

تاریخ دریافت: ۱۳۸۹/۵/۱۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۳/۲۸

صفحات: ۱۶۶-۱۴۳

مطالعه تأثیر تغییر میزان سهام شناور آزاد بر بازده سهام (بورس اوراق بهادار تهران)

دکتر احمد احمدپور^۱

حسین خاکپور^۲

چکیده

این تحقیق به مطالعه تأثیر تغییر میزان سهام شناور آزاد و تأثیر آن بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. بدین منظور تغییرات قیمت سهام در شرکت‌هایی که میزان سهام شناور آزاد آنها اعلام شده و این میزان سهام شناور جدید با دوره قبلی اعلام شده تفاوت داشته است، در بیست دوره سه ماهه (شهریور ماه ۱۳۸۳ لغایت شهریور ماه ۱۳۸۸) ده روز قبل و ده روز بعد از اعلام میزان سهام شناور آزاد مورد بررسی قرار گرفته است. نتیجه بررسی نشان داد که بازده غیرعادی سهام در روزهای قبل از اعلام به طور معناداری متفاوت از بازدهی سهام در دوره‌ای است که هیچ اخباری پخش نشده است و بازده غیرعادی تجمعی سهام نیز در روزهای قبل از اعلام سهام شناور آزاد متفاوت از بازدهی سهام در دوره‌ای است که هیچ اخباری پخش نشده است.

طبقه‌بندی JEL: G14

واژگان کلیدی: سهام شناور آزاد، سهامداران استراتژیک، نقدشوندگی بازار.

Email: Ahmadpour@umz.ac.ir

Email: H.Khakpour@ser.ir

۱. دانشیار گروه حسابداری دانشگاه مازندران

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه مازندران

مقدمه

سهام شناور آزاد^۱ مقدار سهامی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد. تعریف دقیق، مشخص و یکسانی از سهام شناور آزاد و نحوه محاسبه آن در بورس‌های مختلف ارائه نشده است؛ اما مسئولان بورس‌های مختلف آن بخش از سهام هر شرکتی را شناور آزاد می‌دانند که احتمال بیشتری برای حضور در فرایند معاملات داشته باشد، چون در واقع خرید و فروش این بخش از سهام است که قیمت سهام شرکت را تعیین و قابلیت نقدشوندگی آن را ایجاد می‌کند. سهام بلوکه شده به دلیل عدم حضور در فرایند عرضه و تقاضای روزانه در نوسانات قیمت سهام تأثیری ندارند. شرکت مورگان استنلی^۲ سهام شناور آزاد را به شکل زیر تعریف نموده است: "نسبتی از سهام یک شرکت که در بازار قابل معامله بوده و با اهداف مدیریتی توسط سهامداران استراتژیک نگهداری نشود". طبق این تعریف در یک تقسیم‌بندی کلی سهامداران به دو دسته تقسیم می‌شوند:

الف) سهامداران استراتژیک: سهامدارانی که معمولاً با اهداف مدیریتی و بلندمدت در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری نموده و سهام متعلق به آنها جزء سهام شناور آزاد محاسبه نمی‌شود. معمولاً این سهامداران عبارتند از: دولت، شرکت‌های وابسته به دولت، صندوق‌های سرمایه‌گذاری دولتی، مدیران و اعضای هیات مدیره شرکت و بستگان آنها، مؤسسين شرکت، کارکنان شرکت (که به آنها سهام وکالتی غیر قابل فروش اعطا شده باشد). و شرکت‌های زیر مجموعه (در صورتی که سهام شرکت اصلی را خریداری نموده باشند) و

ب) سهامداران غیر استراتژیک: سهامدارانی که هدف اصلی آنها از خرید و فروش سهام کسب سود باشد و اهداف مدیریتی از خرید سهام یک شرکت نداشته باشند. معمولاً این سهامداران عبارتند از: اشخاص حقیقی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه،

1. Free Float
2. Morgan Stanley Capital International, MSCI

صندوق‌های تأمین اجتماعی و صندوق‌های سرمایه‌مخاطره‌آمیز^۱ که سهام این صندوق‌ها غیراستراتژیک تلقی می‌شود.^۲

در بعضی از بورس‌ها صندوق‌های بازنشستگی جزو دارندگان سهام غیراستراتژیک تلقی می‌شوند ولی سهام در اختیار صندوق بازنشستگی و سازمان تأمین اجتماعی در ایران به دلیل آنکه به‌طور فعال معامله نمی‌شوند، استراتژیک تلقی می‌شوند. سهام شناور آزاد، آن بخش از سهام منتشره را شامل می‌شود که در مالکیت سهامداران استراتژیک نباشد. بدین ترتیب لازمه تشخیص میزان سهام شناور آزاد تعریف و تعیین سهامداران مزبور است. شرکت استاندارداند پورز^۳، سهام زیر را مشروط بر آنکه با مالکیتی بیش از ۵ درصد کل سهام شرکت همراه باشد، شناور آزاد تلقی نمی‌کند و مالکان آنها را استراتژیک می‌داند:

- سهام متعلق به دولت و نهادهای دولتی.
- سهام متعلق به سهامداران کنترل‌کننده و استراتژیک.
- سهام متعلق به سهامدارانی که بیش از ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند (به استثنای شرکت‌های سرمایه‌گذاری^۴، بیمه، شرکت‌های مالی^۵ و شرکت‌های سهام‌گذار).
- سهامی که به‌طور قانونی، بر معاملات آن محدودیت ایجاد شده است، مانند سهام خزانه^۶.

نقدشوندگی^۷ یک ورقه سهم به معنای امکان فروش سریع آن است. هر چه سهامی را بتوان سریع‌تر و با هزینه کمتری به فروش رساند، قابلیت نقدشوندگی آن بیشتر است. اوراق بهاداری که به‌طور روزانه و به دفعات مکرر معامله می‌شوند نسبت به اوراق بهاداری که با تعداد محدود و یا دفعات کم معامله می‌شوند، قدرت نقدشوندگی بیشتر و در

1. Venture Capital

۲. رسول اسکندری ۱۳۸۴

3. Standard & Poor's, (S&P)

4. Investment Funds

5. Finance Companies

۶. مرکز تحقیقات بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار

7. Liquidity

نهایت ریسک کمتری دارند. قدرت نقدشوندگی یک ورقه سهم تا حدود زیادی به تعداد سهام در دست عموم بستگی دارد. هر چه تعداد سهامی که در دست مردم قرار دارد بیشتر باشد، حجم و سرعت گردش معاملات افزایش می‌یابد و بازار قیمت منصفانه و معقول‌تری برای آن پیدا می‌کند، برعکس هرچه تعداد سهام در دست مردم کمتر باشد رکود بیشتری بر معاملات سهام حاکم می‌شود و در صورت معامله‌ها قیمت‌ها شکل یک طرفه صعودی یا نزولی به خود می‌گیرد^۱.

نگاهی به تجربه بورس‌های اوراق بهادار در کشورهای مختلف نشان می‌دهد به‌رغم وجود معیارهای مالی و غیرمالی زیادی که در تعیین شرکت‌های موفق و برتر وجود دارد، هنوز هم شناسایی شرکت‌های ممتاز یا دارای موقعیت برتر بر پایه یکی یا برخی از عوامل زیر انجام می‌شود:

۱. قدرت نقدشوندگی سهام که به معنای پر معامله‌بودن آن است.
۲. میزان تأثیرگذاری شرکت بر بازار یا سهم آن در ارزش جاری بازار.
۳. وضعیت شرکت از نظر برتری نسبت‌های مالی و به‌ویژه میزان سودآوری به ازای هر سهم^۲.

در شناسایی شرکت‌های برتر در بورس اوراق بهادار تهران بر پایه ترکیبی از قدرت نقدشوندگی سهام و میزان تأثیرگذاری شرکت‌ها بر بازار و در چارچوب معیارهای سه‌گانه و نماگرهای شش‌گانه زیر انجام شده است:

الف) میزان دادوستد سهام در تالار معاملات شامل:

- تعداد سهام دادوستد شده.
- ارزش سهام دادوستد شده.

ب) تناوب دادوستد سهام در تالار معاملات شامل:

- تعداد روزهای دادوستد.
- دفعات دادوستد انجام شده.

۱. مرکز تحقیقات بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار

۲. انواری رستمی و ختن لو، ۱۳۸۵

پ) متغیرهای مقیاس نماگر میزان تأثیرگذاری بر بازار شامل:

• میانگین تعداد سهام منتشر شده.

• میانگین ارزش جاری سهام شرکت در دوره بررسی.

که در نهایت هم‌سنجی و فعالیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بر پایه نماگرها و با روش میانگین محاسبه می‌شوند.^۱

در این تحقیق به مطالعه تأثیر اعلام سهام شناور آزاد بر قیمت سهام در بازار سرمایه ایران پرداخته خواهد شد و بررسی می‌گردد که آیا اعلام میزان سهام شناور آزاد به صورت فصلی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد یا خیر.

پیشینه تحقیق

تغییرات قیمت و بازده سهام و عوامل مؤثر بر آن در بورس اوراق بهادار کشورهای که دارای بازار سرمایه پررونق می‌باشند از دیر باز مطرح است و شاید یکی از مهمترین موضوعات مطروحه در این بازار باشد. در چند دهه اخیر مطالعات و پژوهش‌های گوناگونی در مورد جنبه‌های مختلف تغییرات قیمت و عوامل مؤثر بر این تغییرات صورت پذیرفته است. از آن جمله:

میکلسون و پارچ (۱۹۸۵)^۲ با بررسی اثرات افزایش سهام شناور آزاد (عرضه سهام) روی قیمت سهام نشان دادند که منحنی تقاضا کاملاً افقی نیست و با افق زاویه دارد. یعنی با افزایش عرضه سهام منحنی تقاضا نزولی خواهد بود. همانگونه که بازار بورس تورنتو با اعلام افزایش سهام شناور آزاد از ۱۵ به ۲۰ درصد در واقع آزمایشگاهی واقعی برای بررسی منحنی تقاضا به‌وجود آورد و از این طریق ثابت شد که با افزایش تعداد سهام شناور آزاد، قیمت تغییر خواهد کرد.

فانگهوا وانگ و یکسیاسو (۲۰۰۴)^۳ در تحقیقی با عنوان «چه چیزهایی بازده سهام چین را تعیین می‌کند» که در سال ۲۰۰۴ در بازار چین انجام دادند به دنبال یافتن

۱. انواری‌رستمی و ختن‌لو، پیشین، ص ۴.

2. Mikkelson & Partch

3. Wang, Fenghua & Xu, Yexiao

عوامل مؤثر بر نرخ بازده سهام بودند. با انجام تحقیق آنها توانستند یک مدل سه عاملی مؤثر بر نرخ بازدهی سهام را ارائه نمایند که شامل عامل بازار، اندازه و سهام شناور می‌باشد. این مدل می‌تواند ۹۰ درصد تغییر در بازدهی یک پرتفوی را توجیه نماید که نسبت به استفاده از یک مدل ساده بازار ۱۰ درصد بهبود را نشان می‌دهد.

گلستن و مایگرام (۱۹۸۵)^۱ رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش^۲ 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.

آلفا بنودا و دورا مزز (۲۰۰۰)^۳ به مطالعه تأثیر حجم معاملات بر متغیرهای بازار همچون نقدشوندگی، تغییرات قیمت، بازده سهام و کارایی بازار در بورس اوراق بهادار تونس پرداختند، این محققین بر اساس تحقیقی که روی بیست نوع اوراق بهادار انجام شد، نشان دادند که هر چه 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.

ماسولیز (۱۹۸۰)^۴ تأثیر تغییرات ساختار سرمایه بر قیمت سهام را بررسی کرد. نتایج تحقیق وی نشان می‌دهد که اعلام تغییر میزان سهام عادی، سهام ممتاز و حتی بدهی، بر قیمت سهام آن شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد.

براون و وارنر (۱۹۸۰)^۵ به مطالعه تأثیر حجم معاملات و بازده سهام پرداختند و نتایج تحقیق آنها بیانگر این است که هر چه حجم معاملات صورت گرفته بیشتر باشد، بازده غیرعادی نیز به تبع آن بیشتر تحت تأثیر قرار خواهد گرفت.

هانادا و سریتا (۲۰۰۴)^۶ در بررسی خود به مطالعه تأثیر تجزیه سهام بر قیمت سهام و نقدشوندگی در بورس ژاپن پرداختند و داده‌های خود را از مرجع اطلاعاتی بازار سرمایه

-
1. Glosten & Milgrom
 2. Bid - Ask Spread
 3. Olfa Benouda Sioud & Dorra Mezzez Hmaied
 4. Masulis, R
 5. Brown S. & JB. Warner
 6. Hideki Hanaeda & Toshio Serita

حوزه اقیانوس آرام (PACAP)^۱ طی سال‌های (۲۰۰۱-۱۹۷۵) گردآوری کرده‌اند. تجزیه سهام باعث افزایش تعداد سهام منتشر شده می‌شود و کاهش قیمت هر سهم را به دنبال دارد. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که: الف: شرکت‌هایی که به تجزیه سهام اقدام نموده‌اند، بازده غیرعادی سهام آنها افزایش یافته است. ب: بعد از تجزیه سهام، میانگین ارزش روزانه سهام مبادله شده و میانگین تعداد سهام در گردش (حجم مبادلات سهام) کاهش یافته است. ج: ساختار سرمایه شرکت نیز پس از تجزیه سهام تغییر می‌کند.

فاما و دیگران^۲، گرین بلات، ماسلایز و تیتمن، لاکونیشوک و لیو، لامورکس و پون، نیکولس و دراوید در مطالعات خود تأثیر تجزیه سهام، نقدشوندگی، اعلام سود و ... را بر قیمت سهام مورد بررسی قرار داده‌اند، نتایج این مطالعات نشان‌دهنده تأثیر این متغیرها بر قیمت سهام در بازار سرمایه می‌باشند.

دیزای و جاین، آیکن بری، رانکین و استیک (۱۹۹۷)^۳ بازده سهام ممتاز شرکت‌هایی که تجزیه سهام داشته‌اند را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده‌اند. نتایج تحقیقات آنها نشان می‌دهد بعد از تجزیه سهام، بازده ۷-۸ درصدی ناشی از سرمایه گذاری در سهام این شرکت‌ها به دست می‌آید. همچنین تجزیه سهام باعث افزایش قیمت سهام ممتاز شرکت‌ها شده است.

نیومن و وتمان (۲۰۰۱)^۴ بررسی کردند که پس از اعمال سهام شناور آزاد در شاخص قیمت، ضریب سهام شناور آزاد پایین شرکت‌ها، منجر به از دست دادن میزان معاملات و افت اثر قیمت سهام در بازار شده و بالعکس شرکت‌هایی با ضریب بالای سهام شناور آزاد موفق به جذب سرمایه بیشتر شدند.

راسلن جاینکو (۲۰۰۵)^۵ در تحقیق خود به مطالعه نقدشوندگی سهام و اوراق قرضه شرکت‌ها پرداخته است، نتایج این تحقیق بیانگر این است که افزایش نقدشوندگی سهام در بازار باعث ایجاد بازده در سهام می‌گردد که بیانگر اثرات نقدشوندگی بر بازار است.

-
1. Pacific-Basin Capital Markets
 2. Fama, Eugene, Lawrence Fisher, Michael Jensen & Richard Roll
 3. Desai & Jain Ikenberry, Rankine & Stice
 4. Neeumann, R. & Voetmann
 5. Ruslan Goyenko

مطالعات زیادی نیز بیانگر رابطه مثبت بین قدر مطلق تغییر قیمت سهم و حجم معاملات هستند و آن را تأیید کرده‌اند که یکی از آنها مطالعه لی و اولیور^۱ در سال ۲۰۰۲ است که به بررسی و مطالعه رابطه بین حجم معاملات و بازدهی سهام بین بازار نیویورک با بورس توکیو و لندن پرداخته‌اند و با استفاده از اطلاعات روزانه آن را در سه بازار مورد آزمون قرار داده‌اند. نتایج مطالعه آنها نشان‌دهنده این است که: ۱. حجم معاملات باعث ایجاد بازده سهام در هیچ‌کدام از این سه بازار نمی‌شود. ۲. یک رابطه بازخوردی مثبت بین حجم معاملات و ناپایداری بازده در هر سه بازار وجود دارد. ۳. تجزیه و تحلیل داده‌ها شواهدی مبنی بر افزایش قابل توجه حجم معاملات در بازارهای نیویورک و توکیو را نشان می‌دهد و بیان می‌کنند که: گرچه برخی از مطالعات قبلی ممکن است رابطه پویا در بازده بازارهای مختلف و بین حجم معاملات و بازدهی سهام در یک بازار داخلی را انجام داده باشند، اما مطالعاتی که به بررسی رابطه بین حجم معاملات و بازده در سطح چند بازار بین‌المللی پرداخته باشند بسیار محدود است.

در ایران نیز طی سالهای اخیر سهام شناور آزاد هم به لحاظ علمی و هم از جنبه ضرورت انجام اقدامات عملی برای بالابردن میزان شناوری سهام در بورس مورد توجه محققان و نیز دست‌اندرکاران بازار سرمایه قرار گرفته است و در خصوص سهام شناور آزاد و آثار آن بر متغیرهایی مانند بازده، نقدشوندگی و غیره مطالعات علمی و شواهد تجربی متعددی را به شرح زیر می‌توان معرفی نمود.

عبده تبریزی در مقاله‌ای با عنوان "سهام شناور آزاد و تعیین حجم مبنا" به بررسی شاخص بازار ایران پرداخته است و بیان می‌کند که سهام شناور را باید در محاسبه شاخص در نظر گرفت، ولیکن به دلیل مشکل بودن انجام محاسبه سهم شناور، برای تعدیل مناسب‌تر شاخص، از «حجم مبنا» به عنوان تعداد حداقل معامله‌ای که تغییر قیمت سهمی در شاخص را شکل می‌دهد استفاده می‌گردد.^۲

1. Bong-Soo Lee, Oliver M. Rui

۲. حسین، عبده تبریزی، حسین، «پدیده سهام شناور آزاد و تعیین حجم مبنا»، کتابخانه سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۲.

ملاحسینی و قربان‌نژاد اسطلکی^۱ در سال ۱۳۸۶ به بررسی رابطه بین میزان سهام شناور آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نرخ بازده سهام آنها پرداخته‌اند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که در سطح کلی بین میزان سهام شناور و نرخ بازده رابطه معنادار وجود دارد و این در حالی است که این رابطه در سطوح مختلف از سهام شناور متفاوت بوده و لیکن در صنایع مختلف رابطه معناداری دیده نشده است. ایزدی‌نیا و رسائیان^۲ در مقاله خود با عنوان "پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام" به بررسی رابطه 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 پرداخته‌اند و در راستای این هدف، اطلاعات ۷ ساله (۱۳۸۱-۱۳۸۷) صد و پنجاه و شش شرکت را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

رحمانی، حسینی و رضاپور^۳ در تحقیقی با عنوان "رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران" ضمن اعلام اهمیت نقش نقدشوندگی در کشف قیمت دارایی‌ها، توزیع ریسک مالی و کاهش هزینه معاملات، شناخت عوامل مؤثر بر آن، به بررسی شواهدی در ارتباط با نقش مالکیت نهادی در نقدشوندگی سهام پرداختند و بیان کردند که میزان مالکیت نهادی شاخصی برای کارکردهای نظارتی و اطلاعاتی نهادها و تمرکز مالکیت نهادی شاخصی برای ایجاد کژگزینی و کاهش سهام شناور آزاد است. همچنین به‌منظور تفکیک آثار کارکردهای گوناگون مالکان نهادی بر نقدشوندگی سهام از دو معیار میزان و تمرکز مالکیت نهادی استفاده شده است. ۱۵ معیار مختلف معاملاتی و اطلاعاتی برای نقدشوندگی تعریف و تعداد ۱۳۸ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۸ با روش نمونه‌گیری حذفی انتخاب و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه آزمون شده است. نتایج نشان می‌دهد بین میزان مالکیت

۱. علی ملاحسینی و کامران قربان‌نژاد اسطلکی

۲. ناصر ایزدی‌نیا، امیر رسائیان

۳. علی رحمانی، سیدعلی حسینی و نرگس رضاپور

نهادی و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و تمرکز مالکیت نهادی موجب کاهش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها می‌شود. این روابط هم در مورد معیارهای معاملاتی نظیر حجم معاملات، درصد سهام شناور و معیار امیدواری و هم در مورد معیارهای اطلاعاتی مانند شکاف قیمتی عرضه و تقاضای سهام مشاهده شده است.

یکی از مشکلات بازارهای نوپا از جمله بورس تهران وجود سهام شناور کم می‌باشد، پایین بودن میزان سهام شناور آزاد امکان دستکاری قیمت توسط معامله‌گران بزرگ را افزایش می‌دهد و می‌تواند به اتفاقات خطرناکی نظیر گمراهی بازار و تشکیل حباب قیمتی منجر شود که در نهایت به کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه منجر می‌شود. 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.

بورس تهران از مدتی قبل به محاسبه و انتشار ضریب سهام شناور آزاد شرکت‌های پذیرفته شده پرداخته و این ضریب، معیار مناسبی برای شناخت ساختار مالکیت شرکت‌ها فراهم آورده است. این ضریب به‌طور متوسط و برای کل بازار اوراق بهادار تهران در حدود ۲۵ درصد محاسبه شده است که نشانگر تسلط ۷۵ درصدی سهامداران استراتژیک بر این بازار است. به بیان دیگر سهامداران عمده که عموماً دولتی یا شبه دولتی هستند قریب به ۷۵ درصد بازار سهام ایران را در اختیار دارند.^۱

هدف از لزوم رعایت حداقل میزان سهام شناور آزاد کارآیی کارکردهای بازار است. در واقع بورس کشورهایی که از میزان سهام شناور کمتری برخوردارند از عمق کمتری برخوردار و بسیار شکننده می‌باشند. برای توسعه عرض بازار باید از تمرکز شرکت و صنعت خاص پرهیز شود و عمق بازار نیز در شرایطی به دست می‌آید که با عرضه و معامله کردن سهام انبوه تعادل قیمتی بازار به هم نخورد که از جمله دلایل کم‌عمق بودن بازار کوچک بودن آن و تعداد اندک بازیگران و کم بودن سهام شناور آزاد است. همچنین ترکیب سرمایه‌گذاران نیز بر نقدشوندگی سهام تأثیر دارد. نبود تنوع در بین سرمایه‌گذاران موجب می‌شود آنها قادر به اتخاذ موقعیت‌های متقابل در معاملات

۱. مرکز تحقیقات بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار

نباشند. در چارچوب ترکیب مالکیت، رابطه میزان سهام شناور آزاد شرکت‌ها با متغیرهای گوناگونی می‌تواند مورد توجه قرار گیرد. عاملی که به‌طور مستقیم در میزان نقدشوندگی سهام یک شرکت مؤثر است، "سهام شناور آزاد" می‌باشد. از آنجا که میزان کم سهام شناور موجب کاهش نقدشوندگی و افزایش ریسک نقدشوندگی سهام و لذا باعث افزایش نرخ بازده مورد انتظار سهامداران می‌گردد، این انتظار وجود دارد که شرکت‌هایی که سهام شناور کمتری دارند از بازدهی بیشتری برخوردار شوند. به‌طور کلی شرکت‌های با میزان سهام شناور آزاد بیشتر، از درجه نقدشوندگی بالاتری نیز برخوردارند. البته در بازارهای توسعه یافته از مفهوم سهام شناور آزاد نه به‌عنوان یک مانع برای محدود کردن قیمت سهام بلکه تنها به منظور محاسبه شاخص استفاده می‌شود.

روش تحقیق و جمع‌آوری داده‌ها

جهت محاسبه متغیرها در طی ۲۰ دوره ۳ ماهه (شهریور ۱۳۸۳ لغایت شهریورماه ۱۳۸۸) و اعلام میزان سهام شناور آزاد شرکت‌ها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار سعی بر این خواهد بود که بازده غیرعادی و بازده غیرعادی تجمعی در فاصله زمانی قبل از تغییر سهام شناور آزاد و بعد از آن مورد مقایسه قرار گیرند. در این قیاس با توجه به روش‌های آماری استفاده شده اثرات ناشی از تغییر سهام شناور آزاد در فاصله قبل و بعد از تغییر بررسی خواهد گردید. برای تعیین بازده تحقق یافته سهم از قیمت‌های پایانی^۱ هر روز استفاده شده است. با توجه به اینکه امکان تعیین زمان دقیق بازگشایی نماد معاملاتی در بازار فراهم نمی‌باشد برای قیمت‌های پایانی از قیمت‌های پایانی روز بازگشایی نماد معاملاتی استفاده می‌گردد. جهت محاسبه قیمت سهام، بایستی از نماگرهای اثرپذیر آن که شامل دو متغیر دیگر بازده غیرعادی قیمت سهام و بازده غیرعادی تجمعی می‌باشند، استفاده شود.

برای محاسبه تغییرات قیمت سهام ابتدا بازده غیرعادی با استفاده از فرمول زیر محاسبه گردید:

1. Closing Price

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

$AR_{i,t}$: بازده غیرعادی سهام i ام در زمان t

$R_{i,t}$: بازده واقعی سهام i ام در زمان t

$E(R_{i,t})$: بازده مورد انتظار سهام i ام در زمان t

جهت محاسبه بازده محقق شده سهم در هر روز نیز از فرمول زیر استفاده گردید:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} \quad (2)$$

$R_{i,t}$: بازده محقق شده سهام i ام در زمان t

$P_{i,1}$: قیمت سهام i ام در روز جاری

$P_{i,0}$: قیمت سهام i ام در روز گذشته

جهت محاسبه بازده مورد انتظار سهام i ام در زمان t ($E(R_{i,t})$) از مدل بازار که به

صورت زیر است می توان استفاده کرد:

$$E(R_{i,t}) = \alpha + \beta(R_{m,t} - R_F) + e_{i,t} \quad (3)$$

$R_{m,t}$: بازده بازار

R_F : بازده بدون ریسک

$e_{i,t}$: خطای عوامل پیش بینی نشده

β : معیار ریسک نسبی

بایستی توجه داشت که $E(R_{i,t})$ اگر از مدل بازار محاسبه می گردد، به دلیل عدم

صحت و بررسی β بازار سعی می گردد از مدل های جانشین که قدرت محاسبه بیشتری

دارند بهره گرفته شود که جهت محاسبه بازده مورد انتظار از مدل تعدیل شده بازار

استفاده خواهد شد که عبارت است از:

$$E(R_{i,t}) = \frac{PI_{m,1} - PI_{m,0}}{PI_{m,0}} \quad (4)$$

$PI_{m,1}$: شاخص قیمت در زمان یک

$PI_{m,0}$: شاخص قیمت در زمان صفر

در اندازه‌گیری بازده غیر عادی تجمعی (CAR)^۱ نیز بازده غیر عادی سهم I در دوره‌های مورد نظر به شیوه زیر محاسبه گردیده‌است:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=0}^n AR_{i,t} \quad (۵)$$

CAR_{i,t}: بازده غیرعادی تجمعی سهام I در زمان t

بعد از تعیین نمونه‌های آماری، شرکت‌هایی مشمول نمونه خواهند بود که در آنها تغییرات تأثیرگذار بر قیمت شامل تعدیل پیش‌بینی درآمد هر سهم، برگزاری مجامع عمومی عادی سالیانه، مجامع عمومی عادی فوق‌العاده، مجمع عمومی فوق‌العاده (با دستور جلسه افزایش سرمایه) و اعلام پیش‌بینی درآمد هر سهم سال مالی جدید و ... وجود ندارد، به عبارت دیگر کلیه شرکت‌های نمونه آماری در بررسی ما عوامل کنترلی مذکور را در خود به همراه نخواهند داشت و تنها عامل تأثیرگذار بر قیمت که تغییرات آن را در خود دارد تغییرات سهام شناور آزاد شرکت‌های نمونه خواهد بود. در ادامه تغییرات قیمت به صورت بازده واقعی نمونه‌ها محاسبه و از بازده مورد انتظار (بازده بازار) کسر می‌گردد که این به عنوان بازده غیرعادی هر یک از نمونه‌ها خواهد بود. این اقدام برای تمامی نمونه‌ها و در دوره ۱۰ روزه قبل از انتشار اطلاعیه سهام شناور آزاد و دوره ۱۰ روزه بعد از انتشار این اطلاعیه، «+۱۰ و -۱۰» صورت گرفته است.

تجزیه و تحلیل یافته‌ها

در این پژوهش داده‌های دو متغیر "بازده غیرعادی" و "بازده غیرعادی تجمعی" طی دو دوره قبل و بعد از انتشار اطلاعیه و هر دوره در ده طیف گردآوری شده است. داده‌های خام متغیرهای تحقیق از اطلاعیه‌های مربوط به میزان سهام شناور آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی ۲۰ دوره ۳ ماهه (شهریور ماه ۱۳۸۳ لغایت شهریور ماه ۱۳۸۸)، که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر شده، تهیه گردیده است و بازده غیرعادی و بازده غیرعادی تجمعی از طریق محاسبه تغییرات قیمت سهام شرکت‌هایی که میزان سهام شناور آزاد آنها تغییر یافته و در فاصله زمانی

1. Cumulative Abnormal Return

ده روزه قبل و بعد از این تغییر میزان سهام شناور آزاد گردآوری شده و متغیرهای تحقیق از آنها استخراج شده است. با توجه به اینکه داده‌های متغیرهای مورد مطالعه با مقیاس نسبتی اندازه گیری شده است، بنابراین شاخص‌های میانگین، واریانس، انحراف استاندارد، چولگی و کشیدگی و ضرایب آنها در دوره‌های قبل و بعد از انتشار سهام شناور آزاد به صورت جداگانه محاسبه و در جداول و نمودارهای زیر نمایش داده شده است. همچنین نتایج و یافته‌های تحقیق در دو بخش نتایج توصیفی و استنباطی به شرح زیر بیان شده است. در تحلیل توصیفی نتایج به دست آمده به نمونه آماری اختصاص دارد. در بخش استنباطی نتایج به دست آمده از نمونه آماری با استفاده از تئوری احتمالات به جامعه آماری قابل تعمیم است.

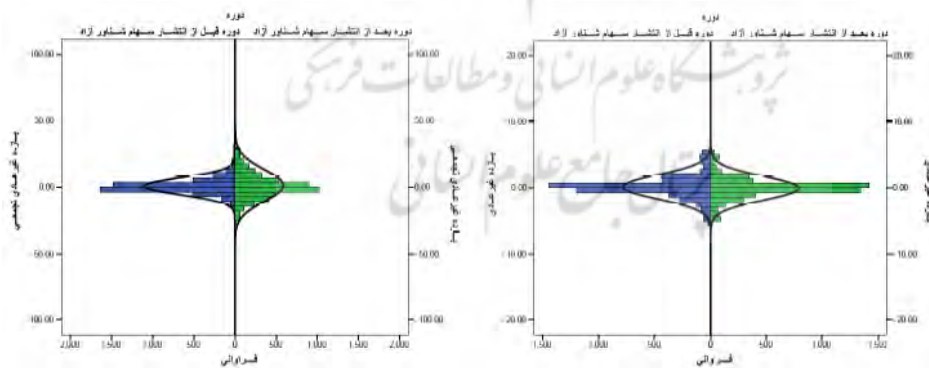
الف) نتایج توصیفی: یکی از فرایندهای تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق، استخراج متغیرهای تحقیق از داده‌های خام توصیف شاخص‌های گرایش مرکزی و پراکندگی آن است. شاخص‌های گرایش مرکزی و پراکندگی متغیرهای مورد مطالعه تحقیق در جدول (۱) نمایش داده شده است.

بر اساس شاخص‌های گروه نمونه، متغیر بازده غیرعادی دوره قبل از انتشار سهام آزاد با میانگین $0/153$ و انحراف استاندارد $1/798$ دارای چولگی و کشیدگی مثبت است و انحراف ضرایب چولگی و کشیدگی بزرگتر از قدرمطلق $1/96$ است که بیانگر انحراف چولگی و کشیدگی از توزیع و منحنی نرمال است. توزیع این متغیر با آزمون کالموگروف اسمیرنف نیز نرمال مشاهده نشده است. متغیر بازده غیرعادی دوره بعد از انتشار سهام آزاد با میانگین $-0/045$ و انحراف استاندارد $1/785$ دارای چولگی منفی و کشیدگی مثبت است و انحراف ضرایب چولگی و کشیدگی بزرگتر از قدرمطلق $1/96$ است که بیانگر انحراف چولگی و کشیدگی از توزیع و منحنی نرمال است. توزیع این متغیر با آزمون کالموگروف اسمیرنف نیز نرمال مشاهده نشده است. متغیر بازده غیرعادی تجمعی دوره قبل از انتشار سهام آزاد با میانگین $0/768$ و انحراف استاندارد $6/358$ دارای چولگی و کشیدگی مثبت است و انحراف ضرایب چولگی و کشیدگی بزرگتر از قدرمطلق $1/96$ است که بیانگر انحراف چولگی و کشیدگی از توزیع و منحنی نرمال است. توزیع این متغیر با آزمون کالموگروف اسمیرنف نیز نرمال مشاهده نشده است. متغیر بازده غیرعادی تجمعی

دوره بعد از انتشار سهام آزاد با میانگین ۱/۳۹۳ و انحراف استاندارد ۱۲/۰۰۱ دارای چولگی و کشیدگی مثبت است و انحراف ضرایب چولگی و کشیدگی بزرگتر از قدر مطلق ۱/۹۶ است که بیانگر انحراف چولگی و کشیدگی از توزیع و منحنی نرمال است. توزیع این متغیر با آزمون کالموگروف اسمیرنوف نیز نرمال مشاهده نشده است.

جدول ۱. توصیف شاخص‌های گرایش مرکزی و پراکندگی متغیرهای مورد مطالعه تحقیق

متغیرهای تحقیق	دوره	تعداد	میانگین	انحراف استاندارد	واریانس	چولگی	کشیدگی	انحراف ضرایب		آزمون نرمالیتی	
								چولگی	کشیدگی		
بازده غیرعادی	دوره قبل	۴۹۴۰	۰/۱۵۳	۱/۷۹۸	۳/۲۳۵	۰/۲۳۳	۵/۴۴۳	۶/۶۸۲	۷۸/۱۳۱	۹/۴۶۱	۰/۰۰۰
	دوره بعد	۴۹۴۰	-۰/۰۴۵	۱/۷۸۵	۳/۱۸۵	-۰/۴۱۴	۹/۶۰۶	-۱۱/۸۸۰	۱۳۷/۸۸۹	۹/۶۲۰	۰/۰۰۰
بازده غیرعادی تجمعی	دوره قبل	۴۹۴۰	۰/۷۶۸	۶/۳۵۸	۴۰/۴۲۸	۱/۱۴۶	۸/۱۰۴	۳۲/۸۵	۱۱۶/۳۲۹	۸/۹۷۵	۰/۰۰۰
	دوره بعد	۴۹۴۰	۱/۳۹۳	۱۲/۰۰۱	۱۴۴/۰۱۵	۱/۱۸۷	۸/۲۳۱	۳۴/۰۷۴	۱۱۸/۱۴۶	۷/۰۶۵	۰/۰۰۰



نمودار ۱. توزیع متغیرهای بازده غیرعادی و غیرعادی تجمعی به تفکیک دوره‌های قبل و بعد انتشار سهام

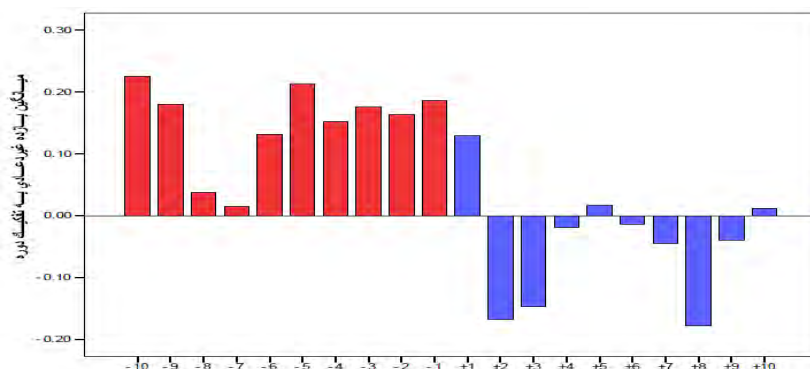
ب) تحلیل‌های استنباطی و نتایج حاصل از فرضیه‌های تحقیق: برای مقایسه میانگین هریک از متغیرهای بازده غیرعادی و بازده غیرعادی تجمعی در دو دوره قبل و بعد از انتشار سهام آزاد از آزمون مقایسه میانگین یک گروهی^۱ استفاده شده است. در این آزمون مشاهده‌های دوره‌های یک روز قبل و بعد تا ده روز قبل و بعد به صورت قرینه از یکدیگر کسر شده و متغیر تفاوت بین دوره قبل و بعد به دست آمده است. در صورتی که تفاوت بین زوج‌های ده‌گانه دوره‌های قبل و بعد برابر با صفر باشد، به این معنی است که در دوره قبل و بعد تفاوتی وجود ندارد. اما در صورتی که مقادیر تفاوت دو دوره مثبت باشد به این معنی است که مشاهده‌های دوره قبل بزرگتر از مشاهده‌های دوره بعد است و برخلاف آن در صورتی که مقادیر تفاوت کوچکتر از صفر باشد به این معنی است که مشاهده‌های دوره بعد بزرگتر از مشاهده‌های دوره قبل است. بنابراین مقایسه متغیر تفاوت بین زوج‌های دوره قبل و بعد با عدد صفر مشخص می‌کند که بازده غیرعادی و بازده غیرعادی تجمعی چه تغییراتی یافته است. این آزمون یک بار به صورت مجموع داده‌های دوره قبل و بعد و یک بار به صورت تفکیک دوره‌های ده‌گانه (یک روز تا ده روز قبل و بعد) انجام گرفته است. مقایسه تفاوت مجموع جفت‌های دوره قبل و بعد از بازده غیرعادی با مقدار صفر نشان داده است که به صورت معنادار مقادیر دوره‌های قبل از انتشار سهام بزرگتر از صفر است. این نتیجه نشان‌دهنده این است که داده‌های دوره قبل از انتشار سهام به صورت معنادار بزرگتر از دوره‌های بعد از انتشار سهام است. نتیجه این آزمون به صورت دقیق برابر با نتیجه آزمون مقایسه میانگین زوجی است. مقایسه تفاوت میانگین زوجی بازده غیرعادی دوره‌های قبل و بعد از انتشار سهام به تفکیک دوره‌ها نیز آزمون شده است. براساس نتایج به دست آمده تفاوت میانگین دوره‌های: دو روز قبل و بعد، سه روز قبل و بعد، پنج روز قبل و بعد، هشت روز قبل و بعد، نه روز قبل و بعد و ده روز قبل و بعد حداقل در سطح ۹۵٪ اطمینان به صورت معنادار بزرگتر از صفر مشاهده شده است. تفاوت میانگین دوره‌های شش روز قبل و بعد و چهار روز قبل و بعد در سطح ۹۰٪ اطمینان بزرگتر از صفر مشاهده شده است. نتایج

1. One-Sample Test

آزمون مقایسه میانگین در جدول (۲) نشان داده شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون مقایسه میانگین "تفاوت مقادیر دوره‌های قبل و بعد" بازده غیرعادی

آزمون مقایسه تفاوت میانگین دوره‌ها با میانگین نظری صفر برای متغیر بازده غیرعادی							
متغیر	تعداد	انحراف استاندارد	میانگین تجربی	آماره t	سطح خطا	تفاوت میانگین	نتیجه آزمون
تفاوت مجموع دوره‌های ده گانه	۴۹۴	۲/۴۴۴۳۴۹	۰/۱۹۳۱۹۲	۵/۵۶	۰/۰۰۰	۰/۱۹۳۱۹	میانگین تجربی بزرگتر از صفر است/
تفاوت ده روز قبل و بعد	۴۹۴	۲/۴۱۸۷۱۳	۰/۲۱۳۱۹۸	۱/۹۶	۰/۰۲۵	۰/۲۱۳۲۳	میانگین تجربی بزرگتر از صفر است.
تفاوت نه روز قبل و بعد	۴۹۴	۲/۳۴۰۵۹۴	۰/۲۲۰۰۸۱	۲/۰۹	۰/۰۱۹	۰/۲۱۹۹۷	میانگین تجربی بزرگتر از صفر است.
تفاوت هشت روز قبل و بعد	۴۹۴	۲/۳۰۰۳۵۳	۰/۲۱۵۹۷۲	۲/۰۹	۰/۰۱۹	۰/۲۱۵۸۹	میانگین تجربی بزرگتر از صفر است.
تفاوت هفت روز قبل و بعد	۴۹۴	۲/۷۰۲۲۷۱	۰/۰۵۹۸۵۸	۰/۴۹	۰/۳۱۱	۰/۰۵۹۷۳	میانگین تجربی تفاوتی با صفر ندارد.
تفاوت شش روز قبل و بعد	۴۹۴	۲/۳۲۳۵۴۱	۰/۱۴۵۳۰۴	۱/۳۹	۰/۰۸۳	۰/۱۴۵۲۳	میانگین تجربی تفاوتی با صفر ندارد.
تفاوت پنج روز قبل و بعد	۴۹۴	۲/۵۴۴۱۸۸	۰/۱۹۵۳۰۴	۱/۷۱	۰/۰۴۴	۰/۱۹۵۲۳	میانگین تجربی بزرگتر از صفر است.
تفاوت چهار روز قبل و بعد	۴۹۴	۲/۵۶۳۱۴۸	۰/۱۷۰۸۷۰	۱/۴۸	۰/۰۷۰	۰/۱۷۱۰۳	میانگین تجربی تفاوتی با صفر ندارد.
تفاوت سه روز قبل و بعد	۴۹۴	۲/۲۷۵۵۱۲	۰/۳۲۳۱۷۸	۳/۱۶	۰/۰۰۱	۰/۳۲۳۰۹	میانگین تجربی بزرگتر از صفر است.
تفاوت دو روز قبل و بعد	۴۹۴	۲/۳۹۳۸۷۶	۰/۳۳۱۵۳۸	۳/۲۱	۰/۰۰۱	۰/۳۳۱۵۴	میانگین تجربی بزرگتر از صفر است.
تفاوت یک روز قبل و بعد	۴۹۴	۲/۶۴۱۳۴۸	۰/۰۵۶۶۱۹	۰/۴۸	۰/۳۱۷	۰/۰۵۶۶۳	میانگین تجربی تفاوتی با صفر ندارد.

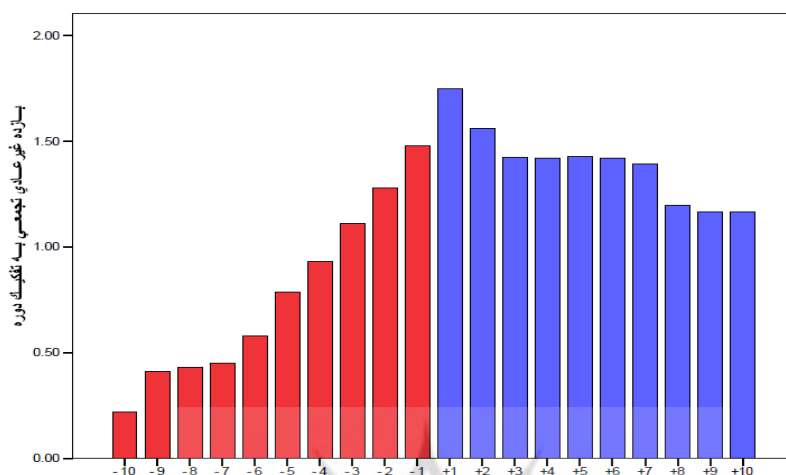


نمودار ۲. میانگین متغیر بازده غیرعادی دوره‌های ده‌گانه قبل و بعد از انتشار سهام آزاد

مقایسه تفاوت مجموع جفت‌های دوره قبل و بعد از بازده غیرعادی تجمعی با مقدار صفر نشان داده است که به صورت معنادار مقادیر دوره‌های بعد از انتشار سهام کوچکتر از صفر است. این نتیجه نشان‌دهنده این است که داده‌های دوره بعد از انتشار سهام به صورت معنادار بزرگتر از دوره‌های قبل از انتشار سهام است. نتیجه این آزمون به صورت دقیق برابر با نتیجه آزمون مقایسه میانگین زوجی است. مقایسه تفاوت میانگین زوجی بازده غیرعادی تجمعی دوره‌های قبل و بعد از انتشار سهام به تفکیک دوره‌ها نیز آزمون شده است. براساس نتایج به‌دست آمده تفاوت میانگین دوره‌های: یک روز قبل و بعد، پنج روز قبل و بعد، شش روز قبل و بعد و هفت روز قبل و بعد حداقل در سطح ۰/۹۵ اطمینان به صورت معنادار کوچکتر از صفر مشاهده شده است. تفاوت میانگین دوره‌های دو روز قبل و بعد، چهار روز قبل و بعد، هشت روز قبل و بعد، نه روز قبل و بعد و ده روز قبل و بعد در سطح ۰/۹۰ اطمینان کوچکتر از صفر مشاهده شده است. نتایج آزمون مقایسه میانگین در جدول (۳) نشان داده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون مقایسه میانگین "تفاوت مقادیر دوره‌های قبل و بعد" بازده غیرعادی تجمعی

آزمون مقایسه تفاوت میانگین دوره‌ها با میانگین نظری صفر برای متغیر بازده غیرعادی							
متغیر	تعداد	انحراف استاندارد	میانگین تجربی	آماره t	سطح خطا	تفاوت میانگین	نتیجه آزمون
تفاوت مجموع دوره‌های ده‌گانه	۴۹۴۰	۹/۰۵۴۲۰۹	-۰/۶۲۴۸۶۸	-۴/۸۵	۰/۰۰۰	-۰/۶۲۴۸۷	میانگین تجربی کوچکتر از صفر است.
تفاوت ده روز قبل و بعد	۴۹۴	۱۳/۱۹۷۴۰۴	-۰/۹۴۶۸۶۲	-۱/۵۹	۰/۰۵۶	-۰/۹۴۶۸۹	میانگین تجربی تفاوتی با صفر ندارد.
تفاوت نه روز قبل و بعد	۴۹۴	۱۲/۳۷۴۶۵۵	-۰/۷۵۶۵۷۹	-۱/۳۶	۰/۰۸۷	-۰/۷۵۶۶۳	میانگین تجربی تفاوتی با صفر ندارد.
تفاوت هشت روز قبل و بعد	۴۹۴	۱۱/۳۸۵۵۶۵	-۰/۷۶۹۲۳۱	-۱/۵۰	۰/۰۶۷	-۰/۷۶۹۱۲	میانگین تجربی تفاوتی با صفر ندارد.
تفاوت هفت روز قبل و بعد	۴۹۴	۱۰/۱۷۳۷۴۹	-۰/۹۳۹۹۱۹	-۲/۰۵	۰/۰۲۰	-۰/۹۴۰۰۹	میانگین تجربی کوچکتر از صفر است.
تفاوت شش روز قبل و بعد	۴۹۴	۹/۲۰۵۳۴۶	-۰/۸۴۲۳۴۸	-۲/۰۳	۰/۰۲۱	-۰/۸۴۲۲۷	میانگین تجربی کوچکتر از صفر است.
تفاوت پنج روز قبل و بعد	۴۹۴	۸/۲۳۶۸۹۳	-۰/۶۴۰۰۴۰	-۱/۷۳	۰/۰۴۲	-۰/۶۳۹۹۳	میانگین تجربی کوچکتر از صفر است.
تفاوت چهار روز قبل و بعد	۴۹۴	۷/۱۳۴۲۶۳	-۰/۴۸۸۵۲۲	-۱/۵۲	۰/۰۶۴	-۰/۴۸۸۴۸	میانگین تجربی تفاوتی با صفر ندارد.
تفاوت سه روز قبل و بعد	۴۹۴	۵/۷۷۱۱۶۳	-۰/۳۱۱۱۵۴	-۱/۲۰	۰/۱۱۶	-۰/۳۱۰۹۵	میانگین تجربی تفاوتی با صفر ندارد.
تفاوت دو روز قبل و بعد	۴۹۴	۴/۰۶۵۴۷۷	-۰/۲۸۲۶۳۲	-۱/۵۵	۰/۰۶۱	-۰/۲۸۲۷۲	میانگین تجربی تفاوتی با صفر ندارد.
تفاوت یک روز قبل و بعد	۴۹۴	۲/۶۲۲۵۵۱	-۰/۲۷۱۳۹۷	-۲/۳۰	۰/۰۱۱	-۰/۲۷۱۴۰	میانگین تجربی کوچکتر از صفر است.



نمودار ۳. میانگین متغیر بازده غیرعادی تجمعی دوره‌های ده گانه قبل و بعد از انتشار سهام آزاد

نتیجه‌گیری

تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در آذرماه سال ۱۳۸۴ گامی مهم برای ارتقای بازار سرمایه می‌باشد و اقدامات بعدی در زمینه استقرار آن موجب تحقق این مهم خواهد شد. بورس اوراق بهادار یکی از اجزای ساختار مالی است که حرکت چرخ‌های اقتصاد بدون وجود آن تقریباً غیرممکن می‌باشد. تحولات مالی اقتصادهای صنعتی، بازار بورس را به ماشینی تبدیل کرده است که نمی‌توان بدون تغییر اساسی در شیوه زندگی ملی آن را از اقتصاد حذف کرد. بورس مکانی برای رقابت طالبان سرمایه در جهت سوق دادن منابع مالی دارندگان سرمایه به جانب فعالیت‌های خود است، هر چه اطلاعات بیشتری در ارتباط با شرکت‌ها به بازار ارائه گردد بازار به سمت کارآ بودن با سرعت بیشتری در حرکت خواهد بود.

در این پژوهش به مطالعه اعلام سهام شناور آزاد و تأثیر آن بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. بدین منظور تغییرات قیمت سهام در شرکت‌هایی که تغییر میزان سهام شناور آزاد داشته‌اند در بیست دوره سه ماهه (شهریور ماه ۱۳۸۳ لغایت شهریور ماه ۱۳۸۸) ده روز قبل و ده روز بعد از اعلام میزان سهام شناور آزاد مورد بررسی قرار گرفته است.

نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که با مقایسه تفاوت میانگین زوجی بازده غیرعادی دوره‌های قبل و بعد از انتشار سهام به تفکیک در دوره‌های: دو روز قبل و بعد، سه روز قبل و بعد، پنج روز قبل و بعد، هشت روز قبل و بعد، نه روز قبل و بعد و ده روز قبل و بعد حداقل در سطح ۹۵٪ اطمینان به صورت معنادار بزرگتر از صفر مشاهده شده است. تفاوت میانگین دوره‌های شش روز قبل و بعد و چهار روز قبل و بعد در سطح ۹۰٪ اطمینان بزرگتر از صفر مشاهده شده است.

همچنین با مقایسه تفاوت مجموع جفت‌های دوره قبل و بعد از بازده غیرعادی تجمعی با مقدار صفر نشان داده است که به صورت معنادار مقادیر دوره‌های بعد از انتشار سهام کوچکتر از صفر است. این نتیجه نشان‌دهنده این است که داده‌های دوره بعد از انتشار سهام به صورت معنادار بزرگتر از دوره‌های قبل از انتشار سهام است. نتیجه این آزمون به صورت دقیق برابر با نتیجه آزمون مقایسه میانگین زوجی است. مقایسه تفاوت میانگین زوجی بازده غیرعادی تجمعی دوره‌های قبل و بعد از انتشار سهام به تفکیک دوره‌ها نیز آزمون شده است. براساس نتایج به دست آمده تفاوت میانگین دوره‌های: یک روز قبل و بعد، پنج روز قبل و بعد، شش روز قبل و بعد و هفت روز قبل و بعد حداقل در سطح ۹۵٪ اطمینان به صورت معنادار کوچکتر از صفر مشاهده شده است. تفاوت میانگین دوره‌های دو روز قبل و بعد، چهار روز قبل و بعد، هشت روز قبل و بعد، نه روز قبل و بعد و ده روز قبل و بعد در سطح ۹۰٪ اطمینان کوچکتر از صفر مشاهده شده است. این نتایج مطابق با تحقیقات انجام شده توسط میکلسون و پارچ (۱۹۸۵) است که در بورس تورنتو انجام شده است و نتایج تحقیق آنها نشان داد که با افزایش سهام شناور آزاد قیمت سهام نیز تغییر خواهد کرد. همچنین می‌توان به تحقیق آلفا بنودا و دورا مزز (۲۰۰۰) اشاره کرده که نتایج بررسی آنها نشان داد که هر چه 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. نتایج بیشتر محققین نشان‌دهنده اثرات انتشار به موقع اطلاعات شرکت‌ها بر میزان حجم معاملات، وضعیت نقدشوندگی سهام، بازده سهام و ... است و انتشار اطلاعات مربوط به شرکت‌ها باعث رونق بازار می‌گردد و

حجم معاملات افزایش می یابد و باعث کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام^۱ خواهد بود.

سازمان بورس اوراق بهادار در راستای شفاف‌سازی بازار، افزایش میزان سهام شناور آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و همچنین حرکت به سوی بازار کارآ، با استناد به مصوبه مورخ ۱۳۸۳/۰۷/۲۷ شورای عالی بورس و اوراق بهادار اعلام نمود که: سهامدار یا سهامداران عمده شرکت‌های متقاضی پذیرش در بورس موظفند حداکثر ظرف مدت ۲ سال از تاریخ درج حداقل ۲۰ درصد سهم خود را به شکل گسترده توزیع نمایند. به‌گونه‌ای که حداقل ۲۰ درصد سهام شناور آزاد داشته باشد. همچنین بورس با افزایش سرمایه شرکت‌هایی که سهام شناور پایینی دارند موافقت نمی‌کند و افزایش سرمایه آنها را منوط به افزایش سهام شناور شرکت به میزان ۲۰ درصد نموده است.^۲

در سال‌های اخیر در بازار سرمایه کشور نیز تلاش‌های زیادی جهت افزایش درصد سهام شناور صورت گرفته و برای شرکت‌های جدید حداقل ۲۰ درصد در نظر گرفته شده است و با توجه به ورود شرکت‌های اصل ۴۴ قانون اساسی و روند رو به رشدی که بورس در سال‌های اخیر داشته است پیشنهاد می‌شود درصد سهام شناور در بازار سرمایه کشور نیز درصد سهام شناور به مرز استاندارد مطابق با کشورهای که بازار سرمایه قوی دارند (۳۰ درصد) برسد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

1. Bid – Ask Spread

۲. مرکز تحقیقات بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار

منابع

- اسکندری، رسول، "بررسی آثار حد نوسان قیمت در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی/ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده علوم اداری، (۱۳۸۳).
- انواری رستمی، علی اصغر و محسن ختنلو، "بررسی مقایسه‌ای رتبه‌بندی شرکت‌های برتر براساس نسبت‌های سودآوری و شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۳، (بهار ۱۳۸۵).
- ایزدی‌نیا ناصر و امیر رسائیان، "پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۲.
- رحمانی علی، حسینی سیدعلی، نرگس رضاپور، "رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۳.
- عبده تبریزی، حسین، "پدیده سهام شناور آزاد و تعیین حجم مبنا"، کتابخانه سازمان بورس و اوراق بهادار، (۱۳۸۲).
- مرکز تحقیقات بازار سرمایه ایران، سازمان بورس و اوراق بهادار، به آدرس: <http://www.seo.ir>
- ملاحسینی، علی و کامران قربان‌نژاد اسطلکی، "بررسی رابطه میزان سهام شناور آزاد با نرخ بازده سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۱، (بهار ۱۳۸۷)، صص ۸۶-۶۹.
- Bong-Soo Lee, Oliver M. Rui, "The Relationship Between Stock Returns and Trading Volume: Domestic and Cross – Country Evidence", *Journal of Banking and Finance*, 2002, p. 52.
- Brown S. & JB. Warner, "Measuring Security Price Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, (1980), PP. 205-258.
- Desai, Hemang & Prem Jain, "Long-Run Common Stock Returns Following Stock Splits and Reverse Splits", *Journal of Business*, (July 1997), PP. 409-433,
- Fama, Eugene, Lawrence Fisher, Michael Jensen & Richard Roll, "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, (February 1969), PP. 1-21.
- Glosten, L. R., & P. R. Milgrom, "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders", *Journal of Financial Economics* 14 (1985 March), PP. 71-100.
- Hideki Hanaeda & Toshio Serita, May, "The Effects of Stock Splits on Stock Prices, Liquidity and Stock Ownership Evidence from Japan",

- Graduate School of Commerce and Management Hitotsubashi University, Tokyo, Japan, (May, 2004).
- Masulis, R. "The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A study of exchange offers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, Issue 2, (June 1980), PP. 139-178.
- Mikkelson, W. H & M. M Partch, "Stock Price Effects and Costs of Secondary Distributions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, (1985), PP. 165-94.
- Neeumann, R. & Voetmann, T. "Float Capitalization Index Weight in Dow Jones Stocks: Price and Volume Effects", *Given at the University of Pennsylvania*, [<http://Wharton.Upenn.edu>], (2001).
- 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 P. 222, (2000).
- Ruslan Goyenko, "Stock and Bond Market Liquidity": *A Long-Run Empirical Analysis Indiana University*, (April 19, 2005)
- Wang, Fenghua & Xu, Yexiao, "What Determines Chinese Stock Returns?", CFA, Institute, *Financial Analysts Journal*, Vol. 60, No. 6, (2004) PP. 23-38.