



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال ششم / شماره بیست‌وسوم / پائیز ۱۳۹۶

هم‌زمانی قیمت سهام و نقش سرمایه‌گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران

علی نجفی مقدم

استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد واحد تهران جنوب، تهران، ایران
AliNajafiMoghadam@gmail.Com

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۲/۰۸ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۲/۲۴

چکیده

سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان گروهی از سرمایه‌گذاران به واسطه دسترسی به منابع عظیم مالی، نقش مهمی در توسعه اقتصادی بازار سرمایه ایفای کنندویکی از سازوکارهای کنترل بیرونی موثر بر حاکمیت شرکتی، سرمایه‌گذاران نهادی هستند. ظهور سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان مالکین سرمایه اهمیت فزاینده‌ای در نظام راهبری شرکتی دارد. سهامداران نهادی دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران از طریق مالکیت به طور غیر مستقیم و مبادله سهام خود به طور مستقیم می‌باشند. بر این اساس در این مطالعه ۴۲ شرکت در فاصله سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفته‌اند (داده‌های سال ۱۳۸۸ نیز به منظور تخمین نتایج سال ۱۳۸۹ در نظر گرفته شده است). سپس در قالب مدل پنل دیتا رابطه سرمایه‌گذاران نهادی با هم‌زمانی قیمت سهام و نیز ریسک سقوط قیمت سهام بررسی شد و مشخص گردید که وجود سرمایه‌گذاران نهادی رابطه منفی و معنی‌دار با هم‌زمانی قیمت سهام و نیز ریسک سقوط قیمت سهام در بورس تهران دارد.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاران نهادی، هم‌زمانی قیمت، ریسک سقوط قیمت سهام و پنل دیتا.

۱- مقدمه

جذب سرمایه‌های کوچک و وجوه سرگردان داخلی و هدایت آنها در مسیر فعالیت‌های تولیدی و صنعتی لازمه دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی است. در همین راستا بازارهای مالی در دو شکل بازار پول و بازار سرمایه به وجود آمده‌اند که بازار پول تامین‌کننده اعتبارات کوتاه‌مدت و بازار سرمایه تامین‌کننده اعتبارات بلندمدت می‌باشد. بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یکی از ارکان بازار سرمایه امروزه به عنوان مکانی برای شکل‌دهی جریان تامین مالی و سرمایه‌گذاری، نقش عمده‌ای را در افزایش تولید کشور دارا است و از این طریق در راستای پیشرفت کشور از اهمیتی حیاتی برخوردار است. تا آنجا که گفته می‌شود، توسعه یک کشور با رونق بورس اوراق بهادار و تعداد سهامداران آن رابطه مستقیم دارد. شکل‌دهی درست این جریان توسط نیروهای موجود در بازار است. بی‌شک ارائه اطلاعات مفید و معیارهای صحیح به سرمایه‌گذاران در بورس، به طوری که مبنای صحیح برای تصمیم‌گیری صحیح آنها فراهم سازد، می‌تواند از یک سو با حفظ استمرار حضور سرمایه‌گذاران در بورس به واسطه حفظ منافع و جلوگیری از زیان دیدن آنان، موجب رونق بیشتر بورس گردد و از سوی دیگر با ایجاد زمینه‌ای برای تخصیص بهینه منابع محدود اقتصادی به طرح‌های سودآورتر، رشد و شکوفایی اقتصاد کشور را در پی داشته باشد.

در سالهای اخیر، شاهد حضور سازمانها و مؤسساتی با عنوان سرمایه‌گذاران نهادی هستیم که شامل صندوقهای بازنشستگی، بانکها و بیمه‌ها، هلدینگها، شرکتهای سرمایه‌گذاری، صندوقهای بازنشستگی، شرکتهای تامین سرمایه و صندوقهای سرمایه‌گذاری، سازمانها و نهادهای دولتی می‌باشد. سرمایه‌گذاران نهادی نقش مهمی در کارایی بازار سرمایه دارند و حضور آنها موجب کارایی و شفافیت بازار سرمایه می‌گردد. شفافیت اطلاعات مالی، همواره به عنوان یکی از مؤثرترین متغیرها در تعیین استراتژی سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی و از مهمترین دغدغه‌های سرمایه‌گذاران و از مؤثرترین عوامل در تعیین شکل ورود سرمایه‌گذاران جهت تحصیل سهام شرکتهاست. سرمایه‌گذاران جهت خرید سهام یک شرکت همواره به دنبال اطلاعاتی شفاف هستند. منبع اطلاعات یا اکثریت فعالان بازار سرمایه، گزارشهای مالی منتشره از جانب شرکتهای می‌باشد که به صورت دوره‌ای در اختیار عموم قرار می‌گیرد و مبنای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل برای خرید و فروش و سرمایه‌گذاری در بازار سهام میباشد. از دیگر سو جدایی مالکیت و مدیریت در شرکت‌های سهامی تضاد منافع بالقوه بین مدیران و سهامداران ایجاد می‌کند که این تضاد منافع تحت عنوان مشکل نمایندگی بیان می‌شود. یکی از نتایج مشکل نمایندگی این است، که بین مدیران و سهامداران شرکت عدم تقارن اطلاعات ایجاد می‌گردد و سهامداران نمی‌توانند اعمال و فعالیتهای مدیران را پیوسته مشاهده کنند. با افزایش منابع در اختیار مدیریت، میزان افراد ذینفع و در ارتباط با شرکت نیز افزایش می‌یابد که پیامد چنین شرایطی بروز تضاد منافع بیشتر است. مدیران به عنوان مسئول تهیه صورتهای مالی، همواره انگیزه دارند تا برای حفظ منافع خود به تحریف اطلاعات مالی بپردازند. از جمله اقدامات مدیران که به شفاف نبودن اطلاعات مالی منجر میشود، مدیریت یادستکاری سود است. دی جورج و همکاران (۱)، مدیریت سود را نوعی دستکاری مصنوعی سود توسط مدیریت به منظور دسترسی به سطح مورد انتظار سود برای بعضی تصمیمات خاص یا اهداف و منافع شخصی مدیران تعریف می‌کنند. به نظر ایشان در واقع انگیزه

اصلی مدیریت سود، مدیریت دیدگاه سرمایه گذاران در واحد تجاری است (مشایخی، ۱۳۸۷). در فرایند مدیریت سود، مدیران سعی میکنند اخبار منفی را در داخل شرکت انباشت کرده، آنرا افشان نکنند. هنگامی که این توده اخبار منفی انباشته به نقطه اوج خود میرسد، به یکباره وارد بازار شده، به سقوط قیمت سهام منجر میشود. بنابراین، میتوان گفت که عدم شفافیت اطلاعات مالی، ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش میدهد.

از دیگر سواستمداد بیشتر سرمایه گذار به سود شرکت وابسته به اطلاعات خاص شرکتی بیشتر است و در صورتی که ارتباط بین بازده بازار و بازده شرکت (همزمانی قیمت) پایین باشد، نشان دهنده بیشتر بودن اطلاعات خاص شرکتی است. شرکت هایی که همزمانی بازده سهام پایین را نشان می دهند در واقع بیان گر این موضوع است که قیمت ها وابستگی کمتری به حرکت بازار دارد، چون مقدار بیشتری از اطلاعات خاص شرکتی وجود دارد که فعالان بازار به آن اطمینان کنند. بنابر این حضور سرمایه گذاران نهادی و نظارت موثر آنها موجب کاهش تضاد منافع و عدم شفافیت می گردد. لذا در این پژوهش سعی بر آن است که نقش سرمایه گذاران نهادی و رابطه آن با همزمانی قیمت سهام و ریسک سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار گیرد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- مبانی نظری

سرمایه گذاران نهادی به عنوان گروهی از سرمایه گذاران به واسطه دسترسی به منابع عظیم مالی، نقش مهمی در توسعه اقتصادی بازار سرمایه ایفای کنندویکی از سازو کارهای کنترل بیرونی موثر بر حاکمیت شرکتی، سرمایه گذاران نهادی هستند. ظهور سرمایه گذاران نهادی به عنوان مالکین سرمایه اهمیت فزاینده ای در نظام راهبری شرکتی دارد. سهامداران نهادی دارای توان بالقوه تاثیرگذاری بر فعالیت های مدیران از طریق مالکیت به طور غیر مستقیم و مبادله سهام خود به طور مستقیم می باشند. این سرمایه گذاران با حضور در شرکتها اقدامات مؤثری در جهت رفع مشکلات نمایندگی میان مدیران و سهامداران انجام میدهند و با افزایش نظارت و کنترل بر فعالیت مدیران، باعث افزایش پاسخگویی مدیران نسبت به سهامداران و سایر ذینفعان شده، در نتیجه ارتقای حاکمیت شرکتی را موجب میشوند. وجود یک سیستم حاکمیت شرکتی مناسب میتواند شرکتها را در جلب اعتماد سرمایه گذاران و تشویق آنها به سرمایه گذاری یاری دهد و اجرای این اصول در سطح شرکت باعث بهبود عملکرد مالی شرکت می شود. چرا که مدیران علاقمند هستند که در راستای حداکثر کردن منافع شخصی، رفاه اجتماعی و تثبیت موقعیت شغلی خود، تصویر مطلوبی از وضعیت مالی واحد تجاری به سهامداران و سایر افراد ذینفع ارائه نمایند، لکن در برخی موارد الزاماً افزایش ثروت مدیران در راستای افزایش ثروت سایر گروهها از جمله سهامداران نیست. با در نظر گرفتن تئوری تضاد منافع میان مدیران و مالکان، مدیران واحدهای تجاری از انگیزه های لازم برای دستکاری سود به منظور حداکثر کردن منافع خود برخوردارند. مدیران بالقوه انگیزه دارند که وضعیت شرکت را مطلوب جلوه دهند و به علت اختیارات مدیریت در ارائه گزارشها، فرصت اعمال این رویه را به دست می آورند. مدیران جهت بهتر نشان دادن عملکرد خود به دنبال تحریف اطلاعات میباشند. آنان با دستکاری سود از یک طرف وضعیت شرکت را مطلوب توصیف میکنند و از طرف دیگر شفافیت اطلاعات را از بین میبرند. زمانیکه مدیران به

درستکاری سودمیردازند تبعات منفی که می‌بایست به تدریج تأثیراتی روی روند بازدهی شرکت داشته باشد، به یکباره، نمود پیدا کرده و باعث سقوط ارزش سهام شرکت می‌شود. بنابراین وجود مکانیزم‌های نظارتی و کنترلی برای حفظ منافع سهامداران ضروری است. عموماً این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود که این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند نشأت می‌گیرد. شرکت‌هایی با مالکیت نهادی بیشتر، شرکت‌هایی هستند که مدیران به صورت کاراتری تحت نظارت قرار می‌گیرند و اطلاعات بیشتری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند، بخشی از تحقیقات انجام شده در این زمینه نشان می‌دهد که مالکان نهادی، مدیریت شرکت را به تمرکز بر عملکرد اقتصادی و اجتناب از رفتارهای فرصت‌طلبانه وامیدارد. این مسئله بدین دلیل است که مالکان نهادی فرصت، منابع و توانایی نظارت بر مدیریت شرکت را دارند (مانکزومینو، ۱۹۹۵). مالکان نهادی می‌توانند از طریق نظارت مستمر و اثربخش، توانایی مدیران در مدیریت سود و درستکاری اطلاعات را محدود سازند. هرچند استفاده از این قدرت توسط مالکان نهادی تابعی از تعداد سهام تملک شده آنهاست (چانگوه‌مکاران، ۲۰۰۲).

اگر درصد سهام مالکان نهادی زیاد باشد، قابلیت فروش آن کاهش خواهد یافت (مانگ، ۱۹۹۸) و طبعاً برای مدت زمان بیشتری سهام نگهداری می‌شود. در چنین وضعیتی مالکان نهادی انگیزه بیشتری جهت جمع‌آوری اطلاعات، نظارت بر عملکرد مدیریت و ایجاد فشار جهت دستیابی به عملکرد بهتر خواهند داشت. به علاوه آنها در وضعیت فوق‌العاده سودآوری اصولی شرکت هستند و نسبت به مدیریت سود و پنهانکاری عملکرد واقعی مدیریت محتاط خواهند بود (چانگوه‌مکاران، ۲۰۰۳) در نتیجه عدم شفافیت اطلاعات، مدیریت و درستکاری سود توسط مدیران شرکت‌ها و خطر سقوط قیمت سهم کاهش می‌یابد. بنابراین حضور سرمایه‌گذاران نهادی عاملی مهم برای تصمیمات شرکتی و رفتار قیمتی سهم می‌باشد. رفتار قیمت سهم از دو عامل حرکت بازار و اطلاعات خاص شرکتی تبعیت می‌کند. حرکت بازار که متأثر از عوامل مختلف اعم از مسایل داخلی، خارجی و سیاسی و ... خواهد بود و اطلاعات خاص شرکتی که مربوط به عوامل خود شرکت است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت و اطلاعات مالی، وابسته به اطلاعات خاص شرکتی بیشتر است. (اندرسون و ژینگ، ۲۰۱۰) سهامداران که مهمترین گروه کاربران اطلاعات صورت‌های مالی هستند منافع خود را در اطلاعات شرکتی بویژه اطلاعات سود جستجو می‌کنند. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به اطلاعات شرکت بویژه سود آن، وابسته به اطلاعات خاص شرکتی بیشتر است و در صورتی که ارتباط بین بازده شرکت و بازده بازار (همزمانی قیمت) پایین باشد، نشان دهنده بیشتر بودن اطلاعات خاص شرکتی است. شرکت‌هایی که همزمانی بازده سهام پایین را نشان می‌دهند در واقع بیانگر این موضوع است که قیمت آنها وابستگی کمتری به حرکت بازار دارد چون بیشتری از اطلاعات خاص شرکتی وجود دارد که فعالان بازار به آن اطمینان کنند.

بر طبق تحقیقات جین و مایرز (۲۰۰۶) ابهام در اطلاعات، محدودیت اطلاعات و حمایت ضعیف سرمایه‌گذاران، مدیران را قادر می‌سازد تا در جریان نقدی شرکت دست ببرند و موجب بالا بودن R^2 کهنه عنوان معیار اندازه‌گیری همزمانی قیمت سهام در مدل بازار به کار می‌رود، بشوند.

همچنین بر طبق تحقیقات جین و مایرز (۲۰۰۶)، زمانی که جریان نقد شرکت کمتر از آن چیزی است که مورد انتظار سرمایه گذاران شرکت است مدیران برای حفظ موقعیت خود سعی در پنهان نمودن اخبار بد دارند، از اینرو، این اطلاعات منفی در داخل شرکت انباشته میشود. هنگامی که توده اطلاعات منفی انباشته به نقطه اوج خود میرسد، نگهداری آن برای مدت زمان طولانی تر غیرممکن و پرهزینه میشود، در نتیجه توده اطلاعات منفی به یکباره وارد بازار شده، به سقوط قیمت سهام منجر میگردد و همین امر موجب افزایش R^2 نیز می شود.

اطلاعات منتشره شده توسط هر شرکت در تعیین قیمت صحیح سهام آن شرکت اهمیت دارد. به عبارت دیگر می توان گفت که کیفیت اطلاعات منتشره توسط هر شرکت یکی از مهمترین عوامل تعیین کننده کیفیت قیمت سهام آن شرکت می باشد. به عنوان مثال شرکتی که در فرایند انتشار اطلاعات، از انتشار اخبار بد در مورد سهام خود جلوگیری می کند، باعث خواهد شد که انتظارات سرمایه گذاران به درستی شکل نگیرد و در نتیجه تقاضایی بی اساس در مورد سهام آن شرکت شکل خواهد گرفت که در نهایت باعث افزایش بی اساس قیمت سهام آن شرکت می شود. در همین راستا از دیدگاه تئوری نمایندگی که حقوق و مزایای مدیران را به سود گزارش شده مرتبط می داند، مدیران انگیزه های قوی برای پنهان کردن اخبار بدی که موجب کم شدن سود می شود، دارند. اما مسئله ای که در این میان از اهمیتی حیاتی برخوردار است، وجود یک نقطه نهایی برای عدم انتشار اخبار بد از سرمایه گذاران می باشد. با رسیدن اخبار بد به آن سطح نهایی دیگر مدیریت به دلیل عواملی نظیر هزینه بودن ای اقدام یا به طور کلی عدم توانایی مدیریت در ادامه این اقدام (نظیر تغییر مدیریت) قادر نخواهد بود که از انتشار این اخبار به بازار جلوگیری نماید. با انتشار یکباره این اخبار بد در بازار، به دلیل این که تا به حال قیمت سهام بر مبنای درستی رشد نیافته است (به علت آن که اطلاعات زیر بنای تصمیم گیری سرمایه گذاران در مورد قیمت سهام شرکت اطلاعاتی کامل و درست نبوده است) عرضه سهام افزایش می یابد و در نتیجه قیمت پیشنهادی فروش نیز به یکباره شاهد کاهشی شدید و ناگهانی خواهد بود که در ادبیات مالی از آن به عنوان ریزش قیمت سهام یاد می شود (Hutton, 2009; Jin and Myers, 2006).

۲-۲- پیشینه پژوهش

هانگ و استین (2003) در رابطه با سقوط قیمت سهام به این بحث پرداختند که ناهمگنیهای رفتاری سرمایه گذاران خوددلیلی برای سرعت بخشیدن به سقوط قیمت سهام است. مدل آنها نشان میدهد که اگر تفاوت نظر در بین سرمایه گذاران در ابتدا زیاد باشد سرمایه گذار تندرو با شنیدن کوچکترین اخبار بد نامطلوب به فروش سریع سهام خود مبادرت میورزد، و سعی میکند هرچه سریعتر از بازار خارج شود، که این حرکت در نهایت به سقوط قیمت سهام منجر میشود. به علاوه نتایج آنها اثبات میکنند که اخبار نهانی انباشته شده در شرکت در زمان تنزل بازار تمایل بیشتری به آشکار شدن پیدا میکند، که نتیجه آن تعدیل شدید و منفی بازدهی سهام است، که آنرا سقوط سهام نامیده اند. این دو محقق از سوی دیگر با این تحقیق عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران را نیز یادآور شده اند.

جین ومیرز (2006)مدلی راگسترش دادندکه بیان می نمود،عدم شفافیت اطلاعاتی به مدیران فرصت بیشتری برای پوشاندن اخباربازدینفعان شرکت میدهد .ودرنهایت زمانیکه این اخباربدانباشته شده درشرکت انتشارپیدا کند .باعثایجادیک تعدیل منفی وشدیددربازده سهام یاهمان سقوطقیمت سهام میشود . هاتن (2009) درتحقیقی به بررسی ارتباط عدم شفافیت اطلاعات وسقوطناگهانی قیمت سهام پرداخت . نتایج تحقیق نشان میدهدکه بین عدم شفافیت اطلاعات واحتمال سقوطناگهانی قیمت سهام ارتباط مثبت وجوددارد

چونگ وهمکاران (2009) شواهدی ارائه میکنند،مبنی بر این که سرمایه گذاران نهادی ازدگرگیشدن مدیریت درمدیریت اقلام تعهدی برای هموارسازی سوددرجهت دستیابی به سطح مطلوب سود،جلوگیری میکنند.

کیم وژانگ (2010)پژوهشی در موردبررسی ارتباطحسابداری محافظه کارانه باکاهش سقوط ناگهانی قیمت سهام انجام دادند. نتایج این بررسی نشان میدهدکه حسابداری محافظه کارانه مانع ازانباشته کردن اخباربد توسط مدیران میشودوارتباط منفی باعث کاهش سقوط ناگهانی قیمت میشود

مرچیکا (2010) درتحقیقی به بررسی ارتباط بین سرمایه گذاران نهادی وساختاربدیهیپرداخت،نتیجه این تحقیق نشان میدهدکه سرمایه گذاران نهادی رابطهی مستقیمی بابدیهیهای کوتاه مدت دارند .سرمایه گذاران نهادی بانظارت برمدیرانممانع ازهموارسازی سودوهمچنین ایجادبدیهیهای بلندمدت میشوند.

کالن وفانگ (2011) درتحقیقی به بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی وریش قیمت سهام شرکت پرداختند .این تحقیق دودیدگاه مخالف ازسرمایه گذاران نهادی راموردآزمون قرارمیدهد :دیدگاه نظارتی(مانیتورینگ)درمقابل سلب مالکیت .نتایج این تحقیق حاکی ازآن است که شواهدمحکمی درموردرابطه معکوس بین مالکان نهادی وریش قیمت سهام درآینده وجوددارد

نوروش،ابراهیمی کردلر (1384) به بررسی رابطه ترکیب سهامداران باتقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکردپرداخته اند.یافته های این تحقیق،نشان دادکه در شرکتهایی که مالکیت نهادی بیشتر یدارنددرمقایسه باشرکتهایی که مالکیت نهادی کمتری دارند،قیمتهای سهام،اطلاعات سودهای آتی رابیشتردربرمیگیرد .این یافته بامزیت نسبی سهامداران نهادی درجمع آوری وپردازش اطلاعات مطابقت دارد.

نتایج تحقیق مرادی(1386) ،حاکی ازآن است که تمرکزسرمایه گذاران نهادی،نقشی در ارتقای کیفیت سودندارد،بهطوری که حتی یافته های حاصل ازبرخی مدلهانشان میدهدکه تمرکزسرمایه گذاران نهادی موجب کاهش کیفیت سودنیزمیشود،امانتایج این تحقیق،بیانگر وجودی یک رابطه مثبت بین سرمایه گذاران نهادی وکیفیت سوداست

حساس یگانه ودیگران (۱۳۸۷) همچنین درتحقیقی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی وارزش شرکت راموردبحث و بررسی قرارداده اند .دراین تحقیق،نگرشهای مختلفی(فرضیه نظارت کارآمدوفرضیه همگرایی منافع)درموردسرمایه گذاران نهادی،موردآزمون قرارگرفت .به طورکلی یافته های این تحقیق، شواهدی درارتباط باتاثیرمثبت سرمایه گذاران نهادی برارزش شرکت فراهم میآوردکه موید فرضیه نظارت کارآمدبوده وبیان می دارد

که سرمایه گذاران نهادی، محرکه‌هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمیکنند را نیز دارا میباشند.

مرادزاده فرد و همکاران (1388) همچنین در حیطه پژوهشی به بررسی ارتباط بین مدیریت سود و مالکیت نهادی پرداخته است، نتایج این تحقیق نشان میدهد که بین سطح مالکیت نهادی و تمرکز آن بامدیریت سود رابطه منفی وجود دارد.

۳- روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر، توصیفی و پیمایشی و از نوع پس رویدادی و باهدف کاربردی است و جامعه آماری این پژوهش شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که اطلاعات آنها در فاصله سالهای ۱۳۹۳ - ۱۳۸۸ موجود باشد.

۴- فرضیه پژوهش

فرضیه اول این پژوهش عبارت است از "وجود سرمایه گذاران نهادی احتمال همزمانی قیمت سهام را کاهش می دهد" که مدل رگرسیونی زیر جهت آزمون فرضیه اول و بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی با همزمانی قیمت سهام به کار می رود:

$$\text{Synch}_{i,t} = \alpha_i + \eta_i + \beta_1 \cdot \text{IO}_{i,t-1} + \beta_2 \cdot \text{ROE}_{i,t} + \beta_3 \cdot \text{MTB}_{i,t-1} + \beta_4 \cdot \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_5 \cdot \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_6 \cdot \text{SKEW}_{i,t} + \beta_7 \cdot \text{kurt}_{i,t} + \beta_8 \cdot \text{vol}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$\text{Synch}_{i,t}$: متغیر وابسته همزمانی قیمت سهام شرکت i در سال مالی t می باشد.

$\text{IO}_{i,t-1}$: متغیر مستقل که نشاندهنده مالکیت نهاد ی شرکت، دربرگیرنده تعداد سهام عادی شرکت که در اختیار سرمایه گذاران نهادی شرکت i در پایان سال مالی $t-1$ قرار دارد، میباشد.

فرضیه دوم این پژوهش عبارت است از "وجود سرمایه گذاران نهادی احتمال رخ دادن سقوط قیمت سهام را کاهش میدهد"، که مدل رگرسیونی زیر جهت آزمون فرضیه دوم و بررسی ارتباط ریسک سقوط قیمت سهام و سرمایه گذاران نهادی به کار می رود:

$$\text{Crash}_{i,t} = \alpha_i + \eta_i + \beta_1 \cdot \text{IO}_{i,t-1} + \beta_2 \cdot \text{DTURN}_{i,t-1} + \beta_3 \cdot \text{NCSKEW}_{i,t-1} + \beta_4 \cdot \text{SIGMA}_{i,t-1} + \beta_5 \cdot \text{RET}_{i,t-1} + \beta_6 \cdot \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \cdot \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_8 \cdot \text{MTB}_{i,t-1} + \beta_9 \cdot \text{LEV}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$\text{crash}_{i,t}$: متغیر وابسته سقوط قیمت سهام برای شرکت i طی سال مالی t می باشد.

$IO_{i,t-1}$: متغیر مستقل که نشان‌دهنده مالکیت نهادی، دربرگیرنده تعداد سهام عادی شرکت که در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی شرکت i در پایان سال مالی $t-1$ قرار دارد، می‌باشد. برای محاسبه درصد مالکیت نهادی در شرکت، تعداد سهام مالکیت نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت، در پایان دوره تقسیم می‌شود. از دو مدل زیر جهت محاسبه سقوط (ریزش) قیمت سهام استفاده می‌گردد:

مدل اول اندازه‌گیری ریزش قیمت سهام

به منظور محاسبه ریسک سقوط قیمت سهم (CRASH) از معیار چن و همکاران (2001) استفاده می‌شود. به منظور سنجش ریسک سقوط قیمت سهام از معیار down-to-upvolatility استفاده می‌شود. شرایط up زمانی است که بازده هفتگی خاص شرکت بالاتر از میانگین سالانه آن باشد. در این صورت به ازای هر سال - شرکت انحراف معیار استاندارد بازده های هفتگی خاص شرکت طی هفته های دوره up را محاسبه می‌کنیم. اگر بازده هفتگی خاص شرکت پایین تر از میانگین سالانه آن باشد دوره مذکور down می‌باشد، انحراف معیار استاندارد بازده های هفتگی خاص شرکت را طی دوره down بررسی می‌کنیم. DUVOL الگاریتم نسبت انحراف معیار استاندارد هفته های دوره down به انحراف معیار استاندارد هفته های دوره up می‌باشد. DUVOL معیار سنجش ریسک سقوط قیمت سهم می‌باشد. هرچه مقدار آن بیشتر باشد توزیع چولگی چپ بیشتر است.

مدل دوم اندازه‌گیری ریزش قیمت سهام:

مدل دوم برای محاسبه سقوط قیمت سهام، چولگی منفی بازده هفتگی خاص شرکت است که از مدل زیر محاسبه می‌شود:

$$NCSKEW_{i,t} = -[n(n-1)^{3/2} \sum (W_{i,t} - (\sum W_{i,t}/n))^3] / [(n-1)(n-2) (\sum (W_{i,t} - (\sum W_{i,t}/n))^2)^{3/2}]$$

در رابطه فوق:

$NCSKEW_{i,t}$: چولگی منفی بازده سهام شرکت i طی سال مالی t

$W_{i,t}$: بازده هفتگی خاص شرکت i طی سال مالی t

n : تعداد مشاهدات در سال مالی t

در مدل فوق هر چه مقدار ضریب منفی چولگی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض ریزش قیمت سهام بیشتری خواهد بود و در آن n تعداد بازده هفتگی مشاهده شده برای هر شرکت در هر سال $W_{i,t}$ بازده هفتگی خاص شرکت i در سال مالی t می‌باشد که برابر است با الگاریتم طبیعی عدد یک به علاوه عدد باقیمانده‌ای که از معادله شماره (۱) به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

$$W_{i,t} = \ln(1 + \xi_{i,t})$$

$\xi_{i,t}$ باقیمانده رگرسیون از معادله شماره (۱) به ترتیب زیر می‌باشد:

$$\Gamma_{i,k,w} = \alpha_i + \beta_i \cdot \Gamma_{m,w} + \eta_i \cdot \Gamma_{k,w} + \varepsilon_{i,w} \quad \text{معادله (۱):}$$

$\Gamma_{i,k,w}$: بازده هفتگی شرکت آدر صنعت k در هفته w

$\Gamma_{m,w}$: بازده هفتگی بازار m در هفته w

$\Gamma_{k,w}$: بازده هفتگی صنعت k در هفته w

جهت محاسبه همزمانی قیمت سهام از معادله (۲) به شرح زیر استفاده می گردد:

$$\text{SYNCH}_{i,t} = \ln \left(R^2_{i,t} / (1 - R^2_{i,t}) \right) \quad \text{معادله (۲):}$$

در معادله فوق، R^2 ضریب تعیین حاصل از تغییرات دو عامل، بازده هفتگی بازار و صنعت در یکسال مالی و تأثیر آن بر بازده هفتگی سهام شرکت است و به عنوان مقیاسی جهت سنجش همزمانی قیمت سهام به کار می رود R^2 ، ضریب تعیین حاصل از معادله زیر می باشد:

$$\Gamma_{i,k,w} = \alpha_i + \beta_i \cdot \Gamma_{m,w} + \eta_i \cdot \Gamma_{k,w} + \varepsilon_{i,w}$$

$\Gamma_{i,k,w}$: بازده هفتگی شرکت آدر صنعت k در هفته w

$\Gamma_{m,w}$: بازده هفتگی بازار در هفته w

$\Gamma_{k,w}$: بازده هفتگی صنعت k در هفته w

متغیر های کنترلی پژوهش

عدم تجانس سرمایه گذاران (DTURN): عبارتست از متوسط گردش تصادفی سهام در سال مالی جاری منهای متوسط گردش تصادفی سهام در سال گذشته. متوسط گردش تصادفی سهام نیز از طریق تقسیم حجم معاملات ماهانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشر شده طی ماه به دست می آید.

اندازه شرکت (SIZE): عبارتست از لگاریتم طبیعی مجموع ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی.

بازده دارایی ها (ROA): عبارتست از نسبت سودخالص به مجموع دارایی های شرکت در پایان سال مالی.

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی.

۵- نتایج پژوهش

۵-۱- نتایج اجرای مدل فرضیه اول

بعد از اجرای این مدل و رجوع به ماتریس واریانس کواریانس مشخص می‌شود که مدل از مشکل واریانس نا همسانی رنج برده لذا سعی می‌شود که این خطا رفع گردد در نتیجه مدل نهایی به شکل زیر استخراج می‌گردد:

جدول ۱- مدل اثرات مشترک نهایی برای آزمون فرضیه اول

ارزش احتمال	آماره t	ضریب	نام متغیر
0.9100	-0.113239	-0.004873	MTB
0.8851	0.144647	0.042291	LEV
0.0000	4.266693	0.333670	SIZE
0.0281	2.213197	0.002974	ROE
0.0165	-2.419674	-0.003880	IO
0.0075	-2.705981	-1.548496	VOL
0.0697	-1.824286	-0.098193	SKEW
0.0086	-2.655221	-0.031286	KURT
0.0000	-5.902928	-5.745729	C
0.166008			ضریب تعیین
0.129349			ضریب تعیین تعدیل شده
1.939143			آماره دوربین واتسون
0.000049		4.528431	آماره F

همانطور که در جدول بالا مشخص است پروب ضرایب برآورد شده برای متغیرهای IO، ROE، SIZE، VOL و KURT در سطح اطمینان ۹۵ درصد و متغیر SKEW در سطح اطمینان ۹۳ درصد معنی دار هستند همچنین رابطه متغیرهای SIZE و ROE بامتغیر وابسته مثبت بوده و سایر متغیرها تأثیر منفی دارند. با توجه به معنی داری ضریب متغیر IO که به شکل تاخیری (با یک وقفه) در مدل وارد شده بود نتیجه می‌گیریم که فرضیه اول این تحقیق تایید می‌شود.

۵-۲- نتایج اجرای مدل فرضیه دوم

همانطور که در جدول زیر مشخص است تنها رابطه متغیرهای $NCSKEWT(-1)$ و IO ، در مدل با متغیر وابسته معنی دار است و رابطه مربوطه از نوع منفی است. سایر متغیرها در مدل معنی دار نیستند متغیر $AR(1)$ نیز جهت رفع خود همبستگی به مدل اضافه شده است.

جدول ۲- مدل اثرات مشترک نهایی برای آزمون فرضیه دوم (مدل با متغیر وابسته DUVOL)

نام متغیر	ضریب	آماره t	ارزش احتمال
NCSKEWT(-1)	-1.03E-07	-18.65794	0.0000
IO	-0.551857	-4.665456	0.0000
DTURN	-6.141558	-1.856349	0.0668
SIGMA(-1)	-12.70177	-1.202654	0.2324
RET(-1)	-177.8682	-1.372300	0.1735
ROA	0.006719	1.705822	0.0917
SIZE	-0.124191	-1.398916	0.1654
MTB	-0.044561	-1.076560	0.2847
LEV	-0.053033	-0.808276	0.4212
C	1.974948	1.294686	0.1989
AR(1)	-0.454473	-1.737817	0.0858
ضریب تعیین		0.422277	
ضریب تعیین تعدیل شده		0.355100	
آماره دوربین واتسون		2.171736	
آماره F	6.286030		0.000000

۶- نتیجه گیری و بحث

حضور سرمایه گذاران نهادی عاملی مهم برای تصمیمات شرکتی و رفتار قیمتی سهام می باشد. سرمایه گذاران برای انتخاب پرتفوی مناسبی از سهام، نیاز به اطلاعاتی برای برآورد بازده مورد انتظار و ریسک مرتبط به سهام مد نظر خود دارند. وجود اطلاعات مناسب و صحیح جهت دستیابی به این مهم امری ضروری و حیاتی است. این مسئله که تا چه حد اطلاعات شرکت از نظر کیفی واجد شرایط و مفید برای تصمیم گیری است و یا این که تا چه حد سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از این اطلاعات می توانند به آن تکیه کنند مسئله مهم و قابل بحث است. برای داشتن چنین خصوصیتی علاوه بر شناسایی اطلاعات مفید از نظر سرمایه گذاران و نحوه ارائه اطلاعات به آنان، باید به تهیه کنندگان این اطلاعات و منافع و انگیزه های آنان نیز در تهیه اطلاعات

توجه شود. به سبب وجود منافع همواره نوعی عدم تقارن اطلاعاتی بین اداره کنندگان واحدهای تجاری و سرمایه‌گذاران خارج از شرکت در مورد شرایط کنونی و چشم‌انداز آینده شرکت به وجود می‌آید، که این قضیه منجر به عدم ارزیابی درست سرمایه‌گذاران از بازده مورد انتظار و ریسک مرتبط با سهام مورد نظر خود و در نهایت گزینش نامناسب سهام خواهد شد. وجود همین منافع باعث شد که به این نکته توجه گردد که اداره کنندگان واحدهای تجاری به عنوان نمایندگان سهامداران و مالکین همواره به نفع آنان تصمیم‌گیری نمی‌کنند و احتمالاً به افزایش منفعت شخصی خود نیز تمایل دارند. در همین راستا گاهی مدیران به جهت حفظ منافع شخصی و یا حفظ منافع شرکت سعی در بالا نشان دادن عملکرد شرکت دارند. یک روش پرکاربرد برای رسیدن به این هدف، به تعویق انداختن شناسایی اخبار بد در مقابل تسریع در شناسایی اخبار خوب می‌باشد، اما همواره یک سطح نهایی برای انباشته ساختن اخبار بد در شرکت وجود دارد و با رسیدن به آن سطح نهایی به یکباره این اخبار بد منتشر خواهد شد و سرمایه‌گذاران را به تغییر در باورهای خود درباره ارزش شرکت و در نتیجه قیمت سهام آن شرکت راغب می‌سازد، که این قضیه باعث ریزش قیمت سهام شرکت می‌شود (Callen and Fang, 2011). این مسئله برای سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند برآورد مناسبی از ریسک سهام مورد نظر خود داشته باشند بسیار کلیدی است.

سرمایه‌گذاران نهادی با نظارت خود بر روی مدیریت اثر گذاشته و شفافیت اطلاعات ارائه شده را افزایش داده و از حقوق سهامداران حمایت می‌کنند. در یک محیط زارشرگی غیرشفاف، سرمایه‌گذاران قادر به شناسایی و کشف پروژه‌های زیانده شرکت نیستند. ناتوانی سرمایه‌گذاران در تمایز بین پروژه‌های سودده و زیان‌ده در مراحل اولیه آنها باعث می‌شود که پروژه‌های زیان‌ده ادامه یابد و با گذر زمان زیاندهی آنها افزایش یابد. بازده منفی این نوع پروژه‌ها در طول زمان در داخل شرکت انباشته می‌شود و هنگامی که اطلاعات مربوط به آنها افزایش می‌یابد، قیمت سهام به شدت کاهش پیدا خواهد کرد. عدم شفافیت اطلاعات باعث افزایش ریسک سقوط آتی سهم می‌شود. در شرایطی که هیچ‌گونه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران وجود ندارد، مدیران انگیزه‌ای 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 افشان کردن 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، آنها را افشان کنند.

سرمایه‌گذاران نهادی ساز و کارهای 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 با نفوذ 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 سازوکار مهم یاد می‌شود که مشکلات نمایندگی را کنترل می‌کند و حمایت از منافع سهامداران را بهبود می‌بخشد (ایزدی نیا و رستایان، ۱۳۸۹). بوهل و همکاران (۲۰۰۹)، در مقاله خود اشاره می‌کنند حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه، آنرا به سمت

کارایی پیش میبرد؛ بدین صورت که سرمایه گذاران نهادی میتوانند با تکابه نفوذ خود در بازار، به ارائه اطلاعات دقیق از سوی شرکتهای رعایت اخلاق حرفه ای نظارت کرده، دقت و صحت ارائه اطلاعات را فزونی بخشند و سقوط قیمت سهام کاهش یابد. افزایش پدیده ریزش قیمت سهام، سبب بدبینی سرمایه گذاران در مورد سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار می گردد، که این مسأله در نهایت می تواند سبب خارج ساختن منابع سرمایه گذاری توسط آنها از بورس اوراق بهادار گردد. این مسأله می تواند در نهایت به هدایت غیر صحیح جریان سرمایه گذاری و کاهش تولید کشور (که یکی از مهمترین شاخصه های توسعه یافتگی یک کشور محسوب می شود) منجر گردد. از دیگر سو همان گونه که پیشتر اشاره شد، نظارت این سرمایه گذاران موجب شفافیت اطلاعاتی بیشتر شده، اطلاعات خاص شرکتی بیشتری را نمایان می سازد و موجب می گردد وابستگی بازده شرکت به بازده بازار و صنعت (همزمانی قیمت) کاهش یابد.

لذا در این پژوهش اهمیت نقش نظارت سرمایه گذاران نهادی، جهت شفافیت اطلاعاتی بیشتر، نوسان پذیری کمتر و ریسک کمتر سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار گرفت و مشخص شد که وجود سرمایه گذاران نهادی منجر به کاهش همزمانی قیمت سهام و نیز ریسک سقوط قیمت آن در بورس تهران می شود.

فهرست منابع

- * حساسی گانه، یحیی. (1384). سرمایه گذاران نهادی. حسابدار، شماره 164، اردیبهشت 1384
- * حساسی یگانه یحیی و همکاران. (1387). رابطه بین سرمایه گداران نهادی و ارزش شرکت. بررسیهای حسابداری و حسابرسی، ش 52، تابستان 87، صص 107-122
- * مرادی، محمد. (1386). بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت سود. دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، 1386
- * مرادزاده فرد، مهدی و همکاران. (1384). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسیهای حسابداری و 98-1384، 85، حسابرسی، 55
- * نورو، ایرج و علی ابراهیمی کردلر. (1384). بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد. فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی-124، 1384، 57، 42
- * Agarwal, P. (2008). Institutional Ownership and Stock Liquidity. Working paper
- * Bushee, B. (2001). Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value?. Contemporary Accounting Research, 18(2), 207-46.
- * Callen, J. L. and X. Fang. (2011). Institutional Investors and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?.
- * Carlton, Dennis W., and Daniel Fischel, (1983). The Regulation of Insider Trading. Stanford Law Review, 35, 857-866.
- * Chen, J., H. Hong, et al. (2001). Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. Journal of financial Economics, 61(3), 345-381
- * Chung, R et al. (2009). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. available on line at www.sciencedirect.com, pp29-48.

- * Chung K. H, Elder J, Kim J. Corporate Governance and Liquidity. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009,forthcomi

یادداشت‌ها

شفافیت اطلاعات عبارت است از جریان به موقع و قابل اتکای اطلاعات اقتصادی، مالی، اجتماعی و سیاسی که در دسترس همه ذینفعان قرار می‌گیرد.