



## بررسی ارتباط افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی غیر منتظره

مهدی مرادی<sup>۱</sup>  
الهام پرنده<sup>۲</sup>  
زکیه مرندی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۷/۰۴

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۲/۲۸

### چکیده

مطالعه حاضر با هدف بررسی ارتباط بین افق دید سهامداران نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی غیر منتظره انجام شده است. این مطالعه از نوع مطالعات توصیفی-همبستگی است. به منظور دستیابی به هدف پژوهش تعداد ۸۶ شرکت از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به عنوان نمونه انتخاب شد. مطالعه حاضر شامل سه فرضیه بود که ارتباط بین افق دید سهامداران نهادی در حالت کلی، و افق دید سهامداران نهادی بلند مدت و کوتاه مدت با سودهای تقسیمی غیر منتظره را مورد بررسی قرار می دهد. جهت تحلیل فرضیه های پژوهش از آزمون رگرسیونی پانل دیتا با استفاده از نرم افزارهای Eviews7 و Spss20 بهره گرفته شد. یافته های پژوهش حاکی از آن بود که افق دید سهامداران نهادی در حالت کلی و افق دید کوتاه مدت و بلند مدت آنان بر سود تقسیمی غیر منتظره به عنوان معیاری از محتوای اطلاعاتی سودهای غیر منتظره، تاثیر معکوس و معناداری دارد. لذا بهبود افق سرمایه گذاران نهادی باعث کاهش اختلاف مقدار سود پیش بینی شده و سود تقسیمی واقعی می گردد.

**واژه های کلیدی:** افق دید سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران نهادی بلند مدت. سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت، سود تقسیمی غیر منتظره.

۱- استاد گروه حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، دانشکده علوم اداری اقتصادی، مشهد، ایران. (نویسنده مسئول)  
mhd\_moradi@um.ac.ir

۲- دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد، مشهد، ایران. elhamparandeh52@yahoo.com

۳- دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد، مشهد، ایران. zk.marandi@yahoo.com

## ۱- مقدمه

در پایان هر سال مالی، درصدی از سود گزارش شده توسط شرکت‌ها بین سهامداران تقسیم می‌شود. این که چه مقدار از سود قابل تقسیم است و به چه شکل تقسیم خواهد شد؛ موضوعی است که برای سهامداران حائز اهمیت است. در واقع سیاست تقسیم سود عامل مهمی در تصمیم‌گیری سهامداران بالقوه و فعلی می‌باشد و سهامداران به دنبال راهی برای پیش‌بینی سیاست‌های تقسیم سود و عوامل تأثیرگذار بر آن هستند. با توجه به اینکه مدیران شرکت‌ها طبیعتاً ترجیح می‌دهند به جای پرداخت سود به سهامداران، وجوه نقد مازاد را در شرکت نگهداری کنند، در نتیجه این سوال مطرح می‌شود که چه کسی می‌تواند آنان را به پرداخت سود سهام وادار کند. گرینستین و میشل<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) سرمایه‌گذاران نهادی را عاملی مهم برای نظارت و فشار بر مدیران در پرداخت سود سهام می‌دانند.

گسترش بازارهای سرمایه و پراکندگی سهامداران شرکت‌های سهامی، باعث شده که سهامداران از قدرت و اشتیاق لازم برای محدود کردن اعمال مدیران برخوردار نباشند. در نتیجه به علت جدایی مالکیت از کنترل در شرکت‌های سهامی، نخستین شواهد در مورد تأثیرپذیری عملکرد شرکت از مالکیت و کنترل به دست می‌آید. بنابراین منطقی به نظر می‌رسد که عملکرد شرکت‌هایی که سهامداران عمده آن دارای سهام بیشتری باشند بهتر از دیگر شرکت‌ها باشد (بیابانی و رضی کاظمی، ۱۳۹۲).

سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ زیادی در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های آنان را تحت تأثیر قرار دهند (هاشمی و کمالی، ۱۳۹۰). نتایج برخی مطالعات نشان می‌دهد شرکت‌هایی که دارای مالکیت نهادی هستند در مقایسه با مالکیت شرکتی، مدیریتی و سهامداران حقیقی، سود بیشتری بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند (بیابانی و رضی کاظمی، ۱۳۹۲).

سودهای غیر منتظره از عواملی هستند که موجب نگرانی سهامداران شده و امنیت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می‌دهند. هر چه میزان سود غیر منتظره بیشتر باشد نوسان قیمت سهام شدیدتر بوده و هر چه نوسان قیمت سهام بیشتر باشد نگرانی سهامداران افزایش و امنیت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار کاهش می‌یابد که در نهایت موجب خروج سرمایه‌گذاران از بورس، رکود سرمایه‌گذاری، عدم تخصیص بهینه منابع و همچنین رکود اقتصادی کشور خواهد داشت (پالت و ویلسون<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰).

تاکنون در تحقیقات متعددی، نقش و تأثیر عوامل مختلف بر سیاست‌های تقسیم سود و سودهای غیر منتظره مورد بررسی قرار گرفته است اما به نقش افق دید سهامداران نهادی به عنوان

یکی از عوامل تاثیرگذار بر سودهای غیر منتظره، به ویژه در ایران توجهی صورت نگرفته است. از این رو سوال اصلی پژوهش حاضر این است که آیا افق دید سهامداران نهادی، از تاثیر معناداری بر سودهای غیر منتظره برخوردار است؟. با توجه به اینکه در رابطه با مسئله پیش رو تاکنون در ایران پژوهشی صورت نگرفته است، در نتیجه وجود مطالعات در زمینه موضوع فوق، دارای ضعف اساسی می باشد از این رو انجام مطالعه حاضر نه تنها ادبیات جدیدی را به ادبیات موجود می‌افزاید بلکه می‌تواند نقش بسزایی را در آگاهی بازار سرمایه و سازمان‌ها در جهت توسعه روافزون نقش هر چه بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی در اداره امور سازمان‌ها ایفا نماید.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بازده در فرایند سرمایه‌گذاری، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۲). بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران دارای اهمیت است زیرا اغلب تلاش سرمایه‌گذاران با هدف کسب بازده صورت می‌گیرد (دارایی، ۱۳۹۵). تفاوت بین بازده واقعی سهم و بازده مورد انتظار را بازده غیر عادی یا سود غیر منتظره می‌گویند که این بازدهی‌ها می‌تواند مثبت یا منفی باشد (برگر و بوناسرسی، ۲۰۱۰).  
به عقیده برخی محققان سودهای غیر منتظره موجب ایجاد تغییرات در عکس العمل قیمت سهام می‌گردد (جانسون و ژائو، ۲۰۱۲). این سودها برای مدیران و سرمایه‌گذاران مهم هستند زیرا مدیران عقیده دارند با افزایش سودهای غیر منتظره مثبت، قیمت سهام افزایش و با افزایش سودهای غیر منتظره منفی، قیمت سهام کاهش می‌یابد (گراهام<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۵). اسکینر و اسلوان<sup>۶</sup> (۲۰۰۲) نیز معتقدند سودهای غیر منتظره مثبت یا منفی، در چرخه‌های مختلف عمر شرکت متفاوت هستند و در بنگاه‌های بالغ نسبت به دیگر بنگاه‌ها، سود غیر منتظره رابطه شدیدتری با واکنش بازار دارد. یکی از عوامل تاثیرگذار در این بازدهی‌های غیر عادی، عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد. اگر یک مجموعه اطلاعاتی، پیش از ارائه به عموم در اختیار افراد خاصی قرار گیرد آنان می‌توانند به بازده غیر عادی دست یابند که این امر تاکید بر ارزش اطلاعات است. تئوری نمایندگی وجود تضاد بین سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی شرکت را تصدیق می‌کند. تحقیقات نشان می‌دهند که شرکت‌های در حال توسعه، موضوعی برای مشکلات نمایندگی هستند که از تضاد بین سهامداران کنترلی و اقلیت حاصل می‌شود (سانگ<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۵). افراد درون سازمان به حفظ و نگهداری وجود نقد موجود در سازمان و به کارگیری آن در جهت منافع خودشان گرایش دارند؛ در حالی که اگر این وجوه بین سهامداران توزیع شود، کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش جریان‌های نقدی آزاد را به همراه دارد.

ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران نهادی قرار دارد. مالکان نهادی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. با توجه به حجم سرمایه‌گذاری مالکین نهادی، حضور آنان موجب نظارت بر مدیریت می‌شود. این موضوع می‌تواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه مدت سودآوری موجب توجه به حداکثرسازی ارزش بلند مدت شرکت شود (پارتو<sup>۸</sup>، ۲۰۰۹). بنابراین رواج این نوع مالکیت می‌تواند نقش اساسی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیرونی داشته باشد (بابائی زکلیکی، ۱۳۸۷).

سهامداران نهادی، مستقل هستند بنابراین می‌توانند در نظارت بر سهامداران کنترلی موثرتر باشند. تحقیقات نشان می‌دهد که سود سهام نقش مهمی را در نظارت بر مدیران و کاهش هزینه‌های نمایندگی بین افراد داخل شرکت و سهامداران خارج از شرکت ایفا می‌کند. پرداخت سود سهام به سهامداران، مقدار وجه نقد تحت کنترل افراد داخلی و در نتیجه فرصت افراد درون سازمان را برای صرف وجوه نقدی شرکت در جهت منافع خود، کاهش می‌دهد. بنابراین استدلال می‌شود که سهامداران نهادی بتوانند مدیران را به پرداخت سود سهام وادار نمایند (کائو و همکاران، ۲۰۱۶). به نظر تانگ و نینگ<sup>۹</sup> (۲۰۰۴) سرمایه‌گذاران نهادی متفاوت از سرمایه‌گذاران فردی می‌باشند زیرا آنان در هدایت و نظارت بر عملکرد مدیران شرکت بیشتر فعال هستند. همچنین به خاطر توانایی که در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف دارند، آگاه‌تر از دیگران می‌باشند. این سرمایه‌گذاران، سود سهام را به عنوان یک ابزار برای مقابله با هزینه‌های نمایندگی و جریان نقد آزاد می‌دانند (جوری<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۱۷).

سرمایه‌گذاران نهادی خود به دو گروه با افق دید کوتاه مدت و بلند مدت تقسیم می‌گردند. سهامداران نهادی کوتاه مدت، سرمایه‌گذاران موقتی هستند که بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلند مدت. ارزیابی عملکرد و رتبه بندی عملکرد این سهامداران، انگیزه‌هایی را در آنان برای اتخاذ افق کوتاه مدت ایجاد می‌کند. این افق کوتاه مدت، سهامداران نهادی را از انجام هزینه‌های نظارت باز می‌دارد؛ زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آن‌ها شود. تمرکز افراطی و بیش از حد بر روی عایدات جاری توسط این گروه از سهامداران نهادی می‌تواند موجب ایجاد محرک‌های مختلف برای مدیران شرکت‌ها برای انجام مدیریت سود فزاینده درآمد به جهت بالا بردن عایدات جاری شود.

در مقابل سهامداران نهادی بلند مدت دارای افق بلند مدت سرمایه‌گذاری هستند و به ارزش ذاتی سهام در مقابل عایدات جاری توجه دارند و به همین دلیل مانع اجرای مدیریت سود فزاینده

درآمد توسط مدیران می‌شوند. دیدگاه سهامداران نهادی بلند مدت بیان می‌کند هنگامی که مالکیت سهام شرکت در بین عده کمی از سهامداران نهادی متمرکز باشد، مشکلات جدایی مالکیت و کنترل کاهش می‌یابد. هنگامی که سهامی که نهادها مالک آن هستند افزایش یابد، خروج از شرکت هزینه بیشتری دارد، زیرا فروش‌های عمده سهام معمولاً مستلزم تخفیفات عمده است. همچنین چون این سهام‌های عمده، ارزش پولی زیادی دارند، در صورت غیر فعال ماندن سهامداران نهادی 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. محققان اعتقاد دارند مالکیت عمده سهامداران نهادی به آن‌ها اجازه می‌دهد تا بر فعالیت مدیران شرکت‌ها نظارت کنند. این امر موجب ایجاد اطمینان در مدیران برای انتخاب سطحی از سرمایه‌گذاری می‌شود که نتیجه آن حداکثر کردن ارزش بلند مدت شرکت به جای اهداف کوتاه مدت سودآوری باشد (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۹).

نظارت سهامداران نهادی، ممکن است تاثیر ویژه‌ای بر روی جنبه‌های مختلف رفتاری شرکت مانند سودآوری، عملکرد شرکت، سیاست‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب سیاست‌های اجرایی و مالی داشته باشد (علی نژاد و بحرینی، ۱۳۹۲). در این زمینه مطالعات مختلفی که توسط سایر پژوهشگران صورت گرفته است نتایج مختلفی را به همراه داشته است. به عنوان مثال نتایج مطالعه هان و همکاران در سال ۱۹۹۹ نشان می‌دهد که پرداخت سود سهام به طور مثبتی با مالکیت نهادی در ارتباط است. گومپرز و متریک<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۱) اثر تقاضای سهامداران نهادی را بر قیمت و بازده سهام بررسی کردند و نشان دادند که سهامداران نهادی بزرگ در فاصله سالهای ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۶ سهام خود را مضاعف کردند که این عامل خود باعث افزایش ۵۰ درصدی قیمت سهام شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک شده است. نتایج مطالعه یان و ژانگ در سال ۲۰۰۹ رابطه مثبتی را بین مالکیت نهادی و بازده سهام آتی نشان داد.

کاستاوسن<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۹) در پژوهش خود میزان نقش سهامداران نهادی و موقت را در به وجود آوردن سودهای غیر منتظره بررسی کردند. نتایج آن‌ها نشان داد که شواهد بسیار کمی در خصوص انتفاع سهامداران موقت از سودهای غیر منتظره وجود دارد و این سرمایه‌گذاران هیچ نقشی در تعیین ریسک و نقدینگی شرکت ایفا نمی‌کنند. گونزالس<sup>۱۳</sup> و همکاران (۲۰۱۰) نیز بیان کردند تمرکز مالکیت پایین، تاثیر منفی بر پرداخت سود سهام و تمرکز مالکیت بالا تاثیر مثبت بر پرداخت سود سهام دارد.

در مطالعه‌ای دیگر چنین استدلال شد که بین درصد مالکیت سهامداران خرد و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد (لی<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۰). برزین<sup>۱۵</sup> و همکاران (۲۰۱۲) نتیجه

گرفتند که تمرکز مالکیت بالاتر در میان شرکت های خصوصی نروژ، با پرداخت سود تقسیمی بالاتر برای سهامداران اقلیت همراه است. زیرا سهامداران کنترلی با پرداخت سود سهام بیشتر به سهامداران اقلیت، اعتبار خود را بهبود می بخشند.

لو<sup>۱۶</sup> و همکاران (۲۰۱۲) با مطالعه شرکت های چینی دریافتند که مالکیت متمرکز، اثر منفی بر پرداخت سود سهام دارد و این شرکت ها سود سهام کمتری دارند. چانگ<sup>۱۷</sup> و همکاران (۲۰۱۵) رابطه مثبتی را بین مالکیت نهادی بلند مدت با نسبت پرداخت سود سهام دریافتند. آن ها چنین استدلال کردند که این رابطه در شرکت هایی با هزینه های نمایندگی بالاتر و زمانی که نظارت خارجی کمتر است برجسته تر می گردد. نتایج تحقیق صورت گرفته توسط جانگ وی<sup>۱۸</sup> و همکاران (۲۰۱۵) نشان داد همبستگی مثبت معناداری بین مالکیت دولتی و پرداخت سود نقدی و رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت خصوصی و پرداخت سود سهام وجود دارد. امین<sup>۱۹</sup> و همکاران (۲۰۱۵) نشان دادند حضور سهامداران نهادی به طور منفی بر سودهای غیر منتظره اثر می گذارد که نشان می دهد سرمایه گذاران نهادی، محتوای اطلاعاتی سود سهام اعلام شده را کاهش می دهند. آن ها معتقدند برای درک پویای بین مالکیت نهادی و محتوای اطلاعاتی اعلان سود سهام، بررسی افق دید سهامداران نهادی مهم می باشد. همچنین نتایج تحقیق النجار و کیلین کارسلان<sup>۲۰</sup> (۲۰۱۶) نشان داد که مالکیت خارجی و مالکیت دولتی به احتمال کمی با پرداخت سود سهام مرتبط هستند در حالی که دیگر متغیرهای مالکیت مثل مالکیت خانوادگی، و سهامداران اقلیت به صورت محدود، احتمال پرداخت سود سهام را تحت تاثیر قرار می دهند.

در بین پژوهش های داخلی سجادی (۱۳۷۷) عوامل مرتبط با سود غیر منتظره و رابطه آن با قیمت سهام را بررسی و نشان داد اندازه شرکت، اهرم مالی، عمر شرکت، مالکیت دولتی و وابستگی ارزی، از تاثیر معناداری بر سود غیرمنتظره برخوردار نیستند. موسوی و هنریخش (۱۳۸۹) نیز دریافتند شرکت های با سطح بالاتر مالکیت متمرکز، درصد بالای مالکیت سرمایه گذاران نهادی، جریان نقد آزاد، اهرم مالی کم، فرصت های رشد کم و اندازه بزرگتر، تقسیم سود بیشتری دارند. کرمی و همکاران (۱۳۸۹) در مطالعه ای به بررسی نظریه نمایندگی و علامت دهی در سیاست تقسیم سود و نقش سهامداران نهادی پرداختند. نتایج بیانگر وجود رابطه منفی بین سطح سرمایه گذاران نهادی و سود سهام پرداختنی، و رابطه مثبت معنادار بین تمرکز نهادی و سود سهام پرداختنی از سوی شرکت بوده است. در مطالعه رضایی و همکاران (۱۳۹۰) استدلال شد مالکان نهادی و سهام شناور آزاد ارتباط معناداری با سود تقسیمی دارند. مرادی و دلدار (۱۳۹۱) نیز نشان دادند بین درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

مرور ادبیات و پیشینه پژوهش حاکی از تاثیر گذاری نقش سرمایه گذاران نهادی بر سودهای تقسیمی و غیر منتظره بود از این رو در مطالعه حاضر یک فرضیه اصلی و دو فرضیه فرعی به شرح زیر تدوین شد که عبارتند از:

**فرضیه اصلی:** بین دیدگاه سرمایه گذاری سهامداران نهادی (بلند مدت و کوتاه مدت) با سود تقسیمی غیرمنتظره رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی اول:** بین دیدگاه کوتاه مدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی با سود تقسیمی غیرمنتظره رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی دوم:** بین دیدگاه بلندمدت سرمایه گذاری سهامداران نهادی با سودهای تقسیمی غیر منتظره رابطه معناداری وجود دارد.

### ۳- روش شناسی پژوهش

پژوهش از نظر هدف، جزء پژوهش های کاربردی و با توجه به ماهیت و روشی که در آن استفاده می شود، نوعی تحقیق توصیفی- همبستگی به شمار می رود. جامعه آماری پژوهش حاضر شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۴ بوده که دارای شرایط زیر باشند:

- ۱) شرکتها قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و حداقل از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۴، سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گیرد.
  - ۲) شرکتها جزء شرکت های سرمایه گذاری، بیمه، بانکها، صندوق های بازنشستگی، واسطه-گری مالی، هلدینگ و لیزینگ نباشند. زیرا کیفیت افشای اطلاعات مالی، ساختارهای حاکمیت شرکتی و انگیزه های سرمایه گذاری در آنها متفاوت از بقیه است.
  - ۳) شرکتها در دوره ی مورد بررسی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
  - ۴) دوره ی مالی شرکتها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  - ۵) اطلاعات مالی شرکتها برای محاسبه ی متغیرهای مورد نیاز در دسترس باشد.
- با توجه به معیارهای فوق تعداد ۸۶ شرکت از شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران مبنای تحلیل قرار گرفتند. در این راستا جدول ۱ تعداد شرکت های باقیمانده با در نظر گرفتن شرایط فوق را نشان می دهد.
- در این پژوهش، در هر سال ۸۶ شرکت مورد بررسی قرار گرفت بنابراین به طور کلی از ۴۳۰ شرکت جهت تحلیل فرضیه ها بهره گرفته شد.

داده‌های مرتبط با ادبیات و مبانی نظری پژوهش با استفاده از روش کتابخانه‌ای شامل کتب، مجلات، مقالات، پایان نامه‌ها و وب سایت‌ها جمع آوری و جهت گردآوری اطلاعات مورد نیاز جهت تحلیل فرضیه‌های پژوهش از داده‌های بورس اوراق بهادار با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و فایل‌های فشرده‌ی سازمان بورس اوراق بهادار بهره گرفته شد. همچنین آزمون فرضیه‌های تحقیق به کمک نرم افزار Spss20 و Eviews7 صورت پذیرفت.

#### جدول ۱- نحوه محاسبه شرکت های نمونه

تعداد	شرایط
۵۶۷	تعداد کل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در طی سالهای ۹۰ تا ۹۴ عضو بورس بوده اند
(۹۵)	شرکت‌هایی که جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و لیزینگ باشند.
(۵۷)	شرکت‌ها در دوره‌ی مورد بررسی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی داده باشند.
(۱۴۹)	دوره‌ی مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه نباشد.
(۱۸۰)	اطلاعات مالی شرکت‌ها برای محاسبه‌ی متغیرهای مورد نیاز در دسترس نباشد
۸۶	تعداد شرکت های مورد بررسی در پژوهش

#### ۴- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آن ها

##### • متغیر وابسته

در پژوهش حاضر سود تقسیمی غیر منتظره به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شد که حاصل قدر مطلق تفاضل سود تقسیمی واقعی و سود مورد انتظار پیش‌بینی شده به شرح رابطه ۱ است. در این راستا به منظور برآورد سود مورد انتظار ( $DPS_{i,t}$ ) از بخش پیش‌بینی بازده مورد انتظار یعنی سود پیش‌بینی شده توسط مدیران شرکت استفاده می‌شود.

$$DIV - SUR_{i,t} = \left| \text{سود مورد انتظار} - \text{سود تقسیمی واقعی} \right| \quad \text{رابطه ۱}$$

##### • متغیر مستقل

مالکیت سهامداران نهادی با دو بعد سرمایه‌گذاران با افق دید کوتاه مدت و بلند مدت به عنوان متغیر مستقل پژوهش حاضر در نظر گرفته شد. بدین منظور ابتدا مجموع مالکیت نهادی بر اساس پژوهش‌های گومپرز و متریک<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۱) و مقاله یان و ژانگ<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۹) به صورت نسبت تعداد سهام



نزد سهامداران نهادی به کل سهام منتشر شده تعریف می‌گردد. از طرفی مالکیت سرمایه گذاران در دو طبقه کوتاه مدت و بلند مدت طبقه بندی شده‌اند که این دسته بندی به علت نگرش سهامداران در موقعیت‌های مختلف تصمیم گیری صورت می‌پذیرد بنابراین مجموع خرید و فروش هر سرمایه گذار به صورت رابطه ۲ و ۳ تعریف می‌گردد:

$$CR_{buy_{j,t}} = \sum_{i \in Q, N_{j,i,t} > N_{j,i,t-1}} |N_{j,i,t} P_{i,t} - N_{j,i,t-1} P_{t-1} - N_{j,i,t} \Delta P_{i,t}| \quad \text{رابطه ۲}$$

$$CR_{sell_{j,t}} = \sum_{i \in Q, N_{j,i,t} \leq N_{j,i,t-1}} |N_{j,i,t} P_{i,t} - N_{j,i,t-1} P_{t-1} - N_{j,i,t} \Delta P_{i,t}| \quad \text{رابطه ۳}$$

که در این روابط  $CR_{buy_{j,t}}$  مجموع خرید سرمایه گذار ز ام در سه ماهه t ام ( فصل tam )،  $CR_{sell_{j,t}}$  مجموع تعداد سهام موجودی دسته i که توسط سرمایه گذار ز ام در پایان سه ماهه t ام منتشر شده یا به عبارتی مجموع فروش‌های سرمایه گذار ز ام برای فصل tam می‌باشد.  $P_{i,t}$  قیمت سهام و  $N_{i,t}$  تعداد سهام می‌باشد. اگر تعداد سهام فصل جاری بیش تر از فصل قبل باشد، خرید سرمایه گذار و اگر تعداد سهام فصل جاری کمتر از فصل قبل باشد فروش سرمایه گذار محاسبه می‌گردد. حال برای سنجش افق سرمایه گذاران نهادی لازم است نرخ ریزش هر سرمایه گذار محاسبه شود. که بر اساس پژوهش یان و زانگ (۲۰۰۹) به شرح رابطه ۴ محاسبه می‌گردد.

$$CR_{j,t} = \frac{\min(CR_{buy_{j,t}}, CR_{sell_{j,t}})}{\sum_{i \in Q} \frac{N_{j,i,t} P_{i,t} + N_{j,i,t-1} P_{t-1}}{2}} \quad \text{رابطه ۴}$$

در محاسبه نرخ ریزش برای کاهش اثر جریان های نقدی سرمایه گذار درکل پورتنفوی باید کمترین مقدار (خرید یا فروش) در نظر گرفته شود. بنابراین نرخ ریزش عبارت است از نسبت کمترین مقدار مجموع سهام خریداری شده یا فروخته شده بر میانگین حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت سهام دو فصل اخیر سرمایه گذار (لازم به ذکر است که در هر سال برای هر سرمایه گذار در طی چهار فصل نرخ ریزش به همین ترتیب محاسبه می‌گردد). حال برای تعیین افق سرمایه گذاران نهادی به دو گروه کوتاه مدت و بلند مدت، میانگین نرخ ریزش بر اساس رابطه ۵ محاسبه می‌گردد.

$$AVG\_CR_{j,t} = \frac{1}{4} \sum_{r=1}^4 CR_{j,t-r+1} \quad \text{رابطه ۵}$$

بعد از محاسبه میانگین نرخ ریزش ( $AVG\_CR_{j,t}$ ) سرمایه گذاران بر اساس مقدار مذکور در سه پرتفوی طبقه بندی می شوند. در صورتی که در پرتفوی بالایی قرار بگیرند یعنی بالاترین میانگین نرخ ریزش را دارا باشند (بیشتر از ۰.۸٪) درصد سهامداران نهادی به عنوان شاخص افق سهامداران نهادی کوتاه مدت  $SHINST - INV_{i,t}$  در نظر گرفته می شود و برای سرمایه گذارانی که در پرتفوی پائینی قرار می گیرند یعنی پایین ترین میانگین نرخ ریزش را داشته باشند (کمتر از ۰.۲٪) درصد سهامداران نهادی به عنوان شاخص افق بلند مدت سهامداران نهادی  $LHINST - INV_{i,t}$  قرار می گیرد.

#### • متغیرهای کنترلی

در مطالعه حاضر چهار متغیر اندازه شرکت، سن شرکت، نرخ بازده دارایی ها و فرصت های رشد به عنوان متغیر کنترلی پژوهش در نظر گرفته شد که به شرح زیر محاسبه می گردند:

$Size_{i,t}$ : اندازه شرکت با استفاده از لگاریتم طبیعی فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  محاسبه می گردد.

$Age_{i,t}$ : عبارت است از لگاریتم طبیعی سن شرکت  $i$  در سال  $t$  از زمانی که شرکت وارد بورس اوراق بهادار شده است.

$ROA_{i,t}$ : این شاخص از رابطه نسبت سودخالص (سود سالیانه) به کل دارایی ها محاسبه می گردد و برای کنترل سودآوری مورد استفاده قرار می گیرد.

$Growth Opportunity_{i,t}$ : در این پژوهش فرصت های رشد شرکت، از مجموع ارزش دفتری بدهی ها به علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به کل دارایی ها محاسبه می شود. که در این رابطه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام برابر است با ضرب تعداد سهام منتشره شرکت در آخرین قیمت معاملاتی سهام در پایان سال. شرکت های با فرصت رشد بالاتر، معمولاً نسبت های اهرمی کمتری دارند. استدلال نیز آن است که شرکت های با فرصت رشد بالاتر، برای انعطاف سرمایه گذاری، نسبت های اهرمی کمتری انتخاب می کنند.

#### ۵- مدل های پژوهش

مدل های رگرسیونی هر یک از فرضیه های پژوهش بر اساس مطالعه امین و همکاران (۲۰۱۵) به شرح زیر ارائه شد که عبارتند از:

مدل فرضیه اول پژوهش:

$$DIV-SUR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INV_{i,t} + \beta_2 LOG - SIZE_{i,t} + \beta_3 LOG - AGE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه فرعی اول:

$$\text{DIV-SUR}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SHINST} - \text{INV}_{i,t} + \beta_2 \text{LOG} - \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LOG} - \text{AGE}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه فرعی دوم:

$$\text{DIV-SUR}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{LHINST} - \text{INV}_{i,t} + \beta_2 \text{LOG} - \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LOG} - \text{AGE}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل های فوق،  $\text{DIV-SUR}_{i,t}$  سود غیر منتظره،  $\text{INV}_{i,t}$  افق سرمایه گذاران نهادی،  $\text{LOG} - \text{SIZE}_{i,t}$  اندازه شرکت،  $\text{LOG} - \text{AGE}_{i,t}$  سن شرکت،  $\text{ROA}_{i,t}$  نرخ بازده دارایی ها،  $\text{GROWTH}_{i,t}$  فرصت رشد شرکت،  $\text{SHINST} - \text{INV}_{i,t}$  افق کوتاه مدت سرمایه گذاران نهادی،  $\text{LHINST} - \text{INV}_{i,t}$  افق بلند مدت سرمایه گذاران نهادی و  $\varepsilon_{i,t}$  پسماند مدل می باشد. در هر یک از این مدل ها در صورتی که ضریب رگرسیونی  $\beta_1$  معنادار باشد ( $p\text{-value} < 0.05$ ) بیانگر معناداری تاثیر افق سهامداران نهادی (مدل ۱)، افق سهامداران نهادی کوتاه مدت (مدل ۲)، و افق سهامداران نهادی بلند مدت (مدل ۳)، بر سود تقسیمی غیر منتظره می باشد که حاکی از تایید فرضیه های مذکور می باشد.

## ۶- روش تحلیل داده ها

در این پژوهش به منظور توصیف داده ها از آماره های توصیفی میانگین، انحراف معیار، چولگی، بیشترین و کمترین مقدار استفاده خواهد شد. سپس با استفاده از رسم نمودارهای جعبه ای و آزمون کولموگروف اسمیرنوف نرمال بودن مشاهدات ارزیابی می گردد. در ادامه جهت تحلیل فرضیه های پژوهش با تبیین مدل رگرسیونی از تحلیل رگرسیون به روش پانل یا پولینگ استفاده می شود. بدین جهت از آزمون های اف لیمر برای انتخاب بین روش پانل و پولینگ بهره گرفته شد. سپس در صورت انتخاب روش پانل انجام آزمون هاسمن برای انتخاب روش های اثرات ثابت و اثرات تصادفی و در صورت استفاده از روش پولینگ از آزمون دیکی فولر، در نهایت جهت ارزیابی فرضیه ها، آزمون های  $F$ ،  $T$ ، فیشر، ضریب تعیین و دوربین واتسون به کار برده می شود. همچنین به جهت بررسی مفروضات آزمون رگرسیون در هر مدل از آزمون های  $RMSEA$ ، دوربین واتسون، بروش پاگان و جاک برا استفاده شده است.

## ۷- یافته های پژوهش

## ۷-۱- یافته های توصیفی

همچنان که نتایج جدول ۲ نشان می دهد کمترین میانگین در شاخص نرخ بازده دارایی ها شرکت ۰/۱۷۸ و بیشترین میانگین در شاخص سود تقسیمی غیر منتظره نمایان شده است. نکته قابل تامل در بررسی متغیرها این است که میانگین سود تقسیمی غیر منتظره ۵۰۳/۸۰۶ بوده در حالی که بیشترین مقدار این متغیر ۴۸۷۰ می باشد این موضوع بیانگر وجود داده های دورافتاده در بین مشاهدات است. انحراف معیار متغیرهای پژوهش نشان می دهد که پراکندگی شاخص سود تقسیمی غیر منتظره نسبت به سایر متغیرهای پژوهش بیشتر است. در بین متغیرهای پژوهش کمترین مقدار مربوط به شاخص افق سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت شرکتها بوده است که این موضوع نشان می دهد در برخی شرکت های مورد مطالعه شاخص  $CR_{buy,j,t}$  (به عنوان مجموع خرید سرمایه گذار زام در سه ماهه t ام) و یا شاخص  $CR_{sell,j,t}$  (به عنوان مجموع تعداد سهام موجودی دسته i که توسط سرمایه گذار زام در پایان سه ماهه t ام منتشر شده) صفر بوده است. در ستون آخر ضریب چولگی مشاهدات که معیاری برای تعیین تقارن مشاهدات است بیانگر آن است که به جز شاخص عمر شرکت سایر متغیرهای تحقیق دارای چولگی به سمت راست می باشند.

جدول ۲- آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

چولگی	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف معیار	میانگین	
۴/۱۶۲	۳/۷۲	۰/۰۰	۰/۶۷۵	۰/۲۵۲	افق سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت
۲/۴۸۸	۶۴/۴۴	۰/۰۲	۱۳/۶۴۹	۷/۸۴۶	افق سرمایه گذاران نهادی بلند مدت
۲/۴۵۱	۶۸/۱۶	۰/۰۲	۱۳/۸۷۴	۸/۰۹۸	افق سرمایه گذاران نهادی
۰/۵۶۸	۱۸/۴۴	۱۰/۳۲	۱/۳۴۷	۱۳/۹۳	اندازه شرکت
-۰/۶۵۴	۴/۱۴	۲/۳۰	۰/۴۰۲	۳/۵۳۲	عمر شرکت
۱/۱۴۰	۰/۸۷	-۰/۲۴	۰/۱۴۱	۰/۱۷۸	نرخ بازده دارایی ها
۱/۶۲۹	۵/۰۷	۰/۴۹	۰/۷۲۷	۱/۶۶۷	شاخص رشد شرکت
۳/۴۶۶	۴۸۷۰	۲	۶۹۴/۴۹	۵۰۳/۸۰۶	سود تقسیمی غیر منتظره

## ۷-۲- بررسی نرمال بوده داده ها

در مطالعه حاضر با استفاده از آماره کولموگروف-اسمیرنوف<sup>۳۳</sup> (K-S) نرمال بودن مشاهدات مورد بررسی قرار می گیرد؛ که نتایج در جدول ۳ ارائه شده است. نتایج جدول ۳ حاکی از آن است در صورتی که از اطلاعات خام جهت برازش مدل استفاده نمائیم شاخص سود تقسیمی غیر منتظره

شرکت دارای توزیع نرمال نمی‌باشند، در حقیقت بعد از حذف مشاهدات پرت هر چند توزیع مشاهدات تا حدی به نرمال نزدیک شده است ولی بعد از تبدیل لگاریتمی (با توجه به مثبت بودن ضریب چولگی برای شاخص محتوای اطلاعاتی سود یا سود تقسیمی غیر منتظره تبدیل لگاریتمی مناسب‌تر است) سطح معناداری برای آزمون کولموگروف اسمیرنوف ۰/۰۹۶ و بیشتر از ۰/۰۵ است لذا فرض نرمال بودن مشاهدات پذیرفته می‌شود.

جدول ۳- آزمون نرمالیتی برای متغیر وابسته پژوهش

آزمون	داده‌ها	اطلاعات خام	داده‌ها پس از حذف مشاهدات دور افتاده	داده‌ها بعد از تبدیل
آماره z آزمون کولموگروف - اسمیرنوف	۲/۱۴۴	۱/۵۷۳	۱/۴۱۹	
p-value	۰/۰۰۰	۰/۰۱۴	۰/۰۹۶	

### ۳-۷- نتایج بررسی فرضیه اول پژوهش

نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که آماره F و سطح معناداری متناظر با آن ۰/۰۰۱۲۸۱ و کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد لذا مدل برازش داده شده معنادار است. از طرفی مقدار سطح معناداری متناظر با آزمون اف لیمر و هاسمن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد که این عامل نشان دهنده مناسب بودن روش تخمینی پانل دیتا با اثرات ثابت برای بررسی فرضیه اول پژوهش می‌باشد. ضریب تعیین در مدل مذکور نشان می‌دهد که حدود ۱۵٪ تغییرات شاخص سود تقسیمی غیر منتظره شرکت، از طریق افق سرمایه‌گذاران نهادی و متغیرهای کنترلی مدل مذکور حاصل می‌شود. همچنین ضریب رگرسیونی متناظر با افق سرمایه‌گذاران نهادی ۵/۱۵۲- و سطح معناداری متناظر با آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ لذا تاثیر افق سرمایه‌گذاران نهادی بر سود تقسیمی غیر منتظره معکوس و معنادار است؛ بنابراین بهبود افق سرمایه‌گذاران نهادی باعث کاهش شاخص سود تقسیمی غیر منتظره می‌گردد. در بررسی مشخصات کلی مدل، آماره های جاکر برا، بروش پاگان و رمزی با سطوح معناداری بیش از ۰/۰۵ حاکی از تایید مدل، و آماره دوربین واتسون نیز با مقداری بین ۱/۵ و ۲/۵ نشان از عدم همبستگی خطاهای مدل است.

جدول ۴- برآورد ضرایب رگرسیونی مدل رگرسیونی (مدل متناظر با افق سرمایه گذاران نهادی)

سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	نماد ضریب	
۰/۱۳۷۴	-۱/۴۹۵۷۳۳	۶۴۷/۳۷۰۷	-۹۶۸/۲۹۳۴	$\beta_0$	ضریب ثابت
۰/۰۰۰۰	-۶/۶۳۲۳۶۶	۰/۷۷۶۸۷۲	-۵/۱۵۲۴۹۸	$\beta_1$	افق سرمایه گذاران نهادی
۰/۱۷۰۷	۱/۳۷۰۶۶۳	۶/۸۶۳۵۹۳	۹/۴۰۷۶۷۲	$\beta_2$	اندازه شرکت
۰/۱۶۰۵	۱/۴۱۲۳۲۹	۱۱۴/۴۶۲۲	۱۶۱/۶۵۸۳	$\beta_3$	عمر شرکت
۰/۰۰۰۷	۳/۴۸۷۴۶۰	۲۴۷/۰۳۵۰	۸۶۱/۵۲۴۶	$\beta_4$	نرخ بازده دارایی‌ها
۰/۴۵۷۳	۰/۷۴۵۷۷۹	۴/۱۲۶۵	۳/۰۷۷۴۵۹	$\beta_5$	شاخص رشد شرکت
۰/۰۰۰۶	سطح معناداری	۲/۵۸۵۱۸۲	آزمون F لیمر	نتایج کلی مدل	
۰/۰۰۷۴	سطح معناداری	۱۰/۰۴۲۵	آزمون هاسمن		
۰/۰۰۱۲۸۱	سطح معناداری	۴/۲۸۴۹	آماره F (فیشر)		
۰/۱۵۳۶	ضریب تعیین	۱/۹۱۷	آماره دوربین واتسون		
۰/۴۸۵	سطح معناداری	۱/۴۴۵	آماره جاکوب		
۰/۱۰۳	سطح معناداری	۱/۸۲۴	آماره بروش پاگان		
۰/۶۳۱	سطح معناداری	۰/۸۰۳	آماره RMSEA		

## ۴-۷- نتایج بررسی فرضیه فرعی اول

جدول ۵ نتایج حاصل از بررسی مدل فرضیه فرعی اول پژوهش را نشان می دهد. همچنان که نتایج نشان می دهد ضریب رگرسیونی متناظر با افق سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت ۲/۷۸- و سطح معناداری متناظر با آن ۰/۰۰۰ می باشد، لذا تاثیر افق سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت بر سود تقسیمی غیر منتظره معکوس و معنادار است. در حقیقت این موضوع بیانگر آن است که در صورت بهبود افق سرمایه گذاران نهادی شاخص سود تقسیمی غیر منتظره کاهش یافته و یا به عبارت دقیق تر اختلاف بین مقدار سود تقسیمی واقعی و مقدار پیش بینی به صفر نزدیک می شود و پیش بینی سود دقیق تر خواهد بود. در بررسی معناداری مدل، آماره F با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ نشان از معناداری مدل برازش یافته را دارد. از سویی دیگر سطح معناداری متناظر با آزمون لیمر و آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ می باشد بنابراین روش تخمینی داده های پانل دیتا با اثرات ثابت برای بررسی فرضیه، مناسب تشخیص داده شد. ضریب تعیین در مدل مذکور نشان می دهد افق سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت و متغیرهای کنترلی حدود ۰/۱۰ از تغییرات شاخص سود تقسیمی غیر منتظره را تبیین می کند. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری آماره جاکوبو برا در مدل مذکور بیش از ۰/۰۵ می باشد با اطمینان ۰/۹۵ فرض نرمال بودن خطاهای رگرسیونی

بررسی ارتباط افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی و محتوای اطلاعاتی ... / مهدی مرادی، الهام پرنده و زکیه مرندی

پذیرفته می‌شود. نتایج آزمون بروش پاگان و رمزی با مقادیر بالاتر از سطح خطای ۰/۰۵ به ترتیب نشان از عدم مشکل ناهمسانی واریانس و خطی بودن مدل رگرسیونی را دارد.

**جدول ۵- برآورد ضرایب رگرسیونی مدل رگرسیونی (مدل متناظر با افق کوتاه مدت سرمایه گذاران نهادی)**

سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	نماد ضریب	
۰/۲۵۰۰	۱/۱۵۵۸۸۱	۸۴۸/۰۳۶۷	-۹۸۰/۲۲۹۸	$\beta_0$	ضریب ثابت
۰/۰۰۰۰	-۹/۶۲۸۰۴۴	۰/۲۸۸۷۴۱	-۲/۷۸۰۱۳۲	$\beta_1$	افق سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت
۰/۳۹۶۶	۰/۸۵۰۷۷۵	۵۳/۳۵۰۸۵	۴۵/۳۸۹۵۷	$\beta_2$	اندازه شرکت
۰/۲۳۳۹	۱/۱۹۶۳۴۶	۱۶۰/۰۱۷۱	۱۹۱/۴۳۵۹	$\beta_3$	عمر شرکت
۰/۰۰۵۰	۲/۸۵۹۱۱۲	۳۱۷/۷۰۳۹	۹۰۸/۳۵۱۱	$\beta_4$	نرخ بازده دارایی‌ها
۰/۶۷۶۲	۰/۴۱۸۶۶۷	۳/۷۶۹۹۸۱	۱/۵۷۸۳۶۶	$\beta_5$	شاخص رشد شرکت
۰/۰۰۱۰	سطح معناداری	۲/۳۹۶۸۴۴	آزمون F لیمر	نتایج کلی مدل	
۰/۰۰۲۲	سطح معناداری	۱۰/۱۰۷	آزمون هاسمن		
۰/۰۲۳۱	سطح معناداری	۲/۷۱۷	آماره F (فیشر)		
۰/۱۰۲	ضریب تعیین	۱/۹۱۱	آماره دوربین واتسون		
۰/۲۷۸	سطح معناداری	۲/۵۵۶۴	آماره جاکو برا		
۰/۶۳۲	سطح معناداری	۱/۰۶۲	آماره بروش پاگان		
۰/۱۳۵	سطح معناداری	۱/۶۰۱	آماره RMSEA		

### ۵-۷- نتایج بررسی فرضیه فرعی دوم

همچنان که نتایج جدول ۶ مرتبط با فرضیه فرعی دوم پژوهش را نشان می‌دهد. ضریب رگرسیونی متناظر با افق سرمایه‌گذاران نهادی بلند مدت و سطح معناداری آن نشان دهنده تاثیر معکوس و معنادار افق سرمایه‌گذاران نهادی بلند مدت بر سود تقسیمی غیر منتظره شرکت‌ها است. بنابراین بهبود افق سرمایه‌گذاران نهادی بلند مدت باعث کاهش شاخص سود تقسیمی غیر منتظره می‌گردد. همچنین نتایج بررسی آماره‌های معناداری کلی مدل حاکی از مناسب بودن مدل به کار گرفته شده جهت بررسی فرضیه پژوهش است. ضریب تعیین در مدل مذکور نشان می‌دهد که ۱۵/۲۵٪ تغییرات شاخص سود تقسیمی غیر منتظره شرکت با استفاده از افق سرمایه‌گذاران نهادی بلند مدت و متغیرهای کنترلی مدل تبیین می‌شود.

جدول ۶- برآورد ضرایب رگرسیونی مدل رگرسیونی (مدل متناظر با افق سرمایه گذاران نهادی بلند مدت)

سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	نماد ضریب	
۰/۱۳۷۴	-۱/۴۹۵۷۳۳	۶۴۷/۳۷۰۷	-۹۶۸/۲۹۳۴	$\beta_0$	ضریب ثابت
۰/۰۰۰۰	-۹/۲۲۶۹۰۹	۰/۳۱۷۹۱۸	-۲/۹۳۳۴۳۰	$\beta_1$	افق سرمایه گذاران نهادی بلند مدت
۰/۲۰۶۸	۱/۲۶۹۴۱۳	۴۱/۳۴۲۹۴	۵۲/۴۸۱۲۸	$\beta_2$	اندازه شرکت
۰/۱۶۰۵	۱/۴۱۲۳۲۹	۱۱۴/۴۶۲۲	۱۶۱/۶۵۸۳	$\beta_3$	عمر شرکت
۰/۰۰۰۷	۳/۴۸۷۴۶۰	۲۴۷/۰۳۵۰	۸۶۱/۵۲۴۶	$\beta_4$	نرخ بازده دارایی‌ها
۰/۴۵۷۳	۰/۷۴۵۷۷۹	۴/۱۲۶۵۰۰	۳/۰۷۷۴۵۹	$\beta_5$	شاخص رشد شرکت
۰/۰۰۱۰	سطح معناداری	۲/۳۹۹۶	آزمون F لیمر	نتایج کلی مدل	
۰/۰۰۷۴	سطح معناداری	۱۰/۰۴۲۵	آزمون هاسمن		
۰/۰۰۱۲۸	سطح معناداری	۴/۲۸۴۸	آماره F (فیشر)		
۰/۱۵۲۵	ضریب تعیین	۱/۹۲۶	آماره دوربین واتسون		
۰/۸۳۲	سطح معناداری	۰/۳۶۷	آماره جارجیو برا		
۰/۲۳۱	سطح معناداری	۱/۷۱۳	آماره بروش پاگان		
۰/۳۰۱	سطح معناداری	۱/۰۰۲	آماره RMSEA		

#### ۸- نتیجه گیری و بحث

مطالعات گذشته حاکی از آن است که علاوه بر عوامل داخلی شرکت، عوامل خارج از شرکت مانند عوامل اقتصادی، بر سود که یکی از مورد توجه ترین اطلاعات در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاران می‌باشد، موثر است. سیاست تقسیم سود عامل مهمی در تصمیم‌گیری سهامداران بالقوه و فعلی می‌باشد و سهامداران به دنبال راهی برای پیش‌بینی سیاست‌های تقسیم سود و عوامل تأثیرگذار بر آن هستند (فرج زاده دهکردی، ۱۳۹۲). از طرفی گزارش‌های چهار کمیته کلیدی حاکمیت شرکتی حاکی از آن است که سهامداران نهادی به علت درصد بالای مالکیت، توانایی اعمال کنترل بر اقدامات مدیران شرکت‌ها را دارند، آن‌ها نقش اصلی را در شکل‌گیری بسیاری از تغییرات در سیستم‌های حاکمیت شرکتی دارند (گیلان و استارکز<sup>۲۴</sup>، ۲۰۰۳). بنابراین با توجه به جایگاه ویژه سهامداران نهادی و تأثیر دیدگاه آنان بر سود تقسیمی، هدف از پژوهش حاضر بررسی تأثیر دیدگاه سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی (بلند مدت و کوتاه مدت) بر سود تقسیمی غیرمنتظره بوده است که در قالب سه فرضیه مورد بررسی قرار گرفت.



یافته های پژوهش حاکی از تاثیر معکوس و معنادار افق سرمایه گذاران نهادی بر سود غیر منتظره شرکت ها بود بدین معنا که با بهبود افق سرمایه گذاران نهادی سود تقسیمی غیر منتظره شرکت ها کاهش می یابد. از سویی دیگر ضریب رگرسیونی متناظر با سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت از تاثیر منفی و معناداری بر سود غیر منتظره برخوردار بود. لذا با بهبود افق سرمایه گذاران نهادی، سود تقسیمی غیر منتظره که بیانگر اختلاف مقدار سود تقسیمی واقعی و سود تقسیمی پیش بینی شده است، کاهش می یابد. همچنین نتایج حاکی از نقش انکار ناپذیر سرمایه گذاران نهادی بلند مدت بر سود غیر منتظره شرکت ها می باشد.

ارزیابی عملکرد و رتبه بندی عملکرد سهامداران نهادی، انگیزه هایی را در آن ها برای اتخاذ افق کوتاه مدت ایجاد می کند. هر چند این افق کوتاه مدت، سهامداران نهادی را از انجام هزینه های نظارت باز می دارد؛ ولی بر اساس یافته های پژوهش مشخص شد که بهبود افق سرمایه گذاران نهادی باعث کاهش اختلاف سود تقسیمی پیش بینی شده و سود تقسیمی واقعی می گردد.

تاکنون پژوهشی به منظور بررسی ارتباط بین متغیرهای افق سرمایه گذاری سهامداران نهادی و سودهای تقسیمی غیرمنتظره صورت نگرفته است و پژوهش های ذکر شده در پیشینه پژوهش به نوعی تایید کننده ی ارتباط میان این متغیرها می باشد. یافته های پژوهش حاضر حاکی از وجود رابطه معکوس و معنادار بین افق دید سرمایه گذاران نهادی و سود تقسیمی غیر منتظره بود. نتایج حاصل شده با نتایج مطالعه امین و همکاران (۲۰۱۵) همراستا است زیرا آن ها استدلال کردند حضور سهامداران نهادی به طور منفی بر سودهای غیر منتظره اثر می گذارد.

متناسب با نتایج حاصل شده از پژوهش حاضر، به سرمایه گذاران، برای ارزیابی شرکت های ایرانی و تصمیم گیری در مورد خرید و فروش سهام آنان با توجه به میزان سهامداران نهادی و بررسی دیدگاه های مختلف بر اساس معیارهای علمی در سرمایه گذاری در شرکت ها پیشنهاد می شود که در جهت تعیین سود تقسیمی می توانند با محاسبه نرخ ریزش و شاخص افق سرمایه گذاران نهادی، در صورتی که شاخص مذکور مقدار بالایی داشت از سرمایه گذاری صرف نظر نمایند در حقیقت نتایج پژوهش مبنی بر رابطه معکوس و معنادار بین متغیرها، این موضوع را به سرمایه گذاران نشان می دهد. همچنین به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می گردد در جهت ارزیابی شرکت های بورس اوراق بهادار معیارهای نظارتی را بر اساس افق سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت و بلند مدت مد نظر قرار دهد؛ در حقیقت این سازمان با توجه به رابطه معنادار بین متغیرهای افق سرمایه گذاران نهادی و سود تقسیمی غیر منتظره در هر صنعت می تواند آستانه ای را برای معیار نرخ ریزش شرکت های تاثیر گذار در شاخص کل بورس قرار دهد.

ضمنا مطالعه حاضر با محدودیت هایی مواجه بود از جمله اینکه دوره زمانی پژوهش حاضر، بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ است از این رو تعمیم نتایج به دوره های بعد، بایستی با احتیاط صورت گیرد. همچنین با توجه به اینکه جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است در تسری نتایج به سایر شرکت هایی که عضو این نهاد نیستند بایستی جانب احتیاط رعایت شود. در نهایت با توجه به اینکه در رابطه با موضوع پژوهش حاضر تاکنون پژوهشی صورت نگرفته است، مطالعه پیش رو با محدودیت در منابع داخلی و خارجی مرتبط با موضوع پژوهش مواجه بود.

### فهرست منابع

- \* بابایی زکلیکی، محمد علی، و احمدوند، ژیلا. (۱۳۸۷). تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دوره ۱۰، شماره ۲۶، ۴۱-۶۰.
- \* بیابانی، شاعر، و رضی کاظمی، ستاره. (۱۳۹۲). ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۶(۲۰)، ۱۵-۲۸.
- \* تهرانی، رضا و نوربخش، عسگر. (۱۳۸۲). مدیریت سرمایه گذاری، نشر نگاه دانش، چاپ اول.
- \* دارابی، رویا. (۱۳۹۵). بررسی رابطه میان ساختار سرمایه و بازده غیر عادی (شواهی از بورس اوراق بهادار تهران)، راهبرد مدیریت مالی، ۴(۱۲)، ۷۷-۱۰۲.
- \* رضایی، فرزین، عیدان ترک زاده، خدیجه، و نصیری، ناصر. (۱۳۹۰). بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر سیاست تقسیم سود شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۴(۱۶)، ۷۷-۹۹.
- \* سجادی، حسین. (۱۳۷۷). عوامل مرتبط با سود غیر منتظره و رابطه آن با قیمت سهام، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۶(۲۴-۲۵)، ۳۴-۶۰.
- \* علی نژاد ساروکلائی، مهدی، و بحرینی، مریم. (۱۳۹۲). تاثیر سرمایه گذاران نهادی و تمرکز مالکیت بر فرصت های سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، ۵(۱۹)، ۹۱-۱۰۹.
- \* فرج زاده دهکردی، حسن، همتی، حسن، و برزنده، سید امیر. (۱۳۹۲). "بررسی رابطه بین تقسیم سود و کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های حسابداری، ۱۱، ۴۳-۲۸.
- \* کاشانی پور، محمد، احمد پور، احمد، و باقر پور، سید محمد. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سهامداران نهادی کوتاه مدت و بلند مدت و مدیریت سود فزاینده شرکت ها، دانش حسابداری، ۳(۳)، ۷-۲۹.
- \* کرمی، غلامرضا، مهرانی، ساسان، و اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت دهی در سیاست های تقسیم سود: نقش سرمایه گذاران نهادی، حسابداری، ۲۰۷، ۵۳-۵۷.
- \* مرادی، مهدی، و دلدار، مصطفی. (۱۳۹۱). بررسی تاثیر سهامداران غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود، پژوهش های تجربی حسابداری مالی، ۲(۲)، ۱۰۶-۱۲۴.

- \* موسوی، سید علیرضا، و هنریخش، سمیرا. (۱۳۸۹). بررسی رابطه مالکیت متمرکز و نسبت سود تقسیمی در صنایع مواد شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، ۲(۷)، ۱۵۸-۱۸۹.
- \* هاشمی، سید عباس، و کمالی، شهرام. (۱۳۹۰). تاثیر سرمایه گذاران نهادی بر محتوای اطلاعاتی سودهای آتی در توضیح بازده جاری سهام، پژوهش های تجربی حسابداری مالی، ۱(۲)، ۹۳-۱۰۹.
- \* Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(1), 135-161
- \* Amin, A.S., Dutta, S., Saadi, S., & P.Vora, P. (2015). Institutional shareholding and information content of dividend surprises: Re-examining the dynamics in dividend-reappearance era, *Journal of Corporate Finance*. 31, 152-170.
- \* Berger, A.N., & Bonaccorsi di Patti, E. (2010). capital structure and firm performance : a new approach to testing agency theory and an application to the banking industry, *journal of banking and finance*, 30(4), 1065-1102.
- \* Berzins, J., Bøhren, Ø. and Stacescu, B. (2012). Stockholder conflicts and dividend payout, available at: [www.bi.edu/ccgr](http://www.bi.edu/ccgr)
- \* Cao, L., Du, Y., & Ørding Hansen, J. (2016). Foreign institutional investors and dividend policy: Evidence from China, *International Business Review*, 26(5), 816-827.
- \* Chang, K., Kang, E., & Li, Y. (2015). Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis, *Journal of Business Research*, 69(7), 2551-2559.
- \* Gang Wei, J., Zhang, W., & ZeZhong Xiao, J. (2015). Dividend Payment And Ownership Structure In China, *Corporate Governance (Advances in Financial Economics)*, 9, 187 – 219.
- \* Gillan, S.G. & Starks, L.T. (1998). "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence", *Forthcoming Contemporary Finance Digest*, 2(3), 10-34.
- \* Gompers, P.A., & Metrick, A. (2001). Institutional investors and equity prices", *The Quarterly Journal Of Economics*, 116 (1), 229-259.
- \* Gonzalez, M. (2010). Dividend Policy and Ownership Structure in Latin America, 29, *Management galleys: Working paper*.
- \* Graham, J. harvey, C. & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting, *Journal Of Accounting And Economics*, 40(1-3), 3-37.
- \* Grinstein, Y., & Michaely, R. (2005). Institutional holdings and payout policy. *The Journal of Finance*, 60(3), 1389-1426.
- \* Han, K.C., Lee, S.H., & Y. Suk, D. (1999). Institutional Shareholders And Dividends, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12(1), 53-62.
- \* Johnson, W. & Zhao, B. (2012). contrarian share price reactions to earnings surprises, *journal of accounting, auditing & finance*, 27(2), 236-266.
- \* Jory, R., Ngo, T., & Sakaki, H. (2017). Institutional Ownership Stability and Dividend Payout Policy", *Managerial Finance*, 1-11.

- \* Kaustav Sen, (2009), "Earnings surprise and sophisticated investor preferences in India", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 5(1), 1-19.
- \* Lee, K.F. (2010). Retail minority shareholders and corporate reputation as determinant of dividend policy in Australia, *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(4), 351-368.
- \* Lv, H., Li, W. and Gao, S. (2012). Dividend tunneling and joint expropriation: empirical evidence from China's capital market, *The European Journal of Finance*, 18(3/4), 369-392.
- \* Pollet, J. M. & Wilson, M., (2010). Average correlation and stock market returns, *Journal of Financial Economics*, 96(3), 364-380.
- \* Skinner, D. Sloan, R., (2002). Earnings surprises, growth expectations and stock returns or dont let an earnings torpedo sink your portfolio, *Review of accounting studies*, 7(2-3), 289-312.
- \* Song, J., Wang, R., & Cavusgil, S. T. (2015). State ownership and market orientation in China's public firms: An agency theory perspective. *International Business Review*, 24(4), 690-699.
- \* Tong, s. & Ning, Y.,(2004). Does capital structure affect institutional investor choices?, *The Journal of Investing*, 13(4), 53-66.
- \* Yan, X., & Zhang, Z.(2009). Institutional investors and equity returns: are short-term institutions better informed?, *The Review Of Financial Studies*. 22(2), 893-924.

یادداشت‌ها

<sup>1</sup> Grinstein

<sup>2</sup> Pollet & Wilson

<sup>3</sup> Berger & Bonaccorsi

<sup>4</sup> Johnson & Zhao

<sup>5</sup> Graham

<sup>6</sup> Skinner & Sloan

<sup>7</sup> Song

<sup>8</sup> Bartov

<sup>9</sup> Tong & Ning

<sup>10</sup> Jory

<sup>11</sup> Gompers & Metrick

<sup>12</sup> Kaustav Sen

<sup>13</sup> Gonzalez

<sup>14</sup> Lee

<sup>15</sup> Berzins

<sup>16</sup> Lv

<sup>17</sup> Chang

<sup>18</sup> Gang Wei

<sup>19</sup> Amin

<sup>20</sup> Al-Najjar & Kilincarslan

<sup>21</sup> Gompers and Metrick

<sup>22</sup> Yan and Zhang

<sup>23</sup> Kolmogorov-Smirnov

<sup>24</sup> Gillan and starks