



## تأثیر سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و خطای پیش‌بینی سود هر سهم و سود تقسیمی بر بازده غیرعادی سهام

حمید خاوری

کارشناس ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی غیر انتفاعی پرندک

دکتر فرزانه حیدرپور<sup>۱</sup>

دانشیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران

(تاریخ دریافت: ۱۸ دی ۱۳۹۵؛ تاریخ پذیرش: ۲۹ خرداد ۱۳۹۶)

مقاله حاضر به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و خطای پیش‌بینی سود هر سهم و سود تقسیمی بر بازده غیرعادی سهام می‌پردازد، در راستای انجام این پژوهش نمونه‌ای مشتمل بر ۱۲۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۵ ساله (۱۳۹۰-۱۳۹۴) انتخاب و بررسی گردید. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره استفاده شد و معنادار بودن آن‌ها با استفاده از آماره  $F$  و  $t$  مورد بررسی قرار گرفت و برای بررسی خود همبستگی مدل از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است.

نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که بین سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و بازده غیرعادی سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد و بین خطای پیش‌بینی سود هر سهم و بازده غیرعادی سهام رابطه مثبت و معنادار برقرار است و بین خطای پیش‌بینی سود تقسیمی و بازده غیرعادی سهام ارتباط معنادار مشاهده نشد.

**واژه‌های کلیدی:** سهامداران نهادی، خطای پیش‌بینی سود هر سهم و سود تقسیمی، بازده غیرعادی سهام.

<sup>1</sup> fheidarpoor@yahoo.com

## مقدمه

از عوامل مهم در توسعه شرکت‌ها در چند دهه گذشته موضوع سرمایه‌گذاری سهامداران، سود دهی و بازدهی شرکت‌ها در صنایع مختلف بوده است. سهامداران نهادی، به عنوان سرمایه‌گذاران اصلی، مالک بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌ها می‌باشند و نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت مزبور دارند [16]. سرمایه‌گذاری سهامداران یکی از مهم‌ترین عوامل در رشد و توسعه شرکت‌ها می‌باشد که در چند دهه گذشته سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی در شرکت‌ها افزایش یافته است. نگاهی به تاریخچه بازار سرمایه ایران، نشان می‌دهد که سابقه آغاز به کار سرمایه‌گذاران نهادی در ایران به سال‌های قبل از پیروزی انقلاب شکوهمند اسلامی ایران باز می‌گردد، با این حال، رشد آن در دهه قبل چشمگیر بوده است و این افزایش سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی مورد توجه محققین و دانشگاهیان واقع شده است [3].

اطلاعات مالی باید به گونه‌ای در اختیار سرمایه‌گذاران قرار بگیرد، که تمایل به سرمایه‌گذاری در داخل شرکت را داشته باشند، در نتیجه سهامداران نهادی که به دلیل داشتن درصد بالایی از سهام شرکت توانایی نظارت بر عملکرد و اتفاقات داخلی شرکت را دارند و می‌توانند مانع از ارائه اطلاعات دستکاری شده به سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی بشوند و با تصمیمات خود بر سیاست‌های مالی شرکت تأثیرگذار باشند [24].

تصمیماتی که مدیران اجرایی شرکت‌ها در زمینه افزایش ثروت سهامداران می‌گیرند تا حدی در گرو پیش‌بینی‌هایی است که از وقایع آینده می‌کنند، آن‌ها با پیش‌بینی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت برنامه‌های شرکت را تهیه می‌کنند اما در بعضی اوقات ملاحظه می‌شود که در پیش‌بینی‌های صورت گرفته خطاها و اختلافاتی وجود دارد [10].

هرمانس<sup>1</sup> (۲۰۰۶) اطلاعات حسابداری یکی از منابع مهم برای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان به حساب می‌آید این اطلاعات عمدتاً در سه گروه، صورت‌های مالی، اطلاعات کمی و تجزیه تحلیل‌های خاص طبقه‌بندی می‌شود. یکی از عناصر اصلی صورت‌های مالی، صورت سود و زیان است که رقم نهایی آن نشان دهنده سود و زیان خالص آن دوره می‌باشد، که به عنوان مبنای اساسی بیشتر تصمیم‌گیری‌ها، مدل‌های ارزیابی و قیمت‌گذاری سهام تلقی می‌شود [17].

## بیان مسأله و اهمیت آن

مشایخی و شاهرخی (۱۳۸۶) سود یکی از اقلام اصلی و مهم صورت‌های مالی است، اطلاعات ارائه شده توسط شرکت مبتنی بر رویدادهای گذشته است، اما سرمایه‌گذاران به اطلاعاتی راجع به آینده شرکت نیاز دارند، یکی از دیدگاه‌های موجود در این مورد، ارائه اطلاعات تاریخی و جاری توسط واحد تجاری است، البته به نحوی که سرمایه‌گذاران بتوانند خود پیش‌بینی‌ها آینده را انجام دهند. دیدگاه دیگر این است مدیریت با در دست داشتن منابع و امکانات به انجام پیش‌بینی‌های قابل اعتماد بپردازند و با انتشار عمومی این پیش‌بینی‌ها، کارایی بازارهای مالی را افزایش دهند. بعضی مواقع پیش‌بینی‌های انجام شده

<sup>1</sup> Hermans

توسط مدیران با اشتباه و خطاهایی روبرو است که منجر به ارائه اطلاعات نادرست به استفاده‌کنندگان می‌شود [8].

از آنجایی که موضوع سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و خطای پیش‌بینی سود اعلام شده یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر تصمیمات اتخاذ شده توسط شرکت‌ها و استفاده‌کنندگان است، این سوال مطرح می‌شود که آیا سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و خطای پیش‌بینی سود هر سهم و سود تقسیمی بر بازده غیر عادی سهام تأثیر گذار است؟

### مبانی نظری و پیشینه‌های پژوهش

#### مبانی نظری

اعتقاد به توان تأثیر سهامداران نهادی بر قیمت‌های سهام از سه دلیل عمده ناشی می‌شود. اول اینکه، سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است برای تحقق مبادلات مدنظر خود اقدام به انحصار قیمت کنند و از این طریق سرمایه‌گذاران حقیقی و سایر تأمین‌کنندگان نقدینگی را از سرمایه‌گذاری‌ها یا موقعیت‌های پرتفوی مدنظر خود دور سازند (فرضیه نقدینگی) دوم اینکه، اصولاً اطلاعات در دسترس، در زمان مبادله، عامل تعیین قیمت است و سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل نفوذ بالقوه، اطلاعات بهتری نسبت به سایرین دارند (فرضیه مبادله آگاهانه) سوم اینکه، ارتباط مثبت میان تغییرات در مالکیت نهادی و بازده‌ها از مبادله بازخورد مثبت مالکیت نهادی میان دوره‌ای حاصل می‌شود. در صورتی که تأثیر قیمتی خرید(فروش) سرمایه‌گذاران نهادی به وسیله تأثیر قیمتی خرید (فروش) سرمایه‌گذاران غیر نهادی خنثی شود و سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران غیر نهادی از استراتژی‌های مبادله بازخورد مثبت(منفی) کوتاه‌مدت پیروی کنند، تغییرات در مالکیت نهادی باز هم با بازده‌های همان دوره مرتبط خواهد بود [19].

ام‌نیف<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) در حاکمیت شرکتی تأکید زیادی بر نقش سهامداران نهادی شده است، زمانی که تعداد اندکی از سهامداران درصد زیادی از سهام منتشر شده یک شرکت را در اختیار داشته باشند، مدیران سود پیش‌بینی شده را با سوگیری کمتری ارائه می‌دهند. اگر درصد مالکیت در شرکت کم باشد، یا به عبارت دیگر سهامداران نهادی وجود نداشته باشد، مدیریت ممکن است تلاش کند که قیمت سهام را برای دستیابی به پاداش بیشتر افزایش دهد [23].

هدف اولیه گزارش سود، تأمین و ارائه اطلاعات مفید برای کسانی است که بیشترین علاقه را به گزارش‌های مالی دارند، اما سود همیشه نمی‌تواند معیار خوبی برای تصمیمات سرمایه‌گذاران باشد، چون در برخی مواقع از سوی مدیریت دستکاری می‌شود، بنابراین مفهوم کیفیت سود مطرح شد تا به سرمایه‌گذاران در گرفتن تصمیمات درست کمک کند [23].

<sup>1</sup> Mnif

هرمانس<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) برای کیفیت سود تعاریف متعددی وجود دارد، یکی از دلایل احتمالی تنوع در تعاریف به عمل آمده از کیفیت سود، می‌توان نگاه‌های متفاوت پژوهشگران به جنبه‌های گوناگون این مفهوم باشد [17].

لاگی و مارکوارت<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) سود با کیفیت بالا را سودی می‌دانند که به ارزش شرکت در بلندمدت نزدیک‌تر بوده و حاوی محتوای اطلاعات بیشتر باشد [21]. بلواری و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) کیفیت سود را نمادی از توانایی سود گزارش شده در انعکاس سود واقعی واحد تجاری، قابلیت پیش‌بینی سود آتی و پایداری و عدم تغییر پذیری در سود گزارش شده می‌دانند [12]. لی<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) سود با کیفیت را سودی می‌داند که روش‌ها و برآوردهای حسابداری مورد استفاده در ایجاد آن، عاری از تعصب و طرفداری باشد [28].

### پیشینه پژوهش

#### پژوهش‌های داخلی

بهرامیان (۱۳۸۵) دقت پیش‌بینی سود هر سهم شرکت‌هایی را بررسی کرد که سهامشان برای اولین بار در بورس عرضه می‌شود. نتایج پژوهش وی نشان داد خطای پیش‌بینی سود با دوره پیش‌بینی و نوسان‌های شاخص بورس رابطه مستقیم دارد و در مورد ارتباط با اندازه شرکت، عمر شرکت، درجه اهرم مالی اظهار نظر حسابرسان و طبقه صنعت رابطه معنادار دیده نشد [2].

قائم‌ی و وطن پرست (۱۳۸۹) سطح عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر آن بر روی قیمت سهام و حجم مبادلات در ۲۱ روز قبل و بعد از اعلان سود برآوردی هر سهم مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد، عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران وجود داشته و این امر در دوره قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره بعد از اعلان سود است. همچنین مشخص شد بین عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام رابطه معنادار برقرار است [7].

در پژوهش انجام شده توسط ساسان مهرانی و زهرا مهر علی (۱۳۹۵) تحت عنوان "تأثیر EPS، DPS، ROE بر شاخص قیمت سهام شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسیدند که بین سود هر سهم و سود تقسیمی بر شاخص قیمت سهام رابطه معنادار وجود دارد و بین بازده حقوق صاحبان سهام و شاخص قیمت سهام رابطه معنادار مشاهده نشد [4].

مهدوی و تقوی (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت با مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسیدند که حاکمیت شرکتی احتمال مدیریت سود را کاهش می‌دهد و مدیر عامل مستقل می‌تواند نقش موثری در حاکمیت موثر شرکت داشته باشد [9].

<sup>1</sup> Hermans

<sup>2</sup> Lougee & Marquardt

<sup>3</sup> Bellovary & et al

<sup>4</sup> Li

سرهنگ و جلالی فراهانی (۱۳۹۳) در پژوهشی تحت عنوان "تأثیر ساختار مالکیت بر پایداری سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسیدند که ساختار مالکیت تأثیر معنادار بر پایداری سود دارد و بین مالکیت نهادی و پایداری سود رابطه معنادار وجود دارد [6].

ساسان مهرانی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان "مالکیت نهادی و انعطاف پذیری مالی" به این نتیجه رسیدند که بین مالکیت نهادی و سنج‌های انعطاف پذیری مالی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد [5].

### پژوهش‌های خارجی

الیاسیانی و جیا<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) به رابطه مثبت بین عملکرد شرکت و ثبات مالکیت نهادی پی بردند. همچنین در پژوهش خود سهامداران نهادی را به دو گروه حساس به فشار (مالکانی که تمایل کمتری برای نظارت بر مدیریت دارند) و غیر حساس به فشار (مالکانی که انگیزه بیشتر برای نظارت بر مدیریت و کنترل او دارند) تقسیم شدند و رابطه بین میزان ثبات هر دو گروه و عملکرد آن‌ها مورد بررسی قرار گرفت که برای هر دو گروه رابطه مثبت بود، اما این رابطه برای گروه دوم (غیر حساس به فشار) قوی‌تر بوده است [15].

تاو<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم تقارن اطلاعاتی پرداخت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که افزایش کیفیت سود و کیفیت گزارشگری مالی، سبب شفافیت بیشتر محیط اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در ارتباط با سهام شرکت در بازار می‌شود [25].

دی‌آنجلو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) در مطالعه خود بررسی کرد سود سهام شرکت‌های صنعتی افزایش یافته و این در حالی است که سود پرداختی به سهامداران کاهش یافته است [14] و همچنین مطالعات دیگر توسط اندرسون همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۳) به کاهش سود سهام پرداختی اذعان کرده‌اند [11].

میچلی و وینسنت<sup>۵</sup> (۲۰۱۳) در پژوهش خود نشان دادند که بین مالکیت نهادی و انعطاف پذیری مالی بیشتر شرکت‌ها رابطه مثبت و معنادار وجود دارد [22].

براسلری و لاتروس<sup>۶</sup> (۲۰۱۴) در یافتند که بین ساختار مالکیت و شاخص‌های اهرمی انعطاف پذیری مالی ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد [13].

### فرضیات پژوهش

با توجه به تحقیقات انجام شده تحقیق حاضر دارای سه فرضیه اصلی به شرح زیر می‌باشد:  
فرضیه اول: سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی بر بازده غیرعادی سهام تأثیرگذار است.

<sup>1</sup> Elyasiani & Jia

<sup>2</sup> Tao

<sup>3</sup> DeAngelo & et al

<sup>4</sup> Andres & et al

<sup>5</sup> Michaely & Vincent

<sup>6</sup> Bruslerie & latrous

فرضیه دوم: خطای پیش‌بینی سود هر سهم بر بازده غیرعادی سهام تأثیرگذار است.  
فرضیه سوم: خطای پیش‌بینی سود تقسیم شده بر بازده غیرعادی سهام تأثیرگذار است.

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است و از نظر گردآوری اطلاعات توصیفی از نوع همبستگی می‌باشد. روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی است. از نظر استدلال این پژوهش از نوع استقرایی است، زیرا آزمون فرضیه‌های پژوهش به کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره با استفاده از اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ از طریق داده‌های ترکیبی (پانل) انجام شده است. لذا تمامی داده‌ها توسط نرم‌افزار اکسل مرتب شده و تحلیل‌های آماری توسط نرم افزار Spss22 صورت می‌گیرد.

جامعه آماری این پژوهش کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و نمونه‌های آماری از میان شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر باشند استخراج شده است:

- ۱- شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  - ۲- جزء شرکت‌های فعال بورس باشند.
  - ۳- شرکت‌هایی که اطلاعات مالی آن‌ها برای سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ در دسترس باشد.
  - ۴- به منظور همگن بودن اطلاعات، ماهیت فعالیت آن‌ها واسطه‌گری مالی نباشد.
- با توجه به شرایط تشریح شده و نمونه‌های حذف شده از جامعه آماری پژوهش تعداد نمونه باقی‌مانده ۲۲۸ شرکت می‌باشد که با استفاده روش نمونه‌گیری تصادفی تعداد ۱۲۳ شرکت برای سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### مدل‌ها پژوهش

این مقاله به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و خطای پیش‌بینی سود هر سهم و سود تقسیمی بر بازده غیر عادی سهام می‌پردازد که دارای سه فرضیه می‌باشد که برای بررسی هر یک از فرضیه‌ها مدل رگرسیونی تعدیل شده‌ای به صورت جداگانه به شرح مدل‌های ۱ تا ۳ در نظر گرفته شده است، که ترتیب مربوط به فرضیه‌های ۱ تا ۳ می‌باشند

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 INST\_SUR_{it} + \beta_2 \text{Log-SIZE}_{it} + \beta_3 ATO_{it} + \beta_4 ROA_{it} + e_{it} \quad (\text{مدل ۱})$$

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 EAR\_SUR_{it} + \beta_2 \text{Log-SIZE}_{it} + \beta_3 ATO_{it} + \beta_4 ROA_{it} + e_{it} \quad (\text{مدل ۲})$$

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV\_SUR_{it} + \beta_2 \text{Log-SIZE}_{it} + \beta_3 ATO_{it} + \beta_4 ROA_{it} + e_{it} \quad (\text{مدل ۳})$$

### متغیرهای پژوهش

#### متغیر وابسته

در این پژوهش متغیر وابسته شامل بازده غیرعادی سهام<sup>۱</sup> (CAR) است که به شرح زیر محاسبه می‌شود:  
 نرخ بازده بازار سهام شرکت - نرخ بازده واقعی سهام شرکت  
 نحوه محاسبه نرخ بازده واقعی سهام به شرح زیر محاسبه می‌شود:

(میانگین قیمت سهام در پایان اولین روز - میانگین قیمت سهام در پایان سال)

میانگین قیمت سهام در پایان اولین روز

نحوه محاسبه نرخ بازده بازار سهام به شرح زیر محاسبه می‌شود:

(شاخص کل بورس در پایان اولین روز معامله - شاخص کل بورس در پایان سال)

شاخص کل بورس در پایان اولین روز معامله

#### متغیرهای مستقل

$EAR\_SUR_{it}$ : این متغیر خطای پیش‌بینی سود هر سهم را اندازه‌گیری می‌کند.

تعداد سهام در دست سهامداران / (سود خالص پیش‌بینی شده - سود خالص واقعی)

$DIV\_SUR_{it}$ : این متغیر خطای پیش‌بینی سود تقسیمی را اندازه‌گیری می‌کند.

تعداد سهام در دست سهامداران / (سود سهام مورد انتظار - سود سهام پرداخت شده واقعی)

$INST\_INV_{it}$ : این متغیر میزان سهامداران نهادی را مشخص می‌کند.

کل سهام عادی شرکت / تعداد سهام در دست سهامداران

#### متغیرهای کنترلی

$LOG\_SIZE_{it}$ : این متغیر لگاریتم میزان دارایی‌های شرکت را اندازه‌گیری می‌کند.

$ROA_{it}$ : این متغیر نسبت بازگشت دارایی‌ها را از طریق رابطه زیر اندازه‌گیری می‌کند.

کل دارایی‌ها / درآمد خالص

$ATO_{it}$ : این متغیر نسبت بازگشت دارایی‌ها را از طریق رابطه زیر اندازه‌گیری می‌کند.

کل دارایی‌ها / فروش

#### آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی شامل شاخص‌های مرکزی، پراکندگی و توزیع هستند. جدول شماره ۱ کمیت‌های

آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی را نشان می‌دهد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
-----------	------	-------	--------	---------	-------	--------------	-------	--------

<sup>۱</sup> CAR = cumulative market adjusted return

نام متغیر	نماد	حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
متغیر وابسته								
بازده غیرعادی سهام	CAR	-۹/۵۲	۱/۰۸	۰/۲۵	۰/۴۲	۱/۰۲	-۶/۶۲۱	۵۶/۰۳۶
متغیرهای مستقل								
خطای پیش‌بینی سود تقسیمی	DIV_SUR	-۴/۴۲	۲/۰۸	۰/۰۸	۰/۱۴	۰/۷۱	-۲/۹۵۵	۱۶/۰۲۱
خطای پیش‌بینی سود هر سهم	EAR_SUR	-۰/۶۹	۱/۶۲	۰/۱۰	۰/۰۵	۰/۳۵	۱/۷۱۱	۹/۹۳۴
سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی	INST_INV	۰/۱۳	۰/۹۵	۰/۷۲	۰/۷۳	۰/۲۳	-۱/۰۲۳	۰/۶۹۵
متغیرهای کنترلی								
نسبت بازگشت دارایی‌ها	RAO	۰/۷۰	۳/۸۹	۰/۸۱	۰/۷۷	۰/۵۵	۲/۴۵۹	۹/۴۴۸
نسبت گردش دارایی‌ها	ATO	۰/۰۸	۳/۳۵	۰/۷۵	۰/۶۶	۰/۵۲	۲/۴۵۹	۹/۴۶۸
لگاریتم اندازه شرکت	LOG_SIZE	۴/۷۰	۷/۸۶	۶/۰۶	۵/۸۹	۰/۶۳	۰/۵۳۹	۰/۰۸۱

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

مقادیر بدست آمده برای متغیر بازده غیرعادی سهام دارای میانگین بدست آمده برابر ۰/۲۵ می‌باشد یعنی نسبت نرخ بازده واقعی سهام به نرخ بازده بازار سهام حدوداً ۲۵٪ می‌باشد، مقدار انحراف معیار برابر ۱/۰۲ می‌باشد، که میزان پراکندگی داده‌ها از میانگین را نشان می‌دهد، مقادیر بدست آمده برای متغیر خطای پیش‌بینی سود تقسیمی نشان می‌دهد، میانگین بدست آمده برابر ۰/۰۸ می‌باشد، که بیانگر این است که تفاوت سود پرداخت شده به سود مورد انتظار نسبت به سهام در دست سهامداران ۸٪ می‌باشد، مقدار انحراف معیار برابر ۰/۷۱ می‌باشد، که میزان پراکندگی داده‌ها از میانگین را نشان می‌دهد. میانگین متغیر سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی نشان می‌دهد که حدود ۷۲ درصد از سهام شرکت‌ها در اختیار سهامداران نهادی می‌باشد. میانگین متغیر لگاریتم اندازه شرکت برابر ۶/۰۶ می‌باشد، که بزرگی این مقدار بیانگر حجم وسیع فعالیت شرکت‌ها در حوزه عملیاتی است. متغیرهایی که دارای چولگی مثبت هستند، به معنی قرار گرفتن مشاهده‌های دور افتاده از شاخص مرکزی در دامنه راست مقیاس اندازه‌گیری می‌باشد و متغیرهایی که دارای چولگی منفی هستند، به معنی قرار گرفتن



مشاهده‌های دور افتاده از شاخص مرکزی در دامنه چپ مقیاس اندازه‌گیری می‌باشد. همچنین تمام متغیرها دارای کشیدگی مثبت هستند، که این موضوع نشان از بلندتر بودن منحنی توزیع متغیرها نسبت به توزیع نرمال است.

### آزمون نرمال بودن

برای بررسی نرمال بودن متغیرها از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف استفاده می‌شود، نتایج حاصل از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف به شرح جدول ۲ می‌باشد.

جدول ۲- آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

متغیرها	CAR	DIV_SUR	EAR_SUR	INST_INV	RAO	ATO	LOG_SIZE
آزمون کولموگروف اسمیرنوف	۰/۷۱۹	۰/۸۳۵	۰/۹۳۲	۰/۹۹۱	۰/۳۶۶	۰/۳۶۶	۰/۹۶۷
سطح معناداری	۰/۶۱۱	۰/۴۹۵	۰/۳۴۲	۰/۳۳۵	۰/۹۳۱	۰/۹۳۴	۰/۳۳۵

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به مقادیر بدست آمده در جدول ۳ سطح معناداری تمامی متغیرها از مقدار خطای  $\alpha=0/05$  بزرگ‌تر می‌باشد، در نتیجه فرض صفر آماری رد نمی‌گردد و نرمال بودن مشاهدات برای تمامی متغیرها تایید می‌شود.

### آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

بررسی اینکه آیا داده‌های ترکیبی (پانل) جهت برآورد مدل مورد نظر کارآمدتر است یا نه از آزمون F لیمر استفاده شده است، و برای بررسی اینکه مدل با بهره‌گیری از روش اثرات ثابت یا تصادفی برآورد گردد، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳- آزمون‌های F لیمر و آزمون‌های هاسمن

آزمون‌های هاسمن			لیمر F آزمون‌های		
تایید روش	P-value	فرضیه‌ها	تایید روش	P-value	فرضیه‌ها
روش اثرات ثابت	۰/۰۱۴	فرضیه اول	پانل	۰/۰۰۰	فرضیه اول
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۸	فرضیه دوم	پانل	۰/۰۰۰	فرضیه دوم
روش اثرات ثابت	۰/۰۱۱	فرضیه سوم	پانل	۰/۰۰۰	فرضیه سوم

## \* یافته‌های پژوهشگر

جدول ۳ نشان می‌دهد سطح معناداری آماره F لیمر برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ روش ترکیبی (پانل) در تخمین مدل‌های رگرسیونی مناسب‌تر است و سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۵٪ است یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان می‌دهد که روش اثرات ثابت برای برآورد مدل رگرسیونی مناسب‌تر است. (اشرف‌زاده و مهرگان (۱۳۸۹) [1].

تجزیه و تحلیل فرضیه اول

## جدول ۴- مقادیر همبستگی و آماره F فرضیه اول

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	F	sig
۱	۰/۰۸۹	۰/۰۰۸	-۰/۰۲۱	۱/۸۷۸	۱/۱۴۲	۰/۰۰۰

\* منبع یافته‌های پژوهشگر

در جدول ۴ میزان ضریب همبستگی و میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده تغییرات بازده غیرعادی سهام توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین-واتسون برابر ۱/۸۸۹ می‌باشد که نشان می‌دهد بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و میزان سطح معناداری آماره F برابر ۰/۰۰۰ است، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ مدل رگرسیون معنادار است.

## جدول ۵- مقادیر آماره t برای فرضیه اول

سطح معناداری	t	ضرایب استاندارد شده	ضرایب استاندارد نشده		نماد	متغیر
		Beta	Std.Error	B		
۰/۰۰۰	۱/۲۱۸		۰/۸۸۱	۰/۶۸۵	C	مقدار ثابت
۰/۰۰۹	-۱/۲۲۴	-۰/۰۸۳	۰/۴۸۸	-۰/۴۲۳	INST_INV	سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی
۰/۰۰۲	۱/۰۷۲	۰/۱۳۸	۰/۱۲۲	۰/۰۶۴	ROA	نسبت بازگشت دارایی‌ها
۰/۰۰۲	۱/۰۷۲	۰/۱۳۸	۰/۱۹۳	۰/۰۷۲	ATO	نسبت گردش دارایی‌ها

۰/۰۱۰	-۱/۰۳۵	-۰/۲۴۱	۰/۱۵۲	-۰/۰۳۹	LOG_SIZE	لگاریتم اندازه شرکت
$CAR = -0/685 - 0/423INST\_INV_{it} + 0/064ROA_{it} + 0/072ATO_{it} - 0/039LOG\_SIZE_{it} + 0/881$						

\* منبع یافته‌های پژوهشگر

جدول ۵ نشان می‌دهد سطح معناداری آماره t برای سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی برابر ۰/۰۱۰ می‌باشد و چون سطح معناداری این متغیر کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، می‌توانیم نتیجه بگیریم که در سطح اطمینان ۹۵٪ سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی در حضور متغیرهای کنترلی بر بازده غیر عادی سهام تأثیر گذار است.

#### تجزیه و تحلیل فرضیه دوم

جدول ۶- مقادیر همبستگی و آماره F فرضیه دوم

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	F	sig
۲	۰/۱۴۵	۰/۰۲۱	۰/۰۰۳	۱/۸۶۷	۱/۴۵۳	۰/۰۱۱

\* منبع یافته‌های پژوهشگر

در جدول ۶ میزان ضریب همبستگی و میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده تغییرات بازده غیرعادی سهام توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین-واتسون برابر ۱/۸۷۹ می‌باشد که نشان می‌دهد بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و میزان سطح معناداری آماره F برابر ۰/۰۱۱ است، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ مدل رگرسیون معنادار است.

جدول ۷- مقادیر آماره t برای فرضیه دوم

سطح معناداری	t	ضرایب استاندارد شده	ضرایب استاندارد نشده		نماد	نام متغیر
		Beta	Std.Error	B		
۰/۰۲۵	۱/۲۱۱		۰/۷۸۱	۰/۷۵۹	C	مقدار ثابت
۰/۰۰۹	۱/۸۱۳	۰/۱۲۱	۰/۲۳۷	۰/۴۳۵	EAR_SUR	خطای پیش‌بینی سود هر سهم

سطح معناداری	t	ضرایب استاندارد شده	ضرایب استاندارد نشده		نماد	نام متغیر
		Beta	Std.Error	B		
۰/۰۱۳	۱/۰۲۹	۰/۰۱۹	۰/۱۵۲	۰/۰۳۶	ROA	نسبت بازگشت دارایی‌ها
۰/۰۱۳	۱/۰۲۹	۰/۰۱۹	۰/۱۷۰	۰/۰۳۴	ATO	نسبت گردش دارایی‌ها
۰/۰۰۵	-۱/۱۶۴	-۰/۱۱۴	۰/۱۲۳	-۰/۱۰۱	LOG_SIZE	لگاریتم اندازه شرکت

$$CAR = 0/759 + 0/435EAR\_SUR_{it} + 0/036ROA_{it} + 0/034ATO_{it} - 0/101LOG\_SIZE_{it} + 0/781$$

\* منبع یافته‌های پژوهشگر

جدول ۷ نشان می‌دهد سطح معناداری آماره t برای خطای پیش‌بینی سود هر سهم برابر ۰/۰۰۹ می‌باشد و چون سطح معناداری این متغیر کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، می‌توانیم نتیجه بگیریم که در سطح اطمینان ۹۵٪ خطای پیش‌بینی سود هر سهم در حضور متغیرهای کنترلی بر بازده غیر عادی سهام تأثیر گذار است.

#### تجزیه و تحلیل فرضیه سوم

##### جدول ۸- مقادیر همبستگی و آماره F فرضیه سوم

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	F	sig
۳	۰/۰۴۹	۰/۰۰۲	-۰/۰۲۴	۱/۸۷۶	۱/۰۵۷	۰/۰۰۰

\* منبع یافته‌های پژوهشگر

در جدول ۸ میزان ضریب همبستگی و میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده تغییرات بازده غیرعادی سهام توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین-واتسون برابر ۱/۸۷۶ می‌باشد که نشان می‌دهد بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و میزان سطح معناداری آماره F برابر ۰/۰۰۰ است، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ مدل رگرسیون معنادار است.

جدول ۹- مقادیر آماره t برای فرضیه سوم

سطح معناداری	t	ضرایب استاندارد شده	ضرایب استاندارد نشده		نماد	نام متغیر
		Beta	Std.Error	B		
۰/۰۱۵	۱/۱۶۱		۰/۸۸۲	۰/۶۱۷	C	مقدار ثابت
۰/۱۲۴	-۰/۸۸۴	-۰/۰۲۱	۰/۱۳۲	-۰/۰۳۲	DIV_SUR	خطای پیش‌بینی سود تقسیمی
۰/۰۰۰	۱/۰۵۹	۰/۰۲۶	۰/۱۵۳	۰/۰۳۶	ROA	نسبت بازگشت دارایی‌ها
۰/۰۰۰	۱/۰۵۹	۰/۰۲۶	۰/۱۹۷	۰/۰۴۲	ATO	نسبت گردش دارایی‌ها
۰/۰۰۳	-۱/۱۱۳	-۰/۰۵۱	۰/۱۳۶	-۰/۰۷۰	LOG_SIZE	لگاریتم اندازه شرکت

$$CAR = 0.617 - 0.32DIV\_SUR_{it} + 0.36ROA_{it} + 0.42ATO_{it} - 0.70LOG\_SIZE_{it} + 0.882$$

\* منبع یافته‌های پژوهشگر

جدول ۹ نشان می‌دهد سطح معناداری آماره t برای خطای پیش‌بینی سود هر سهم برابر ۰/۱۲۴ می‌باشد و چون سطح معناداری این متغیر بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است، پس می‌توانیم در سطح اطمینان ۹۵٪ نتیجه بگیریم که خطای پیش‌بینی سود تقسیمی در حضور متغیرهای کنترلی بر بازده غیرعادی سهام تأثیرگذار نمی‌باشد.

#### بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و خطای پیش‌بینی سود هر سهم و سود تقسیمی بر بازده غیر عادی سهام بود که موضوع در قالب سه فرضیه به صورت جداگانه مطرح شد، در فرضیه اول این نتیجه حاصل شد که، بین سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی در حضور متغیرهای کنترلی بر بازده غیرعادی سهام ارتباط منفی و معنادار وجود دارد، به این معنی که اگر سرمایه‌گذاری سهامداران

نهادی افزایش پیدا کند، بازده غیرعادی سهام کاهش پیدا می‌کند. در نتیجه برای تصمیم‌گیری صحیح بهتر است به صورت‌های مالی شرکت‌هایی اتکا شود که سرمایه‌گذاران نهادی بیشتری دارند. در بررسی فرضیه دوم مشخص شد که، بین متغیر خطای پیش‌بینی سود هر سهم در حضور متغیرهای کنترلی بر بازده غیرعادی سهام ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد، به این معنی که اگر خطای پیش‌بینی سود هر سهم افزایش پیدا کند، بازده غیرعادی سهام کاهش پیدا می‌کند. از آنجایی هدف بسیاری از سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان منابع مالی کسب سود و منفعت است، بنابراین برخی از مدیران شرکت‌ها درصد هموارسازی سود هستند تا بتوانند رضایت همگان را به دنبال داشته باشند، به خصوص در شرکت‌های کوچک، بهتر است به سود هر سهم و خطای پیش‌بینی سود هر سهم توجه بیشتری اعمال شود، تا مانع از ارائه اطلاعات دستکاری شده شود. با توجه به نتیجه فرضیه سوم، در پژوهش حاضر تأثیر خطای پیش‌بینی سود تقسیمی بر بازده غیرعادی سهام ارتباط معنادار مشاهده نشد، با این وجود ضریب تعیین مدل نشان می‌دهد، که علاوه بر متغیر بررسی شده متغیرهای دیگری نیز وجود دارند، که ممکن است تأثیر متفاوت از نتیجه این فرضیه داشته باشند. لذا بهتر است در تصمیم‌گیری‌ها سایر عوامل را نیز مد نظر داشته باشید.

سود تقسیمی هر سهم تابعی از سود پیش‌بینی شده هر سهم است، اما نتایج بدست آمده در این پژوهش نشان می‌دهد که خطای پیش‌بینی سود هر سهم بر بازده غیرعادی سهام تأثیرگذار است اما خطای پیش‌بینی سود تقسیمی بر بازده غیرعادی سهام تأثیرگذار نیست، و دلیل این موضوع منطبق نبودن سود پیشنهادی (مورد انتظار) و سود پرداخت شده به سهامداران می‌باشد در نتیجه برای بررسی بیشتر پیشنهاد می‌شود تا بر روی موضوع "بررسی تأثیر سود پیش‌بینی شده هر سهم و سود تقسیم شده هر سهم بر بازده غیرعادی سهام" پژوهشی جداگانه انجام شود.

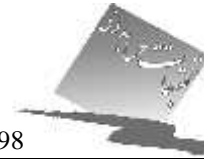
#### فهرست منابع

۱. اشرف زاده، مهرگان، (۱۳۸۹). **اقتصاد سنجی پانل دیتا**، موسسه تحقیقات تعاون دانشگاه تهران.
۲. بهرامیان، محمد، (۱۳۸۵) "میزان عدم صحت پیش‌بینی سود شرکت‌ها در عرضه اولیه و افزایش سرمایه"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.
۳. روزنامه دنیای اقتصاد - کد خبر - DEN-400131، شماره ۲۸۴۳ - تاریخ چاپ ۱۳۹۱/۱۱/۰۷
۴. ساسان، مهرانی، زهرا، مهر علی، (۱۳۹۵). "تأثیر  $ROE$  و  $DPS$  و  $EPS$  بر شاخص قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **نشریه دانش و پژوهش حسابداری**. انجمن حسابداری ایران. سال ۱۱، بهار ۱۳۹۵، شماره ۴۴
۵. ساسان، مهرانی، محمد، مرادی، هدی، اسکندری، میر محمد جواد، هاشمی (۱۳۹۴) "مالکیت نهادی و انعطاف پذیری مالی". **نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی**. دانشگاه آزاد واحد تهران مرکزی. سال ۷، زمستان ۱۳۹۴، شماره ۲۸ صص ۴۳-۵۶
۶. سرهنگی، حجت، جلالی، فراهانی، عباس (۱۳۹۳). "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر پایداری سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**. انجمن حسابداری ایران. ۱۱۸-۱۳۲:۲۴.

۷. قائمی، محمد حسین، وطن پرست، محمد رضا، (۱۳۸۹). "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران"، **حسابداری و حسابرسی** ۱۳۸۹؛ ۴۱-۸۵-۱۰۳.
۸. مشایخی، شهناز، شاهرخی، سیده سمانه، "بررسی دقت پیش‌بینی سود مدیران و عوامل موثر بر آن"، **حسابداری و حسابرسی**، ۱۳۸۶، ۱۴: (۵۰).
۹. سهیلا، مهدوی، زهره، تقوی، (۱۳۹۴). "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت با مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**. انجمن حسابداری ایران. سال ۱۱، زمستان ۱۳۹۴، شماره ۲۸، صص ۱۱۱-۱۰۰.
10. Amihud, Y., Li, K., (2006). "The declining information content of dividend announcements and the effects of institutional holdings". **J. Financ. Quant. Anal.** 41 (3), 637-660.
11. Andres, C., Betzer, A., Haesner, C., Theissen, E., van den Bongard, I., (2013). "The information content of dividend surprises": **evidence from Germany. J. Bus. Financ. Account.** 40 (5-6), 620-645.
12. Bellovary, J., Giacomino, D. and Akers, M. (2006). "A review of Bankruptcy Prediction Studies": 1930 to present. Retrieved from: <http://www.ebsco.com>.
13. Bruslerie, Hubert and Latrous Imen. (2014). "Ownership Structure and Debt Leverage: Empirical Test of a Trade-off Hypothesis on French Firms" **Journal of Multinational Financial Management**, 22(4): PP. 111-130.
14. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D.J. (20۱۳). "Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings". **J. Financ. Econ.** 72 (3), 425-456.
15. Elyasiani, Elyas. Jia. J (2010), "Distribution of Institutional Ownership and Corporate Firm Performance" **Journal of Banking & Finance**, 34, 606-620.
16. Grinstein, Y., Michaely, R., (2005). "Institutional holding and payout policy". **J. Financ.** 60 (3), 1389-1426.
17. Hermans, s. (2006). "Financial Information and Earning Quality": A literature. Working Paper, Retrieved from: [http://www.papers.Ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=8977220](http://www.papers.Ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=8977220).
18. Hermans, s. (2006). "Financial Information and Earning Quality": A literature. Working Paper, Retrieved from: [http://www.papers.Ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=8977220](http://www.papers.Ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=8977220).
19. Lee, C., Swaminathan, B., (2000). "Price momentum and trading volume". **J. Financ.** 55, 2017-2069.
20. Li, K. (2008). "Earning Quality & Future Capital Investment". Working paper, Retrieved from: <http://www.ssrn.com>.
21. Lougee, B. & Marquardt, C. (2004). "Earning Informativeness and Strategic Disclosure and Empirical Analysis of Proforma Earning". *The Accounting Review*, 79: 769-795.
22. Michaely, Roni and Vincent, Christopher. (2013). "Do Institutional Investors Influence Capital Structure Decisions"? Working paper.
23. Mnif A., (2009), "Corporate governance and management earnings forecast quality: evidence from French IPOS", University of Sfax, High School of Commerce, Sfax, Tunisia, Web page: <http://hal.archivesouvertes.fr/>

24. Schnatterly, K., Shaw, K.W., Jennings, W.W., 2008. "Information advantages of large institutional owners". **Strateg. Manag. J.** 29, 219–227.
25. Tao, M. (2012). "Financial Reporting Quality and Information Asymmetry". Iaf. Shufe. Edu. cn/ upload/ info/10333\_ 1205109070120.





## **Impact of Investments of Institutional Shareholders and Forecast Error Per-Share Earnings and Dividends the Cumulative Abnormal Return**

**Hamid Khavari**

M.A. in Accounting, Parandak Institute of Higher Education

**Farzaneh Heidarpour (PhD)<sup>1</sup>©**

Associate Professor, Accounting Department, Economic and Accounting Faculty, Tehran central Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

(Received: 7 January 2017; Accepted: 19 June 2017)

This paper examines the impact of investments institutional shareholders and forecast error per-share earnings and dividends The cumulative abnormal return(CAR),In order to do this research sample of 123 companies listed on Tehran Stock Exchange on 5 year period(1390-1394) were selected For hypothesis test be used of multiple variable regression and their meaning done by F and T. and, for model self-cohesiveness be used of Durbin-Watson test. The results of this study show that there is a significant negative relationship between Investments of institutional shareholders and cumulative abnormal return and there is a significant positive correlation the forecast error earnings per share and cumulative abnormal return and there is not significant relationship the forecast error dividend and cumulative abnormal return.

**Keywords:** Institutional Shareholders, Earnings Per Share and Dividend Forecast Error, Cumulative Abnormal Return.

---

<sup>1</sup> fheidarpour@yahoo.com ©(Corresponding Author)