

## عوامل موثر بر خطر کاهش ناگهانی ارزش سهام با در نظر گرفتن نقش میانجی ساختار قدرت در شرکت

شهرزاد سراج<sup>۱\*</sup>

محمد نوروزی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۷/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۸/۲۵

### 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 آن 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. لذا این پژوهش به بررسی عوامل موثر بر خطر کاهش ناگهانی ارزش سهام با در نظر گرفتن نقش میانجی ساختار قدرت در شرکت در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ با استفاده از اطلاعات ۷۹ شرکت منتخب به روش حذف سیستماتیک پرداخته است. برای آزمون فرضیه‌ها، دو معیار چولگی منفی بازده سهام و معیار نوسان بازده هفتگی خاص به‌عنوان متغیر خطر سقوط قیمت سهام اندازه‌گیری شد. لذا برای هر فرضیه دو الگو به تفکیک این معیارها تدوین و به روش GMM برآورد شد. نتایج برآورد الگوها نشان داد که بازدهی سهام شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر ندارد. کیفیت حسابرسی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت دارد. سودآوری بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر معکوس دارد. ساختار قدرت بر رابطه بین بازدهی سهام شرکت با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار نیست. ساختار قدرت بر رابطه بین کیفیت حسابرسی با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار است. ساختار قدرت بر رابطه بین سودآوری با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار نیست.

### واژگان کلیدی

بازده سهام، سقوط قیمت سهام، سهامدار عمده، ساختار قدرت، بورس اوراق بهادار

۱. استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه، تهران، ایران. (نویسنده مسئول: [sh.seraj85@yahoo.com](mailto:sh.seraj85@yahoo.com))

۲. استادیار، گروه حسابداری، مدرس دانشگاه گنبد کاووس، گنبد کاووس، ایران. (Mohammad\_n488@yahoo.com)

## مقدمه

ریسک سقوط قیمت سهام یکی از مهم‌ترین موضوعات در امور مالی است. ریسک سقوط قیمت سهام در ادبیات مالی، مورد توجه زیادی قرار می‌گیرد (لی و وانگ، ۲۰۱۷). برای نقش ساختار قدرت، پژوهش‌های زیادی جهت تأیید رابطه معنادار بین مالکیت نهادی و بازده سهام انجام شده است. بسیاری از انواع تعارضات در بازار پیش می‌آیند زیرا حلاء و شکاف از حیث شناخت یا اطلاعات بین دو گروه از افراد وجود دارد که تحت عنوان عدم تقارن اطلاعاتی اطلاق می‌گردد. استیگلیتز (۲۰۰۲) بیان داشت که با دریافت اطلاعات زمانی که افراد مختلف مسائل متفاوتی را در می‌یابند و به شکل متفاوت تفسیر می‌کنند، عدم تقارن اطلاعاتی به وجود می‌آید و در این شرایط دارندگان اطلاعات خصوصی می‌توانند به‌طور بالقوه تصمیمات بهتری در راستای دستیابی به مزیتی بهتر را اتخاذ کنند. با توسعه بازارهای سهام، برخی مدیران شرکت‌ها از تکنیک‌های فرصت‌طلبانه مانند مدیریت سود و داد و ستد درونی در راستای دستیابی به پاداش غیر واقعی بهره برده و این رفتار ممکن است به منافع یا حقوق ذینفع‌ها آسیب برساند. به‌عنوان نمونه، رسوایی مالی اتفاق افتاده در شرکت انرون در سال ۲۰۰۰ که به‌عنوان بزرگ‌ترین شرکت انرژی در زمان خود محسوب می‌شده است، منتهی به زیان‌های هنگفت برای شمار زیادی از سرمایه‌گذاران و ذینفع‌ها شد. چنین شرایطی ممکن است در اثر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و ذینفع‌ها پیش بیاید. چگونگی محافظت از منافع سرمایه‌گذاران از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار مسئله بسیار مهمی است (مرادی و همکاران، ۱۳۹۵).

نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه چیست؟ هنگامی که سرمایه‌گذاران اخبار بد در مورد شرکت را دریافت می‌کنند، ممکن است با سرعت چشمگیر شروع به فروش سهام بنمایند که در نتیجه قیمت سهام شرکت به سرعت افت خواهد کرد و به دنبال آن ریسک سقوط قیمت سهام برای شرکت افزایش خواهد یافت. از آنجایی که سرمایه‌گذاران تنها اطلاعات مرتبط با شرکت را به‌صورت انفعالی در بازار به دست می‌آورند، حجم قابل توجهی از عدم تقارن اطلاعات در بازار سهام پیش می‌آید. کوتاری و همکاران (۲۰۰۹) تصریح نموده‌اند که توزیع بازده‌های سهام در صورتی متقارن خواهد بود که اعلام اخبار خوب و بد متقارن باشند یعنی مدیران نه تنها اخبار خوب را اعلام می‌کنند بلکه اخبار بد را نیز اعلام می‌کنند و این گونه اخبار به شکل تصادفی نمود می‌یابند. با این وجود، پاستنا و رونین (۱۹۷۹) و کوتاری و همکاران (۲۰۰۹) دریافته‌اند که مدیران گرایش به پنهان کردن اخبار بد برای سرمایه‌گذاران را داشته و صرفاً اخبار خوب را اعلام می‌کنند. جین و مایرز (۲۰۰۶) و هاتون و همکاران (۲۰۰۹) بر این باور بودند که ظرفیت برای اخبار بد و شنیدن آن‌ها اندک است و سقوط سهام زمانی اتفاق می‌افتد که حجم زیادی از اخبار بد به بازار درز کند. بنابراین چگونگی کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها به مسئله‌ای مهم تبدیل شده است. در این پژوهش نظریه علامت‌دهی را در راستای حل این نوع عدم تقارن اطلاعاتی به کار می‌بندیم.

چگونه می‌توان این‌گونه عدم تقارن اطلاعاتی را در راستای کاهش ریسک سقوط قیمت سهام حل نمود؟ اسپنس (۱۹۷۳) مدلی را برای تشریح عدم تقارن اطلاعاتی در بازار شغل مطرح نمود که در واقع خلا اطلاعاتی بین جویندگان شغل و مدیران منابع انسانی است. جویندگان شغل چگونه این عدم تقارن اطلاعاتی را بهبود می‌دهند؟ البته آن‌ها در نقش علامت‌دهنده ممکن است اطلاعاتی از قبیل میزان تحصیلات یا مجوزهای حرفه‌ای خود را به مدیران ارسال و عرضه کنند. هنگامی که مدیران این نوع سیگنال‌ها را دریافت می‌کنند، تصمیم‌گیری خواهند کرد که آیا جویندگان شغل

مزبور را استخدام نمایند یا نه. این فرایند موجب بهبود عدم تقارن اطلاعاتی از سوی علامت‌دهندگان می‌شوند که پیامی عینی را به دریافت‌کنندگان منتقل می‌کنند (صراف و همکاران ۱۳۹۷).

اسنادی وجود دارد که ساختار قدرت از اوراق بهادار پیروی می‌کنند و تأثیر مستقیمی بر بازده آن‌ها دارند. علاوه بر این، برخی از مقالات کشف می‌کنند که سرمایه‌گذاران پیشرفته و مؤسساتی که از همان مدل و از همان موقعیت استفاده می‌کنند، قیمت سهام را از اصول دورتر می‌کنند تا به سقوط قیمت سهام منجر شود که شامل دو عامل است: ساختار قدرت و سقوط قیمت سهام. با این حال، شکافی در ادبیات مالی در مورد اثر ترکیبی ریسک احتمالی و ساختار قدرت بر بازده سهام وجود دارد (یان، ۲۰۱۳).

ساختار قدرت از دو منبع مد نظر قرار می‌گیرد اول عملکرد دوگانه که آیا مدیرعامل عضو هیئت مدیره می‌باشد یا خیر و دوم آنکه داشتن عنوان مؤسس شرکت به این معنی که شرکت برند است یا خیر (سانا بن شیخ، ۲۰۱۴). به منظور بهبود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، شرکت باید مجموعه‌ای از سیگنال‌ها در مورد عملیات‌هایش را به سرمایه‌گذاران ارسال نماید. سیگنال اصلی می‌تواند گزارش‌های مالی از قبیل عملکرد حسابداری باشد، سرمایه‌گذار نهادی و بازده سهام می‌توانند تأثیر گذار و تأثیرپذیر از ریسک سقوط قیمت سهام باشند. در این پژوهش به بررسی ارتباط میان ریسک سقوط، ساختار قدرت و بازده سهام در بورس اوراق بهادار پرداخته می‌شود.

## مبانی نظری پژوهش

### مالکیت عمده و کیفیت گزارشگری مالی

هدف اصلی گزارشگری مالی فراهم کردن اطلاعات مفید درباره وضعیت مالی و نتایج عملیات آن واحد تجاری برای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان و سهامداران و غیره می‌باشد. سهامداران که بخش عمده‌ای از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی را تشکیل می‌دهند، نیاز به اطلاعاتی مفید و قابل اتکا برای تصمیم‌گیری دارند. اطلاعات ذکر شده باید دارای یک سری ویژگی‌های کیفی باشد که این ویژگی‌ها شامل محافظه‌کاری است که نگرشی محدود در شناسایی درآمدها و هزینه‌ها، می‌باشد. در اکثر مواقع مدیریت به منظور حفظ منافع خود، واحد تجاری را در وضعیت بهتری نشان می‌دهد تا بتواند پاداش بیشتری بگیرد. در سوی مقابل، سهامداران که مالکان شرکت هستند نیاز به اطلاعاتی قابل اتکا و بدون هرگونه سوءگیری و تعصب دارند و از آنجایی که اهمیت نقش سهامداران عمده (مالکان بیش از ۵٪ سهام شرکت)، به عنوان یک عامل بازدارنده یا محرک مدیران در بروز رفتارهای فرصت طلبانه از ناحیه مدیران در شناخت بهتر اطلاعات مفید، مؤثر خواهد بود. در نتیجه، شرکت‌هایی که دارای سهامداران عمده هستند مدیریت سود اتفاق می‌افتد و نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که نقش بازدارندگی سهامداران عمده بازدارندگی در مقابل افزایش ارزش شرکت به دلیل اهمیت دادن به منافع شخصی و تأکید بر مدیریت سود است (حمیدرضا و کیلی فرد، ۱۳۹۱؛ سلیمی و همکاران، ۱۳۹۴).

طبق تئوری‌های تجربی مطالعات مربوط به سرمایه و تجارت، می‌توان گفت که سهامداران عمده کارکرد مدیران را از طریق اعمال دخالت، اظهارنظر و یا توصیه فرصت‌های استراتژیک به مدیران، جهت جلوگیری از عملکردهایی که ارزش شرکت را تضعیف و تخریب می‌کنند کنترل می‌نمایند. همچنین برکناری مدیران فاقد صلاحیت و یا برکناری مدیرانی که کارکرد بسیار ضعیفی دارند. سهامداران عمده فعالیت‌های فرصت طلبانه مدیران را محدود، و منافع سهامداران و

مدیران را با هم، همگام می‌سازند و انگیزه‌های مدیران را در دستکاری سود، کاهش می‌دهند. بنابراین وجود سهامداران عمده ارتباط مثبتی بر کیفیت گزارشگری مالی دارد. در واقع کنترل واقعی، از تهدید سهامدار به خروج از شرکت و فروش سهام شکل می‌گیرد نه خود عمل ترک شرکت. در این بین سهامداران عمده از مدیریت سود بهره می‌برند و از طریق فسخ قراردادهای کارآمدتر، کاهش هزینه سرمایه‌گذاری خارجی و عدم بازپرداخت بدهی، دریافت بهره، منفعت شخصی از سهامداران کوچک و فروش سهام با نرخ بالا به سهامداران کوچک آن‌ها را محدود می‌کنند. بنابراین سهامداران عمده آزادی عمل مدیریتی در گزارشگری مالی را کمتر محدود می‌سازد که سبب کیفیت گزارشگری مالی سطح پایین‌تر می‌شود (دو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳).

### مالکیت نهادی بر ریسک سقوط قیمت سهام

حضور سرمایه‌گذاران نهادی در ترکیب سهامداران به عنوان یکی از مکانیزم‌های بیرونی موثر بر نظام راهبری شرکت، طی سال‌های اخیر به طور جهان شمول اهمیت فزاینده‌ای یافته است. این سهامداران، انگیزه‌های لازم برای اعمال کنترل و ایجاد تغییر در عملکرد مدیران را دارا هستند (لانگ و مک نیکولز<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷)؛ و نظارت فعالانه آن‌ها می‌تواند رفتار مدیران را محدود کند (مک کانل و سرویس<sup>۳</sup>، ۱۹۹۰؛ هارتزل و استارکس<sup>۴</sup>، ۲۰۰۳)، و اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین آن‌ها و سهامداران (کارامانو و وافیس<sup>۵</sup>، ۲۰۰۵؛ کیم و ژانگ<sup>۶</sup>، ۲۰۱۰)، و جلوگیری از مدیریت سود انباشته شدن اخبار بد (ژی و همکاران، ۲۰۰۳) کنترل کند؛ و در نتیجه ریسک سقوط آتی قیمت سهام را کاهش دهد. اما شواهد حاصل از پژوهش‌های پیشین (نظیر نویسی و نایکر<sup>۷</sup>، ۲۰۰۶؛ کرن و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۰۷؛ پوتر<sup>۹</sup>، ۱۹۹۲) نشان می‌دهد که نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی مشابه هم نبوده و انگیزه‌های متفاوتی برای نظارت فعالانه بر مدیریت دارند. یکی از روش‌هایی که می‌توان از آن برای تعیین میزان انگیزه‌های نظارتی سهامداران نهادی استفاده کرد، افق‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها است (هاوکیمیان و لی<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۰). با توجه به این نقش نظارتی متفاوت، سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان به دو دسته فعال و غیر فعال تقسیم کرد.

سرمایه‌گذاران نهادی فعال، سرمایه‌گذارانی هستند که دارای دیدگاه بلندمدت بوده و عملکرد بلندمدت شرکت را مدنظر دارند. بنابراین انگیزه زیادی برای داشتن نماینده در هیئت‌مدیره شرکت‌های سرمایه‌پذیر دارند. گردش پایین سبد سهام سرمایه‌گذاران بزرگ بیانگر انگیزه این سرمایه‌گذاران برای نگهداری سهام و تشویق مدیران به بهبود عملیات و افزایش ثروت سهامداران می‌باشد. این سهامداران با نظارت فعالانه بر تصمیمات مدیریت، انگیزه‌هایی را برای مسئولیت‌پذیری بیشتر مدیریت فراهم می‌آورند و مدیران شرکت‌ها را منضبط و متعهد می‌کنند. بر این اساس حضور هر چه بیشتر این سهامداران سبب افزایش عملکرد مدیران و در نتیجه ارتقای عملکرد شرکت‌ها خواهد شد (پوتر، ۱۹۹۲؛ اگرآوال و نوبر<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۱)، و انتظار بر این است که مالکیت نهادی فعال بر کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام موثر

<sup>1</sup> - Dou et al

<sup>2</sup> - Lang, M. and McNichols, M

<sup>3</sup> - McConnell & Servaes

<sup>4</sup> - Hartzell & Starks

<sup>5</sup> - Karamanou & Vafeas

<sup>6</sup> - Kim & Zhang

<sup>7</sup> - Navissi & Naiker

<sup>8</sup> - Potter

<sup>9</sup> - Hovakimian & Li

<sup>10</sup> - Agrawal & Knoeber

باشد. سرمایه‌گذاران نهادی غیر فعال دارای گردش پرتفوی بالایی بوده و استراتژی معاملاتی لحظه‌ای دارند. برای مثال با یک خبر خوب سهام می‌خرند و با یک خبر بد سهام را می‌فروشند. برای این مالکان قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده و دارای دیدگاه کوتاه‌مدت و گذرا هستند و عملکرد جاری را به عملکرد بلندمدت شرکت ترجیح می‌دهند. بنابراین انگیزه زیادی برای نظارت بر مدیریت و داشتن نماینده در هیئت‌مدیره شرکت‌های سرمایه‌پذیر ندارند؛ زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آن‌ها شود (پوتر، ۱۹۹۲). تمرکز بر عملکرد کوتاه‌مدت موجب ایجاد فشار بر مدیران برای فدا کردن سرمایه‌گذاری و عملکرد بلندمدت به منظور حفظ رشد سود کوتاه‌مدت، و نیز تسریع در شناسایی اخبار خوب در مقابل به تاخیر انداختن شناسایی اخبار بد می‌شود و زمینه را برای انجام اقدامات فرصت طلبانه مدیران فراهم می‌کند. از طرف دیگر فروش بخش عمده‌ای از سهام یک شرکت، بدون کاهش قیمت آن میسر نخواهد بود. به عبارت دیگر سرمایه‌گذار تندرو با شنیدن کوچک‌ترین اخبار نامطلوب به فروش سریع سهام خود مبادرت می‌ورزد و سعی می‌کند که سریع‌تر از بازار خارج شود، که این حرکت در نهایت به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود (هانگ و استین، ۲۰۰۳). لذا انتظار بر این است که مالکیت نهادی غیر فعال بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام موثر باشد (ودیعی نوقابی و رستمی، ۱۳۹۳).

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بازدهی سهام شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام تاثیر دارد.  
 فرضیه دوم: کیفیت حساسی بر خطر سقوط قیمت سهام تاثیر دارد.  
 فرضیه سوم: سودآوری بر خطر سقوط قیمت سهام چه تاثیر دارد.  
 فرضیه چهارم: ساختار قدرت در رابطه بین بازدهی سهام شرکت با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار است.

فرضیه پنجم: ساختار قدرت در رابطه بین کیفیت حساسی با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار است.  
 فرضیه ششم: ساختار قدرت در رابطه بین سودآوری با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار است.

### روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس‌رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته انجام گرفته است. از نظر روش تحلیل داده‌ها نیز تحقیق همبستگی است، زیرا پژوهش حاضر در پی یافتن رابطه بین متغیرهای پژوهش در یک جامعه آماری است. داده‌های پژوهش از لوح‌های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری گردید. در نهایت، با توجه به حجم نمونه‌ها، از نرم‌افزار ایویوز نسخه دوازدهم و استاتا برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شد. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ است.

الگوی رگرسیونی و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از دو مدل رگرسیونی کلی چند متغیره زیر استفاده می‌شود:

### مدل اول: معیار چولگی منفی بازده سهام:

$$NCSKEW_{it} = \alpha + \beta_1 RTRN_{it} + \beta_2 QA_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 INS_{it} + \beta_5 INS_{it} * RTRN_{it} + \beta_6 INS_{it} * QA_{it} + \beta_7 INS_{it} * ROA_{it} + \beta_8 LEVERAGE_{it} + \beta_{10} SIZE_{it} + \beta_{11} CFO_{it} + \beta_{12} MtB + \varepsilon_{it}$$

### مدل دوم: معیار نوسان بازده هفتگی خاص:

$$DUVOL_{it} = \alpha + \beta_1 RTRN_{it} + \beta_2 QA_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 INS_{it} + \beta_5 INS_{it} * RTRN_{it} + \beta_6 INS_{it} * QA_{it} + \beta_7 INS_{it} * ROA_{it} + \beta_8 LEVERAGE_{it} + \beta_{10} SIZE_{it} + \beta_{11} CFO_{it} + \beta_{12} MtB + \varepsilon_{it}$$

در این مدل‌ها متغیر وابسته ریسک سقوط قیمت سهام است که بر اساس معیار چولگی منفی بازده سهام اندازه‌گیری می‌شود.  $\alpha$  جزء ثابت معادله رگرسیون است و ضریب  $\beta$  نشان دهنده این موضوع است که بازدهی سهام چه تاثیری بر ریسک سقوط قیمت سهام خواهد داشت. انتظار بر این است که ضریب  $\beta$  منفی باشد به عبارتی مطابق مبانی نظری و مفاهیم حسابداری انتظار می‌رود هر چه شرکت دارای بازدهی سهام بیشتری باشد ریسک سقوط قیمت سهام آن کمتر باشد. ضریب  $\beta$  نیز حاکی از تاثیر ساختار قدرت شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام است. انتظار می‌رود که حضور مالکان نهادی قوی باعث کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شود علامت  $\beta$  احتمالا منفی خواهد شد. ضریب  $\beta$  نیز حاکی از تاثیر تعدیلی ساختار قدرت بر رابطه بین بازدهی سهام و ریسک سقوط قیمت سهام است. انتظار می‌رود در شرکت‌هایی که ساختار قدرت قوی‌تر دارند رابطه بین بازدهی سهام و ریسک سقوط قیمت سهام تقویت شود. \* نشان دهنده ارتباط متغیرهای میانجی است. به دلیل این موضوع که ما در فرضیه‌های تحقیق ۳ متغیر میانجی (بازدهی سهام شرکت، کیفیت حسابرسی و سودآوری) داریم پس با ۳ حاصل ضرب در مدل ریاضی مواجه هستیم. متغیر وابسته که در این مدل‌ها؛

$NCSKEW$ : چولگی منفی بازده سهام برای شرکت  $i$  در سال  $t$  است. ر این پژوهش به پیروی از وو و هو<sup>۱</sup> (۲۰۱۹)؛ وینگ و لنتو<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) و لی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) برای اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام از معیار چولگی منفی بازده سهام ( $NCSKEW$ ) به صورت زیر استفاده شده است

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1,j} r_{m,t-2} + \beta_{2,j} r_{m,t-1} + \beta_{3,j} r_{m,t} + \beta_{4,j} r_{m,t+1} + \beta_{5,j} r_{m,t+2} + \varepsilon_{j,t}$$

که در آن:

$R_{j,t}$  = بازده سهام شرکت در سال جاری  $t$  = بازده شاخص کل بازار سهام در سال جاری، سال قبل، دو سال قبل، سال آتی، دو سال آتی  $R_{m,t}$  و  $\varepsilon$  = باقی مانده مدل رگرسیونی.

چن و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۱) معتقدند که نشانه‌های سقوط قیمت سهام از یک سال قبل از وقوع این پدیده شکل می‌گیرد و یکی از این نشانه‌ها وجود چولگی منفی در بازده سهام شرکت است. بنابراین شرکت‌هایی که در سال گذشته چولگی

<sup>1</sup> ChiaMing et al

<sup>2</sup> Wing and Lento

<sup>3</sup> Li, et al.

<sup>4</sup> Chen, et al

منفی بازده سهام را تجربه کرده‌اند با احتمال بیشتری در سال آینده با پدیده سقوط قیمت سهام مواجه خواهند شد به عبارت دیگر هرچه مقدار ضریب منفی چولگی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض سقوط قیمت سهام بیشتری خواهد بود (حبیب<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). کو<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) نیز بیان نموده که چولگی منفی بازده سهام یک راه جایگزین برای اندازه‌گیری عدم تقارن در نوع بازده است (چن و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱؛ کیم و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱؛ کالین و فانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱؛ اندرو و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۳؛ فروغی و ساکیانی، ۱۳۹۵؛ رمضان احمدی و درسه، ۱۳۹۵؛ وینگ و لتو، ۲۰۱۹):

$$NCSKEW_{j,r} = -n \left( \frac{n - 1 \frac{3}{2} \sum w^3}{(n-1)(n-2)(\sum w^2)w^{3/2}} \right)$$

که در آن؛

NCSKEW: چولگی منفی بازده ماهانه سهام شرکت در طول سال مالی

W: بازده ماهانه خاص شرکت در طول سال مالی

N: تعداد ماه‌هایی که بازده آن محاسبه شده است.

DUVOL: نوسان بازده هفتگی خاص شرکت  $i$  در سال  $t$  است که به عنوان معیار دوم خطر سقوط سهام در نظر گرفته شده است. برای اندازه‌گیری معیار دوم مطابق با پژوهش‌های چن و همکاران (۲۰۰۱)، اندرو و همکاران (۲۰۱۳) و وو و هو (۲۰۱۹) ابتدا میانگین بازده هفتگی خاص شرکت‌ها محاسبه و سپس داده‌های مربوط به آن به دو دسته کمتر از میانگین و بیشتر از میانگین تفکیک شده و انحراف معیار هر کدام به طور مجزا محاسبه می‌شود. سپس برای محاسبه نوسان بازده هفتگی خاص در طول سال مالی از رابطه زیر استفاده شده است (تقی زاده خانقاه و زینالی، ۱۳۹۶).

$$DUVOL_{j,r} = \ln \left( \frac{[(n_u - 1) \sum DOWN r^2]}{[(n_u - 1) \sum UP r^2]} \right)$$

DOWN: برابر با انحراف معیار مشاهدات کمتر از میانگین در طول سال مالی

UP: نشان‌دهنده انحراف معیار مشاهدات بزرگ‌تر از میانگین برای بازده خاص شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

متغیرهای مستقل در این مدل‌ها؛

بازدهی سهام شرکت (RITN): بازده سهام سالیانه شرکت  $i$  در سال  $t$  است که شرکت‌ها از عملکرد خود ارایه می‌دهند.

کیفیت حسابرسی (QA): اگر شرکت توسط موسسات دارای رتبه الف حسابرسی شده باشد ۱ و در غیر این صورت صفر است.

سودآوری (ROA): نسبت سود خالص به مجموع دارایی در شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

متغیر میانجی: ساختار قدرت

INS: مالکیت نهادی در شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

<sup>1</sup> Habib,

<sup>2</sup> Kwangjoo Koo.

<sup>3</sup> Chen et al

<sup>4</sup> Kim et al

<sup>5</sup> Callen. Fang

<sup>6</sup> Andreou, et al

متغیرهای کنترلی در این مدل‌ها؛

SIZE: اندازه شرکت  $t$  در سال  $t$  است که به صورت لگاریتم مجموع ارزش دارایی‌ها در پایان سال محاسبه شده است.

MTB: نسبت ارزش بازار به دفتری شرکت  $t$  در سال  $t$  است.

CFO: نسبت جریان نقد عملیاتی به جمع دارایی‌های شرکت  $t$  در سال  $t$  است.

LEVERAGE: نسبت مجموع بدهی به مجموع دارایی شرکت  $t$  در سال  $t$  است

## آمار توصیفی

### جدول ۱. تحلیل توصیفی متغیرها

کیفیت حسابرسی	مالکیت نهادی	بازدهی سهام شرکت	نسبت جریان نقد	سودآوری	اهرم مالی	نسبت ارزش شرکت	اندازه شرکت	چولگی منفی	نوسان بازده	
۰,۴۶۳۶۰۸	۵۲,۱۴۳۵۹	۰,۸۸۴۲۸۸	۰,۱۴۰۶۱۵	۰,۱۳۴۳۴۹	۰,۶۵۳۵۰۴	۸,۰۷۰۶۰۸	۱۴,۹۰۰۶۰	-۰,۲۱۶۹۰۴	-۰,۱۶۶۵۷۲	میانگین
۰,۰۰۰۰۰۰	۴۹,۱۸۰۰۰	۰,۲۷۸۲۰۲	۰,۱۲۳۱۲۲	۰,۱۱۰۱۳۹	۰,۶۲۵۵۶۹	۳,۹۵۱۱۵۵	۱۴,۵۲۹۴۲	-۰,۲۵۹۴۶۲	-۰,۲۴۲۹۳۳	میانه
۱,۰۰۰۰۰۰	۹۹,۴۰۰۰۰	۱۳,۰۰۸۰۵	۰,۸۷۲۵۱۳	۰,۸۳۷۵۰۲	۱,۹۲۲۷۷۶	۳۶۵,۲۰۲۶	۲۰,۱۴۰۵۷	۴,۴۰۳۱۱۲	۷,۰۴۳۹۹۴	حداکثر
۰,۰۰۰۰۰۰	۹,۴۹۰۰۰۰	۰,۶۵۸۹۹۰	-۱,۳۴۷۴۷۵	-۰,۶۱۷۳۲۲	-۰,۵۱۲۷۳۴	-۱۱۳,۲۸۲۱	۱۰,۴۹۱۶۶	-۵,۵۱۰۱۴۴	-۶,۶۲۵۷۳۲	حداقل
۰,۴۹۹۰۶۹	۱۷,۸۹۵۲۱	۱,۸۶۵۰۷۰	۰,۱۶۳۴۵۵	۰,۱۷۴۴۵۳	۰,۵۸۳۵۸۹	۲۳,۰۱۹۲۵	۱,۶۸۴۱۰۳	۰,۹۵۲۸۸۴	۱,۶۶۳۰۳۳	انحراف معیار

### آزمون ریشه واحد داده‌های تابلویی

یکی از فرضیه‌های سنتی و معمول اقتصادسنجی در برآورد ضرایب الگو با استفاده از داده‌های سری زمانی و پانل دیتا در نظر گرفته می‌گیرند، ساکن بودن متغیرهای مورد استفاده است. به متغیری که میانگین، واریانس و ضرایب خودهمبستگی آن در طول زمان ثابت باشد، ساکن گویند. اگر در تخمین مدل اقتصادسنجی متغیرها غیرساکن باشند، رگرسیون برآورد شده جعلی بوده و قابل اعتماد نخواهد بود. در واقع اغلب تئوری‌های اقتصادی رابطه بلند مدت بین متغیرها را به شکل سطح بیان می‌کنند و برای اطمینان از وجود یک رابطه بلند مدت میان متغیرهای موجود در مدل لازم است که آن متغیرها ایستا<sup>۱</sup> بوده و از درجه انباشتگی یکسانی برخوردار باشند. بدین ترتیب برای پی بردن به وجود یک رابطه بلندمدت میان متغیرها باید ایستایی آن‌ها را با استفاده از آزمون‌های مناسب بررسی شود. براین اساس اگر تشخیص داده شود که باقیمانده‌های حاصل از رگرسیون‌های برآورده شده در سطح مانا یا ساکن هستند می‌توان از وجود یک رابطه بلند مدت میان متغیرها اطمینان حاصل نمود. از این رو در ادامه پیش از تخمین مدل، در اولین قدم مانایی متغیرها بررسی می‌شود.

برای رهاشدن از رگرسیون کاذب و رسیدن به یک مدل قابل اعتماد اغلب در داده‌های سری زمانی به بررسی ایستایی متغیرهای مدل با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعمیم یافته<sup>۲</sup> (ADF) پرداخته می‌شود. اما مطالعات متعددی پیشنهاد کرده‌اند که آزمون‌های ریشه واحد پانل در مقایسه با آزمون‌های ریشه واحد سری‌های زمانی، توانایی بیشتری دارند. کلا آزمون‌های معمول ریشه واحد در پانل دیتا شامل آزمون‌های LLC<sup>۳</sup>، ADF و IPS<sup>۴</sup> هستند که از بین آن‌ها

<sup>1</sup> Stationary

<sup>2</sup> Augmented DickeyFuller(ADF)

<sup>3</sup> Levin, Lin & Chut

<sup>4</sup> Im, Pesaran and Shin Wstat



آزمون  $LLC^1$  در اغلب مطالعات به عنوان آزمون مناسب تر انتخاب می شود. این انتخاب به دلیل مناسب بودن این آزمون برای پنل های دارای دوره زمانی کوچک می باشد به علاوه وسترلاند و بریتانگ<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) نشان می دهند که قدرت  $LLC$  از  $IPS^3$  بیشتر است، ضمن آنکه  $ADF$  نیز متناسب با ویژگی های داده های سری زمانی است نه داده های تابلویی (پانل دیتا). نتایج این آزمون برای متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش در جدول (۲) نشان داده شده است. بر اساس نتایج حاصل از جدول (۲) تمامی متغیرهای پژوهش بر اساس آزمون ریشه واحد  $LLC$  در سطح مانا هستند. به بیان دیگر برای تمامی رگرسیون ها در تمامی آزمون ها فرضیه صفر که وجود ریشه واحد را بیان می دارد رد می شود و لذا می توان نتیجه گرفت که پسماندها در تمامی رگرسیون ها انباشته از درجه صفر بوده و احتمال ایجاد رگرسیون کاذب منتفی است.

## جدول ۲. نتایج آزمون ریشه واحد LLC

نماد	متغیر	آماره LLC	سطح احتمال	نتیجه
DUVOL	نوسان بازده	-۱۵,۷۰۳	۰,۰۰۰	متغیر در سطح مانا است.
NCSKEW	چولگی منفی	-۲۵,۹۹۷	۰,۰۰۰	متغیر در سطح مانا است.
RTRN	بازدهی سهام شرکت	-۴,۱	۰,۰۰۰	متغیر در سطح مانا است.
QA	کیفیت حساسی	-۱۲,۴۵۲	۰,۰۰۰	متغیر در سطح مانا است.
ROA	سودآوری	-۲۶,۸۷۸	۰,۰۰۰	متغیر در سطح مانا است.
INS	مالکیت نهادی	-۱۴,۶۵۲	۰,۰۰۰	متغیر در سطح مانا است.
SIZE	اندازه شرکت	-۱۱,۶۲۱	۰,۰۰۰	متغیر در سطح مانا است.
MTB	نسبت ارزش	-۳,۶۷۱	۰,۰۰۰	متغیر در سطح مانا است.
CFO	نسبت جریان نقد	-۱۷,۷۷۴	۰,۰۰۰	متغیر در سطح مانا است
LEVERAGE	اهرم	-۲۲,۱۰۳	۰,۰۰۰	متغیر در سطح مانا است

## برآورد آزمون فرضیه ها

### برآورد مدل های مربوط به فرضیه اول به روش GMM

متغیر وابسته				معیار چولگی منفی بازده سهام - NCSKEW				متغیر وابسته				معیار نوسان بازده هفتگی خاص - DUVOL					
ضریب		انحراف معیار		آماره t		سطح احتمال		متغیر		ضریب		انحراف معیار		آماره t		سطح احتمال	
NCSKEW (-1)		۰,۰۹۱۴۹۶		۰,۰۶۸۲۸۶		-۱,۳۳۹۸۹		۰,۱۸۰۹		DUVOL(-1)		۰,۰۹۳۶۳۲		۰,۰۵۳۶۱۳		-۱,۷۴۶۴۴۲	
RTRN		۰,۰۸۱۹۸۹		۰,۳۳۹۳۱۴		۰,۲۴۱۶۳۲		۰,۸۰۹۲		RTRN		۰,۳۱۱۵۳۵		۰,۲۳۸۴۱۳		۱,۳۰۶۷۰۲	
QA		۳,۹۰۷۴۸۱		۱,۷۳۱۴۶۹		۲,۲۵۶۷۴۳		۰,۰۲۴۵		QA		۲,۸۷۴۷۳۵		۱,۲۴۴۳۷۰		۲,۳۱۰۱۹۳	
ROA		۰,۱۷۹۳۲۰		۰,۰۸۸۰۴۸		-۲,۰۳۶۶۱۵		۰,۰۴۲۳		ROA		۰,۲۵۰۸۶۷		۰,۱۲۶۴۹۳		۱,۹۸۳۲۴۴	
INS		۰,۰۰۸۰۷۳		۰,۰۴۰۸۰۳		۰,۱۹۷۸۶۱		۰,۸۴۳۲		INS		۰,۰۰۲۶۷۰		۰,۰۲۱۹۷۱		۰,۱۲۱۵۳۲	

1 Levin, Lin & Chu

2 Westerlund & Breitung

3 Im, Pesaran & Shin

معیار چولگی منفی بازده سهام - NCSKEW				متغیر وابسته	معیار نوسان بازده هفتگی خاص - DUVOL			
۰,۰۰۲۹۸۳	-۰,۰۰۶۵۹۶	-۰,۴۵۲۲۸	۰,۶۵۱۳	RTRNIS	-۰,۰۰۷۰۴	۰,۰۰۴۷۵۳	-۱,۴۸۲۷۶	۰,۱۳۸۸
-۰,۰۵۹۰۳۸	۰,۰۲۷۹۷۷	-۲,۱۱۰۱۹	۰,۳۵۴	QAINS	-۰,۰۴۴۱۰	۰,۰۱۹۴۳۳	-۲,۲۶۹۷۱	۰,۰۲۳۷
-۰,۰۴۹۱۸۰	۰,۰۵۴۳۹۷	-۰,۹۰۴۰۹	۰,۳۶۶۴	ROAINS	-۰,۰۹۰۵۵	۰,۰۳۸۱۲۳	۲-۳۷۵۲۱	۰,۰۱۷۹
-۰,۰۶۱۳۸۱	۰,۲۹۵۴۸۹	-۰,۲۰۷۷۲	۰,۸۳۵۵	SIZE	-۰,۱۶۸۰۱	۰,۱۸۳۹۴۲	-۰,۹۱۳۴۱	۰,۳۶۱۵
۰,۰۱۸۴۹۱	۰,۰۱۱۵۷۳	۱,۵۹۷۸۵۰	۰,۱۱۰۸	MTB	۰,۰۰۷۵۷۵	۰,۰۰۶۴۸۷	۱,۱۶۷۷۶۵	۰,۲۴۳۵
-۰,۰۵۳۲۳۷۹	۰,۴۸۱۴۵۲	-۱,۱۰۵۷۷	۰,۲۶۹۴	LEVERAGE	-۰,۵۶۷۶۹	۰,۳۹۹۳۴۲	-۱,۴۲۱۵۸	۰,۱۵۵۸
۰,۲۰۵۴	۰,۸۶۶۴	-۱,۲۶۸	۱,۳۷۷۸	CFO	-۰,۳۵۷۵۱	۰,۶۳۳۸	-۰,۵۶۴۰۸	۰,۵۳۷
رتبه ابزار		۲۶		رتبه ابزار		۲۶		
آماره سارگان		۱۴,۵۴۴۰۶		آماره سارگان		۲۳,۶۷۲۸۸		
سطح احتمال آماره سارگان		۰,۴۱۰۰۱۳		سطح احتمال آماره سارگان		۰,۰۵۰۱۶۴		

مأخذ: یافته‌های پژوهش

### فرضیه ۱: بازدهی سهام شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر دارد.

بر اساس نتایج برآورد الگو در جدول (۳-۴)، متغیرهای مربوط به بازدهی سهام شرکت نیز در سطح احتمال ۵ درصد تأثیر معناداری بر خطر سقوط سهام شرکت‌ها ندارند. بنابراین، بازدهی سهام شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر ندارد.

### فرضیه ۲: کیفیت حسابرسی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر دارد.

بر اساس نتایج برآورد الگو در جدول (۳-۴)، متغیرهای مربوط به کیفیت حسابرسی نیز در سطح احتمال ۵ درصد تأثیر معناداری بر خطر سقوط سهام شرکت‌ها دارند. بنابراین، کیفیت حسابرسی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت دارد.

### فرضیه ۳: سودآوری بر خطر سقوط قیمت سهام چه تأثیر دارد.

بر اساس نتایج برآورد الگو در جدول (۳-۴)، متغیرهای مربوط به سودآوری نیز در سطح احتمال ۵ درصد تأثیر معناداری بر خطر سقوط سهام شرکت‌ها دارند. بنابراین، سودآوری بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر معکوس دارد.

### فرضیه ۴: بازدهی سهام شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش میانجی ساختار قدرت در شرکت تأثیر دارد.

بر اساس نتایج برآورد الگو در جدول (۳-۴)، متغیرهای مربوط به بازدهی سهام شرکت با در نظر گرفتن نقش میانجی ساختار قدرت نیز در سطح احتمال ۵ درصد تأثیر معناداری بر خطر سقوط سهام شرکت‌ها دارند. بنابراین، بازدهی سهام شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش میانجی ساختار قدرت در شرکت تأثیر ندارد.

### فرضیه ۵: کیفیت حسابرسی بر خطر سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش میانجی ساختار قدرت در شرکت تأثیر دارد.

بر اساس نتایج برآورد الگو در جدول (۳-۴)، متغیرهای مربوط به کیفیت حسابرسی با در نظر گرفتن نقش میانجی ساختار قدرت نیز در سطح احتمال ۵ درصد تأثیر معناداری بر خطر سقوط سهام شرکت‌ها دارند. بنابراین، کیفیت حسابرسی بر خطر سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش میانجی ساختار قدرت در شرکت تأثیر معکوس دارد.

## فرضیه ۶: سودآوری بر خطر سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش میانجی ساختار قدرت در شرکت تاثیر دارد.

بر اساس نتایج برآورد الگو در جدول (۴-۳)، متغیرهای مربوط با زدهی سهام شرکت با در نظر گرفتن نقش میانجی ساختار قدرت نیز در سطح احتمال ۵ درصد تاثیر معناداری بر خطر سقوط سهام شرکتها دارند. بنابراین، سودآوری بر خطر سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش میانجی ساختار قدرت در شرکت تاثیر ندارد.

### نتیجه گیری

در این مطالعه تاثیر ساختار قدرت بر ارتباط بین بازدهی سهام و خطر سقوط قیمت سهام به روش GMM مورد بررسی قرار گرفت. در این راستا نیز شش فرضیه به شرح زیر تنظیم شدند:

فرضیه اول: بازدهی سهام شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام تاثیر دارد.

فرضیه دوم: کیفیت حساسی بر خطر سقوط قیمت سهام تاثیر دارد.

فرضیه سوم: سودآوری بر خطر سقوط قیمت سهام چه تاثیر دارد.

فرضیه چهارم: ساختار قدرت در رابطه بین بازدهی سهام شرکت با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار است.

فرضیه پنجم: ساختار قدرت در رابطه بین کیفیت حساسی با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار است.

فرضیه ششم: ساختار قدرت در رابطه بین سودآوری با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار است

با جدایی مالکیت از مدیریت و پیدایش تضاد منافع بین مالکان و مدیران، ارزیابی و بررسی عملکرد شرکتها و مدیران از موضوعات مورد توجه اقبال مختلف مانند اعتباردهندگان و مالکان است. امروزه مشکل تفکیک مالکیت از مدیریت بیانگر این موضوع است که چگونه می توان اطمینان حاصل نمود تا ساختار مالکیت و ساختار هیئت مدیره از آزادی عمل خویش در راستای منافع سرمایه گذاران استفاده خواهند کرد (چن، ۲۰۱۷). هدف نظام راهبری شرکتی کاهش ریسک بنگاه اقتصادی از طریق بهبود و ارتقا شفافیت و پاسخ گویی و بهبود کارایی بلندمدت سازمان، از طریق جلوگیری از خودکامگی و عدم مسئولیت پذیری مدیریت است که این موضوع بر قیمت سهام تأثیرگذار است. بنابراین یک ساختار مالکیت مؤثر باید ریسک سقوط را کاهش دهد. ریسک سقوط به صورت منفی با کنترل و نظارت داخلی مرتبط است و این رابطه برای شرکت هایی که دارای ساختار مالکیت منسجم تری هستند، برجسته تر می باشد.

برای آزمون فرضیه ها فوق، دو معیار چولگی منفی بازده سهام و معیار نوسان بازده هفتگی خاص به عنوان متغیر خطر سقوط قیمت سهام اندازه گیری شد. لذا برای هر فرضیه دو الگو به تفکیک این معیارها تدوین و با استفاده از داده های ۷۹ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۹ به روش GMM برآورد شد.

نتایج برآورد الگوها نشان داد که بازدهی سهام شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام تاثیر ندارد. کیفیت حساسی بر خطر سقوط قیمت سهام تاثیر مثبت دارد. سودآوری بر خطر سقوط قیمت سهام تاثیر معکوس دارد. ساختار قدرت بر رابطه بین بازدهی سهام شرکت با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار نیست. ساختار قدرت بر رابطه بین سودآوری با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار نیست. ساختار قدرت بر رابطه بین کیفیت حساسی با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار است. بر اساس این نتایج این سه فرضیه پژوهش پذیرفته شدند. و سه فرضیه پذیرفته نشدند.

تأثیر منفی بازدهی سهام شرکت‌ها بر خطر سقوط قیمت سهام به این دلیل است که عمدتاً در شرکت‌هایی که بازدهی سهام به صورت منفی و در شرایط رکود بسر می‌برد مدیران سعی می‌کنند اخبار منفی را افشاء نکنند، چون عقیده آن‌ها بر این است که چنین افشاهایی بیشتر باعث سقوط و سقوط قیمت سهام می‌شود. در مقابل، زمانیکه بازدهی سهام شرکت‌ها مثبت و در روند افزایشی قرار داشته باشد؛ فرصت و زمان مناسبی برای افشاء اخبار منفی تلقی می‌شود و بر این مبنا در شرکت‌های با بازدهی مثبت، مدیران انگیزه‌ای برای پنهان کردن اخبار منفی ندارند. همچنین در شرکت‌هایی که ساختار قدرت آن‌ها متمرکز است یا مالکان نهادی قدرتمند در آن‌ها حضور دارند، بدلیل اینکه تسلط کافی بر مدیران بنگاه دارند، اخبار و افشاءها به موقع صورت می‌گیرد و در نتیجه، در این قبیل شرکت‌ها خطر سقوط سهام هم پایین است. در کل با حضور مالکیت نهادی قوی، انتظار بر این است که شرکت‌های با بازدهی سهام بالا کمتر در معرض ریسک سقوط سهام قرار گیرند.

بر اساس نتایج لازم است سرمایه‌گذاران علاوه بر موضوع ساختار قدرت و وضعیت بازدهی شرکت؛ اندازه شرکت، جریان نقد عملیاتی، فرصت‌های رشد بازار، نسبت اهرمی (ساختار بدهی) و بازدهی دارایی‌های ثابت شرکت را نیز در ارزیابی خطر سقوط قیمت سهام لحاظ کنند. نتایج برآورد الگوها نشان داد که بازدهی سهام شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر ندارد. کیفیت حسابرسی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت دارد. سودآوری بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر معکوس دارد. ساختار قدرت بر رابطه بین بازدهی سهام شرکت با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار نیست. ساختار قدرت بر رابطه بین سودآوری با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار نیست. ساختار قدرت بر رابطه بین کیفیت حسابرسی با خطر سقوط قیمت سهام از نقش میانجی برخوردار است.

## منابع

- احمدی‌میر، کبری. قهرمانی، حسنا (۱۳۹۷). تأثیر هیئت مدیره مستقل، مالکیت نهادی و کمیته حسابرسی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس ملی پژوهش‌های نوین حسابداری و مدیریت در هزاره سوم، کرج، دانشگاه جامع علمی کاربردی سازمان همیاری شهرداری‌ها
- اخگر، محمدمید. رحیم‌زاده، نگار (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و محافظه کاری حسابداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس ملی و اولین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در علوم انسانی، تهران، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت ویرا
- اسدی‌فر، زهرا. زلّقی، حسن (۱۳۹۶). نقش سرمایه‌گذاران نهادی در کنترل اقلام تعهدی اختیاری. اولین همایش حسابداری، مدیریت و اقتصاد با رویکرد پویایی اقتصاد ملی، ملایر، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ملایر
- اسکو، وحید. تاکر، رضا. خنکا، خالق. نهتانی، نادر (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ساختار سرمایه. دومین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت و فرهنگ ایرانی اسلامی، اردبیل، موسسه پیشگامان فرهیختگان فرهنگ و اندیشه ولیعصر، اداره کل فرهنگ و ارشاد اسلامی استان اردبیل
- اعتمادی، حسین؛ احمدیان، وحید (۱۳۹۲). بررسی تأثیر نوع بزرگترین سهامدار بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تامین مالی، سال اول، شماره سوم، صص ۴۹-۶۶
- افراز، الناز. جنانی، محمدحسن (۱۳۹۴). بررسی رفتار سهامداران نهادی در شرکت‌های در شرف ورشکستگی بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲. اولین کنفرانس بین‌المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و

کار، گیلان، موسسه پویندگان اندیشه‌های نو و شهرداری صومعه سرا، مجتمع فرهنگی و هنری فارابی اداره فرهنگ و ارشاد

اکبری، سمیه. رضایی، فرزین (۱۳۹۷). تاثیر مالکیت نهادی بر ارتباط بین اجتناب مالیاتی و ریسک سقوط قیمت سهام. دومین کنفرانس بین المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تهران، موسسه آموزش عالی علامه خویی (ره) - شرکت بین المللی کوش

امیدی، نرگس. محمودی، وحید (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین هموارسازی سود، مالکیت نهادی و اقلام تعهدی اختیاری بر ریسک سقوط قیمت سهام. دومین کنفرانس بین المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تهران، موسسه آموزش عالی علامه خویی (ره) - شرکت بین المللی کوش

انصاری، ایمان. افلاطونی، عباس (۱۳۹۴). بررسی تاثیر میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی بر میزان شفافیت قیمت سهام. اولین همایش ملی پژوهش‌های کاربردی حسابداری، مدیریت اقتصاد، دامغان، دانشگاه آزاد اسلامی واحد دامغان، باشگاه پژوهشگران و نخبگان واحد دامغان

آذین فر، کاوه. احسانیان، سیده سمانه (۱۳۹۷). بررسی تاثیر فرصت‌های رشد بر ارتباط بین سرمایه گذاران نهادی با سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. همایش بین المللی مدیریت، حسابداری و اقتصاد دانش بنیان، مشهد، موسسه تعاونی دانش بنیان کمرآوش

بامداد، سعید. رمضان، امیررضا (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و تأمین مالی خارجی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. کنفرانس بین المللی مدیریت و حسابداری، تهران، موسسه آموزش عالی نیکان بزاززاده تربتی، حمیدرضا. ملکیان کله‌بست، اسفندیار، کامیابی، یحیی (۱۳۹۵). واکنش بازار نسبت به اطلاعات نامشهود:

نقش تعدیل کننده سرمایه گذاران نهادی. فصلنامه حسابداری مالی، دوره ۸، شماره ۳۱، صص ۲۹-۱

بیاتی اشکفتکی، زهرا. جعفری، حمیدرضا (۱۳۹۷). نقش واسطه ای نرخ بدهی در رابطه بین سهامداران نهادی و مازاد وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اولین کنفرانس ملی توسعه پایدار در علوم و مهندسی و فرهنگ ایرانی، تهران، مرکز بین المللی همایشها و سمینارهای توسعه پایدار علوم جهان اسلام

حنیفه زاده، مهری؛ محمد علی باقرپور و لاشانی و مهدی صالحی، ۱۳۹۵، بررسی رابطه همبستگی بین سهامداران عمده و موسسه حسابرسی با کیفیت حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، اولین همایش ملی حسابرسی و نظارت مالی ایران، مشهد، دانشگاه فردوسی مشهد

سلیمی نودهی، افسانه؛ محمود صمدی لرگانی و صغری براری نوکاشتی، ۱۳۹۴، بررسی اثر تهدید خروج سهامداران عمده بر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، کوالالامپور-مالزی، موسسه سرآمد کارین

وکیلی فرد، حمید رضا؛ قادری، فواد. (۱۳۹۱). بررسی اثر سهامداران عمده بر ارزش شرکت بر خوردار از فرصت‌های سرمایه گذاری از دیدگاه رفتار فرصت طلبانه مدیران. فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال اول، شماره دوم، صص ۸۱-۹۶

Adamt, O., Blake, J., and J., Dowds. 1999. "The ethics of creative accounting. URL : <http://www.econ.upf...rs/downloads/455.pdf>]; 10.9.2005.

Barclay, M.J., and C.G. Holderness, "Negotiated Block Trades and Corporate Control," The Journal of Finance, 46(July 1991), pp. 861-878.

- Bartlett, RW, (1993), "A Scale of perceived Independence: New Evidence on an old Concept", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 6(2), pp.52-67.
- Becht, M., & Mlayer, C. (2000). "Corporate Europe". *Working Paper, control in University of Oxford*.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *modern corporation and private property*. York: The Macmillan Company. New Chay, J.B., and Jungwon.
- Borgatti, S.P. and Foster, P.C. (2003), "The network paradigm in organizational research: a review and typology", *Journal of Management*, Vol. 29 No. 6, pp. 911-1013.
- Carcello, J., D. Hermanson, T. Neal and R. Riley (2002). "Board characteristics and audit fees", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 19, pp. 365-385
- Chen, Zhilan, Cheung, Y an-Leung, Stouraitis, Aris and Wong, Anita. (2008), *Ownership and Performance Concentration, Firm Dividend Policy in Hong Kong*, *Pacific Basin Finance Journal*, 13: 431-449
- Cheng, C.S.A., and A. Reitenga, "Characteristics of Institutional Investors and Discretionary Accruals," (2003), University of Houston working paper
- Chiraz, T(2013). "Auditing pricing decision: the role of institutional investor". *The Business Review, Cambridge*. Vol 10. no 1. pp 75 – 81.
- Claessens S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. *Journal of Finance* (December):2741-2771
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L.H.P., 10-(2000). "The separation of ownership and corporations". *East Asian control in Journal of Financial Economics*, 58, 81– 112.
- Davis, N. M., Pourjalili, H., and Saudogaran, S.O. (1996). "Earnings management in Japanese companies". *The International Journal of Accounting* 33, 313-334.
- DeAngelo, L. (1981). Auditor independence, "low-balling" and disclosure regulation. *Journal of Accounting and Economics*, 113-127.
- Dechow, M. P., R.G. Sloan, and A.P. Sweeney, "Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC," *Contemporary Accounting Research*, 13(Spring 1996), pp. 1-36.
- DeChow, R G. Sloan, and A. P. Sweeney. (1998). "Detecting earnings management". *The Accounting Review* 70(2): 193-225.
- Demsetz, H., and K. Lehn. (1993). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*:1155-1177
- Dou, Y., O.-K. Hope, W.B. Thomas, and Y. Zou. 2014. Blockholder Exit Threats and Financial Reporting Quality
- Edmans, A. 2013. Blockholders and corporate governance. Forthcoming, *Annual Review of financial economics*
- Edmans, A., and G. Manso. 2011. Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *Review of Financial studies* 24: 2395-2428.
- Fama, E.(1983), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307.
- Firth, M.(1980). "An analysis of audit fees and their determinants in New Zealand". *Auditing, A Journal of Practice and Theory*, Vol. 4 No.2, pp. 23-37.
- Gilson, Ch. Pasiouras, F. Tzanetoulakos, A.(1990). "A comparison and integration of classification techniques for the prediction of small UK firms failure". *The Journal of Financial Decision Making*,(1), 55–69.
- Grossman, S. &Hart, O. (1988). *One share/one vote and the market for corporate control*". *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202.
- Gugler, K., & Yutoglu, B.(2003). "Corporate governance and dividend payout policy in Germany". *European Economic Review*, ۴۷, ۷۵۸-۷۳۱

- Guo, Jianan, Ultimate Controlling Shareholders and Dividend Payout Policy in Chinese Stock Market (April 1,2013). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2242798> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2242798>
- Guo, Shareholders and Dividend Payout Policy in Chinese Stock Market (April 1,2013). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2242798> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2242798>
- Haunschild, Eldon S. and Beckman Breda, Michael F. (1998). "Accounting Theory. America, American Institute of Certified, Fifth Edition".
- Holderness, C.G., and D.P. Sheehan," The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20(January/March 1988), pp.317-346
- Jeng-Fang Chen, Yan-Yu Chou, Rong-Ruey Duh, and Yu-Chen Lin (2014). "Audit Committee Director Auditor Interlocking and Perceptions of Earnings Quality", *A Journal of Practice & Theory*. Vol. 33, No. 4. November 2014 pp. 41-70
- Ken Y. Chen. (2008), *The Investment Opportunity Set and Earnings Management: Evidence from the Role of Controlling Shareholders*
- Klein, A.(2002), "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, pp. 375-400
- Koch, B.S., "Income Smoothing: An Experiment," *The Accounting Review*, 3(July 1981), pp.574-586
- Kouki, Mondher and Guizani, Moncef.(2009). *Corporate Governance and Dividend Policy in Poland*, Warsaw School of Economics, World Economy Research Institute, Al. Niepodlegosci, 162, 02-554
- Mancinelli, L, and Ozkan, A.(2006). Ownership structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms. *The European journal of Finance*. Vol. 12, No. 3, pp. 265-282
- Maug, E., 1998, "Large Shareholders as Monitors: Is there a Trade-Off between Liquidity and Control?", *Journal of Finance*
- McEachern, W.A., *Managerial Control and Performance*(Lexington, Mass.: Lexington Books, 1975)
- Mikkelson, W. H., and R. S. Ruback, "An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process," *Journal of Financial Economics*, 14(December 1985), pp. 523-554.