

## بررسی تأثیر ریسک سقوط سهام و سرمایه‌گذاران نهادی بر بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار

داود خدادادی<sup>۱</sup>

عبدالرحمن عرفان‌نیا<sup>۲\*</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۶/۲۰ تاریخ چاپ: ۱۳۹۹/۰۶/۳۰

### چکیده

این تحقیق با هدف بررسی تأثیر ریسک سقوط سهام و سرمایه‌گذاران نهادی بر بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ انجام شده است. جامعه آماری تحقیق شرکت‌ها پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار با ۹۹ نمونه می‌باشد. تحقیق حاضر از نوع توصیفی - همبستگی مبتنی بر تحلیل داده‌های مقطعی است و از حیث هدف کاربردی است. آزمون فرضیات تحقیق با استفاده از نرم‌افزار Eviews9 انجام شده است. نتایج نشان داد که بین ریسک سقوط قیمت سهام و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

### واژگان کلیدی

ریسک سقوط سهام، سرمایه‌گذاران نهادی، بازده سهام.

۱. استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس، بندرعباس، ایران.

([khodadady47@gmail.com](mailto:khodadady47@gmail.com))

۲. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس، بندرعباس، ایران.

([a.erfanniya@gmail.com](mailto:a.erfanniya@gmail.com)\*)

## مقدمه

ریسک سقوط قیمت سهام یکی از مهم‌ترین موضوعات در امور مالی است. در ادبیات مالی به ریسک سقوط قیمت سهام توجه زیادی می‌شود (چن، هونگ و استین<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱؛ هونگ و استین<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳؛ جین و مایرز<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶؛ هوتن، مارکوس و تهرانی<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹؛ کیم، لی و ژانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱). تحقیقات اهمیت ریسک سقوط قیمت سهام را از دیدگاه‌های مختلف، مانند نظریه‌های مختلف (هونگ و استین<sup>۶</sup>، ۲۰۰۳)، اجتناب از مالیات شرکت‌ها (کیم و همکاران، ۲۰۱۱)، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها (کیم، لی و لی<sup>۷</sup>، ۲۰۱۴) مستند می‌کند، سرمایه‌گذاران نهادی (آن و ژانگ<sup>۸</sup>، ۲۰۱۳)، بازده کوتاه‌مدت (کالن و فانگ<sup>۹</sup>، ۲۰۱۵)، تمایل سرمایه‌گذاران (ین و تیان<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۷) و غیره نشان می‌دهد. در این تحقیق به دنبال این است که چگونه مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد و رابطه منفی (مثبت) بین سرمایه‌گذاران نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام با بازده را نشان می‌دهد.

برای نقش سرمایه‌گذاران نهادی، تحقیقات زیادی انجام شده است که رابطه معنادار بین مالکیت نهادی و بازده سهام را تأیید می‌کند (بنت، ساس و استارک<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۳؛ پارینو، ساس و استارکس<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۳). علاوه بر این، ساس<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۴) شواهدی مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاران نهادی، سهامداران نهادی دیگر را پیگیری می‌کنند و تأثیرات مستقیمی بر بازده آن‌ها دارند، ارائه می‌دهد. علاوه بر این، نتایج حاصل از برخی مطالعات نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاران نهادی خبره که از یک مدل و موقعیت مشابه استفاده می‌کنند، قیمت سهام را از مسیر اصلی خارج کرده و موجب تشدید سقوط قیمت سهام می‌شوند (استین<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۹؛ یان<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۳) که شامل دو عامل است: سرمایه‌گذاران نهادی و سقوط قیمت سهام. با این وجود، شکافی در ادبیات در مورد اثر ترکیبی ریسک سقوط قیمت سهام و سرمایه‌گذاران نهادی بر بازده سهام وجود دارد. این مقاله با بررسی تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام و مالکیت نهادی بر تحركات قیمت سهام، این شکاف را پر می‌کند.

<sup>1</sup> Chen, Hong & Stein

<sup>2</sup> Chen & Hong

<sup>3</sup> Jin & Myers

<sup>4</sup> Hutton, Marcus & Tehranian

<sup>5</sup> Kim, Li & Zhang

<sup>6</sup> Hong & Stein

<sup>7</sup> Kim, Li & Li

<sup>8</sup> An & Zhang

<sup>9</sup> Callen & Fang

<sup>10</sup> Yin & Tian

<sup>11</sup> Bennett, Sias & Starks

<sup>12</sup> Parrino, Sias & Starks

<sup>13</sup> Sias

<sup>14</sup> Stein

<sup>15</sup> Yan

شلیفر و ویشنی<sup>۱۶</sup> (۱۹۸۶، ۱۹۹۷) استدلال می‌کنند که سهامداران نهادی، به واسطه سهامداری بزرگ خود، انگیزه جمع‌آوری اطلاعات و نظارت بر مدیریت را دارند زیرا از مزیت‌های بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاران کوچک از نظارت بر سازمان برخوردار می‌شوند. به همین ترتیب، دبروسینسکی<sup>۱۷</sup> (۱۹۹۳) و مانکس و مینو<sup>۱۸</sup> (۱۹۹۵) استدلال استدلال می‌کنند که موسسات پیشرفته و دارای سهام زیاد، تمایل دارند که بر مدیران نظارت کنند و نظم و انضباطی داشته باشند تا اطمینان حاصل کنند که استراتژی سرمایه‌گذاری شرکت مطابق با هدف حداکثر کردن ارزش بلندمدت است. مطابق با این دیدگاه نظارت بر سرمایه‌گذاران نهادی، مطالعات تجربی شواهدی در مورد انواع مزایای مالکیت نهادی ارائه می‌دهد زیرا این امر در اصلاحات ضد سرمایه، سرمایه‌گذاری توپین، تحقیق و توسعه، جبران هزینه‌های اجرایی و پیش‌بینی درآمد مدیریت تأثیر می‌گذارد (جارل و پولسن<sup>۱۹</sup>، ۱۹۸۷؛ بریکلی و همکاران<sup>۲۰</sup>، ۱۹۸۸؛ آجینکیا و همکاران<sup>۲۱</sup>، ۲۰۰۵). بر اساس این الگوی نظارت، ما حدس می‌زنیم که سرمایه‌گذاران سرمایه‌گذاران نهادی با کمک به افشای اطلاعات شرکت، به کمک به فعالیت‌های احتمالی اخبار بد مدیریتی و کاهش خطر سقوط قیمت سهام در آینده کمک می‌کنند.

این مقاله دارای سه ویژگی منحصربه‌فرد است که آن را با مقالات موجود متمایز می‌کند. اول، این مطالعه با بررسی تأثیر ریسک سقوط و مالکیت نهادی بر نوسانات قیمت سهام، این شکاف را پر می‌کند. نتایج ما نشان می‌دهد که این بازده تعدیل‌شده بر مبنای معیار با ریسک سقوط قیمت سهام کاهش می‌یابد، اثرات ریسک سقوط قیمت سهام برای سهام‌هایی با مالکیت نهادی بیشتر، قوی‌تر است که با مطالعات استین (۲۰۰۹) سازگار است که نشان داد ازدحام سرمایه‌گذاران خبره ممکن است ناکارآمدی بازار را تشدید کند. علاوه بر این، اثر مالکیت نهادی نقش کمتری در بازده سهام در سهام‌هایی با ریسک سقوط بالاتر ایفا می‌کند، این بدان معنی است که عدم تقارن در واسطه‌گری در سطح سهام، نقش کمتری در بازده سهام در سهام‌هایی با ریسک سقوط بالاتر، ایفا می‌کند. در مجموع، مقاله ما تأثیر مشترک سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط بر روی بازده سهام را تأیید می‌کند.

<sup>16</sup> Shleifer & Vishny

<sup>17</sup> Dobrzynski

<sup>18</sup> Monks & Minow

<sup>19</sup> Jarrell & Poulsen

<sup>20</sup> Brickley, Lease & Smith

<sup>21</sup> Ajinkya, Bhojraj & Sengupta

## مبانی نظری

### سرمایه گذاران نهادی

دو فرضیه در رابطه با سرمایه گذاران نهادی مطرح شده است. بر طبق فرضیه نظارت فعال، سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بلندمدتی هستند که انگیزه و توانایی زیادی برای نظارت فعالانه مدیران دارند (بروس و همکاران<sup>۲۲</sup>، ۱۹۹۴).

شواهد زیادی بر این موضوع تأکید می کند. این شواهد همسو با تئوری مالی است که بر طبق آن ارزش بازار شرکت تابعی از ساختار مالکیت سرمایه است. طبقات مختلف صاحبان سهام، نظارت های گوناگونی را اجرا می کنند که موجب کاهش هزینه نمایندگی می شود. هزینه نمایندگی پایین، افزایش ارزش بازار شرکت را در پی دارد.

همسو با این مفهوم مسکونل و همکاران<sup>۲۳</sup> (۱۹۹۰) شواهد تجربی مبنی بر ارتباط مثبت بین ارزش شرکت با مالکیت داخلی و مالکیت نهادی کسب نمودند. به اعتقاد آنها، هنگامی که شرکت دارای نسبت مالکیت نهادی یا مالکیت داخلی بیشتری باشد، هزینه نمایندگی پایین تر است. از آنجایی که اطلاعات مالی برای اهداف ارزشیابی شرکت با اهمیت هستند، سرمایه گذاران نهادی خواستار اطلاعات با کیفیت بالا هستند. آنها نفوذ بیشتری نسبت به سایرین دارند. این بدین خاطر است که سرمایه گذاران نهادی مبلغ بزرگ تری از سرمایه را در اختیار دارند و با استفاده از آن می توانند از دو طریق اعمال نفوذ نمایند. اول اینکه آنها قادر به خرید و فروش حجم بزرگ اوراق بهادار هستند. این کنترل، یک ابزار اهرمی با اهمیت به آنها می دهد. دوم اینکه سرمایه گذاران نهادی می توانند با نگهداری حجم بزرگ سهام عادی دارای حق رأی، به صورت مستقیم بر تصمیمات مدیریت تأثیر بگذارد. تنها وجود چنین قدرت حق رأیی به صورت بالقوه (نه استفاده واقعی) به سرمایه گذاران نهادی اجازه می دهد تا بر مدیریت اعمال نفوذ نمایند (ذاکری و حساس یگانه، ۱۳۹۳).

سرمایه گذاران نهادی ناظران با نفوذتری نسبت به سرمایه گذاران انفرادی هستند، از این رو آنها مدیریت شرکت را جهت ارائه اطلاعات مالی با کیفیت بالا ترغیب می نمایند. این نفوذ ممکن است در شکل تقاضای آشکار یا مکانیزم ضمنی نظیر ریسک فروش حجم بزرگ سهام باشد که می تواند منجر به کاهش قیمت سهام شود (ذاکری و حساس یگانه، ۱۳۹۳).

### ریسک سقوط قیمت سهام

سقوط قیمت سهام پدیده ای است که در آن قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می گردد. در تعریف دیگری از سقوط قیمت سهام به عنوان پدیده ای که در آن تجدیدنظری ناگهانی و منفی در انتظارات

<sup>22</sup> Brous & Kini

<sup>23</sup> McConnell & Servaes

سرمایه‌گذاران در مورد سهام یک شرکت رخ می‌دهد، یاد می‌شود. همواره در تحقیقات انجام‌شده در زمینه سقوط قیمت سهام دو جزء اصلی شناخته می‌شود: اول مدیریت شرکت که به دلیل انگیزه‌های خودخواهانه (در جهت منافع شخصی خود) و یا خیرخواهانه (در جهت اهداف سازمان) اقدام به بیش‌نمایی عملکرد شرکت از طریق به تعویق انداختن در انتشار اخبار بد و نیز تسریع در انتشار اخبار خوب می‌نماید، (که این روند ایجاد حباب در قیمت سهام شرکت را در پی دارد) و دوم سیستم حسابداری و استفاده از آن در جهت این اقدام مدیریت می‌باشد که به مدیریت اجازه انجام اقدامات فوق را می‌دهد (دیانتی و همکاران، ۱۳۹۱).

تعریف سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است:

الف - سقوط قیمت سهام یک تغییر بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد.

ب - این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی هستند.

ج - سقوط قیمت سهام یک پدیده واگیردار در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود، بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود (چن و همکاران<sup>۲۴</sup>، ۲۰۰۱).

مسئله قابل توجه در این بین آن است که بر اساس تحقیقات حسابداری همواره مدیران واحدهای تجاری قادر خواهند بود در انجام سیاست "تأخیر در انتشار اخبار بد و انباشته ساختن آن به صورت اطلاعات محرمانه" حجم معینی از اخبار بد را در شرکت انباشته سازند که این به دلیل عواملی نظیر پرهزینه بودن این سیاست و یا به‌طور کلی عدم توانایی مدیریت برای ادامه این اقدام (نظیر تغییر مدیریت واحد تجاری) می‌باشد. در نهایت با رسیدن حجم اطلاعات منفی انباشته‌شده به آن مقدار نهایی، دیگر مدیران قادر نخواهند بود که از انتشار این اخبار به بازار و سرمایه‌گذاران جلوگیری نمایند. با انتشار این اخبار در بازار، سرمایه‌گذاران با اطلاعات جدید به دست آمده در باورهای پیشین خود که مبنای قیمت جاری سهام شرکت بوده تجدیدنظر کرده و انتظار خود را بر اساس اطلاعات جدید بنیان می‌گذارند که این امر موجب تعدیل یک‌باره و منفی قیمت سهام شرکت خواهد شد که در ادبیات مالی از آن به‌عنوان ریزش قیمت سهام یا سقوط قیمت سهام یاد می‌شود (هاتن، ۲۰۰۹).

## بازده سهام

همان‌طور که سرمایه‌گذاری از موارد ضروری و اساسی در فرایند رشد و توسعه اقتصادی کشور است. از موارد مؤثر در انتخاب سرمایه‌گذاری، توجه سرمایه‌گذار به ریسک و بازده است. ریسک و بازده، دو عامل مهم و

<sup>24</sup> Chen, et al.

کلیدی در انواع سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشد. بازده، میزان عایدات یک سرمایه‌گذار در آخر دوره بر روی میزان سرمایه‌گذاری آغاز دوره او می‌باشد؛ اما پیش‌بینی دقیق بازدهی یک سرمایه‌گذار ممکن نیست؛ بنابراین، سرمایه‌گذار مجبور به تحمل ریسک است (سعیدی و رامشه، ۱۳۹۰).

بازده در فرایند سرمایه‌گذاری نیرو محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. منظور از بازده کل مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهم تعلق می‌گیرد، مجموعه این مزایا شامل موارد زیر است:

- افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی مورد محاسبه (تفاوت نرخ اول و آخر سال مالی سهم شرکت)
- سود نقدی ناخالص هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام که بعد از کسر مالیات پرداخت می‌گردد.
- مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تقویم به ارزش است.
- مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه

### عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام

عواملی که ریسک و بازدهی یک شرکت را تعیین می‌کنند، متعددند. این عوامل می‌تواند شرایط اقتصادی، اجتماعی و وضعیت بازار سرمایه در هر کشوری باشد. از آنجایی که سرمایه‌گذاران به دنبال پربازده‌ترین و کم‌ریسک‌ترین فرصت‌ها برای سرمایه‌گذاری هستند، مطالعه و بررسی عوامل مؤثر بر نوسان پذیری بازده سهام می‌تواند در اتخاذ بسیاری از تصمیمات بازار سرمایه مفید و راه‌گشا بوده و نتیجه آن برای فعالان بورس اعم از نهادهای مالی، مدیران شرکت‌ها، ناظران سیستم‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاران عادی قابل استفاده باشد. عمده‌ترین عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام شامل نسبت اهرمی، فرصت‌های رشد، سودآوری، اندازه شرکت، روند بلندمدت برگشتی، استراتژی تکانه قیمت سهام، ارزش شرکت و در ادامه هر یک از متغیرها و نحوه تأثیرگذاری آن‌ها نقدینگی می‌باشد (چاو چن<sup>۲۵</sup>، ۲۰۰۹).

از زمان آدام اسمیت دیدگاه غالب در خصوص سازمان‌ها این بوده است که آن‌ها نیروی خود را از سرمایه‌گذاران، کارکنان و تأمین‌کنندگان به دست می‌آورند تا کالا و خدماتی را برای مشتریان خود تولید کنند. در این دیدگاه عملکرد سازمانی عبارت است از: بازده مالی که به سهامداران می‌رسد (فیرر و ویلیام<sup>۲۶</sup>، ۲۰۰۳).

<sup>25</sup> Chow chen

<sup>26</sup> Firer & Williams

هر یک از ما در طول زندگی خود تصمیماتی را برای سرمایه‌گذاری در زمینه‌های مختلف از جمله ملک، طلا، سهام و مانند این‌ها اتخاذ می‌کنیم در یک تصمیم علمی انتخاب هر یک، بستگی مستقیم به میزان ریسک و بازده آن فرصت در مقایسه با دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد؛ به عبارت دیگر هدف اصلی شناسایی آن فرصت سرمایه‌گذاری است که بیشترین بازده را با ریسک یکسان و یا کم‌ترین ریسک را در شرایط بازده مساوی در مقایسه با دیگر فرصت‌ها به ما می‌دهد؛ بنابراین اهمیت پیش‌بینی بازده سهام، محققان را بر آن داشته تا به دنبال متغیرها و شاخص‌هایی که ارتباط معناداری با بازده سهام دارند و همچنین متغیرهایی که بر این رابطه تأثیرگذارند؛ باشند. آن‌ها همواره به دنبال این بوده‌اند که متغیرهایی را که بر بازده تأثیرگذارند، یافته و بر اساس آن تصمیم‌گیری کنند. نتایج به دست آمده از تحقیقات انجام‌شده در این زمینه نشان می‌دهد که اطلاعات مالی و غیرمالی هر دو، بر بازده سهام مؤثر هستند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۳).

#### پیشینه

راو و ژو<sup>۲۷</sup> (۲۰۱۹) به بررسی اثر ریسک سقوط قیمت سهام و سرمایه‌گذاران بر بازده سهام پرداختند. آنان نتیجه می‌گیرند که رابطه نقدینگی و بازده در شرایطی که ریسک سقوط کمتر است، قوی‌تر می‌باشد. به‌طور کلی، این مقاله شواهدی ارائه می‌دهد که نشان می‌دهند سرمایه‌گذاران نهادی و ریسک سقوط نقش مهمی در قیمت سهام دارند.

پارک و سانگ<sup>۲۸</sup> (۲۰۱۸) تأثیر ساختار مالکیت در مورد خطر سقوط قیمت سهام آتی را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد که مالکیت خارجی بالاتر رابطه منفی بین درصد مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام در آینده را به میزان قابل توجهی تضعیف می‌کند. ما این نتایج را تفسیر می‌کنیم که طرف منفی مالکیت خارجی نتوانسته است به‌طور مؤثر هزینه‌های آژانس را کاهش دهد، همبستگی منفی بین مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام در آینده را تضعیف می‌کند. مطالعه ما ممکن است به درک ساختار مالکیت به‌عنوان تعیین‌کننده ریسک سقوط قیمت سهام در آینده برای بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران که می‌خواهند ریسک سقوط در بورس سهام را کنترل کنند، تأثیر بگذارد.

حقیقت و همکاران<sup>۲۹</sup> (۲۰۱۵) تأثیر مالکیت نهادی بر هم‌افزایی قیمت سهام و ریسک سقوط قیمت سهام را بررسی کردند. نتیجه مدل رگرسیون خطی نشان می‌دهد که مالکیت نهادی بر هم‌افزایی قیمت سهام بنگاه‌ها تأثیر منفی می‌گذارد، زیرا معاملات نهادی باعث بهبود جریان اطلاعات خاص بنگاه‌ها به قیمت‌های سهام فردی می‌شود.

<sup>27</sup> Rao & Zhou

<sup>28</sup> Park & Song

<sup>29</sup> Haghghat, et al.

علاوه بر این، نظارت نهادی باعث کاهش اخبار بد مدیریتی می‌شود که در نهایت انتشار خبرهای بد انباشته منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود. در نتیجه، مالکیت نهادی بر ریسک تصادف شرکت‌ها تأثیر منفی می‌گذارد. آن و ژانگ (۲۰۱۱) هم‌زمانی قیمت سهام، ریسک سقوط قیمت سهام و سرمایه‌گذاران نهادی را بررسی کردند. این یافته‌ها نشان می‌دهد که نظارت نهادی، استخراج مدیران از جریان وجوه نقد شرکت را محدود می‌کند و این باعث می‌شود ریسک خاص شرکت که توسط مدیران جذب می‌شود، کاهش می‌دهد. علاوه بر این، نظارت نهادی باعث کاهش اخبار بد مدیریتی می‌شود که در نهایت انتشار خبرهای بد انباشته منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود.

کالن و فانگ (۲۰۱۱) سرمایه‌گذاران نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد مالکیت نهادی با ریسک سقوط قیمت سهام در آینده مثبت است. پس از طبقه‌بندی بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی در انواع گذرا، اختصاصی و شبه ایندکس، ما نشان می‌دهیم که رابطه مثبت کلی بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام در آینده در درجه اول توسط مؤسسات گذرا هدایت می‌شود و موسسات اختصاصی نقش مهمی در کاهش قیمت سهام آینده دارند. نشان می‌دهد که مالکیت نهادی توسط صندوق‌های بازنشستگی عمومی (اعتماد بانکی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مشاوران سرمایه‌گذاری مستقل) به‌طور قابل توجهی ارتباط منفی (مثبت) با ریسک سقوط قیمت سهام در آینده مرتبط است. ما همچنین می‌دانیم که گزارشگری مالی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی را در ریسک سقوط قیمت سهام در آینده تشدید می‌کند.

حیدری و زارعی (۱۳۹۴) به بررسی ارتباط میزان مالکیت نهادی بر نوسانات بازده سهام پرداختند؛ و مشخص گردید افزایش میزان مالکیت نهادی سبب کاهش میزان نوسانات بازده سهام می‌گردد که این امر منجر به جذب بیشتر منابع به بازار سرمایه شده و سبب عدم انتقال منابع مالی به سایر بازارها از جمله بازار طلا و مسکن می‌گردد. ودیعی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی تأثیر مثبت معنی‌داری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام (متغیر نوسان پایین به بالا) دارد. لیکن با تقسیم مالکیت نهادی به فعال و غیرفعال، نتایج نشان می‌دهد که اثر مثبت مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، ناشی از مالکیت نهادی غیرفعال است و مالکان نهادی فعال نقش نظارتی در کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارند؛ به عبارت دیگر مالکیت نهادی فعال تأثیر منفی و مالکیت نهادی غیرفعال تأثیر مثبت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام (متغیر نوسان پایین به بالا) دارند.

دیانتی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط ارزش سهام پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال رخ دادن سقوط قیمت سهام را به صورتی معنادار کاهش می‌دهد.

### فرضیات

۱. بین ریسک سقوط قیمت سهام و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
۲. بین سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

### روش تحقیق

تحقیق حاضر از نوع توصیفی-همبستگی مبتنی بر تحلیل داده‌های مقطعی است و از حیث هدف کاربردی است. نمونه آماری تحقیق شامل ۹۹ شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ می‌باشد. تعداد نمونه پس از اعمال شرایط زیر تعداد ۹۹ شرکت در نظر گرفته شده است:

۱. شرکت‌ها از ابتدای سال ۹۰ در بورس پذیرفته‌شده باشند.
۲. پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفند باشد.
۳. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه‌ها و بانک‌ها نباشد.

جدول ۱: تعداد شرکت‌های انتخابی

تعداد شرکت‌ها	شرح
۵۰۶	کل شرکت‌ها
۱۱۴	شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۱۲/۲۹ نبوده است
۶۹	شرکت‌هایی که جزء شرکت‌های مالی بوده است
۸۷	شرکت‌هایی که تغییر دوره داده‌اند
۱۳۷	شرکت‌هایی که اطلاعات لازم را نداشته‌اند
۹۹	باقی مانده شرکت‌ها

آزمون و تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره و در محیط نرم‌افزاری Eviews انجام شده است. مدل تحقیق و روش اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

### مدل تحقیق

مدل تحقیق شامل دو مدل برای فرضیه ۱ و ۲ می‌باشد:

$$1) SRE_{i,t} = y_0 + y_1 W_{i,t} + y_2 LEV_{i,t} + y_3 SIZE_{i,t} + y_4 Liq_{i,t} + e_{i,t}$$

$$2) SRE_{i,t} = y_0 + y_1 IO_{i,t} + y_2 LEV_{i,t} + y_3 SIZE_{i,t} + y_4 Liq_{i,t} + e_{i,t}$$

### ریسک سقوط قیمت سهام (W)

در این تحقیق ریسک سقوط قیمت سهام به عنوان متغیر مستقل می‌باشد. چنانچه بازده سهام شرکت در یک دوره مالی خاص پایین تر از بازده شاخص کل بازار باشد، احتمال کاهش قیمت سهام در آن دوره افزایش می‌یابد. در این تحقیق جهت اندازه‌گیری کاهش قیمت سهام از مدل ارائه شده توسط هاتن و همکاران (۲۰۰۹) استفاده شده است. در این تحقیق، ریسک سقوط قیمت سهام متغیر مجازی است که اگر شرکت در پایان سال مالی حداقل یک دوره کاهش را تجربه کرده باشد مقدار یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

رابطه (۱)

$$W_{j,t} = \ln(1 + \varepsilon_{j,t})$$

در رابطه فوق:

W: بازده ماهانه خاص شرکت در ماه t طی سال؛

$\varepsilon$ : بازده باقیمانده سهام شرکت در ماه t و عبارت است از باقیمانده مدل رگرسیونی در مدل زیر:

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,t-2} + \alpha_2 R_{m,t-1} + \alpha_3 R_{m,t} + \alpha_4 R_{m,t+1} + \alpha_5 R_{m,t+2} + \varepsilon$$

$R_{i,t}$ : بازده سهام شرکت در ماه t طی سال مالی؛

$R_{m,t}$ : بازده کل بازار در ماه t؛

$\varepsilon$ : باقی مانده مدل رگرسیونی.

بر مبنای رابطه (۱) برای هر کدام از شرکت‌های نمونه و به شکل ماهانه اقدام به اندازه‌گیری دوره‌های کاهش قیمت می‌کنیم؛ بنابراین اگر در یک سال تحت بررسی مقدار یک یا چند تا از W های به دست آمده کمتر از ۳/۲ انحراف معیار منهای میانگین آنها در همان سال قرار گیرد بدان معنی است که در آن سال سقوط قیمت سهم رخ داده است و در غیر این صورت متغیر معرف سقوط مقدار عددی یک را خواهد گرفت و در غیر این صورت صفر خواهد گرفت.

### درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی (IO)

نشان‌دهنده میزان سهام عادی شرکت نمونه که در مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی قرار دارد، می‌باشد. برای محاسبه آن، تعداد سهام مالکین نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در ابتدای دوره (پایان دوره قبل) تقسیم می‌گردد، (تعداد سهام در دست توسط سرمایه‌گذاران نهادی تقسیم بر کل تعداد سهام در دست در پایان سال) این میزان برای هر سهامدار نهادی باید بزرگ‌تر یا برابر با ۵ درصد کل سهام شرکت باشد.

$$IO = (I/T) \geq 5\%$$

IO: درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی

I: تعداد سهام عادی در اختیار سرمایه‌گذار نهادی

T: تعداد کل سهام عادی شرکت در ابتدای دوره

### بازده سالانه سهام (SRE)

منظور از بازده سالانه‌ی سهام، عبارت است از تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره‌ی سهام، به‌علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهام، مانند مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود نقدی سهام، تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره.

$$SRE = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t + \frac{(P_t - P_n) * N_c + N_e * P_1}{N_t}}{P_{t-1}}$$

$SRE$  = بازده کل سهام نسبت به اولین قیمت سهام

$P_t$  = قیمت سهام در انتهای سال مالی

$P_{t-1}$  = قیمت سهام در ابتدای سال مالی

$P_n$  = ارزش اسمی سهام

$D_t$  = سود نقدی ناخالص هر سهم

$N_e$  = تعداد سهام افزایش یافته از طریق اندوخته یا سود انباشته

$N_c$  = تعداد سهام افزایش یافته از طریق آورده‌ی نقدی

$N_t$  = تعداد سهام قبل از افزایش سرمایه

### متغیرهای کنترلی

اهرم مالی (LEV): نسبت بدهی کل شرکت به دارایی کل شرکت

اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت

نسبت نقدینگی (LIQ): نسبت وجوه نقد نزد بانک تقسیم بر دارایی‌های شرکت

### یافته‌های تحقیق

به‌منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. آمار توصیفی به محاسبه پارامترهای جامعه می‌پردازد و شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی جامعه و... می‌باشد. در جدول شماره (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار و... آورده شده است. به‌عنوان مثال برای متغیر اهرم مالی (LEV) میانگین، میانه، ماکزیمم و مینیمم به ترتیب ۰,۶۳، ۰,۶۱، ۲,۶۳ و ۰,۰۶ می‌باشد.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

	W	IO	SRE	LEV	SIZE	LIQ
میانگین	-0.055329	44.98531	0.029014	0.630857	14.57250	0.040343
میانه	-0.040000	42.97500	0.020000	0.610000	14.43500	0.020000
بیشترین	0.000000	99.01000	0.280000	2.630000	19.77000	0.460000
کمترین	-1.070000	0.000000	-0.070000	0.060000	11.04000	0.000000
انحراف معیار	0.071430	33.37923	0.051117	0.287421	1.503885	0.051489
ضریب چولگی	-5.264760	0.053737	1.178909	2.372942	0.658844	3.158138
ضریب کشیدگی	62.75520	1.517098	4.682251	13.79700	3.911732	18.01304

جدول زیر میزان همبستگی بین متغیرهای پژوهش در سطح (sig≤0.05) نشان داده شده است. به عنوان مثال میزان ضریب همبستگی بین متغیر اندازه شرکت (SIZE) و بازده سهام (sre) به اندازه‌ی 0.02 می‌باشد که در سطح خطای ۰,۰۵ معنی‌دار می‌باشد.

جدول ۳: ماتریس همبستگی متغیرهای پژوهش

	W	IO	SRE	LEV	SIZE	LIQ
W	1.0					
IO	0.013667	1.0				
SRE	0.010706	-0.018081	1.0			
LEV	-0.016048	-0.078310	0.020594	1.0		
SIZE	-0.012464	-0.068561	-0.048484	0.139393	1.0	
LIQ	-0.076249	-0.031193	-0.031942	-0.233352	-0.170987	1.0

## آزمون فرضیات

$$SRE_{i,t} = y_0 + y_1 W_{i,t} + y_2 LEV_{i,t} + y_3 SIZE_{i,t} + y_4 Liq_{i,t} + e_{i,t}$$

جدول ۴: خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (sig)	VIF
عرض از مبدأ (C)	0.071964	0.026950	2.670284	0.0078	----
W	0.011790	0.019187	0.614508	0.0391	۱,۰۱
LEV	0.010629	0.009392	1.131685	0.2582	۱,۰۸
LIQ	-0.044286	0.039078	-1.133265	0.2576	۱,۰۹
SIZE	-0.003240	0.001781	-1.819496	0.0693	۱,۰۵
آماره F فیشر (سطح معنی داری)	۸,۶۶۹۸,۱ ۰,۰۰	آماره دورین واتسن		۲,۰۵	
ضریب تعیین	۰,۳۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۲۸	

فرضیه اول پژوهش در این مطالعه گویای این است که بین ریسک سقوط قیمت سهام و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰,۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۳۰ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (بازده سهام) توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

همان‌طور که مشاهده می‌شود ضریب برآوردی متغیر مستقل ریسک سقوط قیمت سهام (W) در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار و مثبت ریسک سقوط قیمت سهام (W) بر بازده سهام (SRE) در سطح خطای ۰,۰۵ است؛ زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ به دست آمده است؛ بنابراین می‌توان گفت بین ریسک سقوط قیمت سهام و بازده سهام در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد، یعنی با کاهش ریسک سقوط قیمت سهام، میزان بازده سهام به‌طور معناداری افزایش پیدا می‌کند.

$$SRE_{i,t} = y_0 + y_1 IO_{i,t} + y_2 LEV_{i,t} + y_3 SIZE_{i,t} + y_4 Liq_{i,t} + e_{i,t}$$

جدول ۵: خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (sig)	VIF
عرض از مبدأ (C)	0.080665	0.027670	2.915242	0.0037	----
IO	-0.003178	0.000131	-1.359038	0.0746	۱,۰۱
LEV	0.010537	0.009399	1.120998	0.2627	۱,۰۸
LIQ	-0.047554	0.038944	-1.221079	0.2225	۱,۰۹
SIZE	-0.003321	0.001782	-1.863569	0.0629	۱,۰۵
آماره F فیشر (سطح معنی داری)	۸,۶۶۹۸۰۱ 0.000	آماره دورین واتسن	2.05		
ضریب تعیین	0.30	ضریب تعیین تعدیل شده	0.28		

در فرضیه دوم پژوهش گفته می‌شود بین سرمایه‌گذاران نهادی (IO) و بازده سهام (SRE) رابطه معناداری وجود دارد.

قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰,۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۳۰ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (بازده سهام) توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

همان‌طور که مشاهده می‌شود ضریب برآوردی متغیر مستقل سرمایه‌گذاران نهادی (IO) در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار و معکوس سرمایه‌گذاران نهادی (IO) بر بازده سهام (SRE) در سطح خطای ۰,۰۵ است؛ زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ به دست آمده است؛ بنابراین می‌توان گفت بین سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری و معکوس وجود دارد؛ یعنی با کاهش در سرمایه‌گذار نهادی، افزایش معناداری در میزان بازده سهام می‌بینیم.

### بحث و نتیجه‌گیری

ریسک سقوط قیمت سهام در ادبیات مالی به‌طور گسترده مورد بررسی قرار گرفته است. بیشتر مقالات به مواردی اشاره می‌کنند که ریسک سقوط را تحت تأثیر قرار می‌دهد، مانند نظرات مختلف (هونگ و استین، ۲۰۰۳)، سرمایه‌گذاران نهادی (ژانگ و ان، ۲۰۱۳)، تمایل سرمایه‌گذاران (تیان و یین، ۲۰۱۷) و غیره. به‌طور خاص، استین

(۲۰۰۹) و یان (۲۰۱۳) کشف می‌کنند که افزایش سرمایه‌گذاران نهادی باعث کاهش شدید قیمت سهام خواهد شد. با این حال، مقالات نادری نشان می‌دهد که خطر سقوط و مالکیت نهادی چگونه بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد. این مطالعه با بررسی تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام و مالکیت نهادی بر تحولات قیمت سهام، این فاصله را پر می‌کند. نتایج آزمون فرضیات نشان داد که بین ریسک سقوط قیمت سهام و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. فرضیه اول مطابق با تحقیق راتو و ژو (۲۰۱۹) می‌باشد اما فرضیه دوم با نتیجه آنان ناهم‌سو می‌باشد. آنان نتیجه گرفتند که سرمایه‌گذاران نهادی و خطر سقوط باید با بازده سهام همبستگی داشته و شواهدی ارائه دهند که از این حدس حمایت کند. اول، ما تأیید می‌کنیم که هم سرمایه‌گذاران نهادی و هم ریسک ناشی از سقوط بر بازده سهام تأثیر می‌گذارند. خطر سقوط بالاتر که حاکی از عدم تقارن سطح داوری در سهام است. همچنین فرضیه دوم تحقیق مطابق با تحقیق ودیعی نوقابی و رستمی (۱۳۹۳) می‌باشد، آنان نتیجه گرفتند که مالکیت نهادی فعال تأثیر منفی و مالکیت نهادی غیرفعال تأثیر مثبت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد؛ بنابراین سرمایه‌گذاران نهادی با انگیزه سرمایه‌گذاری بلندمدت و داشتن نماینده در هیئت‌مدیره و کنترل آن سطح عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و از مدیریت سود و انتشار اخبار بد جلوگیری کرده و باعث کاهش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شوند و بر بازده سهام تأثیر می‌گذارند.

پیشنهاد می‌شود برای جلوگیری از کاهش بازده سهام، سرمایه‌گذاران نهادی به ساختار نظام راهبری شرکت توجه داشته باشند. پیشنهاد می‌شود با افزایش نظارت و کنترل بر فعالیت‌های 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 سرمایه‌گذاران و تشویق آن‌ها به سرمایه‌گذاری یاری دهد و اجرای این اصول در سطح شرکت باعث بهبود عملکرد مالی شرکت می‌شود که این موضوع به تبع کاهش سقوط قیمت سهام و بازده سهام را در پی خواهد داشت.

## منابع

۱. حیدری، یاسر؛ زارعی، مسعود (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر میزان مالکیت نهادی بر نوسانات بازده سهام، سومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه شهید بهشتی.
۲. دیانتی، زهرا؛ مرادزاده، مهدی؛ محمودی، سعید (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، سال اول، شماره ۲.

۳. ذاکری، حامد؛ حساس یگانه، یحیی (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین اندازه مؤسسه حسابرسی و سرمایه‌گذاران نهادی، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال هفتم، صص ۲۳-۳۹.
۴. سعیدی، ع؛ رامشه، م (۱۳۹۰)، عوامل تعیین کننده ریسک سیستماتیک سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۷: ۴۲-۱۲۵.
۵. مهرانی، ک؛ بهرامند، ن ف (۱۳۸۳)، رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران. دوره ۲۲، شماره ۱، صص ۳۳-۵۲.
۶. ودیعی نوقایی، محمدحسین؛ رستمی، امین (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بررسی سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، جلد ۶، شماره ۲۳، صص ۴۳-۶۶.
7. Ajinkya, B. Bhojraj, S. Sengupta, P. 2005. The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 43 (3), 343-376.
8. An, H. & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 21, 1-15.
9. Bennett, J. A. Sias, R. W. & Starks, L. T. (2003). Greener pastures and the impact of dynamic institutional preferences. *The Review of Financial Studies*, 16(4), 1203-1238.
10. Brickley, J. Lease, R. Smith, C. 1988. Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics* 20 (January-March), 267-291.
11. Brous PA, Kini O. (1994), "The valuation effects of equity issues and the level of institutional ownership: evidence from analysts' earnings forecasts". *Finance Management*, Spring:33-46
12. Callen, J. L. & Fang, X. (2015). Short interest and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 60, 181-194.
13. Chen, J. Hong, H. & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345-381.
14. Chen, J. Hong, H. & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345-381.
15. Chow chen, J. (2009). "The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies: Theory and measurement", *Economic Journal*, Vol.93, PP: 351-369
16. Dobrzynski, J. 1993. Relationship investing. *Business Week* 3309 (March 15), 68-75.
17. Firer, S. & Williams, S. M. (2003). Intellectual capital and traditional measures of corporate performance. *Journal of Intellectual Capital*, 4(3), 348-360.

18. Haghghat, A. Farhangzadeh, B. Haghghat, M. (2015), The Impact of Institutional Ownership on Stock Price Synchronicity and Crash Risk, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 6, No. 4(1).
19. Hong, H. & Stein, J. C. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *Review of Financial Studies*, 16(2), 487–525.
20. Hutton, A. P. Marcus, A. J. & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R 2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86.
21. Jarrell, G. Poulsen, A. 1987. Shark repellents and stock prices: the effects of antitakeover amendments since 1980. *Journal of Financial Economics* 19 (September), 127-168.
22. Jin, L. & Myers, S. C. (2006). R 2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257–292.
23. Kim, J. B. Li, Y. & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 639–662.
24. Kim, Y. Li, H. & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1–13.
25. McConnell JJ, Servaes H. (1990). "Additional evidence on equity ownership and corporate value". *Journal of Financial Economics*;27 (October):595– 612.
26. Monks, R. Minow, N. 1995. *Corporate governance*. Cambridge, MA: Blackwell
27. Park, S.Y. Song, Y. (2018), The Effect Of Ownership Structure On Future Stock Price Crash Risk: Korean Evidence, *The Journal of Applied Business Research*, Vol:34, N:2.
28. Parrino, R. Sias, R. W. & Starks, L. T. (2003). Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 3–46.
29. Rao, L. Zhou, L. (2019), Crash risk, institutional investors and stock returns, *North American Journal of Economics and Finance* 50
30. Shleifer, A. Vishny, R. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
31. Shleifer, A. Vishny, R. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737-783.
32. Sias, R. W. (2004). Institutional herding. *The Review of Financial Studies*, 17(1), 165–206.
33. Stein, J. C. (2009). Presidential address: Sophisticated investors and market efficiency. *The Journal of Finance*, 64(4), 1517–1548.
34. Yan P. (2013). *Crowded Trades, Short Covering, and Momentum Crashes*. Social Science Research Network, Working paper.
35. Yin, Y. & Tian, R. (2017). Investor Sentiment, financial report quality and stock price crash risk: Role of Short-sales constraints. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(3), 493–510.

## Investigating the effect of stock risk and institutional investors on stock returns in companies listed on the stock exchange

Davod Khodadadi <sup>\*1</sup>  
Abdolrahman Erfanniya <sup>2</sup>

Date of Receipt: 2020/09/10 Date of Issue: 2020/09/20

### Abstract

The aim of this study was to investigate the effect of stock risk and institutional investors on stock returns in companies listed on the stock exchange in the years 1390 to 1396. The research statistics community is companies listed on the stock exchange with 99 samples. The present study is a descriptive-correlational study based on cross-sectional data analysis and is applied in terms of purpose. The research hypotheses were tested using Eviews software. The results showed that there is a positive and significant relationship between stock price risk and stock returns. There is a negative and significant relationship between institutional investors and stock returns.

### Keywords

Stock risk, institutional investors, stock returns

1. Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University, Bandar Abbas Branch, Bandar Abbas, Iran. (khodadady47@gmail.com)
2. Ph.D student in Accounting, Islamic Azad University, Bandar Abbas Branch, Bandar Abbas, Iran. (\*a.erfanniya@gmail.com)

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی