

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی

سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۶)، زمستان ۱۳۸۹

تاریخ وصول: ۱۳۸۸/۱۱/۲۱

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۸/۴۲

صص ۱۷۲-۱۵۹

بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار تهران

حسین فخاری* و عصمت السادات طاهری**^۱

* استادیار دانشگاه مازندران، گروه حسابداری.

** کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه آزاد بابل

چکیده

نوسان پذیری بازده سهام^۲ و عوامل مؤثر بر آن از موضوعهای بحث برانگیز در تحقیقات امور مالی است. سرمایه‌گذاران نهادی^۳ به عنوان گروهی از سرمایه‌گذاران به واسطه دسترسی به منابع عظیم مالی، نقش مهمی در توسعه اقتصادی بازار سرمایه ایفا می‌کنند. بر همین مبنای، مطالعه در خصوص نقش سرمایه‌گذاران نهادی در نوسان پذیری بازده سهام از اهمیت زیادی برخوردار است. تحقیق حاضر به دنبال یافتن شواهدی در خصوص ارتباط بین سرمایه‌گذاران نهادی در نوسان پذیری بازده سهام است. این نقش بر مبنای دو تئوری نظارت کارآمد و همگرایی منافع قابل بررسی است که تحقیق مذکور به دنبال آزمون این تئوری‌ها در بازار سرمایه ایران است. این تحقیق، از نوع مطالعه توصیفی همبستگی مبتنی بر داده‌های مقطعی است، که ۱۲۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال مالی ۱۳۸۷ به عنوان نمونه انتخاب گردیده‌اند. برای آزمون این ارتباط، از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. یافته‌ها 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

Email: eto.8484@yahoo.com

۱- نویسنده مسؤول

2 . Institutional Investors.

3 . Stock Return Volatility.

بازده سهام کاسته می‌شود. این یافته‌ها می‌تواند برای سیاست‌گذاران بازار سرمایه در تدوین مقررات برای استقرار و تقویت نقش سهامداران نهادی (در حاکمیت شرکتی) مفید بوده، همچنین برای سرمایه‌گذاران در ارائه مبنایی برای کاهش ریسک نوسان پذیری بازده سرمایه‌گذاری سودمند باشد.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاران نهادی، نوسان پذیری بازده سهام، فرضیه نظارت کارآمد، فرضیه همگرایی منافع.

مقدمه

نوسان پذیری بازده سهام، یکی از موضوع‌های بحث برانگیز مالی است که در سال‌های اخیر مورد توجه محققان بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است [۱۴]. دلیل این گرایش به ارتباط بین نوسان پذیری قیمت و به تبع آن بازده و تأثیر آن بر عملکرد بخش مالی و همچنین کل اقتصاد برمی‌گردد. از طرف دیگر، فایده مندی مطالعه نوسان پذیری بازده سهام از طرف سرمایه‌گذاران از این جهت است که آنها نوسان پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند و همچنین خطی مشی‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند از این معیار به عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب پذیری بازار سهام استفاده نمایند [۲۴]. از این رو، مطالعه و بررسی عوامل مؤثر بر نوسان پذیری بازده سهام می‌تواند در اتخاذ بسیاری از تصمیمات بازار سرمایه مفید و راه‌گشا بوده، نتیجه آن برای فعالان بورس اعم از نهادهای مالی، مدیران شرکت‌ها، ناظران سیستم‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاران عادی قابل استفاده باشد. از طرف دیگر، امروزه نقش سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان واسطه انتقال وجوه و پس‌اندازها به بازار سرمایه و مدیریت منابع در بازارهای مالی سایر کشورها روز به روز اهمیت بیشتری پیدا کرده است، به طوری که افزایش معاملات سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای جهانی سهام از اواخر دهه ۱۹۸۰، منجر به افزایش توجه محققان مالی به

بررسی تأثیر این نهادها بر تغییرات قیمت سهام شده است؛ به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان به عنوان گروهی از سهامداران شرکت تلقی کرد که بر تغییرات قیمت و متعاقباً نوسان بازده سهام نقش دارند.

در خصوص ارتباط میان سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام نظریات متفاوتی وجود دارد. شماری از محققان معتقدند که سرمایه‌گذاران نهادی به صورت توده وار رفتار می‌کنند و تمایل دارند از استراتژی بازخورد مثبت معامله استفاده نمایند. از این رو، عملکرد آنها می‌تواند به خود همبستگی و بی‌ثباتی قیمت سهام منجر شود؛ به طوری که با وجود این نوع از سرمایه‌گذاران، نوسان پذیری بازده سهام قابل مشاهده است [۲۱]. این دیدگاه بر مبنای نظریه همگرایی منافع قابل توجیه است؛ بدان معنی که سرمایه‌گذاران نهادی با مدیران به دلیل منافع مشترک همسو شده، باعث بی‌ثباتی قیمت‌های سهام می‌شوند. در مقابل، گروه دیگر معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران آگاهی هستند که با اطلاعات جدید و بموقع قیمت سهام را تنظیم کرده، از نوسان پذیری بازده سهام می‌کاهند، لذا وجود این سرمایه‌گذاران باعث کارتر شدن بازار سهام می‌گردد [۳].

این محققان همچنین معتقدند که دو عامل تأثیرگذار در تغییر قیمت سهام، میزان اطلاعات در دسترس و نوع پاسخگویی سهامداران به اطلاعات

نوظهور ایران باشد. این پژوهش در ادامه به ادبیات و مبنای تئوریک پرداخته، پس از طرح فرضیه و متغیرهای تحقیق به تجزیه و تحلیل یافته‌ها می‌پردازد.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

عدم تقارن اطلاعاتی^۲ و تئوری نمایندگی^۳ دو تئوری هستند که در پیوند با لزوم استقرار حاکمیت شرکتی^۴ در شرکت‌ها استفاده می‌شوند. سهامداران نهادی به عنوان یکی از عوامل خارجی نظام حاکمیت شرکتی نقش مهمی در رفع عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی دارند. موضوع سهامداران نهادی همچنان که در بخش قبلی ذکر گردید، از دو نظر قابل طرح است: ۱- مفهوم نظارت کارآمد و ۲- مفهوم همگرایی منافع. این دو مفهوم در توجیه نتایج به دست آمده از تحقیقات زیادی است که در مورد سهامداران نهادی انجام شده است؛ به گونه ای که از منظر نظارت کارآمد، وجود سهامداران نهادی به استقرار نظام حاکمیت شرکتی منجر شده، از هزینه نمایندگی می‌کاهد. در ضمن، کاهش نوسان پذیری بازده سهام و فرض وجود رابطه معکوس بین سهامداران نهادی و نوسان پذیری قابل درک است.

بوهل و همکاران [۴]، در مقاله خود اشاره می‌کنند حضور سرمایه گذاران نهادی در بازار سرمایه، آن را به سمت کارایی پیش می‌برد؛ بدین صورت که سرمایه گذاران نهادی می‌توانند با اتکا به نفوذ خود در بازار، به ارائه اطلاعات دقیق از سوی شرکت‌ها و رعایت اخلاق حرفه ای نظارت کرده، دقت و صحت

است. وجود سرمایه گذاران نهادی مکانیسم معتبری به منظور انتقال اطلاعات به بازارهای مالی یا به دیگر سهامداران فراهم می‌آورد. در همین راستا، بوهل و همکاران [۳]، بیان می‌دارند که سرمایه گذاران نهادی یکی از بازیگران اصلی در بازار سرمایه هستند که استفاده آنها از توانایی‌هایشان تابعی از میزان سرمایه گذاری آنهاست. لذا میزان مالکیت نهادی این سرمایه گذاران می‌تواند با نوسان پذیری بازده سهام در ارتباط باشد. از این رو، این محققان بیان می‌دارند سرمایه گذاران نهادی با پیاده سازی حاکمیت شرکتی، شفافیت اطلاعاتی را افزایش داده، از عدم تقارن اطلاعاتی می‌کاهند و این عمل موجب تقویت کارایی بازار سرمایه می‌شود؛ به طوری که انتظار می‌رود نوسان پذیری بازده سهام کاهش یافته، سبب ایجاد بازاری جذاب و مطمئن برای سرمایه گذاران جدید شود. آنها همچنین اظهار می‌کنند وجود سرمایه گذار نهادی سبب فراهم شدن فرصت‌های مناسب سودآوری برای سرمایه گذاران موجود می‌شود و گسترش نقد شودگی و عمق بازار و شفافیت قیمت‌ها و در نهایت افزایش بهره‌وری و بهبود سطح رفاه اجتماعی را به دنبال خواهد داشت.

در راستای چنین مفروضاتی، تحقیق حاضر درصدد بررسی ارتباط میان سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که فرضیه نظارت کارآمد در توجیه حضور سرمایه گذاران نهادی در بازار سرمایه ایران و نقش آنها در کاهش نوسانهای بازده سهام قابل کاربرد است. این یافته‌ها می‌تواند تأکید مجددی بر لزوم استقرار و تقویت نظام حاکمیت شرکتی در بازار

2 . Information Asymmetry Theory.

3 . Agency Theory.

4 . Corporate Governance.

1- bohl

سرمایه‌گذاری نهادی آگاهانه تر و به خصوص سرمایه‌گذاری آنها در سهام‌های بزرگ حاوی اطلاعات بیشتری است و سرعت تنظیم قیمت سهام با حضور سرمایه‌گذاران نهادی افزایش می‌یابد.

بوهل و همکاران [۳]، درباره رابطه میان سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام تحقیق کردند. یافته‌های آنها حاکی از آن است افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی اثر ثابت‌کنندگی بر نوسان‌پذیری بازده سهام دارد، چرا که آنان قیمت سهام را به سرعت با اطلاعات جدید تنظیم کرده، باعث کارآتر شدن بازار سهام می‌گردند. کمپل و همکاران [۸]، در تحقیقی به بررسی سرمایه‌گذاران نهادی، بازده سهام و اعلان سود پرداختند. یافته‌های پژوهش این محققان حاکی از آن است تغییرات در دارایی‌های سهام نهادی به صورت متوالی و مثبتی با بازده سهام آینده همبسته است. تی‌سای [۲۳]، در مطالعه خود موضوع مالکیت نهادی و بازده سهام را بررسی نمود. نتایج این بررسی نشان می‌دهد شرکت‌هایی با مالکیت نهادی بیشتر، شرکت‌هایی هستند که مدیران به صورت کارآتری تحت نظارت قرار می‌گیرند و اطلاعات بیشتری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند. بوهل و سینزکی [۲]، در مطالعه خود این موضوع را مورد تحقیق قرار دادند که آیا سرمایه‌گذاران نهادی باعث بی‌ثباتی قیمت‌های سهام می‌شوند؟ نتایج تحقیقات آنها نشان می‌دهد که وقتی سرمایه‌گذاران نهادی سهامداران عمده شرکت می‌شوند، نوسان‌پذیری بازده سهام سقوط می‌کند. تحقیق اوساجی و همکارانش [۲۰] نیز نشان می‌دهد شرکت‌هایی که در آنها مالکان نهادی مشارکت بیشتری دارند، قیمت سهامشان نسبت به شرکت‌هایی با مالکیت کمتر بالاتر است، از این رو، بالا بودن

ارائه اطلاعات را فزونی بخشند. بوشی [۵]، اظهار می‌کند سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع‌آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت، آشکارا بر شرکت نظارت می‌کنند.

از دیدگاه استاپلدان [۲۲]، سرمایه‌گذاران نهادی جایگاه توانمندی در حاکمیت شرکتی دارند؛ به طوری که می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت موثری داشته باشند. میترا [۱۸]، بیان می‌دارد سرمایه‌گذاران نهادی کیفیت حاکمیت شرکتی را افزایش می‌دهند. وجود سیستم حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها، افزایش شفافیت اطلاعاتی را به دنبال دارد که این به نوبه خود در کارایی بازار سرمایه نقش مهمی ایفا می‌کند و در صورت کارا بودن بورس، هم قیمت اوراق به‌درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه که مهمترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است، به صورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود.

گامپرز و متریک [۱۰]، در مطالعات خود اشاره می‌کنند سرمایه‌گذاران نهادی، قیمت‌های سهام را به سمت ارزش‌های ذاتی آن هدایت می‌کنند که این خود گامی در جهت کارآتر کردن بازار سرمایه است. مایکل فلدر [۱۶] معتقد است نوسان‌پذیری بازده سهام در بورس سهام بازارهای نوظهور در مقایسه با بازارهای کامل بیشتر است. علت این موضوع ممکن است به دلیل این واقعیت باشد که در بازارهای تکامل یافته، شبکه‌های اطلاعاتی کارآمدی وجود دارد و هرگز این امکان به وجود نمی‌آید تا اطلاعات تا حدی جمع شوند که اثر درخور توجهی بر بازار بگذارند. لی و همکارانش [۱۳]، در مطالعات خود عنوان کرده‌اند سرمایه‌گذاران عادی معتقدند رفتار

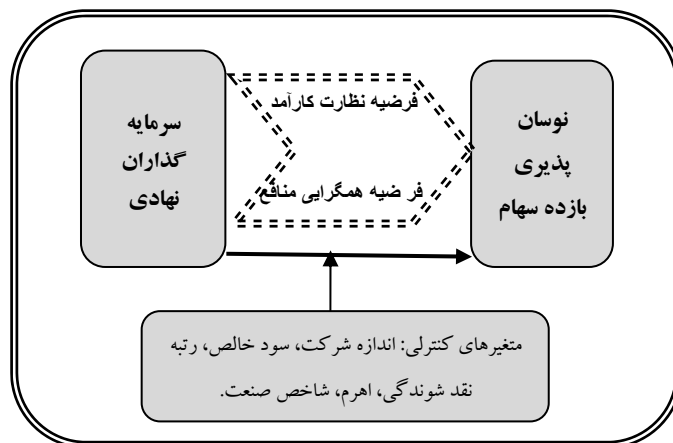
مطالعه قرار دادند که آیا این تأثیر بر نوسان پذیری بازده شرکت ارتباط دارد یا خیر؟ نتایج پژوهش آنها حاکی از آن است شرکت‌هایی که از کیفیت افشاگری بالا و مالکیت سرمایه گذاری نهادی بیشتری برخوردارند، نوسان پذیری بازده سهام بیشتر و مستمری را تجربه می‌کنند.

بر اساس ادبیات تحقیق، این پژوهش درصدد پاسخگویی به این مسأله است که آیا رابطه معنی داری میان سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام در بازار نوظهور سرمایه ایران وجود دارد یا خیر؟

چارچوب نظری تحقیق بر اساس فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع به صورت شکل زیر قابل تبیین است:

مالکیت نهادی برای شرکت‌ها ارزش محسوب می‌شود.

از سوی دیگر، مفهوم همگرایی منافع نیز طیف دیگری از تحقیقات را در مورد پیامدهای حضور سهامداران نهادی به دنبال داشته است. از جمله این محققان، می‌توان به گوین و چن [۱۹] اشاره کرد که، به تحقیق در مورد رفتار توده ای سرمایه گذاران نهادی و تأثیر آن بر قیمت سهام پرداختند. آنها دلیل این بررسی را به این موضوع ارتباط دادند که وقتی سرمایه گذاران نهادی بازیگران اصلی بازار سرمایه می‌شوند، انجام رفتار توده وار از طرف آنها ممکن است باعث بی ثباتی قیمت سهام و در نتیجه نوسان بازده شود. همچنین بوش و نو [۶]، در تحقیقی به بررسی تأثیر فعالیت‌های افشا سازی بر مالکیت سرمایه گذاران نهادی پرداختند و این موضوع را مورد



شکل ۱. چارچوب نظری تحقیق

تئوری‌های مربوط در توجیه سرمایه گذاران نهادی در بازار نوظهور ایران قابل کاربرد است. لذا فرضیه تحقیق به صورت زیر بیان می‌شود:

« بین سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام ارتباط معنی داری وجود دارد.»

فرضیه تحقیق

با توجه به چارچوب نظری فوق، این تحقیق با ایده گیری از پژوهش بوهل و همکاران [۳] در بازار سرمایه نوظهور ایران انجام گردیده است. این تحقیق درصدد بررسی این موضوع است که کدام یک از

روش تحقیق

تحقیق حاضر از نوع توصیفی-همبستگی مبتنی بر تحلیل داده‌های مقطعی^۱ است و از حیث هدف کاربردی است. آزمون و تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره و در محیط نرم افزاری Eviews انجام شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق حاضر، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که در سال ۱۳۸۷ در فهرست شرکتهای بورس قرار گرفته اند. این نمونه‌ها شامل شرکتهایی است که دارای ویژگیهای زیر باشند: ۱- شرکت‌های مورد نظر از ابتدا تا انتهای سال ۱۳۸۷ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند؛ ۲- پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند باشد؛ ۳- در دوره مورد بررسی توقف عملیات یا تغییر در دوره مالی نداشته باشند؛ ۴- صورت‌های مالی آنها در سال ۱۳۸۷ توسط سازمان بورس اوراق بهادار منتشر شده باشد؛ ۵- داده‌های مورد نظر آنها در دسترس باشد؛ ۶- حداقل ۱۰۰ روز از سال مورد معامله قرار گرفته باشند. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده تعداد ۱۲۱ شرکت انتخاب شدند که اطلاعات مربوط به آنها از سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار ره آورد نوین جمع آوری شده است.

روش گردآوری داده‌ها

در این تحقیق برای جمع آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه ای استفاده شده است.

همچنین مبانی نظری تحقیق از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری گردیده است.

متغیرهای تحقیق

متغیرهای تحقیق شامل متغیر وابسته، مستقل و کنترلی هستند.

متغیر وابسته:

نوسان پذیری بازده سهام، متغیر وابسته است که برای برآورد آن از مدل خود رگرسیون ناهمسان واریانس شرطی موسوم به $GARCH^2(p,q)$ استفاده شده است. علت استفاده از این روش، این است که تغییر نوسانات در بازارهای مالی به نوعی نشان دهنده ناهمسانی واریانس در یک دوره زمانی است. اگر داده‌های بازده یک شرکت در دسترس باشد، در آن صورت انحراف معیار این بازده نشان دهنده سطح ریسک سهام خواهد بود. طبیعی است که ریسک سهام در طول زمان تغییر خواهد کرد. بنابراین، واریانس جملات خطای میانگین شرطی بازده سهام، که نشان دهنده میزان نوسانات هستند، تغییر خواهد کرد. در نتیجه، در طول زمان مواجهه با ناهمسانی واریانس اجتناب ناپذیر است. برای حل این مشکل، روشهای مختلفی وجود دارد. یکی از این روش‌ها، تخمین نوسان پذیری به صورت شرطی از روی مشاهدات گذشته است. این روش که توسط انگل^۳ در سال ۱۹۸۲ مطرح شده است، مدل خود رگرسیونی ناهمسان واریانس شرطی، موسوم به آرچ است. مدل گارچ که تعمیم مدل آرچ است، توسط بولرسلو^۴ در

2. Generalized Auto Regressive Conditional Heteroscedasticity.

3. Engel.

4. Bolerslove.

1. Cross- Sectional.

جزو این گروه از سرمایه گذاران محسوب می‌شوند. لذا با بررسی یادداشت‌های همراه در صورت‌های مالی، درصد مالکیت این سرمایه گذاران از سهام شرکت مشخص گردیده است.

همچنین در این تحقیق، از متغیرهای کنترلی به منظور یکسان سازی شرکتها از نظر سایر عوامل تاثیرگذار استفاده شده است. این متغیرها شامل اندازه شرکت، سود خالص، اهرم، رتبه نقد شوندگی و شاخص صنعت هستند.

اندازه شرکت تعیین کننده حجم و گستردگی فعالیت شرکت است. شرکت‌های بزرگتر به دلیل ارتباط بیشتر با ذینفعان و مکانیزم‌های کنترلی بیشتر، از ریسک تجاری کمتری برخوردارند. تحقیقی که توسط لداکیس [۱۴]، انجام شد، نشان می‌دهد رابطه معکوس میان اندازه شرکت و بازده سهام به طور عمده در شرکت‌های کوچک و با نسبت‌های بدهی بزرگ وجود دارد. با توجه به وجود تورم بالا در ایران، ارقام مربوط به فروش، اطلاعات مرتبط تری را ارائه می‌دهند و در نتیجه، انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگتر نوسان بازده کمتری داشته باشند. در این تحقیق، به منظور برآورد اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی فروش در پایان سال مالی شرکت استفاده شده است.

سود خالص از مهمترین اقلام اطلاعاتی حسابداری برای تفسیر وضعیت یک واحد اقتصادی به شمار می‌رود. سود خالص گزارش شده، حاوی اطلاعاتی است که با ارزش گذاری قیمت سهام شرکت‌ها مربوط است [۱۱]. از این رو می‌تواند رابطه معناداری با نوسان پذیری بازده سهام داشته باشد.

مفهوم اهرم از مهمترین مفاهیم مالی است. فلنری و رانگان [۹]، در تحقیق خود به شواهدی دست یافتند

سال ۱۹۸۶ معرفی شد. وی مدل $GARCH(p,q)$ یا $ARCH(p,q)$ تعمیم یافته را مطرح نمود که در این مدل هر دو جزء خود رگرسیون و میانگین متحرک در معادله واریانس شرطی وارد می‌شوند. در این پژوهش برای تخمین نوسان پذیری بازده سهام از مدل $GARCH(1,1)$ به دلیل قدرت بالای آن استفاده شده است، که در آن p و q با مقداری مساوی یک، بیانگر جزء خود رگرسیون مرتبه اول و میانگین متحرک مرتبه اول هستند [۱]. مدل خود رگرسیونی ناهمسان شرطی موسوم به گارچ، مدلی است که با استفاده از واریانس‌های گذشته، واریانس‌های آینده را توضیح می‌دهد. بدین ترتیب، واریانس شرطی بازده روزانه سهام ۱۲۱ شرکت در طول سال ۱۳۸۷ به طور جداگانه توسط این مدل محاسبه شده، در نهایت، برای برآورد نوسان پذیری بازده سهام هر یک از شرکت‌ها در طول سال مورد نظر از واریانس‌های شرطی آنها میانگین گرفته می‌شود، که مستلزم محاسبات زیادی است و این خود دلیلی بر استفاده از مطالعه مقطعی در این تحقیق بوده است.

متغیرهای مستقل

سرمایه گذاران نهادی در این تحقیق به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده اند. مطابق با تعریف بوش [۵]، سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه گذاری و... هستند که حجم بزرگی از عملیات آنها به معامله سهامشان برمی‌گردد. علاوه بر این، مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده ۱ قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، از سرمایه گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز

دریافت است). در این پژوهش از رتبه نقد شونددگی به عنوان یکی از متغیرهای کنترلی مؤثر بر نوسان پذیری بازده سهام استفاده شده است.

مدل تحقیق

براساس توضیحات فوق مدل تحقیق به شکل

زیر ارائه می‌شود:

$$SRV = \beta_1 IO + \beta_2 FS + \beta_3 LR + \beta_4 NI + \beta_5 II + \beta_6 Lv + e_i$$

که در این مدل:

SRV مؤید نوسان پذیری بازده سهام شرکت

است. IO: درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی؛ FS:

اندازه شرکت؛ LR: رتبه نقد شونددگی؛ NI: سود

خالص؛ II: شاخص صنعت؛ Lv: اهرم؛ β_i ضریب

ثابت متغیر و e_i : اضافات مجاز هستند.

یافته‌های تحقیق:

آمار توصیفی

نگاره شماره (۱) حاوی آمار توصیفی متغیرهای

مورد آزمون است. نکته قابل توجه در این نگاره

پراکندگی بسیار بالای متغیرهای تحقیق است که

ستون آخر نگاره، گواه بر این مطلب است.

که نشان می‌دهد نوسانهای قیمت سهام دارای ارتباط معنی داری با نسبت‌های بدهی است. در این تحقیق، از نسبت کل بدهی به کل دارایی به عنوان شاخص اهرم استفاده شده است.

از آنجایی که نوسان پذیری بازده سهام تحت تأثیر نوع صنعت است، لذا برای بررسی اثر نوع صنعت بر نوسان پذیری بازده سهام از شاخص صنعت استفاده شده است. تحقیقات نشان داده اند تغییرات بازده با عامل صنعت در ارتباط است و بازده سهام از عامل نوع صنعت تأثیر می‌پذیرد [۷].

میرالز [۱۷]، معتقد است نقد شونددگی بر قیمت

سهام تأثیر دارد. این عامل بر بازده دارایی مؤثر بوده،

از جمله مواردی است که سرمایه گذاران همواره آن

را مد نظر قرار می‌دهند. نقد شونددگی سهام، بیانگر

وضعیت کلی محیط سرمایه گذاری است و یکی از

شاخص‌های کلان تلقی می‌شود. رتبه نقد شونددگی

عددی است که میزان نقد شدن یک سهم در بازار را

نشان می‌دهد. برای محاسبه این نسبت از مقادیری

همچون تعداد خریداران، تعداد دفعات سهام معامله

شده، تعداد روزهای سهام معامله شده، تعداد

شرکت‌ها، حجم معاملات طی دوره و تعداد سهام

معامله شده در طی دوره و میزان ارزش روز استفاده

می‌شود (که داده‌های مربوط از فایل‌های بورس قابل

نگاره ۱. آمار توصیفی

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
SRV	۱۲۱	۲۱۵/۰۵	۳۴/۸۲	۰/۱۳	۲۹۰۵/۵	۴۱۹/۵۵
IO	۱۲۱	۷۷/۷۴	۸۰/۱۰	۲۹/۶۸	۹۵	۱۲/۵۹
NI	۱۲۱	۱۱/۶۲	۱۱/۴۶	۶/۰۷	۱۶/۲۲	۱/۷۹
II	۱۲۱	۲۹۴۸/۵	۵۱۰/۰۱	۵۰/۳۲	۲۳۶۶۹	۵۹۵۸/۶۳
FS	۱۲۱	۱۳/۵۸	۱۳/۲۹	۱۰/۲۶	۱۸/۵۵	۱/۶۷
LR	۱۲۱	۶۶/۰۵	۶۶/۹۱	۱۰/۲۰	۱۱۶/۴۱	۲۱/۶۱
LV	۱۲۱	۰/۶۲	۰/۶۳	۰/۱۳	۰/۹۸	۰/۱۷

مأخذ: محاسبات محقق

آن است. از این رو، می توان گفت شرکت های نمونه از نظر اندازه (بر مبنای فروش) دارای تفاوت قابل ملاحظه ای نیستند.

متغیر توضیحی LR دارای مقدار میانگین ۶۶/۰۵ و میانه ۶۶/۹۱ است که انحراف معیار آن برابر ۲۱/۶۱ است و حداقل و حداکثر مقدار این متغیر به ترتیب برابر ۱۰/۲ و ۱۱۶/۴۱ است. این کمیت‌ها نشان می‌دهند شرکت‌های مورد بررسی از نظر میزان نقد شوندگی سهامشان در یک وضعیت نزدیک به هم به سر می‌برند.

متغیر توضیحی LV دارای میانگین ۰/۶۲ و میانه ۰/۶۳ است که حداقل مقدار آن ۰/۱۳ و حداکثر آن ۰/۹۸ و انحراف معیار آن برابر با ۰/۱۷۵ است. با استناد به این کمیت‌های آماری می‌توان گفت شرکت‌های انتخابی تقریباً در یک طیف پیوسته از نسبت‌های بدهی قرار دارند.

یافته‌ها و تجزیه و تحلیل نتایج

آزمون فرضیه تحقیق که به صورت مطالعه مقطعی با استفاده از مدل رگرسیون انجام شده، نشان داد، داده‌ها دارای ناهمسانی واریانس هستند که معمولاً در مطالعات مقطعی مشاهده می‌شوند. به منظور تشخیص ناهمسانی واریانس از آزمون گلد-فیلد کوانت^۱ استفاده شده و پس از اطمینان از وجود ناهمسانی واریانس در جزء اخلاص از روش حداقل مربعات وزنی (WLS) برای آزمون فرضیه استفاده شده است. آزمون سایر فرضیات مدل رگرسیون، همچون آزمون نرمال بودن واریانس بازده و عدم خود همبستگی نشان می‌دهد که توزیع خطاهای واریانس

با استناد به جدول فوق متغیر وابسته SRV میانگین ۲۱۵/۰۵، میانه ۳۴/۸۲، دارای حداقل مقدار ۰/۱۳ و حداکثر مقدار ۲۹۰۵/۵ است که انحراف معیاری به اندازه ۴۱۹/۵۵ دارد. تفاوت در مقادیر حداقل و حداکثر نوسان پذیری را می‌توان به تفاوت بازدهی شرکت‌ها و در نتیجه عملکرد آنها در بازار سرمایه مربوط دانست. همچنین متغیر مستقل IO میانگینی برابر ۷۷/۷۴ و میانه ای با مقدار ۸۰/۱۰ دارد که حداقل مقدار این متغیر ۲۹/۶۸ و حداکثر آن ۹۵ و انحراف معیار آن ۱۲/۵۹ است. و این بیانگر این مطلب است که شرکت‌های موجود در نمونه درصد بالایی از سرمایه گذاران نهادی را در اختیار دارند.

NI متغیر توضیحی دیگری است که میانگین آن مساوی ۱۱/۶۲ و میانه ای برابر ۱۱/۴۶ دارد. مقدار انحراف معیار آن ۱/۷۹ بوده، حداقل و حداکثر مقدار آن به ترتیب برابر با ۶/۰۷ و ۱۶/۲۲ است. و این موید این مطلب است که سود خالص شرکت‌های نمونه از تفاوت نسبی برخوردارند، که این اختلاف با توجه به متفاوت بودن سطح بازدهی شرکت‌ها طبیعی به نظر می‌رسد.

متغیر II دارای میانگین ۲۹۴۸/۵ و میانه ای مساوی با ۵۱۰/۰۱ است. که حداقل مقدار آن برابر با ۵۰/۳۲ و حداکثر آن مساوی با ۲۳۶۶۹ و انحراف معیار آن ۵۹۵۸/۶۳ است. با توجه به این کمیت‌ها تفاوت در داده‌های شاخص صنعت مشهود است. دلیل این اختلاف را می‌توان به معیار بررسی عملکرد و فعالیت هر گروه صنعتی نسبت داد که با توجه به تفکیک صنایع مقادیر متفاوتی دارند.

متغیر توضیحی FS با میانگینی برابر ۱۳/۵۷ دارای مقدار میانه ۱۳/۲۸ است. همچنین انحراف معیار متغیر ۱/۶۷، با حداقل مقدار ۱۰/۲۶ و حداکثر مقدار ۱۸/۵۵

1 Gold field-quantdt

بازده از توزیع نرمال برخوردار بوده، $DW=1.96$ نشان‌دهنده عدم همبستگی بین خطاهای باقی مانده مدل است. همچنین، همبستگی کم بین متغیرها بیانگر نبود هم خطی بین متغیرها است.

نگاره ۲، نتایج آزمون فرضیه تحقیق بر مبنای حداقل مربعات وزنی را نشان می‌دهد. این نتایج بیانگر ارتباط معکوس بین سرمایه گذران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام است که تایید کننده فرضیه نظارت کارآمد در توجیه رفتار سرمایه گذاران نهادی در شرکت‌های ایرانی است. بدین ترتیب، با افزایش مالکیت سرمایه گذاران نهادی در شرکت‌ها و به دنبال آن، افزایش نظارت آنها بر عملکرد شرکت، نوسان پذیری بازده سهام کاهش می‌یابد. همان‌طور که در جدول ملاحظه می‌شود، ضریب IO (مالکیت نهادی) برابر با $-18/07$ بوده، احتمال خطای آن در مدل

$0/05 < 0/03$ است. این ضریب نشان می‌دهد وقتی مالکیت نهادی در شرکت یک واحد افزایش یابد، با شرط ثابت ماندن سایر عوامل، نوسان پذیری بازده سهام $18/07$ واحد کاهش می‌یابد. بنابراین، در سطح خطای کمتر از ۵ درصد این ضریب در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵٪ قابل قبول است. همچنین، با توجه به نتایج موجود در نگاره ۲ این موضوع قابل تشخیص است که متغیرهای اندازه شرکت، سود خالص و رتبه نقد شوندگی با سطح خطای صفر در سطح اطمینان ۹۹٪ با نوسان پذیری بازده سهام رابطه معناداری دارند، و در حالی که متغیرهای اهرم و شاخص صنعت با توجه به سطح خطای بالاتر از $0/05$ ، دارای رابطه معنی دار با نوسان پذیری بازده سهام نیستند، می‌توان این عدم ارتباط معنی دار را به ساختار تأمین مالی شرکتها و مقطعی بودن مطالعه، مربوط دانست.

نگاره ۲. نتایج حاصل از مدل رگرسیونی چندگانه تحقیق

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
IO	-۱۸/۰۷	-۲/۱۹	۰/۰۳
FS	-۱۸۴/۴۷	-۳/۱۷	۰
II	-۰/۰۱	-۱/۳۱	۰/۱۹
LV	-۱۳۴/۱۳	-۰/۳۱	۰/۷۴
LR	۲۹/۰۷	۷/۸۸	۰
NI	۳۰۱/۲۹	۴/۲۹	۰
آماره F	۱۷۵/۰۲	F آماره	۰
R ²	۰/۸۸	Ajd-R ²	۰/۸۷

مأخذ: محاسبات محقق

در نهایت، نتایج حاصل از رگرسیون که در نگاره فوق ارائه شده است، نشان می‌دهد آماره F در سطح خطای صفر، با سطح معنی داری ۹۹ درصد و با مقدار $175/02$ معنادار است. همچنین، ضریب تعیین

تعدیل شده برابر با $0/87$ است. این مقدار نشان می‌دهد متغیرهای توضیحی موجود در مدل توانسته‌اند تا حدود ۸۷ درصد نوسان پذیری بازده سهام را توضیح دهند. بنابراین، با توجه به این سطح

۴. به منظور محاسبه واریانس شرطی بازدهها روزهای فعالیت شرکت‌ها یکسان نبوده است که از ۹۵ روز فعالیت تا ۲۱۸ روز در نوسان بوده است.

پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی:

با توجه به مطالعات صورت گرفته در زمینه نوسان پذیری بازده سهام و نیازمندی های فعلی بازار سرمایه پیشنهادهای ذیل برای انجام تحقیقات آتی توصیه می گردد:

۱. بررسی رابطه میان کیفیت افشای اطلاعاتی و نوسان پذیری بازده سهام؛
۲. بررسی تاثیر معیار نوسان پذیری بازده سهام در تصمیم گیری سرمایه گذاران؛
۳. بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر نوسان پذیری بازده سهام؛
۴. مطالعه مذکور به صورت تحلیل داده‌های ترکیبی.

نتیجه گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه با استفاده از اطلاعات مربوط به شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال ۱۳۸۷ نشان می دهد که میان سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام رابطه معکوس معناداری وجود دارد. با توجه به تأیید فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه سرمایه گذاران نهادی دارای ارتباط معناداری با نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و با افزایش مالکیت این سرمایه گذاران در شرکت، نوسان پذیری بازده سهام کاهش می یابد، با استناد به ادبیات نظری تحقیق می توان اذعان نمود سرمایه گذاران نهادی از جایگاه ویژه ای در بازار

از معنی داری، فرضیه تحقیق تأیید می شود. از این رو، می توان با اطمینان گفت: میان سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی داری وجود دارد. نتیجه این تحقیق، در انطباق با یافته‌های بوهل و همکاران [۳]، تی سای [۲۳]، بوهل و سینزکی [۲] است که اشاره نمودند با افزایش مالکیت سرمایه گذاران نهادی در شرکت، نوسان پذیری بازده سهام کاهش می یابد و همچنین، این نتیجه در مقابل یافته های محققانی، چون: گوین و چن [۱۹]، سیاس و ویدبی [۲۱]، بوش و نو [۶] قرار دارد که معتقدند سرمایه گذاران نهادی به نحوی باعث بی ثباتی قیمت سهام شده، در نتیجه موجب افزایش نوسان پذیری بازده سهام می شوند، اما نکته جالب توجه وجه اشتراک محققان در این حوزه بوده است که همگی وجود رابطه معنادار میان سرمایه گذاران نهادی و نوسان بازده سهام را تأیید کرده اند.

محدودیت های تحقیق

این تحقیق نیز همانند سایر تحقیقات دارای محدودیت هایی بود که تعمیم پذیری نتایج را مشکل می سازد؛ برخی از این محدودیت‌ها عبارتند از:

۱. محدودیت نمونه گیری در کل فعالیت‌ها؛
۲. محدود بودن دوره زمانی تحقیق، با توجه به اینکه قلمرو زمانی تحقیق اختصاص به سال ۱۳۸۷ دارد؛
۳. در محاسبه بازده سهام اثر متغیرهای کلان اقتصادی مثل تورم.. در نظر گرفته نشده است. بدیهی است که چنین متغیرهای می تواند بر یافته‌ها تاثیر داشته باشد؛

اهمیت که بتوانند نقش تسریع کننده ای داشته باشند، نیاز به زمان زیادی دارند و به رغم آنکه توسعه بازارهای اوراق بهادار و رشد سرمایه گذاران نهادی به عنوان یک الزام برای پیشرفت در بازار سرمایه معرفی می‌شود، اما فقدان قوانین صحیح، اثر بخش و با پشتوانه محکم باعث شده است که بسترهای لازم قانونی در اکثر کشورهای در حال توسعه شکل نگیرد. از این رو، استفاده از تجارب کشورهای توسعه یافته در این زمینه مفید خواهد بود.

یافته‌های این پژوهش با توجه به دسترسی داده‌ها در مورد شرکت‌های بورس انجام گردیده است. لذا در مورد تعمیم یافته‌ها به سایر شرکتها باید جانب احتیاط را رعایت نمود.

منابع و مأخذ:

۱. گجراتی، دامودار. (۱۳۸۷). *مبانی اقتصاد سنجی*، ج ۲، ترجمه حمید ابریشمی، دانشگاه تهران.
2. Bohl, M., Brzezczynski, J., (2006). Do institutional investors destabilize stock prices? Evidence from an emerging market, *Journal of international Financial market, Institution & Money*. vol.16. pp.370-383.
3. Bohl, M., Brzezczynski, J., Wilfling, B., (2009). Institutional investors and stock returns Volatility: Emperical evidence from a natural experiment, *Journal of Banking & Finance*, Vol 33, pp. 627-639 .
4. Bohl, MT. guttschalk., K. Pal. R (2007). Institutional investors and stock market efficiency: The case of the January Anomaly. *MPRA papers*. No. 677. Posted. 7.
5. Bushee., B. (1998). Institutional investors. Long term investment and earnings management. *Accounting Review*. 73. pp. 305-340.

سرمایه برخوردارند. 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 های 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 می‌شود که این موضوع به تبع کاهش نوسانات بازده سهام را به عنوان معیاری از ثبات شرایط اقتصادی شرکت نمایان می‌سازد. با توجه به تأیید فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه سرمایه گذاران نهادی دارای ارتباط معناداری با نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و با افزایش مالکیت این سرمایه گذاران در شرکت، نوسان پذیری بازده سهام کاهش می‌یابد، می‌توان اظهار نمود نتایج تحقیق فرضیه نظارت کارآمد را در ارتباط با نقش سرمایه گذاران نهادی در کاهش نوسان پذیری بازده سهام تأیید می‌کنند، در حالی که فرضیه همگرایی منافع مبنی بر وجود رابطه مستقیم و معنادار مالکیت سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام تأیید نمی‌شود.

با توجه به یافته‌های تحقیق حاضر، حضور سرمایه گذاری نهادی در بازار سرمایه در جهت کمک به افزایش کارایی و شفافیت بازار سرمایه، زمینه سازی برای حضور فعالتر سرمایه گذاران نهادی در بازار سرمایه را بیش از پیش ضروری می‌سازد. سرمایه گذاران نهادی به منظور رسیدن به آن سطح از

- stock market. *Tokoyo Presentation Department*.
16. Michelfelder, R.A., (2005). Volatility of stock returns: Emerging & Mature Markets. *Managerial Finance*, Vol 31.No.2.pp.66-68.
 17. Mirralles, L.M. Mirrales, Q. (2006). The role of an illiquidity risk factor in asset pricing. *The Quarterly Review Of Economics and finance*. 46.pp.254-267.
 18. Mitra, S., (2002). The Impact of Institutional stock ownership on a firms Earning management practice. *Journal of Accounting*. Vol 12.
 19. Nguyen, H., Chen, H., (2008). Institutional Herding and its impact on stock prices. *University of florida & Baltimore*.
 20. Osagie, J., Osho, G.S., Sutton, C., (2005). The impacts of institutional stock ownership on stock returns and performance: A Financial Market perspective. *Journal of Business & Economics Research*. vol 3.No.3.
 21. Sias, R., Whidbee, D.A. (2006). Are Institutional or Individual investors more likely to deprive prices from fundamentals. *Working papers*. Washington state university.
 22. Stapledon, G.P. (1996). Institutional Investors and Corporate Goernance. *Careledon press*. New York.
 23. Tsai, P.j., (2009). [Institutional ownership and stock returns. Working paper, p. 44.
 24. Zafar, N. Urooj, S.F., Durrani, T.K., (2008). Interest rate volatility and stock return and volatility. *European journal of economic*, issue 14 .
 6. Bushee, b.J., Noe, c., (2001). Corporate Disclosure practices, Institutional Investors, and Stock returns volatility. *Journal of Accounting Research*. Vol. 38.p.171.
 7. Campa, Manuel & French. (2006). Sources of gains from International portfolio Diversification. *Journal of empirical Finance*. Vol. 31. Issues.4-5. pp.417- 430.
 8. Campbell, J.Y. Ramadorari, T, and Schewortz, A. (2009). Institutional trading, stock returns, and earnings enouncement. *Journal of Finance*, Vol 92.pp. 66-91.
 9. Flannery, M.J. Rangan, K.P. (2006). Partial Ajustment toward target capital structures. *Journal of financial Economics*. Vol. 67. No.2. pp. 217-248.
 10. Gompers, P.A., Metrick, A. (2001). Institutional Investors and Equity prices. *The quarterly Journal of Economic*. Vol. 116.No.1.pp.229-259.
 11. Kanagaretnam, K.R. Mathieu, M. Shaha, (2004). Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada. *Working paper series*. McMaster University.
 12. Karolyi, G.A., (2001). Why stock return volatility really matters. *Institutional investor Journal series*
 13. Lee, Bong.s. Wei li. Wang, S. (2010). The dynamic of individual and institutional trading on the Shanghai stock exchange. *Pacific Basic Finanace Journal*. no.18.pp.116-137.
 14. Leledakis, G.N. (2004). Does firm size predict stock returns? Evidence from the London stock exchange. University of warwick. Department of Economics. *Working paaer series*.
 15. Long, V.T. (2008). Emperical Analysis of stock Returns volatility with Regime Change: The case of Vietnam