



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال دوم / شماره پنجم / بهار ۱۳۹۲

## بررسی توانایی انتخاب سهام بین سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران انفرادی

احمد احمدپور

استاد حسابداری دانشگاه مازندران  
ahmadpour@umz.ac.ir

هادی قربانی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه مازندران  
qorbani\_hadi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۱/۸/۱۵ تاریخ پذیرش: ۹۱/۱۱/۲۰

### چکیده

در این تحقیق به بررسی توانایی انتخاب سهام بین سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران انفرادی پرداخته شد. هدف از این تحقیق، سرمایه‌گذاران نهادی توانایی انتخاب سهام بهتری از سرمایه‌گذاران انفرادی دارند، بدیهی است که سرمایه‌گذاران اقدام به خرید و فروش سهامی می‌نمایند که در آینده بازده غیر عادی مثبت و یا منفی دارد. برای این منظور ارتباط بین معاملات روزانه سرمایه‌گذاران نهادی و انفرادی بر عملکرد سهام در آینده، با کنترل سایر عوامل مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این تحقیق نشان داد که تفاوتی قابل ملاحظه ای بین توانایی انتخاب سهام سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران انفرادی وجود ندارد و همچنین بین تغییرات مالکیت نهادی و بازده غیر عادی انباشته آتی (کوتاه‌مدت و بلندمدت) و تغییرات مالکیت انفرادی و بازده غیرعادی آتی (کوتاه‌مدت و بلندمدت) رابطه معنی دار وجود ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** توانایی انتخاب سهام، سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران انفرادی.

## ۱- مقدمه

رشد و شکوفایی اقتصادی هر کشور به سرمایه‌گذاری و برنامه ریزی مناسب بستگی دارد. هدایت صحیح این جریان‌های پولی و وجوه سرگردان به جانب کارهای تولیدی، رشد اقتصادی، افزایش تولید ناخالص ملی، ایجاد اشتغال، افزایش درآمد سرانه و در نهایت رفاه عمومی را در پی خواهد داشت. سرمایه‌گذاری یک امر ضروری و حیاتی در جهت رشد و توسعه اقتصادی هر کشور است. در ایران نیز با ویژگی اقتصادی کشورهای در حال توسعه، بوجود آوردن شرایطی که سرمایه‌گذاران از میان اقشار مختلف، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار و سهام شرکت را برگزینند از اهمیت خاصی برخوردار می‌باشد، لذا با توجه به اهمیت بازار سرمایه در توسعه اقتصادی کشورها و تاثیر آن بر بورس اوراق بهادار باعث شده پژوهش‌های زیادی در این ارتباط صورت گیرد. از آنجایی که سرمایه‌گذاران دارای نقش محوری و حیاتی در بازار سرمایه هستند، لازم است موجداتی فراهم آید تا آنان به سرمایه‌گذاری ترغیب شوند و از طرف دیگر سرمایه‌گذاران انفرادی بتوانند ثروت خویش را حفظ کنند (طاهری، ۱۳۸۸). جایگاه و نقش سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان واسطه انتقال وجوه و پس اندازها به بازار سرمایه و مدیریت منابع در بازارهای مالی توسعه یافته روز به روز اهمیت بیشتری می‌یابد. بطوریکه افزایش معاملات سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای سهام جهانی از اواخر دهه ۱۹۸۰، منجر به افزایش توجه اقتصاددانان مالی به بررسی تاثیر این نهادها بر تغییرات قیمت سهام شده است (بوهل و همکاران، ۲۰۰۹). همچنین ورود سرمایه‌گذاران نهادی به بازارهای مالی و دخالت آن‌ها در این بازارها طی دهه‌های اخیر باعث گردید پژوهشگران زیادی اهمیت و نقش این سرمایه‌گذاران را مورد بررسی قرار دهند. سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای سرمایه جهانی نقش مهم فزاینده‌ای را ایفا می‌کنند. در سال ۲۰۰۵، سرمایه‌گذاران نهادی ۶۵٪ حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سهام نیویورک<sup>۲</sup> را در دست داشتند، که نشان دهنده نرخ رشد سالانه ترکیبی ۶.۳٪ در ۲۵ سال گذشته است (آگاروال<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵).

سرمایه‌گذاران نهادی برای شناسایی سرمایه‌گذاری‌های سودآور هزینه‌های سنگینی را در انتخاب سهام متحمل می‌شوند. بهر حال، اینکه کدام تلاش‌ها و هزینه‌های انتخاب سهام سرمایه‌گذاران نهادی منجر به انتخاب بهتر سهام می‌شود هنوز بعنوان یک سوال بدون جواب هم در تحقیقات آکادمیک و هم در تحقیقات کاربردی باقی مانده است. تحقیقات بیشتر در این مورد ما را در فهم بیشتر رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سهام یاری خواهد کرد و با توجه به نقش مهم سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه و تاثیر شگرف آن‌ها بر سمت و سوی بازار و تحقیقات بسیاری که اخیراً در ارتباط با توانایی انتخاب سهام سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران انفرادی در بازارهای سرمایه انجام شده است، در ایران نیز تحقیق در مورد توانایی انتخاب سهام سرمایه‌گذاران نهادی، از اهمیت بالایی برخوردار است.

## ۲- مبانی علمی و پیشینه پژوهش

سیواراما پراساد و سرینیوآس<sup>۴</sup> (۲۰۱۲) در تحقیقی با عنوان توانایی تعیین موقعیت زمانی بازار مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به طور تجربی توانایی تعیین موقعیت زمانی بازار مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را طبق دو مدل که یکی از آنها توسط ترینور و مازوی و دیگری توسط هندریکسن و مرتون ارائه شده بود، بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تعیین‌کننده‌های خوب موقعیت زمانی بازار در طول دوره نمونه هستند و در تعیین موقعیت زمانی بازار از طریق کسب بازده‌ای بیش از بازده بازار موفق هستند.

بیهونگ دنگ و یونگینگ سو<sup>۵</sup> (۲۰۱۱) توانایی انتخاب سهام سرمایه‌گذاران نهادی در چین را بررسی کردند. آنها با استفاده از داده‌های ۱۸ ماهه مخصوص سرمایه‌گذاران انفرادی و نهادی به طور مستقیم اینکه آیا سرمایه‌گذاران نهادی در چین توانایی بالاتری نسبت به سرمایه‌گذاران انفرادی در انتخاب سهام دارند را بررسی کردند. آنها دریافتند که توانایی انتخاب سهام سرمایه‌گذاران نهادی در چین بالاتر از سرمایه‌گذاران انفرادی می‌باشد.

کانیل و همکاران (۲۰۰۸) ارتباط پویا بین خالص دادوستد سرمایه‌گذاران انفرادی و بازده‌های کوتاه مدت افقی برای یک بخش بزرگ سود سهام بورس نیویورک را بررسی کردند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران انفرادی توانایی بیشتری از سرمایه‌گذاران نهادی در انتخاب سهام دارند. ادبیاتی که در بالا ذکر شد بر روی سرمایه‌گذاران نهادی در ایالات متحده متمرکز است، با این حال، تعداد زیادی از محققان سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای دیگر را مطالعه کردند.

سان (۲۰۰۷) از داده‌های سهامداران نهادی و حجم داد و ستد برای همه سهام‌های بورس نیویورک از ۱۹۸۶ تا ۲۰۰۱ استفاده کرد و اینکه آیا تجارت توسط سرمایه‌گذاران نهادی سودآورتر از تجارت سرمایه‌گذاران انفرادی است را آزمون کرد. او دریافت سرمایه‌گذاران انفرادی سودهای بیشتری را با فروش تحقق می‌بخشند و اینکه تجارتشان حدود ۲٪ به طور ماهانه سودآورتر از سرمایه‌گذاران نهادی در اواخر حباب قیمتی سال ۱۹۹۰ بود. او همچنین امکان تشریح عملکرد نامطلوب سرمایه‌گذاران نهادی را فراهم نمود.

چو و همکاران (۲۰۰۱) با استفاده از داده‌های تجاری کره از دسامبر ۱۹۹۶ تا نوامبر ۱۹۹۸، دریافتند که سرمایه‌گذاران خارجی، همه کسانی که سرمایه‌گذاران نهادی هستند، در معاملات متوسط و بزرگ با افراد داخلی سهام را با قیمت قابل توجهی بالاتر می‌خرند و با قیمت‌های قابل توجهی پایین‌تر می‌فروشند. آنها همچنین دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی خارجی در ارتباط با افراد داخلی کمتر از

ارتباط با نهادهای داخلی در معرض زیان هستند. با این حال، برای معاملات بزرگ، به نظر می‌رسد زیان سرمایه‌گذاران نهادی خارجی باقی بماند.

گرینبالات و کلوهارجو (۲۰۰۰) به طور همزمان رفتار سرمایه‌گذاری و عملکرد انواع مختلف سرمایه‌گذاران را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند و دریافتند که سرمایه‌گذاران خارجی، اغلب سرمایه‌گذاران نهادی، به نظر می‌رسد عملکرد بهتری نسبت به سهامداران داخلی دارند، حتی پس از کنترل تفاوت‌های رفتاری نشان داده شد که سرمایه‌گذاران خارجی تمایل دارند سرمایه‌گذاران فعال باشند و سرمایه‌گذاران داخلی تمایل دارند معترض باشند.

سیشولس<sup>۶</sup> (۲۰۰۰) دریافت که سرمایه‌گذاران نهادی خارجی در تایوان سهام‌های با اعلامیه‌های درآمد<sup>۷</sup> خوب (بد) آینده را می‌خرند (می‌فروشند)، در حالی که سرمایه‌گذاران محلی عکس آنها عمل می‌کنند.

کانگ و استولز<sup>۸</sup> (۱۹۹۷) مالکیت سهام در شرکت‌های ژاپنی توسط سرمایه‌گذاران غیر ژاپنی از سال ۱۹۷۵ تا ۱۹۹۱ را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها دریافتند که سرمایه‌گذاران خارجی، عمدتاً سرمایه‌گذاران نهادی، از سرمایه‌گذاران بومی در ژاپن عملکرد بهتری دارند.

گرینبلات و تیتمن<sup>۹</sup> (۱۹۸۹) از سال ۱۹۷۵-۱۹۸۴ سهام‌های فصلی یک نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را آزمون کردند و دریافتند که بازده ناخالص ریسک تعدیل شده‌ی برخی صندوق‌ها به طور موثر مثبت بود. سایر تحقیقات نیز اظهار داشتند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک توانایی کمی در انتخاب سهام دارند.

جنسن<sup>۱۰</sup> (۱۹۶۸) اولین فردی بود که عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را در طی سال‌های ۱۹۴۵-۱۹۶۴ ارزیابی کرد و شواهد حاکی از این است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک توانایی موثری در انتخاب سهام ندارند. در تحقیقات بعدی نیز نتایج مشابهی بدست آمد. با توجه به جستجوی انجام شده در این زمینه، در ایران تحقیقاتی که توانایی انتخاب سهام سرمایه‌گذاران نهادی را پوشش دهد، یافت نشد. اما تحقیقات زیادی در رابطه با سرمایه‌گذاران نهادی انجام شده است.

فخاری و طاهری (۱۳۸۹) رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با استفاده از داده‌های مقطعی ۱۲۱ شرکت در سال ۱۳۸۷ بررسی کردند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد حضور سرمایه‌گذاران نهادی موجب افزایش نظارت بر عملکرد مدیران شده، از عدم تقارن اطلاعاتی می‌کاهد و نهایتاً با افزایش درصد مالکیت این گروه از سهامداران، از نوسان‌پذیری بازده سهام کاسته می‌شود.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج این پژوهش حاکی از این بود که رابطه معنی دار و منفی بین "مالکیت نهادی" و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و مثبت بین "مالکیت شرکتی" و عملکرد شرکت وجود دارد.

حسینی (۱۳۸۶) رابطه بین حاکمیت شرکتی و بازده سهامداران را مورد بررسی قرار داده است. یافته‌های این تحقیق نشان داد با وجود آنکه میزان مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد می‌باشد، ولی هیچگونه رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و بازده وجود ندارد. در حالی که بر اساس نتایج بدست آمده از تحقیقات در سایر کشورها این رابطه مثبت و یا حتی منفی نیز بوده است.

نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی و تقارن اطلاعات پرداختند. یافته‌های تحقیق آنها نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، قیمت‌های سهام اطلاعات سودهای آتی را بیشتر دربر می‌گیرد. آنها این نتیجه را به حرفه‌ای بودن سهامداران نهادی ربط دادند که دارای توانایی و مزیت نسبی در پردازش اطلاعات هستند. از این رو قیمت‌های سهام شرکت‌های با مالکیت نهادی باید بخش بیشتری از اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را منعکس کنند.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

فرض می‌شود که سرمایه‌گذاران نهادی از سرمایه‌گذاران انفرادی توانایی انتخاب سهام بیشتری دارند، آنها باید قادر باشند یک برآورد دقیق‌تر از ارزش ذاتی شرکت‌ها برای پیش‌بینی عملکرد آتی قیمت سهام شکل دهند. بنابراین، سرمایه‌گذاران نهادی سهامی را که معتقدند در آینده موفق خواهد بود را می‌خرند و سهامی که پیش‌بینی می‌کنند ناموفق خواهد بود را می‌فروشند، که این پیش‌بینی بسیار دقیق‌تر از پیش‌بینی سرمایه‌گذاران انفرادی خواهد بود. از این گذشته، از آنجا که سرمایه‌گذاران انفرادی در مقابل سرمایه‌گذاران نهادی داد و ستد می‌کنند، آنها به احتمال قوی‌تر سهام ناموفق آینده را می‌خرند و سهام موفق آینده را می‌فروشند. بنابراین فرضیات ما به صورت زیر می‌باشند:

**فرضیه ۱:** بین تغییرات در مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با بازده غیرعادی آتی<sup>۱۱</sup> کوتاه مدت رابطه معنی‌دار وجود دارد.

**فرضیه ۲:** بین تغییرات در مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با بازده غیرعادی آتی بلندمدت رابطه معنی‌دار وجود دارد.

**فرضیه ۳:** بین تغییرات در مالکیت سرمایه‌گذاران انفرادی با بازده غیرعادی آتی کوتاه مدت رابطه معنی‌دار وجود دارد.

**فرضیه ۴:** بین تغییرات در مالکیت سرمایه‌گذاران انفرادی با بازده غیرعادی آتی بلند مدت رابطه معنی‌دار وجود دارد

محدوده کوتاه مدت برای اندازه‌گیری بازده غیرعادی آتی، یک روز آتی ( $N=1$ ) و پنج روز آتی ( $N=5$ ) می‌باشد. محدوده بلند مدت ۳۰ روز آتی ( $N=30$ ) و ۱۲۰ روز آتی ( $N=120$ ) می‌باشد.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق به روش توصیفی اجرا می‌شود و از لحاظ هدف کاربردی می‌باشد. در این تحقیق از روش الگوهای تلفیقی برای برآورد ضرایب و آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است و اطلاعات مربوط به متغیرها از سایت بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار رهاورد نوین و صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج گردیده است. همچنین جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سالهای ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۰ می‌باشد و نمونه آماری از میان این شرکت‌ها استخراج گردید. برای انتخاب نمونه از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین ترتیب که از میان تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی که تمام شرایط زیر را داشته باشند، انتخاب شدند:

- ۱- شرکت‌های مورد نظر در محدوده زمانی تحقیق در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.
- ۲- پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند باشد.
- ۳- در محدوده زمانی تحقیق تغییر مالکیت داشته باشند.
- ۴- داده‌های مورد نظر آن‌ها در دسترس باشند.

#### ۵- متغیرها و مدل‌های پژوهش

برای محاسبه تغییر مالکیت ابتدا درصد سهامداران نهادی و انفرادی با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین محاسبه شده است. سپس درصد مالکیت یک روز قبل از روز اندازه‌گیری از درصد مالکیت در روز اندازه‌گیری کسر شده است.

مالکیت نهادی در تاریخ  $t-1$  -  $(INST_{i,t-1})$  = مالکیت نهادی در تاریخ  $t$  -  $(INST_{i,t})$  = تغییر در مالکیت نهادی سهام  $i$  در تاریخ  $t$  -  $(INSTCH)$

مالکیت فردی در تاریخ  $t-1$  -  $(INDI_{i,t-1})$  = مالکیت فردی در تاریخ  $t$  -  $(INDI_{i,t})$  = تغییر در مالکیت فردی سهام  $i$  در تاریخ  $t$  -  $(INDICH)$

برای محاسبه بازده غیرعادی بازده روزانه مورد انتظار از بازده روزانه سهام کسر شده تا بازده غیر عادی بدست آید.

جهت محاسبه بازده روزانه مورد انتظار سهامداران معمولاً از دو الگوی «بازده تعدیل شده بازار» و «الگوی بازار» استفاده می‌شود. با توجه به نتایج پژوهش‌های قبلی در ارتباط با عدم مناسبت به کارگیری الگوی بازار و برخی شرایط حاکم بر بازار سرمایه ایران، در این پژوهش از مدل بازده تعدیل شده بازار به عنوان بازده مورد انتظار سهام استفاده شده است. در این الگو، بازده مورد انتظار سهام با استفاده از شاخص بازار در ابتدا و انتهای دوره محاسبه می‌شود.

$$R_{m,t} = \frac{I_{m,t} - I_{m,t-1}}{I_{m,t-1}}$$

$R_{m,t}$  = بازده بازار در دوره  $t$

$I_{m,t}$  = شاخص بورس (قیمت و بازده نقدی) در پایان دوره  $t$

$I_{m,t-1}$  = شاخص بورس (قیمت و بازده نقدی) در ابتدای دوره  $t$

بازده غیرعادی آتی بوسیله جمع بازده‌های غیرعادی روزانه ( $AR_{i,t+n}$ ) در سراسر محدوده اندازه‌گیری بدست می‌آید:

$$CAR_{i,t+1,t+n} = \sum AR_{i,t+n}$$

متغیر  $CAR_{11}$  مجموع بازده غیر عادی در روز اندازه‌گیری و ۱ روز آتی می‌باشد. متغیر  $CAR_{15}$  مجموع بازده غیر عادی پنج روز پس از روز اندازه‌گیری می‌باشد. متغیر  $CAR_{30}$  مجموع بازده غیر عادی سی روز پس از روز اندازه‌گیری می‌باشد. متغیر  $CAR_{120}$  مجموع بازده غیر عادی صد و بیست روز پس از روز اندازه‌گیری می‌باشد. مدل‌های پژوهش حاضر عبارتند از:  
دو رگرسیون زیر از میناهای آزمون مقطعی<sup>۱۲</sup> برای آزمون فرضیات میباشند که برای هر یک از فرضیات مورد استفاده قرار گرفت. این مدل توسط بیهونگ دنگ و یونگینگ سو (۲۰۱۱)، که توانایی انتخاب سهام سرمایه‌گذاران نهادی در چین را بررسی کردند، ارائه شد. برای آزمون فرضیه اول و دوم از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$INSTCH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CAR_{i,t+1,t+n} + \alpha_2 AR_{i,t} + \alpha_3 AR_{i,t-1} + \alpha_4 AR_{i,t-2} + \alpha_5 AR_{i,t-3} + \alpha_6 AR_{i,t-4} + \alpha_7 AR_{i,t-5} + \alpha_8 INSTCH_{i,t-1} + \alpha_9 INSTCH_{i,t-2} + \alpha_{10} INSTCH_{i,t-3} + \alpha_{11} INSTCH_{i,t-4} + \alpha_{12} INSTCH_{i,t-5} + \alpha_{13} INST_{i,t-1} + \alpha_{14} SIZE + X_1 Year + \varphi_1 Weekday + u_1 Industry + e_{i,t}$$

برای آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم تحقیق از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$INDICH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CAR_{i,t+1,t+n} + \beta_2 AR_{i,t} + \beta_3 AR_{i,t-1} + \beta_4 AR_{i,t-2} + \beta_5 AR_{i,t-3} + \beta_6 AR_{i,t-4} + \beta_7 AR_{i,t-5} + \beta_8 INDICH_{i,t-1} + \beta_9 INDICH_{i,t-2} + \beta_{10} INDICH_{i,t-3} + \beta_{11} INDICH_{i,t-4} + \beta_{12} INDICH_{i,t-5} + \beta_{13} INDI_{i,t-1} + \beta_{14} SIZE + X_2 \cdot Year + \phi_2 Weekday + u_2 Industry + d_{i,t}$$

## نگاره ۱: تعریف متغیرهای تحقیق

تعریف متغیرها	نماد متغیرها	نام متغیرها
<b>متغیرهای وابسته:</b>		
تغییر روزانه در مالکیت نهادی بین روز اندازه‌گیری و نزدیکترین روز تجارت قبلی	INSTCH	تغییر در مالکیت نهادی
تغییر روزانه در مالکیت انفرادی بین روز اندازه‌گیری و نزدیکترین روز تجارت قبلی	INDICH	تغییر در مالکیت انفرادی
<b>متغیرهای مستقل:</b>		
بازده غیرعادی در روز بعد از روز اندازه‌گیری بازده غیرعادی انباشته در طول ۵ روز بعد از روز اندازه‌گیری بازده غیرعادی انباشته در طول ۳۰ روز بعد از روز اندازه‌گیری بازده غیرعادی انباشته در طول ۱۲۰ روز بعد از روز اندازه‌گیری	CAR11 CAR15 CAR130 CAR1120	بازده غیرعادی آتی
<b>متغیرهای کنترل:</b>		
بازده غیرعادی روزانه در روز اندازه‌گیری	AR	بازده غیرعادی همزمان
بازده غیرعادی $i$ روز قبل از روز اندازه‌گیری برای سهام ( $i = 1, 2, 3, 4, 5$ )	AR <sub><math>i</math></sub>	بازده مومنتوم
تغییر روزانه در مالکیت نهادی $i$ روز قبل از روز اندازه‌گیری ( $i = 1, 2, 3, 4, 5$ )	INSTCH <sub><math>i</math></sub>	تغییرات قبلی در مالکیت نهادی
تغییر روزانه در مالکیت انفرادی $i$ روز قبل از روز اندازه‌گیری ( $i = 1, 2, 3, 4, 5$ )	INDICH <sub><math>i</math></sub>	تغییرات قبلی در مالکیت انفرادی
مالکیت نهادی در پایان روز قبل از روز اندازه‌گیری	INST <sub><math>i</math></sub>	آغاز مالکیت نهادی
مالکیت انفرادی در پایان روز قبل از روز اندازه‌گیری	INDI <sub><math>i</math></sub>	آغاز مالکیت انفرادی
لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان روز قبل از روز اندازه‌گیری	SIZE	اندازه واحد تجاری
بردار مصنوعی نشان دهنده سال در روز اندازه‌گیری	YEAR	اثر سال
بردار مصنوعی نشان دهنده روز هفته روز اندازه‌گیری	WEEKDAY	اثر روز هفته
بردار مصنوعی نشان دهنده کد صنعت شرکت مورد بررسی	INDUSTRY	اثر صنعت

## ۶- یافته‌های پژوهش

کمیت‌های آمار توصیفی مورد استفاده در این تحقیق شامل حداقل، حداکثر، میانه، میانگین و انحراف معیار است. در نگاره ۲ اطلاعات مربوط به آمار توصیفی مربوط به متغیرهای توضیحی آورده شده است.



نگاره ۲- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	N	MEAN	MEDIAN	STD	MIN	MAX
<b>قسمت الف: متغیرهای وابسته</b>						
INSTCH	۱۶۹۹۴	۰.۰۰۲۷۱۸	۰.۰۰۰۰۰۰	۴.۸۵۵۶۱۸	-۸۱.۱۸۰۰۰	۹۳.۵۴۰۰۰
INDICH	۱۶۹۹۴	-۰.۰۰۲۷۱۸	۰.۰۰۰۰۰۰	۴.۸۵۵۶۱۸	-۹۳.۵۴۰۰۰	۸۱.۱۸۰۰۰
<b>قسمت الف: بازده غیرعادی انباشته آتی</b>						
CAR11	۱۶۹۹۴	۶۶.۹۲۷۰۱	۴۹.۷۵۱۳۰	۸۹.۴۱۷۹۱	-۱۰۲.۲۶۸۶	۵۸۳.۳۱۹۰
CAR15	۱۶۹۹۴	۱۶۸.۰۳۶۶	۱۲۵.۲۸۴۴	۲۲۲.۹۸۷۰	-۲۵۳.۴۳۳۲	۱۴۵۰.۶۶۹
CAR130	۱۶۹۹۴	۱۰۴۵.۴۰۱	۷۸۵.۴۶۷۴	۱۳۲۶.۲۳۸	-۱۳۱۷.۰۱۶	۸۰۷۷.۱۷۶
CAR1120	۱۶۹۹۴	۴۵۰.۸۸۹۷	۳۵۹۱.۷۳۹	۵۳۷۲.۶۷۲	-۵۰۶۳.۲۳۶	۲۸۷۳۴.۲۹
<b>قسمت ب: متغیرهای کنترل</b>						
AR	۱۶۹۹۴	۳۳.۸۳۵۳۱	۲۴.۸۱۶۵۰	۴۴.۲۴۹۶۵	-۵۱.۳۱۸۷۰	۲۹۷.۲۵۰۰
AR_1	۱۶۹۹۴	۳۳.۶۹۲۷۷	۲۴.۶۹۴۸۴	۴۴.۱۴۱۸۰	-۵۱.۳۱۸۷۰	۲۹۷.۲۵۰۰
AR_2	۱۶۹۹۴	۳۳.۵۴۹۲۰	۲۴.۵۷۱۲۵	۴۴.۰۳۳۵۶	-۵۱.۳۱۸۷۰	۲۹۷.۲۵۰۰
AR_3	۱۶۹۹۴	۳۳.۴۰۳۵۸	۲۴.۴۷۲۷۳	۴۳.۹۲۴۷۴	-۵۱.۳۱۸۷۰	۲۹۷.۲۵۰۰
AR_4	۱۶۹۹۴	۳۳.۲۵۵۶۹	۲۴.۳۶۳۸۱	۴۳.۸۱۸۱۹	-۵۱.۳۱۸۷۰	۲۹۷.۲۵۰۰
AR_5	۱۶۹۹۴	۳۳.۱۰۶۰۳	۲۴.۲۴۹۸۰	۴۳.۷۱۵۲۸	-۵۱.۳۱۸۷۰	۲۹۷.۲۵۰۰
INSTCH_1(%)	۱۶۹۹۴	۰.۰۹۹۸۱۸	۰.۰۰۰۰۰۰	۵.۲۷۲۷۶۰	-۸۱.۱۵۰۰۰	۹۳.۵۴۰۰۰
INSTCH_2(%)	۱۶۹۹۴	۰.۰۹۳۱۳۵	۰.۰۰۰۰۰۰	۵.۳۰۵۷۶۹	-۸۱.۱۵۰۰۰	۹۳.۵۴۰۰۰
INSTCH_3(%)	۱۶۹۹۴	۰.۰۹۵۰۹۳	۰.۰۰۰۰۰۰	۵.۳۵۵۸۸۵	-۸۱.۱۵۰۰۰	۹۳.۵۴۰۰۰
INSTCH_4(%)	۱۶۹۹۴	۰.۰۹۶۰۲۱	۰.۰۰۰۰۰۰	۵.۳۹۲۰۳۲	-۸۱.۱۵۰۰۰	۹۳.۵۴۰۰۰
INSTCH_5(%)	۱۶۹۹۴	۰.۰۹۲۸۷۸	۰.۰۰۰۰۰۰	۵.۴۰۰۰۵۹	-۸۱.۱۵۰۰۰	۹۳.۵۴۰۰۰
INDICH_1(%)	۱۶۹۹۴	-۰.۱۱۴۳۱۸	۰.۰۰۰۰۰۰	۵.۰۲۷۹۸۳	-۹۳.۵۴۰۰۰	۸۱.۱۸۰۰۰
INDICH_2(%)	۱۶۹۹۴	-۰.۱۱۰۱۷۱	۰.۰۰۰۰۰۰	۵.۰۵۳۵۶۹	-۹۳.۵۴۰۰۰	۸۱.۱۸۰۰۰
INDICH_3(%)	۱۶۹۹۴	-۰.۱۱۱۹۴۹	۰.۰۰۰۰۰۰	۵.۰۹۰۲۵۲	-۹۳.۵۴۰۰۰	۸۱.۱۸۰۰۰
INDICH_4(%)	۱۶۹۹۴	-۰.۱۱۵۳۴۵	۰.۰۰۰۰۰۰	۵.۱۲۰۰۲۰	-۹۳.۵۴۰۰۰	۸۱.۱۸۰۰۰
INDICH_5(%)	۱۶۹۹۴	۰.۱۱۴۹۵۵	۰.۰۰۰۰۰۰	۵.۱۱۹۶۷۴	-۹۳.۵۴۰۰۰	۸۱.۱۸۰۰۰
INST_1(%)	۱۶۹۹۴	۵۹.۰۴۴۱۹	۶۳.۲۲۸۵۰	۲۴.۶۲۶۸۳	-۳۹.۶۵۶۱۰	۱۰۰.۰۰۰۰۰
INDI_1(%)	۱۶۹۹۴	۴۰.۴۲۳۳۱	۳۷.۳۵۰۰۰	۲۳.۸۳۰۶۱	۰.۰۰۰۰۰۰	۱۲۰.۹۸۰۰
SIZE(میلیون ریال)	۱۶۹۹۴	۹۷۰۴۹۶.۵	۵۰۲۰۴۰۰	۱.۶۵۴۰۳۸	۴۳۶۲۰.۰۰	۱۳۶۶۴۰۰۰

با توجه به جدول عملکرد متغیرها در نمونه بسیار متفاوت است. از لحاظ دوره کوتاه مدت، دامنه تغییرات بازده غیرعادی روزانه از -۱۰۲.۲۶۸۶ به ۵۸۳.۳۱۹۰ و دامنه تغییرات بازده غیرعادی هفتگی

(پنج روز کاری) به طور انباشته از ۲۵۳.۴۳۳۲- به ۱۴۵۰.۶۶۹ می‌باشد. از لحاظ دوره بلند مدت، دامنه تغییرات بازده غیر عادی انباشته ماهانه (۳۰ روز کاری) از ۱۶-۱۳۱۷.۰۱۶ به ۸۰۷۷.۱۷۶ و دامنه تغییرات شش ماهه (۱۲۰ روز کاری) از ۵۰۶۳.۲۳۶- به ۲۸۷۳۴.۲۹ می‌باشد.

### آزمون فرضیه اول و دوم

برای آزمون فرضیه اول و دوم ابتدا باید آزمون چاو یا F تعمیم یافته و آزمون هاسمن انجام شود تا مدل مورد استفاده در داده‌های ترکیبی تعیین شود. آزمون‌ها ذکر شده در قسمت‌های قبل با استفاده از نرم‌افزار ایویوز انجام شده است و با توجه به نتایج بدست آمده مدل اثر ثابت تایید شد. بر اساس نتایج بدست آمده در آزمون مدل تحقیق با اثرات ثابت برآورد و نتایج تخمین در نگاره ۳ ارائه شده است. مطابق نگاره ۳، معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹٪ تایید می‌شود.  $(\text{Prob}(F-\text{statistic})=0.000000)$

### نتیجه آزمون فرضیه اول

در این فرضیه رابطه تغییر مالکیت نهادی با بازده غیر عادی انباشته آتی کوتاه مدت مورد بررسی قرار گرفت. برای محدوده کوتاه مدت بازده انباشته یک روز آتی و پنج روز آتی در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق نشان داد که بین تغییر مالکیت نهادی و بازده غیر عادی انباشته یک روز آتی و بازده غیر عادی انباشته پنج روز آتی رابطه مثبت وجود دارد اما این رابطه معنی‌دار نمی‌باشد.

### نتیجه آزمون فرضیه دوم

در این فرضیه رابطه تغییر مالکیت نهادی با بازده غیر عادی انباشته آتی بلند مدت مورد بررسی قرار گرفت. برای محدوده بلند مدت بازده انباشته سی روز و صد و بیست روز آتی در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق نشان داد بین تغییر مالکیت نهادی و بازده غیر عادی انباشته سی روز آتی رابطه منفی وجود دارد اما این رابطه معنی‌دار نمی‌باشد و همچنین بین تغییر مالکیت نهادی و بازده غیر عادی انباشته صد و بیست روز آتی رابطه مثبت وجود دارد اما این رابطه معنی‌دار نمی‌باشد.

نگاره ۳- تخمین رگرسیون فرضیه اول و دوم با استفاده از مدل اثر ثابت

متغیر وابسته: INSTCH				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	prob
CAR11	۰/۰۰۰۹۸۰	۰/۰۰۰۷۹۶	۱/۲۳۱۱۹۵	۰/۲۱۸۳
CAR15	۲/۱۶E-۰۵	۶/۹۷E-۰۵	۰/۳۰۹۶۲۷	۰/۷۵۶۸
CAR130	-۶/۱۶E-۰۷	۱/۲۰E-۰۵	-۰/۰۵۵۴۳۶	۰/۹۵۵۸
CAR1120	۶/۱۳E-۰۶	۳/۵۴E-۰۶	۱/۷۳۳۵۷۶	۰/۰۸۳۰
AR	-۰/۰۰۱۱۲۱	۰/۰۰۰۸۰۳	-۱/۳۹۵۵۹۶	۰/۱۶۲۹
AR_1	-۰/۰۰۰۹۱۵	۰/۰۰۰۸۰۶	-۱/۱۳۶۰۹۲	۰/۲۵۵۹
AR_2	-۹/۱۳E-۰۵	۰/۰۰۰۱۷۳	-۰/۵۲۷۲۸۸	۰/۵۹۸۰
AR_3	۷/۷۹E-۰۵	۰/۰۰۰۱۶۱	۰/۴۸۳۵۳۷	۰/۶۲۸۷
AR_4	-۰/۰۰۰۱۴۳	۰/۰۰۰۱۷۶	-۰/۸۱۱۴۳۸	۰/۴۱۷۱
AR_5	-۰/۰۰۰۱۳۰	۰/۰۰۰۱۸۷	-۰/۶۹۵۷۱۱	۰/۴۸۶۶
INSTCH_1	-۰/۱۲۳۷۶۲	۰/۰۴۸۵۶۴	-۲/۵۴۸۴۰۹	۰/۰۱۰۸
INSTCH_2	-۰/۰۷۲۶۵۸	۰/۰۴۸۵۶۴	-۱/۵۵۰۴۰۲	۰/۱۲۱۱
INSTCH_3	-۰/۰۰۴۱۴۱	۰/۰۰۷۵۲۷	-۰/۵۵۰۱۲۸	۰/۵۸۲۲
INSTCH_4	۰/۰۰۰۷۵۶	۰/۰۰۲۹۷۱	۰/۲۵۴۳۶۳	۰/۷۹۹۲
INSTCH_5	۰/۰۰۱۲۷۸	۰/۰۰۱۷۵۵	۰/۷۲۸۱۷۹	۰/۴۶۶۵
INST_1	-۰/۰۷۶۸۱۱	۰/۰۱۴۰۱۷	-۵/۴۸۰۰۶۶	۰/۰۰۰۰
SIZE	۲/۵۲E-۰۵	۲/۹۲E-۰۵	۰/۸۶۲۳۸۷	۰/۳۸۸۵
WEEKDAY	-۰/۰۰۲۰۳۰	۰/۰۰۴۵۶۹	۰/۴۴۴۴۲۲	۰/۴۵۶۷
YEAR	۰/۰۰۷۸۸۵	۰/۰۰۷۱۲۹	۱/۱۰۶۱۰۲	۰/۲۶۸۷
INDUSTRY	-۰/۱۰۶۳۳۸	۰/۰۸۹۹۰۹	-۱/۱۸۲۷۲۵	۰/۲۳۶۹
C	۳/۱۰۳۹۰۲	۰/۵۴۹۴۵۵	۵/۶۴۹۰۵۱	۰/۰۰۰۰
آماره F		۱۸/۵۵۲۱۵	آماره دوربین واتسون	
Prob(F statistic)		۰/۰۰۰۰۰۰	R <sup>2</sup> تعدیل شده	
			۲/۱۲۰۳۷۰	
			۰/۰۶۶۹۰۸	

آزمون فرضیه سوم و چهارم

برای آزمون فرضیه سوم و چهارم نیز ابتدا باید آزمون چاو یا F تعمیم یافته و آزمون هاسمن انجام شود تا مدل مورد استفاده در داده‌های ترکیبی تعیین شود. آزمون‌ها ذکر شده در قسمت‌های قبل با استفاده از نرم‌افزار ایویوز انجام شده است و با توجه به نتایج بدست آمده مدل اثر ثابت تایید می‌شود.

نتایج تخمین در نگاره ۴ ارائه شده است. مطابق نگاره ۴، معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹٪ تایید می‌شود. (Prob(F-statistic)=۰.۰۰۰۰۰۰)

نگاره ۴ - تخمین رگرسیون فرضیه سوم و چهارم با استفاده از مدل اثر ثابت

متغیر وابسته: INDICH				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	prob
CAR11	-۰/۰۰۰۹۸۰	۰/۰۰۰۷۹۶	-۱/۲۳۱۱۹۵	۰/۲۱۸۳
CAR15	-۲/۱۶E-۰۵	۶/۹۷E-۰۵	-۰/۳۰۹۶۲۷	۰/۷۵۶۸
CAR130	۶/۶۵E-۰۷	۱/۲۰E-۰۵	۰/۰۵۵۴۳۶	۰/۹۵۵۸
CAR1120	-۶/۱۳E-۰۶	۳/۵۴E-۰۶	۱/۷۳۳۵۷۶	۰/۰۸۳۰
AR	۰/۰۰۱۱۲۱	۰/۰۰۰۸۰۳	۱/۳۹۵۵۹۶	۰/۱۶۲۹
AR_1	۰/۰۰۰۹۱۵	۰/۰۰۰۸۰۶	۱/۱۳۶۰۹۲	۰/۲۵۵۹
AR_2	۹/۱۳E-۰۵	۰/۰۰۰۱۷۳	-۰/۵۲۷۲۸۸	۰/۵۹۸۰
AR_3	-۷/۷۹E-۰۵	۰/۰۰۰۱۶۱	-۰/۴۸۳۵۳۷	۰/۶۲۸۷
AR_4	-۰/۰۰۰۱۴۳	۰/۰۰۰۱۷۶	-۰/۸۱۱۴۳۸	۰/۴۱۷۱
AR_5	۰/۰۰۰۱۳۰	۰/۰۰۰۱۸۷	۰/۶۹۵۷۱۱	۰/۴۸۶۶
INDICH_1	-۰/۱۲۳۷۶۲	۰/۰۴۸۵۶۴	-۲/۵۴۸۴۰۹	۰/۰۱۰۸
INDICH_2	-۰/۰۷۲۶۵۸	۰/۰۴۸۵۶۴	-۱/۵۵۰۴۰۲	۰/۱۲۱۱
INDICH_3	-۰/۰۰۴۱۴۱	۰/۰۰۷۵۲۷	-۰/۵۵۰۱۲۸	۰/۵۸۲۲
INDICH_4	۰/۰۰۰۷۵۶	۰/۰۰۲۹۷۱	۰/۲۵۴۳۶۳	۰/۷۹۹۲
INDICH_5	۰/۰۰۱۲۷۸	۰/۰۰۱۷۵۵	۰/۷۲۸۱۷۹	۰/۴۶۶۵
INDI_1	-۰/۰۷۶۸۱۱	۰/۰۱۴۰۱۷	-۵/۴۸۰۰۶۶	۰/۰۰۰۰
SIZE	-۲/۵۲E-۰۵	۲/۹۲E-۰۵	-۰/۸۶۲۳۸۷	۰/۳۸۸۵
WEEKDAY	-۰/۰۰۰۲۰۳۰	۰/۰۰۴۵۶۹	-۰/۴۴۴۴۲۲	۰/۶۵۶۷
YEAR	-۰/۰۰۷۸۸۵	۰/۰۰۷۱۲۹	-۱/۱۰۶۱۰۲	۰/۲۶۸۷
INDUSTRY	۰/۱۰۶۳۳۸	۰/۰۸۹۹۰۹	۱/۱۸۲۷۲۵	۰/۲۳۶۹
C	۳/۱۰۳۹۰۲	۰/۵۴۹۴۵۵	۵/۶۴۹۰۵۱	۰/۰۰۰۰
آماره F		۱۸/۵۵۲۱۵	آماره دوربین واتسون	
Prob(F statistic)		۰/۰۰۰۰۰۰	R <sup>2</sup> تعدیل شده	
			۲/۱۲۰۳۷۰	
			۰/۰۶۶۹۰۸	

### نتیجه آزمون فرضیه سوم

در این فرضیه رابطه تغییر مالکیت انفرادی با بازده غیر عادی انباشته آتی کوتاه مدت مورد بررسی قرار گرفت. برای محدوده کوتاه مدت بازده انباشته یک روز آتی و پنج روز آتی در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق نشان داد که بین تغییر مالکیت انفرادی و بازده غیر عادی انباشته یک روز آتی و بازده غیرعادی انباشته پنج روز آتی رابطه منفی وجود دارد اما این رابطه معنی‌دار نمی‌باشد.

### نتیجه آزمون فرضیه چهارم

در این فرضیه رابطه تغییر مالکیت انفرادی با بازده غیر عادی انباشته آتی بلند مدت مورد بررسی قرار گرفت. برای محدوده بلند مدت بازده انباشته سی روز و صد و بیست روز آتی در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق نشان داد بین تغییر مالکیت انفرادی و بازده غیرعادی انباشته سی روز آتی رابطه مثبت وجود دارد اما این رابطه معنی‌دار نمی‌باشد و همچنین بین تغییر مالکیت انفرادی و بازده غیر عادی انباشته صد و بیست روز آتی رابطه منفی وجود دارد اما این رابطه معنی‌دار نمی‌باشد.

### ۷- نتیجه گیری و بحث

نحوه انجام این تحقیق بر اساس این نظریه بود که اگر سرمایه‌گذاران نهادی توانایی انتخاب سهام بهتری از سرمایه‌گذاران انفرادی دارند، مالکیت خود را در سهامی که در آینده بازده غیر عادی انباشته آن مثبت است افزایش می‌دهند و مالکیت خود را در سهامی که در آینده بازده غیر عادی انباشته آن منفی است کاهش می‌دهند به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران نهادی خریدار سهام برنده آینده و فروشنده سهام بازنده آینده خواهند بود.

نتایج این تحقیق شواهد آشکاری درباره تفاوت توانایی انتخاب سهام بین سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران انفرادی نشان نمی‌دهد. ضرایب متغیر مستقل با متغیر وابسته رابطه مثبت یا منفی دارند اما هیچ یک از این رابطه‌ها معنی‌دار نمی‌باشد. بنابراین بین تغییرات مالکیت نهادی و بازده غیرعادی انباشته آتی کوتاه مدت و بلند مدت رابطه معنی‌دار وجود ندارد و همچنین بین تغییرات مالکیت انفرادی و بازده غیر عادی آتی کوتاه مدت و بلند مدت رابطه معنی‌دار وجود ندارد. نتایج بدست آمده مشابه نتایج بدست آمده توسط آراگون و همکاران (۲۰۰۷) در ترکیه می‌باشد. نتایج تحقیق حاضر می‌تواند به دلایل زیر باشد:

- (۱) برای اینکه گروهی بازده اضافی پایداری بدست آورند، بایستی به طور مداوم اطلاعات محرمانه‌ای داشته باشند یا توانایی خاصی برای کسب بازده غیرعادی مداوم بر مبنای اطلاعات

عمومی، نسبت به دیگر سرمایه‌گذاران، داشته باشند (راعی، تلنگی ۱۳۸۷). با توجه به نتایج تحقیق، به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران نهادی توانایی خاصی برای کسب بازده غیرعادی مداوم بر مبنای اطلاعات عمومی ندارند و همچنین آنها اطلاعات محرمانه‌ای دریافت نمی‌کنند تا بتوانند بر اساس این اطلاعات خاص بازدهی موثری بیش از سرمایه‌گذاران انفرادی کسب کنند.

۲) انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل تخصصی که دارند سهام شرکت‌هایی که در آینده بازده غیرعادی بیشتری دارند را خریداری کنند و توانایی انتخاب سهامشان بیشتر از سرمایه‌گذاران انفرادی باشد. اما ممکن است به دلیل عدم ثبات بازار سرمایه ایران پیش بینی‌های آنها به وقوع نپیوندد.

۳) عدم توانایی انتخاب سهام بهتر توسط سرمایه‌گذاران نهادی نسبت به سرمایه‌گذاران انفرادی می‌تواند به دلیل مدیریت ضعیف و عدم تخصص در سرمایه‌گذاری این نهادها باشد. در این تحقیق توانایی انتخاب سهام بین سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران انفرادی بررسی شد. نتایج تفاوت آشکاری بین تفاوت توانایی انتخاب سهام بهتر توسط این دو گروه از سرمایه‌گذاران نشان نمی‌دهد. با توجه به منابع مالی عظیم سرمایه‌گذاران نهادی و اهمیت مدیریت صحیح این منابع پیشنهاد می‌شود آنها با بهره‌گیری از نیروهای متخصص و مجرب و استفاده از روش‌های مناسب پیش‌بینی بازده سهام توانایی انتخاب سهام خود را افزایش دهند. یافته‌های این تحقیق می‌تواند رهنمودی برای محدوده‌های جدید تحقیقاتی از جمله:

۱- بررسی توانایی انتخاب سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

۲- بررسی تعیین موقعیت زمانی بازار توسط مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک  
بررسی روش‌های مورد استفاده برای پیش‌بینی بازده غیر عادی آتی توسط سرمایه‌گذاران و مقایسه این روش‌ها.

### فهرست منابع

۱) حسینی، مجتبی. (۱۳۸۶). "بررسی اثر میزان سهامداری نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.

۲) راعی رضا، تلنگی احمد. (۱۳۸۳). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، چاپ اول، تهران، انتشارات سمت.

- ۳) فخاری حسین ، طاهری عصمت السادات (۱۳۸۹). "رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" ، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، صفحات ۱۵۹-۱۷۲.
- ۴) نمازی محمد ، کرمانی احسان. (۱۳۸۷). " تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " ، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صفحات ۸۳-۱۰۰.
- ۵) نوروش ایرج ، ابراهیمی کردلر علی. (۱۳۸۴). "بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد" ، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صفحات ۹۴-۱۲۷.
- 6) Agarwal, P, (2005). Institutional Ownership and Stock Liquidity, Working Paper. Cornell University.
- 7) Aragon, G.O, Bildik, R, Yavuz, M.D, (2007) Do Institutional Investors Have an Information Advantage?, Working Paper, Arizona State University.
- 8) Bohel, M., Brzezczynski, J., Wilfling, B., (2009). "Institutional investors and stock returns volatility: Empirical evidence from a natural experiment", journal of Banking & Finance, vol 33, p 627-639
- 9) Choe, H., Chan, B.K., Stulz, R.M., (2001). Do Domestic Investors have More Valuable Information about Individual Stocks than Foreign Investors? NBER Working Paper No. 8073.
- 10) DR. R. Sivarma, Prasad and B.Srinivas (2012) " Market timing abilities of equity fund managers", ZENITH International Journal of Business & Management Research, Vol.2 Issue 1.
- 11) Grinblatt, M., Keloharju, M., (2000). " The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set ". Journal of Financial Economics 55, 43-68.
- 12) Grinblatt, M., Titman, S., (1989). Portfolio performance evaluation: old issues and new insights. Review of Financial Studies 2, 393-421.
- 13) Jensen, M.C., (1968). " The performance of mutual funds in the period " 1945-1964. Journal of Finance 23, 389-416.
- 14) Kang, J.-K., Stulz, R.M., (1997). " Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan ". Journal of Financial Economics 46, 2-28.
- 15) Kaniel, R., Saar, G., Titman, S., (2008). " Individual investor trading and stock returns ". Journal of Finance 63, 2733-10.
- 16) Kent, D., Grinblatt, M., Titman, S., Wermers, R., (1997). " Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks ". Journal of Finance 52, 1035-1058.
- 17) Malkiel, B.G., (1995). " Returns from investing in equity mutual funds " 1971-1991. Journal of Finance 50, 549-572.

- 18) San, G, (2007). Who gains more by trading-institutions or individuals? Working Paper, Tel-Aviv University
- 19) Seasholes, M., (2000). Smart Foreign Traders in Emerging Markets, Working Paper. Harvard Business School, Cambridge, MA.
- 20) Yihong Deng and Yongxing Xu (2011) "Do institutional investors have superior stock selection ability in China", China Journal of Accounting Research, Vol. 4/3, 107- 120

## یادداشت‌ها

---

- <sup>1</sup> Bohl et al
- <sup>2</sup> NYSE/AMEX
- <sup>3</sup> Agarwal
- <sup>4</sup> Sivarama Prasad and B.srinivas
- <sup>5</sup> Yihong Deng and Yongxing Xu
- <sup>6</sup> Seasholes
- <sup>7</sup> earnings announcements
- <sup>8</sup> Kang and Stulz
- <sup>9</sup> Grinblatt and Titman
- <sup>10</sup> Jensen
- <sup>11</sup> subsequent abnormal returns
- <sup>12</sup> cross-sectional tests