

پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام

ناصر ایزدی‌نیا^۱، امیر رسائیان^{۲*}

چکیده: پراکندگی مالکیت از عوامل مهم اثرگذار بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت‌ها است. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نیز از مهم‌ترین معیارهای نقدشوندگی سهام شرکت‌ها محسوب می‌شود. برخی از پژوهش‌های خارجی صورت گرفته بیانگر آن است که افزایش پراکندگی مالکیت سبب کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها می‌شود. در ایران پژوهش‌های چندانی در مورد رابطه‌ی پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام صورت نگرفته است، بنابراین هدف اصلی این مقاله بررسی رابطه‌ی درصد سهام بلوکی در دست سهامداران (معیاری از پراکندگی مالکیت) به‌عنوان متغیر مستقل و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به‌عنوان متغیر وابسته، در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای این هدف، اطلاعات ۷ ساله (۸۱-۸۷) صد و پنجاه و شش شرکت، مورد مطالعه قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده گردیده است. نتایج پژوهش بیانگر آنست که بین پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: پراکندگی مالکیت، نقدشوندگی سهام، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، عدم تقارن اطلاعات

۱- استادیار گروه حسابداری دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، ایران

۲- کارشناس ارشد رشته حسابداری از دانشگاه مازندران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۸/۹/۲۸

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۸۹/۳/۱

نویسنده مسئول مقاله: امیر رسائیان

Email: rasaiian@gmail.com

۱- مقدمه

برخی از پژوهش‌های اخیر به بررسی رابطه‌ی پراکندگی مالکیت و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پرداخته‌اند. بروکمن و چانگ [۲۳] نشان دادند که در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ شرکت‌های هنگ کنگی نسبت به شرکت‌های چینی از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتری برخوردارند. آن‌ها این نتایج را چنین تفسیر کردند که شرکت‌هایی که مراقبت‌های کمتری توسط سهامداران‌شان نسبت به آن‌ها صورت می‌گیرد نقدشوندگی سهامشان کمتر است. ادبیات موجود در مورد رابطه‌ی پراکندگی مالکیت و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بیانگر نتایج متفاوتی هستند. به گونه‌ای که برخی از این پژوهش‌ها همچون جاکبی و ژنگ [۲۸] و هفلین و شاو [۲۷] پراکندگی مالکیت را عامل فزاینده نقدشوندگی سهام شرکت می‌دانند و برخی دیگر همچون کینی و میان [۲۹] رابطه‌ای بین پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام نیافتند. آنچه که تمامی این پژوهش‌ها به‌طور مشترک به آن اشاره نموده‌اند این است که اگر افزایش پراکندگی مالکیت، به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت منجر می‌شود، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش می‌یابد و در نتیجه نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد.

۲- ادبیات و پیشینه‌ی پژوهش

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان یکی از اجزای ساختار بازار، به تازگی از اهمیت ویژه‌ای در ادبیات مالی برخوردار گشته است. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از معیارهای مهم نقدشوندگی بازار سرمایه محسوب می‌شود [۲]. اکثر سرمایه‌گذاران (با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت) سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقدشونده ترجیح می‌دهند. منظور از نقدشوندگی، صرفاً سهولت در خرید و فروش دارایی مورد نظر است [۹]. نقدشوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد است [۲۱]. از مهم‌ترین عوامل مربوط به نقدشوندگی بازار سهام می‌توان به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اشاره کرد. هرچه اختلاف یا فاصله‌ی قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر باشد، خریدار و فروشنده زودتر به قیمت تعادلی

می‌رسند و حجم معاملات سهام افزایش می‌یابد. این امر منجر به افزایش نقدشوندگی بازار سهام می‌شود [۲].

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه جزء هزینه تشکیل می‌شود: هزینه‌های اجرای سفارش، هزینه‌های نگهداری موجودی و هزینه‌های انتخاب نادرست. هزینه‌های انتخاب نادرست که جزء بسیار بااهمیت اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام هستند ناشی از عدم تقارن اطلاعات در مورد سهام شرکت هستند [۴]. عدم تقارن اطلاعات در بازار، هزینه‌های انتخاب نادرست را افزایش و از این طریق اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهد [۱۱]. اساسی‌ترین رکن حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح مالکان بر اداره شرکت است [۱۸]. اغلب این باور وجود دارد که پراکندگی مالکیت با اعمال حاکمیت صحیح مالکان بر اداره شرکت به واسطه کاهش عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش هزینه‌های انتخاب نادرست و در نتیجه کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می‌شود و در نهایت منجر به افزایش نقدشوندگی بازار سهام می‌شود [۲۸].

جاکبی و ژنگ در سال ۲۰۱۰ با انتخاب نمونه‌ای شامل ۳۵۷۶ شرکت آمریکایی (۱۰۷۱ شرکت از NYSE، ۳۲۳ شرکت از AMEX و ۲۱۸۲ شرکت از NASDAQ به بررسی رابطه‌ی پراکندگی مالکیت (درصد سهام بلوکی در دست سهامداران) و نقدشوندگی سهام پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر آن است که پراکندگی بیشتر مالکیت منجر به بهبود نقدشوندگی سهام می‌شود [۲۸].

کینی و میان در سال ۱۹۹۵ با انتخاب نمونه‌ای شامل ۱۰۶۳ شرکت از بورس اوراق بهادار آمریکا به بررسی رابطه‌ی پراکندگی مالکیت و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پرداختند و رابطه‌ی معناداری بین این دو متغیر نیافتند [۲۹].

هفلین و شاو در سال ۲۰۰۰ با انتخاب نمونه‌ای شامل ۲۶۰ شرکت (۲۵۹ شرکت از NYSE و ۱ شرکت از AMEX) به رابطه‌ی مثبتی بین درصد سهام بلوکی در دست سهامداران و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام دست یافتند. هفلین و شاو بیان می‌دارند، در شرکت‌هایی که ساختار مالکیت متمرکزی دارند سهامداران بزرگ به اطلاعات خصوصی دسترسی دارند، در نتیجه معاملاتی که آن‌ها در آن دخیل هستند طرف‌های معامله را با خطر انتخاب نادرست مواجه می‌سازد. این امر موجب می‌شود تا طرف‌های معامله سهام، اختلاف

قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را به‌منظور کاهش خطر انتخاب نادرست، افزایش دهند، در نتیجه با افزایش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، معاملات سهام در بازار کاهش و نقدشوندگی بازار سهام نیز کاهش می‌یابد [۲۷].

بلتون و ون تادن در سال ۱۹۹۸ بیان می‌دارند که تمرکز مالکیت باعث کاهش تعداد سهامدارانی که می‌توانند به معامله سهام بپردازند می‌شود، این امر سرمایه‌گذاری مؤثر بازار را کاهش می‌دهد و نقدشوندگی بازار سهام کاهش می‌یابد [۲۲].

تجزیه سهام عاملی برای افزایش تعداد سهام و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام از طریق افزایش تعداد دفعات انجام معاملات سهام محسوب می‌شود. اما برخی از پژوهش‌ها نشان داده‌اند که تمرکز مالکیت (پراکندگی مالکیت) نقش بسزایی را در این زمینه ایفا می‌کند. نسبت بالای سهام‌نگهداری شده توسط افراد داخلی مانع از اثر مثبت تجزیه سهام بر نقدشوندگی سهام می‌شود. بنابراین نقدشوندگی سهام بایستی بعد از تجزیه سهام برای شرکت‌هایی که مالکیت افراد داخلی در آن‌ها بالاست بدون تغییر باقی بماند [۲۴].

تأثیر پراکندگی مالکیت بر نقدشوندگی بازار سهام ممکن است به دلیل اندازه‌های مختلف شرکت‌ها متفاوت باشد. تمرکز مالکیت در شرکت‌های کوچک، احتمال معامله براساس اطلاعات نهانی را در آن‌ها افزایش می‌دهد. بنابراین ممکن است تأثیر پراکندگی مالکیت بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های کوچک بیشتر باشد. از این رو برخی از پژوهش‌های قبلی نظیر جاکبی و ژنگ [۲۸] اندازه شرکت را به‌عنوان متغیر کنترلی وارد مدل پژوهش خود نموده‌اند. سایر متغیرهای کنترلی اثرگذار بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام که در برخی پژوهش‌ها همچون جاکبی و ژنگ [۲۸]، هانلی و همکاران [۲۶]، کروین [۲۵] و ریان [۳۰] استفاده شده‌اند، قیمت سهام، درصد روزهای انجام معامله سهام، بتای بازار، تغییرپذیری قیمت و نوسانات بازده سهام هستند. بنابراین در این پژوهش هم همچون پژوهش کینی و میان [۲۹]، هفلین و شاو [۲۷] و جاکبی و ژنگ [۲۸] به بررسی رابطه‌ی پراکندگی مالکیت و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پرداخته می‌شود و از متغیرهای اندازه شرکت، قیمت سهام، درصد روزهای انجام معامله سهام، بتای بازار، تغییرپذیری قیمت و نوسانات بازده سهام نیز به‌عنوان متغیرهای کنترلی در مدل پژوهش استفاده می‌شود.

۳- روش پژوهش

این پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی بوده و روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی است و چون می‌تواند در فرآیند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، بنابراین نوعی پژوهش کاربردی است. برای آزمون فرضیه پژوهش از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی در دوره‌ی زمانی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ بهره گرفته شده است.

فرضیه پژوهش

در راستای دستیابی به هدف پژوهش، فرضیه به شرح زیر تدوین شده است: بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی روزانه سهام و درصد سهام در دست دارندگان بلوک‌های سهام (درصد مالکیت بلوکی سهام) در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

سنجش متغیرهای پژوهش

در این پژوهش رابطه‌ی بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به‌عنوان متغیر وابسته و درصد سهام در دست دارندگان بلوک‌های سهام به‌عنوان متغیر مستقل و متغیرهای اندازه شرکت، قیمت سهام، نوسانات بازده سهام، بتای بازار، نوسان پذیری قیمت و درصد روزهای انجام معامله سهام به‌عنوان متغیرهای کنترل بررسی شده است.

درصد اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی روزانه سهام

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است با استفاده از فرمول زیر که در پژوهش ریان [۳۰] و برخی از پژوهش‌های داخلی همچون احمدپور و رسائیان [۱]، [۳] و [۵]، رضازاده و آزاد [۸]، صلواتی و رسائیان [۹]، ایزدی نیا و رسائیان [۶]، هاشمی و رسائیان [۲۰]، قائمی و وطن پرست [۱۰]، رحیمیان و همکاران [۷] و مهرانی و رسائیان [۱۱] و [۱۲] به کار گرفته شده است، به دست می‌آید:

$$BA_{i,t} = \frac{AP_{i,t} - BP_{i,t}}{AP_{i,t} + BP_{i,t}}$$

2

i = نمونه‌ی مورد بررسی،

BA = اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی روزانه سهام،

AP = بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در هر روز،

BP = بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در هر روز،

در نهایت از ارقام به دست آمده برای روزهای مختلف میانگین‌گیری می‌شود و رقم نهایی در تحلیل‌های آماری برای سال مورد نظر مورد استفاده قرار می‌گیرد.

درصد سهام در دست دارندگان بلوک‌های سهام

طبق تعریف موجود در پژوهش جاکبی و ژنگ [۲۸] به سهامدارانی اطلاق می‌شود که دارای حداقل ۵ درصد از سهام منتشره شرکت باشند. در نهایت درصد سهام متعلق به دارندگان بلوک‌های سهام به عنوان متغیر مستقل پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرد.

نوسان‌پذیری قیمت

متغیر قیمت به صورت میانگین قیمت روزانه هر سهم برای هر سال محاسبه و انحراف استاندارد آن نسبت به میانگین قیمت برای دوره‌ی سه ساله قبل به عنوان متغیر نوسان‌پذیری قیمت محاسبه گردید [۱۶].

بتای بازار

بتای بازار یا شاخص ریسک سیستماتیک را می‌توان نوسان‌پذیری بازده یک سهم در مقایسه با کل سهم‌های بازار تعریف نمود و از فرمول زیر به دست می‌آید [۱۶]:

$$R_{i,t} = a_i + \beta_i R_{m,t} + e$$

درصد روزهای انجام معامله

از تقسیم تعداد روزهایی که سهم مورد نظر حداقل یک بار معامله شده است، بر تعداد کل روزهایی که بورس فعالیت معاملاتی دارد، به دست می‌آید [۳].

اندازه شرکت

از حاصل ضرب قیمت سهام شرکت در پایان سال در تعداد سهام شرکت در پایان سال به دست می‌آید. در نهایت، لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در پایان سال، به عنوان معیار اندازه شرکت وارد مدل شده است [۱۶].

قیمت سهام

میانگین قیمت نهایی روزانه سهام است.

نوسانات بازده سالانه‌ی سهام: عبارتست از درصد تغییرات بازده سالانه‌ی سهام.

منظور از بازده سالانه‌ی سهام، عبارت است از تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره‌ی سهام به علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهم، مانند: مزایای ناشی از حق تقدم؛ سهام جایزه و سود نقدی سهام، تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره [۱۳]، [۱۴]، [۱۷] و [۱۹].

$$K_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t + \frac{(P_t - P_n) * N_c}{N_t} + \frac{N_e * P_1}{N_t}}{P_{t-1}}$$

که در آن:

K_t = بازده کل سهام نسبت به اولین قیمت سهم؛

P_t = قیمت سهم در انتهای سال مالی؛

P_{t-1} = قیمت سهم در ابتدای سال مالی؛

P_n = ارزش اسمی سهم؛

D_t = سود نقدی ناخالص هر سهم؛

N_e = تعداد سهام افزایش یافته از طریق اندوخته یا سود انباشته؛

N_c = تعداد سهام افزایش یافته از طریق آورده نقدی؛

N_t = تعداد سهام قبل از افزایش سرمایه.

جامعه و نمونه‌ی آماری

پژوهش حاضر، براساس اطلاعاتی از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۱-۱۳۸۷ است. بدین ترتیب، پس از حذف

شرکت‌های سرمایه‌گذاری (به دلیل تفاوت نوع فعالیت آن‌ها) شرکت‌هایی که الف) قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۱، سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گیرد. ب) شرکت‌هایی که در طول سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۸۷ معاملاتشان در بورس، بیش از سه ماه دچار وقفه نشده باشد. ج) پایان سال مالی این شرکت‌ها پایان اسفندماه هر سال بوده و شرکت در فاصله‌ی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۸۷ تغییر سال مالی نداده باشد. و د) دسترسی لازم به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آن‌ها وجود داشته باشد، انتخاب شده‌اند. با لحاظ کردن شرایط گفته شده، تعداد نمونه‌ی انتخابی از جامعه‌ی آماری، ۱۵۶ شرکت و به عبارتی ۱۰۹۲ (سال - شرکت) انتخاب شده است.

روش جمع‌آوری اطلاعات و داده‌ها

برای گردآوری اطلاعات لازم به منظور انجام این پژوهش از نرم‌افزار شرکت تدبیرپرداز و همچنین سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد.

مدل مورد استفاده در پژوهش

با توجه به مطالب مذکور در مورد متغیرهای توضیحی، مدل پژوهش که بر گرفته از پژوهش‌های ریان [۳۰]، کینی و میان [۲۹]، هفلین و شاو [۲۷] و جاکبی و ژنگک [۲۸] است به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$BA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PBO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 PRICE_{i,t} + \beta_4 RV_{i,t} + \beta_5 PV_{i,t} + \beta_6 BET_{i,t} + \beta_7 PDT_{i,t} + e$$

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0$$

BA = اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام،

PBO = درصد سهام در دست دارندگان بلوک‌های سهام،

SIZE = اندازه شرکت،

PRICE = قیمت نهایی سهام،

RV = نوسانات بازده سهام،

PV = نوسان پذیری قیمت،

BET = بتای بازار،

PDT = درصد روزهای انجام معامله،

β_0 = ضریب ثابت و

e = ضریب خطا که برای هر دوره مستقل می‌باشد، دارای توزیع نرمال بوده و مستقل از عوامل رگرسیونی می‌باشد. در صورت رد فرض H_0 ، فرض H_1 پذیرفته خواهد شد که بیانگر وجود رابطه‌ی معنادار بین متغیرهای وابسته و مستقل است.

آمار توصیفی

نگاره شماره ۱ حاوی آمار توصیفی داده‌های مورد مطالعه برای استفاده در رگرسیون خطی است. با توجه به این که از روش ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطعی هم برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده می‌کنیم، بنابراین تعداد مشاهدات سال - شرکت براساس داده‌های ترکیبی متوازن، ۱۰۹۲ مشاهده بوده است.

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	درصد اختلاف قیمت پیشنهادی	درصد مالکیت بلوکی سهام	اندازه شرکت	قیمت نهایی سهام	نوسانات یازده	نوسان قیمت	بتای بازار	درصد روزهای انجام معامله
تعداد شرکت سال	۱۰۹۲	۱۰۹۲	۱۰۹۲	۱۰۹۲	۱۰۹۲	۱۰۹۲	۱۰۹۲	۱۰۹۲
حداقل	-۰/۱۳۲۵	۰/۰۰۰۰	۹/۶۱۶۴۷۲	۸۱۵	-۸/۲۱۵	۰/۰۰۰۰	-۴/۲۱	۰/۸۱۹۶۷۲
حداکثر	۱/۶۳۳۲۶۹	۰/۹۶۸۶	۱۷/۷۷۰۶۷	۱۲۷۲۴۴	۱۶/۷۹۷۷۷۸	۱۲/۰۴۱۵۶	۲۳/۴۲	۱۱۷/۶۲۳
میانه	۰/۰۵۱۸۱۸	۰/۵۱۹	۱۲/۴۵۲۰۵	۵۰۴۸/۵	-۰/۰۰۹۲۷۱۵	۱/۵۸۲۱۱۱	۰/۱۱	۵۰/۹۲۰۹۱
میانگین	۰/۰۹۳۶۸۳	۰/۴۶۶۷۸	۱۲/۵۴۱۱	۹۸۶۳/۹۱۹	۰/۰۳۴۰۳۷۱	۱/۷۰۲۷۱۱	۰/۳۴۲۶۷۲	۵۱/۱۳۴۰۷
انحراف معیار	۰/۱۴۷۱۵۳	۰/۳۳۱۲۲۱	۱/۲۱۱۹۸۴	۱۳۶۴۶/۱۶	۰/۹۵۸۵۲۰	۱/۱۳۲۸۷۴	۱/۶۵۶۴۸۲	۲۶/۹۵۰۵۶
چولگی	۵/۴۷۴۵۳۱	-۱/۵	۰/۶۸۲۹۳۴	۳/۶۰۰۹۶۲	۱۲/۴۵۸۱۶۶۷	۱/۸۶۴۵۵۵	۶/۳۶۰۶۵۵	۰/۰۱۳۸۸۵
کشیدگی	۴۰/۵۳۶۲۵	۳/۲۵	۱/۸۴۹۱۲۸	۱۷/۷۳۷۲۷	۲۲۸/۶۰۷۳۹۱۵	۱۳/۵۷۲۶۹	۸۲/۱۶۰۷۷	-۱/۰۶۴۱۳

بررسی متغیرهای توضیحی نشان می‌دهد، میانگین درصد اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در شرکت‌های عضو نمونه ۰/۰۹۳۶۸۳ است، که بررسی این درصد در سال‌های مختلف بیانگر ثبات میانگین این متغیر طی سال‌های پژوهش است. از طرف دیگر، درصد مالکیت بلوکی سهام به‌طور میانگین ۴۶/۶۷٪ است که بیشترین درصد مالکیت

بلوکی سهام ۹۶/۸۶٪ و کمترین این نسبت، صفر مربوط به زمانی است که مالکیت بلوکی سهام وجود ندارد. میانگین اندازه شرکت، معادل ۱۲/۵۴۲۱۱ است و شاخص پراکندگی انحراف معیار ۱/۲۱۱۹۸۴ نشان می‌دهد که میزان پراکندگی این متغیر در شرکت‌های مختلف پایین است. میانگین قیمت نهایی سهام، معادل ۹۸۶۳/۹۱۹ است و شاخص پراکندگی انحراف معیار ۱۳۶۴۶/۱۶ نشان می‌دهد که میزان پراکندگی این متغیر در شرکت‌های مختلف بالا است. میانگین نوسانات بازده سالانه سهام، معادل ۰/۰۳۴۰۳۷۱ است که بیشترین آن مثبت و برابر ۱۶/۷۹۷۷۷۸ و کمترین آن منفی و برابر ۸/۲۱۵ است. میانگین نوسانات قیمت سهام، معادل ۱/۷۰۲۷۱۱ است که بیشترین آن مثبت و برابر ۱۲/۰۴۱۵۶ و کمترین آن، صفر، مربوط به زمانی است که نوسانات قیمت سهام وجود ندارد. میانگین بتای بازار، معادل ۰/۳۴۲۶۷۲ است که بیشترین آن مثبت و برابر ۲۳/۴۲ و کمترین آن منفی و برابر ۴/۲۱ است. میانگین درصد روزهای انجام معامله سهام، معادل ۵۱/۱۳۴۰۷ است که بیشترین آن ۱۱۷/۶۲۳ و کمترین آن ۰/۸۱۹۶۷۲ است. بررسی میزان چولگی و کشیدگی هر یک از متغیرها و مقایسه آن با توزیع نرمال با استفاده از آماره جاگ - براگا نشان می‌دهد که کلیه متغیرهای پژوهش به صورت نرمال توزیع شده است.

آزمون فرضیه پژوهش

روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی است. انگیزه اصلی در ترکیب داده‌های مقطعی و سری زمانی، آن است که در صورت تعیین مدل مناسب، برآورد، استنباط و پیش‌بینی کاراتری فراهم آید [۱۵]. برای رفع مشکلاتی همچون ناهمسانی واریانس از روش کمترین مجذورات تعمیم یافته، یعنی GLS استفاده می‌شود. روش رگرسیون ترکیبی با توجه به وضعیت ضریب ثابت معادله به چهار روش قابل انجام است:

- ۱- روشی که معادله را بدون عرض از مبدأ برآورد می‌کند.
- ۲- روشی که ضریب ثابت مشترکی را برای تمام اعضاء داده‌های ترکیبی در نظر می‌گیرد.
- ۳- روش اثرات ثابت که ضریب ثابت‌های متفاوتی را برای هر عضو داده‌های ترکیبی برآورد می‌نماید.

۴- روش اثرات تصادفی که در آن، ضریب ثابت برای اعضای داده‌های ترکیبی به صورت متغیر تصادفی هستند.

قبل از تخمین و استنباط آماری رگرسیون، لازم است تا نوع روش تخمین داده‌های ترکیبی تعیین شود. برای انتخاب بین روش‌های مدل رگرسیونی تلفیقی و رگرسیون اثرات ثابت (داده‌های پانل) از آزمون F لیمر (تعمیم یافته) استفاده شده است. این آزمون متکی بر ضریب تعیین (R²) به دو روش بوده و آزمون می‌نماید که آیا ضریب تعیین رگرسیون با اثرات ثابت به صورت معناداری بزرگ‌تر از ضریب تعیین مدل رگرسیونی تلفیقی است یا خیر. آماره این آزمون در زیر ارائه شده است:

$$F = \frac{(R_{FE}^2 - R_{POOL}^2)/(n-1)}{(1 - R_{FE}^2)/(nt - n - k)}$$

که در آماره فوق،

R_{FE}^2 : ضریب تعیین رگرسیون با اثرات ثابت،

R_{POOL}^2 : ضریب تعیین مدل رگرسیونی تلفیقی (عرض از مبدا مشترک)،

n: تعداد مشاهدات مقطعی،

t: تعداد دوره‌های زمانی پژوهش (تعداد سال‌ها)،

nt: تعداد کل مشاهدات،

k: تعداد متغیرهای مستقل (توضیحی) مدل است.

فرضیه H₁ این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در بین ضریب تعیین دو روش است. آزمون هاسمن ما را در انتخاب و به کارگیری یکی از روش‌های اثرات ثابت (FE) و اثرات تصادفی (RE) یاری می‌رساند. آزمون هاسمن دارای توزیع مجانبی کای دو بوده و درجات آزادی آن برابر با تعداد متغیرهای توضیحی (تعداد رگرسورها) است. فرضیه H₁ این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در ضرایب برآوردی دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی است. در صورت پذیرش فرضیه H₀ از روش اثرات تصادفی و در صورت پذیرش فرضیه H₁ از روش اثرات ثابت استفاده می‌شود. آماره آزمون هاسمن در زیر ارائه شده است:

$$\chi^2 = (b - B)' \cdot [VAR(b) - VAR(B)]^{-1} \cdot (b - B)$$

که در این آماره،

b: ضرایب برآوردی تحت روش FE،

B: ضرایب برآوردی تحت روش RE است.

پس از انجام این آزمون‌ها مشخص شده است که مدل اثرات ثابت و مدل اثر تصادفی بر مدل داده‌های ادغام شده برتری ندارند، بنابراین از مدل داده‌های ادغام شده استفاده شده است.

آزمون معنادار بودن مدل مربوط به فرضیه‌ها

برای تعیین معنادار بودن مدل رگرسیون از آماره F فیشر استفاده شده است. با مقایسه‌ی آماره F و F جدول که با درجات آزادی K-1 و n-K در سطح خطای ۵٪ محاسبه شده، کل مدل فرضیه مورد بررسی قرار گرفته است.

آزمون معناداری متغیرهای مستقل

برای بررسی معنادار بودن ضرایب متغیرهای مستقل در هر مدل از آماره t استفاده شده است. آماره t به دست آمده با t جدول که با درجه آزادی n-k در سطح اطمینان ۹۵٪ محاسبه شده مقایسه می‌شود، چنانچه قدرمطلق t محاسبه شده از t جدول بزرگ‌تر باشد، ضریب مورد نظر معنادار خواهد بود که دلالت بر وجود ارتباط بین متغیر مستقل و وابسته است.

آزمون همخطی

آزمون‌های آماری نشان می‌دهد، مشکل همخطی نیز بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد.

خودهمبستگی

خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است. از آماره دوربین واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین واتسون آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون ترکیبی حدوداً ۱/۹۰ است و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی است.

۴- تجزیه و تحلیل نتایج

اولین تحلیل، رابطه‌ی بین درصد مالکیت بلوکی سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را آزمون می‌کند. طبق نتایج پژوهش‌های دیگر همچون هفلین و شاو [۲۷] و جاکبی و ژنگ [۲۸] هرچه درصد مالکیت بلوکی سهام بیشتر باشد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نیز افزایش می‌یابد. بنابراین برای این متغیرها در نتایج پژوهش، ضریب همبستگی مثبت انتظار می‌رود.

دومین تحلیل، رابطه‌ی بین ارزش بازار شرکت به عنوان عامل اندازه شرکت و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را آزمون می‌کند. طبق نتایج پژوهش‌های دیگر همچون ریان [۳۰]، کینی و میان [۲۹]، هفلین و شاو [۲۷] و جاکبی و ژنگ [۲۸] هرچه اندازه شرکت بیشتر باشد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش می‌یابد. بنابراین برای این متغیرها در نتایج پژوهش، ضریب همبستگی منفی انتظار می‌رود.

سومین تحلیل، رابطه‌ی بین قیمت نهایی سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را آزمون می‌کند. طبق نتایج پژوهش‌های دیگر همچون ریان [۳۰]، کینی و میان [۲۹]، هفلین و شاو [۲۷] و جاکبی و ژنگ [۲۸] هرچه قیمت سهام بیشتر باشد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نیز افزایش می‌یابد. بنابراین برای این متغیرها در نتایج پژوهش، ضریب همبستگی مثبت انتظار می‌رود.

چهارمین تحلیل، رابطه‌ی بین نوسانات بازده سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را آزمون می‌کند. طبق نتایج پژوهش‌های دیگر همچون ریان [۳۰] و جاکبی و ژنگ [۲۸] هرچه نوسانات بازده سهام بیشتر باشد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نیز افزایش می‌یابد. بنابراین برای این متغیرها در نتایج پژوهش، ضریب همبستگی مثبت انتظار می‌رود.

پنجمین تحلیل، رابطه‌ی بین تغییرپذیری قیمت و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را آزمون می‌کند. طبق نتایج پژوهش‌های دیگر همچون ریان [۳۰] هرچه تغییرپذیری قیمت، بیشتر باشد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نیز افزایش می‌یابد. بنابراین برای این متغیرها در نتایج پژوهش، ضریب همبستگی مثبت انتظار می‌رود.

ششمین تحلیل، رابطه‌ی بین بتای بازار و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را آزمون می‌کند. طبق نتایج پژوهش‌های دیگر همچون ریان [۳۰] هرچه بتای بازار بیشتر

باشد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نیز افزایش می‌یابد. بنابراین برای این متغیرها در نتایج پژوهش، ضریب همبستگی مثبت انتظار می‌رود. هفتمین تحلیل، رابطه‌ی درصد روزهای انجام معامله و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را آزمون می‌کند. طبق نتایج پژوهش‌های دیگر همچون ریان [۳۰]، هرچه درصد روزهای انجام معامله بیشتر باشد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش می‌یابد. بنابراین برای این متغیرها در نتایج پژوهش، ضریب همبستگی منفی انتظار می‌رود. نگاره ۲ نتایج آزمون فرضیه‌ی پژوهش را نشان می‌دهد.

نگاره ۲. خلاصه نتایج آماری آزمون فرضیه‌ی پژوهش با استفاده از رگرسیون ترکیبی

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام				متغیر وابسته
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیرهای مستقل و کنترل
۰/۸۷۴	۰/۱۵۸۶۱۵	۰/۰۰۹۷۵۸	۰/۰۰۱۶۵۷	درصد مالکیت بلوکی سهام
۰/۰۰۰۰	-۵/۰۰۲۸۵	۰/۱۲۷۴۳۱	-۰/۶۳۷۵۲	ارزش بازار شرکت
۰/۰۱۱۳	-۲/۵۳۸۴۶۱	۰/۰۰۰۰۱۰۴	-۰/۰۰۰۰۲۶۴	قیمت نهایی سهام
۰/۰۰۰۰	۷/۰۶۷۳۴۸	۰/۰۰۰۰۰۰۶۵۱	۰/۰۰۰۰۰۰۴۶	نوسانات بازده سهام
۰/۰۰۰۰	۷/۸۸۵۶۲۲	۰/۱۵۱۰۹۹	۱/۱۹۱۵۱۲	نوسان پذیری قیمت
۰/۰۰۴۴	۲/۸۶۴۰۴۵	۰/۰۷۰۸۳۹	۰/۲۰۲۸۸۶	بتای بازار
۰/۰۰۰۰	-۱۵/۳۰۲۹	۰/۰۰۷۸۳۹	-۰/۱۱۹۹۶	درصد روزهای انجام معامله
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۵۳۸۱۱۲	ضریب تعیین: ۰/۵۴۴۰۴۶	دوربین واتسون: ۱/۸۹۸۸۲۳	احتمال آماره F: ۰/۰۰۰۰	آماره F: ۹۱/۶۷۷۸۲

نتایج آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش رگرسیون ترکیبی برای سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ بیانگر آن است که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با نوسانات بازده سهام، بتای بازار و تغییرپذیری قیمت در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه‌ی مثبت و معناداری دارد. طبق ادبیات موجود، هرچه نوسانات بازده سهام، بتای بازار و تغییرپذیری قیمت سهام شرکت افزایش یابد ریسک شرکت افزایش می‌یابد و در نتیجه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نیز افزایش می‌یابد. بنابراین این نتایج با ادبیات موجود و نتایج پژوهش‌های قبلی مطابقت دارد. بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و ارزش بازار شرکت به‌عنوان معیار اندازه شرکت، درصد روزهای انجام معامله و قیمت نهایی

رابطه‌ای منفی و معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد برقرار است. در شرکت‌های کوچک امکان معامله بر اساس اطلاعات نهانی بیشتر از شرکت‌های بزرگ است و در نتیجه انتظار می‌رود بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و اندازه شرکت رابطه‌ای منفی برقرار باشد. افزایش درصد روزهای انجام معامله نیز باعث افزایش نقدشوندگی بازار سهام و در نتیجه کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می‌شود. در مورد قیمت نهایی سهام نیز نتایج پژوهش‌های قبلی نشان داده است که قیمت سهام با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش مطلق سهام رابطه‌ی مثبت و با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام (به سبب قرار گرفتن قیمت‌های سهام در مخرج کسر) رابطه‌ی منفی دارد. نتایج این پژوهش در مورد رابطه‌ی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و سه متغیر اندازه شرکت، درصد روزهای انجام معامله و قیمت سهام نیز با ادبیات موجود و نتایج پژوهش‌های قبلی مطابقت دارد. بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و درصد مالکیت بلوکی سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. این نتیجه با نتایج پژوهش کینی و میان [۲۹] مطابقت دارد و با نتایج پژوهش‌های هفلین و شاو [۲۷] و جاکبی و ژنگ [۲۸] در تضاد است. البته این احتمال وجود دارد که درصد مالکیت بلوکی سهام معیار مناسبی برای پراکنندگی مالکیت نباشد. کینی و میان [۲۹] و هفلین و شاو [۲۷] در پژوهش‌های خود از درصد مالکیت بلوکی سهام به‌عنوان تنها معیار پراکنندگی مالکیت (تمرکز مالکیت) استفاده کرده‌اند اما جاکبی و ژنگ [۲۸] درصد مالکیت بلوکی سهام را معیار کافی برای پراکنندگی مالکیت نمی‌دانند. جاکبی و ژنگ [۲۸] بیان می‌دارند که در پژوهش‌های قبلی فقط درصد مالکیت بلوکی سهام به‌عنوان معیار پراکنندگی مالکیت مورد استفاده قرار گرفته است درحالی‌که ممکن است درصد مالکیت بلوکی سهام معیاری کافی برای اندازه‌گیری پراکنندگی مالکیت نباشد. جاکبی و ژنگ از متغیر تعداد سهامداران شرکت نیز به‌عنوان معیار تعیین‌کننده اندازه‌گیری پراکنندگی مالکیت استفاده کردند.

۵- نتیجه‌گیری

در این پژوهش، فرضیه مطرح شده مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار، بین نقدشوندگی سهام و پراکنندگی مالکیت، مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه پژوهش، بیانگر این

مسئله است که بین نقدشوندگی سهام که معیار آن اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است و پراکندگی مالکیت که معیار آن درصد مالکیت بلوکی سهام است رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. یعنی تغییر در پراکندگی مالکیت (تمرکز مالکیت)، توجیه‌کننده تغییرات در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیست. به نظر می‌رسد یکی از دلایل این امر کافی نبودن معیار درصد سهام بلوکی شرکت معیار پراکندگی مالکیت باشد. با این وجود نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش هفلین و شاو [۲۷] که صرفاً از معیار درصد مالکیت بلوکی سهام به‌عنوان معیار پراکندگی مالکیت استفاده کرده‌اند و رابطه‌ی مثبتی را بین پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام به‌دست آوردند در تضاد است و با نتایج پژوهش کینی و میان [۲۹] که از معیار درصد مالکیت بلوکی سهام به‌عنوان معیار پراکندگی مالکیت استفاده کردند و رابطه‌ی معناداری را بین پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام نیافتند، مطابقت دارد.

۶- محدودیت‌های پژوهش

مهم‌ترین محدودیت این پژوهش، عدم دسترسی به تعداد سهامداران شرکت‌ها به‌عنوان معیاری دیگر از پراکندگی مالکیت در بورس اوراق بهادار تهران است.

۷- پیشنهادهای پژوهش

الف) پیشنهادهای مربوط به نتایج پژوهش

با توجه به نتایج این پژوهش به نظر می‌رسد که نقش سهامداران بلوکی در بورس اوراق بهادار تهران در زمینه نقدشوندگی سهام شرکت‌ها بسیار ضعیف است. بنابراین:

- ۱- استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی باید بدانند که حضور تعداد خاصی سهامدار بلوکی در یک شرکت، اطمینان کافی از عدم کیفیت اطلاعات و افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه کاهش نقدشوندگی سهام را فراهم نمی‌کند. بلکه احتمالاً درصد مالکیت بلوکی سهام معیاری کافی برای اندازه‌گیری پراکندگی مالکیت سهام محسوب نمی‌شود.

- ۲- پیشنهاد می‌شود، افشای بیشتری در مورد اطلاعات مربوط به پراکندگی مالکیت، صورت بگیرد، تا استفاده کنندگان صورت‌های مالی اطمینان کسب کنند که به اطلاعات کافی در این زمینه دست یافته‌اند.
- ۳- سازمان بورس و اوراق بهادار، سیستم منسجمی را به منظور ارزیابی پراکندگی مالکیت در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اعمال نماید.

ب) پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

- ۱- بررسی رابطه‌ی پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها در دوره‌ی زمانی طولانی‌تر و همچنین در گروه صنایع جداگانه در بورس اوراق بهادار تهران
- ۲- انجام پژوهش حاضر با در نظر گرفتن سایر معیارهای پراکندگی مالکیت همچون تعداد سهامداران شرکت و همچنین با استفاده از الگوهای ریاضی و آماری جدید.

منابع و مآخذ

۱. احمدپور، احمد و امیر رسانیان (۱۳۸۵). "رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۶. صص. ۳۷-۶۰.
۲. احمدپور، احمد و امیر رسانیان (۱۳۸۵). "رابطه اطلاعات مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام"، نامه اقتصادی مفید، سال دوازدهم، شماره ۵۷، صص. ۲۹-۴۸.
۳. احمدپور، احمد و امیر رسانیان (۱۳۸۵). "بررسی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه مازندران، سال ششم، شماره بیستم، ویژه اقتصاد، صص. ۳۸-۱۳.
۴. احمدپور، احمد و امیر رسانیان (۱۳۸۶). "رابطه بین اطلاعات نامتقارن و هزینه های انتخاب نادرست"، مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه سمنان، سال ششم، شماره ۱۷، صص. ۲۹-۶۴.

۵. احمدپور، احمد و امیر رسائیان (۱۳۸۸). "بررسی رابطه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با نوسانات بازده سهام و ارزش بازار شرکت در بورس اوراق بهادار تهران"، زیر چاپ در فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی وزارت دارایی.
۶. ایزدی نیا، ناصر و امیر رسائیان (۱۳۸۸). "اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و کیفیت سود در ایران"، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال بیستم، شماره پیاپی ۵۱، صص. ۱۵۴-۱۲۷.
۷. رحیمیان، نظام‌الدین؛ صالح نژاد، حسن و علی سالکی (۱۳۸۸). "رابطه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۸، صص. ۸۶-۷۱.
۸. رضازاده، جواد و عبدالله آزاد (۱۳۸۷). "رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۸۰-۶۳.
۹. صلواتی، شاپور و امیر رسائیان (۱۳۸۶). "بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران"، نامه اقتصادی مفید، سال سیزدهم، شماره ۶۳، صص. ۱۶۳-۱۴۳.
۱۰. قائمی، محمد حسین و محمدرضا وطن پرست (۱۳۸۴). "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۱، صص. ۸۵-۱۰۳.
۱۱. مهرانی، ساسان و امیر رسائیان (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین معیارهای نقدشوندگی سهام و بازده سالانه سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، صص. ۲۳۰-۲۱۷.
۱۲. مهرانی، ساسان و امیر رسائیان (۱۳۸۸). "نقدشوندگی سهام و نقدشوندگی دارایی‌ها"، فصلنامه حسابرس، شماره ۴۶، صص ۵۶-۵۲.
۱۳. مهرانی، ساسان و کاوه مهرانی (۱۳۸۲). "رابطه بین نسبت‌های سودآوری و بازده سهام در بازار بورس تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی پاییز، شماره ۳۳، صص. ۹۳-۱۰۵.

۱۴. مهرانی، ساسان؛ مهرانی، کاوه و غلام رضا کرمی (۱۳۸۳)، "استفاده از اطلاعات تاریخی مالی و غیرمالی جهت تفکیک شرکت های موفق از ناموفق"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۸، صص. ۷۷-۹۲.
۱۵. مؤمنی، منصور و علی فعال قیومی (۱۳۸۸)، "مقایسه انواع تحلیل های رگرسیونی برای داده های حسابداری"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۸، صص. ۱۰۲-۱۱۲.
۱۶. نمازی، محمد و شکراله خواجوی (۱۳۸۳)، "سودمندی متغیرهای حسابداری در پیش بینی ریسک سیستماتیک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۸، صص. ۹۳-۱۱۹.
۱۷. نمازی، محمد و نورالدین رستمی (۱۳۸۵)، "بررسی رابطه بین نسبت های مالی و نرخ بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴، صص. ۱۰۵-۱۲۷.
۱۸. نمازی، محمد و احسان کرمانی (۱۳۸۷)، "تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص. ۸۳-۱۰۰.
۱۹. نروش، ایرج و مهدی حیدری (۱۳۸۳)، "ارزیابی عملکرد مدیریت شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران با مدل CVA و بررسی رابطه آن با مدل با بازده سهام"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۸، صص. ۱۲۱-۱۴۷.
۲۰. هاشمی، سید عباس و امیر رسانیان (۱۳۸۸). "بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال بیستم، شماره پیاپی ۵۱، صص. ۱۸۷-۲۱۳.
۲۱. یحیی زاده فر، محمود و جواد خرمیدین (۱۳۸۷)، "نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص. ۱۰۱-۱۱۸.
22. Bolton P, Von Thadden E (1998). "Block, liquidity, and corporate Control". *Journal of Finance* 53: 1-25.
23. Brockman, P., and D. Y. Chung (2003). "Investor Protection and Firm Liquidity", *Journal of Finance*, pp.921-937.

24. Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P (2000). "The separation of ownership and control in East Asian corporations". *Journal of Financial Economics*, 58, p. 81.
25. Corwin S (1999). "Differences in trading behavior across NYSE specialist firms". *Journal of Finance* 54: 721-746.
26. Hanley K, Kumar A, Seguin P (1993). "Price stabilization in the market for new issues". *Journal of Financial Economics* 34: 177-197.
27. Heflin F, Shaw K (2000). "Blockholder ownership and market liquidity". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35: 621-633.
28. Jacoby, G and Steven X. Zheng (2010). "Ownership Dispersion and Market Liquidity", Article in Press, *International Review of Financial Analysis*.
29. Kini O, Mian S (1995). "Bid-ask spread and ownership structure". *Journal of Financial Research* 18: 401-414.
30. Ryan, H (1996). "The Use of Financial Ratios as Measures of Determinants of Risk in the Determination of the Bid-Ask Spread", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, pp.33-40.