

بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم مبادلات و نقد شوندگی سهام آنها

دکتر محمد نمازی *
دکتر فرزانه حیدرپور **
کاظم محمدی ***

تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۰۴/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۸۸/۰۶/۱۲

چکیده

مساله مالکیت در شرکتها و حضور اشخاص حقیقی و حقوقی در ترکیب سهامداران شرکت، از موضوعات قابل توجه پژوهشگران به ویژه گرکیتی سانسورن و جومرئورن ونگ (۲۰۰۶)، عتیق، فانگ و گادهام (۲۰۰۶) و رویی (۲۰۰۷) در سال های اخیر می باشد. پژوهش حاضر به بررسی تأثیر ترکیب سهامداران بر حجم مبادلات و نقدشوندگی سهام آنها می پردازد. برای انجام آزمون تجربی، با توجه به دوره زمانی تحقیق (۱۳۸۲ الی ۱۳۸۶)، اقدام به گردآوری اطلاعات در خصوص متغیرهای تحقیق از شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران گردید. در این راستا ۶ فرضیه در دو گروه مطرح شد. به منظور بررسی نرمال بودن توزیع داده ها از آزمون

* استادحسابداری دانشگاه شیراز، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات .

** استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی .

*** کارشناس ارشد حسابداری .

۲..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابداری

کولموگروف-اسمیرنوف استفاده شد و به دنبال آن به برطرف کردن مشکل نرمال نبودن داده ها با استفاده از روش تبدیل داده ها اقدام گردید. سپس با استفاده از روش همبستگی به بررسی رابطه بین متغیرها پرداخته شد. به منظور بررسی فرضیه ها، ابتدا ضریب همبستگی تک متغیری بین متغیرهای پیش بین (درصد سهام داران غیرنهادی و نهادی) و متغیرهای ملاک (حجم مبادلات و نقدشوندگی سهام) محاسبه شد. با توجه به نتایج آزمونها، شواهدی دال بر این که بین نقدشوندگی سهام و حجم مبادلات سهام با ترکیب سهامداران اعم از نهادی (حقوقی) و غیر نهادی (حقیقی)، رابطه ای وجود داشته باشد، یافت نگردید.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت شرکت، حجم مبادلات، نقدشوندگی سهام، بورس
اوراق بهادار تهران.

بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم ۳

۱ - مقدمه

یکی از گروه‌های اصلی استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی، سهامداران می‌باشند. در یک تقسیم بندی می‌توان سهامداران شرکت را به اشخاص حقیقی و حقوقی که در ادبیات مالی به " سرمایه گذاران نهادی" معروف می‌باشند، تقسیم نمود (ابراهیمی کردلر، ۱۳۸۶، ۲۱). در این میان سرمایه گذاران نهادی که شامل موسسات سرمایه گذاری و سایر شرکت‌های تجاری می‌باشند، با عنایت به مالکیت بخش عمده ای از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه ای در شرکت‌های مزبور برخوردار بوده و به اطلاعات گوناگونی در مورد چشم اندازهای آتی و برنامه‌های شرکت و حتی در مواردی قراردادهای آتی شرکت نیز دسترسی دارند. از طرفی این نوع سرمایه گذاران، سهامداران حرفه ای تلقی شده و دار تصمیم‌گیرهای خود در مورد سهام شرکت‌ها مد نظر قرار می‌دهند. سرمایه گذاران نهادی یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازیابی می‌کنند که می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند، زیرا آنان هم می‌توانند بر مدیریت شرکت نفوذی چشم‌گیر داشته باشند، و هم می‌توانند منافع مدیریت را با منافع گروه سهامداران هم جهت نمایند. تمرکز مالکیت در دست سرمایه گذاران نهادی، مشکلات نمایندگی را کنترل نموده و حمایت از منافع سرمایه گذاران را بهبود می‌بخشد (ابراهیمی کردلر، ۲۲، ۱۳۸۶).

از سوی دیگر، تسهیل و تسریع و کاهش هزینه‌ها در فرآیند تبدیل به نقد دارایی‌های مالی و برعکس، یعنی تبدیل وجه نقد به دارایی‌های مالی، یکی از کارکردهای مهم بازارهای مالی و به ویژه بورس اوراق بهادار می‌باشد. این ویژگی به وضعیت "نقد شونددگی" شهرت یافته است. یکی از تعاریف مهم به صورت زیر است: نقد شونددگی عبارتست از قابلیت خرید و فروش مقادیر قابل توجهی از اوراق بهادار به سرعت و با تأثیر بسیار اندک در قیمت. درک اهمیت نقد شونددگی در توسعه مشارکت در بازارهای مالی، بورس‌های دنیا را به سمت پیش‌بینی ساز و کارهای لازم

۴..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی

جهت رفع مشکل نقد شونددگی در این بازارها سوق داده است (زارع استخریجی، ۱۳۸۱، ۳). حجم مبادلات می‌تواند به عنوان ابزاری برای تشخیص آنچه در بازار اتفاق می‌افتد مورد استفاده قرار گیرد. ریسک نقد شونددگی، نوعی ریسک بازار است که از تغییرات سطح حجم معاملات بازار ناشی می‌شود. با فرض ثابت بودن سایر عوامل با افزایش حجم معاملات ریسک نقد شونددگی کم تر می‌شود (زارعی، ۱۳۸۶، ۵). بخش عمده ای از خصوصی سازی شرکت‌های دولتی در راستای اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی از طریق بورس اوراق بهادار صورت می‌گیرد. یکی از اهداف اصلی خصوصی سازی گسترش مالکیت خصوصی و به دنبال آن گسترش مالکیت فردی است. معمولاً سهام مشمول واگذاری به طور عرضه بلوکی واگذار، که عمدتاً توسط سرمایه گذاران نهادی (اشخاص حقوقی دارنده درصد عمده ای از کل سهام شرکت) خریداری می‌گردند. هم چنین بخشی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به نسبت برخی شرکت‌ها دارای سهامداران خرد بیشتری هستند (ممکن است در جریان خصوصی سازی ساختار مالکیت آنها تغییر پیدا کرده و یا در بدو تاسیس، عمده سهام شرکت‌های فوق به اشخاص حقیقی واگذار گردیده است). به نظر می‌رسد ساختار مالکیت شرکت از نظر وجود سهامداران حقوقی و حقیقی بر رفتار قیمت، نقدشونددگی و حجم مبادلات سهام شرکت تاثیرگذار است. تحقیق حاضر به دنبال بررسی روابط بین تاثیر ترکیب سهامداران شرکت بر حجم مبادلات سهام و نقدشونددگی آن است. بنابراین به نظر می‌رسد با توجه به روند خصوصی سازی و هم چنین ساختار مالکیت شرکت‌های حاضر در بورس نتایج تحقیق حاضر می‌تواند مورد استفاده سازمان‌ها، نهادها و مراکز تصمیم گیرنده در خصوص واگذاری سهام (به سهامداران نهادی به طور بلوکی و به سهامداران خرد به صورت خرده فروشی) با توجه به ساختار بورس اوراق بهادار تهران باشد.

این تحقیق در جستجوی پاسخی برای این سوال است که آیا رابطه ای بین ترکیب سهامداران با دو متغیر نقدشونددگی و حجم مبادلات سهام وجود دارد؟ و آیا حجم مبادلات و نقدشونددگی سهام شرکت‌های با مالکیت نهادی بالا در مقایسه با شرکت‌های با مالکیت نهادی پایین متفاوت است؟

بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم ۵

۲- پیشینه تحقیق

۲-۱- تحقیقات خارجی

هزینه‌های معاملاتی اوراق بهادار شامل شکاف قیمت خرید و فروش، کمیسیون‌های کارگزاری و پاداش معامله‌گران در بورس برای انجام سفارش‌های فوری می‌باشند (عباسی، ۱۳۸۳، ۴۰۱). از آنجایی که شکاف قیمت خرید و فروش بخش زیادی از هزینه‌های معاملاتی را در بر می‌گیرد از آن به عنوان یک معیار نقدینگی سهام در چندین مطالعه از جمله یاکو و مندلسون^۱ (۱۹۸۶)، کپلند^۲ (۱۹۷۹) و دمستز^۳ (۱۹۶۸) یاد شده است.

افزون بر این، مطالعات تجربی لویب^۴ (۱۹۸۳)، لی، موکلو و ردی^۵ (۱۹۹۳) نشان دادند که معیارهای نقدینگی با شکاف قیمت خرید و فروش رابطه زیادی دارند. در مطالعات کوتار^۶ (۱۹۹۷) این شکاف به صورت تفاوت میان قیمت خرید و فروش سهام تقسیم بر متوسط قیمت خرید و فروش محاسبه شده است.

در مطالعه دمستز (۱۹۸۶)، و بنستون و هاجرمن^۶ (۱۹۷۴)، شکاف‌ها با تعداد سهامداران رابطه منفی داشته‌اند و در مطالعه شیانگ و وینکاتش^۷ (۱۹۸۸)، شکاف‌ها با مالکیت سهامداران دارای اطلاعات خصوصی و شخصی رابطه مثبتی داشتند.

هالمستروم و تیروول^۸ (۱۹۹۳) با بسط مدل کایل^۹ (۱۹۸۵) نشان دادند که تغییرات در ساختار مالکیت، نظارت مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه بر فعالیت‌های شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

-
- 1 Yakov and Mendeison
 - 2 Copeland
 - 3 Demsetz
 - 4 Loeb
 - 5 Lee , Mucklow and Ready
 - 6 Benston and Hagerman
 - 7 Chiang and Venkatesh
 - 8 Holmstrom and Tirole
 - 9 Kyle

۶..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی

کوتار (۱۹۹۷) نشان داد که بین تغییرات در شکاف با تغییرات در مالکیت سهامداران دارای اطلاعات خصوصی و تغییرات در مالکیت سهامداران عمده رابطه مثبت و با تغییرات در تعداد سهامداران رابطه منفی وجود دارد.

کوتار در تایید فرضیه تاثیر تمرکز مالکیت بر معاملات سهام دریافت که تعداد معاملات به دنبال عرضه عمومی سهام بطور قابل توجهی افزایش می یابد، اما پس از عرضه حق تقدم افزایش نمی یابد. وی نشان داد که ثروت سهامداران عمده متعاقب عرضه حق تقدم افزایش، ولی ثروت سهامداران جزء کاهش می یابد. بنابراین، یافته های وی تأکید کرد که ثروت خرده مالکان به احتمال کمی بعد از عرضه حق تقدم افزایش می یابد (سین، ۱، ۱۹۹۷).

تئوری بازار با ساختار کوچک ۲ (کوتار، ۱۹۹۷) مبین این مطلب است که شکاف بایستی سه هزینه تحمیل شده بر معامله گران را پوشش دهد (عباسی، ۱۳۸۳، ۴۰۳):

الف - هزینه های نگهداری موجودی

ب- هزینه های پردازش سفارش

پ - هزینه های انتخاب نامناسب در اثر معاملات با سرمایه گذاران ناشناخته که دارای اطلاعات برتری هستند.

در تایید این تئوری بکتون و هاگرمن ۳ (۱۹۷۴) و استول ۴ (۱۹۷۸) نشان دادند که شکافها با حجم و قیمت معامله رابطه منفی و با ریسک اوراق بهادار رابطه مثبتی دارند. طبق نظر بهاید ۵ (۱۹۹۳) سیاست عمومی آمریکا بر پراکندگی و انفعالی کردن مالکیت های متمرکز و فعال تر می انجامد.

چندین مطالعه درباره تامین مالی شرکت، اثرات مثبت مالکیت متمرکز و وجود سهامداران عمده با اطلاعات محرمانه و خصوصی روی ارزش شرکت انجام شده است

-
- 1 Singh
 - 2 Market Microstructure
 - 3 Becton and Hagerman
 - 4 Stoll
 - 5 Bhide

بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم ۷

مانند منافع حاصل از کاهش مسائل نمایندگی توسط جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) و منافع حاصل از نظارت سهامداران عمده بر شرکت توسط گراسمن و هارت (۱۹۸۰) و شلی فر و ویشنی^۲ (۱۹۸۴) (عباسی، ۱۳۸۳، ۴۰۳ - ۴۰۱).

در تحقیقی تحت عنوان " مالکیت افراد داخلی، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و تجزیه سهام " که توسط گرکیتی سانسور و دیگران در سال ۲۰۰۶ در بورس اوراق بهادار تایلند صورت گرفت آنها کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در آن بورس اوراق بهادار (شامل ۱۰۴ شرکت) که از ژانویه سال ۲۰۰۰ تا ژانویه سال ۲۰۰۴ حداقل یک بار تجزیه سهام داشتند، را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق حاکی از آن بود که نقدینگی سهام بعد از تجزیه سهام بهبود می‌یابد. نتایج تجربی نشان می‌دهد که کاهش در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش با نسبت مالکیت افراد داخلی ارتباط دارد. سهم‌هایی که تمرکز مالکیت افراد داخلی در آنها بالا می‌باشد، کاهش در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نشان نمی‌دهند. برعکس سهم‌هایی که تمرکز مالکیت افراد داخلی در آنها پایین است، کاهش معنی داری در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نشان می‌دهند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که اثر نقدشوندگی تجزیه سهام فقط در مورد سهم‌هایی که تمرکز مالکیت افراد داخلی در آنها پایین است، مصداق پیدا می‌کند (گرکیتی سانسورن و جومرثورن ونگ، ۲۰۰۶، ۴۵۰).

تحقیق دیگری تحت عنوان " تاثیرات سهامداران عمده بر عدم تقارن اطلاعات و نقد شوندگی سهام " که توسط عتیق^۳ و دیگران در سال ۲۰۰۶ در بین شرکت‌های کانادایی صورت گرفت نشان داد که وقتی یک سهامدار کنترل مدیریت را با داشتن بلوک بزرگ سهام بدست می‌گیرد، می‌تواند از سهامداران دیگر بهره برداری کند. مطالعات کلاسنز^۴ و دیگران (۲۰۰۲) و فان^۵ و لانگ^۱ (۲۰۰۲) نیز نشان می‌دهد که

1 Grossman and Harz

2 Shleifer and Vishny

3 Atigh

4 Claessens

5 Fan

۸..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی

شرکتهای دارای انحراف بیشتر میان کنترل کننده نهایی و مالکیت، ارزش شرکتی کم تر و افشای اطلاعات ضعیف تری دارند.

برخی نتایج این تحقیق حاکی از آن است که مشکلات نقد شوندگی بازار سهام و عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکتهای بسته (شرکتهایی که تعداد سهامدار آنها کم و یا فامیلی است) نسبت به شرکتهای دارای مالکیت گسترده بیشتر است (عتیق، فانگ و گادهام، ۲۰۰۶، ۲۸۸۸).

روبی (۲۰۰۷) تحقیق دیگری تحت عنوان " سطح مالکیت، تمرکز مالکیت و نقدشوندگی " رادنبال نمود. این تحقیق تجربی در سطح وسیع و با استفاده از اطلاعات ۲۰ فصل - سال در بورس سهام ایالات متحده انجام گردید. وی رابطه بین نقد شوندگی سهام یک شرکت و ساختار مالکیت آن را با توجه به وجود سهامداران نهادی و سهامداران داخلی و جزء مورد بررسی قرار داد و نشان داد که بین ساختار مالکیتی که سهامداران نهادی در آن وجود دارد با نقد شوندگی (که با دامنه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش اندازه گیری می گردد)، نسبت به ساختار مالکیت غیر نهادی و شامل سهامداران جزء و داخلی، رابطه معناداری وجود دارد.

همچنین یافته های این تحقیق نشان داد که از یک سو میزان نقدشوندگی با توجه به افزایش مالکیت نهادی در ترکیب سهامداری یک شرکت تمایل به افزایش دارد و از سوی دیگر با تمرکز مالکیت شرکت، نقدشوندگی نیز تمایل به کاهش دارد. مالکیت داخلی و فامیلی همبستگی منفی با نقدشوندگی دارد. در این پژوهش تلاش گردید یک نقطه بهینه از میزان ترکیب سهامداران (وجود اشخاص حقیقی و حقوقی) بدست آید که میزان نقد شوندگی سهام و حجم مبادلات سهام نیز در یک نقطه مناسب قرار گیرد. نتایج فرعی این تحقیق، که تاییدی است بر یافته های تحقیق انجام گرفته توسط هتزل و استارک (۲۰۰۳)، مشخص می سازد که وجود سهامداران نهادی در ترکیب سهامداران یک شرکت نظارت مناسبی بر امور شرکت حکم فرما می کند. افزون بر این، وجود سهامداران نهادی در

بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم ۹
ترکیب سهامداران شرکت باعث کم رنگ شدن بحث انتخاب نامناسب توسط سرمایه
گذاران در بازار بورس اوراق بهادار می‌گردد (روبی، ۲۰۰۷، ۲۴۶).

۲-۲- تحقیقات داخلی

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) " تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته
شده در بورس اوراق بهادار تهران " را مورد مطالعه تجربی قرار داده اند.
فرضیه های اخص مبتنی بر رابطه بین نوع ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ها است.
برای آزمون هر یک از فرضیه ها چهار مدل بر اساس متغیرهای وابسته تعریف گردید.
نمونه آماری پژوهش شامل ۶۶ شرکت طی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ می باشد. روش
آماري مورد استفاده جهت آزمون فرضیه های مطرح شده در این پژوهش داده های
ترکیبی است. یافته های پژوهش نشان می دهد که رابطه معنی دار و منفی بین "مالکیت
نهادی" و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و مثبت بین "مالکیت شرکتی" و عملکرد
شرکت وجود دارد. "مالکیت مدیریتی" به صورت معنی دار و منفی بر عملکرد تأثیر
می گذارد و در مورد "مالکیت خارجی" اطلاعاتی که بیانگر مالکیت سرمایه گذاران
خارجی در شرکت های نمونه آماری باشد، مشاهده نگردید. در "مالکیت خصوصی"
نیز نشان داده شد بهتر است مالکیت بجمده در اختیار سرمایه گذاران شرکتی باشد. به
گونه کلی، بین ساختار مالکیت شرکت ها و عملکرد آنها رابطه معنی داری وجود دارد
(نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷، ۸۳).

زارع استخریجی (۱۳۸۱) " عوامل موثر بر قابلیت نقدشوندگی سهام در بورس اوراق
بهادار تهران " را مورد مطالعه قرارداد. نتایج این تحقیق نشان داد که در بورس اوراق بهادار
تهران بویژه در میان شرکت های فعال، جذابیت و قابلیت نقدشوندگی سهام از میان
ویژگی های فردی سهام در درجه اول تا حد زیادی با حجم معاملات سهام و در درجه دوم
با ارزش شرکت که در واقع نشان دهنده عمق بازار سهام شرکت می باشد، مرتبط است.

۱۰..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی

۳- روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف، از نوع کاربردی است. هدف تحقیقات کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. به عبارت دیگر تحقیقات کاربردی به سمت کاربرد علمی دانش هدایت می شود (سرمد و دیگران، ۱۳۸۳، ۷۹). تحقیق حاضر به دنبال ارتباط بین ترکیب سهامداران شرکتها با حجم مبادلات و نقد شوندگی سهام آنها است. در عین حال، از نظر روش گردآوری و تحلیل داده ها، این تحقیق از نوع توصیفی همبستگی است. هدف روش تحقیق همبستگی مطالعه حدود تغییرات یک یا چند متغیر با حدود تغییرات یک یا چند متغیر دیگر است (دلاور، ۱۳۷۶، ۱۸۷). تحقیق حاضر نیز حدود تغییرات ترکیب سهامداران شرکتها بر متغیرهایی نظیر حجم مبادلات و میزان نقد شوندگی سهام آنها را مورد بررسی قرار می دهد.

۱-۳- فرضیات تحقیق

فرضیات تحقیق به شرح زیر تدوین گردید:

فرضیه اصلی اول پژوهش: ترکیب سهامداران با نقد شوندگی سهام رابطه دارد. به منظور آزمون این فرضیه لازم است که دو فرضیه فرعی ذیل آن مورد بررسی قرار گیرند:

فرضیه فرعی ۱: درصد سهامداران نهادی با نقد شوندگی سهام رابطه دارد.

فرضیه فرعی ۲: درصد سهامداران غیر نهادی بر نقد شوندگی سهام رابطه دارد.

فرضیه اصلی دوم پژوهش: ترکیب سهامداران با حجم مبادلات سهام رابطه دارد. به منظور آزمون این فرضیه نیز لازم است که دو فرضیه فرعی ذیل آن مورد بررسی قرار گیرند:

فرضیه فرعی ۳: درصد سهامداران نهادی با حجم مبادلات سهام رابطه دارد.

فرضیه فرعی ۴: درصد سهامداران غیر نهادی با حجم مبادلات سهام رابطه دارد.

بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم ۱۱

۴- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌هایی است که در طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران فعال بوده و داده‌های آنها در خصوص ترکیب سهامداران حجم مبادلات و همچنین نقدشوندگی سهام موجود بوده است. بنابراین جامعه آماری شامل شرکت‌های فعال بورس (به طوری که از لحاظ حجم معاملات در طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۶ نماد معاملاتی آنها به مدت طولانی متوقف نگردیده و سهام آنها در تابلوی اصلی و فرعی مورد معامله قرار گرفته باشد) می‌باشد.

نظر به این که بررسی کلیه شرکتها و کسب اطلاعات آنها در طی دوره پنج ساله ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ در مدت زمان محدود بسیار دشوار و هزینه بر است، لذا نسبت به نمونه‌گیری اقدام به عمل آمد. از تعداد کل شرکت‌های مذکور، حداقل تعداد ۸۳ شرکت با توجه به ضوابط نمونه‌گیری (میزان خطای نمونه‌گیری ۰/۰۹ و سطح اطمینان آماری ۹۵٪) و با استفاده از فرمول برآورد حداقل حجم نمونه برای جامعه معین (سرمد و همکاران، ۱۳۸۳، ۱۸۸)، به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند.

$$(1) \quad n \geq \frac{\frac{z^2 \delta^2}{d^2}}{1 + \frac{1}{N} \left(\frac{z^2 \delta^2}{d^2} \right)}$$

$$n \geq \frac{1.96^2 \times 0.25}{0.09^2} \geq 83$$

$$1 + \frac{1}{273} \left(\frac{1.96^2 \times 0.25}{0.09^2} \right)$$

۱۲..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی

۵- متغیرهای پژوهش

مالکیت نهادی در برگیرنده تعداد سهام عادی شرکت است که در اختیار موسسات سرمایه گذاری یا سایر شرکت های تجاری قرار دارد و اشخاص حقیقی موجود در ترکیب سهامداران شرکت نیز شامل سهامداران جزء می باشند که بخشی از پس انداز خود را صرف خرید و فروش (مبادله سهام) در بورس اوراق بهاداری کنند. دو متغیر حجم مبادلات و نقدشوندگی سهام، متغیرهای وابسته هستند. حجم مبادلات عبارت از تعداد معاملات خرید و فروش است که در یک دوره زمانی انجام می شود. فرمول محاسبه حجم مبادلات به شرح زیر است: (قائمی، ۱۳۷۹، ۸۲).

(۲)

تعداد سهام شرکت I که در سال T معامله شده ۱

$$VIT = \frac{\text{تعداد سهام منتشر شده شرکت I در سال T}}{\text{تعداد روزهای معاملات در سال T}} \times \text{تعداد سهام منتشر شده شرکت I در سال T}$$

VIT: درصد حجم مبادلات سهام نمونه I در دوره T

I: نمونه مورد بررسی

T: دوره زمانی مورد بررسی

برای محاسبه VIT نمونه های انتخابی نیاز به تعداد سهام معامله شده و روزهای انجام معامله و هم چنین تعداد سهام منتشر شده هر شرکت در طی آن سال ها است که این اطلاعات، از آرشیو آمار بورس قابل استخراج است.

از طرف دیگر یکی از دلایل اصلی جذب مردم و سرمایه گذاران به بازارهای مالی، قدرت نقدشوندگی سهام است. از آنجا که شکاف قیمت خرید و فروش، بخش زیادی از هزینه های معاملاتی را در برمی گیرد، در چندین مطالعه از جمله یاکوو و مندلسون (۱۹۸۶)، کیلند (۱۹۷۹) دمستز (۱۹۶۸) از آن به عنوان یک معیار نقدینگی سهام یاد شده است. در این تحقیق از دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان

بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم ۱۳
 معیاری برای نقد شونددگی استفاده گردیده است. از آنجا، هر چقدر دامنه فوق کم تر
 باشد نقدشوندگی سهام بالاتر است. فرمول محاسبه نقدشوندگی به شرح زیر است
 (قائمى و وطن پرست، ۱۳۸۴، ۹۴):

$$(۳) \quad Spread_{it} = \frac{AP - BP}{(AP + BP) / 2} \times 100$$

که در آن:

t: دوره زمانی مورد بررسی

i: نمونه مورد بررسی

Spread: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP (Ask/ Price): میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t

BP (Bid/Price): میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t

اگر میانگین دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام صفر باشد، نشاندهنده نقدشوندگی بالای سهام شرکت و در غیر این صورت، هرچه دامنه فوق افزایش پیدا کند از نقدشوندگی سهام کم می شود.

۶- یافته های پژوهش

در این پژوهش از آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف برای بررسی فرض نرمال بودن داده های پژوهش استفاده شده است. تحلیل همبستگی ابزاری است که به وسیله آن می توان درجه ای را که یک متغیر به متغیری دیگر از نظر خطی مرتبط است، اندازه گیری کرد. همبستگی را معمولا با تحلیل رگرسیونى به کار می برند. به عبارتی از روش رگرسیون تک متغیره استفاده نموده، سپس ضرایب معادله رگرسیون با استفاده از آماره های t و Z مورد آزمون قرار می گیرد. در تحلیل همبستگی نرمال، برای آزمون معنی دار بودن ضریب همبستگی r (پیرسون) از توزیع t استیودنت با 2-n درجه آزادی استفاده می کنیم. جدول ۱ نتایج آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف نرمال بودن

۱۴..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابداری

توزیع داده ها را نشان می دهد و مشاهده می گردد در خصوص نقدشوندگی و همچنین لگاریتم حجم مبادلات توزیع داده ها نرمال بوده و در سایر موارد توزیع ها نرمال نیست.

جدول ۱ - نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف به منظور بررسی نرمال بودن توزیع داده ها

متغیرها	تعداد n	ماکزیمم	سطح خطا (P)
درصد نهادی-حقوقی	۸۳	۰.۱۹	$P < ۰.۰۱$
درصد غیرنهادی-حقیقی	۸۳	۰.۱۹	$P < ۰.۰۱$
حجم مبادلات سهام	۸۳	۰.۳۷	$P < ۰.۰۱$
نقد شوندگی	۸۳	۰.۱۲	$P > ۰.۱$
(حجم مبادلات) ln	۸۳	۰.۰۸	$P > ۰.۰۲$

لازم به ذکر است که توزیع حجم مبادلات سهام نیز نرمال نبوده و با استفاده از لگاریتم طبیعی نرمال شده است. بنابراین نسبت به برطرف کردن مشکل نرمال نبودن داده ها با استفاده از روش تبدیل داده ها اقدام شد. (فرگوسن و تاکانه، ۱۳۸۷، ۳۳۰-۳۲۶). لازم به ذکر است کلیه محاسبات و جداول بر اساس نرم افزارهای آمار (16) spss و (8) statistica انجام شده است. سپس به بررسی همبستگی بین متغیرها پرداخته شد. به منظور بررسی فرضیه ها، ابتدا ضریب همبستگی تک متغیری بین متغیرهای پیش بین (درصد سهام داران غیرنهادی و نهادی) و متغیرهای ملاک (حجم مبادلات و نقدشوندگی سهام) محاسبه شد. جدول ۲ اطلاعات مربوط را نشان می دهد.

بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم ۱۵

جدول ۲ - همبستگی بین ترکیب سهامداران شرکتها با حجم مبادلات و نقدشوندگی سهام آنها ۱

شاخص ها متغیرها	r	r ²	t _r	سطح خطا (p)	تعداد	a	b
درصد سهامداران نهادی-حقوقی	۰.۰۷	۰.۰۰۵۵	۰.۶۷	۰.۵	۸۳	۱۷.۲۴	۰.۰۷
نقد شونددگی							
درصد سهامداران نهادی-حقوقی	۰.۰۶	۰.۰۰۳۸	۰.۵۵	۰.۵۸	۸۳	-۶.۹۱	۰.۰۰۲۷
حجم مبادلات							
درصد سهامداران غیرنهادی-حقیقی	-۰.۰۷	۰.۰۰۵۶	-۰.۶۸	۰.۵	۸۳	۲۴.۵۲	-۰.۰۷
نقد شونددگی							
درصد سهامداران غیرنهادی-حقیقی	-۰.۰۶	۰.۰۰۳۵	-۰.۵۴	۰.۵۹	۸۳	-۶.۶۴	-۰.۰۰۲۶
حجم مبادلات							

طبق اطلاعات جدول ۲ ضریب همبستگی محاسبه شده بین نقد شونددگی با درصد نهادی-حقوقی برابر ۰/۰۷ است. در عین حال باید دانست که این واقعیت در نمونه انتخاب شده رخ داده است و ممکن است در نمونه های دیگر این شدت همبستگی کم و زیاد شود. از این رو از مقدار ضریب همبستگی محاسبه شده استفاده کرده و چگونگی کم و کیف این بستگی را در جامعه آماری با ضریب اطمینان $1-\alpha$ بررسی می کنیم.

$$H_1 : \rho > 0$$

$$H_0 : \rho = 0$$

t محاسبه شده برابر ۰/۶۷ است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد ($\alpha = ۰/۰۵$) معنی دار نیست. بدین ترتیب فرض صفر آماری در این سطح اطمینان پذیرفته می شود. یعنی مشخص می گردد که در این سطح اطمینان، رابطه معنی داری بین میزان نقدشوندگی سهام با درصد ساختار نهادی-حقوقی وجود ندارد. با توجه به جدول ۲، ضریب

۱. در این جدول r ضریب همبستگی، r² ضریب تعیین، t_r شاخص آزمون اعتبار ضریب همبستگی، p سطح خطا، a عرض از مبدا (در معادله خط رگرسیون) و b شیب خط رگرسیون است.

۱۶..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی

همبستگی محاسبه شده درخصوص رابطه حجم مبادلات با درصد نهادی- حقوقی برابر ۰/۰۶ است، که این همبستگی با توجه به آزمون آماری به عمل آمده (t=۰/۵۵) در سطح اطمینان ۹۵ درصد ($\alpha=0/05$) نیز معنی دار نیست. ضرایب همبستگی محاسبه شده درخصوص رابطه بین درصد غیرنهادی- حقیقی با حجم مبادلات و میزان نقدشوندگی سهام شرکتها به ترتیب برابر ۰/۰۶- و ۰/۰۷- بوده و دارای رابطه معکوس می باشد. ولی این مقادیر حکایت از ضرایب همبستگی ناچیز دارد. در عین حال نتایج آزمونهای آماری به عمل آمده در هر دو مورد نیز نشان میدهد که t های محاسبه شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد ($\alpha=0/05$) معنی دار نیستند. یعنی در این سطح اطمینان، رابطه معنی داری بین ساختار غیرنهادی با حجم مبادلات و میزان نقدشوندگی سهام شرکتها وجود ندارد. با توجه به آزمونهای آماری به عمل آمده مشخص می گردد که در تمامی موارد روابط یا همبستگی های محاسبه شده معنی دار نیستند. یعنی کلیه فرضیه های فرعی تحقیق و به دنبال آن فرضیه های اصلی اول و دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد ($\alpha=0/05$) مورد تایید قرار نمی گیرند^۱. نکته حائز اهمیت آن است که ترکیب سهامداران در واقع به صورت درصد بیان شده است که این دو درصد (نسبت سهامداران حقیقی و حقوقی) مکمل یکدیگرند. به همین جهت می توان به جای آزمون فرضیه برای هر کدام از این نسبت ها، ابتدا نسبت بخت^۲ یا نسبت:

$$\ln\left(\frac{p}{q}\right)$$

برای هر شرکت را محاسبه نمود که در این فرمول p نسبت سهامداران حقوقی و q نسبت سهامداران حقیقی است. این نسبت به گونه ای خاص، توزیع نسبی سهامداران را نرمال کرده و در دامنه ای گسترده تر تعمیم می دهد. هر اندازه نسبت مشاهده شده

۱. لازم به ذکر است که کلیه محاسبات مربوط به ضرایب همبستگی از طریق روش ناپارامتری (ضریب همبستگی رتبه ای اسپیرمن) نیز محاسبه شده است، متذکر می گردد که باوجود تفاوت اندک بین ضرایب همبستگی ها که ناشی از نوع آزمون آماری است، نتایج آزمون فرضیه در هر دو روش یکسان بوده است.

2 Odd Ratio

بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم ۱۷
 بزرگتر باشد، حکایت از آن دارد که ساختار مالکیت شرکت حقوقی تر است و
 برعکس. از آنجا، رابطه بین این نسبت به عنوان متغیر مستقل (پیش بین) با حجم
 مبادلات و نقدشوندگی به عنوان متغیرهای وابسته (ملاک) مورد بررسی قرار گرفته
 است. ضرایب همبستگی محاسبه شده به انضمام آزمونهای مربوط به معنی داری آنها
 در جدول ۳ مشاهده می شود.

جدول ۳ - همبستگی بین نسبت ترکیب سهامداران با حجم مبادلات و نقدشوندگی سهام

متغیرها	میانگین	میان	r	r ²	t _r	سطح خطا (p)	تعداد	a	b
نقد شوندگی	۲۲.۷۵	۲۰.۰۳	۰.۱۳	۰.۰۱۶۱	۱.۱۵	۰.۲۵	۸۳	۱.۲۴	۰.۰۱
	۱.۴۲	۱.۲۷							
حجم مبادلات	-۶.۷	۰.۹۱	۰.۰۱	۰.۰۰۰۱	۰.۰۹	۰.۹۳	۸۳	۱.۵۲	۰.۰۱
	۱.۴۲	۱.۲۷							

همانطور که در جدول ۳ مشاهده می شود، رابطه بین نسبت بخت مذکور با نقد-
 شوندگی سهام شرکتها برابر ۰/۱۳ است و البته این ضریب همبستگی با توجه به آزمون
 آماری به عمل آمده در سطح اطمینان ۹۵ درصد ($\alpha=0/05$) معنی دار نیست ($t=1/15$).
 از طرف دیگر، رابطه محاسبه شده در خصوص حجم مبادلات نیز بسیار جزئی بوده و در
 سطح اطمینان ۹۵ درصد ($\alpha=0/05$) معنی دار نمی باشد ($t=0/09$). نتایج حاصل از
 تحقیق را می توان بدین گونه جمع بندی کرد که با توجه به این که فرضیه های فرعی
 ۱ و ۲ معنی دار نیست، لذا می توان نتیجه گرفت که رابطه نقد شوندگی با درصد
 سهامداران نهادی و غیر نهادی معنی دار نبوده و بدین ترتیب فرضیه اصلی اول پژوهش
 رد می گردد. بر اساس همین روش با توجه به این که فرضیه های فرعی ۳ و ۴
 معنی دار نیستند، لذا رابطه حجم مبادلات سهام با درصد سهامداران نهادی و غیر نهادی
 معنی دار نبوده و بدین ترتیب فرضیه اصلی دوم پژوهش نیز پذیرفته نمی شود. نتایج
 کلی آزمون فرضیه های پژوهش در جدول ۴ مشاهده می گردد.

جدول ۴ - نتایج آزمون فرضیات تحقیق

فرضیات	ضریب همبستگی	آماره آزمون	سطح خطا	نتیجه
فرضیه فرعی ۱	+۰.۰۷	+۰.۶۷	۰.۵۰	عدم رد فرضیه
فرضیه فرعی ۲	-۰.۰۷	-۰.۶۸	۰.۵۰	صفر و رد فرضیه های تحقیق
فرضیه فرعی ۳	+۰.۰۶	+۰.۵۵	۰.۵۸	پذیرش فرضیه
فرضیه فرعی ۴	-۰.۰۶	-۰.۵۴	۰.۵۹	صفر و رد فرضیه های تحقیق

۷- بحث و نتیجه گیری

در این مقاله با توجه به نتایج آزمونها، شواهدی دال بر این که بین نقد شوندگی سهام و درصد سهامداران - اعم از نهادی و غیر نهادی - و بین حجم مبادلات سهام و درصد سهامداران - اعم از نهادی و غیر نهادی - رابطه ای وجود داشته باشد یافت نگردید. بنابراین، شواهدی دال بر پذیرش فرضیات اصلی تحقیق مبنی بر اینکه ترکیب سهامداران بر نقد شوندگی و حجم مبادلات سهام تاثیر دارد، یافت نشد.

حجم مبنای معاملات سهام، به عنوان یک مکانیزم محدود کننده قیمت سهام در یک محدوده معین، از شفاف شدن نوسانات واقعی سهم می کاهد. این مهم تاثیر فراوانی بر محاسبه شاخص نقدشوندگی به عنوان یکی از متغیرهای اصلی پژوهش می گذارد.

در تحقیقات صورت گرفته در خارج کشور، رویی (۲۰۰۷)، نجاه عتیق و همکاران (۲۰۰۶)، نشان دادند که با افزایش درصد سهامداران نهادی در ترکیب سهامداران شرکت دامنه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش و پیرو آن نقد شوندگی افزایش می یابد. همچنین تحقیقات کوتار (۱۹۹۷) نشان داد که بین تغییرات در دامنه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش با تغییرات در مالکیت سهامداران

۱۹ بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم ...

عمده رابطه مثبت و با تغییرات در تعداد سهامداران رابطه منفی وجود دارد. گرکیتی سانسورن و همکاران (۲۰۰۶) نشان دادند که با تجزیه سهام و به عبارتی افزایش تعداد سهام شاهد افزایش نقدشوندگی می‌باشیم. با این وجود در مقاله حاضر تأثیر و روابطی بین ترکیب سهامداران با حجم مبادلات و نقدشوندگی یافت نشد. این مهم ناشی از آن است که در بازار بورس اوراق بهادار تهران سایر عوامل مهم تری بر این دو متغیر تأثیرگذار است که خود می‌تواند موضوع تحقیقات آتی قرار گیرد. یکی از این دلایل می‌تواند درجه کارایی بورس اوراق بهادار باشد. طبق مقاله نمازی و شوشتریان (۱۳۸۰) تأثیر بازار اوراق بهادار در توسعه اقتصادی یک کشور غیر قابل انکار است و وظیفه اصلی این بازار به حرکت انداختن موثر سرمایه‌ها و تخصیص بهینه منابع می‌باشد لذا در سالهای اخیر تحقیقات تجربی زیادی در رابطه با کارایی بازار سرمایه انجام شده است. در اکثر تحقیقات انجام شده رفتار قیمت اوراق بهادار به عنوان معیاری جهت تعیین کارایی بازار مورد توجه قرار گرفته است. در این مقاله که آزمونهای مهم تجربی کارایی بازار اوراق بهادار کشورهای مختلف در سطح ضعیف مورد بررسی قرار گرفته است سطح ضعیف کارایی در ارتباط با بررسی اطلاعات مربوط به گذشته می‌باشد و در صورت کارا بودن بازار انتظار می‌رود که تغییرات متوالی قیمت‌ها مستقل از یکدیگر بوده و مطالعه روند قیمت‌ها در گذشته نتواند منشاء پیدایش قیمت آینده سهام گردد (نمازی، شوشتریان، ۱۳۸۰، ۵). کارایی بازار حتی در شکل ضعیف می‌تواند بر نتایج تحقیق اثرگذار باشد.

اگرچه در پژوهش حاضر رابطه‌ای بین متغیرهای مستقل و وابسته یافت نگردید، اما نمی‌توان این گونه نتیجه‌گیری نمود که به طور کلی رابطه‌ای بین متغیرهای تحقیق در بازار بورس تهران وجود ندارد. چه بسا با تغییر دوره زمانی و یا محدود نمودن نمونه‌ها با ویژگی‌های خاص و یا تغییر روشهای تجزیه و تحلیل داده‌ها امکان پی بردن به روابطی بین متغیرها فراهم گردد. ضمن این که ممکن است ترکیب سهامداران شرکت بر سایر متغیرهای مالی دیگر اثرگذار باشد. این مهم را نیز نباید از نظر دور داشت که

۲۰..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابداری

بازار بورس تهران (با تاکید بر حجم مبادلات و نقد شوندگی سهام) به شدت تحت تاثیر سایر عوامل می تواند باشد که بررسی عوامل مذکور خود به تنهایی می تواند دستمایه پژوهشهای فراوانی قرار گیرد. لذا نتایج این پژوهش با توجه به بررسی و آزمون و پژوهش در زمینه تاثیر ترکیب سهامداران شرکت بر حجم مبادلات و نقد شوندگی در یک محدوده زمانی و مکانی و روش تحلیل داده های خاص معتبر است.

منابع

ابراهیمی کردلر، علی، (۱۳۸۶)، "نظام راهبری شرکت و نقش سهامداران نهادی در آن"، فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری، انجمن حسابداری ایران، شماره هشتم، بهار، صص ۲۵-۲۰.

امید قائمی، مصطفی، (۱۳۷۹)، "بررسی رابطه بین قیمت سهام و حجم مبادلات سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری، دانشگاه شهید بهشتی.

دلاور، علی، (۱۳۸۶)، "روش تحقیق در روان شناسی و علوم تربیتی"، چاپ بیست و دوم، تهران، نشر ویرایش.

زارع استخریجی، مجید، (۱۳۸۱)، "بررسی عوامل موثر بر قابلیت نقد شوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع).

زارعی، حسین، (۱۳۸۶)، "ارزیابی شرکتهای سرمایه گذاری"، پیام سرمایه گذاری، موسسه توسعه صنعت سرمایه گذاری ایران، شماره ۳۰، تابستان، صص ۷-۵.

سرمد، زهره، (۱۳۸۴)، "آمار استنباطی"، تهران، انتشارات سمت.

سرمد، زهره، (۱۳۸۳)، "روش تحقیق در علوم رفتاری"، چاپ دهم، تهران، انتشارات آگاه.

شریفی، حسن پاشا، (۱۳۸۱)، "اصول روان سنجی و روان آزمایی"، چاپ هشتم،

- ۲۱ بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم
- تهران، انتشارات رشد.
- عباسی، ابراهیم، (۱۳۸۳)، "روش‌ها و نظریه‌های انتشار سهام و قیمت بازار"، چاپ نخست، تهران، شرکت انتشارات علمی و فرهنگی.
- فرگوسن، جرج ا. و تاکانه، یوشیو، (۱۳۸۷)، "تحلیل آماری در روان‌شناسی و علوم تربیتی" چاپ هفتم، ترجمه علی دلاور و سیامک نقشبندی، تهران، انتشارات ارسباران.
- قائمی، محمد حسین و محمدرضا وطن پرست، (۱۳۸۴)، "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۱، صص ۱۰۳-۸۵.
- نمازی، محمد، احسان کرمانی، (۱۳۸۷)، "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، پاییز، صفحات ۱۰۰-۸۳.
- نمازی، محمد و زکیه شوشتریان، (۱۳۸۰)، "مروری بر آزمون‌های کارایی بورس اوراق بهادار در سطح ضعیف"، دوفصلنامه تحقیقات مالی، سال سوم، شماره ۱۱-۱۲، پاییز و زمستان، ص ۵.

- Attig, N.Fong, W, M. Gadhoun, y. and Lang, L, h, p.(2006). "Effects of Large Shareholding on Information Asymmetry and Stock Liquidity."
- Cai, J and Xia, J. (2006). "Liquidity, Information Asymmetry and Short Sales Constraints: Evidence from the Hong Kong Stock Market." December. Available at [ssrn.Com](http://ssrn.com).
- Gorkittisunthorn, M. and Jumreornvong, S. (2006). "Insider Ownership, Bid-ask Spread, and Stock Splits: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. "International Review of Financial Analysis, Volume 15, Issue 4-5, PP.450-461.
- Jiang, Li. And j. B. Kim (2000). "Cross-Corporate Ownership Information Asymmetry and the Usefulness of Accounting

۲۲ پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی

Performance in Japan."The International Journal of Accounting, Volume 35, Issue 1, March, pp.85-98.

Journal of Banking and Finance, Volume 30, Issue 10, October, PP.2855-2892.

Rubi, A.(2007). "Ownership Concentration and Liquidity." Journal of Financial Markets, Volume 10, issue 3, August, PP.219-248.

Wang, A and ZhAng, G. (2006). "Institutional Ownership and Credit Spreads: An Information Asymmetry Perspective." November. Available at ssrn.Com.