



## رابطه بین سقوط قیمت سهام و سهامداران نهادی پایدار و گذرا

رضوان حجازی<sup>۱</sup>

سیدکمال خاتمی<sup>۲</sup>

علیرضا ابوالحسنی طرقي<sup>۳</sup>

محسن ابراهیمی<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۰/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۲/۱۴

### چکیده

بر اساس تئوری نمایندگی همواره این احتمال وجود دارد که مدیران شرکت لزوماً به نفع سهامداران تصمیم نگیرند و به امید بدست آوردن خبرهای خوب در آینده، زمینه‌های ایجاد محیط گزارشگری غیر شفاف و به تبع احتمال سقوط قیمت سهام را فراهم آوردند. در مقابل مفاهیم حاکمیت شرکتی با تأکید بر سهامداران نهادی از آن‌ها به‌عنوان سازوکار کنترلی جهت مقابله با رویکرد فرصت‌طلبانه و انعقاد قراردادهای کارا، بر نقش سرمایه‌گذاران نهادی در مکانیسم راهبری شرکت و توانایی بالقوه‌ای آن‌ها در تأثیرگذاری بر رویه‌ها و سیاست‌های اتخاذشده از سوی مدیران تأکید می‌کنند. بر همین مبنا مطالعه در خصوص نقش سرمایه‌گذاران نهادی در سقوط ناگهانی قیمت سهام ضروری به نظر می‌رسد. از این‌رو پژوهش حاضر با بهره‌گیری از دو فرضیه نظارت کارآمد و همگرایی منافع و طبقه‌بندی نمودن سهامداران نهادی به دو گروه سهامداران نهادی پایدار و گذرا رابطه بین سهامداران نهادی با سقوط قیمت سهام (با دو مدل کانت و ضریب چولگی بازده منفی) را با استفاده از اطلاعات ۱۵۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی قرار داده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین سهامداران نهادی پایدار با سقوط قیمت سهام (مدل کانت و ضریب چولگی بازده منفی) رابطه منفی و معناداری وجود دارد. لیکن این رابطه بین

۱- استاد گروه حسابداری، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) hejazi33@gmail.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه غیرانتفاعی دماوند، دماوند، ایران، kamal.khatami@yahoo.com

۳- کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

۴- کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران.

سهامداران نهادی گذرا با سقوط قیمت سهام (مدل کانت و ضریب چولگی بازده منفی) برقرار نیست؛ که این موضوع بر تفاوت قائل شدن بین سهامداران نهادی پایدار و گذرا و همچنین تأکید بر سهامداران نهادی پایدار به عنوان سازوکار کنترلی مؤثر بر ارکان راهبری سازمان و مقابله با سقوط ناگهانی قیمت سهام اشاره می‌نماید.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، سقوط قیمت سهام، سهامداران نهادی پایدار، سهامداران نهادی گذرا.

## ۱- مقدمه

سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان گروهی از سرمایه‌گذاران به‌واسطه دسترسی به منابع عظیم مالی، نقش مهمی در توسعه اقتصادی بازار سرمایه ایفا می‌کنند و به‌عنوان یکی از بازیگران اصلی بازارهای سرمایه در حال کسب جایگاه ویژه‌ای در بازارهای سهام سراسر جهان هستند. به‌طوری‌که مالکیت نهادی در بازارهای سرمایه ایالات متحده، در چند دهه گذشته روند رو به رشدی داشته است. سرمایه‌گذاران نهادی با نگره‌داشتن ۷۸٫۵٪ از سهام عادی ایالات متحده در سال ۲۰۰۷ به سرمایه‌گذار عمده در سهام، در ایالات متحده در طول ۲۰ سال گذشته تبدیل شده‌اند (آن و تینگ، ۲۰۱۳). همچنین امروزه از سهامداران نهادی به‌عنوان سازوکار نظارتی و حمایتی مؤثر در خصوص حفاظت و حمایت از سهامداران در بازارهای نوظهور یاد می‌کنند. بر همین مبنا، مطالعه در خصوص لزوم استقرار و تقویت نظام حاکمیت شرکتی در بازار نوظهور ایران و همچنین بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی و اثرات حضور آن‌ها در چنین بازارهایی از اهمیت زیادی برخوردار است و می‌تواند تأکید مجددی در جهت تقویت کارایی بازار سرمایه باشد. از این‌رو پژوهش حاضر با بهره‌گیری از دو فرضیه نظارت کارآمد و همگرایی منافع و طبقه‌بندی نمودن سهامداران نهادی به دو گروه سهامداران نهادی پایدار و گذرا درصدد بررسی رابطه بین سهامداران نهادی با سقوط قیمت سهام می‌باشد.

## ۲- مبانی نظری و بیان مسئله

با آغاز مالکیت شرکتی از طریق مالکیت سهام و ظهور تئوری‌های نوین از جمله تئوری نمایندگی که در متون اقتصادی (موریس و دیگران، ۲۰۰۱) بیمه (هابریچ، ۱۹۸۵) مدیریت (جنسن، ۱۹۹۸) و حسابداری (بیمن، ۱۹۸۲) بر آن تأکید می‌شود، رابطه مالکان به‌عنوان کارگزار و مدیران به‌عنوان کارگزار را مورد کنکاش قرار می‌دهد. در این تئوری مدیران به‌عنوان افرادی ریسک‌گریز و توانا در پیش‌بینی وضعیت آینده شرکت شناخته شده و مالکان به‌عنوان افرادی بی‌تفاوت نسبت به ریسک و ناتوان در پیش‌بینی وضعیت آینده شرکت، معرفی می‌شوند. طبق تئوری نمایندگی و با استناد به تئوری انتخاب عقلانی<sup>۱</sup> انگیزه‌های متفاوت بین مدیران و مالکان، موجب تضاد منافع بین مدیران و سایر گروه‌های ذینفع گردیده است و برخی مدیران واحدهای تجاری با دو رویکرد فرصت‌طلبانه و انعقاد قراردادهای کارا و به امید به دست آوردن خبرهای خوب در آینده دارای انگیزه هستند تا شرکت‌های تحت کنترل خود را از طریق سیاست‌ها و رویه‌هایی محافظه‌کارانه که منجر به انتقال حجم معینی از اخبار بد به آینده می‌گردد؛ وضعیت واحد تجاری را بیش از اندازه مطلوب نشان دهند و ناتوانی‌های خود در اداره شرکت‌ها را به مدیران آینده انتقال دهند. بلانچار<sup>۲</sup> (۱۹۹۴) معتقد

است درجایی که مدیران به جای حداکثر نمودن قیمت سهام به دنبال کسب منافع شخصی هستند، مشکلاتی از جمله عدم تقارن اطلاعاتی، اثرات انتخاب نامطلوب، خطر اخلاقی، عدم اطمینان شراکت در ریسک (نمازی ۱۳۸۴) به وضوح قابل رؤیت است. هاتن (۲۰۰۹)، کالن و فانگ (۲۰۱۱) در پژوهش‌های خود به این نتیجه رسیدند که مدیران می‌کوشند تا همواره اخبار بد را منتشر نکنند و درصد پنهان داشتن اخبار بد می‌باشند. وجود مسائل ناشی از تئوری نمایندگی در آینده نه‌چندان دور تبعات جبران‌ناپذیری را نه‌تنها برای شرکت بلکه برای بدنه اقتصاد جامعه به دنبال خواهد داشت، چراکه این‌گونه مسائل شفافیت و کیفیت اطلاعات در بازارهای سرمایه را با چالش مواجه نموده و زمینه‌های بروز ناکارایی در بازار بورس اوراق بهادار به‌عنوان رکن اصلی بازار سرمایه کشور و به‌تبع آن سقوط قیمت سهام را فراهم می‌نمایند. صاحب‌نظران در تبیین پدیده سقوط قیمت سهام، به کژ منشی‌های مدیران اشاره می‌نمایند و معتقدند انتشار اخبار بد انباشته‌شده در سنوات گذشته، سرمایه‌گذاران را به تکاپو وادار می‌کند و موجب می‌شود تا آن‌ها در باورهای پیشین خود تجدیدنظر کرده و انتظار خود را بر اساس اطلاعات جدید تعدیل نمایند. در مقابل فعالان بازارهای سرمایه با چنین به‌مفاهیمی همچون حاکمیت شرکتی متوسل شدند. حاکمیت شرکتی<sup>۳</sup> یکی از جنبه‌های اصلی و پویای تجارت بوده که از دهه ۱۹۹۰ در کشورهای صنعتی پیشرفته جهان نظیر انگلستان، استرالیا و برخی کشورهای اروپایی مطرح شده است و توجه به آن به‌طور تصاعدی در حال افزایش است به‌گونه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی، حسابداران و حسابرسان و سایر بازیگران صحنه پول و سرمایه از فلسفه وجودی و ضرورت اصلاح و بهبود دائمی آن آگاه‌اند (حساس یگانه ۱۳۸۴). حاکمیت شرکتی با تأکید بر ۳ اصل انصاف، شفافیت و مسئولیت‌پذیری، به دنبال ایجاد سازوکارهای متنوع جهت کنترل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران است که از جمله آن می‌توان به نقش مالکان نهادی در کاهش هزینه‌های نمایندگی اشاره نمود. با افزایش میزان مالکیت نهادی در طول زمان بسیاری از فعالان بازار سرمایه و صاحب‌نظران با تأکید بر مزیت نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی از آن‌ها به‌عنوان ناظران بالقوه (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶) و سازوکار کنترلی مؤثر جهت کاهش تضاد منافع بین مدیران و مالکان و بهبود عملکرد شرکت یاد می‌کنند. همچنین برخی دیگر از فعالان این عرصه با اشاره به مفهوم نظارت کارآمد، معتقدند وجود سهامداران نهادی به استقرار نظام حاکمیت شرکتی منجر شده، از هزینه نمایندگی می‌کاهد و منجر به کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام می‌گردد. (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷) تمرکز بالای مالکیت، در اثر حضور سرمایه‌گذاران را سودمند می‌دانند و معتقدند تمرکز مالکیت به کاهش مسائل نمایندگی و حمایت از سهامداران می‌انجامد. کوئو (۲۰۰۹) معتقد است در بازارهای نوظهور که سازوکارهای کنترلی و حمایتی مؤثری در خصوص حمایت از سهامداران وجود ندارد، حضور سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار

مالکیتی شرکت می‌تواند در نظارت بر عملیات مدیریتی و کاهش واگرایی میان منافع مدیران و مالکان مؤثر واقع شود. نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) معتقدند مالکان نهادی نه تنها انگیزه، بلکه تخصص و منابع لازم برای نظارت بر شرکت را نیز دارند؛ بنابراین قادرند علاوه بر منافع خود، منافع عموم سهامداران را تأمین کنند.

ابزارهای کنترلی در کنار مزایایی که دارند دارای معایبی نیز می‌باشند، حال آنکه سهامداران نهادی به‌عنوان ابزار کنترلی مدیران از این مهم مستثنا نیستند. به‌بیان دیگر باید این موضوع را همواره مدنظر قرارداد که انگیزه تمام سرمایه‌گذاران نهادی در نظارت بر عملکرد شرکت و مدیران یکسان نیست. (ماگ، ۱۹۹۸) معتقد است، استفاده از توانایی‌های سرمایه‌گذاران نهادی برای نظارت بر مدیریت بستگی به میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها دارد و هر چه قدر میزان سرمایه‌گذاری توسط آن‌ها بیشتر باشد، پایداری سرمایه‌گذاری آن‌ها بیشتر و نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹). همچنین برخی از صاحب‌نظران با تأکید بر مفهوم همگرایی منافع معتقدند، این احتمال وجود دارد که منافع سرمایه‌گذاران نهادی با منافع مدیران همسو شده و باعث بی‌ثباتی قیمت‌های سهام می‌شوند. (گوین و چن، ۲۰۰۸) در تحقیق خود با بررسی رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران نهادی و تأثیر آن بر قیمت سهام به این نتیجه رسیدند که وقتی سرمایه‌گذاران نهادی بازیگران اصلی بازار سرمایه می‌شوند، انجام رفتار توده‌وار از طرف آن‌ها ممکن است باعث بی‌ثباتی قیمت سهام و در نتیجه نوسان بازده شود. (دیانتی، مرادزاده و محمودی، ۱۳۹۱) در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که حضور سرمایه‌گذاران نهادی باوجود تمرکز بر مالکیت می‌تواند اثرات منفی از جمله دسترسی به اطلاعات محرمانه، عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه‌های ذینفع، نابسامانی بازار اوراق بهادار را داشته باشد و منجر به تعیین غیرواقعی قیمت سهام، توسط سهامداران گردد. در همین راستا پژوهشگرانی از جمله (چنگ و ریتنگا، ۲۰۰۰)، سرمایه‌گذاران نهادی را به‌عنوان یک گروه با ویژگی‌های متجانس در تمامی زمینه‌ها و دارای چشم‌انداز مشابه تلقی نمی‌کنند و آن‌ها را به دو گروه سرمایه‌گذاران پایدار<sup>۴</sup> و سرمایه‌گذاران گذرا<sup>۵</sup> دسته‌بندی می‌نمایند و معتقدند که سرمایه‌گذاران نهادی گذرا برخلاف سهامداران نهادی پایدار به تجارت بیش از نظارت تمایل دارند. به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران نهادی، در مقام سهامداران عمده شرکت‌ها، هم علت و هم چاره مشکل نمایندگی را بازنمایی می‌کنند. (حساس یگانه و پوریا نسب، ۱۳۸۴). از این رو در مطالعه پیش رو این سؤال مطرح است که آیا سرمایه‌گذاران نهادی با پیاده‌سازی حاکمیت شرکتی می‌توانند زمینه‌های افزایش شفافیت اطلاعاتی و به تبع آن کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران را فراهم آورند و باعث حرکت بازار سرمایه به سمت بازار کارا شده و موجبات برخورداری از مزایای چنین بازارهایی که همانا جلوگیری از سقوط ناگهانی قیمت

سهام<sup>۶</sup> را فراهم آورند؟ و آیا بایستی بین سرمایه‌گذاران نهادی گذرا<sup>۷</sup> و سرمایه‌گذاران نهادی پایدار<sup>۸</sup> در این زمینه تفاوت قائل شد و یا خیر؟

### ۳- پیشینه تحقیق

تعداد تحقیقات انجام شده در زمینه حاکمیت شرکتی در طی دهه اخیر به طور قابل توجهی افزایش یافته است. در تحقیقات اخیر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و شاخص‌های بازار سرمایه از جنبه‌های مختلف بررسی شده است. بعضی از محققین معیارهای مختلف کیفیت اطلاعات را مورد توجه قرار داده‌اند، بعضی ترکیب و ساختار هیئت‌مدیره و بعضی ساختار مختلفی از هیئت‌مدیره در حاکمیت شرکتی را مورد توجه قرار داده‌اند؛ که از جمله آن می‌توان به موارد زیر اشاره نمود.

هاتن (۲۰۱۱) در تحقیقی به بررسی ارتباط عدم شفافیت اطلاعات و سقوط ناگهانی قیمت سهام پرداخت و دریافت که بین عدم شفافیت اطلاعات و احتمال سقوط ناگهانی قیمت سهام ارتباط مثبت وجود دارد. چونگ و همکاران (۲۰۰۹) شواهدی ارائه نمودند مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاران نهادی از درگیر شدن مدیریت در مدیریت اقلام تعهدی برای هموارسازی سود در جهت دستیابی به سطح مطلوب سود، جلوگیری می‌کنند. مرچیکا (۲۰۱۰) در بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاران نهادی و ساختار بدهی‌های به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مستقیمی با بدهی‌های کوتاه‌مدت دارند و سرمایه‌گذاران نهادی با نظارت بر مدیر مانع از هموارسازی سود و همچنین ایجاد بدهی‌های بلندمدت می‌شود. بوهل و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی خود دریافت افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی اثر ثابت‌کنندگی بر نوسان پذیری بازده سهام دارد، چراکه آنان قیمت سهام را به سرعت با اطلاعات جدید تنظیم کرده، باعث کارآتر شدن بازار سهام می‌گردند. جین و میرز (۲۰۰۶) با بررسی رابطه بین عدم شفافیت اطلاعاتی و ریزش قیمت سهام را در بازار سرمایه کشورهای مختلف به این نتیجه رسیدند که همواره در بازارهایی که عدم شفافیت اطلاعات مالی در آن بالاتر است به این دلیل که به مدیران فرصت بیشتری برای پوشاندن اخبار بد از ذینفعان شرکت می‌دهد تعدد ریزش قیمت سهام نیز در آن بیشتر است. همچنین تاکنون تحقیقی به صورت مستقیم رابطه بین ریسک سقوط ناگهانی قیمت سهام و سهامداران نهادی پایدار و گذرا را در ایران مورد بررسی قرار نداده است. لیکن برخی از مرتبط‌ترین تحقیقات داخلی می‌توان به موارد زیر اشاره نمود.

جهانشاد و شعبانی (۱۳۹۴) در تحقیقی دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت جریانات نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی تأثیر منفی و معنادار و در شرکت‌های فاقد محدودیت در تأمین مالی تأثیر معناداری ندارد همچنین حساسیت جریانات

نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که دارای محدودیت در تأمین مالی، نسبت به شرکت‌هایی که دارای محدودیت در تأمین مالی نیستند، بیشتر است. حساس یگانه و دیگران (۱۳۸۷) در تحقیقی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت را مورد بحث و بررسی قرار داده‌اند. در این تحقیق نگرش‌های مختلفی از فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع، در مورد سرمایه‌گذاران نهادی، مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های این تحقیق، حاکی از آن است سرمایه‌گذاران نهادی، محرک‌هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند را نیز دارا می‌باشند. ابراهیمی کردلر و همکاران (۱۳۸۹) در مطالعه‌ای نشان می‌دهند که ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت مثبت و معنادار است. همچنین با تقسیم کردن مالکین نهادی به دو گروه فعال و منفعل، ارتباط انواع سرمایه‌گذاران نهادی موجود در ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها نیز مورد بررسی قرار داده شد. یافته‌ها آن‌ها گویای یک رابطه مثبت معنادار بین هر دو نوع مالکیت نهادی (اعم از فعال و منفعل) با عملکرد شرکت بوده و ادعا تأثیر فعال بودن یا نبودن سرمایه‌گذاران نهادها بر نقش نظارتی را رد می‌کنند. همچنین فروغی و همکاران (۱۳۹۰) در مطالعه‌ای تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی سهام مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که عدم شفافیت اطلاعات مالی (اقدام به مدیریت سود)، ریسک سقوط آتی قیمت سهام را افزایش می‌دهد. به بیان دیگر، در شرایط عدم وجود شفافیت در گزارشگری مالی مدیران به علل متعدد، از جمله حفظ شغل خود، از افشای اخبار منفی خودداری می‌کنند. با ادامه روند عدم افشای اخبار منفی، این نوع اطلاعات در داخل شرکت انباشته شده و هنگامی که به یک باره وارد بازار می‌شود به سقوط سهام منجر می‌گردد. از این رو عدم شفافیت اطلاعات مالی احتمال ورود ناگهانی توده اخبار بد به بازار و در نتیجه، ریسک سقوط آتی قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

#### ۴- فرضیه‌های تحقیق

با توجه به استدلال‌های موجود در بخش بیان مسئله مطالعه پیش رو، فرضیه‌هایی به شرح زیر طرح گردیده است. در فرضیه‌های اصلی رابطه بین سهامداران نهادی، سقوط قیمت سهام و در فرضیه‌های فرعی رابطه علت و معلولی میان سرمایه‌گذاران نهادی پایدار و گذرا و سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار می‌گیرد.

##### فرضیه اصلی:

✓ بین سهامداران نهادی و سقوط قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

##### فرضیه‌های فرعی:

- ✓ بین سهامداران نهادی پایدار و سقوط قیمت سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.
- ✓ بین سهامداران نهادی گذرا و سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

### ۵- متغیرهای تحقیق

در این تحقیق برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از سه گروه متغیر مستقل، وابسته، کنترلی به شرح زیر استفاده شده است.

#### ۵-۱- متغیر مستقل: سهامداران نهادی $IO_{i,t}$

طبق بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا سرمایه‌گذاران نهادی عبارت‌اند از: ۱- بانک‌ها و بیمه‌ها ۲- هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت‌شده نزد سازمان بهادار، ۳- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵٪ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند. ۵- شرکت‌های دولتی ۶- اعضای هیئت‌مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند. لذا در این تحقیق جهت محاسبه سهم مالکان نهادی از بند ۲۷ ماده قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا استفاده شده است. همچنین در این تحقیق سهامداران نهادی به دو گروه سهامداران نهادی فعال (پایدار) و سهامداران نهادی گذرا (منفعل یا غیرفعال) تقسیم شده‌اند. سرمایه‌گذاران نهادی فعال (پایدار) به سرمایه‌گذارانی اطلاق می‌گردد که دارای گردش پرتفوی پایینی بوده و دیدگاه بلندمدت نسبت به شرکت دارند و با نظارت فعالانه بر مدیریت و تصمیمات وی، انگیزه‌هایی را برای مسئولیت‌پذیری بیشتر مدیریت فراهم می‌آورند. همچنین سرمایه‌گذاران نهادی گذرا (منفعل) به سرمایه‌گذارانی اطلاق می‌شود که دارای گردش پرتفوی بالایی بوده و دیدگاه کوتاه‌مدت نسبت به شرکت دارند به طوری که به تجارت بیش از نظارت تمایل دارند. لذا در این تحقیق با بهره‌گیری از پژوهش‌های داخلی از جمله نوروش، ابراهیمی و کرد لر (۱۳۸۴)، برای مقایسه شرکت‌های با مالکیت نهادی فعال و مالکیت نهادی گذرا، در ابتدا کلیه شرکت‌های موجود در نمونه مورد بررسی بر اساس متغیر مالکیت نهادی (در هر سال مالی) به ترتیب مرتب‌شده، سپس از آن‌ها دو نمونه یافته به روش زیر استخراج می‌گردد.

۱) نمونه با مالکیت نهادی فعال که شامل شرکت‌هایی می‌شود که در چارک بالای مالکیت

نهادی قرار دارد  $IODED_{i,t}$

۲) نمونه با مالکیت نهادی گذرا که شامل شرکت‌هایی می‌شود که در چارک پایینی مالکیت

نهادی قرار دارد  $IOTRA_{i,t}$



### ۵-۲- متغیرهای وابسته: همزمانی قیمت (بازده) سهام

یکی از جنبه‌های کاربردی کارایی بازار اوراق بهادار آن است که قیمت بازار یک سهم باید در طول زمان دارای نوسانات تصادفی باشد؛ یعنی، بین بازده یک سهم نباید هیچ نوع همبستگی سلسله‌ای (زمانی) وجود داشته باشد. (اسکات، ۲۰۰۳). از دیدگاه (کارلتون و فیشل، ۱۹۸۳) همزمانی قیمت دامنه‌ای است که در آن، بازده بازار و صنعت، تفاوت بازده سهام در سطح شرکت را نشان می‌دهد. از این رو در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری همزمانی قیمت سهام همچون (آن و تینگ، ۲۰۱۳) از مدل (پیوتروسکی و رولستون، ۲۰۰۴) استفاده می‌نماییم. در این مدل که به شرح معادله ۱ است، ضریب تعیین  $R^2$  بازده سهام و بازده بازار برحسب صنعت به‌عنوان معیار همزمانی قیمت سهام شناخته می‌شود. از این مدل (هنگ و زانگ، ۲۰۱۳)، (جیم و همکاران، ۲۰۰۶)، (مورک و همکاران، ۲۰۰۰) و (احمدپور و پیکرنگار، ۱۳۹۱) نیز استفاده کرده‌اند.

رابطه (۱)

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot r_{m,t} + \gamma_i \cdot r_{k,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$r_{i,t}$  بازده سهام شرکت برای ماه t.

$r_{m,t}$  بازده بازار برای ماه t

$r_{k,t}$  بازده صنعت شرکت I برای ماه t

همچنین با توجه به اینکه ضریب تعیین  $R^2$  مدل‌های رگرسیونی همواره بین صفر و یک است. لذا از معادله زیر جهت تعدیل و نرمال‌سازی ضریب‌های تعیین استفاده شده است و نتیجه این معادله به نمایندگی از سقوط قیمت سهام در آزمون‌های آماری مورد استفاده قرار می‌گیرد.

رابطه (۱)

$$SYNCH_{i,t} = \ln \left( \frac{R^2_{i,t}}{1 - R^2_{i,t}} \right)$$

### ۵-۳- متغیرهای کنترلی

در این پژوهش از متغیرهای کنترلی به شرح جدول ۱ استفاده شده است.

### جدول ۱- متغیرهای کنترلی پژوهش

نماد متغیر	نام متغیر	توضیحات
NCSKEW	ضریب چولگی منفی	ضریب منفی چولگی بازده ماهانه خاص شرکت است.
SIGM	انحراف استاندارد	انحراف معیار بازده ماهانه خاص شرکت در طول سال مالی است
RET	میانگین بازده ماهانه	میانگین بازده ماهانه خاص شرکت در طول سال مالی است.
ROE	شاخص سودآوری	سود قبل از اقلام غیرمترقبه تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی است.
MTB	فرصت‌های رشد	نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان در پایان سال مالی می‌باشد.
LN SIZE	اندازه شرکت	بیانگر اندازه شرکت است که برابر با لگاریتم جمع دارایی‌های پایان دوره است.
LEV	اهرم مالی	بیانگر اهرم مالی شرکت است که برابر با تسهیلات مالی تقسیم بر جمع دارایی‌های پایان دوره می‌باشد.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۶- جامعه آماری و نمونه‌گیری

آماري شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ و با توجه به اینکه دسترسی به تمام اطلاعات جامعه آماری امکان‌پذیر نیست لذا در این پژوهش جهت جمع‌آوری داده‌ها از روش نمونه‌گیری سامانمند (غربالگری) استفاده شده است. به‌گونه‌ای که نمونه آماری این پژوهش متشکل از شرکت‌هایی است که دارای ویژگی‌های زیر (صفت مشخصه) باشد.

(۱) داده‌ها و اطلاعات آن‌ها طی سال ۱۳۸۵-۱۳۹۲ در دسترس باشد.

(۲) سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشد و در طول دوره زمانی تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

(۳) شرکت سرمایه‌گذاری یا با فعالیت خاص (بیمه، واسطه‌گر مالی، بانک، لیزینگ، سرمایه‌گذاری) نباشند.

### ۷- روش پژوهش

این تحقیق از لحاظ طبقه‌بندی بر مبنای هدف از نوع کاربردی است. همچنین با توجه به اینکه تحقیق حاضر در پی بررسی امکان وجود روابط علت و معلولی بین عوامل و شرایط خاص از طریق

مشاهده و مطالعه نتایج گذشته در این عوامل می‌باشد لذا تحقیق پیش رو از لحاظ طبقه‌بندی برحسب روش، از نوع توصیفی - پس رویدادی است. برای جمع‌آوری اطلاعات در زمینه‌های مبانی نظری و ادبیات تحقیق و همچنین تبیین و توصیف مدل‌ها از روش کتابخانه‌ای نظیر مقالات، شبکه جهانی اطلاعات (اینترنت)، پایان‌نامه و کتاب‌های مرتبط استفاده شده است. همچنین جهت جمع‌آوری داده‌های موردنیاز به منظور آزمون نمودن فرضیه‌های تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۹۱، بانک‌های اطلاعاتی رایانه‌ای (نرم‌افزار ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز)، سایت بورس اوراق بهادار کمک گرفته شده است. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار Excel اصلاح و طبقه‌بندی و بر اساس متغیرهای موردبررسی وارد نرم‌افزار Eviews گردیده است. تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم‌افزار Eviews انجام شده است. همچنین به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش و تعیین وجود رابطه معنی‌داری بین متغیرهای مستقل و وابسته علاوه بر استفاده از تحلیل‌های توصیفی مناسب، از تحلیل ضریب همبستگی پیرسون و رگرسیون لجستیک به نمایندگی از تحلیل‌های استنباطی استفاده شده است و برای برآورد مدل‌های رگرسیونی موارد زیر در پژوهش حاضر موردتوجه قرار گرفته است

- (۱) تعیین روش مناسب برای برآورد مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون F لیمر و هاسمن.
- (۲) تخمین مدل رگرسیونی با در نظر گرفتن مفروضات اساسی مدل رگرسیونی شامل صفر بودن میانگین خطاها، ثابت بودن واریانس جمله خطا، عدم وجود خودهمبستگی بین جملات خطا و در نهایت نرمال بودن جملات خطا.
- (۳) تأیید و یا رد فرضیه‌های پژوهش با استفاده از آزمون معنی‌دار بودن مدل رگرسیون به کمک آماره F و آزمون معنی‌دار بودن ضرایب رگرسیون به کمک آماره T

## ۸- یافته‌های پژوهش

### ۸-۱- آمار توصیفی داده‌ها

با توجه به اینکه از روش ترکیب داده‌های پانل و لجستیک برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده می‌کنیم، تعداد مشاهدات سال- شرکت بر اساس داده‌های ترکیبی متوازن ۹۱۲ مشاهده بوده است که اطلاعات مربوط به آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول ۲ منعکس شده است. مقایسه میانگین مشاهدات با میانه آن‌ها و اختلاف اندک آن‌ها بیانگر عادی بودن توزیع مشاهدات است.

جدول ۲ - آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در شرکت‌های نمونه

متغیر	علامت	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف معیار	چولگی	ضریب کشیدگی
سهامداران نهادی	IO	۹۱۲	۰/۷۲۸	۰/۷۸۵	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۰۵	-۱/۳۷۲	۴/۶۷۹
انحراف استاندارد بازده سال گذشته	SIGM	۹۱۲	۰/۰۹۸	۰/۰۸۷	۰/۸۷۴	۰/۰۰۱	۰/۰۷۰	۳/۰۷۴	۲۷/۰۰۸
میانگین بازده ماهانه سال گذشته	RET	۹۱۲	۰/۰۲۳	۰/۰۱۶	۰/۲۸۳	-۰/۱۳۷	۰/۰۴۰	۱/۱۲۵	۶/۵۲۶
شاخص سودآوری	ROE	۹۱۲	۰/۳۲۵	۰/۲۸۸	۳/۱۲۹	-۲/۶۲۵	۱/۰۵۵	۲۰/۵۴۶	۵۴۴/۵۰
اندازه شرکت سال گذشته	SIZE	۹۱۲	۱۳/۳۶۵	۱۳/۲۰۳	۱۸/۴۳۷	۹/۸۲۱	۱/۳۸۰	۰/۷۴۳	۴/۱۸۷
فرصت‌های رشد سال گذشته	MTB	۹۱۲	۲/۲۶۷	۱/۶۲۹	۱۸/۸۵۷	-۱۳/۴۶۷	۲/۴۲۸	۲/۵۴۲	۱۷/۲۶۳
اهرم مالی سال گذشته	LEV	۹۱۲	۰/۶۳۷	۰/۶۳۷	۰/۹۷۰	۰/۰۹۶	۰/۲۱۱	۲/۱۳۱	۲۴/۷۵۱
ریسک سقوط قیمت سهام (مدل کانت)	CRASH	۹۱۲							شرکت‌های دارای ریسک سقوط قیمت سهام ۶۶/۴٪، شرکت‌های فاقد ریسک سقوط قیمت سهام ۳۳/۶٪
ریسک کاهش قیمت سهام (مدل چولگی بازده منفی) سال جاری	NCSKEW	۹۱۲							شرکت‌های دارای ریسک سقوط قیمت سهام سال جاری (مدل چولگی منفی) ۲۷/۲٪، شرکت‌های فاقد ریسک سقوط قیمت سهام ۷۲/۸٪
ریسک کاهش قیمت سهام (چولگی بازده منفی) سال گذشته	NCSKEW	۹۱۲							شرکت‌های دارای ریسک سقوط قیمت سهام سال گذشته (مدل چولگی منفی) ۲۹/۳٪، شرکت‌های فاقد ریسک سقوط قیمت سهام ۷۰/۷٪
نوع سهامدار نهادی	IO_T_1	۹۱۲							شرکت‌های دارای سهامدار نهادی گذرا ۵۰٪، شرکت‌های فاقد سهامدار نهادی گذرا ۵۰٪

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۸-۲- همبستگی بین متغیرها

برای بررسی همبستگی بین متغیرهای کمی از ضریب همبستگی پیرسون بهره‌گیری شده است؛ که نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۳ ارائه شده است. با توجه به مقدار ضریب همبستگی و سطح معنی‌داری آن، هم خطی میان متغیرهای مستقل پژوهش که نتایج تحلیل رگرسیونی را تحت تأثیر قرار دهد، وجود ندارد.

جدول ۳ - ماتریس همبستگی پیرسون برای متغیرهای کمی تحقیق

LEV	MTB	SIZE	ROE	RET	SIGM	IO	SYNCH	متغیر
						۱	-۰/۰۱۱	سهامداران نهادی
							۰/۷۳۷	سطح معناداری
					۱	-۰/۰۵۰	*۰/۰۶۹	انحراف استاندارد بازده سال گذشته
						۰/۱۲۵	۰/۰۳۵	سطح معناداری
				۱	**۰/۶۰۰	-۰/۰۳۳	**۰/۱۰۸	میانگین بازده ماهانه سال گذشته
					۰/۰۰۰	۰/۳۰۷	۰/۰۰۱	سطح معناداری
			۱	۰/۰۵۴	۰/۰۰۳	۰/۰۱۶	۰/۰۱۰	شاخص سودآوری
				۰/۱۰۰	۰/۹۱۸	۰/۶۲۶	۰/۷۴۰	سطح معناداری
		۱	۰/۰۲۰	-۰/۰۱۸	۰/۰۳۵	-۰/۰۵۱	**۰/۱۶۴	اندازه شرکت سال گذشته
			۰/۵۴۱	۰/۵۶۶	۰/۲۸۹	۰/۱۱۸	۰/۰۰۰	سطح معناداری
	۱	**۰/۱۰۸	**۰/۲۴۱	**۰/۲۶۱	**۰/۱۳۷	۰/۰۲۶	۰/۰۵۸	فرصت‌های رشد سال گذشته
		۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۲۱	۰/۰۷۸	سطح معناداری
۱	-۰/۰۲۶	**۰/۰۸۹	-۰/۰۲۰	-۰/۰۴۲	**۰/۰۹۵	**۰/۰۸۲	-۰/۰۰۳	اهرم مالی سال گذشته
	۰/۴۲۶	۰/۰۰۶	۰/۵۳۶	۰/۱۹۶	۰/۰۰۳	۰/۰۱۲	۰/۹۱۰	سطح معناداری

\* و \*\* معنی‌دار به ترتیب در سطح ۹۵٪ و ۹۹٪ اطمینان

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۸-۳- بررسی نرمال بودن و مانایی داده‌ها

اولین مرحله جهت آغاز فرآیند آزمون فرضیه‌های پژوهش تعیین استفاده از روش‌های پارامتریک و یا نا پارامتریک و یا به بیان دیگر بررسی نرمال بودن متغیر وابسته پژوهش می‌باشد. از این رو در این پژوهش برای بررسی نرمال بودن داده‌ها از آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد متغیر وابسته پژوهش دارای توزیع نرمال نبوده؛ لذا برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از روش‌های آماری ناپارامتریک استفاده شده است. همچنین یکی دیگر از پیش‌فرض‌های لازم جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش بررسی مانایی متغیرهای مستقل و یا به عبارت دیگر حصول اطمینان از نتایج آزمون‌های آماری است. از این رو در این پژوهش برای آزمون مانایی از آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته (ADF) استفاده شده است؛ که نتایج این آزمون نشان می‌دهد کلیه متغیرهای مستقل پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد از مانایی برخوردار می‌باشند.

## ۴-۸- نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

## ۴-۸-۱- نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اصلی: بین سهامداران نهادی و سقوط قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد. برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی حداکثر درست‌نمایی - لجیت باینری استفاده شده است. نتیجه آزمون آماری مدل رگرسیونی فرضیه اصلی برای نمونه تحقیق در جدول ۴ ارائه شده است. همان گونه که این جدول نشان می‌دهد، سطح معنی‌داری آماره LR (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای موردپذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. نتایج آزمون نیکویی برازش (آزمون‌های HL و اندروز) نیز نشان می‌دهد الگوی رگرسیونی مزبور از برازش مطلوبی برخوردار است. با توجه به پایین بودن سطح احتمال (Prob.) آماره Z از سطح خطای موردپذیرش، برای ضریب متغیرهای سهامداران نهادی، میانگین بازده ماهانه سال گذشته و اهرم مالی سال گذشته نتایج آزمون نشان می‌دهد که رابطه منفی و معنی‌دار بین سهامداران نهادی و سقوط قیمت سهام (در هر دو مدل کانت و مدل چولگی بازده منفی) در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. ضریب تعیین مک فادن نیز نشان می‌دهد که متغیرهای واردشده در رگرسیون مدل کانت و مدل چولگی بازده منفی به ترتیب ۱۲/۸٪ و ۱۳/۳٪ از تغییرات متغیر سقوط قیمت سهام را توضیح دهند.

جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه اصلی

$CRASH_{it} = \alpha_t + \beta_1 \cdot IO_{i,t-1} + \beta_2 \cdot NCSKEW_{i,t-1} + \beta_3 \cdot SIGMA_{i,t-1} + \beta_4 \cdot RET_{i,t-1} + \beta_5 \cdot ROE_{i,t} + \beta_6 \cdot SIZE_{i,t-1} + \beta_7 \cdot MTB_{i,t-1} + \beta_8 \cdot LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$							
مدل چولگی بازده منفی			مدل کانت			نماد متغیر	نام متغیر
Prob.	آماره Z	ضریب Coefficient	Prob.	آماره Z	ضریب Coefficient		
۰/۰۰۲	-۳/۰۸۳	-۱/۱۰۳	۰/۰۰۰	-۳/۹۰۰	-۱/۴۹۳	$IO_{i,t-1}$	سهامداران نهادی
۰/۵۲۱	۰/۶۴۱	۰/۱۱۱	۰/۵۰۶	-۰/۶۶۴	-۰/۱۰۹	$NCSKEW_{i,t-1}$	ریسک کاهش قیمت سهام (چولگی بازده منفی) سال گذشته
۰/۵۶۲	-۰/۵۷۸	-۰/۸۱۷	۰/۵۶۱	۰/۵۸۱	۰/۷۵۰	$SIGMA_{i,t-1}$	انحراف استاندارد بازده سال گذشته
۰/۸۶۵	-۰/۱۶۸	-۰/۴۲۲	۰/۰۳۳	-۱/۹۷۹	-۴/۱۳۹	$RET_{i,t-1}$	میانگین بازده ماهانه سال گذشته
۰/۰۱۲	-۲/۴۹۸	-۰/۴۷۳	۰/۳۳۲	-۰/۹۶۸	-۰/۰۸۹	$ROE_{i,t}$	شاخص سودآوری

$$CRASH_{it} = \alpha_t + \beta_1 \cdot IO_{i,t-1} + \beta_2 \cdot NCSKEW_{i,t-1} + \beta_3 \cdot SIGMA_{i,t-1} + \beta_4 \cdot RET_{i,t-1} + \beta_5 \cdot ROE_{i,t} + \beta_6 \cdot SIZE_{i,t-1} + \beta_7 \cdot MTB_{i,t-1} + \beta_8 \cdot LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل چولگی بازده منفی			مدل کانت			نماد متغیر	نام متغیر
Prob.	Z آماره	ضریب Coefficient	Prob.	Z آماره	ضریب Coefficient		
۰/۳۲۱	-۰/۹۹۲	-۰/۰۵۶	۰/۳۶۲	-۰/۹۱۱	-۰/۰۴۷	$SIZE_{i,t-1}$	اندازه شرکت سال گذشته
۰/۱۲۵	-۱/۵۳۳	-۰/۰۵۸	۰/۳۹۸	-۰/۸۴۴	-۰/۰۲۷	$MTB_{i,t-1}$	فرصت‌های رشد سال گذشته
۰/۰۱۱	۲/۵۲۹	۰/۹۷۶	۰/۰۰۳	۲/۹۳۸	۱/۱۴۸	$LEV_{i,t-1}$	اهرم مالی سال گذشته
۰/۷۵۵	۰/۳۱۱	۰/۲۵۰	۰/۰۱۵	۲/۴۲۳	۱/۸۶۵	C	مقدار ثابت
۶۵/۷۳۷ (۰/۰۰۰)			۶۲/۶۶۹ (۰/۰۰۰)			آزمون حداکثر درست نمایی (LR Test) سطح معنی‌داری (Prob.)	
۳۱/۵۳۸ (۰/۰۱۳)			۲۴/۲۹۹ (۰/۰۲۹)			آماره HL سطح معنی‌داری (Prob.)	
۳۳/۶۸۵ (۰/۰۱۷)			۲۵/۶۳۶ (۰/۰۴۴)			آماره اندروز (Andrews Statistic) سطح معنی‌داری (Prob.)	
۰/۱۳۳			۰/۱۲۸			ضریب تعیین مک فادن McFadden R-SQ	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۸-۴-۲- نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول: بین سهامداران نهادی پایدار و سقوط قیمت سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

برای آزمون فرضیه فرعی اول از مدل رگرسیونی حداکثر درست‌نمایی - لجیت باینری استفاده شده است. نتیجه آزمون آماری مدل رگرسیونی فرضیه برای نمونه تحقیق در جدول ۵ ارائه شده است. همان گونه که این جدول نشان می‌دهد. سطح معنی‌داری آماره LR (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای موردپذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. نتایج آزمون نیکویی برازش (آزمون‌های HL و اندروز) نیز نشان می‌دهد الگوی رگرسیونی مزبور از برازش مطلوبی برخوردار است. با توجه به پایین بودن سطح احتمال (Prob.) آماره Z از سطح خطای موردپذیرش، برای ضریب متغیرهای سهامداران نهادی پایدار، اندازه شرکت سال گذشته و اهرم مالی سال گذشته نتایج آزمون نشان می‌دهد که بین سهامداران نهادی پایدار و سقوط قیمت سهام

(مدل کانت و مدل چولگی بازده منفی) رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. ضریب تعیین مک فادن نیز نشان می‌دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون مدل کانت و مدل چولگی بازده منفی به ترتیب ۱۰/۷٪ و ۱۰/۴٪ از تغییرات متغیر سقوط قیمت سهام را توضیح دهند.

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

$CRASH_{it} = \alpha_t + \beta_1 \cdot IO\_DED_{i,t-1} + \beta_2 \cdot SKEW_{i,t-1} + \beta_3 \cdot SIGMA_{i,t-1} + \beta_4 \cdot RET_{i,t-1} + \beta_5 \cdot ROE_{i,t} + \beta_6 \cdot SIZE_{i,t-1} + \beta_7 \cdot MTB_{i,t-1} + \beta_8 \cdot LEV_{i,t-1} + \epsilon_{it}$							
مدل چولگی بازده منفی			مدل کانت			نماد متغیر	نام متغیر
Prob.	آماره Z	ضریب Coefficient	Prob.	آماره Z	ضریب Coefficient		
۰/۰۴۲	-۲/۰۲۵	-۳/۱۵۴	۰/۰۰۰	-۲/۵۰۹	-۲/۷۶۳	IO_DED <sub>i,t-1</sub>	سهامداران نهادی پایدار
۰/۹۱۵	۰/۱۰۶	۰/۰۲۷	۰/۸۴۹	۰/۱۹۰	۰/۰۴۳	NCSKEW <sub>i,t-1</sub>	ریسک کاهش قیمت سهام (چولگی بازده منفی) سال گذشته
۰/۶۹۴	۰/۳۹۳	۰/۷۲۹	۰/۳۳۷	-۰/۹۵۹	-۱/۶۲۱	SIGMA <sub>i,t-1</sub>	انحراف استاندارد بازده سال گذشته
۰/۶۶۱	-۰/۴۳۷	-۱/۷۶۰	۰/۵۵۰	-۰/۵۹۷	-۲/۱۳۹	RET <sub>i,t-1</sub>	میانگین بازده ماهانه سال گذشته
۰/۲۷۶	-۱/۰۸۷	-۰/۲۸۲	۰/۳۷۵	-۰/۸۸۶	-۰/۰۷۵	ROE <sub>i,t</sub>	شاخص سودآوری
۰/۰۴۱	-۱/۹۴۲	-۰/۱۴۴	۰/۰۴۰	-۱/۹۱۴	-۰/۱۶۸	SIZE <sub>i,t-1</sub>	اندازه شرکت سال گذشته
۰/۱۱۸	-۱/۵۵۹	-۰/۰۸۷	۰/۸۳۸	-۰/۲۰۴	-۰/۰۰۸	.MTB <sub>i,t-1</sub>	فرصت‌های رشد سال گذشته
۰/۰۰۴	۲/۸۱۳	۱/۸۱۱	۰/۰۰۲	۲/۹۷۴	۱/۶۲۷	LEV <sub>i,t-1</sub>	اهرم مالی سال گذشته
۰/۴۸۹	۰/۶۹۱	۱/۲۹۹	۰/۰۸۵	۱/۷۱۸	۳/۰۴۳	C	مقدار ثابت
۴۲/۶۳۷ (۰/۰۰۳)		۴۶/۸۶۳ (۰/۰۳۱)		آزمون حداکثر درست نمایی (LR Test) سطح معنی داری (Prob.)			
۱۷/۵۵۳ (۰/۰۲۸)		۱۶/۸۱۱ (۰/۰۳۲)		آماره HL سطح معنی داری (Prob.)			
۱۸/۸۰۲ (۰/۰۱۱)		۱۷/۶۰۴ (۰/۰۶۲)		آماره اندروز (Andrews Statistic) سطح معنی داری (Prob.)			
۰/۱۰۴		۰/۱۰۷		ضریب تعیین مک فادن McFadden R-SQ			

منبع: یافته‌های پژوهشگر



### ۸-۴-۳- نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم: بین سهامداران نهادی گذرا و سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

برای آزمون فرضیه فرعی دوم از مدل رگرسیونی حداکثر درست‌نمایی - لجیت باینری استفاده شده است. نتیجه آزمون آماری مدل رگرسیونی فرضیه برای نمونه تحقیق در جدول ۶ ارائه شده است. همان گونه که این جدول نشان می‌دهد. سطح معنی‌داری آماره LR (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای موردپذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. نتایج آزمون نیکویی برازش (آزمون‌های HL و اندروز) نیز نشان می‌دهد الگوی رگرسیونی مزبور از برازش مطلوبی برخوردار است. با توجه به بالا بودن سطح احتمال (Prob.) آماره Z از سطح خطای موردپذیرش، می‌توان این گونه نتیجه گرفت که بین سهامداران نهادی گذرا و سقوط قیمت سهام (مدل کانت و مدل چولگی بازده منفی) رابطه معنی‌داری وجود ندارد؛ بنابراین مدل فرضیه فرعی دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. ضریب تعیین مک فادن نیز نشان می‌دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون مدل کانت و مدل چولگی بازده منفی به ترتیب ۸/۱٪ و ۸/۳٪ از تغییرات متغیر سقوط قیمت سهام را توضیح دهند.

جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

$CRASH_{it} = \alpha_t + \beta_1 \cdot IO_{TRA_{it-1}} + \beta_2 \cdot SKEW_{it-1} + \beta_3 \cdot SIGMA_{it-1} + \beta_4 \cdot RET_{it-1} + \beta_5 \cdot ROE_{it} + \beta_6 \cdot SIZE_{it-1} + \beta_7 \cdot MTB_{it-1} + \beta_8 \cdot LEV_{it-1} + \epsilon_{it}$							
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب Coefficient	آماره Z	Prob.	ضریب Coefficient	آماره Z	Prob.
سهامداران نهادی گذرا	$IO_{TRA_{it-1}}$	-۱/۱۹۴	-۱/۲۴۵	۰/۰۹۴	-۱/۲۳۰	-۱/۲۹۶	۰/۱۰۶
ریسک کاهش قیمت سهام (چولگی بازده منفی) سال گذشته	$NCSKEW_{it-1}$	۰/۱۲۷	۰/۵۳۳	۰/۵۹۳	-۰/۲۶۱	-۱/۰۹۴	۰/۲۷۳
انحراف استاندارد بازده سال گذشته	$SIGMA_{it-1}$	-۲/۹۲۳	-۱/۳۳۱	۰/۱۸۳	۴/۹۸۶	۲/۱۰۶	۰/۰۳۵
میانگین بازده ماهانه سال گذشته	$RET_{it-1}$	۱/۶۲۳	۰/۴۹۳	۰/۶۲۱	-۷/۴۴۳	-۲/۱۱۷	۰/۰۳۴
شاخص سودآوری	$ROE_{it}$	-۰/۶۵۲	-۲/۳۹۶	۰/۰۱۶	-۰/۱۹۳	-۰/۸۸۷	۰/۳۷۴
اندازه شرکت سال گذشته	$SIZE_{it-1}$	-۰/۰۶۶	-۰/۸۶۲	۰/۳۸۸	-۰/۰۴۴	-۰/۵۹۳	۰/۵۵۲
فرصت‌های رشد سال	$MTB_{it-1}$	-۰/۰۲۷	-۰/۵۲۴	۰/۵۹۹	-۰/۰۵۱	-۱/۰۲۰	۰/۳۰۷

$CRASH_{it} = \alpha_t + \beta_1 \cdot IO_{TRA_{i,t-1}} + \beta_2 \cdot SKEW_{i,t-1} + \beta_3 \cdot SIGMA_{i,t-1} + \beta_4 \cdot RET_{i,t-1} + \beta_5 \cdot ROE_{it} + \beta_6 \cdot SIZE_{i,t-1} + \beta_7 \cdot MTB_{i,t-1} + \beta_8 \cdot LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$							
Prob.	Z	ضریب Coefficient	Prob.	Z	ضریب Coefficient	نماد متغیر	نام متغیر
							گذشته
۰/۱۸۶	۱/۳۲۰	۰/۶۰۶	۰/۳۴۹	۰/۹۳۴	۰/۵۱۴	$LEV_{i,t-1}$	اهرم مالی سال گذشته
۰/۴۷۲	۰/۷۱۸	۰/۷۵۶	۰/۰۷۶	۱/۷۶۹	۱/۸۴۸	C	مقدار ثابت
	۱۸/۶۲۳ (۰/۰۱۷)		۲۹/۴۱۸ (۰/۰۰۰)				آزمون حداکثر درست نمایی (LR Test) سطح معنی داری (Prob.)
	۵/۹۱۸ (۰/۶۵۶)		۹/۳۶۳ (۰/۳۱۲)				آماره HL سطح معنی داری (Prob.)
	۸/۵۵۰ (۰/۵۷۵)		۹/۷۸۸ (۰/۴۵۹)				آماره اندروز (Andrews Statistic) سطح معنی داری (Prob.)
	۰/۰۸۳		۰/۰۸۱				ضریب تعیین مک فادن McFadden R-SQ

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۹- بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش با بهره‌گیری از دو فرضیه نظارت کارآمد و همگرایی منافع و طبقه‌بندی نمودن سهامداران نهادی به دو گروه سهامداران نهادی پایدار و گذرا رابطه بین سهامداران نهادی با سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار گرفت. بررسی رابطه بین سهامداران نهادی و سقوط قیمت سهام (مدل کانت و مدل چولگی بازده منفی) نشان می‌دهد بین وجود سهامداران نهادی و سقوط قیمت سهام رابطه معکوس و معناداری وجود دارد؛ که این مهم بر اهمیت سرمایه‌گذاران نهادی جهت تقلیل انگیزه و توانایی مدیریت در به تأخیر انداختن انتشار اخبار بد، کاهش مدیریت سود، افزایش شفافیت اطلاعاتی و به تبع جلوگیری از ایجاد حباب قیمتی در سهام شرکت‌ها که عامل اصلی وقوع ریزش قیمت سهام می‌باشد؛ تأکید می‌نماید. همچنین تحلیل‌ها نشان می‌دهد که بین سهامداران نهادی پایدار و سقوط قیمت سهام رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. این مسئله گویای این مطلب است که افزایش سهامداران نهادی پایدار منجر به کاهش سقوط ناگهانی قیمت سهام و در نتیجه کاهش ریسک بازار اوراق بهادار می‌شود و این مهم بر نقش و جایگاه وجود سهامداران نهادی در کاهش ریسک بازار اوراق بهادار و در نتیجه جذب سرمایه‌های سرگردان به این بازار سرمایه تأکید می‌نماید؛ که امر به نوبه خود ضمن تأثیر مستقیم بر افزایش کارایی بازار سرمایه، تسهیل تأمین مالی شرکت‌های مولد بوسیله را تسهیل و در نتیجه اقتصاد کلان کشور را به سمت پویایی

بیشتر سوق می‌دهد. نتیجه به‌دست‌آمده در پژوهش حاضر با نتایج پژوهش (هنگ آن و تینگ ژانگ، ۲۰۱۳) یکسان است. (هانگ و آستین، ۲۰۰۳) نیز در رابطه با سقوط قیمت سهام به این بحث پرداختند که ناهمگنی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران خود دلیلی برای سرعت بخشیدن به سقوط قیمت سهام است. مدل آن‌ها نشان می‌دهد که اگر تفاوت نظر در بین سرمایه‌گذاران در ابتدا زیاد باشد سرمایه‌گذار تندرو با شنیدن کوچک‌ترین اخبار بد نامطلوب به فروش سریع سهام خود مبادرت می‌ورزد و سعی می‌کند هر چه سریع‌تر از بازار خارج شود که این حرکت در نهایت به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود. از این رو با توجه به نتایج حاصل از تحقیق به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی پیشنهاد می‌شود که هنگام تجزیه تحلیل سهام شرکت‌ها به متغیرهایی که منجر به خطر سقوط قیمت سهام می‌شود مانند سرمایه‌گذاران نهادی توجه خاصی داشته باشند زیرا این متغیر منجر به افزایش ارزش ایجادشده برای سهامداران می‌شود. مدیران همواره باید این نکته را در نظر بگیرند که وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال سقوط قیمت سهام را کاهش و ذهنیت صورت گرفته در مورد دست‌کاری سود را از ذهن ذینفعان پاک کنند و امکان تأمین مالی را تسهیل می‌کند لذا نسبت به ایجاد سازوکار مناسب جهت جذب سهامداران نهادی پایدار اقدام نمایند. همچنین به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با توجه به رابطه منفی سرمایه‌گذاران نهادی با خطر سقوط قیمت سهام برای مشخص شدن ارزش واقعی شرکت‌ها، قوانین و مقرراتی را اتخاذ کنند که تا حد امکان شرکت‌های پذیرفته‌شده از سرمایه‌گذاران نهادی استفاده کنند تا در نهایت بتوانند باعث کاهش تعارضات صورت گرفته به‌وسیله مدیران و سرمایه‌گذاران باشد.

## فهرست منابع

- ۱) احمد پور، احمد، پیکر نگار، (۱۳۹۰)، "تبیین رابطه بین اجزای کیفیت ارقام تعهدی و همزمانی قیمت در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۶، صص ۱۵۱-۱۳۷.
  - ۲) اوما، سکاران (۱۳۸۶)، "روش‌های تحقیق در مدیریت"، ترجمه محمد صائبی، محمود شیرازی، تهران، موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی.
  - ۳) حساس یگانه، یحیی، پوریا نسب، (۱۳۸۴)، "سرمایه‌گذاران نهادی"، حسابدار، شماره ۱۶۴.
  - ۴) حساس یگانه، یحیی، رئیسی، حسینی، (۱۳۸۸)، "رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۳، صص ۱۰۰-۷۵.
  - ۵) دیانتی، زهرا، مراد زاده، محمودی، (۱۳۹۱)، "بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام"، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری سال اول، شماره دوم.
  - ۶) مردای، محمد، (۱۳۸۶)، "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود"، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری.
  - ۷) مهرانی، ساسان، مرادی، اسکندر، (۱۳۸۹)، "رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه‌کارانه"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول، صص ۶۲-۴۷.
  - ۸) نمازی، محمد، شوشتریان، (۱۳۷۷)، "نظریه‌ها الگوها و روش‌های آزمون کارایی بازار سرمایه"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره ۱۴، شماره ۱.
  - ۹) نمازی، محمد، کرمانی، (۱۳۸۷)، "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳.
  - ۱۰) نوروش، ایرج، ابراهیمی کرد لر، (۱۳۸۴)، "بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد"، فصلنامه‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۴۲.
- 11) Abrich, J.G. (2001), "Sharing with A Risk-Neutral Agent", *Economic Review*, 1<sup>st</sup> Quarter, PP.1-90.
  - 12) Blanchard, Oliver, (1979), "Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations", *Economics Letters*, No. 3, PP. 2-10.
  - 13) Bushee, B. J. (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Journal of Accounting Review*, No. 73, PP. 305-334.
  - 14) Bushee.B.J, Noe (2001), "Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Returns Volatility", *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, PP.171.

- 15) Chang, R, Firth Kim, (2002), "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, PP. 29-48.
- 16) Chen, J, Hong, et al, (2001), "Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices", *Journal of financial Economics*, Vol.61, PP. 345-381.
- 17) Cornett, Marcus, Alan, Tehranian, Anthony, (2007), "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 31, PP.1771-1794.
- 18) Cueto, Diego, (2009), "Market Liquidity and Ownership Structure with Weak Protection for Minority Shareholders: Evidence from Brazil and Chile", Working paper: <http://ssrn.com>
- 19) Faccio, M Lasfer, (2000), "Do occupational Pension Funds Monitor Companies in Which They Hold Large Stakes", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, PP. 71-110.
- 20) Fan, J.P., Wong, (2002), "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, PP. 401-425.
- 21) Francis, J, LaFond, et al, (2004), "Costs of Equity and Earnings Attributes", *Accounting Review*, PP. 967-1010.
- 22) Gompers, P.A., Metrick, (2001), "Institutional Investors and Equity Prices", *the Quarterly Journal of Economic*, Vol.116, No.1, PP.229-259.
- 23) Healy, P., Wahlen, (1999), "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting", *Accounting Horizons*, Vol. 13 (4), PP. 65-83
- 24) Hong, H, Stein, (2003), "Differences of Opinion, Short Sales Constraints, and Market Crashes", *Review of Financial Studies*, No. 16(2), PP. 487.
- 25) Hutton, A., Marcus, et al, (2009), "Opaque Financial Reports and the Distribution of Stock Returns", *Journal of financial Economics*, No. 94, PP. 67-86.
- 26) Jin, L, Myers, (2006), "New Theory and New Tests", *Journal of Financial Economics*, Vol.79, PP. 257-292.
- 27) Mitra, S, (2002), "The Impact of Institutional Stock Ownership on a Firms Earning Management Practice", *Journal of Accounting*, Vol. 12.
- 28) Muth, John, (1961), "Rational Expectations and Theory of Price Movements", *Econometrica*, No. 29, PP. 315-335.
- 29) Porter, M.E, (1992), "Capital Disadvantage: America Is Failing Capital Investment System", *Harvard Business Review*, PP. 65-82.
- 30) Shleifer, A., Vishny, (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, PP. 737-783.
- 31) Tsai, H., GU, (2007), "The Relationship between Institutional Ownership and Casino Firm Performance", *Hospitality Management*, Vol. 26, PP. 517-530

## یادداشت‌ها

<sup>۱</sup> - طبق تئوری انتخاب عقلانی ممکن است مدیران دست به رفتارهای فرصت‌طلبانه زده و تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در جهت حداکثر نمودن منافع سهامداران نباشد.

<sup>۲</sup> - Blanchard

<sup>۳</sup> - نظام راهبری شرکت، سیستمی از قوانین، رویه‌ها و عواملی است که عملیات شرکت را کنترل و هدایت می‌کند. حاکمیت شرکتی قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می‌شود (حساس یگانه، ۱۳۸۵).

<sup>۴</sup> - سرمایه‌گذاران نهادی (پایدار) فعال به سرمایه‌گذارانی اطلاق می‌شود که دیدگاه بلندمدت داشته، عملکرد بلندمدت شرکت را مدنظر دارند گردش پایین سبد سهام سرمایه‌گذاران بزرگ بیانگر انگیزه این سهامداران برای نگهداری سهام و تشویق مدیران به بهبود عملیات و افزایش ثروت سهامداران است.

<sup>۵</sup> - سرمایه‌گذاران نهادی گذرا (منفعل) به سرمایه‌گذارانی اطلاق می‌شود که دیدگاه کوتاهمدت داشته، عملکرد کوتاهمدت شرکت را مدنظر دارند دارای گردش پرتفوی بالایی بوده و استراتژی معاملاتی لحظه‌ای دارند.

<sup>۶</sup> Crash risk

<sup>۷</sup> Transient institutional investors

<sup>۸</sup> Dedicated institutional investors