

The Effect of Shareholder Heterogeneity on Negative Skewness of Stock Returns

1. Alireza Naseri¹*: Master of Accounting, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Email: Alrezanaseri99@gmail.com (Corresponding Author)

Article history



Received: 16 May 2024

Revised: 10 August 2024

Accepted: 17 August 2024

Published: 20 September 2024

Abstract:

Negative skewness of stock returns reflects an asymmetric distribution of returns in which the probability of extreme losses is higher than that of unexpected gains. It is considered one of the key indicators of stock price crash risk. One of the critical factors influencing the severity of negative skewness is shareholder heterogeneity. Differences in investment horizons, risk preferences, and access to information lead to heterogeneous investor reactions to market conditions, which can either intensify or mitigate negative skewness. The aim of this study was to examine the effect of shareholder heterogeneity on the negative skewness of stock returns in the Tehran Stock Exchange during the period from 2018 to 2022. The statistical population consisted of all active listed companies during this period. After applying constraints and excluding investment and financial intermediary firms, the final sample included 120 companies. Panel regression models were used to test the effect of long-term and short-term institutional investors on negative skewness, while control variables included firm size, trading volume, and financial leverage. The results indicated that long-term institutional investors have a significant negative effect on negative skewness, and an increase in the share of this group reduces the likelihood of unfavorable returns and enhances market stability. In contrast, short-term institutional investors have a significant positive effect on negative skewness, and a higher share of this group intensifies volatility and increases the risk of price crashes. Furthermore, firm size and trading volume are negatively associated with negative skewness, while financial leverage is positively associated with it. These findings highlight the importance of the composition of institutional shareholders in reducing risk and improving market stability.

Keywords: shareholder heterogeneity effect, negative skewness of stock returns, Tehran Stock Exchange



Extended Abstract

Introduction

Negative skewness in stock returns represents a distributional asymmetry in which the probability of experiencing extreme losses surpasses the probability of obtaining unexpected gains, and it is widely recognized as a critical indicator of stock price crash risk (Benkraiem et al., 2022). This pattern of return distribution has attracted substantial scholarly and professional attention, especially after the global financial crisis of 2008, which revealed the severe economic consequences of stock price crashes (Chen et al., 2010). Negative skewness often emerges when firm-specific bad news is withheld and accumulates until it can no longer be concealed, leading to sudden and sharp price declines once the information is released to the market (Jin & Myers, 2019). Understanding the factors that influence the severity of negative skewness has thus become essential for improving market stability, enhancing corporate governance, and protecting investor wealth.

One of the critical determinants of negative skewness is shareholder heterogeneity, particularly among institutional investors who control a substantial proportion of equity trading and ownership worldwide (Boehmer & Kelley, 2009; Burns et al., 2010). Traditional corporate finance theory often treats institutional investors as a homogeneous group, but empirical evidence has shown that they differ considerably in their investment horizons, risk preferences, and trading strategies (Derrien et al., 2013). These differences in behavior and objectives lead to heterogeneous reactions to market news, which can either stabilize or destabilize stock prices. For example, institutional investors with long-term horizons tend to emphasize firm fundamentals and sustainable value creation, while those with short-term horizons are more likely to focus on short-lived price movements and speculative gains (Attig et al., 2012; Garg et al., 2022).

The investment horizon is a particularly salient dimension of institutional heterogeneity that can significantly affect crash risk dynamics. Long-term institutional investors typically exert stronger corporate governance by monitoring managers and discouraging them from pursuing opportunistic, risky strategies that could jeopardize the firm's long-run value (Burns et al., 2010). Because of their stable capital base and alignment with the company's fundamental value, they are less likely to exert pressure for immediate results, which helps reduce managerial incentives to conceal bad news (An & Zhang, 2013; Callen & Fang, 2015). Conversely, short-term institutional investors, who emphasize rapid portfolio turnover and short-term price fluctuations, often create pressure on managers to deliver quick results, potentially motivating them to withhold negative information temporarily. This concealment can lead to the accumulation of bad news and eventual abrupt price collapses when disclosure becomes unavoidable (Chen et al., 2010; Jin & Myers, 2019).

In addition to behavioral pressure, heterogeneity also affects how markets process information. When ownership is highly heterogeneous, divergent interpretations of new information can increase the dispersion of expectations and amplify volatility, thereby fostering conditions that generate negatively skewed return distributions (Grewal et al., 2010). Information asymmetry further magnifies this effect: investors with differential access to information may react at different speeds, creating waves of herding behavior that exacerbate downside risk (Albuquerque, 2009). In contrast, long-term institutional investors—due to their stronger analytical capabilities and longer evaluation horizons—tend to absorb information more effectively and reduce noise trading, which stabilizes prices (Lettau et al., 2015).

Several empirical studies corroborate these theoretical perspectives. For instance, (Benkraiem et al., 2022) find that firms with a higher proportion of short-term institutional investors exhibit significantly greater negative skewness in stock returns, while those with more long-term investors experience lower crash risk. Similarly, (Giannetti & Yu, 2021) note that while short-

term investors may enhance firms' adaptability to radical market shocks, they simultaneously increase short-term volatility and downside risk under normal market conditions. (Yan & Zhang, 2009) argue that short-term investors may be better informed and able to predict future returns, yet their high-frequency trading behavior often amplifies volatility and fosters conditions conducive to crashes. In the Iranian context, (Hejazi et al., 2020) show that stable (long-term) institutional investors are associated with lower stock price crash risk, while transient (short-term) investors do not have a significant mitigating effect. Likewise, (Baghni & Beigi, 2024) provide evidence that greater participation of long-term institutional investors in the Tehran Stock Exchange reduces the likelihood of extreme negative returns and enhances market stability.

Building on this body of research, the present study aims to examine the effect of shareholder heterogeneity—specifically the distinction between long-term and short-term institutional investors—on the negative skewness of stock returns in firms listed on the Tehran Stock Exchange during 2018–2022. By analyzing how differences in institutional investment horizons shape the risk of extreme downside returns, this study contributes to the understanding of crash risk dynamics in emerging markets and provides insights for market regulators, corporate managers, and portfolio investors.

Methods and Materials

This study is applied in purpose and descriptive-correlational in method, using a quasi-experimental ex post facto design based on historical financial data. The statistical population consisted of all companies listed on the Tehran Stock Exchange between 2018 and 2022. A systematic screening method was used to select the sample: firms had to be listed before 2018 and remain listed until the end of 2022; financial and investment intermediaries were excluded due to their different operational nature; firms with trading suspensions longer than three months were removed; and all firms were required to have a fiscal year ending in March. After applying these criteria, 120 firms were selected.

The dependent variable was negative skewness of stock returns. The main independent variables were long-term and short-term institutional ownership, while firm size, trading volume, and financial leverage served as control variables. Data were collected from audited financial statements over the five-year period and analyzed using panel regression models. Before estimation, tests for stationarity (Levin-Lin-Chu), model selection (Chow and Hausman), heteroscedasticity (White), autocorrelation, and multicollinearity (Variance Inflation Factor) were performed. Due to heteroscedasticity, generalized least squares (GLS) estimation was applied.

Findings

Preliminary correlation analysis showed that long-term institutional ownership, firm size, and trading volume had significant negative correlations with negative skewness, while short-term institutional ownership and financial leverage had significant positive correlations. Stationarity tests confirmed that all variables were stationary, and model specification tests indicated that panel data with fixed effects were appropriate for both models.

The first regression model examined the effect of long-term institutional investors on negative skewness. The model was statistically significant ($F = 58.177$, $p < .001$) with an adjusted R^2 of 0.433, indicating that about 43% of the variation in negative skewness was explained by the independent and control variables. The coefficient for long-term institutional ownership was -0.025851 ($p = .0011$), demonstrating a significant negative effect. Firm size (-0.006596 , $p < .001$) and trading volume (-0.009586 , $p = .008$) also had significant negative effects, while leverage had a significant positive effect (0.175516 , $p = .0152$).

The second regression model assessed the effect of short-term institutional investors on negative skewness. This model was also significant ($F = 57.501$, $p < .001$) with an adjusted R^2 of 0.430. The coefficient for short-term institutional ownership was 0.038544 ($p = .0048$), indicating a significant positive effect. Firm size (-0.006753 , $p < .001$) and trading volume (-0.008384 , $p = .041$) again had significant negative effects, whereas leverage (0.162378 , $p = .0252$) had a positive effect.

These results confirm that greater participation of long-term institutional investors reduces negative skewness and stabilizes returns, while a higher share of short-term institutional investors increases negative skewness and elevates crash risk.

Discussion and Conclusion

The results demonstrate that shareholder heterogeneity—particularly the mix of long-term versus short-term institutional investors—plays a decisive role in shaping the distribution of stock returns and the risk of extreme downside events. The negative relationship between long-term institutional ownership and negative skewness suggests that these investors help mitigate crash risk by exerting effective corporate governance, reducing managerial incentives to conceal bad news, and dampening short-term speculative pressures. Their stable capital base and fundamental-oriented approach align with firm value and support more predictable, symmetric return distributions.

Conversely, the positive relationship between short-term institutional ownership and negative skewness indicates that these investors intensify crash risk through their emphasis on rapid portfolio turnover, short-term speculation, and opportunistic behavior. Their presence creates pressure on managers to prioritize short-term results, which can lead to the concealment of negative information, the accumulation of undisclosed bad news, and eventual abrupt price collapses. Their high-frequency trading also contributes to information dispersion, volatility amplification, and destabilized market conditions.

The control variable results reinforce this interpretation. Larger firms with higher trading volumes exhibit lower negative skewness, likely due to their higher transparency, liquidity, and stronger external monitoring, which reduce crash risk. In contrast, highly leveraged firms are more vulnerable to financial distress during adverse conditions, making their stock prices more sensitive to negative shocks and thereby more prone to negative skewness.

Overall, these findings are consistent with prior evidence that heterogeneity in institutional investor horizons has important implications for crash risk. Studies have shown that greater heterogeneity and the dominance of short-term investors increase the likelihood of negatively skewed returns and stock price crashes (Albuquerque, 2009; Benkraiem et al., 2022; Lettau et al., 2015), while the presence of long-term investors reduces these risks by enhancing monitoring, curbing risk-taking, and promoting market stability (Baghni & Beigi, 2024; Burns et al., 2010; Hejazi et al., 2020).

This study contributes to the literature by providing empirical evidence from an emerging market context that ownership structure—specifically the composition of institutional investor horizons—is a critical determinant of negative skewness in stock returns. The findings underscore the importance of fostering long-term institutional participation to enhance the resilience and stability of the Iranian capital market. Encouraging stable, long-horizon investment can reduce systemic risk, prevent the accumulation of undisclosed bad news, and ultimately lower the probability of stock price crashes.

In conclusion, the study highlights the crucial role of shareholder heterogeneity in shaping return distributions and crash risk. Effective management of ownership structures, with an emphasis on promoting long-term institutional investors and mitigating the dominance of short-term speculators, is essential for building a more stable, efficient, and crash-resilient stock

market. These results offer valuable implications for policymakers, regulators, corporate managers, and portfolio investors seeking to enhance market stability and reduce the adverse economic impacts of stock price crashes.

Authors' Contributions

Authors equally contributed to this article.

Acknowledgments

Authors thank all participants who participate in this study.

Declaration of Interest

The authors report no conflict of interest.

Funding

According to the authors, this article has no financial support.

Ethical Considerations

All procedures performed in this study were under the ethical standards.

اثر ناهمگونی سهامداران بر چولگی منفی بازده سهام



تاریخچه مقاله

تاریخ دریافت: ۲۷ اردیبهشت ۱۴۰۳

تاریخ بازنگری: ۲۰ مرداد ۱۴۰۳

تاریخ پذیرش: ۲۷ مرداد ۱۴۰۳

تاریخ انتشار: ۳۰ شهریور ۱۴۰۳

۱. علیرضا ناصری*^{id}: کارشناسی ارشد حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. ایمیل: Alrezanaseri99@gmail.com (نویسنده مسئول)

چکیده

چولگی منفی بازده سهام نشان‌دهنده توزیع نامتقارن بازده است که احتمال وقوع زیان‌های شدید بیشتر از سودهای غیرمنتظره است و یکی از شاخص‌های مهم ریسک سقوط قیمت سهام محسوب می‌شود. یکی از عوامل کلیدی تأثیرگذار بر شدت چولگی منفی، ناهمگونی سهامداران است. تفاوت در افق سرمایه‌گذاری، ترجیحات ریسک و دسترسی به اطلاعات موجب

واکنش‌های متفاوت سرمایه‌گذاران به شرایط بازار می‌شود که می‌تواند کجی منفی را تشدید یا کاهش دهد. هدف این پژوهش بررسی تأثیر ناهمگونی سهامداران بر چولگی منفی بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ است. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های فعال بورس طی این دوره بود و پس از اعمال محدودیت‌ها و حذف شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، نمونه نهایی شامل ۱۲۰ شرکت شد. مدل‌های رگرسیون پانل برای آزمون اثر سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت و کوتاه‌مدت بر چولگی منفی استفاده شد و متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، حجم معاملات و اهرم مالی لحاظ گردید. نتایج پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت اثر منفی و معناداری بر چولگی منفی دارند و افزایش سهم این گروه موجب کاهش احتمال بازده‌های نامطلوب و افزایش ثبات بازار می‌شود. برعکس، سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت اثر مثبت و معناداری بر چولگی منفی دارند و سهم بالای این گروه باعث تشدید نوسانات و افزایش ریسک سقوط قیمت‌ها می‌گردد. همچنین، اندازه شرکت و حجم معاملات با کاهش و اهرم مالی با افزایش چولگی منفی ارتباط دارند. یافته‌ها بر اهمیت ترکیب سهامداران نهادی در کاهش ریسک و بهبود ثبات بازار تأکید می‌کنند.

کلیدواژه‌گان: اثر ناهمگونی سهامداران، چولگی منفی بازده سهام، بورس اوراق بهادار تهران



تغییرات قیمت سهام یکی از ویژگی‌های ذاتی بازارهای مالی است، اما آنچه همواره باعث نگرانی سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران می‌شود، وقوع نوسانات شدید و ناگهانی قیمت‌ها و به‌ویژه سقوط شدید ارزش سهام است. این پدیده که در ادبیات مالی با عنوان چولگی منفی بازده سهام شناخته می‌شود، به حالتی اشاره دارد که احتمال زیان‌های بسیار سنگین بیشتر از احتمال کسب سودهای غیرمنتظره است و به‌عنوان یکی از شاخص‌های کلیدی ریسک سقوط قیمت سهام تلقی می‌شود (Benkraiem et al., 2022). اهمیت این موضوع پس از بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ دوچندان شده و موجب شده است که پژوهشگران متعددی به بررسی عوامل مؤثر بر ریسک سقوط قیمت سهام بپردازند (Chen et al., 2010). پژوهش‌ها نشان داده‌اند که چولگی منفی در بازده می‌تواند از انباشت اخبار بد ناشی شود که در مقاطع بحرانی به‌صورت ناگهانی افشا می‌شوند و باعث سقوط شدید قیمت می‌گردند (Jin & Myers, 2019). از این رو شناسایی متغیرهایی که می‌توانند احتمال وقوع چنین سقوطهایی را کاهش دهند، برای ارتقای ثبات بازارهای سرمایه امری حیاتی است.

در میان عوامل متعددی که بر توزیع بازده سهام و ریسک سقوط اثرگذارند، ناهمگونی سهامداران و به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی، به‌عنوان یکی از مکانیزم‌های بیرونی حاکمیت شرکتی اهمیت ویژه‌ای یافته است (Baghni & Beigi, 2024). سرمایه‌گذاران نهادی سهم قابل‌توجهی از معاملات و مالکیت شرکت‌ها را در اختیار دارند و می‌توانند با اعمال نظارت کارآمد، شفافیت اطلاعاتی و کنترل رفتارهای پرریسک مدیران، نقش بازدارنده‌ای در برابر سقوط قیمت ایفا کنند (Boehmer & Kelley, 2009; Burns et al., 2010). با این حال، فرض همگن بودن سرمایه‌گذاران نهادی نادرست است و مطالعات اخیر تأکید می‌کنند که این گروه از سرمایه‌گذاران از نظر افق سرمایه‌گذاری، راهبردهای معاملاتی و ترجیحات ریسک تفاوت‌های معناداری دارند (Derrien et al., 2013). این ناهمگونی می‌تواند منجر به واکنش‌های متفاوت نسبت به اخبار و نوسانات بازار شده و الگوهای بازده را به‌طور چشمگیری تحت‌تأثیر قرار دهد.

افق سرمایه‌گذاری یکی از ابعاد مهم ناهمگونی سرمایه‌گذاران نهادی است که می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای در شکل‌گیری چولگی منفی بازده سهام داشته باشد. سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت عموماً با هدف کسب بازده پایدار و تمرکز بر ارزش ذاتی شرکت‌ها فعالیت می‌کنند، درحالی‌که سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت بیشتر به نوسانات مقطعی و سودهای سریع توجه دارند (Attig et al., 2012; Garg et al., 2022). سرمایه‌گذاران بلندمدت معمولاً انگیزه بالاتری برای مشارکت در نظارت فعال بر مدیریت شرکت دارند و می‌کوشند تا مدیرانی را که از اهداف بلندمدت شرکت منحرف می‌شوند، تنبیه کنند، درحالی‌که سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت به دلیل تمرکز بر معاملات پرتکرار، انگیزه کمتری برای نظارت مؤثر دارند (Burns et al., 2010). پژوهش‌ها نشان داده‌اند که تسلط سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت با ضعف در کیفیت اطلاعات مالی و حاکمیت شرکتی و همچنین افزایش نوسانات همراه است (Yan & Zhang, 2009). در مقابل، حضور سرمایه‌گذاران بلندمدت موجب بهبود کیفیت گزارشگری مالی، کاهش هزینه سرمایه و ثبات بیشتر قیمت سهام می‌شود (Attig et al., 2012).

ناهمگونی در افق سرمایه‌گذاری می‌تواند از طریق سازوکارهای رفتاری نیز بر چولگی منفی اثر بگذارد. زمانی که مدیران با فشار سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت مواجه هستند، ممکن است اخبار منفی را پنهان کنند تا از واکنش منفی سریع بازار جلوگیری کنند، اما این پنهان‌کاری در نهایت منجر به انباشت اخبار بد و سقوط ناگهانی قیمت سهام می‌شود (An & Zhang, 2013; Callen & Fang, 2015). در مقابل، سرمایه‌گذاران بلندمدت معمولاً فشار کمتری برای دستیابی به نتایج کوتاه‌مدت وارد می‌کنند و با تأکید بر عملکرد بنیادی شرکت، احتمال بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه و پرریسک مدیران را کاهش می‌دهند (Hejazi et al., 2020). از این رو انتظار می‌رود ساختار مالکیت نهادی با تسلط سرمایه‌گذاران بلندمدت، احتمال سقوط قیمت سهام و چولگی منفی را کاهش دهد.

افزون بر این، ناهمگونی سهامداران می‌تواند بر نحوه واکنش بازار به اطلاعات جدید نیز اثرگذار باشد. هنگامی که ترکیب سهامداران بسیار متنوع است، اختلاف در تفسیر اطلاعات می‌تواند به پراکندگی انتظارات و افزایش نوسانات منجر شود و زمینه‌ساز توزیع نامتقارن بازده گردد (Grewal et al., 2010). در واقع، تفاوت در سطح دسترسی به اطلاعات و سرعت واکنش به اخبار میان گروه‌های مختلف سهامداران می‌تواند موجب تقویت چرخه‌های هیجانی خرید و فروش شده و باعث افزایش چولگی منفی بازده شود.

(Albuquerque, 2009). در مقابل، حضور سرمایه‌گذاران نهادی با افق بلندمدت که معمولاً تحلیل دقیق‌تری از اطلاعات دارند، می‌تواند از بروز این رفتارهای هیجانی جلوگیری کرده و ثبات بیشتری را در بازار ایجاد نماید (Lettau et al., 2015).

پژوهش‌های تجربی متعددی رابطه میان ناهمگونی سرمایه‌گذاران نهادی و چولگی منفی بازده سهام را بررسی کرده‌اند. برای مثال، پژوهش (Benkraiem et al., 2022) نشان می‌دهد که حضور بیشتر سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت با افزایش چولگی منفی و ریسک سقوط همراه است، درحالی‌که سرمایه‌گذاران بلندمدت تأثیر کاهنده بر این ریسک دارند. همچنین، (Giannetti & Yu, 2021) بیان می‌کنند که اگرچه سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت ممکن است در مواجهه با شوک‌های بازار انعطاف‌پذیری بیشتری داشته باشند، اما این رفتار فرصت‌طلبانه آنان می‌تواند باعث تشدید نوسانات کوتاه‌مدت و افزایش احتمال سقوط قیمت شود. این در حالی است که (Yan & Zhang, 2009) استدلال می‌کنند سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت در برخی شرایط اطلاعات بیشتری در اختیار دارند و می‌توانند بازده آتی سهام را پیش‌بینی کنند، اما حتی در این حالت نیز رفتار معاملاتی پریسک آنان می‌تواند به تشدید نوسانات منجر شود.

در فضای بازار سرمایه ایران نیز اهمیت این موضوع مورد توجه قرار گرفته است. (Hejazi et al., 2020) در پژوهشی نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی پایدار (بلندمدت) رابطه منفی و معناداری با ریسک سقوط قیمت سهام دارند، درحالی‌که سهامداران گذرا (کوتاه‌مدت) چنین اثری ندارند. به‌طور مشابه، یافته‌های (Baghni & Beigi, 2024) نیز حاکی از آن است که افزایش سهم سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت در ترکیب مالکیت شرکت‌ها، احتمال بروز بازده‌های منفی شدید را کاهش می‌دهد و ثبات بازار را بهبود می‌بخشد. این نتایج مؤید آن است که تمایز میان سرمایه‌گذاران بلندمدت و کوتاه‌مدت در تحلیل ریسک سقوط و چولگی منفی بازده در بازار سرمایه ایران نیز اهمیت دارد.

با توجه به شواهد نظری و تجربی یادشده، می‌توان گفت که ناهمگونی سهامداران نهادی به‌ویژه در بعد افق سرمایه‌گذاری، یکی از عوامل کلیدی تعیین‌کننده در شکل‌گیری چولگی منفی بازده سهام است. حضور فعال سرمایه‌گذاران بلندمدت می‌تواند با تقویت نظارت شرکتی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، و جلوگیری از انباشت اخبار منفی، ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش دهد. در مقابل، سلطه سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت می‌تواند با تشدید نوسانات، افزایش فشارهای معاملاتی کوتاه‌مدت و تضعیف کیفیت اطلاعات مالی، احتمال بروز سقوط‌های شدید و چولگی منفی را افزایش دهد. از این‌رو، بررسی دقیق رابطه میان ساختار مالکیت نهادی و چولگی منفی بازده سهام در بازار سرمایه ایران، هدف اصلی پژوهش حاضر را شکل می‌دهد و می‌تواند به ارائه راهکارهایی برای بهبود ثبات بازار و کاهش ریسک سیستماتیک کمک نماید.

روش پژوهش و مواد

این پژوهش از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب هدف، پژوهشی کاربردی است و از لحاظ طبقه‌بندی بر مبنای روش، تحقیق توصیفی محسوب می‌شود و از میان تحقیقات توصیفی، از نوع همبستگی است، زیرا رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته را بررسی می‌کند. همچنین با توجه به عدم امکان کنترل کلیه متغیرهای نامربوط و استفاده از اطلاعات تاریخی برای آزمون فرضیه‌ها، میتوان این تحقیق را از لحاظ شیوه گردآوری داده‌ها در زمره تحقیقات شبه تجربی - پس‌رویدادی قرار دارد. در این گونه طرح‌ها، داده‌ها از محیطی که به گونه طبیعی وجود داشته یا از واقعه‌ای که بدون دخالت مستقیم محقق رخ داده، فراهم می‌گردد. جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در بازه زمانی ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۱ فعال بوده‌اند، می‌باشد.

جهت انتخاب نمونه طبق روش سیستماتیک (غیربالگری)؛ محدودیت‌های زیر بر روی شرکت‌های جامعه آماری اعمال گردید:

- شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۴۰۱ از فهرست شرکت‌های بورسی حذف نشده‌اند.

- شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نیستند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها، در جامعه آماری منظور نشدند).

- طول وقفه انجام معاملات در این نمونه طی دوره زمانی یاد شده، بیشتر از سه ماه نباشد.

پایان سال مالی آن‌ها اسفند ماه باشد.

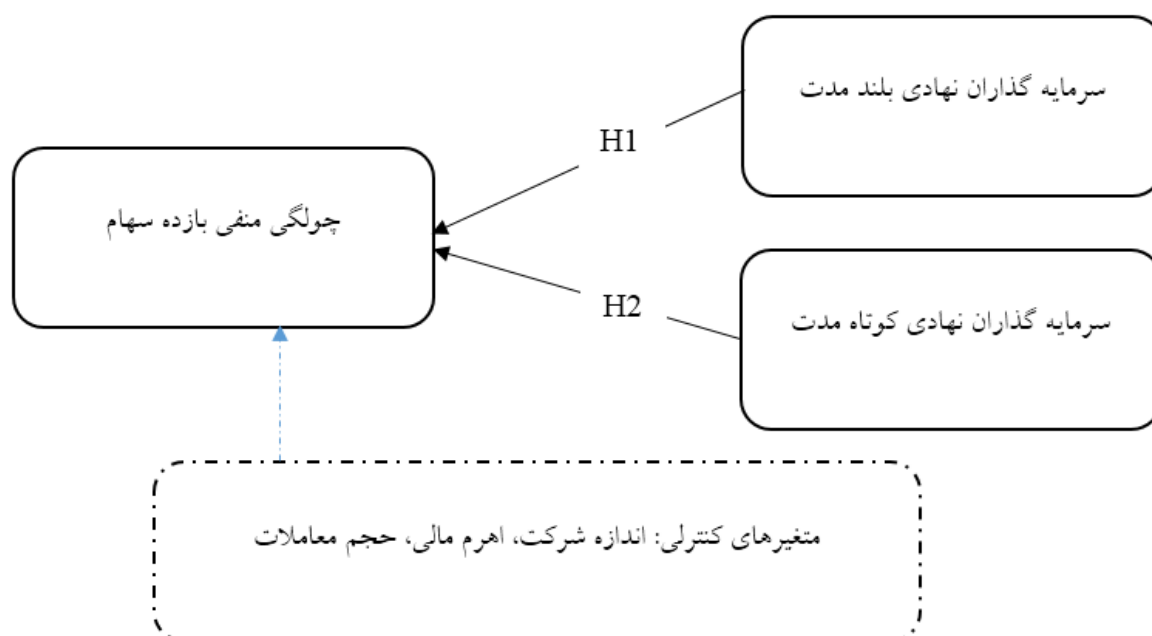
در انتها پس از حذف شرکت‌هایی که شرایط ذکر شده را نداشتند، تعداد نمونه ی پژوهش به ۱۲۰ شرکت رسید که فهرست این شرکت‌ها در پیوست آمده است.

جدول ۱ نحوه انتخاب و استخراج نمونه آماری مناسب پژوهش را با توجه به روش نمونه‌گیری و شرایط مطرح شده و داده‌ها و اطلاعات موجود در بورس نمایش می‌دهد.

جدول ۱. نحوه انتخاب و استخراج نمونه

تعداد شرکتها	توضیح
۵۲۲	کلیه شرکت‌های موجود در بورس
(۱۲۴)	شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و بیمه
(۱۸۶)	شرکت‌هایی که بیش از ۳ ماه وقفه معاملاتی دارند
(۵۸)	شرکت‌هایی که بعد از سال ۹۷ در بورس پذیرفته شده‌اند
(۳۴)	پایان سال مالی آن‌ها اسفند ماه نیست
۱۲۰	نمونه غربالگری شده

مدل مفهومی تحقیق نیز با توجه به فرضیات که شامل ۲ فرضیه الف) سرمایه‌گذاران نهادی بلند مدت بر چولگی منفی بازده سهام تاثیر دارد و ب) سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت بر چولگی منفی بازده سهام تاثیر دار، با اقتباس از مدل مفهومی مقاله بنکریم و همکاران (۲۰۲۳) به شرح زیر می‌باشد:



شکل ۱. مدل مفهومی تحقیق

برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها، اطلاعات مورد نیاز از طریق صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های مورد رسیدگی برای یک دوره پنج ساله جمع‌آوری شد. پس از جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز شرکت‌های مورد رسیدگی، فرضیه‌های تحقیق با استفاده از تحلیل همبستگی و رگرسیون، مورد بررسی قرار گرفته و ابتدا محاسبات اولیه در صفحه گسترده نرم افزار اکسل انجام گرفته و داده‌ها برای تجزیه و تحلیل آماده شدند، سپس به منظور انجام تجزیه و تحلیل‌های نهایی از نرم‌افزار اویوز ۱۰ استفاده گردید. برای آزمون فرضیات با استفاده از آزمون‌های لوین، لی وچو، آزمون چاو(آماره F لیمر)، آزمون هاسمن و رگرسیون به ترتیب برای بررسی ایستایی متغیرها، خودهمبستگی، تعیین روش بکارگیری داده‌های ترکیبی(تشخیص همگن یا ناهمگن بود) و نوع رابطه بین متغیرها پرداخته شد و سپس با توجه به پول یا پدل بودن داده و تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی آنها(در صورت پدل بودن) با استفاده از حداقل مربعات معمولی و یا حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی مدل رگرسیون تحقیق برآورد شد.

یافته‌ها

برای بررسی تاثیر ناهمگونی سهامداران بر چولگی منفی بازده سهام ابتدا داده های اولیه بررسی و آزمونهای مقدماتی و پیش آزمونها انجام شد. بررسی ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش طبق جدول (۲) بیانگر آن بود که در سطح اطمینان ۹۵٪، سرمایه گذاران نهادی بلندمدت، اندازه شرکت و حجم معاملات با چولگی منفی بازده سهام همبستگی معکوس (منفی) و معناداری دارند در حالی که، سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت و اهرم مالی با چولگی منفی بازده سهام همبستگی مستقیم (مثبت) و معناداری دارند.

جدول ۲. ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

ردیف	متغیرها	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)
(۱)	SKEW	۱					
	احتمال	-----					
(۲) ^۱	IO(long-term)	-۰.۱۹۱	۱				
	احتمال	۰.۰۰۰۰	-----				
(۳)	IO(short-term)	۰.۲۰۹	۰.۳۰۵	۱			
	احتمال	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	-----			
(۴)	SIZE	-۰.۱۴۶	۰.۰۱۳	۰.۰۰۲	۱		
	احتمال	۰.۰۰۰۳	۰.۷۵۰۷	۰.۹۵۳۵	-----		
(۵)	LEV	۰.۳۰۶	-۰.۰۲۲	۰.۰۸۱	-۰.۰۲۹	۱	
	احتمال	۰.۰۰۰۰	۰.۵۹۶۴	۰.۰۴۶۶	۰.۴۸۴۸	-----	
(۶)	VOL	-۰.۱۰۶	-۰.۱۸۹	-۰.۲۸۶	۰.۲۵۶	-۰.۱۲۹	۱
	احتمال	۰.۰۰۹۱	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۱۶	-----

بررسی پایایی و مانایی متغیرهای پژوهش نیز طبق جدول ۳ نیز نشان داد براساس آزمون «لوین، لین و چو»^۲ چون مقدار احتمال همه متغیرها کمتر از ۵٪ بوده است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش در سطح پایا^۳ بوده اند. همچنین همه متغیرها مانا هستند و نیازی به آزمون هم جمع^۴ وجود ندارد. بنابراین مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت در رگرسیون کاذب معنی دار ضرایب به صورت کاذب است.

جدول ۳. نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیرها	نماد	لوین، لین و چو	نتایج
		آماره	احتمال
چولگی منفی بازده سهام	SKEW	-۲۵.۷۸۶۲	۰.۰۰۰۰
سرمایه گذاران نهادی بلندمدت	IO(long-term)	-۶۹۰۵.۵۹	۰.۰۰۰۰
سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت	IO(short-term)	-۸.۴۲۱۰	۰.۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۹.۶۴۵۷	۰.۰۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۱۸.۶۷۰۳	۰.۰۰۰۰
حجم معاملات	VOL	-۱۲.۲۴۶۱	۰.۰۰۰۰

با توجه به ماهیت ترکیبی داده های این پژوهش قبل از تخمین مدلهای، روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) با استفاده از آزمون F لیمر مشخص گردید. نتایج این آزمون بر اساس جدول ۴، بیانگر آن بود که احتمال F لیمر هر دو مدل پژوهش کمتر از ۵٪ می باشد لذا برای تخمین هر دو مدل از روش تابلویی استفاده می شود. همچنین با توجه به اینکه احتمال آزمون هاسمن در هر دو مدل کمتر از ۵٪ می باشد لذا از الگوی اثرات ثابت به منظور تخمین مدل ها استفاده می شود.

1

2 - Levin, Lin & Chu.

3 - Stationarity

4 - Cointegration test

جدول ۴. نتایج حاصل از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

مدل	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
اول	F لیمر	۵.۵۲۸۹	۰.۰۰۰۲	روش تابلویی
	هاسمن	۲۲.۱۱۵۹	۰.۰۰۰۲	الگوی اثرات ثابت
دوم	F لیمر	۵.۳۵۰۳	۰.۰۰۰۳	روش تابلویی
	هاسمن	۲۱.۴۰۱۳	۰.۰۰۰۳	الگوی اثرات ثابت

مفروضات مدل رگرسیون خطی نیز شامل ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده ها)، عدم وجود خود همبستگی جمله خطا (باقیمانده ها)، عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی بود.

وجود همسانی واریانس باقیمانده ها از طریق آزمون وایت^۱ انجام شد. نتایج آن در جدول (۵) نشان می‌دهد که در هر دو مدل فرض صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد می‌شود. (p-value=0.0000) بنابراین، به منظور رفع ناهمسانی واریانس از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شد.

جدول ۵. نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا

مدل	آماره F	احتمال	نتیجه
اول	۸.۶۶۷۴	۰.۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس جزء خطا
دوم	۷.۸۶۱۳	۰.۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس جزء خطا

نتایج عدم وجود خود همبستگی جمله خطا (باقیمانده ها) نیز نشان داد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال آماره F در هر دو مدل بیشتر از ۵٪ می‌باشد فرض صفر مبنی بر عدم وجود خود همبستگی جزء خطا در هر دو مدل پذیرفته می‌شود به عبارت دیگر، در هر دو مدل فرض عدم وجود خود همبستگی جزء خطا برقرار است. جدول (۶)

جدول ۶. نتایج حاصل از آزمون عدم وجود خود همبستگی جزء خطا

مدل	آماره F	احتمال	نتیجه
اول	۱.۰۷۱۷	۰.۳۴۵۷	عدم وجود خود همبستگی جزء خطا
دوم	۱.۵۵۳۶	۰.۲۱۵۷	عدم وجود خود همبستگی جزء خطا

عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی با استفاده معیار عامل تورم واریانس^۲ (VIF) مشخص شد. نتایج حاصل از این آزمون در جدول (۷) و جدول (۸) نشان داد که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی واریانس (VIF) در هر دو مدل کمتر از ۱۰ بود که نشان‌دهنده عدم وجود مشکل هم خطی جدی بین متغیرهای توضیحی است.

جدول ۷. نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی مدل اول پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
سرمایه گذاران نهادی بلندمدت	IO(long-term)	۰.۰۰۰۷۸۶	۱.۰۲۱۳۴۷
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۰۰۲۹۷	۱.۰۵۷۰۰۱
اهرم مالی	LEV	۰.۰۰۰۱۲۹	۱.۰۲۰۰۷۹
حجم معاملات	VOL	۰.۰۰۰۱۸۵	۱.۰۹۶۶۵۶

¹-White

²-Variance Inflation Factor (VIF)

جدول ۸. نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی مدل دوم پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت	IO(short-term)	۰.۰۰۰۲۳۷	۱.۰۸۸۹۱۳
اندازه شرکت	SIZE	۰.۰۰۰۲۹۸	۱.۰۵۷۵۵۹
اهرم مالی	LEV	۰.۰۰۰۱۲۹	۱.۰۲۱۰۷۹
حجم معاملات	VOL	۰.۰۰۰۱۹۷	۱.۱۶۱۲۱۷

پس از اطمینان از برقراری شرایط لازم، فرضیه های پژوهش آزمون شدند.

فرضیه اول: سرمایه گذاران نهادی بلندمدت بر چولگی منفی بازده سهام تأثیر دارد.

نتایج برآورد مدل (جدول) نشان می دهد که مدل از نظر آماری معنادار است. احتمال آماره $F=0.0000$ مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰.۴۳۳ بوده و بیانگر توضیح حدود ۴۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی است. همچنین آماره دوربین-واتسون (۱.۹۰۷) نشان دهنده عدم خودهمبستگی خطاها است. در میان متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت و حجم معاملات اثر منفی و معناداری بر چولگی منفی بازده سهام دارند، در حالی که اهرم مالی اثر مثبت و معناداری دارد. مهم تر آنکه ضریب متغیر سرمایه گذاران نهادی بلندمدت برابر با -0.025851 و در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. بنابراین، فرضیه اول تأیید می شود و نشان می دهد افزایش سرمایه گذاران نهادی بلندمدت موجب کاهش چولگی منفی بازده سهام می شود.

جدول ۹. نتایج تخمین مدل اول پژوهش

متغیر وابسته: چولگی منفی بازده سهام				
روش: رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته				
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t
مقدار ثابت	C	۰.۰۷۲۹۳۸	۰.۰۳۵۹۱۷	۲.۰۳۰۷۵۱
سرمایه گذاران نهادی بلندمدت	IO(long-term)	-۰.۰۲۵۸۵۱	۰.۰۰۷۸۶۲	-۳.۲۸۸۱۰۵
اندازه شرکت	SIZE	-۰.۰۰۶۵۹۶	۰.۰۰۱۷۲۴	-۳.۸۲۵۱۱۰
اهرم مالی	LEV	۰.۱۷۵۵۱۶	۰.۰۷۱۶۹۹	۲.۴۴۷۹۴۶
حجم معاملات	VOL	-۰.۰۰۹۵۸۶	۰.۰۰۳۶۰۰	-۲.۶۶۲۷۵۳
ضریب تعیین تعدیل شده	-۰.۴۳۳			
: دوربین-واتسون	۱.۹۰۷			
آماره F	۵۸.۱۷۷			
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			

فرضیه دوم: سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت بر چولگی منفی بازده سهام تأثیر دارد.

براساس نتایج مدل دوم (جدول ۱۰)، مدل معنادار ارزیابی شد. احتمال آماره $F=0.0000$ و ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰.۴۳۰ نشان می دهد حدود ۴۳ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می شود. آماره دوربین-واتسون (۱.۹۴۲) نیز عدم خودهمبستگی خطاها را تأیید می کند. در بخش متغیرهای کنترلی، مشابه مدل اول، اندازه شرکت و حجم معاملات اثر منفی و معناداری بر چولگی منفی بازده سهام دارند، در حالی که اهرم مالی اثری مثبت و معنادار بر آن دارد. ضریب سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت برابر با 0.038544 بوده و در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. بنابراین، فرضیه دوم نیز مورد تأیید قرار می گیرد و بیانگر آن است که افزایش سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت موجب افزایش چولگی منفی بازده سهام می شود.

جدول ۱۰. نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

متغیر وابسته: چولگی منفی بازده سهام روش: رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته				
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t
مقدار ثابت	C	۰.۰۷۱۴۳۵	۰.۰۲۳۶۹۹	۳.۰۱۴۳۱۹
سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت	IO(short-term)	۰.۰۳۸۵۴۴	۰.۰۱۳۶۱۵	۲.۸۳۰۸۹۶
اندازه شرکت	SIZE	-۰.۰۰۶۷۵۳	۰.۰۰۱۶۹۸	-۳.۹۷۷۸۶۲
اهرم مالی	LEV	۰.۱۶۳۳۷۸	۰.۰۷۲۰۳۱	۲.۲۵۴۲۸۴
حجم معاملات	VOL	-۰.۰۰۸۳۸۴	۰.۰۰۴۰۹۳	-۲.۰۴۸۵۸۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۴۳۰			
: دوربین-واتسون	۱.۹۴۲			
آماره F	۵۷.۵۰۱			
احتمال آماره F	۰.۰۰۰۰			

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج این پژوهش با هدف بررسی تأثیر ناهمگونی سهامداران بر چولگی منفی بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران طی سال‌های ۲۰۱۸ تا ۲۰۲۲ انجام شد و شواهد تجربی مهمی را درباره نقش ساختار مالکیت نهادی در شکل‌دهی به الگوی توزیع بازده سهام و ریسک سقوط ارائه داد. بر اساس نتایج آزمون فرضیه‌ها، مشخص شد که سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت رابطه منفی و معناداری با چولگی منفی بازده سهام دارند و حضور بیشتر این گروه از سهامداران موجب کاهش احتمال بازده‌های بسیار منفی و بهبود توزیع بازده می‌شود، درحالی‌که سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت رابطه مثبت و معناداری با چولگی منفی دارند و افزایش سهم این گروه می‌تواند به تشدید نوسانات و افزایش احتمال سقوط شدید قیمت‌ها منجر شود. افزون بر این، نتایج نشان داد که اندازه شرکت و حجم معاملات با چولگی منفی رابطه معکوس و معناداری دارند، درحالی‌که اهرم مالی رابطه مستقیم و معناداری با آن برقرار می‌کند.

این یافته‌ها از منظر نظری قابل تبیین هستند. سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت معمولاً با تمرکز بر ارزش ذاتی شرکت و بازده پایدار، انگیزه بالایی برای اعمال نظارت مؤثر بر مدیریت دارند و تمایل دارند مدیرانی را که از اهداف بلندمدت شرکت منحرف می‌شوند، تنبیه کنند (Burns et al., 2010; Attig et al., 2012). این گروه به دلیل افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و نگاه استراتژیک، فشار کمتری برای کسب بازده کوتاه‌مدت بر مدیریت وارد می‌کنند و همین امر موجب می‌شود مدیران کمتر به رفتارهای فرصت‌طلبانه و پریسک برای دستیابی به نتایج سریع روی آورند (Derrien et al., 2013). بنابراین افزایش سهم این سرمایه‌گذاران می‌تواند باعث کاهش انگیزه پنهان‌سازی اخبار بد از سوی مدیران شود و از انباشت تدریجی این اخبار و وقوع سقوط ناگهانی جلوگیری کند (An & Zhang, 2013; Callen & Fang, 2015). این تفسیر با یافته‌های پژوهش حاضر همخوان است که نشان داد افزایش سهم سرمایه‌گذاران بلندمدت موجب کاهش چولگی منفی بازده سهام می‌شود.

در مقابل، سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت به‌طور معمول با هدف کسب سودهای سریع و بهره‌برداری از نوسانات کوتاه‌مدت فعالیت می‌کنند. این گروه تمایل دارند معاملات پرتکرار انجام دهند و اغلب در پی تغییرات قیمتی مقطعی به سرعت واکنش نشان می‌دهند (Yan & Zhang, 2009). فشار ناشی از رفتار این سرمایه‌گذاران می‌تواند مدیران را ترغیب کند تا برای جلوگیری از افت مقطعی قیمت سهام، اخبار منفی را پنهان کنند، اما در نهایت این پنهان‌سازی منجر به انباشت اخبار بد و بروز سقوط ناگهانی قیمت می‌شود (Chen et al., 2010; Jin & Myers, 2019). این سازوکار رفتاری به خوبی با نتیجه پژوهش حاضر که رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت و چولگی منفی را تأیید کرد، سازگار است. همچنین، این یافته با نتایج (Benkraiem et al., 2022) نیز همسو است که نشان داد حضور بیشتر سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت با افزایش نوسانات و تشدید چولگی منفی همراه است.

از منظر اقتصادی نیز یافته‌های پژوهش حاضر قابل تفسیر هستند. سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت معمولاً منابع مالی پایدار و اهداف بلندمدت دارند و در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خود کمتر تحت تأثیر نوسانات مقطعی قرار می‌گیرند (Baghni & Beigi, 2024; Hejazi et al., 2020). این گروه با ایفای نقش فعال در حاکمیت شرکتی و نظارت بر مدیریت، موجب بهبود کیفیت گزارشگری مالی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شوند که نتیجه آن کاهش رفتارهای پرریسک مدیران و کاهش احتمال سقوط قیمت سهام است (Boehmer & Kelley, 2009; Burns et al., 2010). از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت معمولاً در معرض فشار بازخورد سریع یا انتظارات کوتاه‌مدت هستند و این امر آنان را به واکنش‌های هیجانی و توده‌وار به اطلاعات بازار سوق می‌دهد که می‌تواند منجر به تشدید نوسانات کوتاه‌مدت و افزایش چولگی منفی بازده شود (Giannetti & Yu, 2021). در واقع، رفتار کوتاه‌مدت و فرصت‌طلبانه این گروه با افزایش سرعت گردش سهام، پراکندگی اطلاعات و کاهش ثبات بازار همراه است.

یافته‌های مربوط به متغیرهای کنترلی نیز با مبانی نظری موجود سازگار هستند. اندازه شرکت با چولگی منفی رابطه معکوس دارد که می‌توان آن را ناشی از سطح بالاتر شفافیت اطلاعاتی، نقدشوندگی بیشتر و نظارت قوی‌تر بر شرکت‌های بزرگ دانست که ریسک سقوط قیمت را کاهش می‌دهد (Grewal et al., 2010). همچنین، حجم معاملات نیز رابطه منفی با چولگی منفی دارد که بیانگر این است که نقدشوندگی بالاتر باعث جذب بهتر شوک‌های اطلاعاتی و جلوگیری از نوسانات شدید می‌شود (Chen et al., 2010). در مقابل، اهرم مالی با چولگی منفی رابطه مثبت دارد که منطقی است زیرا شرکت‌های با اهرم بالا در شرایط نامطلوب اقتصادی بیشتر در معرض خطر نکول قرار دارند و سرمایه‌گذاران در چنین شرکت‌هایی با کوچک‌ترین اخبار منفی واکنش شدیدتری نشان می‌دهند (Callen & Fang, 2015).

از منظر ادبیات بین‌المللی نیز یافته‌های این پژوهش قابل حمایت است. پژوهش (Lettau et al., 2015) نشان داد که ناهمگونی سهامداران و تفاوت در ترجیحات ریسک و افق سرمایه‌گذاری می‌تواند ریسک سقوط و چولگی منفی را افزایش دهد. همچنین (Albuquerque, 2009) بیان کرد که تفاوت در افق سرمایه‌گذاری و رفتار سهامداران از طریق افزایش پراکندگی انتظارات و تشدید واکنش‌های هیجانی می‌تواند به توزیع نامتقارن بازده و افزایش چولگی منفی منجر شود. یافته‌های (Benkraiem et al., 2022) نیز به‌طور مشخص تأیید می‌کند که سهم بالاتر سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت با بازده‌هایی با چولگی منفی بیشتر مرتبط است، درحالی‌که سهم بالاتر سرمایه‌گذاران بلندمدت این ریسک را کاهش می‌دهد. حتی (Giannetti & Yu, 2021) که به مزایای انعطاف‌پذیری سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت اشاره می‌کنند، تأکید دارند که این گروه در شرایط عادی می‌توانند نوسانات کوتاه‌مدت را تشدید کنند.

به طور کلی، یافته‌های پژوهش حاضر نشان می‌دهد که ناهمگونی سهامداران نهادی و به‌ویژه ترکیب افق‌های سرمایه‌گذاری آنان، نقش معناداری در شکل‌دهی به چولگی منفی بازده سهام دارد. این نتایج ضمن تأیید شواهد پیشین، بر اهمیت توجه به ساختار مالکیت نهادی در تحلیل ریسک سقوط قیمت و ثبات بازار سرمایه تأکید می‌کند. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت می‌توانند به عنوان عاملی کاهنده ریسک و تقویت‌کننده ثبات بازار ایفای نقش کنند، در حالی که غلبه سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت می‌تواند باعث افزایش ریسک سقوط و تضعیف پایداری بازار گردد. این یافته از منظر سیاست‌گذاری بازار سرمایه در ایران نیز اهمیت دارد، زیرا نشان می‌دهد تشویق به حضور و تقویت نقش سرمایه‌گذاران بلندمدت می‌تواند به کاهش ریسک سیستماتیک و ارتقای تاب‌آوری بازار کمک نماید.

این پژوهش با وجود ارائه یافته‌های ارزشمند با چند محدودیت همراه است. نخست آن‌که دوره زمانی پژوهش صرفاً پنج سال را پوشش می‌دهد و ممکن است برای تعمیم نتایج به دوره‌های طولانی‌تر کافی نباشد. دوم این‌که داده‌های مورد استفاده بر اساس اطلاعات تاریخی و صورت‌های مالی منتشرشده گردآوری شده‌اند و امکان لحاظ‌کردن تغییرات کیفی در رفتار سرمایه‌گذاران در بازه‌های کوتاه‌مدت وجود نداشته است. همچنین، پژوهش حاضر صرفاً به تفکیک سرمایه‌گذاران نهادی به دو گروه بلندمدت و کوتاه‌مدت پرداخته و سایر ابعاد ناهمگونی سهامداران مانند تفاوت‌های جغرافیایی، صنعتی یا ترجیحات ریسک مورد بررسی قرار نگرفته است.

پژوهش‌های آینده می‌توانند با گسترش بازه زمانی مطالعه و استفاده از داده‌های روزانه یا هفتگی، پویایی‌های کوتاه‌مدت رفتار سهامداران را با دقت بیشتری بررسی کنند. همچنین پیشنهاد می‌شود سایر ابعاد ناهمگونی سهامداران، مانند تفاوت در اندازه پرتفوی، راهبردهای معاملاتی یا موقعیت جغرافیایی آنان در تحلیل لحاظ شود. استفاده از روش‌های پیشرفته‌تر اقتصادسنجی مانند مدل‌های داده‌های تابلویی پویا یا روش‌های گشتاور تعمیم‌یافته نیز می‌تواند به بهبود دقت برآوردها و تبیین بهتر روابط کمک کند. افزون بر این،

بررسی اثر متغیرهای کلان اقتصادی و شوک‌های بیرونی مانند تحریم‌ها یا بحران‌های مالی جهانی بر رابطه بین ناهمگونی سهامداران و چولگی منفی می‌تواند به غنای ادبیات این حوزه بیفزاید.

بر اساس یافته‌های این پژوهش، پیشنهاد می‌شود نهادهای ناظر بازار سرمایه سیاست‌هایی را طراحی کنند که حضور سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت را تشویق و انگیزه‌های سوداگران سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت را محدود کند. شرکت‌ها نیز می‌توانند با ارتقای شفافیت اطلاعاتی، به جذب سرمایه‌گذاران پایدار کمک کرده و از فشارهای کوتاه‌مدت بکاهند. همچنین مدیران پرتفوی و سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند در تحلیل‌های مدیریت ریسک خود، سهم سرمایه‌گذاران بلندمدت و کوتاه‌مدت در ساختار مالکیت شرکت‌ها را به عنوان یک شاخص کلیدی لحاظ کنند تا بتوانند احتمال وقوع بازده‌های نامطلوب را بهتر پیش‌بینی کرده و تصمیمات سرمایه‌گذاری دقیق‌تری اتخاذ نمایند.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

تشکر و قدردانی

از تمامی کسانی که در طی مراحل این پژوهش به ما یاری رساندند تشکر و قدردانی می‌گردد.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

حمایت مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

موازن اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازن و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

References

- Albuquerque, R. (2009). Skewness in stock returns, periodic cash payouts, and investor heterogeneity. *Journal of Finance*, 64(2), 1243-1280. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01464.x>
- An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 21, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.01.001>
- Attig, N., Cleary, S., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2012). Institutional Investment Horizon and Investment-cash Flow Sensitivity. *J. Bank. Financ.*, 36, 1164-1180. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.11.015>
- Baghni, A., & Beigi, B. (2024). Investigating the Impact of Long-Term Institutional Investors on Stock Return Negative Skewness. *Quarterly Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 8(95), 282-288.
- Benkraiem, R., Goutte, S., Saadi, S., Zhu, H., & Zhu, S. (2022). Investor Heterogeneity and Negative Skewness in Stock Returns: Evidence from Institutional Investors. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 81, 101690. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101690>
- Boehmer, E., & Kelley, E. (2009). Institutional Investors and the Informational Efficiency of Prices. *Rev. Financ. Stud.*, 22, 3563-3594. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp028>
- Burns, N., Kedia, S., & Lipson, M. (2010). Institutional Ownership and Monitoring: Evidence from Financial Misreporting. *J. Corp. Finance*, 16, 443-455. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.06.001>

- Callen, J. L., & Fang, X. (2015). Short interest and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 60, 181-194. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.08.009>
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. (2010). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61, 345-381. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00066-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00066-6)
- Derrien, F., Kecskes, A., & Thesmar, D. (2013). Investor Horizons and Corporate Policies. *J. Financ. Quant. Anal.*, 48, 1755-1780. <https://doi.org/10.1017/S0022109013000628>
- Garg, M., Khedmati, M., Meng, F., & Thoradeniya, P. (2022). Tax avoidance and stock price crash risk: Mitigating role of managerial ability. *International Journal of Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2022-0103>
- Giannetti, M., & Yu, X. (2021). Adapting to Radical Change: The Benefits of Short Horizon Investors. *Manag. Sci.*, 67, 4032-4055. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2020.3702>
- Grewal, R., Cote, J. A., & Baumgartner, H. (2010). Multicollinearity and measurement error in customer satisfaction research: Toward greater validity in shareholder value linkage. *Journal of Marketing Research*, 47(4), 698-712. <https://doi.org/10.1509/jmkr.47.4.698>
- Hejazi, R., Khatami, S. K., Abolhasani Targhi, A., & Ebrahimi, M. (2020). The Relationship Between Stock Price Crash Risk and Stable and Transient Institutional Investors. *Financial Accounting and Auditing Researches*, 12(45), 81-102.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2019). R2 around the world: new theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257-292. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.11.003>
- Lettau, M., Maggiori, M., & Weber, M. (2015). Capital share risk and shareholder heterogeneity in U.S. stock pricing. *The Journal of Finance*, 70(5), 1753-1792. <https://doi.org/10.1111/jofi.12291>
- Yan, X., & Zhang, Z. (2009). Institutional Investors and Equity Returns: Are Short-term Institutions Better Informed? *Rev. Financ. Stud.*, 22, 893-924. <https://doi.org/10.1093/revfin/hhl046>