

بررسی رابطه بین قیمت‌گذاری غیرعقلایی سهام و مالکیت نهادی در بورس اوراق بهادار تهران

لیلا لک، دانشجوی دکترای حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اهواز،

Lak1365@yahoo.com

دکتر اله کرم صالحی، استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مسجدسلیمان

A_K_salehi@yahoo.com

چکیده - این تحقیق به بررسی رابطه بین قیمت‌گذاری غیرعقلایی سهام و مالکیت نهادی در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. جامعه آماری این تحقیق، تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ۱۳۸۲ تا پایان سال ۱۳۹۲ می‌باشد و نمونه تحقیق شامل ۳۴۳ شرکت است که از بین این شرکت‌ها ۴۷۵ مورد ورشکسته و ۲۳۱۰ مورد غیرورشکسته هستند. در این تحقیق از سیستم معادلات همزمان که شامل معادل پیش‌بینی و ارزش‌گذاری است استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که میزان مالکیت نهادی بالاتر است، قیمت‌گذاری غیرعقلایی سود حسابداری وجود ندارد.

کلمات کلیدی: سهامداران نهادی، قیمت‌گذاری غیرعقلایی، سود حسابداری، بازده غیرعادی

مقدمه

سود یکی از اساسی‌ترین عناصر صورت‌های مالی است که همواره مورد توجه استفاده‌کنندگان قرار گرفته است و از آن به عنوان معیاری برای ارزیابی تداوم فعالیت، کارایی و بازنگری ساختار قراردادهای نمایندگان واحدهای اقتصادی یاد می‌شود. در واقع، سود ابزاری برای فایق آمدن بر مشکلات اندازه‌گیری و ارزیابی عملکرد مؤسسات است؛ زیرا جریان‌های دارای مشکلات زمان‌بندی دارد و معیار مناسبی برای عملکرد مؤسسات به شمار نمی‌رود. به رغم این برتری، سود تعهدی، که بر اصل تحقق و شناسایی درآمد مبتنی است، ممکن است با جریان‌های نقدی واقعی شرکت مطابقت نداشته باشد (دجو ۲۰۰۲).

مالکان نهادی و شرکتی به لحاظ داشتن انگیزه‌های قوی‌تر برای کسب سود و دسترسی به اطلاعات بیشتر ممکن است که عملکرد بهتری داشته باشند. اصولاً انتظار عمومی این است که سرمایه‌گذاران نهادی بهتر از سرمایه‌گذاران غیرنهادی بتوانند از اطلاعات جاری برای پیش‌بینی عملکرد و سودهای

آتی استفاده نمایند. وجود پدیده قیمت‌گذاری غیرعقلایی موجب ایجاد بازاری با کارایی اطلاعاتی ضعیف خواهد شد. این موضوع خود منجر به تخصیص غیر بهینه منابع وارده به بازار سرمایه می‌شود. بنابراین، انجام تحقیقی در خصوص وجود پدیده قیمت‌گذاری غیرعقلایی و بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر پدیده مذکور، لازم و ضروری به نظر می‌رسد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سهامداران نهادی موسسه‌هایی هستند که به خرید و فروش حجم بالایی از اوراق بهادار می‌پردازند. مطابق با ادبیات موجود، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی از جمله این سهامداران قلمداد می‌شوند. سرمایه‌گذاران نهادی با استفاده از حق رای در تصمیم‌گیری‌ها و ساختار هیات مدیره شرکت نفوذ کرده و لذا می‌توانند یکی از منابع نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت باشند. سرمایه‌گذاران نهادی معمولاً به دلیل در اختیار داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکت‌ها و همچنین حرفه‌ای بودن در امر سرمایه‌گذاری، توان و انگیزه لازم برای نظارت بر شرکت‌ها را دارا می‌باشد. مشارکت سهامداران عمده در فعالیت‌های نظارتی بطور بالقوه موجب محدود نمودن مساله نمایندگی و کاهش تضاد منافع و بهبود عملکرد شرکت می‌شود. از آنجایی که سرمایه‌گذاران نهادی بزرگترین گروه سهامداران هستند، نقش آنها در نظارت بر شرکت‌ها و تاثیر بر عملکرد آنها، از اهمیت بسزایی برخوردار می‌باشد.

شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) بحث کردند که وجود سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ به لحاظ نظارت موثرتر دارای اثر مثبت بر ارزش بازار موسسه می‌باشد. چنین نظارتی احتمال اتخاذ تصمیمات غیربهینه را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر بسیاری از مطالعات تجربی انجام شده در حوزه ساختار مالکیت نشان دهنده این مطلب است که اشخاص حقوقی و مالکان شرکتی می‌توانند بر مدیریت موسسه از طریق کنترل اعضای هیئت مدیره، مشارکت در انتخاب مدیران و تعیین و اعطای پاداش برای آنان، نظارت موثری اعمال نمایند (چو و ونگ ۱۹۹۷). مالکان نهادی و شرکتی به لحاظ داشتن انگیزه‌های قوی‌تر برای کسب سود و دسترسی به اطلاعات بیشتر ممکن است که عملکرد بهتری داشته باشند. اصولاً انتظار عمومی این است که سرمایه‌گذاران نهادی بهتر از سرمایه‌گذاران غیر نهادی بتوانند از اطلاعات جاری برای پیش‌بینی عملکرد و سودهای آتی استفاده نمایند.

گريوز (۲۰۰۵) اظهار می‌دارد که معامله مکرر و تمرکز بر کوتاه‌مدت توسط سهامداران عمده، این انگیزه را برای مدیران ایجاد می‌کند تا از ناکامی در سود، دوری کنند. زیرا ممکن است موجب شود سهامداران عمده، سهام خود را فروخته و سبب ایجاد کاهش ارزش موقت در قیمت سهام شوند. موقتی بودن سهامداران عمده باعث می‌شود مدیران شرکت‌های موجود در پرتفوی انگیزه پیدا کنند که سود را بیش از واقع نشان دهند. به بیان دیگر تمرکز افراطی و بیش از حد بر روی عایدات جاری توسط این گروه از سهامداران عمده می‌تواند موجب ایجاد محرک‌های مختلف برای مدیران شرکت‌ها برای انجام مدیریت سود فزاینده در آمد به جهت بالا بردن عایدات جاری شود.

هنگامی که مالکیت سهام شرکت در بین عده کمی از سهامداران عمده متمرکز باشد، مشکلات جدایی مالکیت و کنترل کاهش می‌یابد. همچنین چون این سهام‌های عمده ارزش پولی زیادی دارند، در صورت غیرفعال ماندن سهامداران عمده یا آگاه نبودن از عملکرد ضعیف شرکت‌های موجود در پرتفوی، آنها در معرض زیان بیشتری نسبت به سرمایه‌گذارانی که منافع کمتری در شرکت دارند قرار می‌گیرند.

سود به عنوان وسیله‌ای برای پیش‌بینی

در بیانیه شماره یک هیات استانداردهای حسابداری مالی آمده است که سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان علاقه‌مند هستند که خالص جریان ورود وجه نقد به واحد انتفاعی را در دوره‌های آتی ارزیابی کنند اما غالباً سود را برای ارزیابی توان سودآوری و پیش‌بینی سودهای آتی و یا ارزیابی مخاطره سرمایه‌گذاری یا اعطای وام به اعتبار به واحد انتفاعی مورد استفاده قرار می‌دهند.

پایداری سود: پایداری سود به معنای تکرارپذیری (استمرار) سود جاری است. هرچه پایداری سود بیشتر باشد، یعنی شرکت توان بیشتری برای حفظ سودهای جاری دارد و کیفیت سود شرکت بالاتر است. پایداری سود از دسته ویژگی‌های کیفی سود به شمار می‌رود و بر پایه اطلاعات حسابداری است (نیکومرام و فتحی ۱۳۹۰). تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران در تعیین جریان‌های نقدی آینده، به رقم سود حسابداری به منزله تنها شاخص تعیین‌کننده توجه نمی‌کنند. بلکه برای آنها پایداری و تکرارپذیری سود گزارش شده بسیار مهم است. زیرا ارقام تکرارپذیر سود، معیار خوبی برای برآورد جریان‌های نقدی آینده به شمار می‌آید (طبری و همکاران ۱۳۸۹). پایداری اجزای مختلف سود،

متفاوت از یکدیگر است و سرمایه‌گذاران نیز در برآورد سودهای آتی و جریان‌های نقدی مورد انتظار خود، به بخش پایدار سود بیشتر از بخش ناپایدار آن اهمیت می‌دهند. اسلوان در سال ۱۹۹۶ شواهدی ارائه کرد که نشان می‌داد وقتی استراتژی مبادله سهام براساس درک ناصحیح سرمایه‌گذاران از پایداری سود قرار می‌گیرد، منجر به بازده غیرعادی معناداری می‌شود. درک ناصحیح سرمایه‌گذاران از میزان پایداری سود منجر به قیمت‌گذاری غیر عقلایی سود می‌شود.

پیشینه تحقیق

کال و فانگک (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی و ریزش قیمت سهام پرداختند. این تحقیق به بررسی دو دیدگاه نظارتی و سلب مالکیت در مالکیت نهادی پرداخته است. نتایج این تحقیق نشان داد بین مالکیت نهادی و ریزش قیمت سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.

جیو و نای (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود پرداختند. یافته‌های بررسی شرکت‌های صنعتی امریکایی در دوره زمانی ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۲ حاکی است که میزان پرداخت سود با میزان مالکیت نهادی رابطه مستقیمی دارد.

عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) به بررسی تاثیر ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت بر سیاست‌های تقسیم سود پرداختند. در این راستا ۵۰ شرکت مصری در دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش مؤید این است که شرکت‌های با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و مالکیت نهادی بیشتر، سود بیشتری را تقسیم می‌کنند.

دیچاو و همکاران (۲۰۰۴) پایداری و قیمت‌گذاری اجزای نقدی سود را مورد بررسی قرار دادند. آنها اجزای نقدی سود را به سه جزء، مانده وجوه نقد، وجوه نقد پرداختی به اعتباردهندگان و وجوه نقد پرداختی به سهامداران تجزیه کردند و دریافتند اجزای پایدارتر سود، که در این تحقیق وجوه پرداختی به سهامداران بود، رابطه معنی‌داری با قیمت سهام دارد.

اسلوان (۱۹۹۶) دریافت که برگشت‌پذیری سود که قابل نسبت دادن به جزء تعهدی سودها است در مقابل آن بخش قابل انتساب به جزء جریان‌های نقدی سود، از ماندگاری کمتری برخوردار است. نتیجه‌گیری اسلوان براین موضوع استوار است که در پیش‌بینی سود آتی ضریب همبستگی بخش تعهدی از بخش نقدی بیشتر است. او سپس نشان می‌دهد که اجزای تعهدی در مقایسه با اجزای جریان‌های نقدی از درجه بازگشت میانگین بالاتری (یعنی ماندگاری کمتری) در سودها برخوردارند.

پیشینه داخلی

گل ارضی و زنگویی (۱۳۹۲) رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام با میانجی‌گری مالکیت نهادی در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد بین کیفیت سود و بازده سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد. و با افزایش میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی رابطه قوی‌تری بین کیفیت سود و بازده سهام ایجاد می‌شود.

دیانتی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط ارزش سهام پرداختند. ریزش قیمت سهام برای ۵۶ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ بررسی شد. در این پژوهش از مدل محاسبه تعداد دفعات ریزش قیمت سهام (هاتن ۲۰۰۹) استفاده شد. نتایج تحقیق نشان داد وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال رخ دادن سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد.

مرادزاده و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی ارتباط بین مدیریت سود و مالکیت نهادی پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که بین سطح مالکیت نهادی و مدیریت سود رابطه منفی وجود دارد. فروغی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی تاثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود بر بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه تحقیق آن‌ها شامل ۱۰۶ شرکت طی سال‌های ۸۰ تا ۸۵ بود. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد سهامداران نهادی تاثیرگذاری معنی‌داری بر سیاست تقسیم سود ندارند.

فرضیه و مدل تحقیق

بین قیمت‌گذاری غیرعقلایی سود حسابداری و مالکیت نهادی رابطه معنی‌دار وجود دارد. جهت آزمون فرضیه تحقیق، سیستم معادلات همزمان زیر برآورد می‌شود:

$$\begin{cases} E_{it+1} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 IOWN_{it} + \beta_3 IOWN_{it} \cdot E_{it} + \varepsilon_{it+1} \\ ARET_{it+1} = \theta(E_{it+1} - \alpha - \beta_1^* E_{it} - \beta_2^* IOWN_{it} - \beta_3^* IOWN_{it} \cdot E_{it}) + \varepsilon_{it+1} \end{cases}$$

که در آن، IOWN درصد مالکیت عمده، E سود خالص حسابداری همگن شده با ارزش بازار سهام ابتدای دوره و ARET برابر بازده غیرعادی سهام است که از کسر نمودن بازده شرکت از میانگین بازده بازار به دست می‌آید. در سیستم معادلات فوق، معادله اول را معادله پیش‌بینی^۱ و معادله

۱. Forecasting equation

دوم را معادله ارزش‌گذاری^۱ می‌نامند. در سیستم معادلات فوق، چنانچه ضریب β اختلاف معناداری با ضریب^۲ β^* نداشته باشد، فرضیه تحقیق رد نخواهد شد.

جامعه‌ی و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق، تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ۱۳۸۲ تا پایان سال ۱۳۹۲ می‌باشد. تعیین نمونه آماری به روش حذفی سیستماتیک است. نمونه تحقیق شامل ۳۴۳ شرکت است که از بین این شرکت‌ها ۴۷۵ مورد ورشکسته و ۲۳۱۰ مورد غیرورشکسته هستند.

روش گردآوری داده‌ها

در این تحقیق، گردآوری اطلاعات و داده‌های مورد نیاز در دو مرحله انجام شده است. در مرحله‌ی اول برای تدوین مبانی نظری تحقیق از روش کتابخانه‌ای (و مراجعه به پایان‌نامه‌ها و مقالات فارسی و انگلیسی از طریق سایت‌های مربوطه) و در مرحله‌ی دوم، برای گردآوری داده‌های موردنظر از اطلاعات ارائه شده در سایت اطلاع‌رسانی بانک مرکزی و صورت‌های مالی ارائه شده به سازمان بورس اوراق بهادار، و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط مانند بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین استفاده شده است.

ادبیات قیمت‌گذاری غیرعقلایی و روش آزمون فرضیه‌های تحقیق

می‌توان گفت سود مهمترین عدد تولید شده در سیستم حسابداری است. البته باید توجه داشت که علاوه بر مقدار عددی سود، باید به کیفیت آن نیز توجه داشت. مولفه‌های گوناگونی برای کیفیت سود ارائه شده است. یکی از این مولفه‌ها، پایداری سود نامیده می‌شود. پایداری سود به ثبات و عدم نزول عدد سود اشاره دارد و معمولاً با استفاده از معادله رگرسیون زیر محاسبه می‌شود:

$$Earnings_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Earnings_t + \varepsilon_{t+1} \quad (1)$$

که در آن، $Earnings_{t+1}$ سود دوره آتی و $Earnings_t$ سود دوره جاری است که هر دو با استفاده از ارزش بازار سهام یا ارزش دفتری دارایی‌ها در ابتدای دوره، همگن شده‌اند. در معادله فوق، ضریب α_1 را ضریب پایداری یا ضریب پایداری عینی^۲ می‌نامند. هرچه مقدار α_1 بزرگتر باشد، سود از

۱. Valuation equation

۲. Objective persistence

پایداری و به تبع آن، از کیفیت بیشتری برخوردار است. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران در فرآیند مبادلات سهام (بدون استفاده از معادله فوق)، همواره برداشتی ذهنی از میزان پایداری سود یک شرکت دارند و این ذهنیت را نیز در تحلیل سهام جهت مبادلات به کار می‌گیرند. به میزان پایداری که سرمایه‌گذار از سود یک شرکت در ذهن دارد، پایداری ذهنی^۱ گفته می‌شود. برای محاسبه پایداری ذهنی سرمایه‌گذاران، از معادله غیرخطی زیر استفاده می‌شود:

$$URet_{t+1} = \beta(Earnings_{t+1} - \alpha_1 - \alpha_1^* Earnings_t) + e_{t+1} \quad (2)$$

در معادله فوق، $URet_{t+1}$ بازده (یا بازده غیرعادی) سهام در انتهای دوره است. در عبارت (۲)، ضریب α_1^* میزان پایداری ذهنی سرمایه‌گذاران را در خصوص سود نشان می‌دهد. از آنجا که متغیر وابسته مدل (۱) به عنوان متغیر مستقل در مدل (۲) حضور یافته است، جهت برآورد پارامترهای دو مدل، می‌بایست دستگاه معادلات همزمان زیر برآورد شود:

$$\begin{cases} Earnings_{t+1} = \alpha_1 + \alpha_1^* Earnings_t + \varepsilon_{t+1} \\ URet_{t+1} = \beta(Earnings_{t+1} - \alpha_1 - \alpha_1^* Earnings_t) + e_{t+1} \end{cases} \quad (3)$$

در دستگاه معادلات فوق، معادله اول را معادله پیش‌بینی^۲، و معادله دوم را معادله ارزش‌گذاری^۳ می‌نامند. در شرایطی که بازار سرمایه از نظر اطلاعاتی کارا باشد، انتظار می‌رود که پایداری عینی و ذهنی با هم تفاوت معناداری نداشته باشند (یعنی $\alpha_1 = \alpha_1^*$). در این حالت گفته می‌شود، در خصوص پایداری سود شرکت‌ها کج قیمت‌گذاری (یا نابهنجاری) وجود ندارد. به عبارت دیگر، اگر محدودیت $\alpha_1 = \alpha_1^*$ برقرار باشد، گفته می‌شود بازار سرمایه نسبت به اطلاعات سود حسابداری کارایی دارد. ادبیات کج قیمت‌گذاری (یا غیرعقلایی) در حسابداری، ریشه در مطالعات قیمت‌گذاری عقلایی^۴ حوزه اقتصاد مالی دارد. از آنجا که معادله ارزش‌گذاری، از نظر پارامتر یک معادله غیرخطی محسوب می‌شود، برای آزمون محدودیت $\alpha_1 = \alpha_1^*$ ، آزمون والد کارایی ندارد.

برای آزمون فرضیه مذکور، سیستم معادلات فوق به روش حداقل مربعات غیرخطی برآورد می‌شود. برای به دست آوردن ضرایب β و α_1 ، لازم است فرض شود که α_1 در هر دو معادله یکسان است. اگر $\alpha_1 = \alpha_1^*$ باشد، مجموع مربعات باقیمانده‌های سیستم مقید (SSRC) (که در آن α_1 برابر

۱. Subjective persistence

۲. Forecasting equation

۳. Valuation (Pricing) equation

۴. Rational Pricing

α_1^* است) نباید به صورت معناداری از مجموع مربعات باقیمانده‌های سیستم نامقید (SSRU) (که در آن α_1 برابر α_1^* نیست) تفاوت داشته باشد. می‌شکین (۱۹۸۳) نشان داد که این محدودیت می‌تواند با استفاده از نسبت راستنمایی زیر (که تحت فرض صفر به صورت مجانبی از توزیع $\chi^2(q)$ برخوردار است)^۱ آزمون شود:^۲

$$LR = 2n \ln(SSR^c / SSR^u) \quad (۴)$$

که در آن، n تعداد مشاهدات هر یک از معادلات (و $2n$ تعداد کل مشاهدات) است. (افلاطونی، ۱۳۹۲)

یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی

آماره‌های مذکور شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های تحقیق ارائه می‌نمایند. نتایج ارائه شده نشان می‌دهد که میانگین (میانه) بازده بازار $0/31$ ($0/15$)، سود خالص $0/13$ ($0/15$)، و میزان مالکیت نهادی $0/64$ ($0/71$) است. همچنین، حداکثر (حداقل) بازده بازار $1/39$ ($-0/13$)، سود خالص $0/68$ ($-2/06$)، میزان مالکیت نهادی $1/00$ ($0/00$) می‌باشد.

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
<i>MRET</i>	$0/31$	$0/15$	$1/39$	$-0/13$	$0/42$
<i>NI</i>	$0/13$	$0/15$	$0/68$	$-2/06$	$0/21$
<i>IOWN</i>	$0/64$	$0/71$	$1/00$	$0/00$	$0/28$

تعریف متغیرها:

MRET: میانگین بازده سالانه کل سهام (بازار)

NI: سود خالص که با ارزش بازار سهام در ابتدای دوره همگن شده است.

IOWN: میزان مالکیت مالکان نهادی

۱. q تعداد محدودیت‌های حاکم بر سیستم معادلات فوق است.

۲. با توجه به اینکه برای برآورد سیستم معادلات، از روش حداقل مربعات غیرخطی استفاده می‌شود، استفاده از آزمون والد برای آزمون برابری ضرایب در سیستم مذکور مناسب نیست. زیرا برای استفاده از آزمون والد، می‌بایست محدودیت مذکور به صورت یک شرط غیرخطی نوشته شود در حالی که آزمون والد در مورد شروط غیرخطی سازگاری ندارد و نتایج متناقضی ارائه می‌کند.

جدول ضرایب همبستگی

برای بررسی وجود و جهت همبستگی خطی بین متغیرهای تحقیق، آزمون ضرایب همبستگی انجام شده و نتایج آن در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ضرایب همبستگی

<u>متغیرها</u>	<u>RET</u>	<u>ARET</u>	<u>IOWN</u>
<u>RET</u>	۱		
<u>ARET</u>	۰/۸۶** (۰/۰۰)	۱	
<u>IOWN</u>	۰/۰۲ (۰/۴۳)	۰/۰۶* (۰/۰۲)	۱

** و * به ترتیب معناداری در سطح ۱٪ و ۵٪

نتایج ارائه شده نشان می‌دهد که همبستگی بین بازده سهام و متغیرهای بازده غیرعادی سهام، درصد مالکیت عمده سهام در سطح ۱٪ معنادار است. به منظور آزمون فرضیه تحقیق، سیستم معادلات همزمان برآورد شده و نتایج آن در جدول زیر ارائه شده است.

نتایج برآورد سیستم معادلات همزمان

<u>متغیرها</u>	<u>ضریب</u>	<u>آماره z</u>	<u>معناداری</u>	<u>ضریب تعیین</u>
الف) معادله پیش‌بینی:	$E_{it+1} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 IOWN_{it} + \beta_3 IOWN_{it} \cdot E_{it} + \epsilon_{it+1}$			
عرض از مبدا	۰/۰۰۰۲	۰/۰۱۰۷	۰/۹۹۱۵	
E_{it}	۰/۹۴۷۶**	۱۵/۲۵۱۱	۰/۰۰۰۰	۳۰/۵۷٪
$IOWN_{it}$	۰/۰۶۳۹**	۳/۰۵۳۷	۰/۰۰۲۳	
$IOWN_{it} \cdot E_{it}$	-۰/۵۱۸۸**	-۶/۱۵۸۷	۰/۰۰۰۰	
ب) معادله ارزشگذاری	$ARET_{it+1} = \theta(E_{it+1} - \alpha - \beta_1^* E_{it} - \beta_2^* IOWN_{it} - \beta_3^* IOWN_{it} \cdot E_{it}) + \epsilon_{it+1}$			
E_{it+1}	۰/۴۹۹۸**	۳/۹۰۷۷	۰/۰۰۰۱	
عرض از مبدا	-۲/۵۸۰۲**	-۳/۸۰۷۸	۰/۰۰۰۱	
E_{it}	۲/۲۹۲۰**	۳/۱۸۷۵	۰/۰۰۱۴	۲/۶۶٪
$IOWN_{it}$	۰/۶۵۷۲*	۲/۵۱۶۴	۰/۰۱۱۹	
$IOWN_{it} \cdot E_{it}$	-۰/۹۶۹۳	-۱/۱۲۲۱	۰/۲۶۱۸	
ج) آزمون میسکین (۱۹۸۳)	$\beta_3 = \beta_3^*$			
فرضیه تحقیق	۰/۲۶۹۴	(۰/۶۰۳۷)		

** و * به ترتیب معناداری در سطح ۱٪ و ۵٪

نتایج برآورد معادله پیش‌بینی نشان می‌دهد که ضریب متغیرهای سود خالص دوره جاری (۰/۹۴۷۶)، میزان مالکیت نهادی (۰/۰۶۳۹) و $IOWN_{it}.E_{it}$ (۰/۵۱۸۸-) در سطح ۱٪ معنادارند و در کل حدود ۳۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. همچنین، نتایج برآورد معادله ارزشگذاری نشان می‌دهد که ضریب سود سال آتی (۰/۴۹۹۸)، عرض از مبدا (۲/۵۸۰۲-) و ضریب متغیرهای سود خالص دوره جاری (۲/۲۹۲۰)، در سطح ۱٪ و ضریب متغیر میزان مالکیت نهادی (۰/۶۵۷۲) در سطح ۵٪ معنادارند و در کل حدود ۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. عدم معناداری آماره میشکین (۰/۲۶۹۴) نشان می‌دهد که اختلاف معناداری بین ضریب متغیر $IOWN_{it}.E_{it}$ در معادلات پیش‌بینی و ارزشگذاری وجود ندارد. این موضوع نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که میزان مالکیت نهادی بالاتر است، قیمت‌گذاری غیرعقلایی سود حسابداری وجود ندارد، لذا فرضیه تحقیق رد نمی‌شود.

نتیجه‌گیری

این پژوهش به بررسی رابطه بین قیمت‌گذاری غیرعقلایی سهام و مالکیت نهادی در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. در شرکت‌هایی با میزان مالکیت عمده بیشتر، به دلیل داشتن میزان قابل توجهی از سهام، اعمال نظارت قوی‌تر بر معاملات سهام و نحوه شکل‌گیری قیمت‌ها، بازار نسبت به اطلاعات سود حسابداری کاراست. نتایج بدست آمده از پژوهش نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که میزان مالکیت عمده بالاتر است، قیمت‌گذاری غیرعقلایی سود حسابداری وجود ندارد و سود حسابداری بصورت عقلایی‌تر قیمت‌گذاری می‌شود.

منابع:

۱. افلاطونی، عباس، (۱۳۹۲)، تجزیه و تحلیل آماری با EViews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی، چاپ اول، تهران: انتشارات ترمه، ص ۲۷۷.
۲. دیانتي، زهرا؛ مرادزاده، مهدی؛ محمودی، سعید، (۱۳۹۱)، بررسی تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط ارزش سهام، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، سال اول، شماره دوم، تابستان ۱۳۹۱

۳. فروغی، داریوش؛ سعیدی، علی؛ اژدر، محسن، (۱۳۸۸)، بررسی تاثیر سهامداران نهاداری بر سیاست تقسیم سود بر بورس اوراق بهادار تهران، مجله علمی و پژوهشی تحقیقات حسابداری، شماره دوم، ص ۱۱۴-۱۲۹
۴. گل ارضی، غلامحسین؛ زنگویی، سعید، (۱۳۹۲)، رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام با میانجی‌گری مالکیت نهادی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۲
۵. Dechow, Patricia M ; Dichev, Ilia D, (۲۰۰۲). The quality of accruals and earnings, The role of accrual estimation errors, *The Accounting Review*. ۷۷, ۳۵-۵۹
۶. Francis, Jennifer; Lafond, Ryan; Olsson, Per M; Schipper, Katherine , (۲۰۰۴). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*. Vol. ۷۹, No. ۴, pp. ۹۶۷-۱۰۱۰
۷. Healy, Paul M, (۱۹۸۵). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions, *Journal of Accounting & Economics*, No. ۷, pp. ۸۵-۱۰۷.
۸. Mishkin, Frederic, (۱۹۸۳). *A Rational Expectations Approach to Macro econometrics, Testing Policy Effectiveness and Efficient-markets Models*. Chicago, IL, University of Chicago Press
۹. Sloan, Richard, (۱۹۹۱). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? *The Accounting Review* ۷۱. ۲۸۹-۳۱۵