



رابطه سطوح مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد، نوسان پذیری بازده سهام و سن

شرکت با همزمانی قیمت سهام

ذبیح الله خانی^۱

حسین رجب‌دوری^۲

سارا معتمد^۳

تاریخ دریافت مقاله : ۹۶/۱۱/۲۲ تاریخ پذیرش مقاله : ۹۷/۰۲/۰۹

چکیده :

هدف این پژوهش، بررسی رابطه سطوح مالکیت مدیریتی (بالا، متوسط و پایین)، سهام شناور آزاد، نوسان‌پذیری بازده سهام و سن شرکت با همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین، متغیرهای اندازه و اهرم مالی نیز به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی بوده و دوره زمانی آن شامل سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ و نمونه برگزیده متشکل از ۸۹ شرکت است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز از روش رگرسیون چندمتغیره در نرم‌افزار Eviews استفاده شد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه بین مالکیت مدیریتی و همزمانی قیمت سهام به صورت: مالکیت مدیریتی بالا (منفی و معنادار)، مالکیت مدیریتی متوسط (منفی و معنادار)، سهام شناور آزاد (منفی و معنادار)، سن شرکت (مثبت و معنادار)، نوسان‌پذیری بازده سهام (مثبت و معنادار) و اهرم مالی (مثبت و معنادار) است. در نتیجه، لازم است که به این مساله توجه بیشتری شود.

کلمات کلیدی :

مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد، نوسان‌پذیری بازده سهام، سن شرکت، همزمانی قیمت سهام.

استادیار گروه حسابداری، واحد فسا، دانشگاه آزاد اسلامی، فسا، ایران khanifinance@gmail.com

^۲ دانشجوی دکتری حسابداری و عضو باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران -

(نویسنده مسئول) Hosrado@gmail.com

^۳ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد لامرد، دانشگاه آزاد اسلامی، لامرد، ایران s.motamed71@yahoo.com

۱- مقدمه :

امروزه به دلیل گسترش سازمان‌ها و جدایی مالکیت و مدیریت از یکدیگر و در نتیجه ایجاد تضاد بین منافع این دو گروه، قوانینی جهت نظارت بر عملکرد مدیران ارشد و حفظ حقوق سهامداران اقلیت مطرح شده است که راهبری شرکتی نامیده می‌شود. در بحث راهبری شرکتی همواره این سؤال مطرح بوده که چگونه می‌توان زمینه ترقی و تهییج عملکرد بخش مالی، برای نمونه، صاحبان شرکت‌ها و ارتقای میزان بازدهی مدیران شرکت‌ها را فراهم آورد (احمدوند و همکاران، ۱۳۹۰). هدف شرکت‌های سهامی و مدیران آن‌ها حداکثر نمودن ارزش شرکت و ثروت سهامداران است. از دیگر سو، حداکثر نمودن ارزش شرکت، مستلزم به کارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازده و ریسک متناسب است (جهانخانی، ۱۳۷۴). در این میان، ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف، متفاوت است که بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت به گونه عمده به اطلاعات در دسترس عموم، مانند صورت‌های مالی منتشر شده اتکا می‌کنند. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران حرفه‌ای عمده قرار دارد که بر خلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزشی درباره چشم‌اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت، از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد (نوروش و کردلر، ۱۳۸۴). مالکیت مدیریتی نیز نوع دیگری از سهامداران است که سهام شرکت توسط مدیران همان شرکت، خریداری شود و در اختیار مدیران آن شرکت باشد. سهام شناور آزاد تعدادی از سهام شرکت است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک به قیمت جاری قابل عرضه باشد و در دسترس خریداران قرار گیرد یا قسمتی از سهام یک شرکت که بدون هیچ گونه محدودیت قابل معامله باشد (آی‌دی ۱، ۲۰۰۱). در اغلب بازارهای نوظهور، تمرکز مالکیت سهام بالا است، به گونه‌ای که در برخی از این کشورها درجه تمرکز مالکیت به ۷۵ درصد نیز می‌رسد. تمرکز مالکیت با سهام شناور آزاد رابطه نزدیکی دارد. در برخی از کشورها اغلب سهام در اختیار سهامداران کنترل‌کننده است که تمایلی به فروش سهام خود ندارند. یکی از دلایل این مسأله افزایش آسیب‌پذیری این دسته از سهامداران در صورت تصاحب مالکیت توسط خریداران است. از طرف دیگر، افزایش نقدشوندگی سهام نیز منوط به سهام شناور آزاد بالا است (عباسی و مارزلو، ۱۳۹۰).

نوسان‌پذیری بازده سهام نیز یکی از موضوعات بحث‌برانگیز مالی است که در سال‌های اخیر مورد توجه پژوهشگران بازارهای سرمایه نوظهور قرار گرفته است (لانگ ۲، ۲۰۰۸). سرمایه‌گذاران نوسان‌پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند. سیاست‌گذاران بازار سرمایه از این معیار به

رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد.../ خانی، رجب درّی و معتمد

عنوان ابزاری جهت اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام از وجود رابطه نامتقارن بین بازده سهام و نوسانات بازده سهام استفاده می‌کنند (ظفر و همکاران^۳، ۲۰۰۸).

سن شرکت نیز اشاره به عمر شرکت و سنوات طی شده از بدو تأسیس آن دارد (حاجیان و همکاران، ۱۳۹۴). همچنین، جانسون^۴ (۲۰۰۹) همزمانی قیمت سهام را درجه‌ای از اطلاعات بازار و صنعت که در قیمت سهام شرکت منعکس می‌شود، تعریف می‌کند. دورنو و همکاران^۵ (۲۰۰۳) و پیترسکی و رولستون^۶ (۲۰۰۴) نیز معتقد هستند که همزمانی بازده سهام دامنه‌ای است که در آن بازدهی صنعت و بازار، تفاوت موجود در بازدهی سهام در سطح شرکت را توضیح می‌دهد. در واقع، همزمانی قیمت را به عنوان مقیاسی برای اندازه‌گیری مقدار نسبی اطلاعات خاص شرکت که در قیمت منعکس شده است تعریف می‌کنند. همچنین، آن‌ها عنوان می‌کنند که قدرت تبیینی شاخص‌های صنعت و بازار، بیانگر میزان نسبی اطلاعات خاص شرکت، صنعت و بازار است.

بر اساس پژوهش‌های صورت گرفته در سطح بین‌المللی، بین سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد، نوسان‌پذیری بازده سهام و سن شرکت با همزمانی قیمت سهام، رابطه معناداری وجود دارد (خاتاک^۷، ۲۰۱۷). بررسی همزمانی قیمت به پژوهشگران اجازه می‌دهد تا به مطالعه حجم گسترده‌ای از آثار اطلاعات مالی بپردازند (ابراهیمی کردلر و سیدی، ۱۳۸۷). همچنین، همزمانی قیمت سهام با انعکاس میزان اطلاعات بازار نسبت به اطلاعات خاص شرکت، موجب کاهش تقارن اطلاعاتی و در نهایت، کاهش ریسک انتخاب نادرست می‌شود (فروغی و فرجامی، ۱۳۹۴).

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر سطوح مختلف مالکیت مدیریتی بر محیط اطلاعاتی شرکت‌ها، یا به گونه دقیق‌تر، بررسی تأثیر سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد، نوسان‌پذیری بازده سهام و سن شرکت بر همزمانی قیمت سهام است. در نتیجه، می‌توان سؤال پژوهش را به این صورت مطرح کرد که آیا بین سطوح مختلف مالکیت مدیریتی و همزمانی قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد؟ آیا بین سهام شناور آزاد و همزمانی قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد؟ آیا بین نوسان‌پذیری بازده سهام و همزمانی قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد؟ آیا بین سن شرکت و همزمانی قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد؟ همچنین، در صورت وجود رابطه بین متغیرهای ذکر شده، جهت رابطه و میزان شدت آن چقدر است؟

با توجه به اینکه همزمانی قیمت بیانگر اطلاعات منعکس شده شرکت در قیمت سهام است، لازم است که موارد مؤثر و مرتبط با آن مورد شناسایی قرار گیرد تا بتوان ضمن شناخت دقیق‌تر و بهتر بازار، مسیر حرکت به سمت کارایی را نیز بهبود بخشید. افزون بر آن، با توجه به عدم ورود پژوهشگران، خلأ

تحقیقاتی و عدم وجود پژوهش مشابه در محیط کشور با متغیرهای ذکر شده، لازم است که این مساله مورد آزمون تجربی قرار گیرد تا بتوان با استفاده از آن، شناخت بهتری نسبت به وضعیت بازار داشت و پس از آن برنامه‌ریزی‌های بهتری را انجام داد.

در ادامه، ابتدا مبانی نظری پژوهش بیان شده و سپس، پیشینه پژوهش بیان می‌شود. پس از آن نیز روش پژوهش، یافته‌ها و بحث و نتیجه‌گیری بیان شده است.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش :

به گونه کلی، راهبری شرکتی شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی است که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. مالکیت مدیریتی یکی از مکانیزم‌های داخلی راهبری شرکتی است که موجب کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران شده و در نتیجه، برای شرکت ایجاد ارزش خواهد کرد (احمدوند و همکاران، ۱۳۹۰). میولر و اسپیتز^۸ (۲۰۰۶) نیز مالکیت مدیریتی را شامل سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیئت مدیره می‌دانند. همچنین، همزمانی قیمت سهام نشانگر میزان تغییرات مشترک قیمت سهام با تغییرات بازده بازار بوده که مبین میزان انعکاس اطلاعات بازار نسبت به اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام است و کاربردهایی فراوانی دارد (مینگیان و ویلیام^۹، ۲۰۱۴).

در زمینه تأثیر سطوح مختلف مالکیت مدیریتی بر همزمانی قیمت سهام قابل بیان است که تمرکز مالکیت بالاتر در مالکیت مدیریتی، به دلیل آنکه به میزان بیشتری جریان نقدی حق مالکانه بزرگترین مالک در شرکت را افزایش می‌دهد، تعارض نمایندگی را تقلیل می‌دهد و هزینه نمایندگی را پایین می‌آورد. همچنین، تمرکز مالکیت، موجب کاهش اقلام تعهدی اختیاری و افزایش کیفیت سود می‌شود (وارفیلد و همکاران^{۱۰}، ۱۹۹۵) که این مساله، یکپارچگی اطلاعات شرکت را نیز می‌افزاید (بوباگر و لابگاری^{۱۱}، ۲۰۰۸). انگیزه مالکان مدیریتی برای افشا و انتشار اطلاعات حسابداری و مالی و کیفیت بالای اطلاعات شرکت، منوط به این است که آن‌ها در منافع مشارکت داشته باشند. در غیر این صورت، آنان مانع از ارائه اطلاعات با کیفیت می‌شوند. چنین اقداماتی، منجر به همزمانی قیمت بیشتر و تقارن اطلاعاتی بزرگ‌تر می‌شود. در مقابل، مالکان مدیریتی، ترجیح خواهند داد که اطلاعات حسابداری و مالی بیشتر و با کیفیت‌تری ارائه دهند. این امر، منجر به همزمانی قیمت کمتر، تقارن اطلاعات کمتر و مشکل انتخاب نادرست کم‌شدت‌تری می‌شود (خاتاگ، ۲۰۱۷). در نتیجه، این انتظار وجود دارد که با افزایش سطوح مالکیت مدیریتی، میزان همزمانی قیمت سهام کاهش یابد و بین این دو متغیر رابطه منفی و معناداری وجود داشته باشد. چان و حمید^{۱۲} (۲۰۰۶) نیز ادعا می‌کنند که در کشورهای در حال ظهور، شرکت‌های

رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد.../ خانی، رجب درّی و معتمد

با قابلیت سرمایه‌گذاری بالا (شرکت‌های دارای سهام شناور آزاد بیشتر)، ریسک کمتری داشته و پوشش‌های گسترده‌تری را جذب می‌کنند که با ادغام صنعت، بازار و اطلاعات با قیمت سهام، منجر به کاهش همزمانی قیمت سهام می‌شود (خاتاک، ۲۰۱۷). از دیدگاهی دیگر، با افزایش سهام شناور آزاد تقارن اطلاعاتی کاهش یافته (ساداتی، ۱۳۹۲) و ارتباط تقارن اطلاعاتی و همزمانی قیمت سهام نیز مثبت است (خاتاک، ۲۰۱۷)، می‌توان گفت که با افزایش سهام شناور آزاد، تقارن اطلاعاتی کمتر شده و موجب همزمانی قیمت سهام کمتری خواهد شد. در نتیجه، این انتظار وجود دارد که بین سهام شناور آزاد و همزمانی قیمت سهام، رابطه منفی و معناداری وجود داشته باشد. افزون بر موارد ذکر شده، همان‌گونه که بیچوک و همکاران^{۱۳} (۲۰۰۰) استدلال می‌کنند که بین نوسان بازده سهام و همزمانی قیمت سهام، رابطه معناداری وجود دارد. از آنجا که نوسان بازده سهام معیاری از ریسک، آسیب‌پذیری بازار سهام و وجود رابطه نامتقارن است، می‌توان انتظار داشت که با افزایش نوسان، همزمانی قیمت سهام افزایش یابد. در زمینه رابطه سن شرکت و همزمانی قیمت سهام نیز این انتظار وجود دارد که در شرکت‌های قدیمی تر، همزمانی قیمت سهام بیشتری وجود داشته باشد. این مساله توسط داسگوپتا و همکاران^{۱۴} (۲۰۱۰) نیز مورد تأیید قرار گرفته است. دلیل اصلی این امر آن است که وقتی شرکت‌ها پیرتر می‌شوند، سرمایه‌گذاران در بازار اطلاعات بیشتری در مورد ویژگی‌های اصلی بنگاه کسب می‌کنند که به عنوان اطلاعات مشخص و غیرمستقیم نامیده می‌شود و موجب افزایش همزمانی قیمت سهام می‌شود (خاتاک، ۲۰۱۷).

بررسی پیشینه پژوهش نشان داد که در میان پژوهشگران داخلی برای نمونه، نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نشان دادند که رابطه معنادار و منفی بین "مالکیت نهادی"، "مالکیت مدیریتی" و عملکرد شرکت و رابطه معنادار و مثبت بین "مالکیت شرکتی" و عملکرد شرکت وجود دارد. امیری (۱۳۸۹) نیز دریافت که رابطه معنادار و معکوسی بین مالکیت مدیریتی و محافظه‌کاری وجود دارد. این یافته‌ها بیان می‌دارد که سهام‌داران مدیران در مالکیت شرکت، تقاضا برای حسابداری محافظه‌کارانه را کاهش می‌دهد. همچنین، کامیابی و پرهیزگار (۱۳۹۴) در پژوهش خود دریافتند شرکت‌هایی که دارای سرمایه‌گذاران نهادی پایدار هستند، همزمانی قیمت سهام کمتری دارند. آن‌ها دریافتند که بازده حقوق صاحبان سهام با همزمانی قیمت سهام رابطه منفی و معنادار دارد، در حالی که اندازه شرکت و اهرم مالی با همزمانی قیمت سهام دارای رابطه مثبت و معنادار است. افزون بر آن، کردلر و جوانی‌قلندری (۱۳۹۵) در پژوهشی تأثیر "تخصّص حسابرس بر کیفیت سود و همزمانی قیمت سهام" را مورد بررسی قرار دادند. آنان دریافتند که بین همزمانی قیمت سهام و کیفیت سود رابطه منفی برقرار است و تخصّص حسابرس رابطه منفی

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و هفتم / زمستان ۱۳۹۷

بین کیفیت سود و همزمانی قیمت سهام را تعدیل و تشدید می‌کند. به بیان دیگر، تخصص حسابرس موجب انعکاس بیشتر اطلاعات خاص شرکت در مقایسه با اطلاعات بازار و صنعت مربوط به آن در قیمت سهام می‌شود و کاهش همزمانی یا هم حرکتی قیمت سهام را به دنبال دارد. به تازگی، نجفی‌مقدم (۱۳۹۶) در پژوهشی اهمیت نقش نظارت سرمایه‌گذاران نهادی جهت شفافیت اطلاعاتی بیشتر، نوسان پذیری کمتر و ریسک کمتر سقوط قیمت سهام را مورد بررسی قرار داد و مشخص شد که وجود سرمایه‌گذاران نهادی منجر به کاهش همزمانی قیمت سهام و ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود.

در میان پژوهشگران خارجی نیز برای نمونه، دورنو و همکاران (۲۰۰۳) دریافتند شرکت‌های دارای همزمانی قیمت کمتر، گرایش بیشتری به استفاده از منابع مالی خارجی دارند و منابع را با کارایی بیشتری اختصاص می‌دهند. لاسفر^{۱۵} (۲۰۰۶) در پژوهشی رابطه متقابل بین مالکیت مدیریتی و ساختار هیئت مدیره را بررسی نمود. یافته‌ها حاکی از آن بود که مدیران با وجود درصد مالکیت بالای خود، هیئت مدیره‌ای را تعیین می‌کنند که نقش نظارتی کمی داشته باشد. به گونه کلی، نتایج پژوهش در تاثیرگذاری هیئت مدیره به عنوان یک مکانیزم داخلی راهبری شرکتی زمانی که درصد مالکیت مدیریتی بالا است، شک و تردید ایجاد می‌نماید. لافوند و رویچودهری^{۱۶} (۲۰۰۷) نیز رابطه بین مالکیت مدیریتی و سیاست محافظه‌کاری را مورد بررسی قرار داده و این‌گونه استنباط کردند که شرکت‌هایی با سطح مالکیت مدیریتی بیشتر، از سود محافظه‌کارانه بیشتری برخوردار هستند و با کاهش مالکیت مدیریتی، شدت مسائل نمایندگی افزایش یافته و در نتیجه، نیاز به سیاست محافظه‌کاری افزایش می‌یابد. همچنین، فلوراکیس و همکاران^{۱۷} (۲۰۱۵) در پژوهشی نشان دادند که افزایش در مالکیت مدیریتی، عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد. با این حال، زمانی که مدیران بخش عمده‌ای از سهام شرکت را نگهداری می‌کنند، افزایش در مالکیت مدیریتی ممکن است موجب اتخاذ تصمیم‌های نادرست به وسیله آن‌ها شود. افزون بر آن، خاتاک (۲۰۱۷) رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی و همزمانی قیمت سهام را مورد بررسی قرار داد و بیان نمود که افشا و انتشار اطلاعات حسابداری و مالی با کیفیت بالا توسط مالکان مدیریتی سبب تقارن اطلاعاتی کمتر شده و در نتیجه، با افزایش سطوح مالکیت مدیریتی، میزان همزمانی قیمت سهام کاهش یابد. به تازگی، رشید و همکاران^{۱۸} (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی رابطه افشای اختیاری و همزمانی قیمت سهام پرداخته و دریافتند که بین افشای اختیاری و همزمانی قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

اگرچه در این زمینه پژوهش‌های ارزشمندی در داخل و خارج از کشور صورت گرفته و به یافته‌های ارزشمندی نیز دست یافته است، اما تاکنون در ایران پژوهشی که به بررسی رابطه سطوح مختلف مالکیت

رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد.../ خانی، رجب درّی و معتمد

مدیریتی، سهام شناور آزاد، نوسان‌پذیری بازده سهام و سن شرکت با همزمانی قیمت سهام پرداخته باشد، مشاهده نشد. در نتیجه، لازم است این مساله در محیط اقتصادی کشور مورد آزمون تجربی قرار گیرد.

۳- روش‌شناسی پژوهش :

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کمی است که از روش علمی ساخت و اثبات تجربی استفاده می‌کند و بر اساس فرضیه‌ها و طرح‌های پژوهش از قبل تعیین شده انجام می‌شود. از این دسته پژوهش‌ها زمانی استفاده می‌شود که معیار اندازه‌گیری داده‌ها کمی است و برای استخراج نتیجه‌ها از فن‌های آماری استفاده می‌شود.

۳-۱- فرضیه‌های پژوهش :

بر اساس مبانی نظری مطرح شده و پیشینه پژوهش، چهار فرضیه اصلی به شرح زیر تدوین می‌شود:
فرضیه اصلی اول: بین سطوح مختلف مالکیت مدیریتی و همزمانی قیمت سهام، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی اول: بین مالکیت مدیریتی سطح پایین و همزمانی قیمت سهام، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین مالکیت مدیریتی سطح متوسط و همزمانی قیمت سهام، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین مالکیت مدیریتی سطح بالا و همزمانی قیمت سهام، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: بین سهام شناور آزاد و همزمانی قیمت سهام، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی سوم: بین نوسان‌پذیری بازده سهام و همزمانی قیمت سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی چهارم: بین سن شرکت و همزمانی قیمت سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

۳-۲- الگوها و متغیرهای پژوهش :

بر اساس پژوهش خاتاک (۲۰۱۷) الگوی رگرسیونی پژوهش برای شش فرضیه مطرح شده به شرح زیر است که به صورت رگرسیون چند متغیره آزمون خواهد شد:

$$\text{Synch}_{it} = B_0 + B_1 \text{MGR_L}_{it} + B_1 \text{MGR_M}_{it} + B_1 \text{MGR_H}_{it} + \text{Free Float}_{it} + \text{Volatility}_{it} + \text{Age}_{it} + B_2 \text{Lev}_{it} + B_3 \text{Size}_{it} + \epsilon_t \quad (\text{رابطه ۱})$$

که در آن:

Synch متغیر وابسته،

MGR_L، **MGR_M**، **MGR_H**، **Age**، **Free Float** و **Volatility** متغیرهای مستقل و

Lev و **Size** به عنوان متغیرهای کنترلی است.

• متغیرهای مستقل

میزان مالکیت سهام مدیریتی^{۱۹} و سهام شناور آزاد^{۲۰}، سن شرکت^{۲۱} و نوسان پذیری بازده سهام^{۲۲} به عنوان متغیرهای مستقل پژوهش هستند.

میزان مالکیت سهام مدیریتی

این متغیر با استفاده از سه سطح پایین^{۲۳}، متوسط^{۲۴} و بالا^{۲۵} بررسی شد. بر اساس پژوهش‌های صورت گرفته پیشین مانند هیملبیگ و همکاران^{۲۶} (۱۹۹۹)، کیم و همکاران^{۲۷} (۲۰۱۱) و میترا و همکاران (۲۰۱۷) در صورتی که مالکیت مدیریتی کمتر از ۵ درصد باشد، به صورت مالکیت مدیریتی پایین تعریف می‌شود. همچنین، مالکیت مدیریتی بیشتر از ۵ درصد و کمتر از ۲۵ درصد به عنوان مالکیت مدیریتی متوسط و بیشتر از ۲۵ درصد، به عنوان مالکیت مدیریتی بالا در نظر گرفته شد.

سهام شناور آزاد

بیانگر میزان سهمی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد. بدین معنا که در مالکیت دارندگانی است که آماده هستند در صورت اخذ قیمت مناسب، آن را برای فروش ارائه کنند. سهام شناور آزاد هر شرکت، بخشی از سهام شناور آن شرکت است که دارندگان آن آماده عرضه و فروش آن سهام هستند و به سهامداران راهبردی تعلق ندارد. برای محاسبه سهام شناور آزاد، تعداد سهام متعلق به سهامداران راهبردی از تعداد سهام کل شرکت بر اساس قواعد بین‌المللی در این زمینه کسر می‌شود. گزارش سهام شناور آزاد هر سه ماه به اطلاع بازار سرمایه می‌رسد (گرد و همکاران، ۱۳۹۱).

نوسان پذیری بازده سهام

این متغیر نیز با استفاده از انحراف معیار بازده روزانه سهام به صورت زیر تهیه می‌شود (فخاری و طاهری، ۱۳۸۹):

رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد.../ خانی، رجب درّی و معتمد

$$var = \sqrt{\frac{1}{D_{it} - 1} \sum_1^{D_{it}} (R_i - \bar{R})^2}$$

که در آن:

R_i بازده روزانه سهام شرکت i است به گونه‌ای که اگر P_t قیمت پایانی روز t ام باشد، خواهیم داشت:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

که D_{it} تعداد روزهایی از سال t است که برای آن بازده روزانه سهام شرکت i محاسبه شده است.

سن شرکت

به وسیله تفاوت سال تأسیس شرکت و سال پژوهش محاسبه می‌شود.

• متغیر وابسته :

متغیر وابسته این پژوهش، همزمانی قیمت سهام است. معیار سنجش میزان همزمانی قیمت سهام،

بر اساس الگوی پیوتروسکی و رولستون^{۲۸} (۲۰۰۴) و آماره R^2 است که از رابطه زیر استخراج می‌شود:

$$R_i = \alpha + \beta R_M + \gamma R_I + e$$

که در آن:

R_i بازده سهام شرکت i در ماه t

R_M بازده بازار شرکت i در ماه t

R_I میزان بازده صنعت شرکت i در ماه t است. با توجه به رابطه فوق می‌توان همزمانی قیمت را به

صورت زیر محاسبه کرد:

$$Synch = Log\left(\frac{R^2}{1 - R^2}\right) MV$$

که R^2 در آن بیانگر ضریب تعیین حاصل از الگوی پیوتروسکی و رولستون (۲۰۰۴) است که مربوط

به شرکت i در سال t است. مقدار $Synch$ نیز نشان‌دهنده همزمانی قیمت شرکت i در سال t است که

برای هر شرکت، بر اساس بازده ماهانه در یک سال تعیین می‌شود که در کل، ۱۲ ماه در هر سال را شامل

می‌شود.

متغیرهای کنترلی

بر اساس بررسی پژوهش‌های پیشین، اهرم مالی^{۲۹} و اندازه^{۳۰}، متغیرهای کنترلی این پژوهش است.

اهرم مالی

اهرم مالی به وسیله تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. مطالعات قبلی صورت گرفته مانند هی و همکاران^{۳۱} (۲۰۱۳) و نگ و همکاران^{۳۲} (۲۰۱۱) بیان داشته‌اند که اهرم مالی نقش مهمی در همزمانی قیمت سهام دارد. آنان بیان می‌کنند که اهرم مالی بالاتر، تمایل به تغییر ریسک از نقدینگی به بدهی را موجب می‌شود که ریسک بیشتری را برای شرکت به همراه دارد و منجر به افزایش همزمانی قیمت سهام می‌شود.

اندازه شرکت

اندازه شرکت از طریق لگارتیم فروش به دست می‌آید. اندازه شرکت به‌گونه مستقیم به همزمانی قیمت سهام مربوط می‌شود، زیرا بازده سهام شرکت‌های بزرگ، همگام با بازار است (رول^{۳۳}، ۱۹۸۸). افزون بر آن، فرناندز و فریا^{۳۴} (۲۰۰۹) استدلال می‌کنند که اعلامیه‌های عمومی شرکت‌های با اندازه بزرگ‌تر ممکن است به عنوان شاخص‌های کلان اقتصادی برای شرکت‌های کوچک عمل کند که موجب افزایش همزمانی قیمت سهام شود.

۳-۳- جامعه آماری و نمونه پژوهش :

در این پژوهش برای اینکه نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، از روش حذف منظم استفاده شده است. برای این منظور، ۵ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را داشته باشد، به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده است.

شرکت قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۵ در بورس فعال باشد.

به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های هلدینگ، واسطه‌گری‌های مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تفاوت قابل ملاحظه ماهیت آن‌ها با شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، شرکت برگزیده از صنایع یاد شده نباشد.

به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی بازه زمانی مورد مطالعه، تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت نداشته باشد.

صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت‌ها در بازه زمانی مذکور به‌گونه‌ای کامل در وب‌گاه بورس اوراق بهادار موجود باشد.

رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد.../ خانی، رجب درّی و معتمد

معامله سهام آن‌ها طی دوره پژوهش بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد. پس از بررسی صورت گرفته، ۸۹ شرکت واجد شرایط فوق بود که در دوره ۵ ساله، ۴۴۵ سال شرکت مورد بررسی قرار گرفت.

۴-۳- ابزار تجزیه و تحلیل :

در این پژوهش ابتدا با استفاده از نرم‌افزار اکسل^{۳۵} متغیرهای پژوهشی از روی داده‌های خام و نرم‌افزار رهاورد نوین ۳ آماده و سپس با استفاده از نرم‌افزار ای‌ویوز^{۳۶}، اسپاس^{۳۷} و استاتا^{۳۸} تجزیه و تحلیل نهایی انجام شده است.

۴- یافته‌های پژوهش :

۴-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش :

در جدول ۱ آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای مورد مطالعه نشان داده شده است.

جدول ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش				
نام متغیر	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
مالکیت مدیریتی (بالا)	۷۲/۱۲۵۴	۹۹/۳۰۸۴	۲۴/۸۴۲۶	۱۷/۴۵۶۷
مالکیت مدیریتی (متوسط)	۱۶/۳۵۴۰	۲۲/۲۲۱۲	۵/۱۵۰۹	۵/۸۵۴۱
مالکیت مدیریتی (پایین)	۲/۱۸۲۴	۳/۹۰۷۷	۰	۱/۵۶۶۸
سهام شناور آزاد	۲۶/۶۸۱۸	۴۹/۸۰۹۹	۰/۵۱۱۲	۱۳/۹۰۸۷
سن شرکت	۳۵/۸۹۳۰	۶۰	۹	۱۳/۷۵۱۱
نوسان پذیری بازده سهام	۰/۰۲۷۸	۰/۰۸۹۷	۰/۰۰۱۹	۰/۰۵۲۱
همزمانی قیمت سهام	۱/۳۵۷۴	۷/۷۴۴۵	۰/۰۹۶۷	۰/۷۳۴۸
اندازه شرکت	۱۳/۶۶۸۰	۱۸/۵۱۱۸	۱۰/۸۵۴۲	۱/۴۴۱۸
اهرم مالی	۰/۶۱۲۳	۱/۱۸۰۴	۰/۰۹۱۱	۰/۲۴۵۸

در میان متغیرهای مستقل، مالکیت مدیریتی (بالا) دارای بیشترین میانگین و انحراف معیار است. همچنین، در میان متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت بیشترین میانگین و انحراف معیار را به خود اختصاص داده است. بررسی متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که میانگین اهرم مالی (۰/۶۱) است و بدهی

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و هفتم / زمستان ۱۳۹۷

شرکت‌ها به‌گونه متوسط بیش از نصف دارایی‌های آن‌ها بوده که بیان‌گر میزان به نسبت بالای اهرم مالی، در شرکت‌های نمونه است.

۲-۴- بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش :

براساس آزمون ریشه واحد هادری، چنانچه معناداری آماره آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد، متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی پژوهش در دوره پژوهش ایستا هستند. یافته‌های حاصل از بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش با استفاده از این آزمون، در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲- یافته‌های حاصل از آزمون هادری

معناداری	آماره آزمون	نام متغیر
۰/۰۰۰۰	۱۴/۱۱۲۵	مالکیت مدیریتی (بالا)
۰/۰۰۰۱	۳/۸۵۳۵	مالکیت مدیریتی (متوسط)
۰/۰۰۰۰	۳/۱۱۱۸	مالکیت مدیریتی (پایین)
۰/۰۰۰۰	۱۰/۸۰۲۴	سهام شناور آزاد
۰/۰۰۰۰	۱۲/۳۰۴۸	سن شرکت
۰/۰۰۰۰	۱/۲۲۶۷	نوسان‌پذیری بازده سهام
۰/۰۰۰۰	۲/۰۴۴۲	همزمانی قیمت سهام
۰/۰۰۰۰	۸/۴۶۲۲	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۰	۰/۰۳۹۰	اهرم مالی

با توجه به یافته‌های جدول ۲، سطح معناداری در آزمون ریشه واحد هادری برای تمام متغیرها کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که نشان می‌دهد متغیرهای پژوهش ایستا هستند. این بدان معناست که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف، ثابت است. در نتیجه، شرکت‌های مورد بررسی تغییرهای ساختاری نداشته‌اند و استفاده از این متغیرها در الگو باعث به‌وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد.../ خانی، رجب درّی و معتمد

۳-۴- آزمون فرضیه‌های پژوهش :

۳-۴-۱- بررسی هم خطی :

زمانی که در داده‌های مورد مطالعه بین متغیرهای مستقل مشکل هم خطی وجود داشته باشد، یافته‌ها قابل اتکا نبوده و نمی‌توان از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده کرد. برای بررسی مشکل هم خطی چندگانه در این پژوهش از عامل تورم واریانس و تلرانس استفاده شد. زمانی که عامل تورم واریانس کوچک‌تر از ۵ و و عامل تلرانس کوچک‌تر از ۱ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی در داده‌ها است. جدول ۳ یافته‌های این آزمون را نشان می‌دهد.

جدول ۳- یافته‌های مربوط به بررسی هم خطی بین متغیرها

TOLERANCE	VIF	متغیر
۰/۷۱۱	۲/۲۰۸	مالکیت مدیریتی (بالا)
۰/۶۳۸	۱/۹۱۶	مالکیت مدیریتی (متوسط)
۰/۸۷۵	۱/۴۸۹	مالکیت مدیریتی (پایین)
۰/۶۴۲	۱/۶۸۱	سهام شناور آزاد
۰/۷۸۹	۱/۴۴۲	سن شرکت
۰/۸۴۵	۲/۳۶۵	نوسان پذیری بازده سهام
۰/۷۵۳	۲/۸۱۶	همزمانی قیمت سهام
۰/۴۰۶	۱/۹۹۲	اندازه شرکت
۰/۳۹۸	۱/۷۰۵	اهرم مالی

با توجه به یافته‌ها، در همه موارد عامل تورم واریانس کوچک‌تر از ۵ و و عامل تلرانس نیز کوچک‌تر از ۱ است، در نتیجه هم خطی در داده‌ها وجود ندارد.

۲-۳-۴- بررسی واریانس ناهمسانی :

در این پژوهش برای بررسی واریانس ناهمسانی از آزمون وایت استفاده شد. جدول ۴ یافته‌های این بخش را نشان می‌دهد.

جدول ۴- یافته‌های مربوط به بررسی واریانس ناهمسانی بین متغیرها

۱/۷۴۵	آماره F
۰/۱۸۰	معناداری

یافته‌ها نشان داد که میزان احتمال آماره ذکر شده بیشتر از ۰/۰۵ بوده و در نتیجه، الگوی پژوهش، مشکل واریانس ناهمسانی ندارد.

۳-۳-۴- آزمون انتخاب الگو :

یافته‌های حاصل از برآورد الگوی رگرسیون مناسب، در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵- یافته‌های مربوط به انتخاب الگوی مربوط به آزمون فرضیه‌ها

فرضیه	آزمون	آماره آزمون	معناداری
الگوی پژوهش	آزمون چاو	۷/۴۵۶۱	۰/۰۰۰۰
	آزمون هاسمن	۲۱/۱۰۸۹	۰/۰۰۲۲

با توجه به یافته‌های ارائه‌شده در جدول ۵ و از آنجا که سطح معناداری آزمون چاو و هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است، برای آزمون الگوی پژوهش می‌توان از اثرهای ثابت استفاده کرد.

۴-۳-۴- آزمون فرضیه‌های پژوهش :

جدول ۶، یافته‌های مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد.../ خانی، رجب درّی و معتمد

جدول ۶- یافته‌های تخمین الگوی رگرسیون چندمتغیره مربوط به آزمون

فرضیه‌های پژوهش

متغیر وابسته: همزمانی قیمت سهام			
متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری
مالکیت مدیریتی (بالا)	-۱۸/۹۵۲۶	-۶/۵۲۸۹	۰/۰۰۰۰
مالکیت مدیریتی (متوسط)	-۴/۹۴۲۶	-۲/۷۵۵۴	۰/۰۳۲۰
مالکیت مدیریتی (پایین)	-۰/۸۹۲۷	-۰/۹۸۵۰	۰/۰۹۴۸
سهام شناور آزاد	-۱۶/۰۲۴۸	-۵/۵۰۲۸	۰/۰۰۰۸
سن شرکت	۱۷/۵۶۳۳	۶/۴۴۱۶	۰/۰۰۰۰
نوسان پذیری بازده سهام	۸/۲۳۷۱	۳/۱۱۲۵	۰/۰۱۱۷
اندازه شرکت	۲/۷۹۸۶	۱/۰۹۴۱	۰/۶۰۸۴
اهرم مالی	۵/۱۰۷۷	۲/۹۰۲۵	۰/۰۲۰۸
مقدار ثابت	-۰/۰۷۴۶	-۰/۱۱۸۷	۰/۹۲۱۳
ضریب تعیین	۰/۷۴۳۰		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۱۱۰		
آماره F	۱۸/۲۰۸۹		
معناداری آماره F	۰/۰۰۰۰		
دوربین - واتسون	۲/۱۰۸۹		

یافته‌ها نشان داد که رابطه بین مالکیت مدیریتی (بالا)، مالکیت مدیریتی (متوسط)، سهام شناور آزاد، سن شرکت، نوسان‌پذیری بازده سهام و اهرم مالی با همزمانی قیمت سهام، معنادار است. به این معنا که سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است. این امر بیانگر وجود رابطه معنادار در سطح اطمینان ۹۵٪ بین متغیرهای مورد آزمون است. تشریح یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که با افزایش مالکیت مدیریتی، همزمانی قیمت سهام کاهش یافته و بین آن‌ها رابطه منفی وجود دارد. با افزایش سهام شناور آزاد و سن

شرکت نیز همزمانی قیمت سهام کاهش می‌یابد و بین متغیرهای ذکر شده رابطه منفی وجود دارد. افزون بر آن، یافته‌ها نشان داد که با افزایش سن، نوسان پذیری بازده سهام، اندازه شرکت و اهرم مالی، همزمانی قیمت سهام افزایش یافته و بین متغیرهای ذکر شده رابطه مثبت وجود دارد.

افزون بر آن، یافته‌های حاصل از بررسی خود همبستگی جمله‌های خطا با استفاده از آماره دوربین-واتسون نیز نشان‌دهنده نبود خطای خودهمبستگی در الگو است. همچنین، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، در تمام آزمون‌های مربوط به فرضیه پژوهش بیانگر این است که فرضیه معنادار نبودن کل الگو (صفر بودن تمام ضرایب) رد می‌شود و الگوی رگرسیون برآورده شده در کل معنادار است.

۵- بحث و نتیجه‌گیری :

هدف این پژوهش، بررسی رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی (بالا، متوسط و پایین)، سهام شناور آزاد، نوسان‌پذیری بازده سهام و سن شرکت با همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور، رابطه بین متغیرها در قالب رگرسیون چندمتغیره مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد که با افزایش مالکیت مدیریتی، همزمانی قیمت سهام کاهش می‌یابد. در این زمینه، می‌توان بیان داشت که انگیزه مالکان مدیریتی برای افشا و انتشار اطلاعات حسابداری و مالی و کیفیت بالای اطلاعات شرکت، منوط به این است که آن‌ها در منافع شرکت مشارکت داشته باشند و در این صورت، ترجیح خواهند داد که اطلاعات حسابداری و مالی بیشتر و با کیفیت‌تری ارائه دهند که این امر، منجر به همزمانی قیمت کمتر می‌شود. یافته‌های این بخش همسو با یافته‌های خاتاک (۲۰۱۷) است. بر اساس یافته‌ها با افزایش سهام شناور آزاد نیز همزمانی قیمت سهام کاهش می‌یابد. از آنجا که با افزایش سهام شناور آزاد تقارن اطلاعاتی کاهش یافته و ارتباط تقارن اطلاعاتی و همزمانی قیمت سهام نیز مثبت است، مشاهده شد که با افزایش سهام شناور آزاد، تقارن اطلاعاتی کمتر شده و موجب همزمانی قیمت سهام کمتری خواهد شد. این بخش از یافته‌ها، همسو با یافته‌های چان و حمید (۲۰۰۶) و خاتاک (۲۰۱۷) است. همچنین، بر اساس یافته‌ها با افزایش نوسان بازده سهام، همزمانی قیمت سهام کاهش می‌یابد. از آنجا که نوسان بازده سهام معیاری از ریسک، آسیب‌پذیری بازار سهام و وجود رابطه نامتقارن است، مشاهده شد که با افزایش نوسان بازده سهام، همزمانی قیمت سهام افزایش یابد. این یافته‌ها نیز همسو با یافته‌های بچوک و همکاران (۲۰۰۰) و خاتاک (۲۰۱۷) است. دیگر یافته‌ها نیز نشان داد که با افزایش سن شرکت، همزمانی قیمت سهام افزایش می‌یابد، زیرا وقتی شرکت‌ها پیرتر می‌شوند، سرمایه‌گذاران در بازار اطلاعات بیشتری در مورد ویژگی‌های اصلی بنگاه کسب می‌کنند که به

رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد.../ خانی، رجب درّی و معتمد

عنوان اطلاعات مشخص و غیرمستقیم نامیده می‌شود و موجب افزایش همزمانی قیمت سهام می‌شود. این یافته‌ها نیز همسو با داسگوپتا و همکاران (۲۰۱۰) و خاتاک (۲۰۱۷) است.

بررسی متغیرهای کنترلی نیز نشان داد که با افزایش اهرم مالی، همزمانی قیمت سهام افزایش می‌یابد، زیرا با افزایش اهرم مالی، تمایل به تغییر ریسک از نقدینگی به بدهی را موجب می‌شود که ریسک بیشتری برای شرکت را به همراه دارد و منجر به افزایش همزمانی قیمت سهام می‌شود. این یافته‌ها نیز همسو با یافته‌های هی و همکاران (۲۰۱۳)، نگ و همکاران (۲۰۱۱) و خاتاک (۲۰۱۷) است.

با توجه به یافته‌های پژوهش پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها به همزمانی قیمت سهام و عوامل مؤثر بر آن توجه نمایند، زیرا این مساله بیانگر اطلاعات خاص شرکت‌ها در قیمت سهام است که می‌تواند در سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد. به مدیران سازمان بورس نیز توصیه می‌شود که با توجه به اهمیت همزمانی قیمت سهام، در ارزیابی شرکت‌ها این مساله را مورد توجه قرار دهند.

به پژوهشگران آتی نیز توصیه می‌شود به منظور درک بهتر عوامل مؤثر بر همزمانی قیمت سهام، به بررسی تأثیر عواملی مانند استراتژی‌های تجاری، چرخه عمر و نقش تعدیل‌گر راهبری شرکتی و ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر این رابطه بپردازند.

فهرست منابع :

- ۱) ابراهیمی کردلر، علی و موسی جوانی قلندری. (۱۳۹۵). تأثیر تخصص حسابرس بر کیفیت سود و همزمانی قیمت سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۳، شماره ۲، صص ۱۳۷-۱۵۴.
- ۲) ابراهیمی کردلر، علی؛ سیدی، سید عزیز (۱۳۸۷). نقش حسابرسان مستقل در کاهش اقلام تعهدی اختیاری، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۴، صص ۱-۳.
- ۳) احمدوند، علی محمد و صدیقه کامران راد و رضا کامران راد. (۱۳۹۰). رابطه مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌های داروسازی. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره دهم، صص ۱۴۳-۱۶۱.
- ۴) امیری، اصغر. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی و محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، مجموعه مقالات همایش حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد میاندوآب.
- ۵) جهانخانی، علی. (۱۳۷۴). شیوه‌های تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران، ماهنامه حسابدار، شماره ۱۰۸، اسفند ماه، صص ۲۰-۲۸.
- ۶) حاجیان، نجمه و علی اصغر انواری رستمی و علی رحمانی و عادل آذر. (۱۳۹۴). بررسی عوامل مؤثر بر سطح افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی. دوره ۷، شماره ۱، صص ۷۱-۹۲.
- ۸) ساداتی، سیده‌لیلا. (۱۳۹۲). بررسی عوامل مؤثر بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه الزهرا (س)، به راهنمایی دکتر حسن قالیباف‌اصل.
- ۹) عباسی، ابراهیم و وحید مارزلو. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر سهام شناور آزاد بر شاخص‌های نقدشوندگی در بورس تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی. دوره ۳، شماره ۳، پاییز ۱۳۹۰، صص ۱۴۷-۱۶۱.
- ۱۰) فخاری، حسین و طاهری عصمت‌السادات. (۱۳۸۹). بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان-پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی. دوره ۲، شماره ۴، صص ۱۵۹-۱۷۲.

رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد.../ خانی، رجب درّی و معتمد

- (۱۱) فروغی، داریوش و ملیحه فرجامی. (۱۳۹۴). تأثیر همزمانی قیمت و نوسان‌های بازده سهام بر نقدشوندگی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال سوم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۱۱)، صص ۸۵-۹۸.
- (۱۲) کامیابی، یحیی و بتول پرهیزگار. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری. سال پنجم، شماره هفدهم، صص ۱۶۵-۱۸۶.
- (۱۳) گرد، عزیز و حمید سید جراحی و صدیقه کامران‌راد. (۱۳۹۱). رابطه میزان سهام شناور آزاد و ریسک سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۴، شماره ۱۳، بهار ۱۳۹۱، صفحه ۱۶۹-۱۹۲.
- (۱۴) نجفی‌مقدم، علی. (۱۳۹۶). همزمانی قیمت سهام و نقش سرمایه‌گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری. سال ششم، شماره بیست و سوم، صص ۷۱-۸۴.
- (۱۵) نمازی، محمد و احسان کرمانی. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.
- (۱۶) نوروش ایرج و علی ابراهیمی‌کردلر. (۱۳۸۴). بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. ۴۲، صص ۹۷-۱۲۴.
- 17) Bebchuk, L., Kraakman, R., & Triantis, G. (2000). Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control 231.
- 18) Boubaker, S. and Labégorre, F. (2008). Ownership Structure, Corporate Governance and Analyst Following: A Study of French Listed Firms. Journal of Banking and Finance, Elsevier, 2008, 32 (6), pp.961-976.
- 19) Chan, K., & Hameed, A. (2006). Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets. Journal of Financial Economics, 80(1), 115-147.
- 20) Dasgupta, S., Gan, J., & Gao, N. (2010). Transparency, price informativeness, and stock return synchronicity: Theory and evidence. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 45(5), 1189-1220
- 21) Durnev, A.; Morck, R. & Yeung, B. (2003). Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation||, The Journal of Finance, 65-105.

- 22) Fernandes, N., & Ferreira, M. A. (2009). Insider trading laws and stock price informativeness. *Review of Financial Studies*, 22(5), 1845-1887
- 23) Florackis, C. Angelos, K. Kostakis, A. (2015). Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-Parametric Perspective. *European Journal of Operational Research*. Volume 241, Issue 3, Pp. 783-795
- 24) Florackis, CH., Kanas, A., Kostakis, A, (2014). Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-Parametric Perspective, *European Journal of Operational Research*, Working paper. doi: 10.1016/j.ejor.2014.08.031.
- 25) He, W., Li, D., Shen, J., & Zhang, B. (2013). Large foreign ownership and stock price informativeness around the world. *Journal of International Money and Finance*, 36, 211-230.
- 26) Himmelberg, C.P., Glenn Hubbard, R. and Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 353-384.
- 27) Ide, Shingo. (2001). Considering the Free Float-Adjustment of the TOPIX: The Need For a New Index and Possible Effects of Implementation.
- 28) Johnston, J. A. (2009); —Accruals Quality and Price Synchronicity||, working paper, Louisiana State University and Agricultural and Mechanical College.
- 29) Khattak. (2017). Ownership Structures and Stock Price Synchronicity in Brazil and Russia, A thesis submitted to Auckland University of Technology.
- 30) Kim, E.H. and Lu, Y. (2011). CEO ownership, external governance and risk-taking, *Journal of Financial Economics*, Vol. 102 No. 2, pp. 272-292.
- 31) LaFond, R., Roychowdhury, S. (2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*; 46, Pp101-135
- 32) Lasfer, M.A., (2006). The Interrelationship between Managerial Ownership and Board Structure. *Journal of Business Finance and Accounting*, No, 33, Pp 1006-1033.
- 33) Long. V. T. (2008). "Empirical Analysis of stock Returns volatility with Regime Change: The case of Vietnam stock market". Tokyo Presentation Department.
- 34) Mingyan, C., L. William. (2014). Does free cash flow problem contribute to excess stock return synchronicity?, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, January 2016, Volume 46, pp 123-140.

- 35) Mitra, S. and Bikki, J., Talal, A. (2017). The effect of managerial stock ownership on the relationship between material internal control weaknesses and audit fees, *Review of Accounting and Finance*, Vol. 16 Issue: 2, pp.239-259.
- 36) Mueller, E. and A. Spitz. (2006). Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises. *German Economic Review*. Issue 2, pp. 2-18.
- 37) Ng, L., Wu, F., Yu, J., & Zhang, B. (2011). The Role of Foreign Blockholders in Stock Liquidity: A Cross-Country Analysis. Working Paper. Retrieved from.
- 38) Piotroski, J. D. & Roulstone, B. T. (2004); —The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm specific information into stock prices||, *Accounting Review*, 1119- 1152.
- 39) Piotroski, J. D., Roulstone, B.T. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm Specific information into stock prices. *Account. Rev:* 1119–1151.
- 40) Rasheed, M., Saeed, H., Yousaf, T., Javed, F. (2018). Stock Price Synchronicity and Voluntary Disclosures: Evidence from Pakistan. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*. Vol.7, No 2 pp. 265-274.
- 41) Roll, R. (1988). The stochastic dependence of security price changes and transaction volumes: implications for the mixture-of-distributions hypothesis. *The Journal of Finance*, 43(3), 541-566.
- 42) Warfield, T.D. Wild J. And Wild, K.L. (1995). Managerial Ownership, Accounting Choices. And Informativeness of Earnings, *Journal of Accounting & Economics*, 20, 61- 92.
- 43) Zafar., N. Urooj, S. F.,Durrani, T. K., (2008). "Interest rate volatility and stock return and volatility". *European journal of economic*, issue 14.

- ^۱ Ide ^۲ Long ^۳ Zafar et al. ^۴ Johnston ^۵ Durnev et al. ^۶ Piotroski & Roulstone
^۷ Khattak
^۸ Mueller and Spitz
^۹ Mingyan and William
^{۱۰} Warfield et al.
^{۱۱} Boubaker and Labégorre
^{۱۲} Chan and Hameed
^{۱۳} Bebhuk et al.
^{۱۴} Dasgupta et al.
^{۱۵} Lasfer
^{۱۶} LaFond and Roychowdhury
^{۱۷} Florackis et al.
^{۱۸} Rasheed et al.
^{۱۹} MGR
^{۲۰} Free Float
^{۲۱} Age
^{۲۲} Volatility
^{۲۳} MGR_L
^{۲۴} MGR_M
^{۲۵} MGR_H
^{۲۶} Himmelberg et al.
^{۲۷} Kim et al.
^{۲۸} Piotroski and Roulstone
^{۲۹} Lev
^{۳۰} Size
^{۳۱} He et al.
^{۳۲} Ng et al.
^{۳۳} Roll
^{۳۴} Fernandes and Ferreira
^{۳۵} Excel
^{۳۶} Eviews
^{۳۷} SPSS
^{۳۸} Stata