

بررسی تاثیر نوع مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی مشکی^۱، آریا امین پور^۲

۱- استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام‌نور، رشت، ایران.

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران (نویسنده مسئول).

Aminpoor69aria@gmail.com

چکیده - هدف اصلی این پژوهش بررسی تاثیر نوع مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر نقدشوندگی سهام است. در این راستا صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان مالکان نهادی فعال، و بانک‌ها و شرکت‌های بیمه به عنوان مالکان نهادی منفعل در نظر گرفته شدند. به همین منظور داده‌های مربوط به ۹۹ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران طی یک بازه‌ی ۵ ساله بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ با استفاده از رگرسیون خطی روش حداقل مربعات معمولی بررسی شد. نتایج نشان می‌دهد بین مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و مولفه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار وجود دارد. بنابراین حضور سرمایه‌گذاران نهادی موجب افزایش عدم تقارن اطلاعات و کاهش نقدشوندگی می‌شود. نتایج همچنین نشان می‌دهد که هیچ‌گونه رابطه‌ای بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام وجود ندارد. نتیجه‌ی اخیر در مورد بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نیز صادق است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که در بورس اوراق بهادار تهران بین هیچ نوع از مالکان نهادی فعال و منفعل با نقدشوندگی رابطه‌ای وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاران نهادی، نقدشوندگی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بانک، بیمه.

۱- مقدمه

در سال‌های اخیر حضور سرمایه‌گذاران نهادی^۱ در بازارهای اروپا و آمریکا رشد چشم‌گیری داشته است. در اوایل دهه ۱۹۹۰، میزان دارایی‌های کل سرمایه‌گذاران نهادی در ایالات متحده، نسبت به دهه قبل در حدود ۱۴ درصد افزایش یافته است (آیمن^۲ و همکاران، ۲۰۱۵). در ایران نیز شاهد حضور سازمان‌ها و موسساتی با عنوان سرمایه‌گذاران نهادی شامل موسسه‌های بیمه‌ای اعم از سازمان‌های تامین

1. Institutional Investors

2. Aymen

اجتماعی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری^۱، شرکت‌های بیمه بازرگانی و همچنین شرکت‌های سرمایه‌گذاری و غیره هستیم که در حال افزایش می‌باشند (حسینی و همکاران، ۱۳۹۰).

با گسترش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای اوراق بهادار، تعیین نقش و تأثیری را که بر بازار و سایر سرمایه‌گذاران می‌گذارند، حائز اهمیت بسیاری می‌باشد و این اهمیت زمانی افزایش خواهد یافت که بیان کنیم سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل تخصص بالایی که در این زمینه دارا هستند و مالکیت قابل توجهی از سهام شرکت‌ها را که در اختیار دارند می‌توانند نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌ها و به تبع آن در بازار داشته باشند (حسینی و همکاران، ۱۳۹۰).

ایجاد نقدشوندگی^۲ برای اوراق بهادار یکی از مهم‌ترین کارکردهای بازار سرمایه به شمار می‌رود. در واقع نقدشوندگی مهم‌ترین شاخص توسعه بازار سرمایه را تشکیل می‌دهد. به همین دلیل یکی از عوامل مهمی که علاوه بر ریسک و بازده، می‌تواند از بین گزینه‌های مختلف در انتخاب سرمایه‌گذاری مدنظر قرار گیرد، نقدشوندگی آن است (مشکی و پورمحمد، ۱۳۹۳). شواهد محکم در ادبیات مربوط به سه متغیر مالکیت نهادی، عدم تقارن اطلاعات^۳ و نقدشوندگی حاکی از ارتباط بین آنهاست. به اعتقاد فهل^۴ (۲۰۰۴) تغییرات در مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با تجارت اطلاعات خصوصی سازگار بوده و حضور سرمایه‌گذاران نهادی باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. در چنین وضعیتی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش^۵ تشدید و نقدشوندگی کاهش می‌یابد و بازار در صورتی شفاف است که این اختلاف اندک باشد (بوش و گودمن^۵، ۲۰۰۷).

اما سوالی که پس از تبیین رابطه‌ی بین مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با نقدشوندگی به وجود می‌آید این است که آیا کلیه‌ی سرمایه‌گذاران نهادی عملکردی یکسان دارند؟ آیا با تفکیک سرمایه‌گذاران نهادی به سرمایه‌گذاران فعال^۶ و منفعل^۷ نتایج متفاوت نسبت به رویه‌ی اول حاصل خواهد شد؟ چرا که پژوهش‌های زیادی اثبات کرده‌اند که همه‌ی سرمایه‌گذاران نهادی به یک شکل عمل نمی‌کنند و رفتار مشابه‌ای ندارند (آیمن و همکاران، ۲۰۱۵). در راستای جواب به این پرسش‌ها هدف

1. Pention Fund

2. Liquidity

3. Asymmetry Informatin

4. Fehle

5. Bushee & Goodman

6. Active

7. Passive

این مقاله براساس پیشنهادات رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) تفکیک مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به دو گروه فعال و منفعل در بررسی تاثیر آن بر نقدشوندگی سهام است که خود جنبه‌ای از نوع‌آوری مقاله حاضر به شمار می‌رود.

۲- چهارچوب نظری

۲-۱- مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و نقدشوندگی

به اعتقاد بوش (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها^۱، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند که حجم بزرگی از عملیات آنها به معامله سهامشان بر می‌گردد. همچنین براساس تعریف بند ۲۷ ماده ۱ قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران از سرمایه‌گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز جزو این گروه از سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند (فخاری و طاهری، ۱۳۹۴).

هرچه میزان مالکیت نهادی افزایش یابد، ارائه اطلاعات توسط مدیران شرکت به افراد مرتبط در بازار افزایش یافته و به عبارت دیگر عدم تقارن اطلاعات کاهش خواهد یافت. این امر موجب رشد کارایی بازار از نظر اطلاعات خواهد شد. بنابراین کیفیت افشا اطلاعات مالی تحت تاثیر ترکیب مالکیت شرکت و محیط اطلاعاتی بوده و از این رو ترکیب مالکیت شرکت، می‌تواند به عنوان یک متغیر مهم مدنظر قرار گیرد (نوروش و کردلر، ۱۳۸۴). از طرفی سرمایه‌گذاران نهادی سهام‌های متنوعی دارند و به صورت مکرر تجارت می‌کنند، که این امر بایستی هزینه‌های تجارت را کاهش دهد و در نتیجه موجب افزایش نقدشوندگی می‌شود. همچنین مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان علامت مطلوبی از سوی بازار تلقی می‌شود که اعتماد دوجانبه بین سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد و نقدشوندگی را بهبود می‌بخشد (آیمن و همکاران، ۲۰۱۵). همچنین هرچه اطلاعات محرمانه بیشتر باشد تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بین سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد و در نتیجه بازده سرمایه‌گذارانی که به این گونه اطلاعات دسترسی دارند کاهش می‌یابد. بنابراین حضور مالکان نهادی با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، باعث کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود (لافوند^۲ و همکاران، ۲۰۰۸).

1. Banks

2. Lafond

همانطور که ملاحظه می‌شود نظرات مختلفی در رابطه‌ی بین مالکیت نهادی و نقدشوندگی وجود دارد که براساس شواهد اکثر یافته‌ها، ارتباط مثبتی بین سرمایه‌گذاران نهادی و نقدشوندگی را تایید کرده‌اند (رحمانی و همکاران، ۱۳۸۹؛ بلوم و کیم^۱، ۲۰۱۲؛ آیمن و همکاران، ۲۰۱۵).

۲-۲- سرمایه‌گذاران نهادی منفعل و نقدشوندگی

سرمایه‌گذاران نهادی با سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت نقشی منفعل ایفا می‌کنند (بوش و گودمن، ۲۰۰۷). پوزن^۲ (۱۹۹۴) شواهدی دال بر عدم تمایل این سرمایه‌گذاران برای پرداخت نظارت مستند نمود. این سرمایه‌گذاران به اطلاعات خاص، محرمانه و یا استراتژیک شرکت‌های سرمایه‌پذیر دسترسی ندارند و بنابراین برای ارزیابی ارزش بلندمدت شرکت‌ها با مشکل مواجهند. استراتژی کوتاه‌مدت این سرمایه‌گذاران باعث می‌شود که آنها به زور ادواری اقدام به سفارش نمایند که این امر نقدشوندگی سهام را می‌کاهد (کوچ و همکاران، ۲۰۱۲). همچنین بوش و نو^۳ (۲۰۰۰) این سرمایه‌گذاران را به عنوان سهامداران موقتی توصیف می‌نمایند که دارای استراتژی تغییر سریع پرتفوی می‌باشند.

کوچ^۴ و همکاران (۲۰۱۲) چنین بیان می‌دارند که بانک‌ها و بیمه‌ها^۵ توانایی منحصر به فردی برای انجام مبادلات خود در شوک‌های نقدشوندگی بازار را دارند چرا که آنها هزینه‌ها و جریان‌ات نقدی دارند که به طور معکوس با نقدشوندگی بازار تغییر می‌کند. بنابراین مالکیت سهام توسط آنها می‌تواند ریسک نقدشوندگی سهام در زمان شوک‌های نقدشوندگی را کاهش دهد. بریکلی^۶ و همکاران (۱۹۸۸) نشان داد که بانک‌ها می‌توانند با شرکت‌هایی که در سهام آنها سرمایه‌گذاری کرده‌اند روابط تجاری داشته باشند که این روابط می‌تواند منجر به بروز تضاد منافع شود. علاوه بر این به اعتقاد مونکس و مینو^۷ (۱۹۹۵) بانک‌ها گروه بزرگی از سهامداران نهادی را تشکیل می‌دهند و از سوی مشتریان‌شان به عنوان نهادهای معتمد مدیریت سرمایه‌گذاری‌شان تلقی می‌گردند.

1. Blume & Keim

2. Pozen

3. Bushee & Noe

4. Koch

5. Insurance

6. Brickley

7. Monks & Minow

۲-۳- سرمایه‌گذاران نهادی فعال و نقدشوندگی

برخی از سرمایه‌گذاران نهادی مواضع بلندمدت دارند. آنها بر شناختی عمیق‌تر از شرکت‌ها تاکید کرده و نسبت به سرمایه‌گذاران منفعل به اطلاعات به موقع علاقه‌مندتر هستند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری یک گروه از چنین سرمایه‌گذارانی را تشکیل می‌دهند. صندوق سرمایه‌گذاری یک نهاد مالی است که مسئول جمع‌آوری، حفظ و سرمایه‌گذاری دارایی‌ها به منظور پرداخت منافع آتی به اعضای خود می‌باشد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با مبالغ عظیم پول سروکار داشته و مبالغ زیادی را در بازارهای مالی سراسر دنیا سرمایه‌گذاری می‌کنند (آیمن و همکاران، ۲۰۱۵). مونکس و مینوو (۱۹۹۵) صندوق‌های سرمایه‌گذاری را به عنوان سرمایه‌گذاران بلندمدت تلقی می‌کنند که به راحتی قادر به فروش دارایی‌های خود نمی‌باشند. در نتیجه انگیزه آنها برای حفاظت از دارایی‌های خود بسیار بالاست و نفوذ زیادی در ساختارهای حاکمیت شرکتی^۱ دارند.

آراگون^۲ (۲۰۰۷) نشان داده است که محدودیت برداشت وجوه نقد به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اجازه می‌دهد که افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت داشته باشند و طی بحران‌های نقدشوندگی، عرضه کنندگان سرمایه باشند. یوسیم^۳ و همکاران (۱۹۹۳) نشان داده‌اند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری ممکن است با هدف تسهیل نظارت بر شرکت‌ها و بوسیله الزام قواعد حاکمیت شرکتی، بر مدیران اعمال فشار نماید. بوش و نوو (۲۰۰۰) شواهدی محکم یافته‌اند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری تمایل دارند در روزهایی که بازده غیر عادی زیادی وجود دارد تقاضای نقدشوندگی نمایند.

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پژوهش‌های خارجی

دنيس و وستون^۴ (۲۰۰۱) تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر نقدشوندگی بازار سهام را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های ایشان با استفاده از سیستم معادلات هم‌زمان نشان می‌دهد که سهام سرمایه‌گذار نهادی رابطه منفی با تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش دارد که بهبود نقدشوندگی را به همراه داشت.

-
1. Govenance Mechanism
 2. Aragon
 3. Useem
 4. Dennis & Weston

شارما^۱ (۲۰۰۵) موضوع سرمایه‌گذاران نهادی را در نمونه‌ای متشکل از ۱۵۰ شرکت هندی مطالعه کرد. وی نشان داد که سهم سرمایه‌گذاران نهادی رابطه قابل توجهی با نقدشوندگی سهام ندارد.

روبین^۲ (۲۰۰۷) دریافت 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 می‌شود و با افزایش تمرکز مالکیت کاهش می‌یابد.

کاو و پتراسک^۳ (۲۰۱۱) نشان داده‌اند که سهام تحت تملک بانک‌های تجاری، ریسک نقدشوندگی بسیار پایین‌تری نسبت به سهام تحت تملک سایر سرمایه‌گذاران نهادی و حتی سرمایه‌گذاران غیر نهادی دارد. بنابراین مالکیت سهام توسط بانک‌ها می‌تواند ریسک نقدشوندگی سهام در زمان شوک‌های نقدشوندگی را کاهش دهد.

آیمن و همکاران (۲۰۱۵) در بررسی رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاران نهادی و نقدشوندگی بازار سهام فرانسه مالکان مذکور را به دو گروه فعال و منفعل تفکیک کردند. نتایج حاکی از تاثیر مثبت و چشمگیر مالکان سرمایه‌گذاران نهادی بر نقدشوندگی سهام دارد. همچنین ارتباط مثبت معناداری بین مالکیت سرمایه‌گذاران فعال و نقدشوندگی و عدم رابطه بین مالکیت سرمایه‌گذاران منفعل و نقدشوندگی حاصل شد.

۳-۲- پژوهش‌های داخلی

رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) ارتباط مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام را مورد بررسی قرار داده‌اند. ایشان برای بررسی میزان نقدشوندگی از ۱۳ معیار در دو گروه کلی معاملاتی و اطلاعاتی استفاده کردند که نتایج آنها بیانگر رابطه‌ی مثبت و معنادار بین میزان مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در مورد هر دو گروه معیارها مشاهده است.

یافته‌های مهرانی و همکاران (۱۳۸۹) در مورد طبقه‌بندی سرمایه‌گذاران نهادی به فعال و منفعل و ارتباط هر کدام از آنها با محافظه‌کاری، علاوه بر وجود رابطه مثبت بین مالکان نهادی و محافظه‌کاری

1. Sharma

2. Rubin

3. Cao & Petrasek

سود، رابطه‌ی مثبت و معناداری بین مالکان منفعل و محافظه‌کاری سود را نشان می‌دهد. نتایج اما رابطه‌ی ای در مورد مالکیت نهادی فعال و محافظه‌کاری نشان نمی‌دهد.

ابراهیمی کردلر و همکاران (۱۳۸۹) علاوه بر بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد شرکت، با تقسیم سرمایه‌گذاران نهادی به دو گروه منفعل و غیرمنفعل، ارتباطشان با عملکرد را بررسی کردند. آنها برای بررسی این ارتباط از مدل رگرسیون و برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از سه شاخص تاییزکیو، بازده دارایی‌ها و حاشیه سود خالص استفاده کردند، که سبب بهبود عملکرد شرکت می‌شود. نتایج نشان می‌دهد که بین تمامی سرمایه‌گذاران نهادی اعم از منفعل و غیرمنفعل، و عملکرد شرکت ارتباط مثبت معنی‌دار وجود دارد.

یعقوب‌نژاد و همکاران (۱۳۹۰) از میزان مالکیت نهادی به عنوان یکی از چهار معیار نظام راهبری شرکتی در پژوهش خود با هدف بررسی تاثیر نظام راهبری شرکتی بر نقدشوندگی سهام استفاده نمودند. آنها با استفاده از رگرسیون چند متغیره رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار بین میزان مالکیت نهادی و نقدشوندگی را نشان دادند.

ودیدی نوقابی و رستمی (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام با استفاده از روش رگرسیون لجستیک و داده‌های تابلویی پرداختند. نتایج بیانگر تاثیر مثبت و معنی‌دار مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام است. نتایج همچنین نشان می‌دهد که اثر مثبت مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام ناشی از مالکیت نهادی غیر فعال است و مالکان نهادی فعال نقش نظارتی در کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارند.

۴- فرضیه‌های پژوهش

۱. بین مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و نقدشوندگی سهام رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.
۲. بین مالکیت بانک‌ها و بیمه‌ها و نقدشوندگی سهام رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.
۳. بین مالکیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

۵- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها و اطلاعات

پژوهش حاضر به بررسی تاثیر مالکیت فعال و منفعل سرمایه‌گذاران نهادی بر نقدشوندگی سهام می‌پردازد. لذا این پژوهش به لحاظ ماهیت، توصیفی از نوع همبستگی، و به لحاظ هدف از نوع کاربردی

است. همچنین براساس نوع داده‌های مورد استفاده، جز پژوهش‌های کمی به شمار می‌رود. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و استنتاج کلی درباره فرضیه‌ها هم از آمار توصیفی و هم از آمار استنباطی استفاده شده است. شاخص‌های توصیفی مورد استفاده از قبیل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف معیار می‌باشد. جهت آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون خطی با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی^۱ استفاده شد. همچنین در اجرای مدل رگرسیونی از نرم افزار 8 Eviews استفاده گردید.

۶- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش شامل همه ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ بوده که پس از اعمال محدودیت‌های زیر نمونه آماری مورد تحلیل قرار خواهند گرفت:

۱. شرکت‌هایی که دوره مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
۲. طی بازه زمانی مورد بررسی، توقف فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
۳. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها طی دوره مورد بررسی موجود باشد.
۴. در گروه شرکت‌های مالی نظیر بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد.
- پس از اعمال محدودیت‌ها در نهایت ۹۹ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردید.

۷- مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

با توجه به چارچوب نظری و پیشینه، جهت آزمون فرضیه اول از مدل (۱) و برای آزمون فرضیه‌های دوم و سوم از مدل (۲) به شرح زیر استفاده شده است:

$$QBASP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 VOLM_{i,t} + \beta_3 PRICE_{i,t} + \beta_4 CB_{i,t} + \beta_5 BM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$QBASP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BQ\&AS_{i,t} + \beta_2 FDPS_{i,t} + \beta_3 VOLM_{i,t} + \beta_4 PRICE_{i,t} + \beta_5 CB_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

که در این مدل‌ها داریم:

QBASP: تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی جهت سنجش نقدشوندگی می‌باشد. در موارد عدم تقارن اطلاعاتی، اختلاف نسبی قیمت پیشنهادی خرید و فروش تشدید می‌شود و نقدشوندگی کاهش می‌یابد. بنابراین این مولفه رابطه‌ای معکوس با نقدشوندگی سهام دارد که از رابطه زیر محاسبه می‌شود (آیمن و همکاران، ۲۰۱۵).

$$\text{Quoted spreads} = \frac{\text{Ask}_t - \text{Bid}_t}{\frac{\text{Ask}_t + \text{Bid}_t}{2}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

در رابطه فوق داریم:

Ask_t = قیمت پیشنهادی فروش در سال t .

Bid_t = قیمت پیشنهادی خرید در سال t .

IINST: درصد مالکیت سرمایه‌گذار نهادی از تقسیم مجموع سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی بر کل سهام در جریان بدست می‌آید. لذا با بررسی یادداشت‌های همراه در صورت‌های مالی، درصد مالکیت این سرمایه‌گذاران از سهام شرکت مشخص گردیده است (آیمن و همکاران، ۲۰۱۵).
BQ&AS: عبارتست از درصد سهام تحت تملک بانک‌ها و شرکت‌های بیمه که از تقسیم مجموع سهام تحت تملک بانک‌ها و بیمه‌ها بر کل سهام در جریان بدست می‌آید. این مولفه شاخصی برای مالکیت منفعل سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشد. (آیمن و همکاران، ۲۰۱۵).

FDPS: به منظور محاسبه مالکیت فعال نهادی از درصد سهام تحت تملک صندوق‌های سرمایه‌گذاری استفاده شده است. این شاخص از تقسیم مجموع سهام تحت تملک صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر کل سهام در جریان بدست می‌آید (آیمن و همکاران، ۲۰۱۵).

VOLM: حجم معامله از طریق نسبت کل حجم معاملات (برحسب سهام) بر سهام منتشر شده یا به عبارتی با میانگین حجم معامله محاسبه می‌شود (دمستر^۱، ۱۹۶۸).

PRICE: متغیر کنترلی قیمت سهام، رابطه مثبتی با تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش دارد. این متغیر با میانگین قیمت‌های نهایی روزانه در هر سال محاسبه می‌شود (آتیگ^۲، ۲۰۰۶).

CB: متغیر کنترل اندازه شرکت با لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در انتهای سال محاسبه می‌شود (دمستر، ۱۹۶۸).

1. Demstet
2. Attig

BM: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تاثیر منفی بر مولفه تفاوت قیمت پیشنهادی می‌گذارد. این معیار از تقسیم ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت در انتهای دوره بدست می‌آید (رحمانی و همکاران، ۱۳۸۹).

۷- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها

۷-۱- آمار توصیفی

جدول (۱) نتایج آمار توصیفی به منظور بررسی ویژگی‌های کلی هر متغیر را نشان می‌دهد. براساس نتایج، سرمایه‌گذاران نهادی به طور متوسط ۰/۷۶ سهام شرکت‌های نمونه را در تملک دارند. این در حالی است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری به طور متوسط ۰/۰۵، و بانک‌ها و بیمه‌ها در مجموع ۰/۰۱ سهام شرکت‌های نمونه را تحت تملک دارند. این مطلب بیانگر نقش ضعیف این دو گروه از سرمایه‌گذاران نهادی در مالکیت سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار است. در مجموع می‌توان بیان کرد که کلیه متغیرهای پژوهش از توزیع مناسبی برخوردار هستند.

جدول (۱) - آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میانه	پیشینه	کمینه	انحراف معیار
تفاوت قیمت پیشنهادی	۰/۰۶	۰/۰۲	۰/۹۲	-۰/۰۳	۰/۱۲
درصد مالکان نهادی	۰/۷۶	۰/۷۸	۰/۹۹	۰/۰۷	۰/۱۴
مالکیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۰/۰۵	۰/۰۱	۰/۶۳	۰/۰۰	۰/۰۹
مالکیت بانک و بیمه	۰/۰۱	۰/۰۰	۰/۲۲	۰/۰۰	۰/۰۲
قیمت سهام	۹۸۶/۳	۱۶۷۲	۴۵۹۵/۴	۱۷۰	۳۳۸۱
حجم معامله	۱۱/۱۶	۱۱/۲۴	۱۶/۸۴	۲/۳۲	۲/۲۲
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۵۱	۰/۴۵	۰/۹۸	۰/۱۳۶	۱/۵۸
اندازه شرکت	۱۵/۸۰	۱۳/۴۰	۳۲/۲۶	۶/۶۷	۶/۶۴

۷-۲- انتخاب نوع روش برآوردی

به منظور انتخاب از بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی ابتدا از آزمون F لیمر استفاده شده است. در ادامه با استفاده از آزمون هاسمن به بررسی این موضوع پرداخته شد که جهت برآورد مدل، کدام یک از روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی مناسبتر است. نتایج آزمون‌های فوق در جدول‌های (۲) و (۳) آمده است.

جدول (۲) - نتایج آزمون F لیمر

F	آماره t	درجه آزادی	احتمال
فرضیه اول	۵/۳۰۴	(۹۸،۳۸۸)	۰/۰۰۰
فرضیه دوم و سوم	۵/۲۸۸	(۹۸،۳۸۷)	۰/۰۰۰

با توجه به مقدار احتمال بدست آمده برای تمامی فرضیه‌ها در نتایج حاصل از آزمون F لیمر که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در برآورد مدل‌های پژوهش لازم است از روش داده‌های ترکیبی استفاده شود. همچنین نتایج بدست آمده از جدول شماره ۳ نشان می‌دهد که احتمال آزمون هاسمن برای فرضیه اول کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. بنابراین از روش اثرات ثابت استفاده خواهد شد. این قضیه برای فرضیه دوم و سوم پژوهش نیز حاکم است.

جدول (۳) - نتایج آزمون هاسمن

X ²	آماره t	درجه آزادی	احتمال
فرضیه اول	۹/۸۹۹	۵	۰/۰۴
فرضیه دوم و سوم	۱۰/۸۵۰	۶	۰/۰۳

۳-۲- نتایج آزمون فرضیه‌ها و کیفیت مدل‌های برآوردی

۱-۳-۲- آزمون فرضیه اول

جدول (۴) نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش را با استفاده از روش داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد.

جدول (۴) - نتایج آزمون مدل اول

$QBASP_{it} = \beta_0 + \beta_1 IINST_{it} + \beta_2 VOLM_{it} + \beta_3 PRICE_{it} + \beta_4 CB_{it} + \beta_5 BM_{it} + \varepsilon_{it}$			
Method: OLS			
برآورد و آزمون مدل	ضریب	مقدار t	احتمال آماره
عرض از مبدا	۰/۰۱۶	۱/۲۸۸	۰/۱۹۸
مالکیت نهادی	۰/۰۲۸	۳/۳۲۶	۰/۰۰۱
حجم معامله	۰/۰۰۰	۰/۲۸۸	۰/۷۷۳
قیمت سهام	۰/۰۰۲	۲/۱۴۸	۰/۰۳۲
اندازه شرکت	۰/۰۰۰	۰/۸۳۳	۰/۴۰۵
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۱/۳۲	۲/۰۴۷	۰/۰۴۱
کیفیت مدل برآوردی	آماره t	احتمال	

ضرب تعیین تعدیل شده	۰/۸۳	-
معنی‌داری رگرسیون (آزمون F)	۲۶/۱۹۰	۰/۰۰۰
نرمال بودن خطا (جاک - برا)	۳/۰۰۴	۰/۲۲
خودهمبستگی (دورین - واتسون)	۲/۴۶	-
ناهمسانی واریانس (بارتلت)	۸/۲۱۸	۰/۱۴

بر اساس نتایج، احتمال آماره t برای ضرب متغیر درصد سهام مالکان نهادی، کمتر از سطح خطای ۵ درصد و ضرب برآورد شده آن متغیر مثبت می‌باشد. از آنجائی که مولفه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش رابطه‌ای معکوس با نقدشوندگی دارد، لذا می‌توان اظهار داشت که بین درصد سهام مالکان نهادی و نقدشوندگی سهام ارتباط منفی و معنی‌داری وجود دارد. به طوری که با افزایش درصد سهام مالکان نهادی، نقدشوندگی سهام کاهش می‌یابد.

همچنین مقدار ضرب برآورد شده نشان می‌دهد که یک درصد افزایش در درصد سهام مالکان نهادی، نقدشوندگی سهام را به میزان ۰/۰۲۸ درصد کاهش می‌دهد. ضرب تعیین تعدیل شده این مدل تقریباً ۰/۸۳ است. این عدد نشان می‌دهد که ۸۳ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل تبیین است. احتمال محاسبه شده برای تعدادی از متغیرهای کنترلی بزرگتر از ۵ درصد است، که نشان از معنی‌دار نبودن تأثیر این متغیرها بر نقدشوندگی سهام می‌باشد. با این حال بین قیمت سهام و نسبت ارزش دفتری بر ارزش بازار رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. با این تفاسیر فرضیه اول که بیانگر ارتباط معنی‌دار بین مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و نقدشوندگی بازار سهام می‌باشد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نخواهد شد.

۷-۳-۲- آزمون فرضیه دوم و سوم

جدول (۵) نتایج آزمون فرضیه دوم و سوم پژوهش را نشان می‌دهد. همانگونه مشاهده می‌شود، احتمال آماره t برای ضرب متغیرهای نسبت مالکیت بانک‌ها و بیمه‌ها و نسبت مالکیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بزرگتر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که بین متغیرهای نسبت مالکیت بانک‌ها و بیمه‌ها و نسبت مالکیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری با نقدشوندگی بازار سهام ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. همچنین ضرب تعیین تعدیل شده این مدل تقریباً ۰/۴۶ است. این عدد نشان می‌دهد که ۴۶ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل تبیین است.

با این تفاسیر فرضیه دوم و سوم که بیانگر ارتباط منفی و معنی‌دار بین مالکیت بانک‌ها و بیمه‌ها و نقدشوندگی بازار سهام و ارتباط مثبت و معنی‌دار بین مالکیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی بازار سهام می‌باشد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد خواهد شد.

جدول (۵) - نتایج آزمون مدل دوم

$QBASP_{it} = \beta_0 + \beta_1 BQ\&AS_{it} + \beta_2 FDPS_{it} + \beta_3 PRICE_{it} + \beta_4 VOLM_{it} + \beta_5 BM_{it} + \beta_6 CB_{it} + \varepsilon_{it}$			
Method: OLS			
برآورد و آزمون مدل	ضریب	مقدار t	احتمال آماره
عرض از مبدا	-۰/۰۱۷	-۰/۲۷۷	۰/۷۸۱
مالکیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری	-۰/۰۰۸	-۰/۰۵۰	۰/۹۵۹
مالکیت بانک‌ها و بیمه‌ها	۰/۰۱۸	۰/۱۵۱	۰/۸۷۹
حجم معامله	۰/۰۰۱	۰/۵۵۱	۰/۵۸۱
قیمت سهام	۰/۰۰۸	۱/۹۴۱	۰/۲۳۳
اندازه شرکت	۰/۰۰۰	-۱/۲۱۷	۰/۲۲۴
نسبت ارزش دفتری به بازار	۱/۸۶	۱/۰۸۵	۰/۲۷۸
کیفیت مدل برآوردی	آماره t	احتمال	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۶۱	-	
معنی‌داری رگرسیون (آزمون F)	۵/۰۴	۰/۰۰۰	
نرمال بودن خطا (جاک - برا)	۱/۹۴۷	۰/۳۷	
خودهمبستگی (دورین - واتسون)	۲/۴۸	-	
ناهمسانی واریانس (بارلت)	۱۰/۸۲۶	۰/۰۵۵	

همچنین احتمال t برای کلیه متغیرهای کنترلی بزرگتر از ۰/۰۵ است که نشان از معنادار نبودن تاثیر این متغیرها بر نقدشوندگی است. از آنجائی که احتمال تمامی این متغیرها کمتر از احتمال متغیرهای مستقل است بنابراین به منظور برآورد مجدد مدل، به عنوان متغیرهای زائد در نظر گرفته نشدند.

نتیجه‌گیری

نتایج نشان می‌دهد که مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مستقیمی با تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش دارد. حضور سرمایه‌گذاران نهادی تفاوت قیمت پیشنهادی را افزایش و نقدشوندگی سهام را

کاهش می‌دهد. این نتیجه با یافته کارول و جیمز (۲۰۰۶) مشابه است. ایشان مالکان نهادی را کارگزاران مطلع در نظر می‌گیرند که به اطلاعات محرمانه دسترسی داشته و نقدشوندگی سهام را کاهش خواهد داد. نتایج اما با یافته‌های آجینا و همکاران (۲۰۱۵) و رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) مغایرت دارد.

در راستای هدف اصلی پژوهش، صندوق‌های سرمایه‌گذاری به علت نظارت بیشتر بر عملکرد مدیران واحدهای سرمایه و عملکرد و دیدگاه بلندمدت به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی فعال، و بانک‌ها و شرکت‌های بیمه که نسبت به قیمت جاری سهام علاقه دارند و دارای دیدگاه کوتاه‌مدت می‌باشند به عنوان سرمایه‌گذاران منفعل در نظر گرفته شدند. یافته‌ها در این مقاله حاکی از عدم رابطه بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام در نتیجه بیانگر رد فرضیه دوم است. عدم رابطه بین مالکیت فعال سرمایه‌گذاران نهادی با نقدشوندگی با نتایج آیمین و همکاران (۲۰۱۵) مغایر است. برای فرضیه سوم نیز هیچ رابطه‌ای بین بانک‌ها و شرکت‌های بیمه با تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش یافت نشد. این نتیجه اما مطابق با یافته‌های آیمین و همکاران (۲۰۱۵) در راستای عدم رابطه بین مالکیت بانک‌ها و شرکت‌های بیمه با نقدشوندگی است.

می‌توان چنین استنباط کرد که عدم هیچگونه رابطه‌ای بین نوع مالکیت نهادی و نقدشوندگی احتمالاً ناشی از تعریفی باشد که در قانون اوراق بهادار ارائه شده است. بر اساس بند ۲۷ ماده ۱ این قانون از سرمایه‌گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز علاوه بر گروه‌های پیشتر ذکر شده از سرمایه‌گذاران نهادی محسوب می‌شوند. با توجه به این تعریف می‌توان فرض کرد که صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه که بزرگترین سرمایه‌گذاران نهادی محسوب می‌شوند، در بورس اوراق بهادار تهران نقش قابل توجهی ایفا نمی‌کنند.

پیشنهادهای کاربردی

۱. کلیه سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، باید این موضوع را در نظر بگیرند که در شرکت‌هایی که مالکان نهادی حضور دارند، ممکن است نقدشوندگی سهام پایین باشد.

۲. شرکت‌ها بایستی بین خواسته‌ی خود در مورد حضور مالکان نهادی و داشتن نقدشوندگی نوعی موازنه برقرار سازند. چرا که با توجه به نتایج پژوهش حاضر، احتمالاً افزایش هر چه بیشتر حضور مالکان نهادی باعث کاهش نقدشوندگی می‌شود.

پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

با توجه به دو نتیجه‌ی بدست آمده، به پژوهشگران و دانشجویان علاقه‌مند به انجام پژوهش در راستای این مباحث پیشنهاد می‌گردد:

۱. بررسی رابطه مالکیت غیرنهادی با نقدشوندگی.
۲. پیشنهاد می‌شود در بررسی رابطه‌ی نوع مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و نقدشوندگی سهام، مبنای طبقه‌بندی، بر سرمایه‌گذاران دارای نماینده و سرمایه‌گذاران بی‌نصیب از نماینده در هیات مدیره به عنوان سرمایه‌گذاران فعال و منفعل قرار گیرد.

منابع

۱. ابراهیمی کردلر، علی، مرادی، محمد، اسکندر، هدی (۱۳۸۹)، «تاثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۸، صص ۱-۸.
۲. حسینی، سیدعلی، کرمی، غلامرضا، کنفی، عبدزاده، پاییز (۱۳۹۰)، «سرمایه‌گذاران نهادی، سلامت مالی و ارزش‌گذاری سهام»، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۱.
۳. رحمانی، علی، حسینی، سیدعلی، رضاپور، نرگس (۱۳۸۹)، «رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۷، دوره ۶۱، صص ۳۹-۵۴.
۴. فخاری، حسین، طاهری، عصمت‌السادات (۱۳۸۹)، «بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان-پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار»، بررسی‌های حسابداری مالی، سال ۲، شماره ۴، شماره پیاپی ۶، صص ۱۵۹-۱۷۲.
۵. مشکى، مهدى، پورمحمد ضیابری، مریم (۱۳۹۳)، «بررسی مقایسه‌ای نقدشوندگی و نسبت Q توبین سهام رشدی و ارزشی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، دوره ۱۶، شماره ۱، صص ۱۲۹-۱۴۶.

۶. مهرانی، ساسان، مرادی، محمد، اسکندری، هدی (۱۳۸۹)، «رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه». پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، دوره ۱، صص ۴۷-۶۲.
۷. نورو، ایرج، ابراهیمی کردلر، علی، زمستان (۱۳۸۴)، «بررسی تبیین ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۹۷-۱۲۴.
۸. ودیعی نوقایی، محمدحسین، رستمی، امیر (۱۳۹۳)، «بررسی تاثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، سال ۶، شماره ۲۳، صص ۴۳-۶۶.
9. Aymen Ajina. Faten Lakhal. Danielle Sougne, (2015), "Institution investors. Information asymmetry and stock market liquidity in Franch", International Journal of Managerial Finance, Vol. 11 lss 1 pp. 44 – 59.
10. Attig, N., Fong, W.-M., Gadhoun, Y. and Lang, L.H.P. (2006), "Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity", Journal of Banking & Finance, Vol. 30 No. 10, pp. 2875-2892.
11. Aragon, G. (2007), "Share restrictions and asset pricing: evidence from the hedge fund industry", Journal of Financial Economics, Vol. 83 No. 1, pp. 34-58.
12. Blume, M. and Keim, D. (2012), "Institutional investors and stock market liquidity: trends and relationships", working papers, the Wharton School, University of Pennsylvania.
13. Bushee, B. and Noe, C. (2000), "Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility", Journal of Accounting Research, Vol.38 No. 3, pp. 171-202.
14. Bushee, B. and Goodman, T. (2007), "Which institutional investors trade based on private information about earnings and returns?", Journal of Accounting Research, Vol. 45 No. 2, pp. 289-32
15. Brickley, J., Lease, R. and Smith, J. (1988), "Ownership structure and voting on anti-takeover amendments", Journal of Financial Economics, Vol. 20 No. 1, pp. 267-291.
16. Cao, C. and Petrasek, L. (2011), "Liquidity risk and hedge fund ownership", Finance and Economics Discussion Series, No. 2011-49, Board of Governors of the Federal Reserve System.
17. Dennis, P. and Weston, J. (2001), "Who's informed? An analysis of stock ownership and informed trading", AFA 2002 Atlanta Meetings.
18. Demsetz, H. (1968), "The cost of transacting", Quarterly Journal of Economics, Vol. 82 No. 1, pp. 35-53..

19. Koch, A., Ruenzi, S. and Starks, L. (2012), "Commonality in liquidity: a demand-side explanation", *Review of Financial Studies*, Vol. 22 No. 6, pp. 2201-2238.
20. Monks, R. and Minow, N. (1995), *Corporate Governance*, Blackwell Business, Cambridge. OECD (2000), *Guidelines for Multinational Enterprises*, available at: www.oecd.org/corporate/mne/1922428.pdf
21. LaFod, R. and Watts, R. (2008), "The information role of conservatism", *Accounting Review*, Vol. 83 No. 2, pp. 447-478.
22. Sharma, L. (2005), "Ownership structure and stock liquidity, evidence from Indian market", working paper, T.A. Pai Management Institute, Manipal, Karnataka.
23. Rubin, A. (2007), "Ownership level, ownership concentration and liquidity", *Journal of Financial Markets*, Vol. 10 No. 3, pp. 219-248.
24. Useem, M., Bowman, E., Irvine C. and Myatt, J. (1993), "US investors look at corporate governance in the 1990s", *European Management Journal*, Vol. 11 No. 2, pp. 175-189.