

بررسی توانایی سرمایه‌گذاران نهادی در انتخاب سهام برتر

مجید مرادی، عضو هیئت علمی گروه حسابداری موسسه آموزش عالی ناصر خسرو ساوه

WAW1511@yahoo.com

فرنگیس یاری، مدرس گروه حسابداری موسسه آموزش عالی ناصر خسرو ساوه

چکیده - حضور سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت موجب افزایش نظارت بر عملکرد مدیران شده، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و همچنین افزایش مالکیت این سرمایه‌گذاران در شرکت‌ها، سبب افزایش ارزش شرکت می‌شود. علی‌رغم تحقیقات انجام شده در دیگر کشورها، به توانایی انتخاب برتر سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی در بازار نوظهور ایران پرداخته نشده است، تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی در انتخاب برتر سهام از کشوری به کشور دیگر متفاوت است و به نظر می‌رسد به محیط فعالیت، نتایج عملکرد و سایر موارد وابسته باشد. لذا در این مقاله سعی شده است تا ارتباط بین سرمایه‌گذاران نهادی و انتخاب برتر سهام مورد بررسی قرار گیرد. این تحقیق از نوع توصیفی - همبستگی مبتنی بر تحلیل رگرسیون با استفاده از داده‌های ترکیبی اطلاعات واقعی شرکت‌ها است. به این منظور ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برای سال ۱۳۸۳-۱۳۹۰ به عنوان نمونه انتخاب گردیده‌اند. نتایج آزمون فرضیه، دلالت بر رابطه مثبت و معنی‌دار بین سرمایه‌گذاران نهادی و بازده غیرعادی سهام دارد بدین ترتیب می‌توان چنین استدلال کرد که سهامداران نهادی پرتفوی خود را به صورت فعال و کارآمد مدیریت می‌کنند می‌توان اذعان نمود سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل وجود بنیه مالی قوی، نسبت به سایر سرمایه‌گذاران توانایی انتخاب برتر سهام را در ایران دارند.

واژه‌های کلیدی: (سرمایه‌گذاران نهادی) مالکان نهادی، بازده غیرعادی، توانایی انتخاب سهام

مقدمه

هدف کلی این تحقیق بررسی توانایی سرمایه‌گذاران نهادی در انتخاب برتر سهام در ایران می‌باشد، حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی در دایره‌ی مالکان شرکت‌های سهامی عام و تأثیری که حضور فعال این گروه بر نحوه‌ی حکمرانی و راهبردی بر سازمان‌ها و همچنین عملکرد آنها دارند و طبق نظر گیلان و استارکس (۲۰۰۳) سهامداران نهادی نقش اصلی را در شکل‌گیری بسیاری از تغییرات در سیستم‌های حاکمیت شرکتی دارند و با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، و نفوذ زیادی که در

شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده، می‌توانند رویه‌های مالی و عملیاتی آنها را تحت تأثیر قرار دهند. از طرفی این سرمایه‌گذاران، سهامداران حرفه‌ای تلقی شده و دارای تحلیل‌گران قوی هستند که اطلاعات حسابداری را تحلیل می‌کنند و به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند، اما این دیدگاه وجود دارد که سرمایه‌گذاران نهادی در بیشتر بازارهای جهان، یک گروه بزرگ همگن نیستند و اینکه تفاوت‌هایی در خصوصیات آنها وجود دارد که بر بازار تأثیر دارد. تأثیر آنها از کشوری به کشور دیگر متفاوت است و به نظر می‌رسد به محیط فعالیت، نتایج عملکرد و سایر موارد وابسته باشد، اما مسئله که باقی می‌ماند، این است که: «آیا سرمایه‌گذاران نهادی در ایران توانایی انتخاب برتر سهام را دارند؟»

بیان مسئله

یکی از گروه‌های اصلی استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی سهامداران می‌باشد. در این میان سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌تواند رویه‌های آنها را تحت تأثیر قرار دهند. سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان یکی از بازیگران اصلی بازارهای سرمایه دارای نقش مهمی در بازارهای سهام در سرتاسر جهان هستند. بدون تردید تمایز ساختار سازمانی آنها و شیوه اعمال مالکیت در کنار قدرت اعمال نفوذ بالا و توان اتخاذ تصمیمات آگاهانه‌تر و مبتنی بر تحلیل‌های تخصصی‌تر، اهمیت چنین نهادهایی را در عرصه بهبود عملکردهای تخصیصی بازار سرمایه بیشتر کرده است. این دیدگاه وجود دارد که سرمایه‌گذاران نهادی در بیشتر بازارهای جهان، یک گروه بزرگ همگن نیستند و اینکه تفاوت‌هایی در خصوصیات آنها وجود دارد که بر بازار تأثیر دارد. نمی‌توان به این نتیجه رسید که سرمایه‌گذاران نهادی ذاتاً برای بازار خوب یا بد هستند زیرا تأثیر آنها از کشوری به کشور دیگر متفاوت است و به نظر می‌رسد به محیط فعالیت، نتایج عملکرد و سایر موارد وابسته باشد و در مجموع تأثیر آن از ماهیتی متفاوت و متمایز در بازارهای سرمایه مختلف برخوردار است. با این حال تلاش برای انتخاب سهام برتر توسط سرمایه‌گذاران نهادی تبدیل به پژوهش‌های مهمی شده است. کنیل و همکارانش (۲۰۰۸) یافتند که در ایالات متحده آمریکا سرمایه‌گذاران غیرنهادی در انتخاب سهام از سرمایه‌گذاران نهادی بهتر هستند ولی استفاده از این یافته‌ها برای بازارهای دیگر به دلیل تفاوت‌های محیطی و نهادی بین کشور و مناطق متفاوت هستند، در تایوان سیشولز (۲۰۰۰) و در چین دنگ و یو (۲۰۱۱) یافتند که سرمایه‌گذاران نهادی توانایی برتر انتخاب

سهام را دارند، ولی در کشور کره چو و همکارانش (۲۰۰۱) و در ترکیه آرگون و همکارانش (۲۰۰۷) یافتند که سرمایه‌گذاران نهادی توانایی انتخاب برتر سهام را نداشته‌اند. این پژوهش در تلاش است تا با استفاده از داده‌های منحصر به فرد در سهام هر دو سرمایه‌گذاران نهادی و غیر نهادی به طور مستقیم به بررسی اینکه آیا سرمایه‌گذاران نهادی توانایی انتخاب برتر سهام را در ایران دارند؟ چنین تحقیقی در سال ۲۰۱۱ توسط دنگ و یو در چین انجام شده است و آن‌ها یافتند که سرمایه‌گذاران نهادی توانایی انتخاب برتر سهام را در چین دارند. در این تحقیق سعی شده است صحت و کارایی این موضوع در بورس اوراق بهادار تهران بررسی گردد.

مروری بر مبانی نظری و ادبیات پژوهش

ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف، متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت‌های مالی منتشره اتکا می‌کنند. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران حرفه‌ای عمده قرار دارد که برخلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزش درباره چشم اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت شرکت، از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد (مرادزاده فرد، ۱۳۸۸). گروه دوم را سرمایه‌گذاران نهادی می‌نامند. سرمایه‌گذاران نهادی یکی از گروه‌های اصلی فعال در بازار هستند که می‌توانند از طریق انجام معاملات عمده، تأثیر شگرفی بر سمت و سو حرکت بازار داشته باشند. آنان به نیابت از گستره وسیعی از مالکان و با اتکا به توان تحلیل بالای خود، تصمیم آگاهانه‌تر و منطقی‌تر (در مقایسه با سرمایه‌گذاران گروه اول) اتخاذ کرده، روند بهبود کارایی بازار را تسریع کرده و عملکرد تخصیص منابع توسط بازار را بهبود می‌بخشند. در این رابطه در بخش‌های بعدی بیشتر توضیح داده می‌شود. به طور کلی به موسسات سرمایه‌گذاری یا سایر شرکت‌ها که سهام عادی دیگر شرکت‌ها را در اختیار دارند سهامداران نهادی گفته می‌شود مثل صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، سازمان تامین اجتماعی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بنیادها و نهادهای انقلاب اسلامی (محمدنژاد، ۱۳۹۰). چن و همکارانش (۲۰۰۰) در مطالعات خود نشان دادند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری برخی از توانایی انتخاب برتر سهام را در ایالت متحده آمریکا دارا می‌باشند. کنیل و همکارانش (۲۰۰۸) یافتند در ایالات متحده آمریکا سرمایه‌گذاران غیرنهادی در انتخاب سهام از سرمایه‌گذاران نهادی بهتر هستند، ولی استفاده از این یافته‌ها برای بازارهای دیگر به دلیل تفاوت‌های محیطی و نهادی بین کشور و مناطق متفاوت هستند. در

تایوان سیشولز (۲۰۰۰) به این نتیجه رسید که سرمایه‌گذاران نهادی توانایی انتخاب برتر سهام را دارند در حالی که دیگر سرمایه‌گذاران برعکس آن می‌باشد، ولی در کشور کره، چو و همکارانش (۲۰۰۱) و در ترکیه آرگون و همکارانش (۲۰۰۷) یافتند که سرمایه‌گذاران نهادی توانایی انتخاب برتر سهام رانداشته‌اند و همچنین پژوهش‌های انجام شده در کره نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی خارجی ضرر کمتری را نسبت به نهادهای داخلی متحمل می‌شوند، بلن و بوس (۲۰۰۱) با استفاده از داده‌ها روزانه که از آزمون‌های قبلی که به صورت ماهانه بود قوی‌تر بود به بررسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری پرداختند و به این نتیجه رسیدند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارای توانایی بهتر نسبت به سایر می‌باشند. عده‌ای از مطالعات تجربی بر روی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که برای اولین بار جنسن (۱۹۶۸) ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در طول دوره ۱۹۴۵-۱۹۶۴ انجام داد و شواهد حاکی از این بود که توانایی انتخاب برتر سهام را ندارند. ستولز و کانگ (۱۹۹۷) مالکیت سهام در شرکت‌های ژاپنی توسط سرمایه‌گذاران خارجی از سال ۱۹۷۵ تا ۱۹۹۱ را مورد مطالعه قرار دادند و یافتند که عمدتاً سرمایه‌گذاران نهادی خارجی عملکرد بهتری از سرمایه‌گذاران داخلی در ژاپن دارند. گرینبلات و کارجو (۲۰۰۰) با تجزیه و تحلیل همزمان رفتار سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد انواع مختلف سرمایه‌گذاران به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران خارجی اغلب عملکردی بهتر از سایر سرمایه‌گذاران دارند در واقع سرمایه‌گذاران نهادی خارجی توانایی انتخاب برتر سهام را دارند، چنین تحقیقی در سال ۲۰۱۱ توسط دنگ و یو در چین انجام شده است و آن‌ها یافتند که سرمایه‌گذاران نهادی توانایی انتخاب برتر سهام را در چین دارند. نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی و تقارن اطلاعات پرداختند. یافته‌های تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، قیمت‌های سهام اطلاعات سودهای آتی را بیشتر در بر می‌گیرد. آنها این نتیجه را به حرفه‌ای بودن سهامداران نهادی ربط دادند که دارای توانایی و مزیت نسبی در پردازش اطلاعات هستند. حساس یگانه و محمد مرادی (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند که نتایج تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت بوده و موید فرضیه نظارت کارآمد بوده و بیان می‌دارد که سرمایه‌گذاران نهادی محرک‌هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند را نیز دارا می‌باشند. این امر می‌تواند بیانگر آن باشد که مالکین نهادی پرتفوی خود را به صورت فعال مدیریت

کرده و مدیران را به اخذ تصمیمات بهینه ترغیب می‌کنند. به عبارت دیگر، وجود سرمایه‌گذاران نهادی سبب بهبود عملکرد و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می‌شود.

اهداف پژوهش

هدف از این پژوهش در تلاش است تا با استفاده از داده‌های منحصر به فرد در سهام هر دو سرمایه‌گذاران نهادی و غیرنهادی به طور مستقیم به بررسی اینکه آیا سرمایه‌گذاران نهادی توانایی انتخاب برتر سهام را در ایران دارند؟ در این تحقیق با توجه رابطه‌ی بین تغییرات در مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و غیرنهادی با بازده غیرعادی و سود و با کنترل آثار اندازه، رشد، ... سعی شده صحت و کارایی این موضوع در بورس اوراق بهادار تهران بررسی گردد.

فرضیه‌های تحقیق

- فرضیه ۱: تغییرات در مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مثبت با بازده غیرعادی دارد.
فرضیه ۲: تغییرات در مالکیت سرمایه‌گذاران حقیقی رابطه منفی با بازده غیرعادی دارد.

روش پژوهش و گردآوری اطلاعات و داده‌ها

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش پژوهش در دسته پژوهش‌های همبستگی می‌باشد. در این تحقیق برای گردآوری داده‌های مورد نظر از ماهنامه‌های بورس و سایت‌های بورس و بانک مرکزی و نرم‌افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها استفاده می‌شود. همچنین برای گردآوری اطلاعات مربوط به ترازنامه و صورت سود و زیان از صورت‌های مالی فراهم آمده در آرشیوهای الکترونیکی سازمان بورس اوراق بهادار تهران (لوح‌های فشرده موسوم به آرشیو) استفاده شده است. برای آماده‌سازی اطلاعات از نرم‌افزار اکسل استفاده شده است، به این ترتیب که پس از استخراج اطلاعات مربوط به متغیرهای مورد بررسی از منابع ذکر شده، این اطلاعات در کاربرگ‌های ایجاد شده در محیط این نرم‌افزار وارد گردیده و سپس محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای مورد بررسی انجام شده است. پس از آماده‌سازی متغیرها با استفاده از نرم‌افزار اکسل و انجام محاسبات لازم جهت دستیابی به متغیرهای مورد نیاز جهت انجام تحقیق، برای تخمین مدل‌های اقتصادسنجی با استفاده از داده‌های گردآوری شده از نرم‌افزار (Eviews) استفاده شده است.

جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که طی سال ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۹۰ در فهرست شرکت‌های بورس قرار گرفته‌اند. در این برای نمونه گیری از روش حذفی استفاده شده است؛ بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط یاد شده بودند انتخاب و بقیه حذف شده‌اند و در نهایت کل شرکت‌های باقی مانده جهت انجام آزمون انتخاب خواهند شد.

این نمونه شامل شرکت‌هایی است که دارای ویژگیهای زیر باشد:

۱- شرکت‌های مورد نظر از سال ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار حضور داشته باشند.

۲- پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند باشد.

۳- در دوره مورد بررسی توقف عملیات یا تغییر در دوره مالی نداشته باشند.

۴- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق در دسترس باشد.

۵- سهامداران شرکت از سرمایه‌گذاران نهادی تشکیل شده باشند.

۶- نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری و سرمایه‌گذاری نمی‌شود.

متغیرهای مستقل و وابسته

سرمایه‌گذاران نهادی و غیرنهادی متغیر وابسته هستند و متغیرهای مستقل شامل: بازده غیرعادی، بازده دارایی، جریان نقد عملیاتی، اهرم مالی، سود خالص و اندازه و رشد متغیرهای کنترلی می‌باشند.

الگوی تحقیق

در این تحقیق، برای بررسی رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته از الگوی زیر استفاده خواهد شد:
فرضیه ۱: تغییرات در مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مثبت با بازده غیرعادی دارد.
برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه ۱ از مدل زیر استفاده می‌شود.

$$INSTCH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CAR_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 MTB_{i,t} + \alpha_5 CFO_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 Profit_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه ۲: تغییرات در مالکیت سرمایه‌گذاران غیر نهادی رابطه منفی با بازده غیرعادی دارد.

برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه ۲ از مدل زیر استفاده می‌شود.

$$NO\ INSTCH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CAR_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 MTB_{i,t} + \alpha_5 CFO_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 Profit_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

INSTCH: تغییر در مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی

NO INSTCH: تغییر در مالکیت سرمایه‌گذاران غیر نهادی

بازده غیر عادی (CR) = بازده غیر عادی شرکت i در دوره t که از تفاضل بازده واقعی شرکت i در دوره زمانی t با بازده بازار در همان دوره بدست می‌آید. و از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$CR_{i,t} = R_{i,t} - R_{p,t}$$

که در این فرمول داریم:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_t}{P_{i,t-1}}$$

که در آن $P_{i,t-1}$ قیمت سهام در ابتدای دوره، $P_{i,t}$ قیمت سهام در انتهای دوره و D_t سود نقدی سهام در پایان دوره می‌باشد.

$$R_{p,t} = \text{بازده بازار}$$

$$R_{i,t} = \text{بازده واقعی}$$

LEV = اهرم مالی شرکت که از طریق نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت برای هر سال بدست خواهد آمد.

MTB = نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت که نشان دهنده فرصت‌های رشد پیش روی شرکت می‌باشد.

بازده دارایی‌ها (ROA): سود عملیاتی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها.

اندازه شرکت (Size): از چهار معیار جهت اندازه‌گیری اندازه و حجم شرکت استفاده می‌شود. این چهار معیار عبارتند از: فروش کل، لگاریتم فروش کل، لگاریتم میانگین ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها. که در این تحقیق از معیار لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت جهت اندازه شرکت استفاده خواهیم کرد.

$$\text{Profit} = \text{سودخالص}$$

$$\text{CFO} = \text{جریان نقد عملیاتی}$$

روش‌های تجزیه و تحلیل اطلاعات

برای تجزیه و تحلیل اطلاعات حاصل از پژوهش، از روش‌های آماری تحلیل همبستگی، به منظور تعیین نوع و میزان ارتباط بین متغیرها و از تحلیل رگرسیون به منظور بررسی تعیین تأثیر متغیرهای مستقل بر

متغیرهای وابسته استفاده شده به منظور بررسی فرضیات، سطح اطمینان ۹۰٪ و سطح معنی داری ۱۰٪ در نظر گرفته شده است. بدین لحاظ چنانچه آمار sig کمتر از ۱۰٪ باشد فرض صفر عدم همبستگی بین متغیرهای مستقل و وابسته رد و فرض وجود رابطه معنی دار بین متغیرها پذیرفته می‌شود. همچنین از ضریب همبستگی و ضریب تعیین جهت سنجش شدت میزان همبستگی و جهت رابطه متغیرها استفاده شده است. چنانچه علامت ضریب همبستگی مثبت باشد مبین رابطه مستقیم بین متغیرهاست و چنانچه علامت همبستگی منفی باشد مبین رابطه معکوس بین متغیرهاست.

آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اول: تغییرات در مالکیت سرمایه گذاران نهادی رابطه مثبت با تغییرات بازده غیرعادی دارد.

الگوی شماره ۱

$$INSTCH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CAR_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 MTB_{i,t} + \alpha_5 CFO_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 Profit_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

قبل از برازش الگوی تحقیق، ابتدا لازم است تا آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های ترکیبی معمولی در مقابل الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شود که نتایج آن در نگاره شماره ۱ آورده شده است.

نگاره شماره ۱: نتایج آزمون تشخیصی F لیمر

روش پذیرفته شده	سطح خطا	آماره
روش داده‌های ترکیبی	۰,۶۹۹	۰,۶۶۹

حال با توجه به نتیجه بدست آمده از آزمون تشخیصی F لیمر، برای تخمین الگو از روش داده‌های ترکیبی معمولی استفاده می‌شود. نتایج تخمین الگو در نگاره شماره ۱ ارائه شده است. با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره ۲ از برآورد الگو، با توجه به آماره های F و سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر با (۰/۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۱ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۹ می‌توان بیان کرد که در کل الگو به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است. و با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون بدست آمده برای الگو (۱/۸۸۱) می‌توان بیان کرد که خود همبستگی سریالی میان جملات باقیمانده‌های الگوی تحقیق وجود ندارد. همچنین نتایج مؤید این موضوع است که حدود ۴ درصد از تغییرات سهامدار نهادی بوسیله متغیرهای مستقل تحقیق توضیح داده شده است. با توجه

به ضریب متغیر بازده غیرعادی (CR) (۰/۰۱۹) و سطح خطا بدست آمده (۰/۰۸۰) کمتر از سطح خطای ۱۰ درصد بوده در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۰ مورد تأیید قرار می‌گیرد. یعنی تغییرات در مالکیت سرمایه گذاران نهادی رابطه مثبت و معناداری با تغییرات بازده غیرعادی دارد.

نگاره شماره ۲: نتایج تخمین الگو

متغیرها	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
بازده غیر عادی	۰,۰۱۹	۱,۷۵۵	۰,۰۸۰
جریان نقدی عملیاتی	۰,۰۰۸	۱۷,۹۱۸	۰,۰۰۰
اهرم مالی	-۰,۰۰۲	-۰,۲۲۳	۰,۸۲۳
رشد	۰,۰۰۲	۰,۵۷۵	۰,۵۶۵
سود خالص شرکت	۰,۰۰۰	-۰,۲۸۷	۰,۷۷۵
بازده دارایی‌ها	-۰,۰۱۹	-۱,۶۴۵	۰,۱۰۰
لگاریتم طبیعی اندازه شرکت	-۰,۰۰۱	-۰,۹۸۳	۰,۳۲۶
C	۰,۰۱۶	۱,۱۸۳	۰,۲۳۷
<i>R-Squared</i>		۰/۰۴۸	
<i>Adjusted R-Squared</i>		۰/۰۴۱	
ضریب تعیین تعدیل شده	<i>F stat. (P.Value)</i>	(۰/۰۰۰) ۶/۵۴۲	
آماره دوربین واتسون	<i>D.W Stat.</i>	۱/۸۸۱	

فرضیه دوم: تغییرات در مالکیت سرمایه گذاران حقیقی رابطه منفی با تغییرات بازده غیرعادی دارد.

الگوی شماره ۲

$$NO\ INSTCH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CAR_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 MTB_{i,t} + \alpha_5 CFO_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 Profit_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

قبل از برازش الگوی تحقیق، ابتدا لازم است تا آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های ترکیبی معمولی در مقابل الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شود که نتایج آن در نگاره شماره (۴-۶) آورده شده است.

نگاره شماره ۳: نتایج آزمون تشخیصی F لیمر

آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
۰,۶۴۸	۰,۷۱۶	روش داده‌های ترکیبی

حال با توجه به نتیجه بدست آمده از آزمون تشخیصی F لیمر، برای تخمین الگو از روش داده‌های ترکیبی معمولی استفاده می‌شود. نتایج تخمین الگو در نگاره شماره ۳ ارائه شده است.

نگاره شماره ۴: نتایج تخمین الگو

متغیرها	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
بازده غیر عادی	۰,۰۰۸	-۱۶,۷۸۱	۰,۰۰۰
جریان نقدی عملیاتی	-۰,۰۱۹	-۱,۷۱۱	۰,۰۸۷
اهرم مالی	۰,۰۰۳	۰,۴۰۰	۰,۶۹۰
رشد	-۰,۰۰۲	-۰,۵۵۱	۰,۵۸۲
سود خالص شرکت	۰,۰۰۰	۰,۲۶۹	۰,۷۸۸
بازده دارایی‌ها	۰,۰۲۱	۱,۷۸۸	۰,۰۷۴
لگاریتم طبیعی اندازه شرکت	۰,۰۰۱	۰,۹۹۲	۰,۳۲۲
C	-۰,۰۱۸	-۱,۲۶۹	۰,۲۰۵
<i>R-Squared</i>		۰/۰۴۴	
<i>Adjusted R-Squared</i>		۰/۰۳۷	
ضریب تعیین تعدیل شده		(۰/۰۰۰) ۵/۹۸۰	<i>F stat. (P.Value)</i>
آماره دوربین واتسون		۱/۸۷۲	<i>D.W Stat.</i>

با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره ۴ از برآورد الگو، با توجه به آماره‌های F و سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر با (۰/۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۱ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۹ می‌توان بیان کرد که در کل الگو به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است. و با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون بدست آمده برای الگو (۱/۸۷۲) می‌توان بیان کرد که خود همبستگی سریالی میان جملات باقیمانده‌های الگوی تحقیق وجود ندارد. همچنین نتایج مؤید این موضوع است که حدود ۴ درصد از تغییرات سهامدار حقیقی بوسیله متغیرهای مستقل تحقیق توضیح داده شده است. با توجه ضریب

متغیر بازده غیرعادی (CR) $(-0/019)$ و سطح خطا بدست آمده $(0/087)$ کمتر از سطح خطای ۱۰ درصد بوده در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۰ مورد تأیید قرار می‌گیرد. یعنی تغییرات در مالکیت سرمایه گذاران حقیقی رابطه منفی و معناداری با تغییرات بازده غیرعادی دارد.

نتیجه گیری

فعالیت‌های مدیران، باعث افزایش پاسخگویی مدیران نسبت به سهامداران و سایر ذینفعان شده و در نتیجه ارتقای حاکمیت شرکتی را موجب می‌شوند. از مهم‌ترین اهداف خصوصی سازی می‌توان افزایش کارایی، کاهش حوزه فعالیت بخش دولتی، کاهش کسر بودجه، مقررات زدایی، افزایش رقابت، توزیع مناسب درآمدها و تامین منافع مصرف کنندگان را نام برد. یکی از سازوکارهای کنترل بیرونی مؤثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده‌ای بوده، ظهور سرمایه گذاران نهادی به عنوان مالکین سرمایه است.

سرمایه گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه پذیر برخوردار بوده و می‌تواند رویه‌های آنها را تحت تأثیر قرار دهند. بدون تردید تمایز ساختار سازمانی آنها و شیوه اعمال مالکیت در کنار قدرت اعمال نفوذ بالا و توان اتخاذ تصمیمات آگاهانه‌تر و مبتنی بر تحلیل‌های تخصصی‌تر، اهمیت چنین نهادهایی را در عرصه بهبود عملکردهای تخصیصی بازار سرمایه بیشتر کرده است. سرمایه گذاران نهادی توانایی انتخاب برتر سهام را نسبت به دیگران دارند؛ آنها قادرند که به شکل دقیق‌تر ارزش ذاتی شرکت‌ها را برای پیش بینی عملکرد آینده سهام برآورد کنند؛ بنابراین سرمایه گذاران نهادی سهامی که پیش‌بینی می‌کنند که در حال رفتن به سمت عملکرد مطلوب (برندگان آینده) هستند را خریداری می‌کنند و آن دسته از سهامی که پیش‌بینی می‌کنند که در حال رفتن به سمت عملکرد نامطلوب (بازندگان آینده) هستند می‌فروشند و از طرفی آنها دقیقتر نسبت به سرمایه گذاران غیرنهادی پیش‌بینی می‌کنند، با توجه به فرضیه تغییرات در مالکیت توسط سرمایه گذاران نهادی به صورت مثبتی با بازده آتی سهام همبستگی دارد. به عبارت دیگر سرمایه گذاران نهادی به صورت مداوم در حال مبادله هستند و مبادلاتشان به طور متوسط سودده می‌باشد.

در عین حال تغییر در مالکیت سهام توسط سرمایه گذاران نهادی، به طور مثبت با بازده سهام و رشد سود در ارتباط است اما تفسیر این همبستگی‌ها دشوار است زیرا ممکن است به دلیل پیش‌بینی اطلاعاتی‌های سود باشد، به منظور دستیابی به درکی واضح‌تر از الگوی مبادله نهادی، تغییرات در مالکیت نهادی به محض وقوع باید سنجش شود.

نتایج آزمون فرضیه، دلالت بر رابطه مثبت و معنی‌دار بین سرمایه‌گذاران نهادی و بازده غیرعادی سهام دارد بدین ترتیب می‌توان چنین استدلال کرد که سهامداران نهادی پرتفوی خود را به صورت فعال و کارآمد مدیریت می‌کنند می‌توان اذعان نمود سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل وجود بنیه مالی قوی، نسبت به سایر سرمایه‌گذاران توانایی توانایی انتخاب برتر سهام را در ایران دارند و می‌توانند جایگزین مناسبی برای دولت تلقی شوند و در تحقق اصل ۴۴ قانون اساسی مطرح باشند.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی

- بررسی رابطه تجزیه و تحلیل تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و کیفیت سود بر تصمیم سرمایه‌گذاران نهادی
- در این تحقیق برخی متغیرهای کنترلی نظیر رشد، اندازه شرکت و ... در نظر گرفته شدند، پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی متغیرهای دیگری نظیر نوع صنعت و ... نیز کنترل شوند.
- ما در این تحقیق بازده غیرعادی را سالانه محاسبه نمودیم توصیه می‌شود در تحقیقات آتی را برای بهتر نشان دادن بازده و اثر آن بر تصمیم‌گیری سهامدار نهادی و حقیقی بازده را بصورت ماهانه یا حتی هفتگی محاسبه و بکارگیرند.
- پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، نوع مالکان نهادی از یکدیگر تفکیک شده و اثرهای هر گروه جداگانه مشاهده و آزمون شود.
- بررسی رابطه غیرخطی بین سهامدار نهادی و بازده غیرعادی سهام.

فهرست منابع و مآخذ

۱. ابراهیمی کردلر علی، مرادی علی و اسکندر هدی، (۱۳۸۹). «تاثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار»، تحقیقات حسابداری، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۱۹: صص ۱۰۴-۸.
۲. حساس یگانه یحیی، مرادی محمد، اسکندر هدی، (۱۳۸۷). «بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت». فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی». ۵۲: ۱۲۲-۱۰۷.

۳. رحمانی علی، حسینی علی و رضاپور نرگس، (۱۳۸۹) «رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران» بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. شماره ۶۱ صص ۳۹-۵۴.
۴. رحمان سرشت حسین، مظلومی نادر، (۱۳۸۴) «رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» فصلنامه مطالعات مدیریت. شماره ۱۱۰ صص ۴۷-۸۵.
۵. رحیمیان نظام الدین، رضاپور نرگس، اخضری حسین، (۱۳۹۰) «نقش مالکان نهادی در کیفیت حسابرسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». دانش حسابرسی شماره ۴۵ صص ۶۸-۸۱.
۶. عباسی احسان، (۱۳۸۹). «بررسی ارتباط متقابل میان ثبات مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان.
۷. فخاری حسین، طاهری عصمت‌السادات، (زمستان ۱۳۸۹) "بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام" مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره چهارم.
۸. کاظمی حسین، محمدنژاد عاطفه، (زمستان ۱۳۹۰) «بررسی رابطه بین مالکیت نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد مالی شرکت‌ها» فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، سال اول، شماره دوم، صص ۱۱۰-۱۲۸.
۹. کرمی غلامرضا، (۱۳۸۷). « بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دانشگاه تهران شماره، ۵۴: صص ۸۱-۱۰۰.
۱۰. مرادی محمد، (۱۳۸۶) "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود" دانشکده مدیریت دانشگاه تهران: پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری.
۱۱. مرادزاده فرد مهدی، ناظمی اردکانی مهدی، غلامی رضا و فرزانی حجت‌اله، (۱۳۸۸) «بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار» فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۵۵ صص ۸۵-۹۸.
۱۲. مرادزاده فرد مهدی، عدیلی مجتبی، (۱۳۹۰) «بررسی رابطه‌ی بین مالکیت نهادی سهام و عملکرد سرمایه‌ی فکری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». شماره دوم. صص ۱۴۱-۱۶۲.

۱۳. مهرانی ساسان، مرادی محمد، اسکندر هدی، (۱۳۸۹) « رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه» مجله پژوهش‌های حسابداری مالی. شماره اول. صص ۴۷-۶۲.
۱۴. نمازی محمد، کرمانی احسان (۱۳۸۷) "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۵۳ صص ۸۳-۱۰۰.
۱۵. نوروش ایرج، ابراهیمی کردلر علی (زمستان ۱۳۸۴) «بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد». فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۴۲؛ ۱۳۸۴.
۱۶. هاشمی عباس، کمالی شهرام، (۱۳۹۰). «تأثیر سرمایه‌گذاران بر محتوای اطلاعاتی سودهای آتی در توضیح بازده جاری سهام». پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی صص ۹۳-۱۰۹.
17. Agarwal, P., 2005. Institutional Ownership and Stock Liquidity, Working Paper. Cornell University.
18. Aragon, G.O., Bildik, R., Yavuz, M.D., 2007. Do Institutional Investors Have an Information Advantage? Working Paper, Arizona State University.
19. Bello, Z.Y., Janjigian, V., 1997. A reexamination of the market-timing and security-selection performance of mutual funds. *Financial Analysts Journal* 53, 24-
20. Bhattacharya, S., Pfleiderer, P., 1983. A Note on Performance Evaluation, Technical Report 714, Stanford University.
21. Bollen, N.P.B., Busse, J.A., 2001. On the timing ability of mutual fund managers. *Journal of Finance* 56, 1075-1094.
22. Chang, E.C., Lewellen, W.G., 1984. Market timing and mutual fund investment performance. *Journal of Business* 57, 57-72.
23. Chen, H.-L., Jegadeesh, N., Wermers, R., 2000. The value of active mutual fund management: an examination of the stockholdings and trades of fund managers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 343-368.
24. Choe, H., Chan, B.K., Stulz, R.M., 2001. Do Domestic Investors have More Valuable Information about Individual Stocks than Foreign Investors? NBER
25. Deng, Y., Lee, C.J., 2000. A Portrait of Institutional Traders in China, Working Paper. Tulane University.
26. Fama, E.F., French, K.R., 2010. Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns. *Journal of Finance* 65, 1915-1947.

28. Goetzmann, W.N., Ibbotson, R.G., 1994. Do winners repeat: predicting mutual fund performance. *Journal of Portfolio Management* 20, 9–18.
29. Grinblatt, M., Keloharju, M., 2000. The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set. *Journal of Financial Economics* 55, 43–68.
30. Grinblatt, M., Titman, S., 1992. The persistence of mutual fund performance. *Journal of Finance* 47, 1977–1984.
31. Grinblatt, M., Titman, S., 1993. Performance measurement without benchmarks: an examination of mutual fund returns. *Journal of Business* 60, 97–112.
32. Gruber, M.J., 1996. Another puzzle: the growth in actively managed mutual funds. *Journal of Finance* 51, 783–810.
33. Hendricks, D., Patel, J., Zeckhauser, R., 1993. Hot hands in mutual funds: short-run persistence of relative performance, 1974–1988. *Journal of Finance* 48,
34. Jensen, M.C., 1968. The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *Journal of Finance* 23, 389–416.
35. Kang, J.-K., Stulz, R.M., 1997. Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics* 46, 2–28.
36. Kaniel, R., Saar, G., Titman, S., 2008. Individual investor trading and stock returns. *Journal of Finance* 63, 2733–10.
37. Kent, D., Grinblatt, M., Titman, S., Wermers, R., 1997. Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks. *Journal of Finance* 52,
38. Lee, C.F., Rahman, S., 1991. New evidence on timing and security selection skill of mutual funds. *Journal of Portfolio Management* 17, 80–83.
39. Malkiel, B.G., 1995. Returns from investing in equity mutual funds 1971–1991. *Journal of Finance* 50, 549–572.
40. Metrick, A., 1999. Performance evaluation with transactions data: the stock selection of investment newsletters. *Journal of Finance* 54, 1743–1775.
41. San, G., 2007. Who gains more by trading-institutions or individuals? Working Paper, Tel-Aviv University.