

سرمایه‌گذاران نهادی، سلامت مالی و ارزشگذاری سهام

دکتر سید علی حسینی - دکتری حسابداری دانشگاه تهران

دکتر غلامرضا کرمی - عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه تهران

محمد عبدزاده کنفی - دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه

چکیده

تحقیق حاضر به منظور بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی، سلامت مالی و وزنی را که بازار در زمان ارزشگذاری سهام به سودخالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌دهد صورت پذیرفته است. مطالعات پیشین نشان داده‌اند، وزنی را که بازار در زمان ارزشگذاری سهام به سودخالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌دهد تابعی از سلامت مالی شرکت می‌باشد بدین صورت که اگر شرکتی دارای سلامت مالی بالایی بوده و در سال جاری سود گزارش نماید، بازار با در نظر گرفتن سلامت مالی و پیش بینی این موضوع که به احتمال زیاد این سود در آینده نیز تداوم خواهد داشت، در هنگام ارزشگذاری سهام به سودخالص نسبت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام وزن بیشتری خواهد داد. از طرف دیگر اگر شرکتی دارای سلامت مالی بالایی باشد ولی در دوره جاری زیان گزارش نماید، بازار با در نظر گرفتن سلامت مالی بالا و تصور اینکه شرکت این وضعیت را در سالهای بعد معکوس نموده و سود گزارش خواهد کرد، در هنگام ارزشگذاری سهام وزن بیشتری را برای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در نظر می‌گیرد. شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری تحقیق حاضر را تشکیل می دهند و برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده

است. به طور کلی نتایج این تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و سلامت مالی شرکت بوده و نتایج تحقیقات قبلی که بطور خلاصه در بالا ذکر شده را تأیید می نمایند.

واژه های کلیدی: سرمایه گذاران نهادی، سلامت مالی، ارزشگذاری سهام

مقدمه

در سالهای اخیر حضور سرمایه گذاران نهادی در بازارهای اوراق بهادار اروپا و آمریکا رشد چشم گیری را نشان می دهد [۱۱]. در ایران نیز شاهد حضور سازمان ها و موسساتی با عنوان سرمایه گذاران نهادی هستیم که شامل موسسه های بیمه ای اعم از سازمانهای تأمین اجتماعی، صندوق های بازنشستگی، شرکتهای بیمه بازرگانی و همچنین شرکتهای سرمایه گذاری و نهادهای بخش عمومی و شبه دولتی هستند که در حال افزایش می باشند [۲].

با گسترش سرمایه گذاران نهادی در بازار اوراق بهادار، تعیین نقش و تأثیری را که آنها بر بازار و سایر سرمایه گذاران می گذارند حائز اهمیت بسیاری می باشد و این اهمیت زمانی افزایش خواهد یافت که بیان کنیم سرمایه گذاران نهادی به دلیل تخصص بالایی که در این زمینه دارا هستند و مالکیت قابل توجهی از سهام شرکتهای را که در اختیار دارند می توانند نفوذ قابل ملاحظه ای در شرکتهای و به تبع آن در بازار داشته باشند.

تحقیق حاضر، تحقیقات صورت گرفته در دو مسیر را مورد بررسی قرار می دهد. در یک مسیر مطالعات انجام شده نشان دهنده این موضوع است که اولاً، سرمایه گذاران نهادی نقش مثبتی را در راهبری شرکتی ایفا می کنند که این امر بطور خودکار باعث می گردد عملکرد جاری و آتی شرکت تحت تأثیر قرار گرفته و بهبود یابد [۱۴، ۲۲]. اگر بخواهیم این مطلب را روشن تر بیان کنیم می توان گفت سرمایه گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام

شرکتها و تخصصی که دارا می باشند نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکتهای سرمایه‌پذیر داشته و می‌توانند رویه های آنها را تحت تاثیر قرار دهند. عموماً اینگونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکتها در جهت مثبت منجر شود و این امر از فعالیتهای نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند نشأت می‌گیرد [۲۳]. دوماً، سرمایه-گذاران نهادی شرکتهایی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب می نمایند که دارای سلامت مالی بالایی بوده و در آینده با احتمال زیاد دارای رشد باشند [۱۸، ۱۹].

از طرف دیگر در تحقیقات این موضوع مورد بحث قرار گرفته است، وزنی را که بازار در زمان ارزشگذاری سهام به سودخالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌دهد تابعی از سلامت مالی شرکت می‌باشد [۱۲، ۱۳، ۱۵]. بدین صورت که اگر شرکتی دارای سلامت مالی بالایی باشد و در سال جاری سود گزارش نماید، بازار با در نظر گرفتن سلامت مالی و پیش بینی این موضوع که به احتمال زیاد این سود در آینده نیز تداوم خواهد داشت، در هنگام ارزشگذاری سهام به سودخالص نسبت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام وزن بیشتری خواهد داد (در مقایسه با شرکتهایی که در سال جاری سود گزارش می‌نمایند ولی دارای سلامت مالی کمتری هستند). همچنین اگر شرکتی دارای سلامت مالی بالایی باشد ولی در سال جاری زیان گزارش نماید، بازار با در نظر گرفتن سلامت مالی بالای آن و تصور اینکه شرکت این وضعیت را در سالهای بعد معکوس نموده و سود گزارش خواهد کرد، در هنگام ارزشگذاری سهام وزن بیشتری را برای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان نماینده‌ای از سودهای آتی شرکت در نظر می‌گیرد [۱۷].

با پذیرش اینکه سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح می‌دهند در شرکتهایی سرمایه‌گذاری نمایند که از سلامت مالی بالایی برخوردارند یا قبول این موضوع که حضور سرمایه‌گذاران نهادی بطور خودکار از طریق تاثیر مثبت شان روی راهبری شرکتی باعث بهبود سلامت مالی شرکتها می-

شود) و یا پذیرش هر دو) ما می‌توانیم انتظار داشته باشیم که سلامت مالی شرکتها با سطح سرمایه‌گذاران نهادی در آنها رابطه مستقیم دارد بدین گونه که هر چه سطح سرمایه‌گذاران نهادی در شرکتی بالاتر باشد سلامت مالی آن شرکت بالاتر و هرچه سطح سرمایه‌گذاران نهادی در شرکتی پایین تر باشد سلامت مالی آن نیز پایین تر است و این موضوعی است که در قسمت اول تحقیق حاضر آن را بررسی می‌نمائیم تا نشان دهیم که سطح سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان به عنوان نماینده‌ای از سلامت مالی شرکتها در نظر گرفت.

با نشان دادن این موضوع که سطح سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند نماینده‌ای برای سلامت مالی شرکتها باشد و پذیرش بحثی که در ابتدای این قسمت مطرح گردید مبنی بر اینکه، وزنی که بازار هنگام ارزشگذاری سهام به سودخالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌دهد تابعی از سلامت مالی شرکتها است، ما می‌توانیم پیش بینی کنیم وزنی را که بازار هنگام ارزشگذاری سهام به سودخالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌دهد با سطح سرمایه‌گذاران نهادی شرکت در ارتباط باشد و این مسئله‌ای است که در قسمت دوم تحقیق به آن خواهیم پرداخت.

بیان مساله تحقیق

چگونگی ارزشگذاری قیمت سهام شرکتها در بازار اوراق بهادار و اطلاعاتی که در این خصوص اثرگذار می‌باشند از دیرباز مورد علاقه سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و محققین بوده است و در این میان سودخالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (به عنوان نماینده‌ای برای سودهای خالص آتی) به عنوان دو قلم مندرج در صورتهای مالی که در تصمیم‌گیری استفاده کنندگان صورتهای مالی تاثیر به سزایی دارند توجه‌های زیادی را معطوف خود ساخته‌اند [۱۵]. البته در این موضوع که سودخالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بخشی از اطلاعات مورد استفاده سرمایه‌گذاران در ارزیابی ریسک و بازده می‌باشند مطالعات زیادی

انجام گردیده اما وزنی را که بازار هنگام ارزشگذاری سهام یک شرکت به سودخالص یا ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌دهد هنوز بطور واضح مشخص نشده است.

در این تحقیق درصدد پاسخ به این سوال هستیم که آیا وزنی را که بازار هنگام ارزشگذاری سهام به سودخالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌دهد با توجه به سلامت مالی شرکتها، در شرکتهایی که سود گزارش می نمایند و شرکتهایی که زیان اعلام می کنند، متفاوت است یا خیر؟

مروری بر پیشینه تحقیق

اکثر تحقیقات صورت گرفته در زمینه مالکیت نهادی نشان‌دهنده‌ی این موضوع است که سرمایه‌گذاران نهادی نقش مثبتی را در راهبری شرکتی ایفا می کنند [۲۲، ۲۱، ۱۴].

بوشی (۱۹۹۸) در مطالعه‌ای که انجام داد به این نتیجه رسید، سرمایه‌گذاران نهادی می توانند باعث بهبود عملکرد آتی شرکت شوند و او دلیل این امر را محدودیت هایی می دانست که سرمایه‌گذاران نهادی در برابر انگیزه های مدیریت ایجاد می کنند.

ولوری و جنکینز (۲۰۰۶) به بررسی نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی از طریق آزمون تأثیر سطح مالکیت نهادی موجود در ساختار شرکت ها بر کیفیت سود گزارش شده پرداختند. آنها برای آزمون رابطه بین کیفیت سود و سرمایه‌گذاران نهادی ۴ بعد کیفیت توصیف شده در بیانیه مفاهیم شماره ۲ هیأت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا^۱ (ارزش پیش بینی کنندگی، بیطرفی، به موقع بودن و ارائه صادقانه) را بررسی نمودند. یافته‌های ایشان رابطه مستقیم بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی سود را تایید می کند. بدان معنا که با افزایش

سطح سرمایه‌گذاران نهادی، محتوای اطلاعاتی سود بهبود می‌یابد. آنها دلیل این رابطه را ناشی از فعالیتهای نظارتی می‌دانند که سرمایه‌گذاران نهادی روی شرکتها اجرا می‌کنند.

کرت و سایرین (۲۰۰۷) به شواهدی دیگر در ارتباط با نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی دست یافتند. در تحقیقی رابطه بین درصد مالکیت و تعداد مالکان نهادی را با عملکرد شرکت مورد بررسی قرار دادند. آنها مالکان نهادی را به دو دسته، حساس نسبت به فشار (کسانی که تمایل کمتری برای چالش با مدیریت دارند) و غیر حساس به فشار (افرادى که انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیریت و کنترل او دارند) تقسیم نموده و ارتباط آن‌ها را با عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار دادند. نتایج حاکی از آن است که سطح سرمایه‌گذاران نهادی ناظر (غیرحساس) رابطه مثبت با عملکرد شرکت دارد و مالکیت حساس ارتباطی با عملکرد شرکت ندارد. همچنین یافته‌ها نشان داد که هم تعداد مالکان نهادی و هم درصد مالکیت آنها رابطه معناداری با بازده جریانات نقدی عملیاتی دارند.

هر چند تحقیقات اشاره شده در بالا نقش نظارتی سرمایه‌گذاران را تایید می‌کنند اما برخی از تحقیقات انجام گرفته بیانگر این موضوع می‌باشد که سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح می‌دهند در شرکتهایی سرمایه‌گذاری نمایند که دارای سلامت مالی بالایی هستند و با توجه به تخصصی که در شناسایی این گونه شرکتها دارند، این محققان بیان می‌کنند آنطور که تحقیقات قبلی اشاره کرده اند سرمایه‌گذاران نهادی تاثیر مثبتی را بر راهبری شرکتی شرکت های سرمایه پذیر نمی‌گذارند بلکه این شرکت ها از ابتدا نیز دارای سلامت مالی بالایی بوده اند [۱۸، ۱۹].

ادماتی و پتلیدیر در سال ۱۹۹۴ به بررسی نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی پرداختند. یافته های آنها نشان دهنده این موضوع بود که سرمایه‌گذاران نهادی به طور موثر بر شرکت نظارت نمی‌کنند چرا که آنها از تجربه کافی برخوردار نبوده و از حضور مفت سواران نیز بسیار ناخشنودند [۱۰].

پوند (۱۹۸۸) نیز در تحقیقاتی که در این زمینه انجام داد به این نتیجه رسید نه تنها سرمایه‌گذاران نهادی به طور موثر بر شرکت نظارت نمی‌کنند بلکه ممکن است سیاست مدارانه با برخی درخواستهای مدیران نیز کنار بیایند.

پذیرفتن هر یک از دو خط مشی که در بالا ارائه گردید (و یا پذیرفتن هر دوی آنها)، پیش بینی ما در این مورد که شرکتهای با سطح سرمایه‌گذاران نهادی بالا دارای سلامت مالی بالایی نیز می‌باشند را تأیید می‌کند.

از طرف دیگر تحقیقاتی که در زمینه ارزشگذاری سهام شرکت‌ها صورت گرفته است بیانگر این موضوع است، وزنی را که بازار هنگام ارزشگذاری سهام یک شرکت به سودخالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌دهد تابعی از سلامت مالی شرکت‌ها است.

برگ استاهلر و دی‌چاو (۱۹۹۷) در تحقیقی به مطالعه‌ی وزنی را که بازار هنگام ارزشگذاری سهام به سودخالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌دهد پرداختند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد وزنی را که بازار هنگام ارزشگذاری سهام برای سودخالص در نظر می‌گیرد در شرکتهایی که دارای سلامت مالی بالایی می‌باشند بیشتر بوده و به گونه‌ای مشابه این وزن برای شرکت‌هایی که دارای سلامت مالی پایین‌تری هستند در مورد ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بیشتر است. آنها در تحقیق خود نسبت ROE را شاخصی برای سلامت مالی در نظر گرفته بودند.

بارث و دیگران (۱۹۹۸) نیز تحقیقی را در این زمینه انجام داده و به این نتیجه رسیدند که قدرت توضیح دهنده‌ی سود خالص در رابطه با قیمت سهام نسبت به قدرت توضیح دهنده‌ی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در شرکتهایی که دارای سلامت مالی بالا می‌باشند، بیشتر است.

آنها معیارهای ورشکستگی و نرخ بدهی را به عنوان دو شاخص برای سلامت مالی در نظر گرفتند.

کولینز و دیگران در سال ۱۹۹۹ نشان دادند که اولاً، وزنی را که بازار در زمان ارزشگذاری سهام به سود خالص نسبت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می دهد در شرکتهایی که سود گزارش می نمایند بیشتر از شرکت هایی است که در دوره جاری زیان گزارش کرده اند. دوماً، برای شرکت های زیان ده که دارای سلامت مالی بالایی هستند ویژگی اصلی برای بازار، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است زیرا انتظار بر این است که این شرکت ها در آینده زیان خود را جبران کرده و سود گزارش می نمایند [۱۵].

بطور خلاصه و با توجه به مطالبی که در بالا بیان گردید محققان در رابطه با سرمایه گذاران نهادی دو دیدگاه بیان می نمایند: (۱) سرمایه گذاران نهادی از طریق نقش نظارتی که ایفا می کنند باعث بهبود عملکرد و سلامت مالی شرکتها می گردند (۲) سرمایه گذاران نهادی ترجیح می دهند در شرکتهایی که دارای سلامت مالی بالایی هستند سرمایه گذاری نمایند.

از طرف دیگر تحقیقات نشان می دهد وزنی را که بازار در زمان ارزشگذاری سهام به سود خالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می دهد تابعی از سلامت مالی است. در نتیجه ما می توانیم پیش بینی نمائیم وزنی را که بازار در زمان ارزشگذاری سهام به سود خالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می دهد با سطح سرمایه گذاران نهادی شرکت در ارتباط می باشد و این موضوعی است که در این تحقیق به آن می پردازیم.

هرچند در رابطه با موضوع مورد اشاره در این پژوهش در ایران تحقیقی صورت نگرفته، اما در زمینه سرمایه گذاران نهادی چند تحقیق انجام گرفته است که در ادامه به آنها اشاره می گردد.

رحمان سرشت و مظلومی (۱۳۸۴) دریافتند، نهادها در نقش مالکان در شرکت های سهامی عام، قدرت کاهش هزینه های نمایندگی و اثرگذاری مثبت بر عملکرد را دارند. به علاوه نتایج پژوهش نشان م دهد، تأثیر مثبت سرمایه گذاران نهادی در شرکت های کوچکتر بیشتر بوده است.

مرادی (۱۳۸۶) وجود رابطه مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود را مشاهده نموده است، حال آن که تمرکز سرمایه گذاران نهادی، نه تنها نقشی در ارتقای کیفیت سود ندارد، بلکه بر اساس نتایج برخی مدل ها، سبب تنزل کیفیت سود نیز می شود.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) رابطه معنادار منفی بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی یافته اند. حساس یگانه و دیگران (۱۳۸۷) شواهدی را در ارتباط با تأثیر مثبت سرمایه گذاران نهادی بر ارزش شرکت فراهم آورده اند که نشان می دهد، سرمایه گذاران نهادی محرک هایی برای بهبود عملکرد دارند. نتایج همچنین بیانگر نبود رابطه بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت است و در نتیجه فرضیه همگرایی منافع در پژوهش آن ها تأیید نشده است.

کرمی (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود پرداخت. بر اساس نتایج تحقیق، تعداد مالکیت نهادی سبب ارتقای محتوای اطلاعاتی سود شرکت نمی شود و ممکن است آن را تنزل نیز ببخشد، حال آن که سطح مالکیت نهادی محتوای اطلاعاتی سود را کاهش نمی دهد بلکه امکان دارد سبب افزایش آن نیز شود.

مرادزاده و همکاران (۱۳۸۸)، به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام به عنوان مکانیزم داخلی حاکمیت شرکتی و مدیریت سود پرداختند. آن ها به این نتیجه رسیدند که بین سطح مالکیت نهادی سهام و تمرکز آن با مدیریت سود رابطه ای منفی و معنادار وجود دارد.

ابراهیمی کردلر و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی تاثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از ارتباط مثبت معنی دار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت است. یافته های این پژوهشگران عموماً بیانگر وجود رابطه مثبت معنی داری بین هر دو نوع مالکیت نهادی (اعم از فعال و منفعل) با عملکرد شرکت بوده و از این رو نمی توان ادعا کرد که فعال بودن یا نبودن نهادها بر نقش نظارتی آنها تاثیر دارد [۱].

مجتهدزاده (۱۳۹۰) به بررسی رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت د شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج پژوهش وی حاکی از آن است که بین مالکیت مدیریت و هزینه های نمایندگی، حسابداری مستقل و حق الزحمه مدیران رابطه ای وجود ندارد [۶].

فرضیه های تحقیق

فرضیه اول: در شرکتهایی که سود گزارش می کنند، هرچه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، وزنی را که بازار در زمان ارزشگذاری سهام به سودخالص می دهد در مقایسه با ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام افزایش می یابد.

فرضیه دوم: در شرکتهایی که زیان گزارش می کنند، هر چه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، وزنی را که بازار در زمان ارزشگذاری سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می دهد در مقایسه با سودخالص افزایش می یابد.

روش شناسی تحقیق

در این تحقیق ابتدا سعی می‌نمائیم تا نشان دهیم که سطح سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند به عنوان نماینده‌ای از سلامت مالی شرکتها در نظر گرفته شود. بدین منظور ابتدا نمونه اصلی خود را با توجه به شاخص آماری میانه به دو نمونه فرعی تحت عنوان شرکت‌های با سطح سرمایه-گذاران نهادی پایین و شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاران نهادی بالا تقسیم می‌کنیم. سپس بار دیگر نمونه اصلی را با توجه به اینکه شرکت سود گزارش کرده است یا زیان، به دو نمونه فرعی دیگر تقسیم می‌نمائیم. در ادامه نسبتها و معیارهایی را که در زیر تعریف نموده ایم برای هر یک از نمونه های فرعی محاسبه خواهیم نمود و انتظار داریم تا در شرکت‌هایی با سطح سرمایه‌گذاران نهادی بالا، بدون توجه به اینکه شرکت سود گزارش کرده است یا زیان، این معیارها و نسبتها بهتر از شرکت‌هایی باشند که در آنها سطح سرمایه‌گذاران نهادی پایین است. با توجه به این مشاهدات، ما می‌توانیم نتیجه گیری نماییم که سطح سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند نماینده‌ای برای سلامت مالی شرکتها باشد.

BTM: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار که از طریق تقسیم ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.

GROWTH: رشد فروش که عبارت است از تغییرات در فروش سال t نسبت به سال $t-1$

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام که از طریق تقسیم سود خالص بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در اول دوره محاسبه می‌گردد.

ROA: بازده دارائیه‌ها که از طریق تقسیم سود خالص بر ارزش کل دارائیه‌های شرکت در اول دوره محاسبه می‌گردد.

در بخش دوم تحقیق با استفاده از مدل رگرسیون زیر فرضیه های اول و دوم خود را آزمون خواهیم نمود.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 NI_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 D_{it} + \beta_4 NI_{it} D_{it} + \beta_5 BV_{it} D_{it} + \beta_6 INST_{it} + \beta_7 NI_{it} INST_{it} + \beta_8 BV_{it} INST_{it} + \beta_9 NI_{it} INST_{it} D_{it} + \beta_{10} BV_{it} INST_{it} D_{it} + u_{it},$$

P_{it} : قیمت سهام شرکت i در پایان سال مالی t

NI_{it} : سود هر سهم شرکت i که از طریق تقسیم سود خالص بر تعداد سهام در دست سهامداران بدست می آید.

BV_{it} : ارزش دفتری هر سهم شرکت i که از طریق تقسیم ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر تعداد سهام در دست سهامداران بدست می آید.

D_{it} : یک متغیر موهومی است که زمانیکه شرکت زیان گزارش نماید برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

$INST_{it}$: سطح مالکیت نهادی که از طریق تقسیم تعداد سهامی که در اختیار سرمایه گذاران نهادی قرار دارد بر تعداد کل سهام انتشار یافته شرکت بدست می آید.

در مدل رگرسیون فوق β_7 و β_8 به ترتیب رابطه بین سود خالص و سطح سرمایه گذاران نهادی و رابطه بین سطح سرمایه گذاران نهادی و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام برای شرکت هایی که سود گزارش می نمایند را نشان می دهد. همچنین β_9 و β_{10} به ترتیب رابطه بین سود خالص و سطح سرمایه گذاران نهادی و رابطه بین سطح سرمایه گذاران نهادی و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام برای شرکت هایی که زیان گزارش می نمایند را نشان می دهد. ناگفته

پیداست علامت این ضرایب نشان خواهند داد که فرضیه های اول و دوم این تحقیق رد یا پذیرفته خواهند شد.

در بخش اول تحقیق از آزمون تفاوت در میانگین دو جامعه استفاده شده است و در بخش دوم برای هر یک از ضرایب جزئی رگرسیون از آزمون t استیودنت و برای معناداری مدل رگرسیونی از آماره فیشر (F) استفاده شده است. لازم به ذکر است که برای ایجاد پایگاه داده ای مورد نیاز از نرم افزار Excel و برای آزمون فرضیه ها از نرم افزار Spss نسخه ۱۶ و Eviews نسخه ۶ استفاده گردیده است.

دوره مورد آزمون، جامعه و نمونه آماری تحقیق

دوره مورد تحقیق یک دوره زمانی نه ساله براساس صورتهای مالی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ می باشد. البته با توجه به این موضوع که برای محاسبه برخی متغیرها نیاز به تغییرات سال " t " نسبت به سال " $t-1$ " می باشد دوره تحقیق در رابطه با این متغیرها کاهش خواهد یافت.

شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری این تحقیق را تشکیل می دهند. از بین این شرکتها، شرکتهای واسطه گری مالی به سبب ماهیت خاص فعالیت حذف شده اند. در این تحقیق شرکتهایی مدنظر قرار خواهند گرفت که:

۱. از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ در بورس حضور داشته باشند.

۲. سال مالی آنها منتهی به پایان ماه اسفند باشد.

۳. در دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشد.

۴. اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.

بدین ترتیب ۱۰۵۳ سال- شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده اند.

یافته های تحقیق

همانطور که در قسمت روش شناسی تحقیق بیان گردید ابتدا کل نمونه را به دو نمونه فرعی با نام های شرکت های سودده و زیان ده تقسیم نمودیم. در مجموعه شرکت های سودده ($NI \geq 0$) تعداد مشاهدات ۹۳۲ سال- شرکت و در مجموعه شرکت هایی که زیان گزارش کرده اند ($NI < 0$) تعداد مشاهدات ۱۲۰ سال- شرکت است. سپس هر یک از این زیر مجموعه ها را با توجه به شاخص آماری میانه به دو زیر مجموعه دیگر با نام شرکت های با سطح سرمایه گذاران نهادی بالا و شرکت های با سطح سرمایه گذاران نهادی پایین تقسیم کردیم. مشخص است که در بخش شرکتهای سودده هر زیر مجموعه شامل ۴۶۶ سال- شرکت و در بخش شرکت هایی که زیان گزارش کرده اند هر زیر مجموعه شامل ۶۰ سال- شرکت می باشد.

نگاره شماره یک آمار توصیفی برای شرکتهایی را نشان می دهد که در سال مالی t سود گزارش کرده اند. همانطور که در نگاره قابل مشاهده است شرکت های با سطح سرمایه گذاران نهادی بالا سودآورتر بوده و نسبت ROE و ROA برای آنها به طور معناداری بیشتر از شرکت هایی است که سطح سرمایه گذاران نهادی در آنها پایین است. میانگین ROE (ROA) برای شرکت های با سرمایه گذاران نهادی بالا برابر با $52,28\%$ ($17,14\%$) می باشد در حالیکه مقدار این نسبتها برای شرکت های با سرمایه گذاران نهادی پایین برابر با $39,30\%$ ($12,32\%$) است. وجود چنین تفاوت معناداری بین این دو گروه از شرکت ها نشان دهنده یک رابطه مثبت بین سلامت مالی و سطح سرمایه گذاران نهادی می باشد و موضوعی که صحت این مطلب را افزایش می دهد این است که مقادیر این دو نسبت (ROE و ROA) تا سه سال بعد نیز برای شرکت های با سطح سرمایه گذاران نهادی بالا به طور معناداری بیشتر از شرکت های با سطح سرمایه گذاران نهادی پایین است. از طرف دیگر نسبت BTM در شرکتهای با سطح مالکیت

نهادی پایین به طور معناداری بزرگ تر از مقدار آن در شرکتهای با سطح مالکیت نهادی بالا است و این امر نشان دهنده ی این مطلب است که سرمایه گذاران نهادی هنگام ارزیابی شرکت ها، فرصت های رشد آتی را نیز در نظر می گیرند. سایر متغیر ها و معنی دار بودن یا نبودن تفاوت آنها را می توان در جدول زیر مشاهده نمود.

نگاره ۱. شرکتهایی که سود گزارش نموده اند										
سطح سرمایه گذاران نهادی پایین					سطح سرمایه گذاران نهادی بالا				اختلاف میانگین	
متغیر	تعداد	میانگین	میانه	انحراف استاندارد	تعداد	میانگین	میانه	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
INST	466	0.2362	0.18	0.1843	466	0.7853	0.8313	0.1576	48.934	0.000
ASSET	466	248.53	309.64	242.84	466	232.18	322.08	236.15	-1.042	0.298
BTM	463	0.644	0.512	1.0587	463	0.5362	0.4354	0.4639	-1.98	0.046
GROWTH	404	0.8039	0.7651	0.1779	404	0.1529	0.1158	0.2934	-0.733	0.464
ROE _t	457	0.393	0.3314	0.33	457	0.5228	0.3752	0.6034	4.028	0.000
ROA _t	457	0.1232	0.1007	0.0991	457	0.1714	0.1258	0.1384	6.037	0.000
ROE _{t+1}	421	0.3286	0.3085	0.5557	421	0.4725	0.3411	0.7451	3.161	0.0016
ROE _{t+2}	371	0.313	0.2785	0.5481	371	0.4607	0.3308	0.8961	2.708	0.007
ROE _{t+3}	318	0.2805	0.256	0.6071	318	0.3764	0.321	0.7711	2.756	0.006
ROA _{t+1}	421	0.1034	0.0859	0.112	421	0.1485	0.1112	0.1398	5.134	0.000
ROA _{t+2}	371	0.092	0.078	0.1159	371	0.1392	0.109	0.1442	4.908	0.000
ROA _{t+3}	318	0.0781	0.0672	0.1236	318	0.1255	0.0986	0.1491	4.382	0.000

آمار توصیفی در رابطه با شرکتهایی که زیان گزارش نموده اند در نگاره شماره ۲ ارائه گردیده است. هرچند تفاوت در میانگین نسبتهای این دو گروه فرعی در سطح اطمینان کمتری معنادار

می باشد و یکی از دلایل آن را می توان حجم نمونه پایین قلمداد کرد اما در مجموع نتایج بدست آمده در این نگاره با نتایج مربوط به شرکت های سودده مشابه می باشد بدین معنی که نسبت های ROE و ROA برای سال t و دو سال بعد از آن به طور معناداری برای شرکت های با سرمایه گذاران نهادی بالا نسبت به شرکت های با سرمایه گذاران نهادی پایین، بزرگ تر است و این نشان دهندهی این است که شرکت های با سرمایه گذاران نهادی بالا دارای درماندگی مالی کمتری نسبت به شرکت های با سرمایه گذاران نهادی پایین می باشند. سایر اطلاعات در مورد شرکت های زبان ده را می توان در جدول صفحه بعد مشاهده نمود.

[illegible]

				استاندارد				استاندارد		
INST	60	0.1504	0.1048	0.1341	60	0.8331	0.851	0.1357	48.934	’,’’’
ASSET	60	238.13	241.47	186.02	60	211.01	221.83	267.56	-0.753	0.453
BTM	60	0.8494	0.734	1.782	60	0.2925	0.2562	1.6391	-2.798	0.006
GROWTH	51	0.0192	0.0162	0.212	51	0.0312	0.0201	0.0335	0.29	0.772
ROE _t	60	-	-		60	-	-			
		0.7333	0.6528	0.013	60	0.2931	0.1563	0.835	2.193	0.03
ROA _t	60	-	-		60	-	-			
		0.2032	0.1425	0.2534	60	0.1171	0.1034	0.0788	2.513	0.013
ROE _{t+1}	49	-	-		49	-	-			
		0.5158	0.4763	0.1977	49	0.2027	0.2225	0.1503	2.93	0.0042
ROE _{t+2}	40	-	-		40	-	-			
		0.4564	0.4418	0.2025	40	0.1642	-0.181	0.1636	2.01	0.047
ROA _{t+1}	49	-	-		49	-	-			
		0.1821	-0.177	0.0205	49	0.1049	0.1573	0.0253	2.325	0.022
ROA _{t+2}	40	-	-		40	-	-			
		0.1706	-0.162	0.0212	40	0.0991	0.1034	0.0233	2.267	0.026

نگاره ۳. عملکرد شرکت و تغییرات در سطح سرمایه گذاران نهادی										
متغیر	کاهش در سطح سرمایه گذاران نهادی				افزایش در سطح سرمایه گذاران نهادی				تفاوت در میانگین	
	تعداد	میانگین	میانه	انحراف استاندارد	تعداد	میانگین	میانه	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
LINST	569	0.5632	0.5883	0.0139	366	0.4974	0.5559	0.0162	-	0.002
INST	569	0.5009	0.5038	0.0137	366	0.5512	0.6445	0.0161	3.075	0.017
ASSET	569	244.90	253.32	10.26	366	246.58	245.13	12.63	2.380	0.918
BTM	569	0.6640	0.6475	0.9621	366	0.4145	0.3810	0.0675	0.103	0.001

GROWTH	569	0.1081	0.0904	0.0116	366	0.1642	0.1117	0.0233	2.368	0.018
ROEt	569	0.3177	0.2991	0.0348	366	0.5059	0.3629	0.0487	3.220	0.001
ROAt	569	0.0710	0.0771	0.0097	366	0.1092	0.1033	0.0103	2.771	0.005
LINST یک وقفه در سطح سرمایه گذاران نهادی می باشد.										

به طور خلاصه، داده های انعکاس یافته در نگاره های ۱ و ۲ و ۳ نشان می دهند با توجه به نسبت های ROE و ROA برای سال جاری و سال های آتی (بدون در نظر گرفتن این موضوع که شرکت در سال جاری سود یا زیان گزارش کرده است)، شرکت هایی که سطح سرمایه-گذاران نهادی در آنها بالاتر است نسبت به شرکت هایی که سطح سرمایه گذاران نهادی پایین تری دارند، از سلامت مالی بالاتری برخوردارند. در نتیجه پیش بینی را که با توجه به ادبیات تحقیق، مبنی بر اینکه سطح سرمایه گذاران نهادی در شرکت را می توان به عنوان نماینده ای از سلامت مالی شرکت در نظر گرفت، انجام داده بودیم تأیید می گردد.

با توجه به نتایج بدست آمده در بالا و به منظور آزمون فرضیه های تحقیق، مدل رگرسیون اشاره شده در قسمت روش شناسی تحقیق را اجرا نموده و به نتایج زیر دست یافتیم.

نگاره شماره ۴. نتایج حاصل از مدل چندگانه خطی				
$P_{it} = 137.60 + 4.18NI_{it} + 0.89BV_{it} - 223.21D_{it} - 5.57NI_{it} D_{it} + 0.74BV_{it} D_{it} + 2988.05 INST_{it} + 3.64NI_{it} INST_{it} - 4.05BV_{it} INST_{it} - 1.67NI_{it} INST_{it} D_{it} + 4.02BV_{it} INST_{it} D_{it} + u_{it},$				
متغیر	علامت قابل پیش بینی	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	-/+	137.6001	0.22314	0.8235
NI	+	4.188967	12.6980	0.0000
BV	+	0.89108	4.21893	0.0000
D	-/+	-223.218	-	0.8121

	0.23774			
0.0000	- 4.91802	-5.5789	-	NI*D
0.0148	- 2.44210	0.7479	+	BV*D
0.0069	2.70626	2988.05	-/+	INST
0.0000	7.17348	3.64715	+	NI*INST
0.0000	- 6.63290	-4.0575	-	BV*INST
0.3079	- 1.02022	-1.67762	-/+	NI*INST*D
0.0000	5.09842	4.02892	+	BV*INST*D
F آماره : 129.554		R ² : 0.546 تعدیل شده		
F معناداری آماره : 0.000		آماره دوربین - واتسون : 1.88		

آماره F در نگاره شماره ۴ نشان دهنده معناداری کلی رگرسیون برازش شده در سطح اطمینان ۹۹ درصد است. مطابق با پیش بینی، ضریب و آماره t متغیر NI و BV برای شرکت هایی که سود گزارش نموده اند مثبت و معنادار می باشد. از طرفی برای شرکت های زیان ده ضریب متغیر NI منفی و ضریب متغیر BV مثبت و معنادار شده است. دو متغیر NI*INST و BV*INST به ترتیب رابطه بین سطح سرمایه گذاران نهادی و سود خالص و رابطه بین سطح سرمایه گذاران نهادی و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام برای شرکت هایی که سود گزارش می نمایند را نشان می دهد. ضریب NI*INST مثبت و معنادار و ضریب BV*INST طبق انتظارات منفی و معنادار است. این نتایج فرضیه اول تحقیق مبنی بر اینکه در شرکت های سودده، هر چه سطح سرمایه گذاران نهادی بیشتر باشد وزنی را که بازار در زمان ارزشگذاری سهام به سود خالص می دهد در مقایسه با ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام افزایش می یابد را

مورد تأیید قرار می‌دهد. از طرف دیگر دو متغیر $NI*INST*D$ و $BV*INST*D$ به ترتیب رابطه بین سود خالص و سطح سرمایه گذاران نهادی و رابطه بین سطح سرمایه گذاران نهادی و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام را برای شرکت های زیان ده نشان می‌دهد. ضریب $BV*INST*D$ بطور معناداری مثبت است در نتیجه فرضیه دوم تحقیق مبنی بر اینکه در شرکت هایی که زیان گزارش می‌کنند، هر چه سطح سرمایه گذاران نهادی بیشتر باشد وزنی را که بازار در زمان ارزشگذاری سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌دهد افزایش می‌یابد نیز مورد تأیید قرار می‌گیرد.

همانطور که در بالا بیان گردید و با عنایت به نتایج بدست آمده، فرضیه های اول و دوم تحقیق تأیید می‌گردد و این نتایج با یافته های کولینز و دیگران (۱۹۹۹) و دالیوال و دیگران (۲۰۱۰) مطابقت دارد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

در این تحقیق تلاش گردید تا تاثیر سطح سرمایه گذاران نهادی بر وزنی که بازار در هنگام ارزشگذاری سهام به سودخالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌دهد، بررسی گردد. این تحقیق از آن منظر دارای اهمیت است که در ایران تحقیقات اندکی پیرامون این موضوع صورت گرفته است. به طور کلی شواهد تحقیق در قسمت اول حاکی از آن است که سطح سرمایه گذاران نهادی با سلامت مالی شرکت ها رابطه مستقیم دارد بدین معنی که با افزایش سطح سرمایه گذاران نهادی، بدون توجه به اینکه شرکت سود گزارش کرده است یا زیان، سلامت مالی شرکت نیز افزایش می‌یابد. در بخش دوم تحقیق که به آزمون فرضیه ها پرداختیم، شواهد حاصل از فرضیه اول بیان می‌کند در شرکت هایی که سود گزارش می‌کنند هر چه سطح سرمایه گذاران نهادی بیشتر باشد وزنی را که بازار در زمان ارزشگذاری سهام به سود

خالص می دهد در مقایسه با ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام افزایش می یابد. همچنین شواهد تحقیق بیانگر آن است که در شرکت های زیان ده، هر چه سطح سرمایه گذاران نهادی بیشتر باشد وزنی را که بازار در زمان ارزشگذاری سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می دهد در مقایسه با سود خالص افزایش می یابد. (مطابق با فرضیه دوم تحقیق)

با عنایت به نتایج این تحقیق، پیشنهادات زیر قابل ارائه است:

۱. از آنجا که برخی از سرمایه گذاران نهادی دارای دیدگاه بلندمدت بوده و نماینده ای در هیات مدیره شرکت منصوب می کنند و دارای انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیریت هستند (سرمایه گذاران نهادی فعال) و برخی دیگر دارای دید کوتاه مدت و گذرا بوده و تنها به سودهای کوتاه مدت علاقه مند می باشند (سرمایه گذاران نهادی غیر فعال)، پیشنهاد می شود در تحقیقات آتی ماهیت ارتباط بین سرمایه گذاران نهادی و وزنی را که بازار هنگام ارزشگذاری سهام به سود خالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می دهد از طریق تقسیم سرمایه گذاران نهادی به نهادهای با نماینده در هیات مدیره و نهادهای بدون نماینده در هیات مدیره تقسیم و بررسی گردد.
۲. در این تحقیق نقش سرمایه گذاران نهادی در صنایع مختلف به طور جداگانه مورد آزمون قرار نگرفته است. پیشنهاد می شود ارتباط سرمایه گذاران نهادی با وزنی را که بازار در هنگام ارزشگذاری سهام به سود خالص و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می دهد به تفکیک در صنایع مختلف بررسی شود.

منابع

۱. ابراهیمی کردلر، علی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی، (۱۳۸۹)، تأثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۸، ص ۱۰۴-۱۱۹.
۲. حساس یگانه یحیی، (۱۳۸۹)، سرمایه گذاران نهادی، ماهنامه حسابداری، شماره ۱۶۴
۳. حساس یگانه یحیی، مرادی محمد، اسکندر هدی، (۱۳۸۷)، بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۰۷، ص ۵۲-۱۲۲
۴. رحمان سرشت حسین، مظلومی نادر. (۱۳۸۴) رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات مدیریت شماره ۴۷، ص ۸۵-۱۰۰
۵. کرمی غلامرضا. (۱۳۸۷) بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۴، ص ۸۱-۱۰۰

۶. مجتهدزاده، ویدا، (۱۳۹۰)، رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۵، ص ۸۵-۹۸

۷. مرادزاده فرد، ناظمی اردکانی مهدی، غلامی رضا، فرزانی حجت اله. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۵، ص ۸۵-

۹۸

۸. مرادی محمد. (۱۳۸۶)، بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

۹. نمازی محمد، کرمانی، احسان، (۱۳۸۷)، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، ص ۸۳-۱۰۰

10. Admati, A., Petleidere, P. and zechner. L. (1994). "Large Shareholder, risk sharing, and financial market equilibrium", Journal of political economy, 94: 461-480.

11. Agarwal P. Institutional Ownership and Stock Liquidity
2008; Working paper. <http://ssrn.com/>
12. Barth, M. E., W. H. Beaver, and W. R. Landsman (1998)
“Relative Valuation Roles of –Equity Book Value and Net
Income as A Function of Financial Health”. Journal of
Accounting and Economics 25, 1-34.
13. Burgstahler, D., and I. Dichev (1997) “Earnings,
Adaptation and Equity Value”. The Accounting Review 72,
187-215.
14. Bushee, B. J. (1998) “The Influence on Institutional
Investors on Myopic R&D Investment Behavior”. The
Accounting Review 73, 305-333.
15. Collins, D. W., M. Pincus, and H. Xie (1999) “Equity
Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value
of Equity”. The Accounting Review 74, 29-61.
16. Cornett, Marcia Millon, Marcus, Alan J, Saunders, Anthony
and Tehranian, Hassan (2007), “The impact of

institutional ownership on corporate operating performance”, *Journal of Banking & Finance* 31:1771-1794

17. Dan S. Dhaliwal, Oliver Zhen Li, and Hong Xie (2010) "Institutional Investors, Financial Health, and Equity Valuation". *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics* 17, 151-173.
18. Del Guercio, D. (1996) "The Distorting Effect of the Prudent-Man Laws on Institutional Equity Investments". *Journal of Financial Economics* 40, 31-62.
19. Hessel, C. A, and M. Norman (1992) "Financial Characteristics of Neglected and Institutionally Held Stocks". *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 7, 313-330.
20. Pound, J. (1988), "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 237-65.

21. Shleifer, A., and R. W. Vishny (1986) "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
22. Shleifer, A., and R. W. Vishny (1997) "A Survey of Corporate Governance". *Journal of Finance* 52, 737-783.
23. Velury, U. and D.S. Jenkins (2006). "Institutional Ownership and The Quality of Earnings", *Journal of Business Research*, 59:1043-1051.