

بررسی رابطه حجم سهام شناور آزاد با شاخص های تعیین کننده ساختار صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکترسید یوسف احدی سرکانی

عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه

فاطمه مریدی

عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس

چکیده

هدف تحقیق حاضر بررسی نقش ساختار صورت های مالی شرکت ها در تعیین حجم سهام شناور آزاد می باشد. در این پژوهش اطلاعات ۴ساله (۱۳۸۵-۱۳۸۲) مربوط به ۱۳۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری و مورد بررسی قرار گرفته فرضیه های تحقیق از طریق رگرسیون چندمتغیره آزمون گردید. بدین منظور شاخص های معرف ساختار صورت های مالی هر سال (متغیر مستقل) براساس دو رویکرد ترازنامه ای و سودووزیانی با سهام شناور آزاد سال بعد (متغیر وابسته) در یک مدل های رگرسیون چند متغیره مورد بررسی و فرضیه های دوگانه برهمن اساس مورد آزمون قرار گرفتند.

یافته های تحقیق مبین این امر می باشد که در نمونه مورد بررسی، بین حجم سهام - شناور آزاد سالانه و شاخص های معرف ساختار صورت های مالی سال ماقبل آن رابطه معنی داری وجود دارد.

واژه های کلیدی : ساختار مالکیت، سهامداران نهادی، سهام شناور آزاد، نسبت

های مالی

۱- مقدمه

با توجه به بحران‌های مالی، شرکت‌های سرمایه پذیر و سایر استفاده کنندگان از صورت‌های مالی دریافتند که با از بین رفتن اطمینان در میان سرمایه‌گذاران، مسیر جریان‌های سرمایه‌گذاری به سرعت تغییر کرده و با حذف جریان‌های سرمایه‌گذاری و کاهش منابع مالی، بنگاه‌ها با سقوط ناگهانی مواجه خواهند شد. [۳۰] یکی از موارد قابل بررسی در این زمینه وضعیت سهام شناور آزاد شرکت‌ها است. وضعیت سهام شناور آزاد مربوط به یک شرکت نشان دهنده ترکیب سهامداری شرکت است و مشخص می‌نماید که چند درصد از سهام شرکت دائماً معامله شده و چند درصد از آن در اختیار سهامداران عمده و بصورت بلوکه شده است. [۱۰]

میزان سهام شناور آزاد به عنوان شاخصی از ساختار مالکیت، عامل تعیین‌کننده بسیاری از تصمیمات در مجامع بوده، و با تاثیر مستقیمی که بر تصمیمات اتخاذ شده در مجامع شرکت دارد می‌تواند در سلامت مالی شرکت‌ها نقش ایفا نماید. از این رو لازم است دستگاه‌های نظارتی در راستای حمایت از منافع ذینفعان آن را بطور مستمر مورد بازبینی و نظارت قرار دهند.

سهامداران از دیدگاه نوع اهداف به دو دسته سهامداران راهبردی (دارای اهداف راهبردی و بلندمدت) و خرده سهامداران (دارای اهداف کوتاه مدت مبتنی بر کسب بازده) تقسیم می‌گردند. تمام شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار نمی‌توانند اهداف متفاوت این دو دسته را پوشش دهند. این امکان وجود دارد که شرکت‌ها با توجه به ساختار صورت‌های مالی خود، توجه یکی از این دو گروه سرمایه‌گذاران (خرده و نهادی) را به خود جلب نمایند. در این صورت، ساختار مالکیت و حجم سهام شناور

آزاد شرکت‌ها می‌تواند تحت تاثیر ساختار صورت‌های مالی شرکت‌ها تغییر یابد. بنیان و اساس پژوهش حاضر را بررسی احتمال وجود چنین ارتباطی تشکیل می‌دهد.

۲- بیان مساله

سهام‌شناور آزاد به عنوان نماد ساختار مالکیت شرکت‌ها ممکن است تحت تاثیر بسیاری از خط‌مشی‌های شرکت‌های بورسی از جمله شیوه‌های تامین مالی، سیاست‌های تقسیم سود، روش‌های کنترل هزینه‌ها و الگوی‌های سرمایه‌گذاری در ترکیبات مختلف دارایی‌های شرکت قرار گیرد. نتایج اتخاذ اینگونه خط‌مشی‌ها توسط مدیران در ساختار صورت‌های مالی و به خصوص نسبت‌های مالی به عنوان در دسترس‌ترین شاخص از این ساختار نمود می‌یابد. لذا کنکاش پیرامون معنی داری روابط بین سهام‌شناور آزاد و شاخص‌های معرف ساختار صورت‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های اخیر مسئله اصلی تحقیق حاضر را تشکیل می‌دهد.

۳- اهمیت موضوع تحقیق

گرچه رویکرد استفاده‌کنندگان در تعیین نظام بهینه اداره شرکت‌ها تحت تاثیر عوامل مختلفی قرار دارد، لیکن ساختار مالکیت به عنوان رکن اصلی اتخاذ تصمیمات شرکت اهمیت بسزایی دارد. بسیاری از محققان در جستجوی مدلی مناسب در این زمینه، ساختار مالکیت، سهامداران نهادی و سهام‌شناور آزاد را به دقت مورد مطالعه قرار داده‌اند. لیکن اکثر مطالعات صورت گرفته در این راستا بازار سرمایه و یا متغیرهای مرتبط با سهام از جمله قیمت و بازده را کانون توجهات خود قرار داده و کمتر به تاثیر متقابل این عوامل با مولفه‌های صورت‌های مالی توجه نموده‌اند. تحقیق حاضر به بررسی معنی داری رابطه میان سهام‌شناور آزاد و ساختار صورت‌های مالی می‌پردازد تا ضمن ارائه

نتایج و شفاف سازی رفتارهای گذشته، استفاده کنندگان صورت‌های مالی را در تصمیم‌گیری مناسب یاری رساند.

۴- مروری بر ادبیات موضوع

۴-۱- ساختار مالکیت

ساختار مالکیت به مفهوم بافت و ترکیب سهامداران یک شرکت و یا ترکیب و چگونگی نسبت‌های مالکانه شرکت می‌باشد. [۱۷] منظور از ساختار مالکیت در تحقیق حاضر بافت و ترکیب سهامداران شرکت می‌باشد که می‌تواند از جنبه‌های مختلفی از جمله مالکیت فامیلی، مالکیت سازمانی، مالکیت دولتی و یا از لحاظ میزان سهام در دست سهامداران مختلف؛ مورد بررسی قرار گیرد.

۴-۲- چالش‌های استفاده از ساختار مالکیت

بیشترین تاکید استفاده کنندگان مختلف بر متن صورت‌های مالی (بدون استفاده از تحلیل‌های علمی) و سایر اطلاعات منتشره توسط بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بیشتر ذینفعان نیز اغلب مهارت لازم و گاه وقت کافی و یا منابع اطلاعاتی قوی ندارند تا خود نسبت به تحلیل داده‌های خام جهت نیل به اطلاعات مورد نیاز اقدام نمایند. لذا اطلاعات مرتبط با راهبری شرکت‌ها بطور اعم و ساختار مالکیت بطور اخص، علی‌رغم اهمیت چشمگیری که تصمیم‌گیری‌ها دارد چندان مورد استفاده گروه‌های مختلف استفاده کننده قرار نمی‌گیرد. از سوی دیگر اطلاعات ساختار مالکیت کسب شده از منابع اطلاعاتی گوناگون به علت ابهام در شیوه اندازه‌گیری و در نتیجه فقدان ویژگی قابلیت مقایسه در شرکت‌های مختلف، معمولاً تصمیم‌گیرها را با دشواری مواجه می‌سازند.

این مسایل را می توان از طریق محاسبه شاخص معرف ساختار مالکیت، توسط بورس اوراق بهادار و انتشار دوره‌ای آن مرتفع نمود. ارائه این شاخص و دسترسی سریع و بموقع به آن افزایش قابلیت مقایسه را در پی داشته و می تواند در اتخاذ تصمیمات منطقی توسط استفاده کنندگان از صورت‌های مالی راهگشا باشد.

۳-۴- سهام شناور آزاد

هر چند که محاسبه و انتشار شاخص جدیدی که معرف سهام شناور آزاد باشد، توسط بورس اوراق بهادار تهران، بخش عمده‌ای از مشکلات را برطرف نمود با این وجود رفع چنین مشکلاتی تنها دلیل استخراج و استفاده از مفهوم سهام شناور آزاد بشمار نمی رود.

همواره دستیابی به شاخص مناسب جهت آشکارسازی ابعاد و جهت حرکت بازار سهام و نوسانات قیمت و حجم معاملات در بین پژوهشگران موضوع مورد بحث بوده است. با توسعه بازارهای سهام و افزایش شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار، بررسی جداگانه تغییرات قیمت و معاملات هر سهم و ارائه آن به عموم عملی نبود. لذا برای نشان دادن روند شاخص، روش‌های مبتنی بر میانگین قیمت‌ها و ارزش‌ها مورد استفاده قرار گرفت.

در حقیقت آنچه بر قیمت هر سهم اثر می‌گذارد، نه میزان سهام منتشره، که سهام قابل مبادله است و در شرایطی که تفاوت قابل ملاحظه‌ای میان آن‌ها باشد یا به عبارتی میزان قابل توجهی از سهام شرکت‌ها توسط سهامداران آن‌ها بلوکه شود، شاخصی که براساس سهام منتشره وزن‌دهی شده باشد از کارایی لازم برخوردار نخواهد بود. [۲۲]

متخصصان و دست‌اندرکاران دائماً بدنبال بهینه‌سازی و تعدیل شاخص در جهت هرچه بهتر منعکس ساختن حرکت بازار سهام بوده‌اند. آخرین تحول در این زمینه

ساختن یک شاخص تعدیل یافته بنام شاخص سهام شناور آزاد در سطح جهان بوده است که بر اساس تعداد سهام قابل معامله و در دسترس سرمایه گذاران بازار سرمایه محاسبه می گردد. [۲۹]

در سال ۱۹۸۹ ضریب شناوری آزاد جهت تصحیح محاسبات شاخص توسط Salomon Smith Barney Global Equity Index معرفی شد که در سالهای بعد از ۲۰۰۰ به تدریج در اکثر بورس های دنیا مورد توجه قرار گرفت. در ایران نیز استفاده از این ضریب بعنوان راهکاری مهم در تصحیح محاسبه شاخص پیشنهاد شده است.

۴-۴ ساختار صورت های مالی

هدف از تهیه و ارائه اطلاعات مالی و حسابداری فراهم ساختن مبنایی برای اتخاذ تصمیم گیری مالی و اقتصادی (با مدنظر قراردادن هزینه فرصت) است. هر نوع تصمیم گیری نیازمند اطلاعات است و تصمیم گیری مالی نیز فرآیندی است که به انتخاب راه کار کارآمد و اثربخش منجر خواهد شد. انتخاب راه کار مطلوب و اقتصادی مستلزم کسب اطلاعات، پردازش و تجزیه و تحلیل اطلاعات و استنتاج منطقی و مناسب از آنهاست که در ادبیات مدیریت مالی، تحت عنوان تحلیل گری مالی شناخته شده است. [۱۴] تحلیل اقلام صورت های مالی بصورت مجزا، تحلیل گری مالی نیست؛ بلکه باید اقلام مختلف را در کنار هم و بصورت مقایسه ای تحلیل نمود. در واقع باید ساختار صورت های مالی را مورد تامل قرار داد. برای تحقق این امر از نسبت های مالی استفاده می گردد.

۵- پیشینه تحقیق

کالک چان، یوچیونگ چان و وای مینگ فونگ (۲۰۰۱) در مطالعه خود مبنی بر مداخله دولت هنگ کنگ، به بررسی رابطه سهام شناور آزاد با نقدینگی بازار پرداختند.

آنها دریافتند با کاهش سهام شناور آزاد از طریق مداخله دولت، فشار قیمت مبادلات افزایش یافته، و نتیجتاً روانی بازار کاهش یافته است.

رابرت نومن و توربن و تمن (۲۰۰۱) به مطالعه تاثیرات حجم و قیمت شاخص تعدیل شده داو جونز پرداختند. آنان از طریق آزمون تغییر در تقاضا با استفاده از فرضیه‌ها جانشینی ناقص و فرضیه‌ها فشار قیمت، دریافتند پیاده سازی شناوری آزاد موجب کاهش تقاضا برای سهام شرکت‌های بزرگ اوپایی شده است.

شینگوآید (۲۰۰۴) در مقاله شماره ۱۵۰ موسسه تحقیقاتی نیلی فرانسه، اثرات احتمالی اجرای شاخص جدید Topix که بر مبنای شناوری آزاد تعدیل شده را مورد بررسی قرار داده و نتیجه گرفته است که شناوری آزاد Topix را به جنبش و می‌دارد.

موسسه خدمات اطلاعاتی بورس سهام توکیو نیز در سال ۲۰۰۴ مطالعاتی در مورد تعدیل شناوری شاخص خود (Topix) انجام داده است. این موسسه میان سهام منتشر شده و سهام دخیل در محاسبه شاخص تمایز قایل شده و سپس با یک مثال ساده و جالب استدلال نموده که در شرکت‌هایی با سهام شناور آزاد پایین فشار خرید درصد بالایی از سهام در بازار شدید تر بوده و در نتیجه تاثیر بیشتری بر قیمت‌های بازار می‌گذارد.

جول گاربونی (۲۰۰۷) کاملترین بررسی جدید بورس فیلیپین بر مبنای سهام شناور آزاد را انجام داده است. او از شرکت‌های بورس تحت عنوان عمده ترین فشار سنج تغییرات قیمت محلی یاد کرده است. در بورس فیلیپین برای شمول یک شرکت در بورس این ملاک‌ها باید وجود داشته باشد: شناوری آزاد، شناوری بازار سرمایه، قابل معامله بودن، متوسط ارزش مبادلات روزانه و نرخ گردش حجم مبادلات.

ارنس ان بیک تیمیرو (۲۰۰۵) در دانشکده تجارت دانشگاه بروک کانادا به بررسی تقاضا روی قیمت سهام بر اساس شواهدی از تعدیل شناوری آزاد S&P500 پرداخته

است. وی دریافت که کاهش در تقاضا کاهشی پایدار در قیمت ایجاد می‌نماید که با در نظر گرفتن مقدار مبادلات غیر معمول مهم است. نتایج فرضیه منحنی تقاضای نزولی را تایید می‌کنند.

علی ابراهیمی کردلر (۱۳۸۷) به بررسی تحقیقات انجام شده در مورد نقش ترکیب سهامداران در عدم تقارن اطلاعات و عملکرد شرکت، پرداخت.

لاله مانی (۱۳۸۳)، در مطالعات خود تعدیل شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران مبتنی بر سهام شناور آزاد را مورد تاکید قرار داده است. وی انتظار داشت روند تغییرات شاخص با نسبت تغییرات حجم معاملات همبستگی داشته باشد. تا بتوان با بررسی میزان همبستگی آنها مناسب‌ترین شاخص را انتخاب نمود. نتایج بدست آمده از انتخاب بهترین شاخص، با استفاده از آزمون همبستگی نشان داد که ابعاد شرکت‌ها با میزان سهام شناور آزاد آنها ارتباطی نداشته و از طرف دیگر میزان سهام شناور آزاد هر سهم در کوتاه مدت بر نوسانات قیمت سهام در شرکت‌ها بی‌تاثیر است.

علی تیموری شندی و میرفیض فلاح شمسی (۱۳۸۴) در مطالعه خود برای طراحی الگوی پیش‌بینی دستکاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۸۱، وضعیت شناوری سهام را به عنوان یکی از متغیرهای مستقل در نظر گرفته و نتیجه گرفتند امکان متمایز کردن شرکت‌های دستکاری نشده با استفاده از وضعیت سهام شناور آزاد وجود خواهد داشت.

سید یوسف احدی سرکانی (۱۳۸۵) در ارزیابی روابط متقابل رشد اقتصادی و ساختار مالی و ساختار مالکیت شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، از سه عامل عدم تمرکز مالکیت، نسبت تعداد سهام معامله شده به دفعات معامله و نسبت سهام شناور آزاد برای ارزیابی ساختار مالکیت استفاده نمود. از میان این سه عامل تنها ارتباط با سهام شناور آزاد تایید گردید.

سید مصطفی حسینی (۱۳۸۶) اثر میزان سهامداران نهادی را به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی طی سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۸۲ بر بازده سهامداران بررسی نمود. یافته‌های تحقیق نشان داد با وجود آنکه میزان مالکیت نهادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد بوده، لیکن هیچگونه رابطه معنی داری بین سهامداران نهادی و بازده وجود ندارد.

کامران باقرنژاد سطلکی (۱۳۸۶) به بررسی رابطه سهام شناور آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۸۵ با نرخ بازده آنها پرداخت. نتیجه این بررسی بیان کننده وجود رابطه مثبت بسیار ضعیف بین عوامل ذکر شده می‌باشد. البته بررسی انجام شده در صنایع مختلف نتایج متفاوتی را به دست داده است. بطوریکه این رابطه در صنایع خودرو مثبت و در صنایع استخراج و ساخت فلزات منفی بوده است. در حالیکه در صنایع غذایی هیچگونه رابطه معنی داری مشاهده نگردید.

۶- سؤال اساسی و فرضیه های تحقیق

سوال اساسی این است که آیا شاخص‌های تعیین کننده ساختار صورت‌های مالی شرکت‌ها با حجم سهام شناور آزاد آنها ارتباط دارد؟ در این صورت شاخص‌های تعیین کننده ساختار صورت‌های مالی به عنوان نماد وضعیت و عملکرد شرکت‌ها، حجم سهام شناور آزاد شرکت‌ها را چگونه رقم می‌زنند؟

با توجه به ادبیات موضوع، در این تحقیق به دنبال یافتن روابط میان حجم سهام شناور آزاد و ساختار صورت‌های مالی می‌باشیم، بنابراین فرضیه‌ی اصلی تحقیق به صورت زیر شکل گرفته است:

فرضیه اصلی: بین حجم سهام شناور آزاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با ساختار صورت‌های مالی آنها رابطه معنی داری وجود دارد.

به منظور بررسی معنی داری رابطه عوامل ذکر شده در فرضیه اصلی دو فرضیه فرعی به ترتیب با دو رویکرد ترازنامه‌ای و سود و زیانی به شرح زیر تدوین گردیدند:

فرضیه فرعی اول: بین حجم سهام شناور آزاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با ساختار ترازنامه آنها رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین حجم سهام شناور آزاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با ساختار صورت سود و زیان آنها رابطه معنی داری وجود دارد.

۷- روش شناسی تحقیق

در این تحقیق از روش رگرسیون چند متغیره برای بررسی ارتباط میان یک متغیر وابسته با برخی متغیرهای مستقل در هر فرضیه (که برای هر کدام ۱ مدل تعریف شده) استفاده شده است. نکته قابل ذکر این است که قبل از استنتاج بر اساس مدل رگرسیون ارائه شده لازم بود برخی آزمونهای تکمیلی به منظور بررسی قابلیت اتکاء به خروجی های مدل انجام می شد. لذا آزمونهای تکمیلی زیر انجام گردید:

آزمون معنادار بودن رگرسیون با استفاده از آماره F ، آزمون معنادار بودن ضرایب با استفاده از آماره t و آزمون پیش فرضهای استفاده از مدل رگرسیون شامل بررسی نرمال بودن خطاها و آزمون هم خطی با استفاده از دو روش (استفاده از آزمون ماتریس همبستگی و آزمون هم خطی تعریف شده در نرم افزار spss).

باتوجه به اینکه هدف سنجیدن رابطه میان سهام شناور آزاد به عنوان متغیر وابسته با شاخص های معرف ساختار صورت های مالی می باشد، سهام شناور آزاد هر سال در کنار شاخص های صورت های مالی سال قبل بررسی می شود. منطق تعامل بین متغیرهای وابسته و مستقل با توجه به پیش فرض های تعریف شده در این پژوهش، بر این اساس استوار است که تمرکز یا عدم تمرکز مالکیت (مفهوم نهفته در حجم سهام شناور آزاد)

با یک وقفه زمانی (Lag) یکساله (پس از انتشار صورت های مالی) تحت تاثیر متغیرهای مستقل قرار می گیرند.

مدل های اولیه و پیش فرض تحقیق برای بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته در فرضیه های فرعی بصورت زیر بیان می شود:

$$\begin{cases} Y_{1(t)} = \alpha + \sum_{i=1,2,3,4,5,6,7,8} \beta_i X_{i,t-1} + \varepsilon_0 & : t=1,2,3,4 \end{cases} ,$$

$$Y_{1(t)} = \alpha + \beta_1 X_{1,t-1} + \beta_2 X_{2,t-1} + \beta_3 X_{3,t-1} + \beta_4 X_{4,t-1} + \beta_5 X_{5,t-1} + \beta_6 X_{6,t-1} + \beta_7 X_{7,t-1} + \beta_8 X_{8,t-1} + \varepsilon_0$$

$$\begin{cases} Y_{1(t)} = \alpha + \sum_{i=9,10,11,12,13} \beta_i X_{i,t-1} + \varepsilon_0 & : t=1,2,3,4 \end{cases} ,$$

$$Y_{1(t)} = \alpha + \beta_9 X_{9,t-1} + \beta_{10} X_{10,t-1} + \beta_{11} X_{11,t-1} + \beta_{12} X_{12,t-1} + \beta_{13} X_{13,t-1} + \varepsilon_0$$

Y_1 نماد متغیر وابسته (سهام شناور آزاد) ، X_1 تا X_{13} نماد متغیرهای مستقل (نسبت های شاخص ساختار صورت های مالی) ، α مقدار ثابت و ε_0 سایر عوامل می باشد.

نگاره ۳-۱: خلاصه نسبت‌های مورد استفاده

شاخص	نسبت‌ها	شاخص	نسبت‌ها
X ₇	$\frac{\text{بدهی جاری}}{\text{جمع بدهی و حقوق صاحبان سهام}}$	X ₁	$\frac{\text{داراییهای جاری}}{\text{مجموع داراییها}}$
X ₈	$\frac{\text{بدهی بلندمدت}}{\text{جمع بدهی و حقوق صاحبان سهام}}$	X ₂	$\frac{\text{داراییها ثابت}}{\text{مجموع داراییها}}$
X ₉	$\frac{\text{سود خالص}}{\text{فروش}}$	X ₃	$\frac{\text{سرمایه گذاری های بلندمدت}}{\text{مجموع داراییها}}$
X ₁₀	$\frac{\text{سود خالص}}{\text{خالص سایر درآمدها}}$	X ₄	$\frac{\text{سایر داراییها}}{\text{مجموع داراییها}}$
X ₁₁	$\frac{\text{سود خالص - سود سهام ممتاز}}{\text{تعداد سهام عادی منتشره}}$	X ₅	$\frac{\text{سود و زیان انباشته}}{\text{جمع بدهی و حقوق صاحبان سهام}}$
X ₁₂	$\frac{\text{سود نقدی پرداختی سهامداران عادی}}{\text{تعداد سهام عادی منتشره}}$	X ₆	$\frac{\text{سهام عادی}}{\text{جمع بدهی و حقوق صاحبان سهام}}$
X ₁₃	$\frac{\text{سود تقسیمی هر سهم}}{\text{سود هر سهم}}$		

۸- نتایج تجربی حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها

۸-۱- آزمون فرضیه اول

به منظور آزمون این فرضیه از مدل رگرسیون مین رابطه میان حجم سهام شناور آزاد و شاخص های معرف ساختار ترازنامه استفاده شده است.

نتایج حاصل از معناداری ضرایب آزمون اول در جدول شماره (۱) ارائه شده است. مدل رگرسیونی این فرضیه با توجه به این جدول به شرح زیر برآش می گردد:

$$Y=0.243- 0.119 X_2+0.266 X_6$$

جدول شماره (۱) نتایج حاصل از معناداری ضرایب آزمون اول

معناداری	آماره F	مربع میانگین	درجه آزادی	مجموع مربعات	
۰/۰۰۰	۹/۵۹۹	۰/۱۹۲	۲	۰/۳۸۳	رگرسیون
		۰/۰۲۰	۵۲۹	۱۰/۵۶۵	سایر عوامل
			۵۳۱	۱۰/۹۴۹	جمع

منفی بودن ضریب همبستگی بین نسبت دارایی های ثابت به کل داراییها و حجم سهام شناور آزاد بدان معنی است که افزایش در دارایی های ثابت در مقایسه با سایر اقلام دارایی تشویقی برای سهامداران نهادی (با اهداف بلندمدت) است، لیکن افزایش تعداد سهام عادی منتشره بر تمرکز مالکیت سهامداران نهادی اثر معکوس دارد. در حالیکه در مورد سهامداران جزء مثبت بودن رابطه آن با حجم سهام شناور آزاد نشان می دهد، افزایش تعداد سهام منتشره برای آنان عامل ترغیب کننده برای سرمایه گذاری

تلقی شده و افزایش در میزان دارایی‌های ثابت (یک مولد بلندمدت) دارای اثری متقابل می‌باشد. در سایر موارد (سایر نسبت‌های صورت سود و زیان) چنین رفتاری ملاحظه نمی‌گردد.

۴-۲- آزمون فرضیه دوم

برای بررسی این فرضیه از رگرسیون میان حجم سهام شناور آزاد و شاخص‌های ساختار صورت سود و زیان استفاده شده است. نتایج حاصل از معناداری ضرایب آزمون اول در جدول شماره (۱) ارائه شده است. مدل رگرسیونی استخراج شده به منظور آزمون این فرضیه با توجه به جدول ارائه شده به شرح زیر برآزش می‌گردد:

$$Y=0.268+ 0.51 X_9-0.00002 X_{12}$$

جدول شماره (۲) نتایج حاصل از آزمون معناداری مدل رگرسیونی دوم

معناداری	آماره F	مربع میانگین	درجه آزادی	مجموع مربعات	
۰/۰۱۲	۴/۴۲۳	۰/۰۸۹	۲	۰/۱۷۹	رگرسیون
		۰/۰۲۰	۵۲۱	۱۰/۵۱۳	سایر عوامل
			۵۲۳	۱۰/۶۹۲	جمع

منفی بودن ضریب همبستگی بین سود تقسیمی هر سهم و حجم سهام شناور آزاد بدان معنی است که افزایش در سود تقسیمی سال قبل عامل ترغیب کننده برای سهامداران نهادی (با اهداف بلندمدت) است، لیکن افزایش بازده فروش از نقشی معکوس برخوردار است. در حالیکه در مورد سهامداران جزء مثبت بودن رابطه آن با

بازده فروش نشان می‌دهد، افزایش بازده فروش برای آنان عامل ترغیب‌کننده تلقی شده و اثر افزایش سود تقسیمی سال قبل نقشی معکوسایفا می‌نماید. در سایر موارد (سایر نسبت‌های ترازنامه) چنین رفتاری ملاحظه نمی‌گردد.

۹- نتیجه گیری

درمورد فرضیه اول تحقیق، نتایج تحلیل‌های آماری نشان می‌دهد که از میان متغیرهای مستقل نسبت دارایی ثابت به کل دارایی‌ها دارای رابطه منفی معنی‌دار و نسبت سهام عادی به جمع بدهی‌ها و سرمایه دارای رابطه مثبت معنی‌دار با سهام شناور آزاد بوده و بین سایر متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی‌داری مشاهده نگردید.

این بدان معنی است که با بالا رفتن سهم دارایی‌های ثابت نسبت به سایر دارایی‌های شرکت میزان سهام شناور آزاد کاهش و با کم شدن آن افزایش می‌یابد. علت حصول نتیجه بدست آمده می‌تواند این امر باشد که سهامداران نهادی با توجه به اهداف بلندمدت خویش ترجیح می‌دهند در بنگاهی سرمایه‌گذاری نمایند که سهم بالای دارایی ثابت (یا مولد) آنها سودآوری شرکت را در آینده دور تضمین نماید. درحالی‌که با توجه به کوتاه‌مدت بودن اهداف سهامداران جزء، این دسته از سهامداران معمولاً به این موضوع بی‌توجه می‌باشند.

درمورد سهم سهام عادی از میان منابع مختلف تامین مالی شرکت نتیجه برعکس می‌باشد؛ بطوریکه با افزایش این نسبت سهام شناور آزاد زیاد شده و با کاهش آن کاهش می‌یابد. این نتیجه می‌تواند بیانگر این مطلب باشد که سهامداران نهادی با توجه به اهداف راهبردی خویش از ازدیاد تعداد سهامداران و در نتیجه کم شدن حق رای خویش استقبال نمی‌نمایند.

درمورد فرضیه دوم تحقیق نتایج تحلیل‌های آماری نشان می‌دهد که از

میان متغیرهای مستقل، نسبت بازده فروش دارای رابطه مثبت معنی‌دار و نسبت سود

تقسیمی هر سهم دارای رابطه منفی معنی دار با حجم سهام شناور آزاد بوده و بین سایر متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی داری مشاهده نگردید.

این بدان معنی است که با بالا رفتن سهم بازده شرکت میزان سهام شناور آزاد افزایش و با کم شدن آن کاهش می‌یابد. علت حصول نتیجه بدست آمده می‌تواند این امر باشد که سهامداران جزء با توجه به اهداف کوتاه‌مدت خویش ترجیح می‌دهند در بنگاهی سرمایه‌گذاری نمایند که در دوره گذشته سودآور بوده و انتظار می‌رود سودآوری آن در سال جاری نیز حفظ گردد. حال آنکه با توجه به بلندمدت بودن اهداف سهامداران نهادی، این دسته از سهامداران معمولاً به جای این شاخص، عوامل دیگری را در تصمیم‌گیری‌های خود مدنظر قرار می‌دهند.

در مورد سود هر سهم شرکت نتیجه برعکس می‌باشد؛ بطوریکه با افزایش این نسبت سهام شناور آزاد کاهش یافته و با کاهش آن افزایش می‌یابد. این نتیجه می‌تواند بیانگر این مطلب باشد که سهامداران نهادی سودآوری متناسب با میزان سهام خود را عاملی موثر در آینده شرکت تلقی نموده، با افزایش آن به سوی شرکت جذب می‌شوند. درحالی‌که در سهامداران جزء موضوع برعکس است. این نتیجه در تضاد با مبانی تئوریک بوده، نشانگر عقلایی بودن بازار نمی‌باشد.

به نظر می‌رسد علت ضعف در روابط بین متغیرها، تصمیم‌گیری مبتنی بر تحلیل‌های خاص توسط سهامداران بوده و مستقیماً با ساختار صورت‌های مالی ارتباط نداشته و یا ارتباط اندکی دارد. انواع سهامداران در تصمیم‌گیری‌های خود به تحلیل‌های بنیادی، تجربیات گذشته، شرایط فعلی بازار سرمایه، نرخ تورم و بهره، اطلاعات منتشره صرف نظر از درجه اعتبار منبع و عواملی از این قبیل بیش از روش‌های بهینه، مطلوب و بر پایه تحقیقات علمی با پشتوانه تئوریک اتکا دارند.

۱۰- پیشنهادات

مهمترین پیشنهادهای مبتنی بر نتایج این تحقیق عبارتند از:

- ✓ قابل اتکا نبودن شاخص می تواند یکی از دلایل ضعف نتایج باشد. بنابراین به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می گردد، در محاسبه میزان سهام شناور آزاد تنها مالکیت بالای ۵٪ را کانون توجه قرار نداده، بلکه اهداف گروههای مختلف سهامداران برای نگهداری سهام (کوتاه و بلندمدت) را نیز مدنظر قرار دهند. و مانند سایر کشورها طبقه بندی هایی مانند سهامداران دولتی، سهام کارگری و مدیریتی، سهام بانکها، سهام در دست شرکت های سرمایه گذاری و ... را نیز مدنظر قرار دهد.
- ✓ به سهامداران جزء پیشنهاد می گردد، جهت نیل به اهداف خود مبادرت به سرمایه گذاری در شرکتهایی نمایند که سهام شناور آزاد بیشتری داشته و راهبری آنها توسط سهامداران نهادی دارای اهداف بلندمدت محدود نشده باشد.
- ✓ به اعتبار دهندگان نسبت به اعطای تسهیلات به شرکتهای دارای سهام شناور پایین که امکان تبانی مالکان را بالا می برد هشدار داده می شود.
این تحقیق ضمن پاسخگویی به برخی سؤالات در حوزه ارتباط بین سهام شناور آزاد و ساختار صورت های مالی پاسخگویی به برخی سؤالات را به انجام تحقیقات آتی موکول نموده است که در چارچوب هر یک از موضوعات زیر قابل بررسی می باشند:
- ✓ بررسی ارتباط بین حجم سهام شناور آزاد و شاخص های تعیین کننده صورت های مالی در صنایع مختلف بطور جداگانه
- ✓ بررسی تفکیکی ارتباط میان چارک های مختلف حجم سهام شناور آزاد بصورت جداگانه با شاخص های معرف ساختار صورت های مالی

- ✓ آزمون ارتباط میان سهام شناور آزاد با متغیرهای دیگر از جمله هموارسازی سود، وقوع ورشکستگی، نقدینگی و روانی بازار و ...
- ✓ بررسی رابطه سهام شناور آزاد به عنوان متغیر مستقل با برخی نسبت های مالی به عنوان متغیر وابسته، در تحقیقی متفاوت جهت تحلیل وضعیت شرکت، مفید به نظر می رسد.

منابع و مآخذ

۱. آذر، عادل و مؤمنی، منصور، (۱۳۷۷)، **آمار و کاربرد آن در مدیریت**، جلد دوم، انتشارات سمت
۲. ابراهیمی کردلر، علی، (۱۳۸۷)، «نقش و ترکیب سهامداران در عدم تقارن اطلاعات و عملکرد شرکت»، **دانش و پژوهش حسابداری**، شماره ۱۲، ص.ص ۲۳-۱۸
۳. احدی سرکانی، سید یوسف، (۱۳۸۵)، «ارزیابی روابط متقابل رشد اقتصادی با ساختار مالی و ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه دکتری دانشگاه علوم و تحقیقات تهران.
۴. اسماعیل پور، مجید، (۱۳۷۷)، **راهنمای سرمایه گذاری در بورس (تجزیه و تحلیل صورت های مالی)**، شرکت چاپ و نشر بازرگانی
۵. اکبری، فضل ا...، (۱۳۶۶)، **تجزیه و تحلیل صورت های مالی**، انتشارات سازمان حسابرسی

۶. ایزدی پناه، ناصر، (۱۳۷۸)، «تدابیر افشا مالی بر قیمت سهام»، **بررسی های**

حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۳، صص ۱۳۰-۱۱۲

۷. بنویدی، مجید، (۱۳۸۵)، "حاکمیت شرکتی"، **تازه های جهان بیمه**، شماره ۹۶،

صص ۲۲-۳

۸. تقوی، مهدی، (۱۳۸۰)، **مدیریت مالی ۱**، انتشارات پیام نور

۹. تقوی، مهدی، (۱۳۷۵)، **مدیریت مالی ۲**، انتشارات پیام نور

۱۰. تیموری شندی، علی و فلاح شمسی، میر فیض، (۱۳۸۴)، «طراحی الگوی پیش بینی

دستکاری قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، **فصلنامه پژوهشی دانشگاه**

امام صادق(ع)، شماره ۲۷، صص ۱۱۵-۱۴۶

۱۱. حافظ نیا، محمدرضا، (۱۳۸۶)، **مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی**،

انتشارات سمت

۱۲. حسینی، سید مجتبی، (۱۳۸۶)، «بررسی اثر میزان سهامداران نهادی به عنوان یکی از

معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکت های پذیرفته شده در بورس

اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران

۱۳. دلاور، علی، (۱۳۸۳)، **احتمالات و آمار کاربردی در روان شناسی و علوم**

تربیتی، انتشارات رشد

۱۴. رهنمای رودپشتی، فریدون، شاهوردیانی، شادی و نیکومرام، هاشم، (۱۳۸۵)،

مدیریت مالی راهبردی (ارزش آفرینی)، انتشارات کساکاش

۱۵. ریموندپی نوو، ترجمه جهانخانی و پارسایان، (۱۳۸۶)، **مدیریت مالی جلد**

اول، انتشارات سمت

۱۶. سجادی، حمیرا و بیگلریان، اکبر، (۱۳۸۴)، **راهنمای نگارش پایان نامه**،

دانشگاه علوم بهزیستی و توانبخشی

۱۷. شاه صاحبی، مصطفی، (۱۳۸۰)، «بررسی ساختار مالکیت (نوع دولتی یا غیر دولتی)

بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه

کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز

۱۸. شباهنگ، رضا، (۱۳۸۳)، **تئوری حسابداری جلد اول**، انتشارات سازمان

حسابرسی

۱۹. شباهنگ، رضا، (۱۳۸۴)، **حسابداری مدیریت**، انتشارات سازمان حسابرسی،

جلد اول، چاپ یازدهم

۲۰. طالبی، قدرت ...، (۱۳۷۲)، «کاربرد نسبت های مالی از دیدگاه سرمایه گذار

خارجی»، **مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵، ص.ص ۳۶-۵

۲۱. کیانی، رضا، (۱۳۸۶)، «تعدیل شاخص کل بازار بورس تهران مبنی بر سهام شناور آزاد»، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی (WWW.Rdis.ir)
۲۲. کیانی، رضا و وحدتی پور، (۱۳۸۶)، «نگاهی تحلیلی بر شاخص‌های بورس با رویکردی بر سهام شناور آزاد»، گزارش، مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه ایران
۲۳. عاملی، گیسو، روزنامه سرمایه ۸۵/۶/۲ شماره ۲۷۸
۲۴. عبدالله زاده، فرهاد و مدرس، احمد، (۱۳۸۳)، **مدیریت مالی جلد اول**، انتشارات شرکت چاپ و نشر بازرگانی.
۲۵. عبده تبریزی، حسین، (۱۳۸۲)، «پدیده سهام شناور آزاد و تعیین حجم مبنای»، www.abdoh.net
۲۶. فردوستون و یوجین بریگام، (۱۳۶۲)، **مدیریت مالی (جلد یکم)**، ترجمه عبده تبریزی، حسین و مشیرزاده مویدی، پرویز، موسسه انتشارات آگاه
۲۷. فرشاد گهر، ناصر و شهیدی، محمدحسن، (۱۳۷۵)، **روش تحقیق در علوم اجتماعی**، انتشارات دانشکده امور اقتصادی
۲۸. گرگانعلی دوجی، جمادردی، (۱۳۸۲)، «بررسی کارایی نسبت های مالی تعهدی و نسبت های مالی مبتنی بر جریان نقدی در پیش بینی بازده سهام»، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران

۲۹. مانی، لاله، (۱۳۸۳)، «تعدیل شاخص کل بورس تهران مبتنی بر سهام شناور آزاد»،

پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزشی و پژوهشی مدیریت و برنامه ریزی

۳۰. مکرمی، یداله، (۱۳۸۵)، "اصول نظام راهبری بنگاه"، فصلنامه حسابرس، شماره

۱۳

۳۱. مؤمنی، منصور، فعال قیومی، علی، (۱۳۸۶)، تحلیل های آماری با استفاده از

spss، تهران، انتشارات کتاب نو

۳۲. مهرانی، ساسان و مهرانی، کاوه، (۱۳۸۲)، «بررسی رابطه بین نسبت های سودآوری

و بازده»، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۳، ص.ص ۹۳-۱۱۰

33. Alexander J. Matturr, (2004), "Standard & Poor's Free Float Adjustment: An Analysis of Impact", Northern Trust Global Investments

34. Almila Karasoy, Kursat Kunter, Vuslat Us, (2005), "Monetary transmission mechanism in Turkey under free float using a small-scale macroeconomic model", www.elsevier.com

35. Dr. Pratap Chandra Biswal, (2004), "Free float Sensex is Better Index", Institute for Studies in Industrial Development, New Delhi

36. Ernest N. Biktimirov, (2006), "The Effect of Demand on Stock Prices: Evidence from the S&P 500 Float Adjustment", Faculty of Business, Brock University, Canada
37. Faruk Selcuk, (2004), "Free Float and stochastic volatility: the experience of a small open economy", www.elsevier.com
38. Gianetti Marissunta and Yrigo Koshinen, (2003), "Investor Protection and Equity Holding: An Explanation of Two Puzzles", CEPR Discussion Paper, No. 4017
39. Joel Gaborni, (2007), "Indices of the Philippine Stock Exchange (PSE)", www.pse.com.ph
40. Kalok Chan; Yue-Cheong Chan; Wai-Ming Fong, (2002), "Free Float and Market Liquidity: Evidence from Hong Kong Government's Intervention", Science Direct
41. Morgan Stanley Capital International Inc, (2000), "Free Float-Adjustment Definition", www.msci.com
42. SET, (2007), "SET News Release: Thai bourse takes measures to improve listed companies' liquidity", Vol. 43.
43. Robert Neumann; Torben Voetmann, (2001), "Float Capitalization Index Weights in Dow Jones STOXXSM: Price and Volume Effects", Science Direct

44. Shingo Ide, Financial Research Group, (2001)
"Considering the Free Float-Adjustment of the TOPIX - The Need for a New Index and Possible Effects of Implementation"
45. Shingo Ide, Financial Research Group, (2004),
"Progress in the Free-Float Adjustment of the TOPIX"
46. Standard & poors, (2001), "Free Float Proposal for S&P", The McGraw-Hill companies
47. Standard & poors August, (2006), "Free Float Adjustment Methology", The McGraw-Hill companies
48. Standard & poors August, (2006), "Float Adjustment", The McGraw-Hill companies
49. Tokyo Stock Exchange, Inc, (2004), "Free-Float Adjusted Indices"
50. Stiglitz, J. E., (1985), "Credit markets and the control of capital", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 17, No.2, PP.133-52.
51. Thomson Financial, (2002), "Equity research-free float data", www.thomsonfinancial.com

52. Unofficial translation from Finnish, (2006), "Index description of OMXH25 stock index", www.ftse.com