

تأثیر عدم تقارن اطلاعات، تمرکز مالکیت و سود سهام بر گردش سهام شناور

دکتر غلامرضا فرساد امان‌الهی^۱؛ دکتر امیررضا کیقبادی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۲/۲۱

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۰/۱

چکیده

هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعات، تمرکز مالکیت و سود سهام بر گردش سهام شناور در بورس اوراق بهادار تهران است. به عبارت دیگر، در این تحقیق سعی شده است به این سؤال پاسخ داده شود که آیا گردش سهام شناور تحت تأثیر افزایش و کاهش این سه متغیر قرار می‌گیرد یا خیر؟

برای پاسخ به این پرسش، نمونه‌ای به تعداد ۱۴۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفت. در پژوهش حاضر، برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، از مدلی که وینکاتش و چیانگ برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی کرده‌اند، استفاده شده است. برای گردش سهام شناور نیز فرمول رحمانی و همکاران (۱۳۸۹)، به کار گرفته شد و براساس تحقیق کلاسنس و همکاران در سال ۲۰۰۲، بزرگ‌ترین سهامدار به عنوان تمرکز مالکیت پذیرفته می‌شود. فرضیات تحقیق از طریق مدل‌های رگرسیونی چندگانه بررسی شدند که براساس یافته‌ها، با افزایش عدم تقارن اطلاعات، گردش سهام شناور شرکت‌ها بیشتر شده است. این در حالی است که نتایج نشان می‌دهند که تمرکز مالکیت بر گردش سهام شناور شرکت‌های نمونه آماری، تأثیری نداشته است. همچنین، یافته‌ها حاکی از این است که با افزایش سود سهام، گردش سهام شناور شرکت‌ها بیشتر شده است.

کلیدواژه‌ها: گردش سهام، گردش سهام شناور، عدم تقارن اطلاعات، تمرکز مالکیت، سود سهام.

مقدمه

دیگر، سهام شناور آزاد، قسمتی از سهام یک شرکت است که بدون هیچ‌گونه محدودیتی قابل معامله است و به سهامداران راهبردی تعلق ندارد. سهامداران راهبردی، سهامدارانی هستند که در کوتاه‌مدت قصد واگذاری سهام خود را ندارند و معمولاً می‌خواهند برای اعمال مدیریت خود این سهام را حفظ کنند (منجذب و جلالی، ۱۳۹۴).

جدایی مدیریت از مالکیت و به وجود آمدن تضاد منافع میان مدیران و مالکان، به شکل‌گیری مشکلات نمایندگی

حرکت به سوی رشد، توسعه و بالندگی اقتصادی مستلزم به‌کارگیری شیوه‌های صحیح مدیریتی، علمی و کاربردی است. بالطبع بازار سرمایه نیز از این امر مستثنا نیست. بورس به عنوان یکی از ارکان اساسی بازار سرمایه برای دستیابی به این هدف نقش اساسی دارد و سازوکارهای خاصی را تعبیه کرده که یکی از این سازوکارها سهام شناور آزاد است. سهام شناور آزاد درصدی از سرمایه کل یک شرکت است که برای معامله در بازار سهام در دسترس است. به عبارت

کیفیت شرکتی که قرار است تبدیل به یک شرکت سهامی عام شود، مطمئن نباشد. سهامداران، ممکن است از کیفیت مدیری که انتخاب می‌کنند مطمئن نباشند؛ مدیران ممکن است از کیفیت کارمندانی که قرار است استخدام کنند، مطمئن نباشند و سرمایه‌گذاران ممکن است از درستی اطلاعاتی که مدیریت درمورد شانس موفقیت‌های آینده شرکت ارائه می‌دهد، مطمئن نباشند. مصرف‌کنندگان، ممکن است از کیفیت یک ماشین دست دوم مطمئن نباشند. در همه این موارد، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. زیرا یک طرف، داد و ستد اطلاعاتی دارد که طرف دیگر ندارد. تمامی طرف‌های یک داد و ستد، ممکن است دچار کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شوند (وکیلی‌فرد، ۱۳۹۵: ۲۱۷-۲۱۶).

سود سهام

تانگ^۱ و میائو^۲ (۲۰۱۱)، بر این باورند که پرداخت سود سهام به دو دلیل، شاخص کیفیت سود تلقی می‌شوند: اول، در شرایطی که سود گزارش‌شده عملکرد بنیادی شرکت (جریان‌های نقدی واقعی) را منعکس نمی‌کند و برای مدیریت بسیار پرهزینه است که از پرداخت سود سهام حمایت کند. پرداخت سود نقدی، نیازمند وجود جریان‌های نقدی است تا پشتوانه پرداخت سود سهام باشد؛ دوم، برخی از محققان با استناد به تئوری نمایندگی، سود تقسیمی را در کاهش هزینه‌های ناشی از تضادهای برخاسته از مسئله نمایندگی بین سهامداران و مدیران حایز نقش دانسته‌اند.

تمرکز مالکیت

براساس نظر تانگ^۱ و نینگ^۳ (۲۰۰۴: ۲۱۷-۲۰۰)، سرمایه‌گذاران نهادی متفاوت از سرمایه‌گذاران فردی هستند، زیرا آنها در هدایت (نظارت) عملکرد مدیران شرکت، بیشتر فعال‌اند و همچنین، آنها به‌خاطر توانایی‌های خود در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف، آگاه‌تر از دیگران هستند. کورو^۴

میان این دو گروه منجر شد، اگرچه انواع دیگر مشکلات نمایندگی، همچون مشکلات نمایندگی میان سهامداران خرد و عمده نیز ممکن است ایجاد شود. اما ماهیت سهامداران در این خصوص بسیار تعیین‌کننده و تأثیرگذار است. در صورتی که ساختار مالکیت را از جنبه سهامداران درونی و بیرونی تقسیم‌بندی کنیم، سهام در اختیار مالکان نهادی و دولتی، از جمله مالکیت بیرونی شرکت‌ها تلقی می‌شود. این دو گروه از سهامداران به دلیل ویژگی‌هایی که دارند، می‌توانند بر امور شرکت تأثیرگذار باشند. همچنین، تمرکز یا عدم تمرکز مالکان نیز به‌عنوان یکی از ویژگی‌های مالکیت، می‌تواند تعیین‌کننده میزان مشکلات نمایندگی میان سهامداران خرد و عمده باشد (ملکیان و همکاران، ۱۳۹۵).

عدم تقارن اطلاعات

عدم تقارن اطلاعاتی، به بیان ساده، حاکی از آن است که همگان به‌طور یکسان به اطلاعات دسترسی ندارند و مدیریت بنا به موقعیت خود، دارای اطلاعات بیشتری نسبت به دیگران است. عدم تقارن اطلاعات، عامل اصلی در هدایت مدیران به سمت مدیریت سود است (آمبروس^۱ و بین^۲، ۲۰۰۹). افزایش کیفیت اطلاعات، عدم تقارن اطلاعات را کاهش می‌دهد و به هزینه سرمایه پایین‌تر منجر می‌شود (آرمسترانگ^۳ و همکاران، ۲۰۰۹). کیفیت بالای اطلاعات و تقارن اطلاعاتی، موجب هماهنگی و تعامل بیشتر مدیران و سرمایه‌گذاران در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود. برعکس، هرچه کیفیت گزارشگری کمتر باشد و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران به‌لحاظ پذیرش ریسک بیشتر، نرخ بازده مورد انتظار بیشتری را مطالبه خواهند کرد (ایزلی^۴ و اُهارا^۵، ۲۰۰۴).

دو نوع عمده عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. نوع نخست، «گزینش زیانبار» نامیده می‌شود. گزینش زیانبار، سرچشمه بسیاری از مشکلات است. یک سرمایه‌گذار ممکن است از

1. Ambrose, Brent W.

2. Bian, Xun.

3. Armstrong, Chris

4. Easley, David

5. O'hara, Maureen

6. Tong, Yen H.

7. Miao, Bin.

8. Tong, S.

9. Ning, Y.

10. Caervo

الفا بنودا و دورامرز^۷ (۲۰۰۰)، به مطالعه تأثیر حجم معاملات بر متغیرهای بازار، همچون نقدشوندگی، تغییرات قیمت، بازده سهام و کارایی بازار در بورس اوراق بهادار تونس پرداختند. این محققان براساس تحقیقی که روی بیست نوع اوراق بهادار انجام شد، نشان دادند که هرچه تعداد اوراق بهادار قابل معامله در بازار بیشتر باشد، معاملات بیشتری انجام خواهد گرفت و قابلیت نقدشوندگی بیشتر خواهد بود و بر بازده اثر مثبت می‌گذارد.

دینگ^۸ و همکاران (۲۰۱۳: ۲۵۷-۲۳۶)، به بررسی رابطه بین سهام شناور آزاد و نقدینگی در سراسر جهان پرداختند. نمونه این تحقیق، شامل ۱۱ کشور در طی دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۱ است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، بین سهام شناور آزاد و نقدینگی رابطه معنادار وجود دارد و این رابطه فارق از توسعه اقتصادی، منشأ قانونی، قانون معامله خود خرید و فروش، و محیط اطلاعاتی است.

چانگ^۹ و ونگ^{۱۰} (۲۰۱۶: ۱۷)، در تحقیقی با عنوان «تأثیر خرید و فروش فرد سرمایه‌گذار بر عدم تقارن اطلاعات در بازار سهام کره» به بررسی تأثیر حجم معاملاتی سرمایه‌گذار فردی بر عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند و دریافتند که به هر میزان سرمایه‌گذاران فردی، از روی ناآگاهی و ساده‌دلی خرید و فروش بیشتری انجام دهند، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر می‌شود. خدای پور و صباغ ملاحسینی (۱۳۹۲)، به بررسی تأثیر نقش میزان سهام شناور آزاد با نقدشوندگی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین سهام شناور آزاد و نقدشوندگی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش که در راستای یافتن پاسخی علمی برای پرسش‌های تحقیق درخصوص تأثیر عدم تقارن

(۲۰۰۲)، اعتقاد داشت، وقتی سهامداران عمده درصد مناسبی از سهام را در اختیار داشته باشند، می‌توانند سیاست‌های خود را بر شرکت، تحمیل و منافع خصوصی را جذب کنند. هرگاه حقوق کلیه سهامداران به‌طور یکسان رعایت نشود، تمرکز مالکیت در دست عده‌ای از سهامداران عمده افزایش می‌یابد. لویز^۱ و وسنته^۲ (۲۰۱۰)، معتقدند که فرصت‌های رشد در توانایی سهامداران عمده برای سلب مالکیت وجوه از سهامداران اقلیت، تأثیرگذار است. شرکت‌های بزرگ به‌واسطه مقدار منابع مالی که نیاز است خریداری شوند، با احتمال کمتری در معرض تملک‌های ناخواسته قرار می‌گیرند. بنابراین، انتظار می‌رود که مدیران شرکت‌های بزرگ درخصوص سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی، قدرت و اختیار بیشتری داشته باشند که منجر به مقدار بیشتر مانده وجه نقد می‌شود (فریرا^۳ و ویلا^۴، ۲۰۰۴).

گردش سهام شناور

یکی از مشکلات بازارهای نوپا، ازجمله بورس تهران، وجود سهام شناور کم است. پایین بودن میزان سهام شناور آزاد، امکان دستکاری قیمت ازسوی معامله‌گران بزرگ را افزایش می‌دهد و ممکن است به اتفاقات خطرناکی، نظیر گمراهی بازار و تشکیل حباب قیمتی منجر شود که درنهایت، به کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه می‌انجامد. به همین علت، در بسیاری از بازارهای دنیا شرکت‌هایی که کمتر از مقدار معینی سهام شناور آزاد داشته باشند از فهرست شرکت‌های بورسی حذف می‌شوند (احمدپور و خاکپور، ۱۳۹۰).

گلستن^۵ و میلگرام^۶ (۱۹۸۵)، رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و حجم معاملات را بررسی کردند. آنها نشان دادند که هرچه معاملات بیشتری روی سهام صورت گیرد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش می‌یابد.

1. Lopez, Iturriaga Felix

2. Vecente, Crisostomo

3. Ferreira, M. A.

4. Vilela, A.

5. Glosten, L. R.

6. Milgrom, P. R.

7. Olfa Benouda Sioud & Dorra Mezzez Hmaied

8. Ding, S.

9. Chung, Chune Young

10. Wang, Kainan

$$SPREAD_{it} = \frac{(AP - BP) * 100}{\frac{(AP + BP)}{2}}$$

SPREDA: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام
 t: دوره زمانی مورد بررسی
 i: نمونه مورد بررسی
 AP: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t

BP: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام i در دوره t
 تمرکز مالکیت (OC): براساس تحقیق کلاسنس و همکاران در سال ۲۰۰۲، بزرگ‌ترین سهامدار به‌عنوان تمرکز مالکیت در نظر گرفته شده است.
 سود سهام (EPS): از تقسیم سود پس از کسر مالیات شرکت، بر تعداد کل سهام محاسبه شد.

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت (Size): برای محاسبه آن از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها استفاده می‌شود. استفاده از لگاریتم برای ازبین بردن حالت غیرخطی داده‌های مربوط به اندازه شرکت است. حالت غیرخطی داده‌ها به این دلیل به‌وجود می‌آید که ارزش دارایی‌های شرکت بسیار پراکنده است و استفاده از لگاریتم باعث تسهیل بررسی‌ها می‌شود (دستگیر و همکاران، ۱۳۸۹).

ارزش دفتری به ارزش بازار (BTM): برای محاسبه این متغیر از تقسیم ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت در انتهای دوره استفاده شد.

قیمت سهم (Price): برای محاسبه این متغیر از میانگین قیمت سهام شرکت استفاده شد.

مدل زیر:

$$FLTO = \beta_0 + \beta_1 SPREAD + \beta_2 OC + \beta_3 EPS + \beta_4 Size + \beta_5 BTM + \beta_6 Price + \varepsilon_t$$

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

نقطه شروع تجزیه و تحلیل داده‌هایی که براساس مبانی کمی اندازه‌گیری می‌شوند. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات،

اطلاعات، تمرکز مالکیت و سود سهام بر گردش سهام شناور تدوین شده‌اند، به‌شرح زیر است:

فرضیه اول: عدم تقارن اطلاعات بر گردش سهام شناور تأثیرگذار است.

فرضیه دوم: تمرکز مالکیت بر گردش سهام شناور تأثیرگذار است.

فرضیه سوم: سود سهام بر گردش سهام شناور تأثیرگذار است.

روش‌شناسی پژوهش

هدف از این تحقیق، بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعات، تمرکز مالکیت و سود سهام بر گردش سهام شناور است و باتوجه به ماهیت روشی که در این تحقیق استفاده می‌شود، نوعی پژوهش توصیفی-همبستگی به‌شمار می‌رود. استدلال این تحقیق از نوع استقرایی و از نظر نوع مطالعه، میدانی-آرشیوی است. جامعه آماری تحقیق، شامل ۱۴۳ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار برای دوره زمانی ۱۳۹۰ تا آخر اسفند ۱۳۹۶ است. در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌های آماری و تحلیل داده‌ها از رگرسیون خطی چندگانه با نرم‌افزار Eviews و با اعمال آزمون‌های آماری مناسب و باتوجه به فرضیات تحقیق، تجزیه و تحلیل شده است.

متغیر وابسته:

گردش سهام شناور (FLTO): از تقسیم حجم سهام معامله‌شده بر تعداد سهام شناور محاسبه شده است.

متغیرهای مستقل:

عدم تقارن اطلاعات: برای تعیین دامنه پیشنهادی خرید و فروش از مدل زیر استفاده خواهیم کرد که ازسوی چپانگ و وینکاتش در سال ۱۹۸۶ ارائه شد و مبنایی برای محاسبه عدم تقارن اطلاعات قرار گرفت؛ به این صورت که با افزایش دامنه پیشنهادی خرید و فروش، عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد. مدل زیر عبارت است از:

ابتدا لازم است آمار توصیفی داده‌های تحت بررسی محاسبه شود.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

آمار توصیفی داده‌ها: تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی داده‌های تحقیق

متغیر	گردش سهام شناور	عدم تقارن اطلاعات	تمرکز مالکیت	سود هر سهم	اندازه شرکت	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	لگاریتم قیمت هر سهم
نماد	FLTO	SPREAD	OC	EPS	SIZE	BTM	PRICE
میانگین	۱/۷۶	۰/۰۷۱	۰/۰۵۴	۹۰۰/۰۶	۱۳/۸۱	۰/۷۸	۸/۱۶
میانه	۱/۶۵	۰/۰۸۲	۰/۰۵۲	۵۴۸/۴۸	۱۳/۶۵	۰/۵۷	۸/۰۷
حداکثر	۷/۳۱	۱/۵۱	۰/۹۸	۹۱۴۴/۶۳	۱۸/۵۳	۶/۶۳	۱۰/۷۳
حداقل	۰/۵۶	۱/۹۹	۰/۰۰۰	۱۷۳۷/۵۵	۱۰/۰۳	۰/۰۰۷	۵/۰۶
انحراف معیار	۱/۳۱	۰/۲۷	۰/۱۶۷	۱۲۷۶/۲۴	۱/۴۰۷	۰/۹۳۳	۰/۸۹۶
چولگی	۱۱/۷۳	-۲/۱۵۷	۰/۵۵۵	۲/۷۱۵	۰/۶۵۵	۱۰/۴۰۹	۰/۲۳
کشیدگی	۱۴۹/۳۱	۲۵/۵۵	۳/۱۲۵	۱۳/۱۴۸	۴/۱۱۵	۱۵۴	۲/۶۱۹
تعداد مشاهدات	۸۵۸	۸۵۸	۸۵۸	۸۵۸	۸۵۸	۸۵۸	۸۵۸

منبع: یافته‌های تحقیق

ماتریس همبستگی متغیرهای پژوهش (بررسی هم‌خطی بین متغیرهای مستقل): ماتریس همبستگی متغیرهای تحقیق حاضر به‌صورت جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. ماتریس همبستگی متغیرهای به‌کاررفته در مدل آزمون فرضیه‌ها

معادل فارسی متغیر	گردش سهام شناور	عدم تقارن اطلاعاتی	تمرکز مالکیت	سود هر سهم	اندازه شرکت	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	لگاریتم قیمت هر سهم
نماد متغیر	FLTO	SPREAD	OC	EPS	SIZE	BTM	PRICE
FLTO	۱						
SPREAD	۰/۰۴۳	۱					
OC	-۰/۰۰۱۹	-۰/۰۶۵۹	۱				
EPS	-۰/۰۲۹۱	-۰/۰۲۴۹	-۰/۰۲۸۹	۱			
SIZE	-۰/۰۱۷۶	-۰/۰۰۸۱	-۰/۰۳۴۳	۰/۱۲۴۹	۱		
BTM	-۰/۰۰۹۲	-۰/۰۶۶۳	-۰/۰۱۴۳	-۰/۱۰۰۳	۰/۰۴۴۳	۱	
PRICE	-۰/۰۲۴	-۰/۰۳۳۳	-۰/۰۴۰۱	۰/۶۷۶۱	-۰/۰۱۱	-۰/۴۵۵	۱

منبع: یافته‌های تحقیق

بررسی ارتباط متقابل بین متغیرهای تحقیق نشان می‌دهد که هیچ‌یک از ضرایب همبستگی بین متغیرهای مستقل وارد شده به یک مدل رگرسیونی، بالاتر از ۰/۵ نیستند و از این نظر، احتمال وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل در الگوی آزمون فرضیات رد می‌شود.

عدم خودهمبستگی: برای بررسی فرض عدم وجود خودهمبستگی مدل رگرسیونی از آماره دوربین واتسون استفاده می‌شود. دامنه مطلوب این آماره، بین ۱/۵ تا ۲/۵ است. نتایج این آزمون برای مدل‌های رگرسیونی در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. آزمون عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌های مدل رگرسیونی

مدل	آماره دوربین واتسون	نتیجه
مدل آزمون فرضیه اول	۱/۹۰۸	عدم وجود خودهمبستگی
مدل آزمون فرضیه دوم	۱/۹۱۱	عدم وجود خودهمبستگی
مدل آزمون فرضیه سوم	۱/۹۱۲	عدم وجود خودهمبستگی

منبع: یافته‌های تحقیق

از آنجا که آماره دوربین واتسون برای هر ۳ مدل رگرسیونی، در دامنه مطلوب قرار دارد، فرض عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها، برای مدل برازش شده، پذیرفته می‌شود.

فرضیه اول: عدم تقارن اطلاعات بر گردش سهام شناور تأثیرگذار است.

برای آزمون این فرضیه از یک مدل رگرسیونی که در آن گردش سهام شناور شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته و تابعی از عدم تقارن اطلاعات و متغیرهای کنترلی است، استفاده شده است. برای برازش مدل رگرسیونی مذکور، ابتدا از طریق

آزمون‌های آماری، مدل رگرسیونی مناسب تشخیص داده می‌شود. به این منظور از آزمون‌های چاو و هاسمن استفاده می‌شود.

فرضیه‌های آماری مربوط به این آزمون به صورت زیر است:

 H_0 : روش رگرسیون، ترکیبی است. H_1 : روش رگرسیون، پانل است.

نتایج آزمون چاو برای مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول

براساس جدول ۴ است:

جدول ۴. نتایج آزمون چاو برای مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول

آماره F	سطح معناداری	نتیجه
۸/۸۰۲	۰/۰۰۰	مدل، پانل است.

منبع: یافته‌های تحقیق

از آنجا که سطح معناداری آزمون کمتر از سطح خطا (۰/۰۵) است، فرضیه H_0 فوق، رد می‌شود. بر این اساس، استفاده از روش پانل-دیتا برای برازش مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول، توصیه می‌شود. فرضیه‌های آماری مربوط به آزمون

هاسمن به صورت زیر است:

H_0 : رگرسیون مبتنی بر اثرات تصادفی است.

H_1 : رگرسیون مبتنی بر اثرات ثابت است.

نتایج آزمون هاسمن برای مدل رگرسیونی فرضیه اول، در جدول ۵ ارائه شده است:

جدول ۵. نتایج آزمون هاسمن برای مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول

آماره Chi-Sq	سطح معناداری	نتیجه
۵/۵۳۵	۰/۴۷۲	رگرسیون، مبتنی بر اثرات تصادفی است

منبع: یافته‌های تحقیق

یافته‌های تحقیق حاضر نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون هاسمن بالاتر از ۰/۰۵ است که حاکی از پذیرش فرضیه H_0 است. بر این اساس، استفاده از روش اثرات تصادفی جهت برازش مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول توصیه می‌شود. نتایج حاصل از برازش مدل، در جدول ۶ آمده است.

جدول ۶. نتایج تجزیه و تحلیل آماری برای آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب β	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۰/۳۰۹۷	۷/۴۶۶۷	۰/۰۰۰۰
عدم تقارن اطلاعات	۰/۰۱۷۶	۲/۲۳۶۶	۰/۰۳۵
اندازه شرکت	۰/۰۰۱۳	۳/۴۶۹۳	۰/۰۰۹
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	-۰/۰۰۰۳	-۰/۰۶۹۶	۰/۹۲۹
قیمت سهام	-۰/۰۰۶۷	-۴/۷۸۸۰	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۳۲۴			
ضریب تعیین: ۰/۳۲۸			
آماره دورین واتسون: ۱/۹۰۸			
آماره F: ۶/۲۶۲			
سطح معناداری آماره F: ۰/۰۰۰			

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج تحلیل آماری درخصوص اعتبار الگوی رگرسیونی در بخش اول جدول فوق آمده است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل رگرسیونی ۰/۳۲۴ است و حاکی از اینکه این مدل توانسته است ۳۲/۴ درصد از تغییرات گردش سهام شناور شرکت‌های نمونه آماری را از طریق متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین کند. همچنین، نتایج نشان‌دهنده این است که آماره دورین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ بوده و بنابراین، بین خطاهای الگوی رگرسیونی خودهمبستگی شدیدی وجود ندارد و عدم وجود خودهمبستگی بین خطاها، به عنوان یکی از فرض‌های اساسی رگرسیون درخصوص مدل برازش شده، پذیرفته می‌شود. فرضیه‌های آماری مربوط به تحلیل آماره F به صورت زیر است:

$$H_0: \beta_1 = 0 \text{ الگوی رگرسیونی معنادار نیست.}$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0 \text{ الگوی رگرسیونی معنادار است.}$$

سطح معناداری آماره F برای مدل کمتر از سطح خطای آزمون (۰/۰۵) است و در نتیجه، فرض H_0 فوق رد می‌شود و رگرسیون برآورد شده به لحاظ آماری معنادار و روابط بین متغیرهای تحقیق، خطی است.

ضریب برآورد شده برای متغیر SPREAD که نشان‌دهنده تأثیر عدم تقارن اطلاعات بر گردش سهام شناور شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، برابر با ۰/۰۱۷ و با سطح معناداری ۰/۰۳۵ است که کمتر از ۰/۰۵ (سطح خطای آزمون) است. این یافته حاکی از ارتباط مستقیم و معنادار بین متغیرهای مذکور است و مؤید این است که با افزایش عدم تقارن اطلاعات، گردش سهام شناور شرکت‌ها بیشتر شده است. یافته مذکور با ادعای مطرح شده در فرضیه اول تحقیق، سازگار است و این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

فرضیه دوم: تمرکز مالکیت بر گردش سهام شناور تأثیرگذار است.

برای آزمون این فرضیه، از یک مدل رگرسیونی که در آن گردش سهام شناور شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته و تابعی از تمرکز مالکیت و متغیرهای کنترلی است، استفاده شده است. برای برازش مدل رگرسیونی مذکور، ابتدا از طریق آزمون‌های آماری، مدل رگرسیونی مناسب تشخیص داده می‌شود. به این منظور از آزمون‌های آزمون چاو و هاسمن استفاده می‌شود.

فرضیه‌های آماری مربوط به این آزمون به‌صورت زیر است:

H_0 : روش رگرسیون، ترکیبی است.

H_1 : روش رگرسیون، پانل است.

نتایج آزمون چاو برای مدل فرضیه دوم در جدول ۷ ارائه شده است.

جدول ۷. نتایج آزمون چاو برای مدل رگرسیونی آزمون فرضیه دوم

آماره F	سطح معناداری	نتیجه
۹/۰۰۲	۰/۰۰۰	مدل، پانل است.

منبع: یافته‌های تحقیق

از آنجا که سطح معناداری آزمون کمتر از سطح خطا (۰/۰۵) هاسمن به‌صورت زیر است:

است، فرضیه H_0 فوق رد می‌شود. بر این اساس، استفاده از

روش پانل-دیتا برای برازش مدل رگرسیونی آزمون فرضیه

دوم، توصیه می‌شود. فرضیه‌های آماری مربوط به آزمون

نتایج آزمون هاسمن برای مدل رگرسیونی فرضیه اول در

جدول ۸ ارائه شده است.

جدول ۸. نتایج آزمون هاسمن برای مدل رگرسیونی آزمون فرضیه دوم

آماره Chi-Sq	سطح معناداری	نتیجه
۴/۲۷۳	۰/۳۷۰	رگرسیون، مبتنی بر اثرات تصادفی است

منبع: یافته‌های تحقیق

یافته‌ها نشانگر آن است که سطح معناداری آزمون هاسمن

بالاتر از ۰/۰۵ است که حاکی از پذیرش فرضیه H_0 است. بر

این اساس، استفاده از روش اثرات تصادفی برای برازش مدل

رگرسیونی آزمون فرضیه دوم، توصیه می‌شود. نتایج حاصل از

برازش مدل، در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۹. نتایج تجزیه و تحلیل آماری برای آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب β	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۰/۳۱۰۸	۷/۱۴۰۷	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	۰/۰۰۰۸	۰/۰۳۸۱	۰/۹۶۹۶
اندازه شرکت	۰/۰۰۱۳	۳/۴۸۳۸	۰/۰۱۸۶
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	-۰/۰۰۰۶	-۰/۱۶۶۶	۰/۸۶۸۷
قیمت سهام	-۰/۰۰۶۸	-۴/۸۱۳۴	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل‌شده: ۰/۲۲۲			
ضریب تعیین: ۰/۲۲۶			
آماره دوربین واتسون: ۱/۹۱۱			
آماره F: ۵/۸۱۷			
سطح معناداری آماره F: ۰/۰۰۰			

منبع: یافته‌های تحقیق

ضریب تعیین تعدیل شده مدل رگرسیونی ۰/۲۲۲ است و حاکی از اینکه این مدل توانسته است ۲۲/۲ درصد از تغییرات گردش سهام شناور شرکت‌های نمونه آماری را از طریق متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین کند. همچنین، نتایج مؤید این است که آماره دوربین و واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ است؛ بنابراین، بین خطاهای الگوی رگرسیونی خودهمبستگی شدیدی وجود ندارد و عدم وجود خودهمبستگی بین خطاها، به‌عنوان یکی از فرض‌های اساسی رگرسیون درخصوص مدل برازش شده، پذیرفته می‌شود.

فرضیه‌های آماری مربوط به تحلیل آماره F به‌صورت زیر است:

$H_0: \beta_1 = 0$ الگوی رگرسیونی معنادار نیست.

$H_1: \beta_1 \neq 0$ الگوی رگرسیونی معنادار است.

سطح معناداری آماره F برای مدل کمتر از سطح خطای آزمون (۰/۰۵) است و در نتیجه، فرض H_0 فوق رد می‌شود و رگرسیون برآورد شده به‌لحاظ آماری معنادار و روابط بین متغیرهای تحقیق، خطی است.

ضریب برآورد شده برای متغیر OC که نشان‌دهنده تأثیر

تمرکز مالکیت بر گردش سهام شناور شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، برابر با ۰/۰۰۰۸ و با سطح معناداری ۰/۹۶۹ است که بالاتر از ۰/۰۵ (سطح خطای آزمون) است. این یافته حاکی از عدم وجود ارتباط معنادار بین متغیرهای مذکور است و مؤید این است که این متغیرها تأثیری بر هم ندارند. یافته مذکور با ادعای مطرح شده در فرضیه دوم تحقیق، مغایر است و این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

فرضیه سوم: سود سهام بر گردش سهام شناور تأثیرگذار است.

برای آزمون این فرضیه از یک مدل رگرسیونی که در آن، گردش سهام شناور شرکت‌ها به‌عنوان متغیر وابسته و تابعی از سود سهام و متغیرهای کنترلی است، استفاده شده است. فرضیه‌های آماری مربوط به این آزمون به‌صورت زیر است:

H_0 : روش رگرسیون، ترکیبی است.

H_1 : روش رگرسیون، پانل است.

نتایج آزمون چاو برای مدل فرضیه اول در جدول ۱۰ ارائه شده است.

جدول ۱۰. نتایج آزمون چاو برای مدل رگرسیونی آزمون فرضیه سوم

آماره F	سطح معناداری	نتیجه
۷/۶۲۹	۰/۰۰۰	مدل، پانل است.

منبع: یافته‌های تحقیق

باتوجه به اینکه سطح معناداری آزمون کمتر از سطح خطا (۰/۰۵) است، فرضیه H_0 فوق رد می‌شود. بر این اساس، استفاده از روش پانل-دیتا برای برازش مدل رگرسیونی آزمون فرضیه سوم توصیه می‌شود. فرضیه‌های آماری مربوط به آزمون هاسمن برای مدل رگرسیونی فرضیه سوم در جدول ۱۱ ارائه شده است.

جدول ۱۱. نتایج آزمون هاسمن برای مدل رگرسیونی آزمون فرضیه سوم

آماره Chi-Sq	سطح معناداری	نتیجه
۵/۰۲۲	۰/۲۸۵	رگرسیون، مبتنی بر اثرات تصادفی است

منبع: یافته‌های تحقیق

یافته‌ها مؤید این است که سطح معناداری آزمون هاسمن بالاتر از ۰/۰۵ است که حاکی از پذیرش فرضیه H_0 است. بر این اساس، استفاده از روش اثرات تصادفی برای برازش مدل رگرسیونی آزمون فرضیه سوم توصیه می‌شود. نتایج حاصل از برازش مدل، در جدول ۱۲ ارائه شده است.

جدول ۱۲. نتایج تجزیه و تحلیل آماری برای آزمون فرضیه سوم

متغیر	ضریب β	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۰/۳۰۸۳	۷/۴۳۲۶	۰/۰۰۰۰
EPS	۰/۰۰۳۱	۲/۸۴۱۸	۰/۰۱۰۲
SIZE	۰/۰۰۱۶	۰/۵۸۹۹	۰/۵۵۵۴
BTM	-۰/۰۰۰۹	-۰/۲۵۱	۰/۸۰۱۹
PRICE	-۰/۰۰۶۸	-۴/۸۶۰۱	۰/۰۰۰
ضریب تعیین: ۰/۳۲۷			
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۲۲۳			
آماره دوربین واتسون: ۱/۹۱۲			
آماره F: ۶/۰۲۰			
سطح معناداری آماره F: ۰/۰۰۰			

منبع: یافته‌های تحقیق

ضریب برآورد شده برای متغیر EPS که نشان‌دهنده تأثیر سود سهام بر گردش سهام شناور شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، برابر با ۰/۰۰۳ و با سطح معناداری ۰/۰۱۰ است که کمتر از ۰/۰۵ (سطح خطای آزمون) است. این یافته حاکی از ارتباط مستقیم و معنادار بین متغیرهای مذکور است و نشان می‌دهد که با افزایش سود سهام، گردش سهام شناور شرکت‌ها بیشتر شده است. یافته مذکور با ادعای مطرح شده در فرضیه سوم تحقیق، سازگار است و این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهاد

در آزمون فرضیه اول مطابق با یافته‌ها، ارتباط مستقیم و معنادار بین عدم تقارن اطلاعات و گردش سهام شناور وجود دارد. یافته مذکور با ادعای مطرح شده در فرضیه منطبق است و این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. نتایج تحقیق پیش رو، با نتایج چانگ و ونگ (۲۰۱۶) مطابقت دارد؛ چرا که به هر میزان سرمایه‌گذاران فردی، از روی ناآگاهی و یا شایعات خرید و فروش بیشتری انجام دهند، گردش سهام

ضریب تعیین مدل رگرسیونی ۰/۲۲۳ است و حاکی از اینکه این مدل توانسته است ۲۲/۳ درصد از تغییرات سود تقسیمی شرکت‌های نمونه آماری را از طریق متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین کند. همچنین، نتایج مؤید این است که آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ است؛ بنابراین، بین خطاهای الگوی رگرسیونی خودهمبستگی شدیدی وجود ندارد و عدم وجود خودهمبستگی بین خطاها، به‌عنوان یکی از فرض‌های اساسی رگرسیون درخصوص مدل برازش شده، پذیرفته می‌شود.

نتایج تحلیل واریانس رگرسیون (ANOVA)، که براساس آماره F درخصوص آن تصمیم‌گیری می‌شود، فرضیه‌های آماری مربوط به تحلیل آماره F به صورت زیر است:

$$H_0: \beta_1 = 0 \text{ الگوی رگرسیونی معنادار نیست.}$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0 \text{ الگوی رگرسیونی معنادار است.}$$

سطح معناداری آماره F برای مدل کمتر از سطح خطای آزمون ($\alpha = 0/05$) است و در نتیجه، فرض H_0 فوق رد می‌شود و رگرسیون برآورد شده به لحاظ آماری معنادار و روابط بین متغیرهای تحقیق، خطی است.

خدامی پور، احمد و صباغ ملاحسینی، الهام. ۱۳۹۲. «بررسی تأثیر نقش میزان سهام شناور با نقدشوندگی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران»، اولین کنفرانس بین المللی حماسه سیاسی (با رویکردی بر تحولات خاورمیانه) و حماسه اقتصادی (با رویکردی بر مدیریت و حسابداری).

رحمانی، علی و فرهاد فلاح نژاد. ۱۳۸۹. «تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه سهام عادی»، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، ش سوم، پاییز ۱۳۸۹، ص ۱۷-۳۰.

دستگیر، محسن و کامران محمدی، ۱۳۸۹. «تأثیر تغییرپذیری سودهای عملیاتی و اندازه شرکت بر روی قابلیت پیشبینی مدل‌های تعهدی و نقدی امه علمی پژوهش حسابداری ملی سال دوم، ش شش تابستان ۸۹ ص ۷۷-۹۹.

ملکیان، اسفندیار؛ سلمان، رسول؛ شهسوار، معصومه. ۱۳۹۵. «مطالعه بین مالکیت دولتی و نهادی با مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها (شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران)»، فصلنامه علمی - تحقیقی دانش سرمایه‌گذاری، سال پنجم، شماره هفدهم، بهار ۱۳۹۵، ص ۵۷-۵۶.

منجذب، محمدرضا و جلالی، سجاد. ۱۳۹۴. «رابطه میزان سهام شناور آزاد و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه علمی - تحقیقی دانش سرمایه‌گذاری، سال چهارم، شماره پانزدهم، ص ۱۶۷-۱۷۰.

وکیلی فرد، حمیدرضا. ۱۳۹۵. تصمیم‌گیری در مسائل مالی: مفاهیم، مسائل و افته (مدیریت مالی ۲). کتاب: جنگل علمی فوج.

Ambrose, Brent W. & Bian, Xun. 2010. Stock Market Information and REIT Earning Management. Journal of Real Estate Research: 2010, Vol. 32, No. 1, pp. 101-137.

Armstrong, Chris; Banerjee, Snehal; Corona, Carlos. 2009. Information Quality, Systematic Risk and Cost of Capital. McCombs School of Business, University of Texas 1-27.

Chuervo, A. 2002. "Corporate Governance Mechanisms: A Plea for Less Code of Good

شناور نیز بالاتر می‌رود و در نتیجه، عدم تقارن اطلاعاتی نیز بیشتر می‌شود؛ اما با نتایج گلستن و میلگرام (۱۹۸۵) مطابقت ندارد. آنها به این نتیجه رسیدند که هرچه معاملات بیشتری روی سهام صورت گیرد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش می‌یابد که یکی از دلایل مغایرت آن ممکن است بازه زمانی انجام تحقیق، دوران رکود یا رشد اقتصادی در زمان انجام تحقیق و میزان تخصص و دانش افراد معامله‌گر را عنوان کرد.

آزمون فرضیه دوم، حاکی از عدم وجود ارتباط معنادار بین متغیرهای تمرکز مالکیت و گردش سهام شناور است و مؤید این است که این متغیرها تأثیری بر هم نداشته‌اند و آزمون فرضیه سوم نمایانگر ارتباط مستقیم و معنادار بین متغیرهای مذکور است و نشان می‌دهد که با افزایش سود سهام، گردش سهام شناور شرکت‌ها بیشتر شده است.

نتایج تحقیق دینگ و همکاران (۲۰۱۶)، نشان داد که بین سهام شناور آزاد و نقدینگی رابطه معنادار وجود دارد و این رابطه فارق از توسعه اقتصادی، منشأ قانونی، قانون معامله خرید و فروش و محیط اطلاعاتی است که با تحقیق حاضر منطبق است، چراکه اگر گردش سهام شناور آزاد بالاتر رود، نقدینگی نیز افزایش می‌یابد. الفابودار و دورامز به این نتیجه رسیدند که هرچه تعداد اوراق بهادار قابل معامله در بازار بیشتر باشد، معاملات بیشتری صورت خواهد گرفت و قابلیت نقدشوندگی بیشتر خواهد شد و بر بازده اثر مثبت می‌گذارد که با نتایج تحقیق حاضر مطابقت دارد، چراکه هرچه معاملات بیشتری انجام شود، گردش سهام شناور و میزان خرید و فروش سهام نیز بالاتر می‌رود و در نتیجه، نقدینگی بیشتر می‌شود. همچنین، نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه‌ها، با نتایج خدامی پور و صباغ ملاحسینی (۱۳۹۲) مطابقت دارد.

مرجع‌ها

احمدپور، احمد و خاکپور، حسین. ۱۳۹۰. «مطالعه تأثیر تغییر سهام شناور آزاد بر بازده سهام (بورس اوراق بهادار تهران)»، تحقیق‌نامه اقتصادی، سال یازدهم، شماره چهارم، ص ۱۵۲.

- Huafang, X. & Jianguo, Y. 2007. "Ownership Structure, Board Composition and Corporate Voluntary Disclosure: Evidence from Listed Companies in China", *Managerial Auditing Journal* 22(6), 604-619.
- Lopez, Iturriaga Felix & Vecente, Crisostomo. 2010. "Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms Value Creation?", *Emerging Markets Finance & Trade* 46(3), 80-94.
- Olfa Benouda Sioud & Dorra Mezzez Hmaied, *The Impact Of Automation on Liquidity, Volatility, Stock Returns and Efficiency: Evidence From The Tunisian Stock Market*", *ERF Working Paper Series* 222, (2000).
- Tong, S. & Ning, Y. 2004. Does Capital Structure Affect?. University of San Francisco, *Journal of Investing*, 13 (4) 53-66
- Tong, Yen H. & Miao, Bin. 2011. "Are Dividends Associated with the Quality of Earnings", *Journal of Accounting Horizons*, . 25(1), 183-205.
- Governance and More Market Control", *An International Review* 10(2).
- Chung, Chune Young & Wang, Kainan. 2016. "Impact of Individual Investor Trading on Information Asymmetry in the Korean Stock Market", *The North American Journal of Economics and Finance* 37, 472-484
- Ding, S.; Yang, N.; Ligang, Z. 2016. *Free Float and Market Liquidity around the World*. University of San Francisco. 257-236
- Easley, David & O'hara, Maureen. 2004. "Information and the Cost of Capital", *Journal of Financial*, (4), 1553-1583.
- Ferreira, M. A. & Vilela, A. 2004. "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management* 10(2), 295-319.
- Glosten, L. R. & Milgrom, P. R. 1985(March). "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders", *Journal of Financial Economics* 14, 71-100.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی