

بررسی تاثیر سرمایه گذاران نهادی بلند مدت بر چولگی منفی بازده سهام

علی باغانی^۱

بهزاد بیگی^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۷/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۱۰/۰۷

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی تاثیر سرمایه گذاران نهادی بلند مدت بر چولگی منفی بازده سهام است که در طی بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ فعالیت داشته اند. نمونه ی آماری بر اساس معیارهای غربالگری شده تعداد ۱۲۰ شرکت می باشد. این پژوهش بر اساس ماهیت و اهداف پژوهش از نوع پژوهشهای کاربردی می باشد. مدل ارائه شده در این پژوهش برگرفته از مدل ارائه شده در مقاله بنکریم و همکاران (۲۰۲۳) میباشد. همچنین داده های مورد استفاده در این تحقیق، با استفاده از بانک ها و منابع اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران جمع آوری گردیده اند. سپس برای آزمون کردن از رگرسیون خطی آزمون فرضیه ها انجام شد. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه ها، اطلاعات مورد نیاز از طریق صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتهای مورد رسیدگی برای یک دوره پنج ساله جمع آوری خواهد شد نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش نشان داد که نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون لجوجیت نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی بلندمدت بر چولگی منفی بازده سهام تاثیر منفی و معناداری دارد.

واژگان کلیدی

سرمایه گذاران، سرمایه گذاران نهادی، چولگی، چولگی منفی

۱- استاد حسابداری گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۲- دانشجوی دکترا حسابداری گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

مقدمه

زمانی که مالکیت سهام شرکتها باین تعداد کمی از سهامداران نهادی متمرکز بوده و به عبارتی ناهمگونی سهامداران وجود داشته باشد، مشکلات جدایی مالکیت و کنترل کاهش مییابد. بلاک و کافی^۱ ۱۹۹۴ بیان میکنند هنگامی که سهامی که نهادها مالک آن هستند افزایش یابد، خروج از شرکت هزینه بیشتری دارد؛ زیرا فروشها عمده سهام معمولاً مستلزم تخفیفات عمده است. همچنین چون این سهامهای عمده، ارزش پولی زیادی دارد، در صورت غیر فعال ماندن سهامداران نهادی و یا آگاه نبودن از عملکرد ضعیف شرکتهای پرتفوی، آنها در معرض زیان بیشتری نسبت به سرمایه گذارانی قرار میگیرند که منافع کمتری در شرکت دارند. در این خصوص محققان معتقدند که مالکیت نهادی، زمینه را برای نظارت فراهم میآورد. آنها معتقدند که مالکان نهادی سرمایه گذاران حرفه ای باتمركز بلندمدت هستند. با توجه به حجم زیاد سرمایه گذاری و حرفه ای بودن سهامداران نهادی، حضور آنها موجب نظارت بر مدیریت میشود. این موضوع میتواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه مدت سودآوری موجب توجه به حداکثرسازی ارزش شرکت در بلندمدت شود (کائو و همکاران،^۲ ۲۰۲۲).

از این رو پژوهش حاضر به دنبال یافتن پاسخی به اینی سؤال اصلی است که آیا سرمایه گذاران نهادی بلند مدت بر چولگی منفی بازده سهام، تأثیری دارد؟

مبانی نظری

سرمایه گذاران نهادی

در ادبیات حاکمیت شرکتی سرمایه گذاران نهادی به عنوان یکی از مکانیسمهای خارجی موثر در نظارت بر شرکت شناخته میشوند. این گروه از فعالان بازار سرمایه با توجه به برخورداری از دانش و تخصص لازم، دسترسی به کانالهای ارتباطی موثر میتوانند نقش اساسی در ارتقای سیستم حاکمیت شرکتی و در نتیجه افزایش کارایی و بهره وری شرکت ایفا کنند (کامارودین و همکاران،^۳ ۲۰۲۰).

شلايفر و ویشنی^۴ (۱۹۸۶) به این نکته اشاره میکنند که وجود یک سهامدار بزرگ باعث کاهش مساله نمایندگی در سازمان میشود. همچنین بنا بر پژوهش گیلان و استارکس،^{۲۰۰۳}، در کشورهایی که سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت بیشتر شرکتها وجود دارند مشکلات نمایندگی ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت شایع نیست و در حقیقت سرمایه گذاران نهادی نقشی اساسی در ارتقای سیستم حاکمیت شرکتی ایفا میکنند.

سرمایه گذاران نهادی بلندمدت

سرمایه گذاران نهادی بلندمدت سرمایه گذارانی هستند که دارای افق بلندمدت سرمایه گذاری بوده و به ارزش ذاتی سهام در مقابل عایدات جاری توجه دارند (گارگ و همکاران، ۲۰۲۲). در این مطالعه مجموع مربع درصد سرمایه گذاران نهادی شرکت i که برای بررسی اثر سرمایه گذاران نهادی بلندمدت مورد استفاده قرار می گیرد (بنکریم و همکاران،)

چولگی منفی بازده سهام (ریسک سقوط قیمت سهام)

به طور کلی ریسک سقوط قیمت سهام عبارت است از معیارهایی که باعث افت شدید قیمت سهام در بازه های زمانی کوتاه مدت و بلندمدت می شوند. هرچقدر ریسک سقوط قیمت سهام به سمت منفی حرکت نماید، به همان نسبت میزان بهره وری و کارایی شرکت ها نیز به سمت مثبت حرکت خواهد کرد (بنکریم و همکاران،)

¹ Black & Cafie

² Cao

³ Kamarudin

⁴ Shleifer & Vishny, 1986

مروری بر پیشینه پژوهش

مومنی یانسری (۱۴۰۲) به بررسی وضعیت مالی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام؛ اهمیت کیفیت کنترل داخلی شرکتها پرداخت. هدف این مطالعه بررسی ارتباط بین وضعیت مالی شرکت و ریسک سقوط آتی قیمت سهام با تأکید بر نقش کیفیت کنترل داخلی شرکتها میباشد. برای این منظور با بهره گیری از داده های مربوط به ۱۲۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین تجزیه و تحلیل رگرسیون لجستیک به آزمون فرضیه های پژوهش پرداخته شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان داد که بین وضعیت مالی شرکت و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج تحقیق بیانگر آن است که کیفیت کنترل داخلی شرکتها رابطه منفی بین وضعیت مالی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکتها را تشدید مینماید.

ایزد خواه و همکاران (۱۴۰۲) به بررسی تاثیر ریسک درماندگی مالی بر سقوط قیمت سهام پرداختند. هدف این مقاله بررسی تاثیر ریسک درماندگی مالی بر سقوط قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش از داده های آماری ۱۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ استفاده شده است و برای تجزیه و تحلیل داده ها از رگرسیون چندگانه به روش دادهای پانل استفاده شده است. برای اندازه گیری متغیر درماندگی مالی از شاخص فاصله تا ورشکستگی مرتون و برای اندازه گیری سقوط قیمت سهام از چهار روش دوره خطر سقوط قیمت سهام، چولگی منفی بازده سهام، سیگمای حداکثری و نوسان پایین به بالا استفاده شده است و همچنین از متغیرهای نسبت بازدهی دارایی ها، نسبت اهرمی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اندازه شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین درماندگی مالی و سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

ندیری و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی توجه سرمایه گذاران خرد و ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. هدف این پژوهش بررسی تأثیر توجه سرمایه گذاران خرد بر اساس شاخص GSV بر ریسک سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین با توجه نقش تعدیل کنندگی مالکیت نهادی و نیز کیفیت حسابرسی شرکتها در رابطه بین توجه سرمایه گذاران و احتمال سقوط قیمت سهام، نقش این دو متغیر نیز در پژوهش بررسی گردیده است. قلمرو زمانی پژوهش سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ و نمونه پژوهش شامل ۱۶۴ شرکت بورسی است. نتایج پژوهش با روش رگرسیونی داده های ترکیبی نشان میدهد که توجه سهامداران در دوره حال سبب افزایش ریسک سقوط سهام در دوره آتی میشود. همچنین رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ریسک سقوط سهام منفی و رابطهای بین کیفیت حسابرسی شرکتها و ریسک سقوط قیمت سهام شرکتها وجود ندارد. همچنین دو متغیر مالکیت نهادی و کیفیت حسابرسی تأثیری بر رابطه بین توجه سرمایه گذاران خرد و سقوط قیمت سهام ندارند.

بنکریم و همکاران^۵ (۲۰۲۳) به بررسی ناهمگونی سرمایه گذار و چولگی منفی در بازده سهام: شواهدی از سرمایه گذاران نهادی پرداختند. محققین در این مطالعه رابطه بین احتمال سقوط قیمت سهام در آینده و افق سرمایه گذاری سرمایه گذاران را بررسی نمودند. با استفاده از چولگی منفی به عنوان نماینده ای برای ریسک سقوط خاص شرکت، ارتباط مثبت بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام تایید شد. با این حال، این رابطه توسط سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت هدایت می شود، در حالی که حضور سرمایه گذاران نهادی بلند مدت تأثیر منفی بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

گارگ و همکاران^۶ (۲۰۲۱) در تحقیقی با عنوان بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و ریسک سقوط سهام نشان دادند که بین اجتناب مالیاتی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، قابلیت های مدیران دارای نقش تعدیل کنندگی بر این رابطه بوده و شدت ارتباط بین اجتناب مالیاتی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت ها را ضعیف تر می کند. پژوهش گارگ و همکاران، در بازارهای توسعه یافته کشور آمریکا صورت پذیرفته است که ساختار آن

^۵ Benkraiem

^۶ Garg

با بازار بورس اوراق بهادار تهران که یک بازار سرمایه نو پا و در حال ظهور است، متاوت هست و لذا نتایج این پژوهش می تواند شواهد مهمی به ادبیات مرتب با ریسک سقوط قیمت سهام در بازارهای کشورهای در حال توسعه بیفزاید. یاسر شهاب و همکاران^۷ (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی "قدرت مدیر عامل و خطر سقوط قیمت سهام در چین: آیا ساختار و مالکیت مهم مدیران زن اهمیت دارد؟ پرداختند. این مطالعه به بررسی چگونگی ارتباط قدرت مدیر عامل با ریسک سقوط قیمت سهام پرداخته است. در این پژوهش نقش تعدیل کننده ساختار توده مهم و مالکیت مدیران زن را در رابطه قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام بررسی شده است. با استفاده از یکی از بزرگترین داده های به روز شرکت های لیست شده چینی طی دوره ۲۰۱۹-۲۰۰۴ (۱۳۴۲۱ مشاهدات مربوط به سال شرکت)، متوجه می شویم که قدرت مدیر عامل شرکت برای افزایش احتمال خطر سقوط قیمت سهام بطور چشمگیری کاهش می یابد وقتی که درصد: الف کارگردانان زن؛ و ب مالکیت توسط دارندگان و موسسات، در شرکتها زیاد است.

فرضیه های پژوهش

سرمایه گذاران نهادی بلند مدت بر چولگی منفی بازده سهام تاثیر دارد.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر براساس روش مطالعات کتابخانه ای بوده و اطلاعات لازم جهت انجام پژوهش با استفاده از کتب، نشریات، مقالات و مجلات جمع آوری گردیده است. از آنجایی که موضوع تحقیق در ارتباط با شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، لذا نمونه آماری نیز از این شرکت ها بوده و به گونه ای انتخاب شده است که از کلیه صنایع فعال در بورس، نمونه انتخاب شده و این نمونه قابلیت تعمیم نتایج حاصله از تحقیق بر کل جامعه آماری (شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران) را دارا می باشد.

دراین تحقیق برای جمع آوری داده ها از نرم افزار ره آورد نوین استفاده شده است، جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ است، از میان این شرکتها، شرکتهایی که طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و وقفه معاملاتی بیشتر از شش ماه نداشته باشند در نظر گرفته شدند.

مدل و متغیرهای پژوهش

مدل بکار رفته در پژوهش حاضر براساس مدل ارائه شده در مقاله بنکریم و همکاران (۲۰۲۳) به شرح زیر می باشد:

$$SKEW_{it} = \beta_0 + \beta_1 IO_{(long-term)it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 VOL_{it} + \beta_5 Year_{it} + \epsilon_{it}$$

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته:

SKEW: چولگی منفی بازده سهام

متغیر مستقل:

IO (long-term): سرمایه گذاران نهادی بلندمدت

IO (short-term): سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت

متغیرهای کنترلی:

SIZE: اندازه شرکت

Lev: اهرم مالی

VOL: حجم معاملات

⁷ Yasir Shahaba

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول شماره ۱- آمار توصیفی متغیرهای فرضیه‌های پژوهش

نام متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
چولگی منفی بازده سهام	SKEW	600	-۰,۰۵۳	-0.028	0.624	-0.227	0.066
سرمایه گذاران نهادی بلندمدت	IO(long-term)	600	0.464	0.518	0.801	0.024	0.262
اندازه شرکت	SIZE	600	15.685	15.543	18.964	13.536	1.369
اهرم مالی	LEV	600	0.495	0.505	0.846	0.147	0.204
حجم معاملات	VOL	600	19.383	19.564	22.517	16.049	1.766

آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱: سرمایه گذاران نهادی بلندمدت بر چولگی منفی بازده سهام تاثیر دارد.

به منظور آزمون این فرضیه از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول (۲) بهره گرفته شده است. مقدار- احتمال (یا سطح معنی داری) F برابر $۰/۰۰۰۰$ بوده و چون این مقدار کمتر از $۰/۰۵$ است، فرض صاف در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود، یعنی مدل معنی دار است. مقدار آماره دوربین واتسون $۱/۹۰۷$ می باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد، تقریباً ۴۳۳۳% تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می شوند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می دهد که با توجه به آماره t در سطح اطمینان ۹۵٪، اندازه شرکت و حجم معاملات بر چولگی منای بازده سهام تاثیر منفی و معناداری دارند در حالی که، اهرم مالی بر چولگی منای بازده سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد.

در حالت کلی نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر سرمایه گذاران نهادی بلندمدت، $-۰,۰۲۵۸۵۱$ بوده که نشان دهنده تأثیر منفی سرمایه گذاران نهادی بلندمدت بر چولگی منفی بازده سهام می باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر سرمایه گذاران نهادی بلندمدت در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار می باشد، با توجه به موارد فوق می توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه ۱ را تأیید کرد این موضوع نشان دهنده این است که سرمایه گذاران نهادی بلندمدت بر چولگی منفی بازده سهام تأثیر منای و معناداری دارد. به عبارت دیگر، با افزایش سرمایه گذاران نهادی بلندمدت، چولگی منفی بازده سهام کاهش می یابد.

جدول ۲- نتایج تخمین مدل پژوهش

متغیر وابسته: چولگی منفی بازده سهام روش: رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت	C	0.072938	0.035917	2.030751	0.0427
سرمایه گذاران نهادی بلندمدت	IO(long-term)	-0.025851	0.007862	-3.288105	0.0011
اندازه شرکت	SIZE	-0.006596	0.001724	-3.825110	0.0001
اهرم مالی	LEV	0.175516	0.071699	2.447946	0.0152
حجم معاملات	VOL	-0.009586	0.003600	-2.662753	0.0080

متغیر وابسته: چولگی منفی بازده سهام روش: رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب تعیین تعدیل شده		0.433	دورین واتسون-	1.907	
احتمال (آماره F)	0.0000		آماره F	58.177	

نتیجه گیری

براساس فرضیه پژوهش انتظار می رود که سرمایه گذاران نهادی بلندمدت بر چولگی منفی بازده سهام تاثیر داشته باشد. در حالت کلی در سطح اطمینان ۹۵٪ نتایج نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی بلندمدت بر چولگی منفی بازده سهام تاثیر منفی و معناداری دارد. به عبارت دیگر، با افزایش سرمایه گذاران نهادی بلندمدت، چولگی منفی بازده سهام کاهش می یابد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهشهای انجام شده توسط حجازی و همکاران ۱۳۹۹؛ بنکریم و همکاران (۲۰۲۳) مطابقت دارد.

پیشنهادهای حاصل از یافته های پژوهش

در خصوص نتایج حاصل از فرضیه های پژوهش، پیشنهاد می شود:

به سهامداران، تحلیل گران، شرکت های سرمایه گذاری و سایر مشارکت کنندگان در بازار سرمایه - پیشنهاد می شود به منظور کاهش اثرات ناشی از چولگی منفی بازده سهام به نقش نظارتی و فعال سرمایه گذاران نهادی بلندمدت در تصمیمات عملیاتی شرکت توجه داشته باشند و در خرید و فروش سهام و تشکیل پرتفوی بهینه نتایج این پژوهش را مدنظر داشته باشند. به نهادهای تدوین کننده قوانین و مقررات پیشنهاد می شود به منظور افزایش کارایی بازار و کاهش - ریسک های ناشی از چولگی منفی بازده سهام به اثرات مثبت سرمایه گذاران نهادی بلندمدت و اثرات منفی سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت توجه داشته باشند و در سیاست گذاری ها و نظارت های خود نتایج این پژوهش را مدنظر داشته باشند. بررسی تاثیر سرمایه گذاران نهادی بلندمدت و کوتاه مدت بر هزینه سرمایه با تاکید بر نوع صنعت بررسی تاثیر ناهمگونی سهامداران بر کثایت گزارشگری مالی با تاکید بر عدم اطمینان محیطی

منابع

- مومنی یانسی ابولفضل (۱۴۰۲). وضعیت مالی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام؛ اهمیت کیفیت کنترل داخلی شرکتها. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۵ (۶۰)، ۱۵۷-۱۷۴. doi: 10.30495/faar.2023.707971
- ندیری، محمد، میری، سید سجاد، نادری، جلال (۱۴۰۱). توجه سرمایه گذاران خرد و ریسک سقوط قیمت سهام: مطالعه موردی بورس اوراق بهادار تهران. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، 2 (۴)، 118-127.
- Benkraiem, Ramzi & Goutte, Stéphane & Saadi, Samir & Zhu, Hui & Zhu, Steven. (2022). Investor Heterogeneity and Negative Skewness in Stock Returns: Evidence from Institutional Investors. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. 81. 101690. 10.1016/j.intfin.2022.101690.
- Garg, Mukesh & Khedmati, Mehdi & Meng, Fanjie & Thoradeniya, Prabanga. (2022). Tax avoidance and stock price crash risk: mitigating role of managerial ability. International Journal of Managerial Finance. ahead-of-print. 10.1108/IJMF-03-2022-0103
- Shleifer, A., Vishny, R., 1997. A Survey of Corporate Governance. J. Financ. 52, 737-783.

Investigating the Impact of long-term Institutional investors on the Negative Skewness of Stock Returns

Abstract

The main purpose of this research is to investigate the effect of long-term institutional investors on the negative skewness of stock returns, which were active during the period of 2016 to 2023. The statistical sample is based on the screened criteria of 120 companies. Based on the nature and objectives of the research, this research is of the type of applied research. The model presented in this research is derived from the model presented in the article by Bankrim et al. (2023). Also, the data used in this research were collected using banks and information sources of the Tehran Stock Exchange Organization. Then, to test the linear regression, hypothesis testing was done. To analyze the information and test the hypotheses, the required information will be collected through the audited financial statements of the companies under review for a period of five years. The results of the research hypotheses test showed that the results of the logit regression analysis show that Long-term institutional investors have a negative and significant effect on the negative skewness of stock returns.

Keywords

Investors, institutional investors, skewness, negative skewness
