

## رابطه بین مالکیت نهادی و نوسانات قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر حسن مهر منش

استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

علی اندرز جاده کناری

دانشجوی کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد بین المللی کیش

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۷/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۱۲/۱۴

### چکیده:

این پژوهش به رابطه دو طرفه و متقابلی بین مالکیت نهادی و نوسانات قیمتی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. در راستای این هدف، کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که صورتهای مالی (ترازنامه، صورت حساب سود و زیان) و اطلاعات مورد نیاز را در سالهای ۱۳۸۶-۱۳۹۰ ارائه داده بودند، مورد بررسی قرار گرفتند. در مجموع ۹۵ شرکت از صنایع مختلف انتخاب شدند. به منظور آزمون فرضیه ها از رگرسیون چند متغیره (روش ایتر) استفاده شد و معنی دار بودن آنها با استفاده از آماره  $F$  و  $t$  صورت گرفت؛ همچنین برای آزمون خود همبستگی مدل از آزمون دورین- واتسون استفاده شده است. نتایج حاصل از این پژوهش رابطه مثبت معناداری بین مالکیت نهادی بزرگتر و افزایش نوسان قیمتی سهام تأیید می شود ولی رابطه دوطرفه و متقابلی بین مالکیت نهادی و نوسانات قیمتی تأیید نشد.

**واژه های کلیدی:** مالکیت نهادی، نوسان کل قیمت سهام، اندازه شرکت، اهرم، عملکرد

### **Survey about relation between institutional ownership and stocks price fluctuations in acceptable companies in stock exchange of Tehran.**

This research surveys bilateral and reciprocal relation between institutional ownership and stocks price fluctuations in acceptable companies in stock exchange of Tehran. In line with this purposes, All of the acceptable companies in stock exchange of Tehran be surveyed on the basis of that, they had presented financial account (balance sheet, profit and detriment account and necessary information in 2007-2011. In totally be selected 95 companies of different industries. For hypothesis test be used of multiple variable regression (Inter method) and their meaning done by  $F$  and  $T$ . too, for model self-cohesiveness be used of Camera- Watson test. The result of the research shows that between received results of this research be confirmed meaning full relation between institutional ownership and stocks price fluctuations. But not confirmed bilateral and reciprocal relation between institutional ownership and stocks price fluctuations.

## مقدمه

بررسی ساختار بازار سرمایه در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه ای که متعهد به پیشرفت در بازار سرمایه خود هستند، نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی سهم قابل توجهی از بازار سرمایه و تولید ملی را به خود اختصاص داده و روز به روز بر اهمیت نقش آن ها در نظام مالی و تقویت فضای رقابتی افزوده می شود و این گروه از سهامداران در بازار سرمایه به عنوان سهامداران مسلط ایفای نقش می کنند. از آنجا که هدف اصلی سهامداران نهادی از سرمایه گذاری در سهام شرکت ها دستیابی به سود و نهایتاً افزایش ثروت آنها است، نوسانات قیمت سهام از اهمیت خاصی برای این گروه از سهامداران برخوردار است فلذا سهامداران نهادی احتمالاً تلاش خواهند کرد تا در اتخاذ تصمیم های اثرگذار بر نوسانات قیمت سهام تاثیرگذار باشند. در این پژوهش این موضوع مورد بررسی قرار گرفته است.

در سال های اخیر، مالکیت نهادی در بازارهای اوراق بهادار اروپا و امریکا رشد چشمگیری را نشان می دهد [۷]. در ایران نیز، شاهد حضور سازمان ها و مؤسساتی با عنوان سرمایه گذاران نهادی هستیم که شامل مؤسسه های بیمه ای اعم از سازمان های تأمین اجتماعی، صندوق های بازنشستگی، شرکت های بیمه بازرگانی و همچنین شرکت های سرمایه گذاری و نهادهای بخش عمومی و شبه دولتی هست [۳].

از اینرو ترکیب سهامداران شرکت های مختلف، متفاوت شده اند بخشی از مالکیت شرکت ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت های مالی منتشره اتکاء می کنند این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت ها در اختیار سهامداران حرفه ای عمده قرار دارد که بر خلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی باارزش درباره چشم اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه گذاری های بلندمدت شرکت، از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می گیرد.

بدریناث، جرال و جایانت<sup>۱</sup> (۱۹۸۹)، آربل و واربل<sup>۲</sup> (۱۹۸۳) پیشنهاد کرده اند که کاهش در معاملات سرمایه گذاران نهادی منجر به کاهش نوسان قیمت در مقایسه با افزایش آن می گردد. سیاز و استارک<sup>۳</sup> (۱۹۹۷)، ناسینگر و سیاز<sup>۴</sup> (۱۹۹۹) و گریفین، هریس و توپوگلو<sup>۵</sup> (۲۰۰۳) همگی شواهدی دال بر تأثیر مثبت مالکیت نهادی بر بازخورد مثبت معاملاتی ارائه داده اند. نتایج پژوهش بالا همگی دال بر تأثیر مالکیت نهادی بر میزان نوسانات قیمت سهم است. اما محیط تجاری ایران

<sup>3</sup>Badrinath, S.G., D.G., Gerald, and R.K., Jayant

<sup>4</sup> Arbel

<sup>5</sup> Sias, R.W., and L., Starks

<sup>6</sup> Nofsinger, J.R., and R.W., Sias

<sup>7</sup>Griffin, J., J., Harris, and S., Topaloglu

با توجه به سهم شناور پایین بازار و محدودیت در دامنه نوسان قیمت و عدم تقارن بالاتر نسبت به بازار های سرمایه کشورهای غربی این سوال مطرح می شود که آیا مالکیت نهادی بر نوسانات قیمت تاثیر گذار است ؟

### پیشینه پژوهش

### پژوهش های خارجی:

پژوهش های زیادی در زمینه تاثیرات نوع مالکیت (به خصوص مالکیت نهادی) در خارج از ایران انجام شده است.

تسای و گو<sup>۶</sup> [۱۷] ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت ها برای سال های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ را مورد پژوهش قرار دادند. این پژوهش نشان داد که سرمایه گذاران نهادی در شرکت های مورد بررسی ممکن است به سرمایه گذاران این صنعت کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهد افزون بر این موسسات مالی مایل هستند تا در شرکت های بزرگ باهرم مالی پایین تر سرمایه گذاری کنند.

کرت و دیگران<sup>۷</sup> [۱۰] ارتباط بین وجود سرمایه گذاران نهادی و عملکرد عملیاتی شرکت های بزرگ را بررسی کردند. این پژوهش ارتباط قابل توجهی بین بازده جریان وجوه نقد عملیاتی شرکت ها با درصد مالکیت سهام نهادی و همچنین سهامداران نهادی را نشان می دهد. البته این ارتباط فقط برای یک زیر مجموعه از سرمایه گذاران نهادی دیده شده است.

روبین [۱۴] به بررسی نوع مالکیت و نقدشوندگی سهام پرداخت و دریافت که میزان مالکیت شاخصی برای فعالیت معاملاتی است و تمرکز مالکیت شاخصی برای کژگزینی و عدم تقارن اطلاعاتی است. او به این نتیجه رسید که نقدشوندگی به شکل با اهمیتی به مالکیت سهامداران نهادی مرتبط است. نقدشوندگی با افزایش سطح مالکیت بیشتر می شود و با افزایش تمرکز مالکیت کاهش می یابد.

چانگ و دیگران [۹] به بررسی آثار راهبری شرکتی و همچنین ساختار مالکیتی بر نقدشوندگی پرداختند. آنها دریافتند مالکان نهادی سبب ایجاد نقدشوندگی بیشتر شده اند.

اگاروال [۷] به بررسی رابطه بین نقدشوندگی و مالکیت نهادی از دو منظر کژگزینی و کارایی اطلاعاتی پرداخت. او به رابطه ای غیرخطی بین مالکیت نهادی و نقدشوندگی دست یافت. در سطوح مالکیت پایین تر فرضیه کژگزینی حاکم است؛ درحالیکه با افزایش سطح مالکیت نهادها نقدشوندگی افزایش می یابد. به این معنی که هر دو کارکرد ایجاد کژگزینی و کارایی اطلاعاتی نهادها وجود دارد و در تعامل با یکدیگر هستند.

کوئو به رابطه بین ساختار مالکیتی و نقد شوندگی بازار در کشورهای برزیل و شیلی پرداخته است. بررسی او نشان داده است دارندگان بلوک های بزرگ سهام موجب کاهش قابلیت دسترسی به سهام شناور در بازار و در نتیجه کاهش نقدشوندگی بازار می شوند.

یان میگل ساهوت و سامی قربی [۱۶] به رابطه بین مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعات در شرکتهای حاضر در بورس اوراق بهادار فرانسه پرداختند. آنها دو فیلتر اطلاعات نامتقارن بدین منظور استفاده نموده اند: مالکیت نهادی و پوشش

<sup>۶</sup> Tsaia & Gu

<sup>۷</sup> Cornett et al

اطلاعاتی تحلیل گران آنها به این نتیجه رسیدند که شرکتهایی که تحت پوشش تحلیلی زیادی از تحلیل گران می باشند تمایل زیادی به کاهش نوسانات بازده و قیمت سهام خود دارند. ارتباط مثبت با اهمیت و دوطرفه ای بین نوسان قیمت و مالکیت بلوکی نهادهای سرمایه گذار شناسایی گردید که باعث تأثیر بر رفتار سرمایه گذاری مالکان نهادی می شوند.

### پژوهش های داخلی:

رحمان سرشت و مظلومی [۳] به بررسی رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و آنها به این نتیجه رسیدند که نهادها در نقش مالکان در شرکت های سهامی عام، قدرت کاهش هزینه های نمایندگی و اثرگذاری مثبت بر عملکرد را دارایی باشند. بعلاوه نتایج پژوهش آنها نشان می دهد که تأثیر مثبت نهادها در شرکت های کوچک تر، بیشتر بوده است.

زارع [۴] به بررسی عوامل مؤثر بر قابلیت نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت و نتیجه تحقیق او نشان داد که نقد شوندگی سهام در درجه اول رابطه نزدیکی با حجم معاملات و در درجه دوم با ارزش شرکت دارد. همچنین نقدشوندگی با ریسک سهام رابطه معکوس دارد.

مرادی (۱۳۸۶) به بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود پرداخت. نتیجه این پژوهش وجود رابطه مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود را نشان داد 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.

ابراهیم کردلر [۱] نشان داد که با افزایش مالکیت نهادی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سهامداران کاهش می یابد و سهامداران بهتر می توانند بر عملکرد شرکت و مدیر نظارت کرده و تضاد منافع را کاهش دهند. یافته های تحقیق نوروش و همکاران نیز موید این موضوع است.

اسلامی بیدگلی و سارنج [۲] معیار نقدشوندگی یعنی نسبت گردش سهام منتشره را در مدل مارکویتز ادغام کرده و از آن برای تشکیل پورتفوی بهینه کمک گرفتند. آن ها دریافتند که نقدشوندگی یکی از معیارهای مورد توجه سرمایه گذاران است.

حساس یگانه، مرادی و اسکندری به بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند. این پژوهش شواهدی را در ارتباط با تأثیر مثبت سرمایه گذاران نهادی بر ارزش شرکت فراهم آورد که نشان می دهد، سرمایه گذاران نهادی محرک هایی برای بهبود عملکرد دارند و به علاوه توان مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی کنند، تنبیه می شوند.

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.

نمازی و کرمانی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند نتایج این پژوهش نشان داد که رابطه معنادار منفی بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی وجود دارد.

مرادزاده و همکاران به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران 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.

رحمانی، حسینی و رضاپور به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام پرداختند و نتایج این پژوهش نشان داد، بین میزان مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و تمرکز مالکیت نهادی موجب کاهش نقدشوندگی سهام شرکت ها می شود. این روابط هم در مورد معیارهای معاملاتی نظیر حجم معاملات، درصد سهام شناور و هم در مورد معیارهای اطلاعاتی مانند شکاف قیمتی عرضه و تقاضای سهام مشاهده شده است.

مهرانی و همکاران به بررسی رابطه بین سرمایه گذاری نهادی و کیفیت گزارشگری مالی پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر روابط متناقضی بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود است و همچنین سرمایه گذاران نهادی با وقفه گزارشگری رابطه منفی دارند در این پژوهش رابطه معنی داری بین سرمایه گذاری نهادی و کیفیت سودیافت نشده است.

### جامعه آماری و روش نمونه گیری<sup>۸</sup>:

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۶ تا پایان سال ۱۳۹۰ می باشد.

برای تعیین نمونه پژوهش شرکت های طبق جدول-۱ در نظر گرفته می شود:

#### جدول ۱ - تعداد نمونه پژوهش

تعداد	تعداد	شرح
۴۳۶		کل شرکتهای پذیرفته شده در بورس تا پایان سال ۱۳۹۰
	۲۳۶	تعداد شرکتهای پذیرفته شده که در قلمرو زمانی از سال ۱۳۸۶ تا ۹۰
	۶۶	تعداد شرکتهایی که در گروه واسطه گری مالی ( بانکها ، سرمایه گذاریها )
	۱۰	شرکتهایی که ۲ بار سهام آنها در بورس اوراق بهادار مورد معامله فرارنگرفته باشد
	۶۵	عدم دسترسی به گزارشهای مالی
(۱۴۱)		مجموعه شرکتهای حذف شده
۹۵		تعداد شرکتهای مورد بررسی

جهت تجزیه و تحلیل داده از صفحه گستر EXCEL و نرم افزار SPSS16 استفاده گردید برای آزمون فرضیات از تحلیل رگرسیون استفاده خواهد شد.

<sup>8</sup> Sample selection

به صورت خلاصه مجموعه روشهای آماری که برای تجزیه و تحلیل این پژوهش مورد استفاده قرار می گیرد در جدول ۲- آورده شده است:

### جدول ۲ - مجموعه روشهای آماری

ردیف	آزمون	کاربرد در پژوهش
۱	آزمون کلموگروف - اسمیرونوف (K-S)	جهت سنجش نرمال بودن توزیع متغیرهای پژوهش
۲	آزمون t استودنت	جهت سنجش معنی دار بودن ضرایب متغیرهای پژوهش
۳	ضریب همبستگی پیرسون	جهت سنجش میزان وابستگی بین متغیرهای پژوهش
۴	آزمون F فیشر	جهت تعیین معنی دار بودن مدل رگرسیون
۵	آزمون دورین واتسون (D-W)	جهت بررسی نبود مشکل خود همبستگی بین جملات پسماند

#### فرضیه های پژوهش:

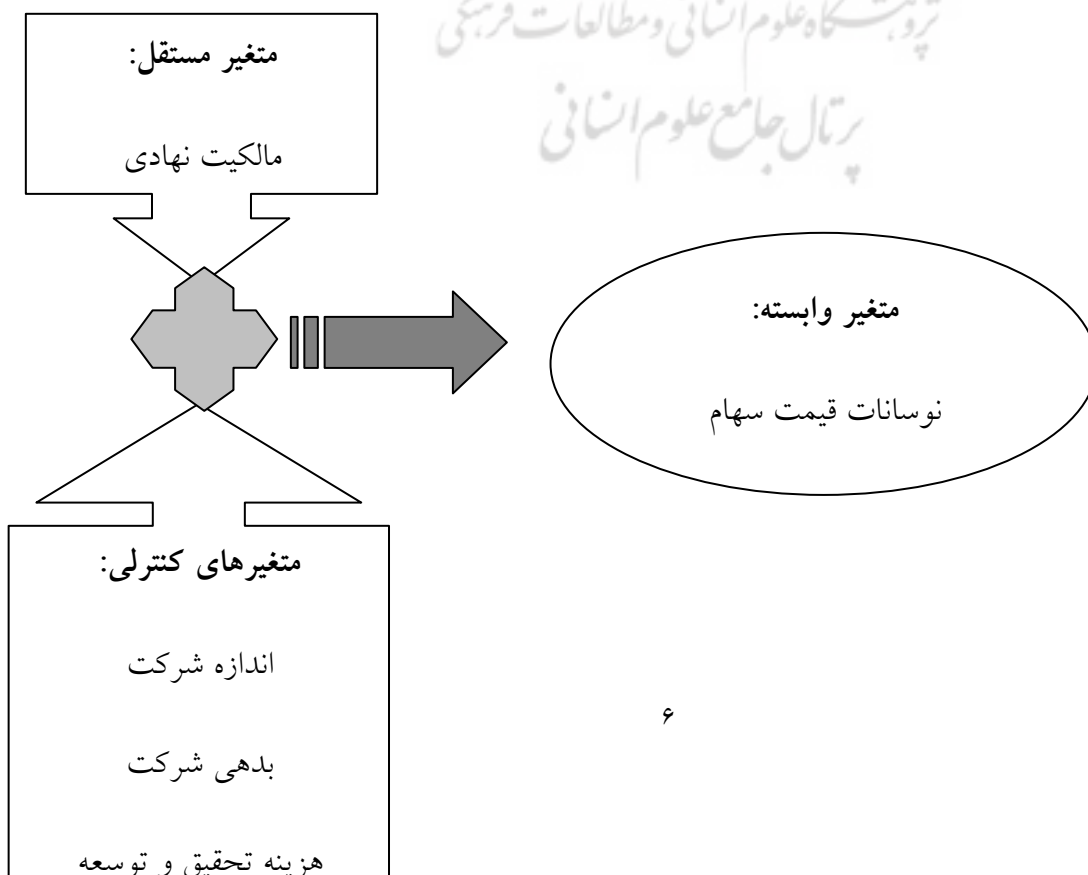
به منظور انجام پژوهش حاضر دو فرضیه به شرح زیر طراحی گردیده است:

**فرضیه اول:** رابطه مثبت معناداری بین مالکیت نهادی بزرگتر و افزایش نوسان قیمتی سهام شرکت ها وجود دارد.

**فرضیه دوم:** رابطه دوطرفه و متقابلی بین مالکیت نهادی و نوسان قیمتی سهام شرکت ها وجود دارد.

#### متغیرهای پژوهش:

در پژوهش حاضر با توجه به فرضیه های تبیین شده، متغیرهای پژوهش به شرح شکل ۱- تعریف می شود:



### نتایج آزمون فرضیه های پژوهش:

جدول ۳- توصیف شاخصهای مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش را نشان می دهد:

جدول ۳ - آمار توصیفی داده ها

متغیرها	نماد	دامنه	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
مالکیت نهادی	INST	۰/۹۲	۰/۰۰	۰/۹۲	۰/۴۸	۰/۲۱
نوسانات قیمت سهام	RISK	۶۳/۹۰	-۰/۹۱	۶۲/۹۹	۱۱/۹۹	۸/۰۹
توبین Q	Q	۲/۹۹	۰/۰۳	۳/۰۱	۱/۱۰	۰/۵۸
اندازه	SIZE	۸/۰۶	۱۰/۱۵	۱۸/۲۱	۱۳/۵۸	۱/۵۶
اهرم	DEBT	۰/۷۷	۰/۱۸	۰/۹۵	۰/۶۶	۰/۱۵
سود تقسیمی	DIVID	۴/۲۵	۰/۰۶	۵/۵۴۷۷	۰/۵۴۶۳۳	۰/۲۹۸
هزینه تحقیق و توسعه	R&D	۱/۶۵	۳/۸۴	۲/۴۶۵۹	۰/۳۰۹۳۱	۰/۰۹۶

در جدول ۳- مشاهده می شود که متغیر مالکیت نهادی دارای میانگین ۰/۴۸ بوده که بیشترین عدد این متغیر ۰/۹۲ و کمترین آن صفر بوده است در نوسانات قیمت سهام نیز مشاهده می شود که دارای میانگینی به مقدار ۱۱/۹۹ بوده که بیشترین مقدار این متغیر ۶۲/۹۹ و کمترین آن ۰/۹۱- می باشد. هم چنین در جدول ۳- مشاهده می شود که میانگین متغیر کنترلی اندازه شرکت دارای میانگینی به مقدار ۱۳/۵۸ که بیشترین مقدار آن ۱۸/۲۱ و کمترین مقدار آن ۱۰/۱۵ بوده است. متغیر اهرم و Q توبین به ترتیب دارای میانگینی به مقدار ۰/۶۶ و ۱/۱۰ بوده که بیشترین مقدار این متغیر به ترتیب ۰/۹۵ و ۳/۰۱ و کمترین مقدار این متغیرها به ترتیب ۰/۱۸ و ۰/۰۳ می باشد.

متغیر سود تقسیمی دارای میانگین ۰/۵۴ و حداکثر آن برابر با ۵/۵۴ است و جدول ۳- نشان می دهد که حداقل این متغیر ۰/۰۶ است. همچنین در جدول ۳- سایر مشخصات آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان داده شده است.

### آزمون نرمال بودن داده ها:

با توجه به اینکه در پژوهش روش همبستگی بکار برده شده است، لازم است ابتدا نرمال بودن یا نبودن توزیع متغیرهای مورد بررسی در آزمون همبستگی مشخص گردد.

جدول ۴ - آزمون کلموگروف- اسمیرنوف

مالکیت نهادی	نوسانات قیمت سهام	سود تقسیمی	توبین Q	اندازه شرکت	اهرم	
۰/۴۸	۱۱/۹۹	۰/۰۶	۱/۱	۱۳/۵۸	۰/۶۶	میانگین
۰/۲۱	۸/۰۹	۰/۰۸۱	۰/۵۸	۱/۵۶	۰/۱۵	انحراف معیار
۱/۷۵	۱/۸۷	۳/۴۵	۱/۲	۲/۱۳	۰/۹۸	مقدار آماره کلموگروف اسمیرنوف
۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	۰/۰۰۴	۰/۱۱۱	۰/۰۰۰	۰/۲۸۳	سطح معنی داری

**جدول ۴-** مشاهده می شود که سطح معنی داری برای آزمون کلموگروف اسمیرنوف برای متغیرهای اهرم (۰/۲۸۳) و Q توبین (۰/۱۱۱) که بیشتر از ۵ درصد بوده بنابراین این متغیرها دارای توزیع نرمالی است. سطح معنی داری آزمون کلموگروف اسمیرنوف برای سایر متغیرهای این پژوهش کمتر از ۵ درصد می باشد بنابراین این داده ها دارای توزیع نرمال نمی باشند ( با حذف داده های پرت در این متغیر و استفاده از تابعهای ریاضی نیز داده های این متغیر نرمال نشدند).

### آمار استنباطی:

برای آزمون این فرضیه ها از تحلیل رگرسیون به روش Enter استفاده شده است برای اجرای این آزمون می بایست پیش فرضیه تحلیل رگرسیون اجرا شود تا نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون قابل استفاده باشند.

فرضیه اول: رابطه مثبت معناداری بین مالکیت نهادی بزرگتر و افزایش نوسان قیمتی سهام شرکت ها وجود دارد.

H0: رابطه مثبت معناداری بین مالکیت نهادی بزرگتر و افزایش نوسان قیمتی سهام شرکتها وجود ندارد.

H1: رابطه مثبت معناداری بین مالکیت نهادی بزرگتر و افزایش نوسان قیمتی سهام شرکتها وجود دارد.

جهت سنجش فرضیه اول در این تحقیق از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$RISK_{i,t} = \alpha + \beta \cdot INST_{i,t} + \beta 1 \cdot SIZE_{i,t} + \beta 2 \cdot DEBT_{i,t} + \beta 3 \cdot R\&D_{i,t} + \beta 4 \cdot Q_{i,t} + \beta 5 \cdot DIVID_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

فرض استقلال خطاها از یکدیگر مدل اول:



جهت آزمون استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین واتسون استفاده می شود. همانطور که در جدول-۵ مشاهده می شود مقدار دوربین - واتسون به دست آمده ۱/۸۶۹ می باشد که بین ۱/۵ و ۲/۵ است بنابراین فرضیه استقلال خطاها پذیرفته می شود.

### جدول ۵ - خلاصه مدل اول

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	خطای معیار برآورد	دوربین- واتسون
اول	۰/۴۶۸۸	۰/۲۱۹	۰/۲۱۱	۰/۲۷۴۶۸	۱/۸۶۹

همانطور که از جدول-۵ مشاهده می شود که ضریب همبستگی به دست آمده ۰/۴۶ می باشد که حاکی از همبستگی خوب بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته می باشد. مقدار ضریب تعیین استاندارد به دست آمده ۰/۲۱ می باشد. بنابراین فقط تقریباً ۲۱٪ تغییر در متغیر وابسته مدل ناشی از تغییرات در متغیرهای مستقل مدل می باشد و به عبارت دیگر فقط ۲۱ درصد از تغییر در نوسانات قیمت سهام ناشی از متغیرهای مستقل مدل است.

### بررسی وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته مدل اول:

جهت آزمون وجود رابطه هم خطی بین متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون پارامتریک F فیشر استفاده می شود و از تجزیه و تحلیل ANOVA در این پژوهش استفاده شده است. همانطور که در جدول -۶ دیده می شود سطح معنی داری آزمون F کمتر از ۵ درصد (صفر) بوده است بنابراین طبق این جدول فرض وجود رابطه خطی بین متغیر مستقل و وابسته و وجود رابطه خطی در مدل پژوهش تایید می شود. و می توان از رگرسیون خطی جهت تجزیه و تحلیل فرضیات استفاده کرد.

### جدول ۶ - تجزیه و تحلیل واریانس

مدل	جمع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	F	معنی داری	
اول	رگرسیون	۱۲/۸۷۱	۶	۲/۱۴۵	۲۸/۴۳۳	۰/۰۰۰۸
	باقیمانده	۴۵/۸۷۳	۶۰۸	۰/۰۷۵		
	کل	۵۸/۷۴۴	۶۱۴			

### بررسی معنی داری ضرایب برآورد شده مدل اول پژوهش:

در جدول -۷ مشاهده می شود که ضریب برآورد شده برای متغیر مالکیت نهادی (INST) برابر با ۰/۰۰۹ است که با توجه ستون معنی داری مشاهده می شود که ضریب برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است زیرا معناداری آن ۰/۰۰۱ است و این عدد کمتر از ۵٪ سطح خطای پذیرفته شده در این پژوهش است. بنابراین وجود رابطه ای معنادار در سطح اطمینان ۹۵٪ بین مالکیت نهادی و نوسانات قیمت سهام شرکت ها تایید می شود. و با توجه به اینکه ضریب برآورد

شده برای متغیر مالکیت نهادی (INST) برابر با ۰/۰۰۹ است و این ضریب مثبت است نشان دهنده این مطلب می باشد که این رابطه مثبت است بنابراین فرضیه اول پژوهش تایید میشود.

جدول ۷ - ضرایب متغیرهای مدل اول

RISK <sub>i,t</sub> = α + β. INST <sub>i,t</sub> + β 1.SIZE <sub>i,t</sub> + β 2.DEBT <sub>i,t</sub> + β 3.R&D <sub>i,t</sub> + β 4.Q <sub>i,t</sub> + β 5. DIVID <sub>i,t</sub> + ε <sub>i,t</sub>								
متغیرها	ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد شده	T	معنی داری	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
اول	(Constant)	۱/۱۴۳	۰/۱۲۲		۹/۳۸۰	۰/۰۰۰		
	INST	۰/۰۰۹	۰/۰۴۱	۰/۰۰۸	۰/۲۱۴	۰/۰۰۱	۰/۹۵۱	۱/۰۵۱
	SIZE	۰/۲۵۵	۰/۰۲۱	۰/۴۵۰	۱۲/۳۶۲	۰/۰۰۰	۰/۹۶۹	۱/۰۳۲
	DEBT	۰/۱۳۷	۰/۰۶۲	-۰/۰۸۴	-۲/۲۰۵	۰/۰۲۸	۰/۷۷۴	۱/۲۹۲
	R&D	-۰/۰۵۶	۰/۰۳۲	-۰/۰۶۶	-۱/۷۱۴	۰/۰۸۷	۰/۹۸۲	۱/۰۱۹
	Q	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۰۴۰	-۱/۱۲۱	۰/۲۶۳	۰/۹۴۴	۱/۲۱۵
	DIVID	۰/۰۱۹	۰/۰۴۲	۰/۰۱۷	۰/۴۵۴	۰/۶۵۰	۰/۷۷۴	۱/۲۹۲

a. Dependent Variable: RISK

همچنین در جدول فوق مشاهده می شود که ضریب برآورد شده برای اندازه شرکت (SIZE) برابر با ۰/۲۵۵ است که با توجه ستون معنی داری مشاهده می شود که ضریب برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است (معنی داری این ضریب برابر با صفر است که کمتر از ۵٪ است) بنابراین رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ بین اندازه شرکت و نوسانات قیمت سهام شرکت ها تایید می شود. همچنین در جدول ۷- ضرایب سایر متغیرهای مدل و معنی داری هر یک نشان داده شده است. که مشاهده می شود ضریب متغیرهای بدهی (DEBT) که از نسبت مجموع بدهی ها تقسیم بر مجموع دارایی ها در این پژوهش استفاده شده است معنادار است و این به معنای وجود رابطه معنادار بین بدهی و نوسانات قیمت سهام می باشد ولی سایر متغیرهای پژوهش هیچگونه رابطه با نوسانات قیمت سهام براساس یافته های این پژوهش ندارند.

### بررسی همخطی متغیرهای مستقل مدل اول:

در بررسی همخطی متغیرهای مستقل در جدول ۷- مشاهده می شود، مقدار VIF برای اکثر متغیرها، مقادیری بزرگتر از ۰/۲ و کوچکتر از ۱۰ می باشند و لذا نتیجه می گیریم بین متغیرهای مستقل این مدل رگرسیونی همخطی وجود ندارد. بنابراین این در بکارگیری مدل رگرسیون چندگانه بر روی مشاهدات محدودیتی وجود ندارد.

### فرضیه دوم: رابطه دو طرفه و متقابلی بین مالکیت نهادی و نوسان قیمتی سهام شرکت ها وجود دارد.

H0: رابطه دوطرفه و متقابلی بین مالکیت نهادی و نوسان قیمتی سهام شرکت ها وجود ندارد

H1: رابطه دوطرفه و متقابلی بین مالکیت نهادی و نوسان قیمتی سهام شرکت ها وجود دارد

جهت سنجش فرضیه دوم در این تحقیق از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$INST_{i,t} = \alpha + \beta \cdot RISK_{i,t} + \beta_1 \cdot SIZE_{i,t} + \beta_2 \cdot DEBT_{i,t} + \beta_3 \cdot R\&D_{i,t} + \beta_4 \cdot Q_{i,t} + \beta_5 \cdot DIVID_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

### فرض استقلال خطاها از یکدیگر مدل دوم:

همانطور که در جدول ۸- مشاهده می شود مقدار دوربین - واتسون به دست آمده ۱/۷۹۸ می باشد که بین ۱/۵ و ۲/۵ است بنابراین فرضیه استقلال خطاها پذیرفته می شود.

جدول ۸ - خلاصه مدل دوم

دوربین - واتسون	خطای معیار برآورد	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی	مدل
۱/۷۹۸	۰/۹۱۹۶۴	۰/۰۱۲	۰/۰۲۵	۰/۱۵۹	دوم

همانطور که از جدول ۸- مشاهده می شود که ضریب همبستگی به دست آمده ۰/۱۵۹ می باشد که حاکی از همبستگی بالای بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته در مدل دوم تحقیق می باشد. مقدار ضریب تعیین استاندارد به دست آمده ۰/۰۲۵ می باشد. بنابراین تقریباً ۲٪ تغییر در متغیر وابسته مدل ناشی از تغییرات در متغیرهای مستقل های تعریف شده در مدل دوم می باشد.

### بررسی وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته در مدل دوم:

همانطور که در جدول ۹- که خروجی نرم افزار می باشد دیده می شود سطح معنی داری آزمون  $F$ ، ۰/۰۴۵ بوده است و چون این ضریب کمتر از ۵٪ است. بنابراین طبق این جدول فرض وجود رابطه خطی بین متغیر مستقل و وابسته و وجود رابطه خطی در مدل دوم پژوهش تایید می شود.

جدول ۹ - آنالیز واریانس

معنی داری	F	میانگین مربعات	درجه آزادی	جمع مربعات	مدل
۰/۰۴۵	۱/۹۸۵	۱/۶۷۹	۷	۱۱/۷۵۴	رگرسیون
		۰/۸۴۶	۵۳۸	۴۵۵/۰۱۲	باقیمانده
			۵۴۵	۴۶۶/۷۶۶	کل

### بررسی معنی داری ضرایب برآورد شده مدل دوم پژوهش:

در جدول ۱۰- مشاهده می شود که ضریب برآورد شده برای متغیر نوسانات قیمت سهام ( $RISK$ ) برابر با ۰/۲۸۸ است که با توجه ستون معنی داری مشاهده می شود که ضریب برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار نیست چون مقدار خطای مشخص شده بیشتر از ۵٪ می باشد (۰/۰۷۷) بنابراین فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه دوطرفه و متقابلی بین مالکیت نهادی و نوسان قیمتی سهام شرکتها رد می شود.

جدول ۱۰ - ضرایب متغیرهای مدل دوم

$INST_{i,t} = \alpha + \beta \cdot RISK_{i,t} + \beta 1 \cdot SIZE_{i,t} + \beta 2 \cdot DEBT_{i,t} + \beta 3 \cdot R\&D_{i,t} + \beta 4 \cdot Q_{i,t} + \beta 5 \cdot DIVID_{i,t} + \epsilon_{i,t}$								
مدل	ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد شده	T	معنی داری	همخطی		
	ضرایب	خطا	بتا			تلورانس	عامل تورم واریانس	
دوم	(Constant)	۲/۰۴۴	۰/۵۴۱		۳/۷۸۱	۰/۰۰۰		
	RISK	۲۸۸	۰/۴۰۵	۰/۱۱۷	۰/۷۱۲	۰/۰۷۷	۰/۰۶۷	۱۴/۹۴۴
	SIZE	۰/۰۴۰	۰/۲۲۰	۰/۰۱۰	۰/۱۸۰	۰/۸۵۷	۰/۶۱۴	۱/۶۲۸
	DEBT	-۰/۰۷۶	۰/۶۱۸	-۰/۰۲۰	-۰/۱۲۲	۰/۹۰۳	۰/۰۶۷	۱۵/۰۲۱
	R&D	۰/۲۵۱	۰/۲۹۸	-۰/۰۴۶	-۰/۸۴۴	۰/۰۳۹۹	۰/۶۱۸	۱/۶۱۷
	Q	-۰/۰۷۷	۰/۰۹۳	-۰/۰۴۲	-۰/۸۲۹	۰/۴۰۷	۰/۶۹۷	۱/۴۳۴
	DIVID	۲/۷۶۰۶	۰/۰۰۰	۰/۰۹۶	۱/۸۸۴	۰/۰۶۰	۰/۷۰۰	۱/۴۲۹

همچنین مشاهده می شود که ضریب متغیر هزینه های تحقیق و توسعه (R&D) در این مدل ۰/۲۵۱ است که با توجه به ستون معناداری این ستون مشاهده می شود که این ضریب نیز در سطح خطای ۵٪ معنادار است بنابراین رابطه معناداری بین هزینه تحقیق و توسعه شرکت ها و مالکیت نهادی شرکت ها یافت شد. همچنین ضرایب برآورد شده و معناداری آن ها در جدول فوق نشان داده شده است.

### بررسی همخطی متغیرهای مستقل مدل دوم:

در بررسی همخطی متغیرهای مستقل در جدول ۱۰- مشاهده می شود، مقدار VIF برای اکثر متغیرها، مقادیری بزرگتر از ۰/۲ و کوچکتر از ۱۰ می باشند و لذا نتیجه می گیریم بین متغیرهای مستقل این مدل رگرسیونی همخطی وجود ندارد بنابراین- این در بکارگیری مدل رگرسیون چندگانه بر روی مشاهدات محدودیتی وجود ندارد.

### نتیجه گیری

با توجه به یافته های پژوهش مشاهده می شود که ضریب برآورد شده برای متغیر مالکیت نهادی (INST) برابر با ۰/۰۰۹ است که با توجه ستون معنی داری مشاهده می شود که ضریب برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است زیرا معناداری آن ۰/۰۰۱ است و این عدد کمتر از ۵٪ سطح خطای پذیرفته شده در این پژوهش است. بنابراین وجود رابطه ای معنادار در سطح اطمینان ۹۵٪ بین مالکیت نهادی و نوسانات قیمت سهام شرکت ها تایید می شود. و با توجه به اینکه ضریب برآورد شده برای متغیر مالکیت نهادی (INST) برابر با ۰/۰۰۹ است و این ضریب مثبت است نشان دهنده این مطلب می باشد که این رابطه مثبت است بنابراین فرضیه اول پژوهش تایید می شود.

و نیز با توجه به یافته های پژوهش مشاهده می شود که ضریب برآورد شده برای متغیر نوسانات قیمت سهام (RISK) در مدل رگرسیونی که جهت تجزیه و تحلیل این فرضیه مورد استفاده قرار گرفته است برابر با ۰/۲۸۸ است که با توجه ستون معنی داری مشاهده می شود که ضریب برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار نیست چون مقدار خطای

مشخص شده بیشتر از ۵٪ می باشد (۰/۰۷۷) بنابراین فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه دوطرفه و متقابلی بین مالکیت نهادی و نوسان قیمتی سهام شرکت ها رد می شود.

### پیشنهادهای برای پژوهش های آینده

- ۱- بررسی ارتباط بین نوع مالکیت و عملکرد شرکت ها.
- ۲- بررسی عوامل موثر بر نوسانات قیمت سهام و بهترین زمان خرید و فروش سهام توسط سرمایه گذاران.
- ۳- بررسی ارتباط نوع مالکیت شرکت ها و افشای اطلاعات آنها.
- ۴- بررسی تاثیر خصوصی سازی و تغییر مالکیت شرکت ها بر حجم معاملات سهام آنها.
- ۵- بررسی ارتباط بین نوع مالکیت شرکت ها و بازده سهام آنها در صنایع مختلف.

### منابع

۱. ابراهیمی کردلر، علی، (۱۳۸۹)، "تاثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۵-۱۳۷۷)"، **نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۸، صص ۷-۸.
۲. اسلامی بیدگلی و سارنج، (۱۳۸۷)، "انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین بازدهی، انحراف معیار بازدهی و نقد شوندگی در بورس اوراق بهادار تهران"، **بورسیهای حسابداری و حسابرسی**، شماره ۱۵ (۵۳)، صص ۳-۱۶.
۳. 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، صص ۸۵-۱۱۰.
۴. زارع استخریجی، مجید، (۱۳۸۶)، "بررسی عوامل مؤثر بر قابلیت نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع).

۵. طالبی، محمد، "شناخت ابعاد مدیریت نقدینگی در شرکتها"، **نشریه تحقیقات مالی**، دوره ۱۱ و ۱۲، صص ۱۲۶-۱۱۰.

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

7. Agarwal, P., (2008), "Institutional Ownership and Stock Liquidity", Working paper. <http://ssrn.com/>
8. Attanasio, O., (1990), "Asset price volatility and information structures", **Economics Letters**, Vol. 33, No. 2, PP. 159-164.
9. Chung Kee, H., John Elder and Jang-Chul Kim, (2008), "Corporate Governance and Liquidity", **European Financial Management Association Journal**.
10. Cornett, Marcia Millon, Marcus, Alan, Tehranian, Hassan and Saunders, Anthony, (2007), "The impact of institutional ownership on corporate operating performance", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 31, PP. 1771-1794.
11. Cueto Diego C., (2009), "Market Liquidity and Ownership Structure with weak protection for minority shareholders: evidence from Brazil and Chile", Working paper. <http://ssrn.com/>
12. Dennis P. J., J. Weston, (2001), "Who's informed? An analysis of stock ownership and informed trading", working paper. <http://ssrn.com/>
13. Gennotte G. and H., Leland, (1990), "Market liquidity, hedging, and crashes", *American Economic Review*, Vol. 80, PP. 999-1021
14. Rubin A., (2007), "Ownership level, ownership concentration and liquidity", **Journal of Financial Markets**, Vol. 10, No. 3, PP. 219-248.
15. Sattar A. Mansi, Harford, Jarrad and William F. Maxwell, (2008), "Corporate governance and firm cash holdings in the US", **Journal of Financial Economics**, Vol. 87, PP. 535-555.

16. Sahut Jean Michel and Sami Gharbi and Hidaya Othmani Gharbi, (2010), "Stock volatility, Institutional ownership and analyst coverage", Working paper, <http://ssrn.com/>
17. Tsaia, H. and Z. Gu, (2007), "The Relationship Between Institutional ownership and Casino Firm Performance", **Hospitality Management**.

