



بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر ارتباط بین سهام‌داران نهادی و همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

سید کامران علوی طبری^۱

هومن آدمی^۲

چکیده

بسیاری از مطالعات نقش کیفیت حسابرسی و سرمایه‌گذاران نهادی را در همزمانی قیمت سهام نادیده گرفته‌اند. با توجه به تأثیر زیاد سرمایه‌گذاران نهادی بر قیمت سهام، فرض می‌کنیم که سرمایه‌گذاران نهادی با همزمانی قیمت سهام همبستگی بالایی دارند. یک بازار مالی و سرمایه که با یک محیط اطلاعاتی ضعیف مشخص می‌شود، با همزمانی بالای قیمت سهام همراه است. کشورهایی که حمایت از سرمایه‌گذاران ضعیف‌تری دارند نیز ممکن است تجارت آگاهانه را سودآورتر کرده و گنجاندن اطلاعات خاص شرکت را در قیمت سهام محدود کنند. بدین منظور اطلاعات مربوط به ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک در بازه زمانی ۱۴۰۰-۱۳۹۶ جمع‌آوری و با انجام آزمون‌های موردنیاز مشخص شد که سهام‌داران نهادی و کیفیت حسابرسی تأثیر منفی بر همزمانی قیمت سهام داشته و همچنین کیفیت حسابرسی تأثیر منفی مالکیت نهادی بر همزمانی قیمت سهام را تقویت می‌نماید.

کلیدواژه‌ها: کیفیت حسابرسی، سهامداران نهادی و همزمانی قیمت سهام.

^۱ . کارشناس دیوان محاسبات کشور، kamran.alavi^{۱۱}@yahoo.com

^۲ . کارشناس دیوان محاسبات کشور.

مقدمه

بسیاری از مطالعات نقش کیفیت حسابرسی و سرمایه‌گذاران نهادی را در هم‌زمانی قیمت سهام نادیده گرفته‌اند. با توجه به تأثیر زیاد سرمایه‌گذاران نهادی بر قیمت سهام، فرض می‌کنیم که سرمایه‌گذاران نهادی با هم‌زمانی قیمت سهام همبستگی بالایی دارند. یک بازار مالی و سرمایه که با یک محیط اطلاعاتی ضعیف مشخص می‌شود، با هم‌زمانی بالای قیمت سهام همراه است. کشورهایی که حمایت از سرمایه‌گذاران ضعیف‌تری دارند نیز ممکن است تجارت آگاهانه را سودآورتر کرده و گنجاندن اطلاعات خاص شرکت را در قیمت سهام محدود کنند. (اینابا^۱، ۲۰۲۰)

برای دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی، جذب سرمایه‌های کوچک و سرگردان محلی و هدایت آنها به سمت فعالیت‌های تولیدی و صنعتی ضروری است. در این راستا بازارهای مالی به دو صورت بازار پول و بازار سرمایه ایجاد شده است که بازار پولی اعتبار کوتاه‌مدت و بازار سرمایه اعتباری بلندمدت را فراهم می‌کند. بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یکی از ارکان بازار سرمایه نقش مهمی در افزایش تولید کشور به عنوان محل شکل‌دهی جریان‌های مالی و سرمایه‌گذاری دارد. محققان می‌گویند توسعه یک کشور و رونق بازار سهام با تعداد سهامداران ارتباط مستقیم دارد و شکل‌گیری صحیح این جریان ناشی از نیروهای بازار است. (نجفی مقدم، ۱۳۹۶)

بدون شک با ارائه اطلاعات مفید و قوانین صحیح به سرمایه‌گذاران بورس، بستر مناسبی را برای تصمیم‌گیری صحیح سرمایه‌گذاران، حفظ منافع سرمایه‌گذاران و افزایش سرمایه‌گذاری در بورس فراهم می‌کند. تداوم وجود آن می‌تواند از متحمل شدن ضرر جلوگیری کند. با ایجاد زمینه‌ای برای تخصیص بهینه منابع محدود اقتصادی به پروژه‌های سودآورتر، بازار سهام را رونق می‌بخشد و در عین حال اقتصاد کشور را رشد و شکوفا می‌کند. (نجفی مقدم، ۱۳۹۶)

شفافیت مالی با کیفیت حسابرسی بالا همواره یکی از مؤثرترین متغیرها در تعیین استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی بوده است. (نجفی مقدم، ۱۳۹۶)

در سال‌های اخیر شاهد وجود سازمان‌ها و مؤسساتی به نام سرمایه‌گذار نهادی مانند صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های هلدینگ، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های پس‌انداز سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نهادی بوده‌ایم. و سازمان‌های دولتی سرمایه‌گذاران نهادی نقش مهمی در کارایی بازار سرمایه دارند و حضور آنها باعث افزایش کارایی و شفافیت بازار سرمایه می‌شود. (فو و همکاران، ۲۰۲۲)

سرمایه‌گذاران همیشه به دنبال اطلاعات واضح برای خرید سهام در یک شرکت هستند. منبع اطلاعات بیشتر فعالان بازار سرمایه، صورت‌های مالی شرکت است که به طور منظم منتشر می‌شود و منعکس‌کننده



تصمیمات بالقوه و واقعی سرمایه‌گذاران برای خرید، فروش و سرمایه‌گذاری در بازار سهام است. (نجفی مقدم، ۱۳۹۶)

از سوی دیگر، تفکیک مالکیت و مدیریت در یک شرکت سهامی می‌تواند منجر به تضاد منافع بین مدیریت و سهامداران شود که به‌عنوان مشکل نمایندگی شناخته می‌شود. یکی از پیامدهای مشکل نمایندگی این است که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت شرکت و سهامداران وجود دارد و سهامداران نمی‌توانند به‌طور مستمر بر اعمال و فعالیت‌های مدیریت نظارت کنند. همان‌طور که مدیریت منابع بیشتری در اختیار دارد، تعداد افراد علاقه‌مند و مرتبط با شرکت افزایش می‌یابد و تضاد منافع نیز افزایش می‌یابد. (گودل^۱ و همکاران، ۲۰۲۱)

از سوی دیگر، با در دسترس قرار گرفتن اطلاعات بیشتر در مورد شرکت، اعتماد سرمایه‌گذاران به سود شرکت افزایش می‌یابد و زمانی که رابطه بین بازده بازار و هم‌زمانی سود یا قیمت سهام شرکت کم باشد، نشان می‌دهد که اطلاعات بیشتری در مورد شرکت وجود دارد. شرکت‌هایی که به‌طور تصادفی بازده سهام پایینی را نشان می‌دهند، درواقع نشان می‌دهند که قیمت‌ها کمتر به حرکات بازار وابسته هستند، زیرا اطلاعات بیشتری درباره شرکت در دسترس فعالان بازار است. بنابراین، حضور سرمایه‌گذاران نهادی و نظارت مؤثر آنها، تضاد منافع و عدم شفافیت را کاهش می‌دهد. (باربر و اودین^۲، ۲۰۰۸)

با توجه به مبانی نظری موجود و مطالب فوق به دنبال یافتن پاسخ این سؤال هستیم که کیفیت حسابرسی چه تأثیری بر ارتباط بین سهامداران نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام دارد؟

مبانی نظری و فرضیه پژوهش

سهامداران نهادی

اگرچه سرمایه‌گذاران نهادی نقش عمده‌ای در نیمه دوم قرن بیستم نداشتند، اما تأثیر بسزایی در تعیین ترکیب بازار سرمایه داشتند. به‌عنوان مثال، در ایالات‌متحده، درصد کلی سرمایه‌گذاری نهادی از ۶.۱ درصد در سال ۱۹۵۰ به ۵۰ درصد در سال ۲۰۰۲ افزایش یافت. دارایی‌های متعلق به مالکان نهادی در بازارهای دیگر در حال افزایش است. به عنوان مثال، کل دارایی‌های مالی کشورهای عضو اتحادیه اروپا بین سال‌های ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۹ بیش از ۱۵۰ درصد رشد داشته است. درست است که حضور سرمایه‌گذاران نهادی پیش‌نیاز ایجاد بازارها و توسعه خصوصی‌سازی نیست، اما نقش مهمی در انباشت منابع مالی و فعال شدن بازار برای سرمایه‌گذاران خرد داشته است. بااین‌حال، مقیاس فعالیت‌های سرمایه‌گذاران نهادی با اقتصادهای مختلف که بر توزیع حاکمیت تأکید دارند و توجه ویژه‌ای به نظارت بر سهامداران دارند، متفاوت است. امروزه سیستم‌های مختلفی با رویکردها و کارکردهای متفاوت در کشورهای توسعه‌یافته به نام سیستم‌های داخلی و خارجی دیده می‌شود. (بزرگ، ۱۳۹۷)

شناخت نظام بهینه حاکمیت شرکتی مستلزم شناسایی متغیرهای اقتصادی مانند توسعه بازار سرمایه، کیفیت نهاده‌ها و نهادها و برخی شرایط خاص مرتبط با شرکت‌ها (مانند بهره‌وری و فناوری) است. در برخی از تحقیقات به این نتیجه رسیده است که اگر میزان توسعه بازار کمتر از حد معینی باشد، سیستم حاکمیت شرکتی داخلی همه شرکت‌های فعال در اقتصاد جدا از بهره‌وری فناوری عمل خواهد کرد. با این حال، زمانی که مقیاس توسعه بازار سرمایه در اقتصاد یک کشور از آستانه مطلوب فراتر رود، سیستم‌های داخلی و خارجی هر دو به بهره‌وری فناوری وابسته خواهند بود. برخی از مطالعات نیز نشان می‌دهد که اگر میزان سرمایه‌گذاری زیاد باشد، اکثریت تفاوت بین دو سیستم به دلیل هزینه نمایندگی خواهد بود. (رامیار، ۱۳۹۳)

همزمانی قیمت سهام

جانسون، همزمانی قیمت سهام را این‌گونه تعریف می‌کند: درجه‌ای از اطلاعات بازار و صنعت است که در قیمت سهام شرکت منعکس می‌شود. همچنین دورنف و همکاران^۱ (۲۰۰۳) و پیتروسکی و رولستون (۲۰۰۴) همزمانی بازده سهام را این‌گونه تعریف کرده‌اند: نشان‌دهنده این است که تا چه حد بازده بازار و صنعت، تغییرات بازده سهام شرکت را شرح می‌دهد. با توجه به این تعاریف، می‌توان گفت همزمانی قیمت برابر است با نسبت ریسک سیستماتیک تقسیم بر ریسک غیر سیستماتیک.

رفتار قیمت سهام از دو عامل حرکت بازار و اطلاعات خاص شرکتی تبعیت می‌کند. حرکت بازار که متأثر از عوامل مختلف اعم از مسائل داخلی و خارجی و سیاسی و.. خواهد بود و اطلاعات خاص شرکتی که مربوط به عوامل خود شرکت است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت، وابسته به اطلاعات خاص شرکتی بیشتر است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت وابستگی بیشتری به اطلاعات خاص شرکتی دارد و در صورتی که ارتباط بین بازده شرکت و بازده بازار (همزمانی قیمت) پایین باشد، نشان‌دهنده بیشتر بودن اطلاعات خاص شرکتی است. بنابراین می‌توان گفت پایین بودن همزمانی بازده سهام شرکت‌ها، در واقع بیانگر این موضوع است که قیمت آن‌ها وابستگی کمتری به حرکت بازار دارد، چون مقدار بیشتری از اطلاعات خاص شرکتی وجود دارد که فعالان بازار به آن اطمینان می‌کنند. فقدان قدرت توضیحی، اطلاعات خاص شرکتی را افزایش می‌دهد. حرکت سهام بستگی به مقدار نسبی اطلاعات شرکت و بازار دارد که در قیمت سهام منعکس می‌شود. توجه به این نکته که قدرت توضیحی، شاخص‌های بازار و صنعت که مقدار نسبی اطلاعات بازار، صنعت و اطلاعات خاص شرکتی را در بر می‌گیرد، در قیمت سهام منعکس می‌شود. درحالی که همزمانی قیمت سهام شرکت به طور کلی شامل شاخص یک بازار و یک صنعت است. به‌طور منطقی استفاده از همزمانی قیمت در حالتی که بازده و ویژگی‌های شرکت از طریق عوامل چندگانه تعیین شود، می‌تواند به‌عنوان یک معیار اطلاعات خاص شرکتی استفاده شود. از R^2 می‌توان به‌عنوان یک معیار اطلاعات خاص شرکتی استفاده کرد. همان‌طور که نسبتاً بیشتر عوامل خاص شرکتی در قیمت منعکس

^۱ - Durnev & et al



می‌شود، بتای بازار در حجم کاهش و لاندا در حجم افزایش می‌یابد. افزایش در لاندا، واریانس خطای مدل قیمت‌گذاری را افزایش می‌دهد که باعث کاهش R^2 می‌شود. علاوه بر این، کاهش بتای بازار، باعث کاهش واریانس مقدار پیش‌بینی شده می‌شود که R^2 را کاهش می‌دهد. وقتی روزهایی را که شرکت در رسانه‌های مالی ذکر می‌شود را حذف کند، R^2 بهبود می‌یابد. واریانس بازده در طول دوره تجاری عادی به طول قابل‌ملاحظه‌ای بالاتر از واریانس بازده در طول دوره غیرتجاری است. آن‌ها نتیجه گرفتند که افزایش نوسانات^۱، به دلیل بیشتر بودن اطلاعات خاص شرکتی، نسبت به پارازیت که عموماً در فرآیند معاملات به وجود می‌آید، غالباً در قیمت منعکس می‌شود.

کیفیت حسابرسی

در گذشته تلاش‌های زیادی برای تعریف کیفیت حسابرسی شده است؛ هرچند هیچ کدام از آن‌ها مقبولیت عمومی پیدا نکرده‌اند. کیفیت حسابرسی به‌طور خاص یک مفهوم پیچیده و چندوجهی است (اسدی و دارابی، ۱۳۹۱).

دی آنجلو^۱ (۱۹۸۱) کیفیت حسابرسی را به‌صورت احتمال مشترک این که یک حسابرس معین، تحریف‌های بااهمیت موجود در گزارش‌های مالی را هم کشف و هم گزارش کند تعریف می‌نماید. دیوید سون و نئو^۲ (۱۹۹۳) در تعریفی جامع‌تر، کیفیت حسابرسی را توانایی حسابرس در کشف و برطرف نمودن تحریف‌های بااهمیت و دست‌کاری‌های انجام‌شده در سود گزارش‌شده عنوان می‌نمایند. بنابراین توانایی حسابرس موضوعی مهم در کیفیت حسابرسی است که از دیدگاه‌های مختلفی تفسیر شده و به‌طور گسترده‌ای با عوامل داخلی و خارجی، خصوصیات حسابرسان (همانند تجربه، شایستگی، رعایت اخلاق و...)، مستقل بودن حسابرسان (استقلال از کارفرما، رقابت در بازار و...) و محیط قانون‌گذاری (تعویض اجباری، خدمات حسابرسی و غیر حسابرسی و...) در ارتباط است. با توجه به چندبعدی بودن کیفیت حسابرسی، مشخص نیست که از بین عوامل ذکر شده کدام‌یک در تعیین توانایی حسابرسان تأثیرگذارتر بوده و بنابراین نمی‌توان کیفیت حسابرسی را به‌طور مستقیم مشاهده و اندازه‌گیری نمود (نبات دوست و حیدرزاده، ۱۳۹۵).

شوئر^۳ (۲۰۰۰) تعریف دی آنجلو از کیفیت حسابرسی را بدون تفکیک آن به کیفیت واقعی حسابرسی و برداشت از کیفیت حسابرسی پذیرفته است. دیویدسون و نیو^۳ (۱۹۹۳) در تعریف خود از کیفیت حسابرسی، آن را توانایی حسابرس در کشف و گزارش تحریف‌های بااهمیت و نیز، کشف دستکاری انجام شده در سود خالص تعریف کردند. با گذشت زمان زیادی از مطالعه در زمینه کیفیت حسابرسی، هنوز توافق چندانی در تعریف آن وجود ندارد. بنابراین، باید توجه داشت که کیفیت حسابرسی می‌تواند به عوامل بسیار زیادی بستگی داشته باشد. استفاده‌کنندگان از گزارش حسابرس، خود حسابرسان، ناظران و قانون‌گذاران و کل

^۱ - Deangelo

^۲ - Schauer, P.C

^۳ - Davidson, R.A. & Neu, D

ذی‌نفعان در فرایند گزارشگری مالی، ممکن است نظرات متفاوتی درباره کیفیت حسابرسی داشته باشند، استفاده‌کننده از گزارش‌های مالی می‌تواند بر این باور باشد که کیفیت بالای حسابرسی، یعنی تحریف با اهمیتی در حسابرسی وجود ندارد و تعریف کیفیت بالای حسابرسی را انجام وظایف مشخص‌شده حسابررس بر اساس شیوه‌های مرسوم بداند (نچل و همکاران^۱، ۲۰۱۲).

کیفیت حسابرسی، ارتباط بین سهامداران نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام

هم‌زمانی قیمت سهام، مقیاسی برای اندازه‌گیری مقدار نسبی اطلاعات خاص شرکت است که در قیمت انعکاس یافته است؛ به عبارتی، هم‌زمانی قیمت سهام دامنه‌ای است که در آن، بازده بازار و صنعت، تفاوت بازده سهام را در سطح شرکت توضیح می‌دهد. اطلاعات و محیط حاکمیتی از یک شرکت، تعیین‌کننده هم‌زمانی قیمت سهام است؛ اما در پژوهش فاروق و احمد^۲ (۲۰۱۴) به جای توجه به اطلاعات و محیط حاکمیتی به‌عنوان سازوکار تولید و انتشار اطلاعات، سازوکاری در نظر گرفته می‌شود که نوع سرمایه‌گذاران مؤثر در یک شرکت را نشان می‌دهد. فاروق و احمد (۲۰۱۴) استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاران نهادی به سمت شرکت‌هایی جذب می‌شوند که سازوکار حاکمیت خوب دارند. مؤسساتی که تنوع سرمایه‌گذاری دارند، ریسک قیمت آن‌ها به ریسک بازار مربوط است و بسیاری از تغییرات در بازده سهام با بازده بازار توضیح داده می‌شود؛ در نتیجه، باعث هم‌زمانی زیاد بازده سهام و بازده بازار می‌شود؛ بنابراین سازوکار حاکمیت شرکتی در افزایش مهارت پیش‌بینی به سرمایه‌گذاران نهایی کمک می‌کند و زمانی که وقایع اتفاق می‌افتد بازار تا حد زیادی به آن واکنش نشان نمی‌دهد. تنوع کم‌قیمت سهام در یک شرکت اساساً به همبستگی زیاد بازده سهام و بازار و در نتیجه، هم‌زمانی زیاد منجر می‌شود (فاروق و احمد^۳، ۲۰۱۴).

جین و مایر^۴ (۲۰۰۶) الگویی تحلیلی مطرح کردند که صاحبان منافع درون‌سازمانی (مدیران) بیشتر از صاحبان منافع برون‌سازمانی (سرمایه‌گذاران) از اطلاعات آگاهی دارند. این امر موجب عدم تقارن اطلاعاتی بین آنان می‌شود و عدم تقارن اطلاعاتی (عدم شفافیت) به صاحبان منافع درون‌سازمانی توانایی می‌دهد جریان‌های نقدی بیشتری دریافت کنند (اگر اطلاعات مخفی شود)؛ بنابراین صاحبان منافع درون‌سازمانی نیازمند کاهش ریسک شرکت هستند تا در نتیجه آن، سرمایه‌گذاران با ریسک کمتری روبه‌رو باشند. سهم ریسک کمتر سرمایه‌گذاران ناشی از عدم شفافیت، نسبت ریسک بازار به کل ریسک (مجموع ریسک شرکت و ریسک بازار) را کاهش می‌دهد و این امر باعث می‌شود قیمت سهام با هماهنگی بیشتری به سمت قیمت بازار حرکت کند. داس‌گوپتا و همکاران^۴ (۲۰۱۰) استدلال می‌کنند محیط حاکمیتی بهتر به بیشتر بودن هم‌زمانی قیمت سهام منجر می‌شود؛ زیرا توانایی پیش‌بینی سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد. آنها توجه دارند که بهبود در محیط حاکمیتی به افزایش دقت پیش‌بینی درباره اتفاقات آینده شرکت منجر می‌شود. در حضور

^۱ - Knechel & et al

^۲ - Farooq & Ahmed

^۳ - Jin & Myers

^۴ - Dasgupta & et al



سازوکار حاکمیت ناکافی به سستی بر اختیارات مدیریت می توان نظارت کرد؛ بنابراین مدیران این شرکت ها همیشه اطلاعات درست را درباره شرکت های خود فاش نمی کنند (داسگوپتا و همکاران، ۲۰۱۰). گزارشگری مالی جزء مهمی از حاکمیت شرکتی مناسب است. ابهام گزارشگری مالی مانع عملکرد مناسب سیستم های حاکمیت شرکتی در چیره شدن بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه های نمایندگی می شود. افشای عمومی اطلاعات، شرایط نظارت عالی بر عملکرد را فراهم می آورد و شرکت هایی که حاکمیت شرکتی ضعیف دارند، اغلب با ارائه صورت های مالی دارای ابهام و مدیریت سود، مشکلات نظارتی خود را پنهان می کنند. از طرفی افشای ضعیف، اطلاعات نامتقارن را برای سرمایه گذاران افزایش می دهد. سرمایه گذاران به این افزایش عدم قطعیت، با واکنش نابه جا به اخبار منفی و واکنش کم به اخبار مثبت پاسخ می دهند (میر عسکری و همکاران، ۱۳۹۷).

میتون^۱ (۲۰۰۲) نشان می دهد شرکت های با سازوکار حاکمیت ضعیف، واکنش شدیدتری به شوک های منفی نسبت به شرکت های با سازوکار حاکمیت بهتر نشان می دهند. شرکت های ارائه دهنده همزمانی زیاد، مالکیت نهادی بیشتری جذب می کنند و به طور کلی، چون سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بلندمدت هستند، با احتمال کمتری واکنش بیش از حد به اطلاعات نشان می دهند (میتون، ۲۰۰۲).

احتمال اینکه سرمایه گذاران، سهام را با افق سرمایه گذاری کوتاه مدت نسبت به دیگر شرکت کنندگان در بازار در زمان مواجهه با شوک های منفی بفروشند، بیشتر است. از آنجا که یک افق سرمایه گذاری کوتاه مدت نشان می دهد سرمایه گذاران در آینده نزدیک و نه بلافاصله در زمان کاهش قیمت بازار، سهم خود را خواهند فروخت، استراتژی بهینه برای سرمایه گذاران کوتاه مدت این است که بلافاصله بعد از افول بازار، سهم خود را بفروشند؛ با وجود این، سرمایه گذاران بلندمدت به اخبار منفی به اندازه سرمایه گذاران کوتاه مدت واکنش زیاد از حد نشان نمی دهند و این چنین واکنشی، احتمال به دست آوردن بازده مثبت را افزایش می دهد (محمدی و همکاران، ۱۳۸۹).

کامیابی و پرهیزکار (۱۳۹۵) رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام را در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرد. در این پژوهش، سرمایه گذاران نهادی برحسب میزان انگیزه و تمایلشان برای کنترل و نظارت بر شرکت ها به دو گروه سرمایه گذاران نهادی پایدار (بلندمدت) و ناپایدار (موقت) تقسیم شده اند تا رابطه آنها با همزمانی قیمت سهام تحلیل شود. نتایج نشان داد ارتباط منفی و معناداری بین سرمایه گذاری نهادی و همزمانی قیمت سهام وجود دارد. علاوه بر این یافته ها نشان می دهد رابطه منفی و معناداری بین پایداری سرمایه گذاری نهادی و همزمانی قیمت سهام و ارتباط مثبت و معناداری نیز بین ناپایداری سرمایه گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام وجود دارد (کامیابی و پرهیزکار، ۱۳۹۵). بنابراین انتظار می رود سهامداران نهادی تأثیر معناداری بر همزمانی قیمت سهام داشته باشند. لذا با توجه به مطالب مطروحه فوق، فرضیه های پژوهش به صورت زیر تدوین می گردد:

^۱ - Mitton



فرضیه ۱: سهامداران نهادی تأثیر معناداری بر همزمانی قیمت سهام دارند.

فرضیه ۲: کیفیت حسابرسی تأثیر معناداری بر رابطه سهامداران نهادی و همزمانی قیمت سهام دارد.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری عبارت است از کلیه عناصر و افرادی که در یک مقیاس جغرافیایی (جهانی یا منطقه‌ای) دارای یک یا چند صفت مشترک باشند. جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند، که از ابتدای سال ۱۳۹۶ لغایت ۱۴۰۰ در بورس فعال بوده‌اند.

نمونه آماری عبارت است از تعداد محدودی از آحاد جامعه آماری که بیان‌کننده ویژگی‌های اصلی جامعه باشد. در این تحقیق برای این که نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور ۴ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده است.

۱- شرکت باید قبل از سال ۱۳۹۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده و تا پایان سال ۱۴۰۰ در بورس فعال باشد.

۲- شرکت طی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ تغییر سال مالی نداده باشد و سال مالی آن به پایان اسفندماه منتهی شود.

۳- شرکت در گروه شرکت‌های هلدینگ، سرمایه‌گذاری و یا واسطه‌گری مالی نباشد.

۴- اطلاعات موردنیاز شرکت در دسترس باشد.

بر اساس محدودیت‌های فوق تعداد ۹۰ شرکت به عنوان نمونه آماری این مطالعه انتخاب شدند.

مدل و متغیر مورد استفاده

مدل فرضیه اول:

$$SYNCH_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

مدل فرضیه دوم:

$$SYNCH_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 AQ_{i,t} + \beta_3 (INST_{i,t} * AQ_{i,t}) + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

در مدل‌های ارائه‌شده:

۱. SYNCH: همزمانی قیمت سهام

۲. AQ: کیفیت حسابرسی

۳. ROA: نرخ بازده دارایی‌ها

۴. LEV: اهرم مالی

۵. SIZE: اندازه شرکت

۶. INST: مالکیت نهادی

تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق:

برای سنجش هم‌زمانی قیمت سهام از مدل پیوتروسکی و رولستون^۱ (۲۰۰۴) استفاده می‌شود:

$$Synch_{i,t} = Ln\left(\frac{R_{i,t}^{\gamma}}{1 - R_{i,t}^{\gamma}}\right)$$

در این رابطه:

$Synch_{i,t}$: معیار هم‌زمانی قیمت سهام شرکت i در سال t

$R_{i,t}^{\gamma}$: همبستگی بازده سهام شرکت i با بازده صنعت و بازار در سال t که برابر با ضریب تعیین مدل

رگرسیون سری زمانی به شرح زیر است:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 R_{m,t} + \beta_2 R_{j,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$: بازده سهام شرکت i در ماه t

$R_{m,t}$: بازده بازار شرکت i در ماه t

$R_{j,t}$: بازده صنعت شرکت i در ماه t

معادله فوق برای دوره ۱۲ ماهه در هر سال برآورد می‌شود. در معادله فوق R^2 به‌عنوان مقیاسی برای سنجش هم‌زمانی قیمت سهام عمل می‌کند (فو و همکاران، ۲۰۲۲)

اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد.

اهرم مالی از تقسیم کل بدهی‌های شرکت بر کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

مالکیت نهادی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه

است که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های دولتی، بانک‌های دولتی و غیره می‌باشد.

برای محاسبه کیفیت حسابرسی اگر حسابرسی شرکت موردنظر توسط سازمان حسابرسی انجام پذیرفته

باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ منظور می‌گردد.

نرخ بازده دارایی‌ها از تقسیم سود خالص بر مجموع کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

^۱ Piotroski & Roulstone

یافته‌های پژوهش آمار توصیفی

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

	SYNCH	INST	ROA	LEV	SIZE	AQ
میانگین	۰.۱۰۴۵۳۹	۰.۵۰۲۶۱۳	۰.۱۴۰۰۰۱	۰.۵۷۲۱۸۶	۱۵.۹۳۴۵۹	۰.۵۶۶۶۶۷
میانه	۰.۰۹۰۳۴۰	۰.۵۲۰۰۰۰	۰.۱۱۱۶۴۹	۰.۵۳۳۲۴۴	۱۲.۶۴۲۱۵	۱.۰۰۰۰۰۰
بیشترین	۰.۵۶۷۳۵۴	۰.۹۸۹۴۰۰	۰.۶۵۴۲۸۹	۱.۷۱۳۴۲۱	۱۹.۳۱۴۵۱	۱.۰۰۰۰۰۰
کمترین	-۱.۳۱۱۷۸۹	۰.۱۱۰۰۰۰	-۰.۵۸۱۱۴۱	۰.۰۹۱۴۳۱	۱۱.۵۳۴۱۳	۰.۰۰۰۰۰۰
انحراف معیار	۰.۱۴۸۲۷۱	۰.۲۷۰۵۲۲	۰.۱۷۰۸۶۸	۰.۲۲۸۱۷۹۸	۱.۴۹۷۹۸۹	۰.۴۹۶۰۸۷
ضریب چولگی	-۰.۶۷۶۸۵۴	۰.۰۷۴۶۶۲	۰.۲۵۴۷۹۷	۰.۴۶۵۲۷۸	۰.۸۸۹۷۶۰	-۰.۲۶۹۰۶۹
ضریب کشیدگی	۱.۴۵۰۵۸۲	۱.۵۹۶۳۵۴	۱.۱۵۸۱۱۸	۱.۷۰۲۴۷۳	۱.۲۵۸۰۹۸	۱.۰۷۲۳۹۸
مشاهدات	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰

که در آن:

۱. INST: مالکیت نهادی

۲. SYNCH: همزمانی قیمت سهام

۳. ROA: نرخ بازده دارایی‌ها

۴. LEV: اهرم مالی

۵. SIZE: اندازه شرکت

برای مثال میانگین داده‌های مالکیت نهادی ۰.۵۰ درصد، میانه داده‌های همزمانی قیمت سهام ۰.۰۹ می‌باشد.

آمار استنباطی

در این مدل‌ها برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد کارآمد خواهد بود یا نه از آزمون F لیمر و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است از آزمون هاسمن استفاده شده است.

جدول (۲) نتایج آزمون چاو (آماره F) مربوط به فرضیه یاد شده را در مورد مدل تحقیق نشان می‌دهد:

جدول ۲- نتایج آزمون F (لیمر) برای انتخاب روش ترکیبی (Pooling) یا تلفیقی (Panel)

مدل	فرضیه صفر (H_0)	آماره F	P-value	نتیجه آزمون
۱	اثرات خاص شرکت معنی دار نیستند (روش Pooling مناسب است)	۲/۹۵	۰.۰۰۰۰	H_0 رد می شود (روش داده های پانل انتخاب می شود)
۲	اثرات خاص شرکت معنی دار نیستند (روش Pooling مناسب است)	۲/۹۳	۰.۰۰۰۰	H_0 رد می شود (روش داده های پانل انتخاب می شود)

همان گونه که در جدول شماره (۲) دیده می شود در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در مدل پژوهش فرض صفر آزمون رد شده است، بنابراین باید از روش داده های پانل استفاده نمود، در نتیجه بحث انتخاب از بین مدل های اثرات ثابت و تصادفی پیش می آید که برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده می شود.

آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی نتایج آزمون هاسمن برای مدل پژوهش به شرح جدول شماره (۳) می باشد:

جدول ۳- نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی

مدل	فرضیه صفر (H_0)	آماره χ^2	P-value	نتیجه آزمون
۱	روش اثرات تصادفی مناسب است	۲۷/۰۲	۰/۰۰۳۷	H_0 رد می شود (روش اثرات ثابت مناسب است)
۲	روش اثرات تصادفی مناسب است	۲۸/۳۵	۰/۰۰۳۲	H_0 رد می شود (روش اثرات ثابت مناسب است)

نتایج جدول بالا، بیانگر آن است که در مدل پژوهش روش اثرات ثابت برای برآورد مدل مناسب می باشد.

جدول ۴- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل پژوهش (متغیر وابسته: همزمانی قیمت سهام)



$$SYNCH_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری	VIF
INST	۰.۳۹۵۹۰۰	۰.۰۴۰۹۵۲	۹.۶۶۷۴۴۴	۰.۰۰۰۰	۱.۳۳۴۸۹۲
ROA	۰.۰۲۷۷۸۶	۰.۰۳۳۷۵۰	۰.۸۲۳۳۰۹	۰.۴۱۰۹	۱.۲۳۴۳۲۵
LEV	۰.۱۲۹۰۸۱	۰.۰۵۱۹۳۲	۲.۴۸۵۵۹۹	۰.۰۱۳۳	۱.۱۲۴۵۶۷
SIZE	۰.۰۰۹۳۹۱	۰.۰۰۶۸۵۵	۱.۳۶۹۸۹۶	۰.۱۷۱۶	۱.۲۴۳۲۸۹
C	۱.۹۹۴۴۱۹	۰.۴۲۰۴۷۱	۴.۷۴۳۲۹۲	۰.۰۰۰۰	-----
آماره F فیشر	۷.۳۱۵۹۵۹	آماره دوربین واتسن	۲.۲۴		
(سطح معنی داری)	۰.۰۰۰۰	ضریب تعیین	۰.۷۴		

ضریب برآوردی متغیر مستقل INST (مالکیت نهادی) در جدول ۴ نشان دهنده رابطه منفی و معنادار میان مالکیت نهادی و همزمانی قیمت سهام در سطح اطمینان ۰.۹۵ می باشد. زیرا میزان سطح معناداری محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ به دست آمده است. بنابراین می توان گفت که مالکیت نهادی تأثیر منفی و معناداری بر همزمانی قیمت سهام دارد.

بنابراین فرضیه اول این مطالعه در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود.

جدول ۵ خلاصه نتایج آماری آزمون مدل دوم پژوهش (متغیر وابسته: همزمانی قیمت سهام)

$$SYNCH_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 AQ_{i,t} + \beta_3 (INST_{i,t} * AQ_{i,t}) + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری	VIF
INST	-۰.۵۹۷۵۹۵	۰.۰۴۹۲۹۰	۱۲.۱۲۴۰۷	۰.۰۰۰۰	۲.۴۷۸۴۹۳
AQ	-۰.۱۰۷۸۸۱	۰.۰۳۶۵۳۸	۲.۹۵۲۵۷۴	۰.۰۰۳۳	۲.۵۷۶۸۹۳

۲.۵۶۷۸۹۰	۰.۰۰۰۰	۴.۴۱۱۵۹۱	۰.۰۳۵۴۱۹	۰.۱۵۶۲۵۳	INSTAQ
۱.۵۶۵۳۳۶	۰.۰۰۰۰	۵.۹۵۷۸۸۷	۰.۰۰۶۱۰۴	-۰.۰۳۶۳۶۷	ROA
۱.۵۳۹۸۰۲	۰.۱۳۷۹	۱.۴۸۶۹۹۷	۰.۰۲۴۲۱۷	-۰.۰۳۶۰۱۰	LEV
۱.۲۲۴۲۸۹	۰.۱۵۳۰	۱.۴۳۲۱۰۸	۰.۰۰۶۹۷۴	۰.۰۰۹۹۸۸	SIZE
-----	۰.۰۰۰۰	۹.۵۹۵۲۳۸	۰.۰۷۴۰۴۲	۰.۷۱۰۴۵۳	C
۲.۲۱		آماره دوربین واتسن		۷.۹۶۴۶۱۶	آماره F فیشر
۰.۷۱		ضریب تعیین		۰.۰۰۰۰	(سطح معنی- داری)

با توجه به ستون آخر جدول شماره ۵ مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ ($VIF < 5$) می باشد. بنابراین بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد. بنابراین مدل برازش شده دارای اعتبار می باشد. همچنین قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰.۰۰۰۰)، می توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

بحث و نتیجه گیری

در این مطالعه تلاش گردید تا ارتباط میان مالکیت نهادی و همزمانی قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد. درجه همزمانی قیمت سهام به میزان سرمایه گذاری اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام بستگی دارد. زمانی که اطلاعات خاص شرکت به آسانی در دسترس نباشد، سرمایه گذاران تا حد زیادی به اطلاعات بازار و صنعت شناخته شده عمومی تکیه می کنند که به همزمانی بالای قیمت سهام کمک می کند. سرمایه گذاران نهادی با نظارت خود بر روی مدیریت اثر گذاشته و شفافیت اطلاعات ارائه شده را افزایش داده و از حقوق سهامداران حمایت می کنند در یک محیط گزارشگری غیر شفاف، سرمایه گذاران قادر به شناسایی و کشف پروژه های زیان ده شرکت نیستند. ناتوانی سرمایه گذاران در تمایز بین پروژه های سود ده و زیان ده در مراحل اولیه آنها باعث می شود که پروژه های زیان ده ادامه یابد و با گذر زمان زیان دهی آنها افزایش یابد. بازده منفی این نوع پروژه ها در طول زمان در داخل شرکت انباشته می شود و هنگامی که اطلاعات مربوط به آنها افشا می شود، قیمت سهام به شدت کاهش پیدا خواهد کرد. در شرایطی که هیچ گونه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران وجود ندارد مدیران انگیزه ای برای افشای نامتقارن اطلاعات ندارند، چرا که در چنین شرایطی افشا نکردن

اخبار منفی بیش از منافع آن خواهد بود. اما در شرایطی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران بالاست هزینه افشا نکردن اخبار منفی و انباشت آنها در داخل شرکت کمتر از منافع آن خواهد بود و بنابراین مدیران انگیزه پیدا می‌کنند تا اخبار منفی را داخل شرکت انباشت کرده و آنها را افشا نکنند.

سرمایه‌گذاران نهادی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی نیرومند را بازنمایی می‌کنند که می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند زیرا نفوذشان بر مدیریت شرکت می‌تواند مبنایی باشد برای همسو کردن منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران. به علاوه، هر روز بر اهمیت نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی افزوده می‌شود. زیرا آنها بسیار بانفوذ و بزرگ شده‌اند و در عین حال تمرکز مالکیت قابل ملاحظه‌ای را به دست آورده‌اند. در حقیقت در متون راهبری شرکتی از تمرکز مالکیت به عنوان سازوکاری مهم یاد می‌شود که مشکلات نمایندگی را کنترل می‌کند و حمایت از منافع سهامداران را بهبود می‌بخشد. حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه، آن را به سمت کارایی پیش می‌برد بدین صورت که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با اتکا به نفوذ خود در بازار به ارائه اطلاعات دقیق از سوی شرکت‌ها و رعایت اخلاق حرفه‌ای نظارت کرده، دقت و صحت ارائه اطلاعات را فزونی بخشند و هم‌زمانی قیمت سهام کاهش یابد.

با توجه به نتایج به دست آمده از این مطالعه به سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان نهاد نظارتی پیشنهاد می‌گردد که با وضع دستورالعمل‌هایی سخت گیرانه، زمینه لازم برای اعمال نظارت بیشتر بر شرکت‌ها در جهت عدم اعمال مدیریت سود و دست‌کاری صورت‌های مالی فراهم گردد. زیرا با افزایش کیفیت صورت‌های مالی عدم تقارن اطلاعاتی کاهش پیدا نموده و با افزایش شفافیت در ارائه اطلاعات شاهد کاهش هم‌زمانی قیمت سهام نیز خواهیم بود. با توجه به یافته‌های به دست آمده پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران قبل از سرمایه‌گذاری به ترکیب سهامداران و نوع حسابرس دعوت شده توجه بیشتری داشته باشند تا سرمایه‌گذاری را با بیشترین بازده و کمترین ریسک انجام داده باشند و آثار مثبت و سودمند آن در بورس اوراق بهادار تهران متبلور شود.

طبیعی است نتایج این تحقیق بر اساس اطلاعات موجود و محدودیت‌های زمانی و مکانی به دست آمده است و برای تکامل آن پیشنهاد می‌شود تحقیقات زیر نیز انجام گیرد:

- ۱- بررسی تأثیر دوره تصدی حسابرس بر ارتباط مالکیت نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌ها.
- ۲- بررسی تأثیر توانایی مدیران بر ارتباط مالکیت نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌ها.

کامیابی، یحیی، بتول پرهیزگار، (۱۳۹۵)، «بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دانش سرمایه‌گذاری، ۵(۱۷): ۱۶۵-۱۸۶.
نجفی مقدم، علی، (۱۳۹۶)، «همزمانی قیمت سهام و نقش سرمایه‌گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران»، دانش سرمایه‌گذاری، ۶(۲۳)، ۷۱-۸۴.

Barber, B.M., Odean, T., (۲۰۰۸), «All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors», Rev. Financial Stud. ۲۱ (۲), ۷۸۵-۸۱۸.

Dasgupta, S., Gan, J., & Gao, N. (۲۰۱۰). Transparency, price informativeness, and stock return synchronicity: Theory and evidence. Journal of Financial and Quantitative analysis, ۴۵(۵), ۱۱۸۹-۱۲۲۰.

Farooq, O., & Ahmed, S. (۲۰۱۴). Stock price synchronicity and corporate governance mechanisms: evidence from an emerging market. International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation, ۱۰(۴), ۳۹۵-۴۰۹.

Fu, J., Chen, X., Liu, Y., Chen, R., (۲۰۲۲), «Managerial ability and stock price synchronicity, Research in International Business and Finance», ۶۰: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101606>.

Fu, J., Chen, X., Liu, Y., Chen, R., (۲۰۲۲), «Managerial ability and stock price synchronicity, Research in International Business and Finance», ۶۰: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101606>.

Goodell, J.W., Li, M., Liu, D., (۲۰۲۱), «Price informativeness and state-owned enterprises: considering their heterogeneity», Int. Rev. Financ. Anal. ۷۶, ۱-۱۲.

Inaba, K.I., (۲۰۲۰), «Information-driven stock return comovements across countries», Res. Int. Bus. Financ. ۵۱, ۹۳-۱۱۲.

Mitton, T. (۲۰۰۲). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. Journal of financial economics, ۶۴(۲), ۲۱۵-۲۴۱.

Piotroski, J., and Roulstone, D., (۲۰۰۴), «The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insider on the Incorporation of market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices», Accounting Review ۷۹: ۱۱۱۹-۱۱۵۱.