

## بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۴/۴

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۵/۱۹

کیانوش منصور لکورج<sup>۱</sup>

عصمت السادات طاهری<sup>۲</sup>

فاطمه یحیی تبار<sup>۳</sup>

### چکیده

بازده سهام<sup>۴</sup> و عوامل مؤثر بر آن از موضوعات بحث برانگیز در تحقیقات امور مالی است. سرمایه‌گذاران نهادی<sup>۵</sup> به عنوان گروهی از سرمایه‌گذاران بواسطه دسترسی به منابع عظیم مالی نقش مهمی در توسعه اقتصادی بازار سرمایه ایفا می‌کنند. بر همین مبنا مطالعه در خصوص نقش سرمایه‌گذاران نهادی در بازده سهام شرکت‌های موجود در بازار سرمایه از اهمیت زیادی برخوردار می‌باشد. تحقیق حاضر به دنبال یافتن شواهدی در خصوص ارتباط بین سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. تحقیق از نوع مطالعه توصیفی همبستگی مبتنی بر داده‌های مقطعی است، که ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال مالی ۱۳۸۸ به عنوان نمونه انتخاب گردیده‌اند. جهت آزمون این ارتباط از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد میان سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام رابطه وجود دارد و با افزایش مالکیت این سهامداران در شرکت، بازده سهام تغییرات کمتری می‌یابد. این یافته‌ها می‌تواند برای سیاست‌گذاران بازار سرمایه در تدوین مقررات جهت استقرار و تقویت نقش سهامداران نهادی (در حاکمیت شرکتی) مفید بوده و همچنین برای سرمایه‌گذاران از جهت ارائه مبنایی جهت کاهش ریسک در سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سودمند باشد.

**واژگان کلیدی:** سرمایه‌گذاران نهادی، بازده سهام، بورس اوراق بهادار تهران.

### مقدمه

بازده سهام یکی از موضوعات مهمی است که در سال‌های اخیر مورد توجه محققین بازار سرمایه در بازارهای نوظهور و توسعه یافته قرار گرفته است (Long, ۲۰۰۸). دلیل این گرایش به ارتباط بین نوسان پذیری قیمت و به تبع آن بازده و تأثیر آن بر عملکرد بخش مالی و همچنین کل اقتصاد برمی‌گردد. از طرف دیگر فایده‌مندی مطالعه نوسان‌پذیری بازده سهام از طرف سرمایه‌گذاران از این جهت می‌باشد که آنها نوسان پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند و همچنین خطی‌مشی‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند از این معیار به عنوان ابزاری جهت اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام استفاده نمایند (Zafar et al., ۲۰۰۸). از این رو مطالعه و بررسی عوامل مؤثر بر نوسان‌پذیری بازده سهام می‌تواند در اتخاذ بسیاری از تصمیمات بازار سرمایه مفید و راه‌گشا بوده و نتیجه آن

<sup>۱</sup>. عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد واحد چالوس، مسئول مکاتبات m. lakoraj@gmail. com

<sup>۲</sup>. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی

<sup>۳</sup>. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی

<sup>۴</sup>. Institutional Investors.

<sup>۵</sup>. Stock Return Volatility.

برای فعالان بورس اعم از نهادهای مالی، مدیران شرکت‌ها، ناظران سیستم‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاران عادی قابل استفاده باشند. از طرف دیگر امروزه نقش سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان واسطه انتقال وجوه و پس‌اندازها به بازار سرمایه و مدیریت منابع در بازارهای مالی سایر کشورها روز به روز اهمیت بیشتری پیدا کرده است، بطوریکه افزایش معاملات سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای جهانی سهام از اواخر دهه ۱۹۸۰، منجر به افزایش توجه محققان مالی به بررسی تأثیر این نهادها بر تغییرات قیمت سهام شده است (Bohl et al., ۲۰۰۹). به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان به عنوان گروهی از سهامداران شرکت تلقی کرد که بر تغییرات قیمت و متعاقباً نوسان بازده سهام نقش دارند. در خصوص ارتباط میان سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام نظریات متفاوتی وجود دارد. شماری از محققان معتقدند که سرمایه‌گذاران نهادی به صورت توده وار رفتار می‌کنند و تمایل دارند از استراتژی بازخور مثبت معامله استفاده نمایند. از این رو عملکرد آنها می‌تواند منجر به خود همبستگی و بی‌ثباتی قیمت سهام شود. بطوریکه با وجود این نوع سرمایه‌گذاران نوسان پذیری بازده سهام قابل مشاهده است (sias & whidbee, ۲۰۰۶). این دیدگاه بر مبنای نظریه همگرایی منافع قابل توجیه است، بدان معنی که سرمایه‌گذاران نهادی با سرمایه‌گذاران عمده و مدیران به دلیل منافع مشترک همسو شده و باعث بی‌ثباتی قیمت‌های سهام می‌شوند. در مقابل گروه دیگر معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی سرمایه‌گذاران آگاهی هستند که با اطلاعات جدید و بموقع قیمت سهام را تنظیم کرده و از نوسان پذیری بازده سهام می‌کاهند، لذا وجود این سرمایه‌گذاران باعث کارآتر شدن بازار سهام می‌گردد. این محققان همچنین معتقدند که دو عامل تأثیرگذار در تغییر قیمت سهام، میزان اطلاعات در دسترس و نوع پاسخگویی سهامداران به اطلاعات می‌باشد. وجود سرمایه‌گذاران نهادی مکانیسم معتبری به منظور انتقال اطلاعات به بازارهای مالی یا به دیگر سهامداران فراهم می‌آورد. در همین راستا بوهل و همکاران (۲۰۰۹)، معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی یکی از بازیگران اصلی در بازار سرمایه تلقی می‌شوند که استفاده آنها از توانایی‌هایشان تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آنها است. لذا میزان مالکیت نهادی این سرمایه‌گذاران می‌تواند با بازده سهام در ارتباط باشد. از این رو این محققان بیان می‌دارند سرمایه‌گذاران نهادی با پیاده سازی حاکمیت شرکتی، شفافیت اطلاعاتی را افزایش داده و از عدم تقارن اطلاعاتی می‌کاهند و این عمل موجب تقویت کارایی بازار سرمایه می‌شود، بطوریکه انتظار می‌رود نوسان پذیری بازده سهام کاهش یافته و سبب ایجاد بازاری جذاب و مطمئن برای سرمایه‌گذاران جدید شود. آنها همچنین اظهار می‌کنند وجود سرمایه‌گذار نهادی سبب فراهم شدن فرصت‌های مناسب سودآوری برای سرمایه‌گذاران موجود شده و گسترش نقد شودگی و عمق بازار و شفافیت قیمت‌ها و در نهایت افزایش بهره‌وری و بهبود سطح رفاه اجتماعی را بدنبال خواهد داشت.

در راستای چنین مفروضاتی تحقیق حاضر درصدد بررسی ارتباط میان سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام است. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که فرضیه نظارت کارآمد در توجیه حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه ایران و نقش آنها در کاهش نوسانات بازده سهام قابل کاربرد است. این یافته‌ها می‌تواند تأکید مجددی بر لزوم استقرار و تقویت نظام حاکمیت شرکتی در بازار نوظهور ایران باشد. این تحقیق در ادامه به ادبیات و مبنای تئوریک پرداخته و پس از طرح فرضیه و متغیرهای تحقیق به تجزیه و تحلیل یافته‌ها می‌پردازد.

## مبانی نظری و پیشینه تحقیق

عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۶</sup> و فرضیه نمایندگی<sup>۷</sup> دو تئوری هستند که در رابطه با لزوم استقرار حاکمیت شرکتی<sup>۸</sup> در شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرند. سهامداران نهادی به عنوان یکی از عوامل خارجی نظام حاکمیت شرکتی نقش مهمی در رفع عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی دارند. موضوع سهامداران نهادی همچنان که در بخش قبلی ذکر گردید از دو نظر قابل طرح است. ۱- مفهوم نظارت کارآمد و ۲- مفهوم همگرایی منافع. این دو مفهوم در توجیه نتایج بدست آمده از تحقیقات زیادی است که در مورد سهامداران نهادی انجام شده است. بگونه‌ای که از منظر نظارت کارآمد وجود سهامداران نهادی منجر به استقرار نظام حاکمیت شرکتی شده و از هزینه نمایندگی می‌کاهد. در ضمن کاهش نوسان پذیری بازده سهام و فرض وجود رابطه معکوس بین سهامداران نهادی و نوسان پذیری قابل درک است. بوهل و همکاران (۲۰۰۷)، در تحقیق خود اشاره می‌کنند حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه، آن را به سمت کارایی پیش می‌برد. بدین صورت که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با اتکاء به نفوذ خود در بازار، به ارائه اطلاعات دقیق از سوی شرکت‌ها و رعایت اخلاق حرفه‌ای نظارت کرده، دقت و صحت ارائه اطلاعات را فزونی بخشند. بوشی (Bushee, ۱۹۹۸)، اظهار می‌کند سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. از دیدگاه استاپلدان (Siapledon, ۱۹۹۶)، سرمایه‌گذاران نهادی جایگاه توانمندی در حاکمیت شرکتی دارند؛ بطوریکه می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت موثری داشته باشند. میترا (۲۰۰۲)، بیان می‌دارد سرمایه‌گذاران نهادی کیفیت حاکمیت شرکتی را افزایش می‌دهند. وجود سیستم حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها، افزایش شفافیت اطلاعاتی را به دنبال دارد که این به نوبه خود در کارایی بازار سرمایه نقش مهمی ایفا می‌کند و در صورت کارا بودن بورس هم قیمت اوراق به درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه که مهمترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است به صورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود.

گامپرز و متریک (۲۰۰۱)، در مطالعات خود اشاره می‌کنند سرمایه‌گذاران نهادی، قیمت‌های سهام را به سمت ارزش‌های ذاتی آن هدایت می‌کنند که این خود گامی در جهت کارا تر کردن بازار سرمایه است. (Gomperz & Metrick, ۲۰۰۱) مایکل فلدر (۲۰۰۵) معتقد است نوسان پذیری بازده سهام در بورس سهام بازارهای نوظهور در مقایسه با بازارهای کامل بیشتر است. (Michelfelder, ۲۰۰۶) علت این موضوع ممکن است به دلیل این واقعیت باشد که در بازارهای تکامل یافته، شبکه‌های اطلاعاتی کارآمدی وجود دارد و هرگز این امکان بوجود نمی‌آید تا اطلاعات تا حدی جمع شوند که اثر قابل توجهی بر بازار بگذارند. لی و همکارانش (۲۰۱۰)، در مطالعات خود عنوان کرده‌اند سرمایه‌گذاران عادی معتقدند رفتار سرمایه‌گذاری نهادی آگاهانه‌تر و به خصوص سرمایه‌گذاری آنها در سهام‌های بزرگ حاوی اطلاعات بیشتری است و سرعت تنظیم قیمت سهام با حضور سرمایه‌گذاران نهادی افزایش می‌یابد (Lee et al., ۲۰۱۰). بوهل و همکاران (۲۰۰۹)، رابطه میان سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام را مورد تحقیق قرار دادند. یافته‌های آنها حاکی از آن است افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی اثر ثابت‌کنندگی بر نوسان پذیری بازده سهام دارد، چرا که آنان قیمت سهام را به سرعت با اطلاعات جدید تنظیم کرده و باعث کارا تر شدن بازار سهام می‌گردند. کمپل و همکاران (۲۰۰۹)، در تحقیقی به بررسی سرمایه‌گذاران نهادی، بازده سهام و اعلان سود پرداختند. یافته‌های پژوهش این محققان حاکی از آن است تغییرات در دارایی‌های سهام نهادی بصورت متوالی و مثبتی با بازده سهام آینده همبسته است. (Campbell et

<sup>۶</sup>. Information Asymmetry Theory.

<sup>۷</sup>. Agency Theory.

<sup>۸</sup>. Corporate Governance.

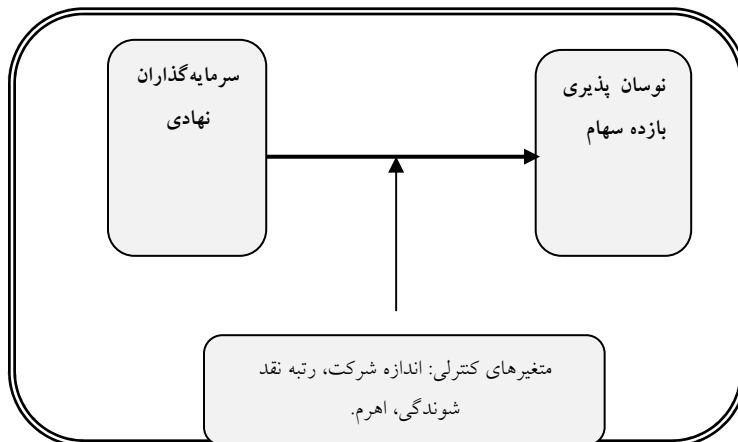
(al, ۲۰۰۹, اتی سای (۲۰۰۹)، در مطالعه خود موضوع مالکیت نهادی و بازده سهام را مورد بررسی قرار داد. (Tsai, ۲۰۰۹) نتایج این بررسی نشان می‌دهد شرکت‌هایی با مالکیت نهادی بیشتر، شرکت‌هایی هستند که مدیران به صورت کاراتری تحت نظارت قرار می‌گیرند و اطلاعات بیشتری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند. بوهل و سینزکی (۲۰۰۶)، در مطالعه خود این موضوع را مورد تحقیق قرار دادند که آیا سرمایه‌گذاران نهادی باعث بی‌ثباتی قیمت‌های سهام می‌شوند. (Bohl & Brzeszcynski, ۲۰۰۶) نتایج تحقیقات آنها نشان می‌دهد که وقتی سرمایه‌گذاران نهادی سهامداران عمده شرکت می‌شوند، نوسان پذیری بازده سهام سقوط می‌کند. تحقیق اوساجی و همکارانش (۲۰۰۵) نیز نشان می‌دهد شرکت‌هایی که در آنها مالکان نهادی مشارکت بیشتری دارند، قیمت سهام شان نسبت به شرکت‌هایی با مالکیت کمتر بالاتر است، از این رو بالابودن مالکیت نهادی برای شرکت‌ها ارزش محسوب می‌شود. (Osagie et al., ۲۰۰۵)

از سوی دیگر مفهوم همگرایی منافع نیز طیف دیگری از تحقیقات را در مورد پیامدهای وجود سهامداران نهادی بدنبال داشته است. از جمله این محققان می‌توان به گوین و چن (۲۰۰۸) اشاره کرد که، به تحقیق در مورد رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران نهادی و تأثیر آن بر قیمت سهام پرداختند. (Nguen & Chen, ۲۰۰۸) آنها دلیل این بررسی را به این موضوع ارتباط دادند که وقتی سرمایه‌گذاران نهادی بازیگران اصلی بازار سرمایه می‌شوند، انجام رفتار توده وار از طرف آنها ممکن است باعث بی‌ثباتی قیمت سهام و در نتیجه نوسان بازده شود. همچنین بوش و نو (۲۰۰۱)، در تحقیقی به بررسی تأثیر فعالیت‌های افشا سازی بر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی پرداختند و این موضوع را مورد مطالعه قرار دادند که آیا این تأثیر با بازده شرکت ارتباط دارد یا خیر. نتایج (Bushee & Noe, ۲۰۰۱). آنها حاکی از آن است شرکت‌هایی که از کیفیت افشاگری بالا و مالکیت سرمایه‌گذاری نهادی بیشتری برخوردارند تغییرات بازده سهام بیشتر و مستمری را تجربه می‌کنند.

بر اساس ادبیات تحقیق این پژوهش درصدد پاسخگویی به این مسأله است که آیا رابطه معنی داری میان سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام در بازار نوظهور سرمایه ایران وجود دارد یا خیر؟

چارچوب نظری تحقیق بر این اساس به صورت شکل زیر قابل تبیین است:

شکل ۱- چارچوب نظری تحقیق



منبع: مطالعات محقق.

## فرضیه تحقیق

با توجه به چارچوب نظری فوق، این تحقیق با ایده گیری از پژوهش کمپل و همکران (۲۰۰۹) در بازار سرمایه نوظهور ایران انجام گردیده است. در این تحقیق درصددیم تا مشخص کنیم سرمایه‌گذاران نهادی چه ارتباطی با بازده سهام شرکت‌ها دارند و از این جهت نقش آنها در بازار نوظهور ایران قابل کاربرد است. لذا فرضیه تحقیق به صورت زیر بیان می‌شود: « بین سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام ارتباط معنی داری وجود دارد. »

## مواد و روشها

### روش تحقیق

تحقیق حاضر از نوع توصیفی-همبستگی مبتنی بر تحلیل داده‌های مقطعی<sup>۹</sup> می‌باشد و از حیث هدف کاربردی است. آزمون و تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره و در محیط نرم افزاری Eviews انجام شده است.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق حاضر، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که در سال ۱۳۸۸ در فهرست شرکتهای بورس قرار گرفته‌اند. این نمونه‌ها شامل شرکتهایی است که دارای ویژگیهای زیر باشند: ۱- شرکت‌های مورد نظر از ابتدا تا انتهای سال ۱۳۸۸ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند. ۲- پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند باشد. ۳- در دوره مورد بررسی توقف عملیات یا تغییر در دوره مالی نداشته باشند. ۴- صورت‌های مالی آنها در سال ۱۳۸۸ توسط سازمان بورس اوراق بهادار منتشر شده باشد. ۵- داده‌های مورد نظر آنها در دسترس باشد. ۶- حداقل ۱۰۰ روز از سال مورد معامله قرار گرفته باشند. با توجه به محدودیتهای اعمال شده تعداد ۱۱۰ شرکت انتخاب شدند که اطلاعات مربوط به این شرکتها از سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار ره آورد نوین جمع آوری شده است.

### روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش برای جمع آوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه ای استفاده شده است. در بخش کتابخانه ای، مبانی نظری تحقیق از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری گردید.

### متغیرهای تحقیق

متغیرهای تحقیق شامل متغیر وابسته، مستقل و کنترلی می‌باشند.

#### متغیر وابسته:

بازده سهام متغیر وابسته می‌باشد که از میانگین بازده روزانه شرکت‌های مورد نظر در سال ۱۳۸۸ بدست می‌آید.

<sup>۹</sup>. Cross- Sectional.

## متغیر مستقل

سرمایه‌گذاران نهادی در این تحقیق به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده‌اند. مطابق با تعریف بوش (۱۹۹۸)، سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... هستند که حجم بزرگی از عملیات آنها به معامله سهامشان برمی‌گردد. علاوه بر این مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده ۱ قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران از سرمایه‌گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز جزء این گروه از سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند. لذا با بررسی یادداشت‌های همراه در صورت‌های مالی درصد مالکیت این سرمایه‌گذاران از سهام شرکت مشخص گردیده است.

همچنین در این تحقیق، از متغیرهای کنترلی به منظور یکسان سازی شرکتها از نظر سایر عوامل تاثیرگذار استفاده شده است. این متغیرها شامل اندازه شرکت، اهرم و رتبه نقد شوندگی می‌باشند.

اندازه شرکت تعیین‌کننده حجم و گستردگی فعالیت شرکت است. شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل ارتباط بیشتر با ذینفعان و مکانیزم‌های کنترلی بیشتر، از ریسک تجاری کمتری برخوردارند. تحقیقی که توسط للداکیس (۲۰۰۴)، انجام شد، نشان می‌دهد رابطه معکوس میان اندازه شرکت و بازده سهام به طور عمده در شرکت‌های کوچک و با نسبت‌های بدهی بزرگ وجود دارد (Leledakis, ۲۰۰۴). در این تحقیق به منظور برآورد اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی فروش در پایان سال مالی شرکت استفاده شده است.

مفهوم اهرم از مهمترین مفاهیم مالی می‌باشد. فلنری و رانگان (۲۰۰۶)، در تحقیق خود به شواهدی دست یافتند که نشان می‌دهد نوسانات قیمت سهام دارای ارتباط معنی داری با نسبت‌های بدهی است. در این تحقیق از نسبت کل بدهی به کل دارایی به عنوان شاخص اهرم استفاده شده است. (Flannery & Rangan, ۲۰۰۶)

میرالز (۲۰۰۶)، معتقد است نقد شوندگی بر قیمت سهام تأثیر دارد. این عامل بر بازده دارایی مؤثر بوده و از جمله مواردی است که سرمایه‌گذاران همواره آن را مد نظر قرار می‌دهند (Mirralz, ۲۰۰۶). نقد شوندگی سهام بیانگر وضعیت کلی محیط سرمایه‌گذاری است و یکی از شاخص‌های کلان تلقی می‌شود. رتبه نقد شوندگی عددی است که میزان نقد شدن یک سهم در بازار را نشان می‌دهد. برای محاسبه این نسبت از مقادیری همچون تعداد خریداران، تعداد دفعات سهام معامله شده، تعداد روزهای سهام معامله شده، تعداد شرکت‌ها، حجم معاملات طی دوره و تعداد سهام معامله شده در طی دوره و میزان ارزش روز استفاده می‌شود. در این تحقیق از رتبه نقد شوندگی به عنوان یکی از متغیرهای کنترلی مؤثر بر بازده سهام استفاده شده است.

## مدل تحقیق

بر اساس توضیحات فوق مدل تحقیق به شکل زیر ارائه می‌شود:

$$R = c + \beta_1 IO + \beta_2 FS + \beta_3 LR + \beta_4 Lv + e_i$$

که در این مدل:

$R$ : مؤید بازده سهام شرکت می‌باشد.  $IO$ : درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی،  $FS$ : اندازه شرکت،  $LR$ : رتبه نقد شوندگی،  $Lv$ : اهرم،  $\beta_i$ : ضریب ثابت متغیر و  $C$  عرض از مبدأ و  $e_i$ : اضافات مجاز می‌باشند.

## یافته‌های تحقیق

### آمار توصیفی

نگاره شماره (۱) حاوی آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون است. نکته قابل توجه در این نگاره پراکندگی بسیار بالای متغیرهای تحقیق می‌باشد. ستون آخر نگاره که مربوط به انحراف معیار متغیرهای تحقیق بوده، گواه بر این مدعا است.

نگاره ۱- آمار توصیفی

انحراف معیار	حداکثر	حداقل	میانه	میانگین	تعداد مشاهدات	کمیت متغیر
۱۱/۵۵	۸۲/۵	۰/۱۳	۳۴/۸۲	۸۵/۰۵	۱۱۰	R
۱۲/۵۹	۹۵	۲۹/۶۸	۸۰/۱۰	۷۷/۷۴	۱۱۰	IO
۱/۶۷	۱۸/۵۵	۱۰/۲۶	۱۳/۲۹	۱۳/۵۸	۱۱۰	FS
۲۱/۶۱	۱۱۶/۴۱	۱۰/۲۰	۶۶/۹۱	۶۶/۰۵	۱۱۰	LR
۰/۱۷	۰/۹۸	۰/۱۳	۰/۶۳	۰/۶۲	۱۱۰	LV

### یافته‌ها و تجزیه و تحلیل نتایج

در بررسی مدل تحقیق، (جدول ۳) به دنبال یافتن این موضوع هستیم که آیا مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت رابطه معناداری با بازده سهام دارد یا نه؟ نتایج نشان می‌دهند بین مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام، رابطه معکوس برقرار است. این نتیجه تأییدکننده فرضیه نظارت کارآمد در توجیه رفتار سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های ایرانی است. بدین ترتیب با افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌ها و به دنبال آن افزایش نظارت آنها بر عملکرد شرکت، بازده سهام کاهش می‌یابد. همانطور که در جدول ملاحظه می‌شود ضریب IO (مالکیت نهادی) برابر با  $-۶/۰۷۷$  بوده و احتمال خطای آن در مدل  $۰/۰۲ < ۰/۰۵$  می‌باشد. این ضریب نشان می‌دهد وقتی مالکیت نهادی در شرکت یک واحد افزایش یابد، با شرط ثابت ماندن سایر عوامل، بازده سهام  $۶/۰۷$  واحد کاهش می‌یابد. بنابراین در سطح خطای کمتر از پنج درصد این ضریب در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵٪ قابل قبول است. همچنین با توجه به نتایج موجود در نگاره ۲ این موضوع قابل تشخیص است که متغیرهای اندازه شرکت و رتبه نقد شوندگی با سطح خطای صفر در سطح اطمینان ۹۹٪ با بازده سهام رابطه معناداری دارند، در حالیکه متغیرهای اهرم با توجه به سطح خطای بالاتر از ۰/۰۵، دارای رابطه معنی دار با بازده سهام نمی‌باشند، می‌توان این عدم وجود ارتباط معنی دار را به ساختار تأمین مالی شرکتها و مقطعی بودن مطالعه، مربوط دانست

جدول شماره ۳- نتایج حاصل از مدل رگرسیونی چند گانه تحقیق

<sup>۱۱</sup>. Institutional Ownership.

<sup>۱۲</sup>. Firm Size.

<sup>۱۳</sup>. Liquidity Rank.

<sup>۱۴</sup>. Leverage.

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
IO	-۶/۰۷	-۱/۱۹	۰/۰۲
FS	-۱۳/۵۲	-۳/۱۱	۰
LV	-۱۱/۱۳	-۰/۲۸	۰/۵۴
LR	-۱۹/۰۷	-۵/۱۸	۰
ضریب ثابت <sup>C</sup>	۱۲۶/۱۸	۱۱/۲۵	۰
آماره F	۱۴۵/۰۲	F آماره Prob	۰
R <sup>۲</sup>	۰/۷۸	Ajd-R <sup>۲</sup>	۰/۷۷

در نهایت نتایج حاصل از رگرسیون که در نگاره فوق ارائه شده است نشان می‌دهد آماره F در سطح خطای صفر، با سطح معنی داری ۹۹ درصد و با مقدار ۱۴۵/۰۲ معنادار می‌باشد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۷۷ می‌باشند. این مقدار نشان می‌دهد متغیرهای توضیحی موجود در مدل توانسته‌اند تا حدود ۷۷ درصد بازده سهام را توضیح دهند. بنابراین با توجه به این سطح از معنی داری، فرضیه تحقیق تأیید می‌شود. از این رو می‌توان با اطمینان گفت: میان سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد. نتیجه این تحقیق در انطباق با یافته‌های کمپل و همکاران (۲۰۰۹)، تی سای (۲۰۰۹)، بوهل و سینزکی (۲۰۰۶) است که اشاره نمودند وقتی مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت افزایش می‌یابد، بازده سهام کاهش می‌یابد و همچنین این نتیجه در مقابل یافته‌های محققانی چون گوین و چن (۲۰۰۸)، سیاس و ویدی (۲۰۰۶)، بوش و نو (۲۰۰۱) قرار دارد که معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی به نحوی باعث بی ثباتی قیمت سهام شده و در نتیجه موجب افزایش بازده سهام می‌شوند. اما نکته جالب توجه وجه اشتراک محققان در این حوزه بوده است که همگی وجود رابطه معنادار میان سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام را تأیید کرده‌اند.

## نتیجه آزمون وایت

ناهمسانی واریانس یک از مسائلی است که احتمال وقوع آن در داده‌های مقطعی وجود دارد، که در این حالت باید آن را رفع کرد (گجراتی، ۱۳۸۷). لذا در این تحقیق برای آزمون ناهمسانی واریانس داده‌ها از یکی از آزمون ناهمسانی واریانس به نام وایت<sup>۱۵</sup> استفاده شده است که فرضیات پژوهشی آن بصورت زیر است:

فرض صفر: در داده‌ها ناهمسانی وجود دارد.

فرض یک: در داده‌ها ناهمسانی وجود ندارد.

فرضیات آماری:

$$H_0: P < 0/05$$

$$H_1: p > 0/05$$

جدول شماره ۱: نتایج آزمون وایت

<sup>۱۵</sup>. White heteroskedasticity test



Prob.	مقدار	Observ.	
۰/۲۰	۱/۴۲۷	۱۱۰	R <sup>۲</sup>
۰/۱۹	۹/۸۱	۱۱۰	F آماره

با توجه به اینکه مقدار  $p > ۰/۰۵$  می باشد، فرض صفر رد و فرض یک تأیید می شود و این بدین معنی است که در داده های تحقیق ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

## نتیجه گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه با استفاده از اطلاعات مربوط به شرکتهای موجود در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال ۱۳۸۸ نشان می دهد که میان سرمایه گذاران نهادی و بازده سهام رابطه معکوس معناداری وجود دارد. با توجه به تأیید فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه سرمایه گذاران نهادی دارای ارتباط معناداری با بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و با افزایش مالکیت این سرمایه گذاران در شرکت، بازده سهام کاهش می یابد، با استناد به ادبیات نظری تحقیق می توان ادعان نمود سرمایه گذاران نهادی از جایگاه ویژه ای در بازار سرمایه برخوردار می باشند. این سرمایه گذاران با حضور در شرکت ها اقدامات مؤثری در جهت رفع مشکلات نمایندگی میان مدیران و سهامداران انجام می دهند و با افزایش نظارت و کنترل بر فعالیت های مدیران، باعث افزایش پاسخگویی مدیران نسبت به سهامداران و سایر ذینفعان شده و در نتیجه ارتقای حاکمیت شرکتی را موجب می شوند. وجود یک سیستم حاکمیت شرکتی مناسب می تواند شرکت ها را در جلب اعتماد سرمایه گذاران و تشویق آن ها به سرمایه گذاری یاری دهد و اجرای این اصول در سطح شرکت باعث بهبود عملکرد مالی شرکت می شود که این موضوع به تبع کاهش بازده سهام و به دنبال کاهش ریسک را به عنوان معیاری از ثبات شرایط اقتصادی شرکت نمایان می سازد. با توجه به تأیید فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه سرمایه گذاران نهادی دارای ارتباط معناداری با بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و با افزایش مالکیت این سرمایه گذاران در شرکت، بازده سهام کاهش می یابد، می توان اظهار نمود نتایج تحقیق فرضیه نظارت کارآمد را در ارتباط با نقش سرمایه گذاران نهادی در کاهش نوسان پذیری بازده سهام تأیید می کنند، در حالیکه فرضیه همگرایی منافع مبنی بر وجود رابطه مستقیم و معنادار مالکیت سرمایه گذاران نهادی بازده سهام تأیید نمی شود. با توجه به یافته های تحقیق حاضر، حضور سرمایه گذاری نهادی در بازار سرمایه در جهت کمک به افزایش کارایی و شفافیت بازار سرمایه، زمینه سازی برای حضور فعال تر سرمایه گذاران نهادی در بازار سرمایه را بیش از پیش ضروری می سازد. سرمایه گذاران نهادی به منظور رسیدن به آن سطح از اهمیت که بتوانند نقش تسریع کننده ای داشته باشند، نیاز به زمان زیادی دارند و علی رغم آنکه توسعه بازارهای اوراق بهادار و رشد سرمایه گذاران نهادی به عنوان یک الزام برای پیشرفت در بازار سرمایه معرفی می شود، اما فقدان قوانین صحیح، اثر بخش و با پشتوانه محکم باعث شده است که بسترهای لازم قانونی در اکثر کشورهای در حال توسعه شکل نگیرد از این رو استفاده از تجارب کشورهای توسعه یافته در این زمینه مفید خواهد بود. یافته های تحقیق با توجه به دسترسی داده ها در مورد شرکتهای بورس انجام گردیده است. لذا در مورد تعمیم یافته ها به سایر شرکتهای بایستی جانب احتیاط را رعایت نمود.

## منابع

۱. گجراتی، دامودار (۱۳۸۷). *مبانی اقتصاد سنجی*، ترجمه حمید ابریشمی، دانشگاه تهران، جلد دوم.
۱. Bohl, M. , Brzezczynski, J. ,(۲۰۰۶). Do institutional investors destabilize stock prices? Evidence from an emerging market. *Journal of international Financial market ,Institution & Money*. vol. ۱۶. p. ۳۷۰-۳۸۳.
  ۲. Bohl,M. , Brzezczynski,J. , Wilfling,B,(۲۰۰۹). Institutional investors and stock returns Volatility: Emperical evidence from a natural experiment, *Journal of Banking & Finance*, Vol ۳۳,p ۶۲۷-۶۳۹ .
  ۳. Bohl. ,MT. guttschalk. ,K. Pal. R(۲۰۰۷). Institutional investors and stock market efficiency: The case of the January Anomaly. *MPR papers*. No. ۶۷۷. Posted. ۷.
  ۴. Bushee. ,B. (۱۹۹۸). Institutional investors. Long term investment and earnings management. *Accounting Review*. ۷۳. pp. ۳۰۵-۳۴۰.
  ۵. Bushee. b. J. , Noe. c. ,(۲۰۰۱). Corporate Disclosure practices, Institutional Investors, and Stock returns volatility. *Journal of Accounting Research*. Vol. ۳۸. p. ۱۷۱.
  ۶. Campa. , Manuel & French. (۲۰۰۶). Sources of gains from International portfolio Diversification. *Journal of empirical Finance*. Vol. ۳۱. Issues. ۴-۵. PP. ۴۱۷- ۴۳۰.
  ۷. Campbell,J. Y. Ramadorari,T, and Schewortz,A. (۲۰۰۹). Institutional trading, stock returns, and earnings enouncement. *Journal of Finance*, Vol ۹۲. p. ۶۶-۹۱.
  ۸. Flannery. , M. J. Rangan. K. P. (۲۰۰۶). Partial Ajustment toward target capital structures. *Journal of financial Economics*. Vol. ۶۷. No. ۲. pp. ۲۱۷-۲۴۸.
  ۹. Gompers,P. A. , Metrick. A. (۲۰۰۱). Institutional Investors and Equity prices. *The quarterly Journal of Economic*. Vol. ۱۱۶. No. ۱. pp. ۲۲۹-۲۵۹.
  ۱۰. Kanagaretnam. K. R. Mathieu. M. Shahata. (۲۰۰۴). Usefulness of Comperhensive Income Reporting in Canada. *Working paper series*. McMaster University.
  ۱۱. Karolyi, G. A. ,(۲۰۰۱). Why stock return volatility really matters. *Institutional investor Journal series*
  ۱۲. Lee. Bong. s. Wei li. Wang. S. (۲۰۱۰). The dynamic of individual and institutional trading on the Shanghai stock exchange. *Pacific Basin Finance Journal*. no. ۱۸. pp. ۱۱۶-۱۳۷.
  ۱۳. Leledakis. G. N. (۲۰۰۴). Does firm size predict stock returns? Evidence from the London stock exchange. *University of warwick. Department of Economics. Working paer series*.
  ۱۴. Long. V. T. (۲۰۰۸). *Emperical Analysis of stock Returns volatility with Regime Change: The case of Vietnam stock market*. Tokoyo Presentation Department.
  ۱۵. Michelfelder,R. A. ,(۲۰۰۵). Volatility of stock returns: Emerging & Mature Markets. *Managerial Finance*, Vol ۳۱. No. ۲. P. ۶۶-۶۸.
  ۱۶. Mirralles. L. M. Mirrales. Q. (۲۰۰۶). The role of an illiquidity risk factor in asset pricing. *The Quarterly Review Of Economics and finance*. ۴۶. pp. ۲۵۴-۲۶۷.

17. Mitra, S. (2002). The Impact of Institutional stock ownership on a firm's Earnings management practice. *Journal of Accounting*. Vol 12.
18. Nguyen, H. , Chen, H. (2008). Institutional Herding and its impact on stock prices. University of Florida & Baltimore.
19. Osage, J. , Osho, G. S. , Sutton, C. (2005). The impacts of institutional stock ownership on stock returns and performance: A Financial Market perspective. *Journal of Business & Economics Research*. vol 3. No. 3.
20. Stapledon, G. P. (1996). *Institutional Investors and Corporate Governance*. Careledon press. New York.
21. Tsai, P. j. (2009). Institutional ownership and stock returns. Working paper, p. 44.
22. Zafar, N. Urooj, S. F. , Durrani, T. K. (2008). Interest rate volatility and stock return and volatility. *European journal of economic*, issue 14 .