۵۶۴	۰/۰۱۶۱	-۹/۶۸۲۰	۰/۰۰۰۰
D87	۰/۰۰۷۱	۰/۰۰۲۱	۳/۳۷۰۰	۰/۰۰۰۸
D87*SPI	-۰/۱۴۰۳	۰/۰۱۵۲	-۹/۲۲۷۳	۰/۰۰۰۰
D93	۰/۰۱۱۲	۰/۰۰۴۷	۲/۳۵۱۶	۰/۰۱۸۸
D93*SPI	-۰/۰۲۲۸	۰/۰۰۵۸	-۳/۸۷۴۳	۰/۰۰۰۱
D99	۰/۰۱۵۸	۰/۰۰۴۷	۳/۳۰۷۶	۰/۰۰۱۰
D99*SPI	-۰/۰۱۲۴	۰/۰۰۶۴	-۱/۹۳۵۴	۰/۰۵۳۱
اندازه شرکت	-۰/۰۲۲۹	۰/۰۰۹۱	-۲/۵۱۰۳	۰/۰۱۲۱
نرخ رشد فروش	۰/۰۰۶۰	۰/۰۰۳۴	۱/۷۸۷۶	۰/۰۷۴۰
حاکمیت قانون	-۰/۰۰۵۰	۰/۰۱۷۰	-۰/۲۹۶۸	۰/۷۶۶۶
نرخ بازده دارایی‌ها	-۰/۰۰۵۱	۰/۰۳۲۱	-۰/۱۵۸۸	۰/۸۷۳۸
نسبت Q توبین	۰/۰۱۷۱	۰/۰۰۳۵	۴/۸۴۵۹	۰/۰۰۰۰
سهامداران نهادی	۰/۰۰۶۲	۰/۰۱۰۸	۰/۵۸۱۷	۰/۵۶۰۸
مدیریت سود	۰/۰۱۱۸	۰/۰۰۵۲	۲/۲۴۹۳	۰/۰۲۴۶
نسبت بدهی	-۰/۰۳۵۰	۰/۰۱۶۸	-۲/۰۷۵۵	۰/۰۳۸۰
شاخص سطح عمومی قیمت‌ها	۰/۰۲۱۰	۰/۰۰۸۷	۲/۴۱۸۷	۰/۰۱۵۶
تمرکز مالکیت	-۰/۰۲۶۲	۰/۰۲۱۴	-۱/۲۲۱۱	۰/۲۲۲۱
هزینه نمایندگی	۰/۰۲۷۶	۰/۰۱۲۷	۲/۱۶۵۱	۰/۰۳۰۵
مقدار ثابت	۰/۰۷۷۰	۰/۰۵۶۰	۱/۳۷۵۰	۰/۱۶۹۲
ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۳۷	آماره F ۷/۵۸۳		احتمال آماره F ۰/۰۰۰۰	
اثر صنعت کنترل شد	اثر سال کنترل شد			

۵- بحث و نتیجه‌گیری

یکی از چالش‌های بازارهای سرمایه که نقش قابل ملاحظه‌ای را در شکل‌گیری اعتماد سهامداران ایفا می‌کند، بازده غیرعادی است. به همین جهت، شناسایی عوامل مؤثر بر آن به ویژه در بازارهای نوظهور مانند ایران دارای اهمیت می‌باشد. اگر چه تمرکز عوامل اثرگذار بر بازده غیرعادی سهام ناظر بر متغیرهای حسابداری و مالی بوده است، امّا بخشی از مطالعات نشان داده‌اند که رفتار بازدهی سهام بیشتر تحت تاثیر مفهوم کلی چگونگی حمایت از سهامداران در سطح خُرد شرکتی و کلان کشوری است. بر همین اساس، پژوهش حاضر درصدد است تا به بررسی ارتباط بین حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام بپردازد. یافته‌های این مطالعه نشان داده است که تأثیر حمایت از سهامداران بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌هایی که تغییر مالکیت سهامداران نهادی داشته‌اند، منفی بوده است. این نتیجه نشان می‌دهد که حمایت از سهامداران به واسطه معاملات افراد آگاهی مانند سهامداران نهادی به قیمت‌های سهام کمک می‌کند تا ارزش بنیادی شرکت‌ها را بهتر منعکس کرده و همسو با فرضیه محتوای اطلاعاتی است. بر مبنای این فرضیه، هر چه سازوکارها و ابزارهای حمایتی از سهامداران مطلوب باشد، به دلیل آن که ادغام و ترکیب اطلاعات در قیمت سهام بهبود می‌یابد، استخراج منافع خصوصی مدیران و سهامداران کنترلی به هزینه سایر سهامداران کمتر می‌شود. بنابراین، محافظت از سهامداران در بستر سازوکارها و شاخص‌های حمایتی از آنها به محتوای اطلاعاتی قیمت‌ها یاری می‌رساند. از سوی دیگر، اگر چه حمایت از سهامداران منجر به کاهش بازده غیرعادی سهام شده است، اما بررسی‌های تکمیلی نشان داد که در همه صنایع به ویژه صنایع سیاسی (خودرو و فرآورده‌های نفتی) چنین پیوندی برقرار نیست. این بدین معناست که علاوه‌بر سازوکارهای حمایتی در سطح شرکتی، باید ساختارها و ابزارها در سطح کشوری نیز تقویت شوند تا وقوع بازده غیرعادی سهام مهار گردد. همچنین به منظور قابلیت اتکای یافته‌ها، شکست‌های ساختاری بورس تهران در سال‌های ۱۳۸۷، ۱۳۹۳ و ۱۳۹۹ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. اگر چه همچنان شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران در زمان سقوط بازار سرمایه نیز بر بازده غیرعادی سهام تاثیر منفی داشته است، امّا به استثنای سال ۱۳۹۹ که ضرایب قبل و بعد از وقوع شکست‌های ساختاری بدون تغییر مانده است، این اثرگذاری در سال‌های ۸۷ و ۹۳ بعد از شکست ساختاری نسبت به قبل از آن افزایش یافته است.

با توجه به این که پژوهش حاضر توانسته است شواهدی را ارایه کند که حمایت از سهامداران بر بازده غیرعادی سهام به واسطه معاملات اشخاص دارای اطلاعات محرمانه تأثیرگذار است، چندین دست‌آورد و بستر پژوهشی قابل اشاره است. نخست، این پژوهش می‌تواند یک بستر مطالعاتی جدیدی را از این حیث که مفاهیم بین‌رشته‌ای مانند حمایت از سهامداران که در سطوح خُرد و کلان موضوعیت دارد، جهت تبیین پدیده‌های بازار فراهم سازد.

چرا که حمایت از سهامداران این قابلیت را دارد که زمینه مناسبی را برای توسعه تدریجی بازار سرمایه ایران ایجاد کند. دوم، بورس تهران برای کارایی بالاتر به ابزارهایی نیاز دارد که پیش نیاز آن تدوین و اجرای سازوکارهای حمایت از سهامداران در گستره شرکتی و کشوری است که یک دست‌آورد سیاستی در این زمینه قلمداد می‌شود. سوم، از آنجایی که بررسی‌های تکمیلی نشان داد که در صنایع سیاسی، شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران منجر به کاهش بازده غیرعادی نشده است، چگونگی برخورد با مشکل نمایندگی در صنایعی که دولت دخالت قابل ملاحظه‌ای در آنها دارد، یک پرسش باز و بدون پاسخ برای بازار ایران محسوب می‌شود. این بدان معناست که باید سازوکارهای بیرونی شرکت‌ها و در سطح کلان نیز تقویت شوند تا مشکل نمایندگی در سطح شرکتی مهار گردند.

این پژوهش شواهدی را ارایه کرده است که سازوکارهای مرتبط با ساختار مالکیت مانند تمرکز مالکیت و سهامداران نهادی به عنوان متغیرهای کنترلی، بر بازده غیرعادی سهام اثرگذار هستند. به همین جهت، بررسی نقش میانجی این متغیرها در تبیین ارتباط بین حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام در پژوهش‌های آینده جالب توجه خواهد بود. چنین تحلیلی مکمل یافته‌های این مطالعه بوده و می‌تواند درک ما را از نقشی که ساختار مالکیت در حمایت از سهامداران و همچنین تعدیل بازده غیرعادی سهام دارد، تقویت کند. در انجام این پژوهش یکسری محدودیت‌هایی نیز وجود داشته است. نخست، با توجه به این که ارتباط حمایت از سهامداران با بازده غیرعادی شرکت‌هایی که تغییر مالکیت سهامداران نهادی داشته‌اند، آزمون شده است، باید جانب احتیاط را رعایت نمود. چرا که ممکن است معاملات سهامداران نهادی متمرکز بر طی سال بوده و به درصد مالکیت اولیه در پایان دوره برسند. دوم، اگر چه بین حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام ارتباط معناداری وجود داشته است، اما این پژوهش به طور خاص کانال‌هایی که ممکن است از طریق آن بازده غیرعادی سهام تحت تاثیر قرار گیرد، مشخص نمی‌کند. در پژوهش‌های آینده این موضوع می‌تواند با تمرکز بر ارایه گزارش‌های مالی و همچنین به وسیله مطالعات موردی و رفتاری مدیران به شناسایی این کانال‌ها پرداخته شود. سوم، در این پژوهش به طور ضمنی فرض شده است که تابع هدف شرکت‌ها، حداکثرسازی ثروت سهامداران است. در چنین شرایطی ممکن است در اقتصادهایی که منافع گروه خاصی از بازیگران بازار در اولویت بوده و شکاف اطلاعاتی بین انواع سهامداران قابل‌ملاحظه باشد، تابع هدف پیش‌گفته تحت تأثیر قرار گیرد. در پایان، تعداد شرکت‌ها در برخی از صنایع پایین می‌باشد که امکان دارد از تعمیم‌دهی یافته‌ها بکاهد.

یادداشت‌ها

1. Zhang et, al.
2. Insider Trading
3. Bose & di Zazzo
4. Fidrmuc et, al.
5. Cheng et, al.
6. Caporale & Plastun
7. Shareholders Protection
8. La Porta et, al.
9. Interdisciplinary
10. Franks et, al.
11. Qiu, & Wang
12. Berkman et, al.
13. Bebchuk & Fried
14. Agrawal & Cooper
15. rent-extraction
16. International Transparency
17. Doing Business
18. monitoring hypothesis
19. substitution hypothesis
20. Dang et, al.
21. Ali & Hirshleifer
22. Gopalan & Jayaraman
23. Bailey et, al.
24. Morck et, al.
25. Durnev et, al.
26. Leuz et, al.
27. Fernandes & Ferreira
28. Obaydin et, al.
29. Deakin et, al.
30. Basak et, al.
31. Unbalance Panel
32. Aggregated Coefficient Model
33. Beveridge-Nelson Decomposition Model
34. Discriminant Analysis
35. Worldwide Governance Indicators

کتابنامه

بولو، قاسم؛ فلاح برندق، مهدی. (۱۳۹۱). رابطه محافظه کاری و بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام عرضه های عمومی اولیه با تاکید بر نقش مدل‌های عدم تقارن اطلاعاتی. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۰(۳۹)، ۵۷-۸۲.

حیدرزاده، شهین؛ رضایی، فرزین. (۱۳۹۳). تأثیر اعتبار هیأت مدیره بر رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و بازده غیرعادی انباشته در شرکت‌های بیش(کم) سرمایه گذار. نشریه مدیریت دارایی و تامین مالی، ۲(۲)، ۹۹-۱۲۲.

خانی، عبدالله؛ افشاری حمیده. (۱۳۹۲). ساختار دموکراسی و دیکتاتورمدار بنگاه‌های اقتصادی در رابطه با بازار غیررقابتی. فصلنامه برنامه ریزی و بودجه، ۱۸ (۴)، ۸۷-۱۰۲.

خواجوی، شکراله؛ ولی‌پور، هاشم؛ حاکمی، بهروز. (۱۳۹۱). بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر بازده غیر عادی انباشته در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش سرمایه‌گذاری، ۱(۲)، ۱۴۱-۱۵۲.

دانیالی ده حوض، محمود؛ منصوری، حسین. (۱۳۹۱). بررسی کارایی بورس اوراق بهادار تهران در سطح ضعیف و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر آن. پژوهشنامه اقتصادی، ۱۲(۴۷)، ۷۱-۹۶.

سلیمی فر، مصطفی؛ شیرزور، زهرا. (۱۳۸۹). بررسی کارایی اطلاعاتی بورس اوراق بهادار به روش آزمون نسبت واریانس. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱(۵)، ۱-۳۱.
شمس الدینی، کاظم؛ سعادت بخت، کیمیا؛ عسکری شاهم اباد، مهدی. (۱۴۰۱). کیفیت اطلاعات حسابداری و بازده غیرعادی انباشته با تأکید بر مالکیت نهادی و حجم معاملات: رویکرد خطی و غیرخطی. پیشرفت‌های حسابداری، ۱۴(۱)، ۱۵۱-۱۸۷.
عباس زاده، نصرت‌الله؛ گودرزیان، مجید؛ عباس زاده کرمجوان، سجاد. (۱۳۹۶). بررسی واکنش بازده سهام به مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه سیاست‌های مالی واقتصادی، ۵ (۲۰)، ۱۴۹-۱۷۲.
عباسیان عزت‌اله؛ ذوالفقاری مریم. (۱۳۹۲). تحلیل پویای کارایی سطح ضعیف در بورس اوراق بهادار تهران توسط فیلتر کالمن. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۲۱(۶۵)، ۲۳۱-۲۵۴.
فقیه، محسن؛ فخاری، حسین. (۱۴۰۱). تدوین شاخص ترکیبی حمایت از سهامداران. مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۹(۴).
فقیه، محسن؛ مؤتمنی، مانی. (۱۴۰۰). حاکمیت قانون و مدیریت سود. دانش حسابداری مالی، ۸(۲)، ۳۱-۶۸.
فتحی، سعید؛ بختیاری، بردیار؛ موذنی، حمیدرضا. (۱۳۹۴). تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر کیفیت بازار سهام شرکت‌ها. چشم انداز مدیریت مالی، ۵ (۱۲)، ۴۱-۶۳.
قائمی، محمدحسین؛ معصومی، جواد؛ آزادی، محمدرضا. (۱۳۹۰). سنجش بازده غیر عادی سهام در شرایط وقفه معاملاتی. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳(۳)، ۱۱۳-۱۲۶.
کردستانی، غلامرضا؛ آشتاب، علی. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷(۲)، ۹۳-۱۰۸.
گزارش کمیته پذیرش و نظارت بر مؤسسات حسابرسی معتمد، ۱۳۹۹. سازمان بورس و اوراق بهادار.
گنجی، حمیدرضا؛ رحمانی، علی، سلطانی، افسانه. (۱۴۰۱). بررسی میزان رعایت الزامات حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری، ۱۴(۲)، ۱-۳۲.
لک، لیلا؛ صالحی، اله کرم؛ بصیرت؛ مهدی. (۱۳۹۸). بررسی کارایی بازار سرمایه در تحلیل اطلاعات اجزای نقدی سود حسابداری. دانش حسابداری مالی، ۶ (۱)، ۲۳۹-۲۶۵.
ودیعی، محمد حسین؛ حسینی، سید محمد. (۱۳۹۱). رابطه معیارهای ارزیابی عملکرد و بازده غیر عادی سهام. پژوهش های تجربی حسابداری، ۲(۲)، ۷۳-۸۷.

References

Abbasian, E., & Zolfaghari, M. (2013). Dynamic Analysis of Weak Efficiency in the Tehran Stock Exchange, Using the Kalman Filter. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies,* 21(65), 231-254. (In Persian)

Abbaszadeh, N., Godarzian, M., & Abbaszadeh, S. (2018) Response of Stock Returns to Earnings Management in the Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies,* 5(20), 149-172. (In Persian)

Agrawal, A., & Cooper, T. (2015). Insider trading before accounting scandals. *Journal of Corporate Finance,* 34(1), 169–190.

Ali, U., & Hirshleifer, D. (2017). Opportunism as a firm and managerial trait: Predicting insider trading profits and misconduct. *Journal of Financial Economics*, *126*(3), 490–515.

Bailey, W., Karolyi, G. A., & Salva, C. (2006). The economic consequences of increased disclosure: evidence from international cross-listings. *Journal of Financial Economics,* 81, 175–213.

Basak, S. & Chabakauri, G., & Yavuz, M. D. (2016). Investor Protection and Asset Prices. Available in: file:///C:/Users/q/Downloads/21864_paper_hynGBYQ4.

Bebchuk, L.A., & Fried, J.M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives,* 17, 71–92.

Berkman, H., Cole, R, A., Lawrence J., & Fu, L, J. (2010). Political Connections and Minority-Shareholder Protection: Evidence from Securities-Market Regulation in China. *Journal of Financial and Quantitative Analysis.* 45(6), 1391-1417.

Blue, G., & Falah Barandagh, M. (2012). The Relationship of Conservatism and Short Term Abnormal Returns of Initial Public Offerings with Emphasis on the Role of Information Asymmetry Models. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 10(39), 57-82. (In Persian)

Bose, M., & di Zazzo, S. (2017). Abnormal Returns in Insider Trading –A study on the efficiency of the Swedish stock market and insider trading legislation, Stockholm School of Economics Department of Accounting, Master Thesis, Spring 2017.

Caporale, G. M., & Plastun, A. (2022). Abnormal Returns and Stock Price Movements: Some Evidence from Developed and Emerging Markets. *Economics and Finance,* Working Paper Series. 1-52.

Cheng, P., Li, J., & Tong, W. H. S., (2008). Information Asymmetry in the Takeover Market. www.ssrn. Com.

Dang, C., Foerster, S., Li, Z., & Tang, Z. (2021). Analyst talent, information, and insider trading. *Journal of Corporate Finance*, *67*(4).

Danyali Deh Howz, M., & Mansouri, H. (2012). Investigating Weak Form of Efficiency in Tehran Stock Exchange and Ranking Factors that Affect it. *Economics Research*, 12(47), 71-96. (In Persian)

Deakin, S., Sarkar, P., & Siems, M. (2017). Is There a Relationship Between Shareholder Protection and Stock Market Development? *Journal of Law, Finance and Accounting*, forthcoming.

Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., & Zarowin, P. (2003). Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing? *Journal of Accounting Research*, 41, 797–836.

Fernandes, N., & Ferreira, M.A. (2009). Insider trading laws and stock price informativeness. *Review of Financial Studies*, 22, 1845–1887.

Fidrmuc, J, P., Korczak, A., & Korczak, P. (2013). Why does shareholder protection matter for abnormal returns after reported insider purchases and sales? *Journal of Banking & Finance, Elsevier*, 37(6), 1915-1935.

Franks, J., Volpin, P. & Wagner, H. F. (2012). The life cycle of family ownership. *Review of Financial Studies*, 25(6):675-712.

Ganji, H., Rahmani, A., & Soltani, A. (2022). The Level of Compliance with Corporate Governance Requirements in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Advances*, *14*(2). (In Persian)

Gartvall, E. & Landahl, C. (2020). The determinants of abnormal returns during stock splits. Bachelor's thesis in Economics, Department of Economics, School of Business, Economics and Law, University of Gothenburg.

Ghaemi, M. H., Masomi, J., & Azadi, M. (2011). Measuring Abnormal Return in Trading Halt Condition. *Financial Accounting Research*, 3(3), 113-126. (In Persian)

Gopalan, R., & Jayaraman, S. (2012). Private control benefits and earnings management: Evidence from insider controlled firms. *Journal of Accounting Research*, *50*(1), 117–157.

Gunistiyo., Waskito, J. & Utami, Y. (2021). Indonesia stock exchange: Abnormal return amid pandemic. 6(1), 15-20.

Haggard, S. (2010). The Rule of Law and Economic Growth: Where Are We? *The University of Texas*.

Hasan, L. (2010). Rule of Law, Legal Development and Economic Growth: Perspectives for Pakistan. *MPRA Paper*, No. 25565, 1-25.

Heidarzadeh, S., & Rezaei, F. (2014). The Effect of CEO Reputation on Relationship between Agency Costs and Cumulative Abnormal Returns in Firms over (under)Investment. *Journal of Asset Management and Financing*, *2*(2), 99-122. (In Persian)

Jianyu Ma, J., Pagán, J, A., Chuc, Y. (2009). Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets. *International Journal of Business*, 14(3), 235-250.

Khani, A., & afshari H. (2014). Democracy Structure and Dictatorship Structure of Firms in Relation to Noncompetitive Market Product and Stock Return. *JPBUD*, 18(4), 87-102. (In Persian)

Khajavi, S., Valipor, H., & Hakami, B. (2012). Analysis of the Relationships Between Capital Structure and Cumulative Abnormal Returns (case Study: Tehran securities Exchange). *Journal of Investment Knowledge*, 1, 141-152.

Kordestani, G. R., & Ashtab, A. (2010). Bubble Identification in Tehran's Stock Exchange: Evidence Based on Time-Varying Present Value Mode. *Accounting and Auditing Review*, 17(2). (In Persian)

Lak, L., Salehi, A. K., & Basirat, M. (2019). An Investigating the Capital Market Efficiency in Information Analysis of cash components of Accounting Earnings. *Financial Accounting Knowledge*, *6*(1), 239-265. (In Persian)

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance,* 52, 1131–1150.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy,* 106, 1113–1155.

Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P.D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505–527.

Morck, R., Yeung, B. & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58, 215–260.

Obaydin, I. & Zurbruegg, R. & Hossain, M. N. (2020). Shareholder litigation rights and stock price crash risk, Journal of Corporate Finance, https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101826.

Qiu, B., & Wang, T. (2018). Does Knowledge Protection Benefit Shareholders? Evidence from Stock Market Reaction and Firm Investment in Knowledge Assets. *Journal of Finanacial and Quantitative Ananlysis*, 1-30.

Shamsaddini, K., saadat bakht, K., & askari shahamabad, M. (2022). Accounting information quality and cumulative abnormal return with emphasis on institutional ownership and trading volume: A linear and nonlinear approach. *Journal of Accounting Advances*, *14*(1), 151-187. (In Persian)

Singh, G., & Padmakumari, L. (2020). Stock market reaction to inflation announcement in the Indian stock market: A sectoral analysis, *Cogent Economics & Finance*, 8(1).

Vadiei, M. H., & Hosseini, S. M. (2012). The Relationship between Performance Evaluation Criteria and Abnormal Stock Return. *Empirical Research in Accounting*, 2(2), 73-87. (In Persian)

World Bank Group (2000). Doing Business.

Zhang, H., Xiong, H., & Zhang, L. (2021). The downside of absence of controlling shareholders: evidence from management trading abnormal return. *China Journal of Accounting Studies*, 9(2), 221-246.