

بررسی تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام

زهرا دیانتي

استاديار گروه حسابداری دانشگاه علوم اقتصادی
zahradianati@yahoo.com

مهدی مرادزاده

عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج

سعید محمودی

دانشجوی دوره کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه علوم اقتصادی
s1mahmody@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۱/۲/۲۰ تاریخ پذیرش: ۹۱/۴/۲۰

چکیده

تحقیق حاضر به بررسی تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش احتمال ریسک ریزش (سقوط) قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. ریزش قیمت سهام پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می‌گردد (چن و هانگ^۱، ۲۰۰۱). یکی از مهم ترین روش های دستکاری اطلاعات حسابداری تسریع در شناسایی اخبار خوب در مقابل به تاخیر انداختن شناسایی اخبار بد در سود می‌باشد (کالن و فانگ^۲، ۲۰۱۱). اما همواره یک سطح نهایی برای انباشته ساختن اخبار بد در شرکت وجود دارد، و با رسیدن به آن سطح نهایی به یک باره این اخبار بد منتشر خواهد شد و این قضیه باعث سقوط قیمت سهام شرکت می‌شود. در این پژوهش از مدل محاسبه تعداد دفعات ریزش قیمت سهام هاتن (۲۰۰۹) به منظور اندازه‌گیری ریزش قیمت سهام برای ۵۶ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۹ استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال رخ دادن سقوط قیمت سهام را به صورتی معنادار کاهش می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاران نهادی، ریزش (سقوط) قیمت سهام، ضریب منفی چولگی بازده سهام.

۱- مقدمه

بورس اوراق بهادار به عنوان مکانی برای شکل‌دهی جریان تأمین مالی و سرمایه‌گذاری نقش عمده‌ای را در افزایش تولید کشور داراست، و از این طریق در راستای پیشرفت کشور از اهمیتی حیاتی برخوردار است. اما مسأله مهم در این زمینه شکل‌دهی درست این جریان توسط نیروهای موجود در بازار است، که این خود منوط به آن می‌باشد که پروژه‌هایی با حداکثر بازده توسط سرمایه‌گذاران شناسایی گردد. تصمیم‌گیری برای شناسایی چنین پروژه‌هایی همواره مستلزم استفاده از اطلاعاتی قابل اتکاء و مربوط به منظور استفاده در مدل‌های تصمیم‌گیری می‌باشد.

مسأله قابل توجه در این بین آن است که براساس 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 به طور کلی عدم توانایی مدیریت برای ادامه این اقدام (نظیر تغییر مدیریت واحد تجاری) می‌باشد. در نهایت با رسیدن حجم اطلاعات منفی انباشته شده 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 بدست 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 به عنوان ریزش قیمت سهام یا سقوط قیمت سهام^۳ یاد می‌شود هاتن (۲۰۰۹).

یکی از مهم ترین روش های دستکاری اطلاعات حسابداری تسریع در شناسایی اخبار خوب در مقابل به تاخیر انداختن شناسایی اخبار بد در سود می‌باشد. اما همواره یک سطح نهایی برای انباشته ساختن اخبار بد در شرکت وجود دارد، و با رسیدن به آن سطح نهایی به یک باره این اخبار بد منتشر خواهد شد و سرمایه‌گذاران را به تغییر در باورهای خود درباره ارزش شرکت و در نتیجه آن قیمت سهام شرکت ملزم می‌سازد، که این قضیه باعث سقوط قیمت سهام شرکت می‌شود (هاتن ۲۰۰۹). وجود انگیزه برای تهیه جانبدارانه اطلاعات حسابداری باعث شد که محدودیت هایی برای کنترل رفتار های فرصت طلبانه ی مدیریت ایجاد گردد. عموماً این گونه تصور می شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت ها منجر شود که این امر فعالیت های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می دهند، نشأت می گیرد. منظور از سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک ها، شرکت های بیمه و شرکت های سرمایه گذاری هستند.

استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی هایشان برای نظارت بر مدیریت و عملکرد شرکت، تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آنها است. هر چه سطح سرمایه‌گذاری آن‌ها بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود "این یک ارتباط مستقیم" است (ماگ ۱۹۹۸). به بیانی دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی از طریق نظارت بر مدیریت مانع از انباشته شدن اخبار بد می‌شوند.

در تحقیق حاضر، رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ریسک ریزش (سقوط) قیمت سهام در آینده بررسی می‌شود. این تحقیق به روشنی بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی چگونه بر اخبار بد انباشته شده توسط مدیریت تاثیر می‌گذارد. ما بر این باوریم که سرمایه‌گذاران نهادی با مانیتورینگ کردن اطلاعات افشا شده شرکت توسط مدیران به کمتر انباشته شدن اخبار بد کمک می‌کنند و در نهایت باعث کاهش ریزش (سقوط) ارزش سهام می‌شوند.

حال با توجه به مطالب مطرح شده این سوال مطرح می‌شود که آیا سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند تأثیری بر ایجاد سقوط قیمت سهام شرکت داشته باشند؟ آیا سرمایه‌گذاران نهادی با نظارت بر مدیریت می‌توانند مانع از انباشته کردن اخبار بد توسط مدیر شوند؟

۲- مروری بر ادبیات و پیشینه تحقیق

هانگ و استین (۲۰۰۳) در رابطه با سقوط قیمت سهام به این بحث پرداختند که ناهمگنی های 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. به علاوه نتایج آنها اثبات می‌کند که اخبار نهانی انباشته شده در شرکت در زمان تنزل بازار تمایل بیشتری به آشکار شدن پیدا می‌کند، که نتیجه آن تعدیل شدید و منفی بازدهی سهام است، که آن را سقوط سهام نامیده‌اند. این دو محقق از سوی دیگر با این تحقیق عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران را نیز یاد آور شده‌اند.

جین و میرز (۲۰۰۶) مدلی را گسترش دادند که بیان می‌نمود، عدم شفافیت اطلاعاتی به مدیران فرصت بیشتری برای پوشاندن اخبار بد از ذینفعان شرکت می‌دهد. و در نهایت زمانی که این اخبار بد انباشته شده در شرکت انتشار پیدا کند. باعث ایجاد یک تعدیل منفی و شدید در بازده سهام یا همان سقوط قیمت سهام می‌شود.

هاتن (۲۰۰۹) در تحقیقی به بررسی ارتباط عدم شفافیت اطلاعات و سقوط ناگهانی قیمت سهام پرداخت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین عدم شفافیت اطلاعات و احتمال سقوط ناگهانی قیمت سهام ارتباط مثبت وجود دارد. چونگ و همکاران (۲۰۰۹) شواهدی ارائه می‌کنند، مبنی بر این که سرمایه‌گذاران نهادی از درگیر شدن مدیریت در مدیریت اقلام تعهدی برای هموارسازی سود در جهت دستیابی به سطح مطلوب سود، جلوگیری می‌کنند. کیم و ژانگ (۲۰۱۰) پژوهشی در مورد بررسی ارتباط حسابداری محافظه کارانه با کاهش سقوط ناگهانی قیمت سهام انجام دادند. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که حسابداری محافظه کارانه مانع از انباشته کردن اخبار بد توسط مدیران می‌شود و ارتباط منفی باعث کاهش سقوط ناگهانی قیمت می‌شود. مرچیکا (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاران نهادی و ساختار بدهی‌ها پرداخت، نتیجه این تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ی مستقیمی با بدهی‌های کوتاه مدت دارند. سرمایه‌گذاران نهادی با نظارت بر مدیر مانع از هموارسازی سود و همچنین ایجاد بدهی‌های بلند مدت می‌شوند.

کالن و فانگ (۲۰۱۱) در تحقیقی به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی ۴ و ریزش قیمت سهام شرکت پرداختند. این تحقیق دو دیدگاه مخالف از سرمایه‌گذاران نهادی را مورد آزمون قرار می‌دهد: دیدگاه نظارتی (مانیتورینگ) در مقابل سلب مالکیت. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که شواهد محکمی در مورد رابطه معکوس بین مالکان نهادی و ریزش قیمت سهام در آینده وجود دارد.

در این حیطه اخیراً تحقیقاتی در کشور ایران صورت گرفته است که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌شود:

نوروش، ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) به بررسی رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد پرداخته است. یافته‌های این تحقیق، نشان داد که در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، قیمت‌های سهام، اطلاعات سودهای آتی را بیش‌تر در بر می‌گیرد. این یافته با مزیت نسبی سهامداران نهادی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات مطابقت دارد.

نتایج تحقیق مرادی (۱۳۸۶)، حاکی از آن است که تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی، نقشی در ارتقای کیفیت سود ندارد، به طوری که حتی یافته‌های حاصل از برخی مدل‌ها نشان می‌دهد که تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی موجب کاهش کیفیت سود نیز می‌شود، اما نتایج این تحقیق، بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود است. حساس یگانه و دیگران (۱۳۸۷) همچنین در تحقیقی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت را مورد بحث و

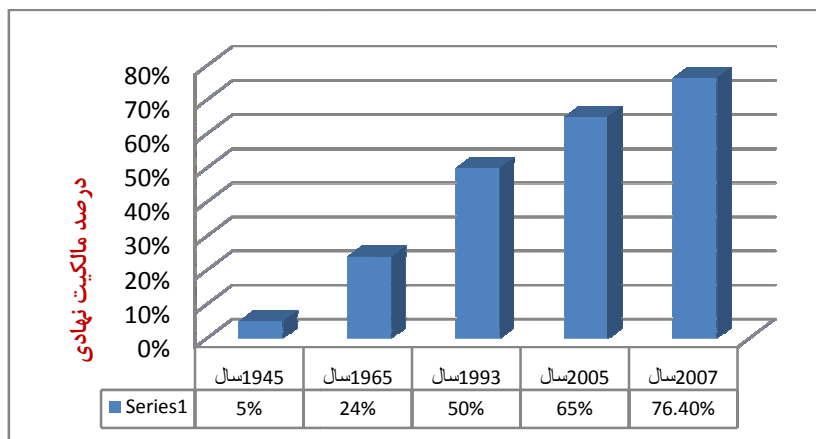
بررسی قرار داده اند. در این تحقیق، نگرش های مختلفی (فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همگرایی منافع) در مورد سرمایه گذاران نهادی، مورد آزمون قرار گرفت. به طور کلی یافته های این تحقیق، شواهدی در ارتباط با تاثیر مثبت سرمایه‌گذاران نهادی بر ارزش شرکت فراهم می آورد که موید فرضیه نظارت کارآمد بوده و بیان می دارد که سرمایه‌گذاران نهادی، محرک هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی کنند را نیز دارا می باشند. مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۸۸) همچنین در حیطه پژوهشی به بررسی ارتباط بین مدیریت سود و مالکیت نهادی پرداخته است، نتایج این تحقیق نشان می دهد که بین سطح مالکیت نهادی و تمرکز آن با مدیریت سود رابطه منفی وجود دارد.

سرمایه‌گذاران نهادی

یکی از رایج ترین و بحث برانگیزترین مباحث در تحولات بازار سهام، رشد و گسترش مالکیت و مشارکت نهادی است. مالکیت نهادی در بازارهای سرمایه ایالات متحده، ویژگی رو به رشدی داشته است. سهم نهادها در سال ۱۹۴۵، تنها ۵ درصد از کل سهام شرکت‌های امریکایی را تشکیل می‌داد؛ اما این رقم در سال ۱۹۶۵، به ۲۴ درصد افزایش یافت و در سال ۱۹۹۳، ۵۰ درصد از کل سهام در ایالات متحده متعلق به مالکان نهادی بوده است. در سال ۲۰۰۵، ۶۵ درصد سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه ایالات متحده متعلق به نهادها بوده است و این رقم در پایان سال ۲۰۰۷ به ۷۶.۴ درصد رسیده است.^۵ طی ۲۵ سال گذشته درصد مالکیت نهادها سالانه ۶.۳ درصد رشد داشته است اگر اول (2008). با توجه به چنین حضور چشمگیری که نهادها در بازارهای مالی ایفا می‌کنند، مطالعه اثرات حضور آنها ضروری به نظر می‌رسد.

نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی

به عقیده کوئتو^۶ (۲۰۰۹)، در بازارهای سهام نوظهور که سازوکارهای کنترلی و حمایتی موثری در خصوص حفاظت و حمایت از سهامداران وجود ندارد، حضور سهامداران عمده و سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیتی شرکت می‌تواند در نظارت بر عملیات مدیریتی موثر واقع گردد. در نتیجه مدیران در راستای منافع سهامداران عمل خواهند نمود، نظارت سهامداران نهادی می‌تواند در بین انواع گسترده ای از ابزارها و نیروهای بازار که برای کاهش واگرایی میان منافع مدیران و مالکان عمل می‌کنند، تناسب ایجاد کند.



شکل ۱- نمودار روند رشد مالکیت نهادی

سرمایه‌گذاران نهادی، می‌توانند مشکلات کارگزاری را به دلیل توانایی برخورداری از مزیت صرفه ناشی از مقیاس و تنوع بخشی حل و فصل نمایند. با این وجود، تمرکز مالکیت می‌تواند اثرات منفی هم داشته باشد، مانند دسترسی به اطلاعات محرمانه که عدم تقارن اطلاعاتی را بین آنها و سایر سهامداران ایجاد می‌کند و انحراف مسیر فعالیت شرکت به سوی منافع این گروه‌ها. از این رو به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران نهادی، در مقام سهامداران عمده شرکت‌ها، هم علت و هم چاره مشکل نمایندگی را باز نمایی می‌کنند (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

دو مکتب فکری در مورد نقش سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت وجود دارد. یک مکتب فکری بیان می‌دارد که سهامداران نهادی ذاتاً نگرش کوتاه مدت^۷ دارند. این سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران موقتی هستند و عمدتاً انگیزه‌هایی را برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری در کوتاه مدت دنبال می‌کنند. این افق کوتاه مدت، آنها را از انجام هزینه‌های نظارت باز می‌دارد زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آنان گردد.

اما مکتب فکری دیگر بیان می‌کند که هنگامی که مالکیت سهام شرکت در بین عده کمی سرمایه‌گذار (به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی) متمرکز باشد، مشکلات جدایی مالکیت و کنترل کاهش می‌یابد. نهادها و موسسات بزرگ دارای مزیت ذاتی در تولید و پردازش اطلاعات نسبت به سایر سرمایه‌گذاران هستند. آنها با صرف منابع خود اقدام به جمع‌آوری اطلاعات مربوط به شرکت‌ها می‌نمایند و گاهی به اطلاعاتی محرمانه و خاص دسترسی دارند که سایر سرمایه‌گذاران از آن بی‌خبرند (اگروال، ۲۰۰۸). هنگامی که سهام تحت مالکیت نهادها افزایش یابد، خروج از شرکت هزینه بالایی دارد، زیرا فروش‌های عمده سهام معمولاً مستلزم تخفیفات عمده است. همچنین چون

این مقدار سهام عمده دارای ارزش پولی بسیار قابل توجه ای است، در صورت غیر فعال ماندن سرمایه‌گذار نهادی در عملیات نظارتی، وی در معرض زیان بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاران دیگر که منافع کمتری در شرکت دارند، قرار می‌گیرد.

نقش اطلاعاتی سرمایه‌گذاران نهادی

لانند^۸ (۱۹۹۲)، نشان می‌دهد معاملاتی که بوسیله گروه‌های داخلی از جمله مالکان نهادی صورت می‌پذیرد، چند پیامد و نتیجه عمده در بر دارد: قیمت‌های سهام بهتر اطلاعات را منعکس نموده و به طور میانگین قیمت‌ها از سطوح بالاتری برخوردار هستند، نرخ بازده مورد انتظار بالا می‌رود، بازارها دارای نقدشوندگی پایین تری هستند، دارندگان پروژه‌های سرمایه‌گذاری و گروه‌های درون شرکت معمولاً منافع خود را کسب نموده و سرمایه‌گذاران خارجی و معامله‌گران کوتاه مدت دچار زیان می‌گردند. ثروت کل شرکت بسته به شرایط و محیط اقتصادی ممکن است افزایش یا کاهش یابد. این مدل به شکل تئوری و تحلیلی این مباحث را مطرح نموده است. کارلتون و فیشل^۹ (۱۹۸۳)، بیان می‌دارند که وجود معاملات این گروه‌ها در بازار به طور کل به کارایی بازار کمک می‌کند؛ زیرا موجب می‌گردد تا قیمت‌ها اطلاعات بیشتر و دقیق تری را در مورد شرکت منعکس نمایند که از طریق شیوه‌های سنتی افشا در دسترس نمی‌باشند. این انتقال اطلاعات به سهامداران اجازه می‌دهد تا سبدهای بهتری ترتیب دهند شین^{۱۰} (1996)، دیدگاه جالبی نسبت به این موضوع ارائه می‌کند. او معتقد است که با وجود چنین گروه‌هایی در بازار، رقابت بیشتری بین تجزیه و تحلیل‌گران حرفه‌ای و گروه‌های درون شرکت برای بهره‌گیری از اطلاعات شکل می‌گیرد و این امر بر قیمت سهام اثر گذارده و موجب بهبود کارایی اطلاعاتی بازار گردیده و حتی موجب کاهش ضرر سرمایه‌گذاران کوتاه مدت گردد.

ریزش قیمت سهام

ریزش قیمت سهام پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می‌گردد. در تعریف دیگری از ریزش قیمت سهام به عنوان پدیده‌ای که در آن تجدیدنظری ناگهانی و منفی در انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد سهام یک شرکت رخ می‌دهد، یاد می‌شود. همواره در تحقیقات انجام شده در زمینه ریزش 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. همواره محققین مالی و حسابداری به دلیل اهمیت این موضوع برای گروه‌های متفاوت سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران بازار سرمایه، انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری و اداره‌کنندگان بورس اوراق بهادار در پی پاسخ به سه سؤال مهم در این زمینه می‌باشند: اول علل وقوع این پدیده چیست؟ دوم چه راهکارهایی باعث پیشگیری از این پدیده می‌شود؟ و سوم چه علائم هشدار دهنده‌ای برای پیش‌بینی این پدیده وجود دارد؟

تحقیقات این محققین در پاسخ به سؤال اول دلایلی نظیر تمرکز سهامداران بر اثرات بازخورد نوسانات بازار، ناهمگنی عقاید سرمایه‌گذاران، مدیریت سود، شستشوی حساب‌ها، ارزیابی غیرواقعی تحلیل‌گران از عملکرد شرکت، عدم شفافیت اطلاعات مالی، فرار از مالیات، استمرار پروژه‌های با ارزش فعلی منفی و نگرانی‌های شغلی مدیران را به عنوان پاره‌ای از دلایل وقوع این پدیده معرفی می‌نمایند. این محققین در کنار عوامل ایجادکننده پدیده ریزش قیمت سهام و در جهت پاسخ به سؤال دوم مواردی را به عنوان عواملی که سبب کاهش وقوع این پدیده می‌شود معرفی می‌نمایند. از جمله این عوامل می‌توان به حضور مشارکان آگاه و مطلع در بازار مانند مالکان نهادی و تحلیل‌گران بازار، شفافیت اطلاعات مالی، نبود عدم تقارن اطلاعاتی بین اعضای داخلی سازمان با افراد خارجی اشاره نمود. در این بین مواردی همچون افزایش درحجم معاملات سهام نسبت به روند آن در طی شش ماه گذشته، تجربه بازده‌هایی مثبت در بیش از ۳۶ ماه قبل، خرید و فروش سهام شرکت توسط اعضای داخلی سازمان و... به عنوان علائمی هشدار دهنده که وقوع ریزش قیمت سهام را پیش‌بینی می‌نماید، معرفی می‌شود.

با بررسی این تحقیقات و تمرکز بر علل وقوع ریزش قیمت سهام می‌توان به این نکته پی برد که تمامی عوامل فوق باعث ایجاد حباب در قیمت سهام شرکت می‌گردد، که این رویداد همواره در نتیجه اقداماتی نظیر: انباشته ساختن اخبار بد در شرکت و تسریع در شناسایی اخبار خوب در سود، مدیریت سود، عدم شفافیت اطلاعات مالی و... روی می‌دهد.

از دیگر سو وجود سرمایه‌گذاران نهادی، رفتار فرصت‌طلبانه و جانبدارانه مدیران را محدود می‌نماید و شناسایی سود را به تأخیر می‌اندازد، در نتیجه خالص دارایی‌ها و سود کمتر نشان داده می‌شوند. شناسایی به موقع زیان و مشخص بودن شرایط بالقوه آن، برای سهامداران و اعتباردهندگان باعث می‌شود که آن‌ها واکنش سریع‌تری جهت جلوگیری از زیان‌های بیشتر انجام دهند. برای مثال سهامداران می‌توانند هیئت مدیره را متقاعد به تغییر مدیرعامل و یا فشار به مدیرعامل برای توقف پروژه‌های زیاننده نمایند و باعث ممانعت از سرمایه‌گذاری مدیران در پروژه‌های با ارزش فعلی منفی

(NPV) گردند. از دیگر سو محققان اثبات می‌نمایند که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند نقش مؤثری در کاهش منافع حاصل از مدیریت سود که توسط مدیران ارشد انجام می‌شود بازی کند. در این میان وجود سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند در بهبود کیفیت اطلاعات ارائه شده از سوی مدیریت نیز مؤثر واقع شود و شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها را افزایش دهد. در واقع، تئوری نمایندگی اثبات می‌کند که مدیران برای افزایش منافع می‌کوشند تا اخبار بد مربوط به شرکت را پنهان و اخبار خوب را به سرعت گزارش کنند. این امر می‌تواند در کیفیت گزارش‌های ارائه شده تأثیر منفی داشته باشد. اما سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند با تعدیل اثرهای منفی این تلاش‌ها کیفیت گزارش‌های ارائه شده از سوی مدیریت را افزایش دهد. (فرانسیس ۲۰۰۴)

با توجه به مطالب فوق وجود سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان سازوکاری مؤثر دانست که با عوامل اصلی ریزش قیمت سهام (نظیر تسریع در شناسایی اخبار خوب و به تعویق انداختن شناسایی اخبار بد در سود، مدیریت سود، استمرار پروژه‌های با ارزش فعلی منفی، عدم شفافیت اطلاعات مالی و...) به مقابله بر می‌خیزد. به همین جهت در این تحقیق محقق در پی پاسخ به این سؤال است که آیا وجود سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به سازوکارهای خود می‌تواند سبب کاهش انگیزه و اثرات رفتارهای مدیریتی که سبب ایجاد زمینه ریزش قیمت سهام شرکت می‌شود گردد، و در نتیجه آن آیا سرمایه‌گذاران نهادی توانایی کاهش و یا جلوگیری از ریزش (سقوط) قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران را داراست یا خیر؟ به همین جهت فرضیه تحقیق را به صورت زیر بیان می‌نماییم: وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال ریزش (سقوط) قیمت سهام را کاهش می‌دهد.

۳- روش‌شناسی تحقیق

با توجه به این که این تحقیق از اطلاعات گذشته برای آزمون فرضیات استفاده می‌کند از نوع تحقیقات پس رویدادی است. تحقیق از لحاظ تئوریک از نوع تحقیقات اثباتی و از لحاظ استدلال از نوع استقرایی می‌باشد. از سوی دیگر این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات مالی حسابداری می‌باشد. با توجه به فرضیه تحقیق " وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال رخ دادن سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد "، از مدل رگرسیونی کالن (۲۰۱۱) جهت آزمون فرضیه استفاده می‌شود.

$$CRASH_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 INST_{it} + \sum_{q=2}^m \alpha_q (q^{th} Control Variables_t) + \varepsilon_t$$

(مدل ۱)

که در این مدل:

متغیر وابسته: $CRASH_{t+1}$ نشان دهنده سقوط قیمت سهام است، بدین صورت که چنانچه شرکت سقوط قیمت را تجربه کرده باشد این متغیر برابر با یک و در غیر این صورت صفر خواهد شد.

متغیر مستقل: $INST_{i,t}$ که نشان دهنده مالکیت نهادی، در بر گیرنده تعداد سهام عادی شرکت که در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی قرار دارد، می باشد. برای محاسبه درصد مالکیت نهادی در شرکت، تعداد سهام مالکیت نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت، در پایان دوره تقسیم می شود. تعداد سهام در دست توسط سرمایه‌گذاران نهادی تقسیم بر کل تعداد سهام در دست در پایان سال.

و همچنین برای بررسی دقیق اثر سرمایه‌گذاران نهادی بر سقوط قیمت سهام از چند متغیر کنترلی که ممکن است بر سقوط قیمت ها اثر گذار باشد استفاده می شود. در این پژوهش براساس تحقیقات قبلی (بوش ۲۰۰۱) اثر متغیرهای کنترل زیر استفاده می شود.

$DTURN$ = بیانگر ناهمگنی عقاید سرمایه‌گذاران که از تفاضل میانگین حجم معاملات ماهانه سهام در سال جاری و میانگین حجم معاملات ماهانه در سال قبل بدست می‌آید. (حجم معاملات ماهانه سهام از تقسیم سهام دادوستد شده در هرماه بر تعداد سهام در جریان شرکت در آن ماه بدست می‌آید).

$NCSKEW$ = ضریب منفی چولگی بازده ماهانه خاص شرکت است.

$SIGMA$ = انحراف معیار بازده ماهانه خاص شرکت است.

RET = میانگین بازده ماهانه خاص شرکت است.

$SIZE$ = بیانگر اندازه شرکت است که برابر با لگاریتم جمع دارایی‌های پایان دوره است.

$OPAQUE$ = بیانگر عدم شفافیت اطلاعات مالی است، که از مدل جونز برای برآورد آن استفاده می‌شود.

ROE = بیانگر شاخص سودآوری است که برابر با سودخالص تقسیم بر جمع حقوق صاحبان سهام در پایان دوره می باشد.

$Leverage$ = بیانگر اهرم مالی شرکت است که برابر با تسهیلات مالی تقسیم بر جمع دارایی‌های پایان دوره می باشد.

اندازه‌گیری سقوط قیمت سهام

مطابق تحقیق هاتن (۲۰۰۹) "سقوط قیمتی ماهانه" را در یک سال مالی برای یک شرکت زمانی در نظر می‌گیریم که آن شرکت بازدهی ماهانه ۳.۲ برابر انحراف معیار زیر میانگین بازده ماهانه خاص شرکت برای کل سال مالی را تجربه کند. (۳.۲) انحراف معیار به این دلیل انتخاب شده است که در تحقیقات قبلی (هاتن ۲۰۰۹، کیم و ژانگ ۲۰۱۰) از این مقدار استفاده شده است.

بازده ماهانه خاص یک شرکت که با W نشان می‌دهیم برابر است با لگاریتم طبیعی عدد یک به علاوه عدد باقیمانده ای که از فرمول زیر محاسبه می‌گردد:

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

$$r_{j,t} = a_j + B_{1j}r_{m,t-2} + B_{2j}r_{m,t-1} + B_{3j}r_{m,t} + B_{4j}r_{m,t+1} + B_{5j}r_{m,t+2} + \varepsilon_{j,t}$$

که در فرمول فوق $r_{j,t}$ بازده سهام شرکت j در ماه t می‌باشد و $r_{m,t}$ بازده بازار (بر اساس شاخص بازار) خواهد بود. در این فرمول به این دلیل در محاسبه W بازده چند ماه قبل و بعد استفاده شده است تا نشان دهیم که بازده یک سهم در یک دوره W چگونه تغییر می‌کند، و روند بازده آن چگونه است. بنابراین چنانچه W (بازده سهام) کمتر از ۳.۲ برابر انحراف معیار بازار باشد، در آن صورت خواهیم گفت که آن شرکت دچار سقوط قیمت شده است.

مدل دوم برای محاسبه سقوط قیمت سهام چولگی منفی بازده ماهانه خاص شرکت است که از مدل زیر محاسبه می‌شود:

$$NCSKEW_{it} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{it}] / [(n-1)(n-2)(\sum W_{it})^{3/2}] \quad (\text{مدل } 2)$$

که در آن N تعداد بازده ماهانه مشاهده شده برای شرکت در هر سال و $w_{j,t}$ بازده شرکت در سال t است.

عدم شفافیت (OPAQUE)

در این تحقیق از مدل جونز برای برآورد عدم شفافیت اطلاعاتی استفاده می‌شود و به صورت قدر مطلق سه سال قبل DA_{it} مورد استفاده قرار می‌گیرد. برای مثال برای ۸۰ OPAQUE ابتدا در مدل شماره (۴) اطلاعات سال ۷۷ قرار گرفته سپس ضرایب بدست آمده از معادله شماره (۴) در مدل شماره (۵) قرار گرفته و NDA_{it} بدست می‌آید سپس از مدل شماره (۶) DA_{77} بدست

می‌آید. زمانی که این سه متغیر برای سه سال ۷۷ و ۷۸ و ۷۹ اندازه‌گیری شد قدر مطلق این سه سال میشود ۸۰ OPAQUE برای سال ۸۰.

$$1) \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

$$NDA_{it} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right)$$

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} - NDA_{it}$$

همچنین با استفاده از اطلاعات سالهای ۸۰-۸۸ تخمین ضرایب مدل می‌پردازیم واز اطلاعات سال ۸۹ برای پیش بینی احتمال سقوط قیمت سهام استفاده می‌کنیم و در نهایت پیش بینی را با واقعی مقایسه می‌کنیم.

جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، که با تعدیل این جامعه با قید محدودیت های زیر، نمونه آماری مشخص می‌گردد. نمونه انتخابی این تحقیق شرکت هایی می‌باشند که شرایط زیر را دارا باشند:

- ۱) قبل از سال مالی ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرش شده باشند.
- ۲) سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفند ماه باشند.
- ۳) در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.
- ۴) شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشند.
- ۵) داده های مورد نظر آن ها در دسترس باشند.

۴- فرضیات و نتایج آزمون آنها

در این تحقیق برای اندازه‌گیری ریزش قیمت سهام از دو مدل استفاده شده است. مدل اول براساس مدل ریزش قیمت سهام چن (۲۰۰۱) که به عنوان ضریب منفی چولگی بازده سهام شناخته می‌شود می‌باشد، و مدل دوم مدل ریزش قیمت سهام هاتن و تهرانیان (۲۰۰۹) می‌باشد، که به اندازه‌گیری تعداد دفعات ریزش قیمت سهام در یک سال مالی می‌پردازد. در ادامه به ارائه نتایج آزمون فرضیه تحقیق بر اساس دو مدل فوق می‌پردازیم.

۱- نتیجه آزمون فرضیه تحقیق براساس مدل ریزش قیمت سهام چن (۲۰۰۱) فرضیه تحقیق: وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال ریزش (سقوط) قیمت سهام را کاهش می‌دهد. مدل برآوردی رگرسیون گام به گام به شرح زیر می‌باشد:

$$NCSKEW_{i,t+1} = 0/99 - 0/56 InstShare_{i,t} - 6/70 DTURN_{i,t} + 0/16 NCSKEW_{i,t} - 2/66 RET_{i,t} + 0/33 ROE_{i,t+1} - 1/02 OPAQUE_{i,t}$$

در تفسیر ضرایب میتوان این گونه گفت که برای نمونه اگر میزان Inst Share افزایش یابد مقدار NCSKEW نیز کاهش می‌یابد (به شرط کنترل سایر متغیرها). از بین ۸ متغیر کنترلی بیان شده متغیرهای سودآوری شرکت ($ROE_{i,t+1}$)، ناهمگنی عقاید سرمایه‌گذاران ($DTURN_{i,t}$)، عدم شفافیت اطلاعات مالی ($OPAQUE_{i,t}$)، و ضریب منفی چولگی بازده سهام ($NCSKEW_{i,t}$) معنادار بوده است. از بین متغیرهای فوق شاخص سودآوری و ضریب منفی چولگی بازده سهام تفسیری مشابه متغیر سرمایه‌گذاران نهادی داشته، بدین صورت که با افزایش آن‌ها مقدار ضریب منفی چولگی بازده سهام نیز افزایش می‌یابد، که این مسأله نشان دهنده کاهش احتمال ریزش قیمت سهام شرکت می‌باشد. از دیگر سو در مورد متغیرهای عدم شفافیت اطلاعات مالی و ناهمگنی عقاید سرمایه‌گذاران می‌توان این‌گونه گفت که با افزایش آن‌ها مقدار ضریب منفی چولگی بازده سهام افزایش می‌یابد. این نتایج مشابه تحقیقات قبلی ژانگ و کیم (۲۰۱۰)، هاتن و تهرانیان (۲۰۰۹)، جین و میرز (۲۰۰۶)، هانگ و استین (۲۰۰۳) و چن و هانگ (۲۰۰۱) می‌باشد. رابطه موجود بین سرمایه‌گذاران نهادی و ضریب منفی چولگی بازده سهام را می‌توان این‌گونه تفسیر نمود که وجود سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه و توانایی مدیریت را برای بیش از واقع نشان دادن عملکرد شرکت و پنهان ساختن اخبار بد از سرمایه‌گذاران محدود می‌نماید، و از دیگر سو کیفیت اطلاعات مالی را افزایش می‌دهد و سبب افزایش شفافیت اطلاعات مالی می‌شود، که این موارد هرکدام به تنهایی سبب کاهش احتمال ریزش قیمت سهام می‌شوند، زیرا موارد فوق از دلایل اصلی وقوع ریزش قیمت سهام می‌باشند. (مطابق با نتایج تحقیق ژانگ و کیم (۲۰۱۰))

وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال ریزش (سقوط) قیمت سهام را کاهش می‌دهد.

۲- نتیجه آزمون فرضیه تحقیق براساس مدل ریزش قیمت سهام هاتن و تهرانیان (۲۰۰۹) فرضیه تحقیق: وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال ریزش (سقوط) قیمت سهام را کاهش می‌دهد.

با توجه به بررسی‌های صورت گرفته در زمینه مدل تعداد دفعات ریزش قیمت سهام هاتن و تهرانیان (۲۰۰۹) در فاصله ۳.۲ انحراف معیار از میانگین هیچ ریزش قیمت سهامی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مشاهده نگردیده است. به همین جهت ما در این تحقیق بعد از آزمون فواصل ۳.۲ و ۲ انحراف معیار فاصله ۱.۵ انحراف معیار از میانگین را برای بررسی‌های خود در نظر گرفته‌ایم. نتایج حاصل از انتخاب این فاصله در جدول زیر مشاهده می‌گردد:

	Count	%
۰	۲۶۷	۴۷/۶٪
۱	۲۵۶	۴۵/۸٪
۲	۳۷	۶/۵٪

جدول (۱)

همان‌طور که در جدول فوق مشاهده می‌گردد در این فاصله ۲۶۷ شرکت - ماه هیچ ریزشی را تجربه نکرده است، و ۲۵۶ شرکت - ماه یک ریزش و ۳۷ شرکت - ماه بیش از دو ریزش را در سال تجربه نموده‌اند. طبقه‌بندی فوق با این هدف انجام شده است که بررسی نماییم آیا در سطوح مختلف ریزش قیمت سهام میانگین متغیر سرمایه‌گذاران نهادی و دیگر متغیرهای کنترلی تفاوت معناداری داشته است و اگر چنین بوده است تغییرات میانگین این متغیرها به چه صورتی بوده است. بدین منظور در این تحقیق ما از دو روش برای بررسی تغییرات میانگین‌ها استفاده نموده‌ایم:

(۱) روش تحلیل واریانس یکطرفه

(۲) استفاده از مدل رگرسیون ترتیبی.

۲-۱- نتیجه حاصل از روش تحلیل واریانس یکطرفه

نتایج حاصل از تحلیل واریانس یکطرفه بیانگر این مورد بوده است که از بین متغیرهای مورد بررسی در این تحقیق تنها سه متغیر سرمایه‌گذاران نهادی، ضریب منفی چولگی بازده سهام و متغیر سودآوری شرکت معنادار بوده است. نتایج آزمون مقایسه دو به دوی دانکن که برای بررسی

تغییرات میانگین متغیرهای معنادار (به صورت مجزا از هم) در سطوح مختلف ریزش قیمت سهام انجام شده است بیانگر موارد زیر بوده است:

- ۱) مقدار میانگین سرمایه‌گذاران نهادی در سطح ۲ (سقوط بیشتر) کمتر از سطح ۱ (تنها یک سقوط در سال) و این مقدار نیز کمتر از سطح صفر (شرکت‌های بدون سقوط) قرار دارد، این رابطه نشان می‌دهد که در سطوح بالاتر ریزش قیمت سهام مقدار میانگین سرمایه‌گذاران نهادی کمتر از سطوح پایین‌تر ریزش قیمت سهام است.
- ۲) مقدار میانگین ضریب منفی چولگی بازده سهام در سطح ۲ به صورت معناداری کمتر از دو سطح دیگر است، اما در سطح یک و سطح صفر این مقدار تفاوت معناداری با هم ندارند.
- ۳) مقدار میانگین متغیر سودآوری شرکت در سطح ۲ به صورت معناداری بیشتر از سطح ۱ است و در سطح یک بیشتر از سطح صفر است، این مقدار تفاوت معناداری با هم دارند.
- ۴) در سایرمتغیرها به نظر تفاوتی بین میانگین شاخص‌ها در سه سطح از شرکت‌ها وجود ندارد.

۲-۲- نتیجه حاصل از مدل رگرسیون ترتیبی

نتایج حاصل از تحلیل مدل رگرسیون ترتیبی که برخلاف تحلیل واریانس یک‌طرفه تأثیر همزمان متغیرها را بر میزان سقوط بررسی می‌نماید، بیانگر این مورد بوده است که از بین متغیرهای مورد بررسی در این تحقیق تنها سه متغیر سرمایه‌گذاران نهادی، ضریب منفی چولگی بازده سهام و میانگین متغیر سودآوری شرکت معنادار بوده است. با استفاده از آماره والد معناداری پارامترهای مدل بررسی شده است مقادیر سطح معناداری برای INST SHARE (-) برابر با ۰/۰۷ است و برای RET (+) برابر با ۰/۰۶۶ که نشان دهنده معناداری این متغیر در سطح ۹۰ درصد است. در تفسیر رابطه موجود بین میانگین سرمایه‌گذاران نهادی شرکت‌های مورد مطالعه در سال جاری و سطوح مختلف تعداد ریزش قیمت سهام در سال بعد می‌توان تفسیری مشابه تفسیر موجود بین سرمایه‌گذاران نهادی در سال جاری و ضریب منفی چولگی بازده سهام در سال بعد که در قسمت ۱ بیان شد، را بیان نمود، زیرا نتیجه این مدل نیز همانند نتیجه مدل چن (۲۰۰۱) بیانگر رابطه معکوس بین مقدار سرمایه‌گذاران نهادی شرکت‌های مورد مطالعه و احتمال وقوع ریزش قیمت سهام آن‌ها در سال بعد می‌باشد.

۵- نتیجه‌گیری و بحث

این تحقیق در پی پاسخ به این سؤال بوده است که آیا وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را کاهش می‌دهد یا خیر. به طور کلی استفاده از یک نمونه از شرکت‌های بورس اوراق بهادار در فاصله سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۹ بیانگر این نتیجه بوده است که وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را کاهش می‌دهد و این نتیجه با استفاده از هر دو مدل ریزش قیمت سهام چن (۲۰۰۱) و هاتن (۲۰۰۹) یکسان بوده است. این نتیجه با این تفسیر سازگار است که وجود سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه و توانایی مدیریت را برای پنهان ساختن و یا تأخیر در انتشار اخبار بد شرکت کاهش می‌دهد و این مورد در کنار فواید دیگر ناشی از وجود سرمایه‌گذاران نهادی نظیر کاهش منافع مدیریت سود و افزایش شفافیت اطلاعاتی باعث جلوگیری از ایجاد حباب قیمتی در سهام شرکت‌ها که عامل اصلی وقوع ریزش قیمت سهام می‌باشد گردد و در نهایت سبب کاهش احتمال وقوع ریزش قیمت سهام شرکت می‌گردد.

با این حال با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه بوده تسری نتایج به سایر شرکت‌ها بایستی با احتیاط انجام پذیرد.

فهرست منابع

- ۱) حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۴). سرمایه‌گذاران نهادی. حسابدار، شماره ۱۶۴، اردیبهشت ۱۳۸۴.
- ۲) حساس یگانه یحیی و همکاران. (۱۳۸۷). رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۵۲، تابستان ۸۷، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- ۳) مرادی، محمد. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود. دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، ۱۳۸۶.
- ۴) مرادزاده فرد، مهدی و همکاران. (۱۳۸۴). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۵، ۸۵-۱۳۸۴-۹۸.
- ۵) نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر. (۱۳۸۴). بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۴۲، ۱۳۸۴، ۹۷-۱۲۴.
- 6) Agarwal, P. (2008). Institutional Ownership and Stock Liquidity. Working paper

- 7) Bushee, B.(2001).Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value?. *Contemporary Accounting Research* ,18(2), 207-46.
- 8) Callen, J. L. and X. Fang. (2011). Institutional Investors and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?.
- 9) Carlton, Dennis W., and Daniel Fischel, (1983). The Regulation of Insider Trading. *Stanford Law Review*, 35, 857-866.
- 10) Chen, J., H. Hong, et al. (2001).Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of financial Economics*, 61(3), 345-381
- 11) Chung R et al .(2009).Institutional monitoring and opportunistic earnings management. available on line at www.sciencedirect.com, pp29-48.
- 12) Chung K. H, Elder J, Kim J. Corporate Governance and Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009,forthcoming
- 13) Cueto, Diego C., (2009). Market Liquidity and Ownership Structure with weak protection for minority shareholders: evidence from Brazil and Chile. Working paper. <http://ssrn.com/>
- 14) Francis, J., R. LaFond, et al. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *Accounting Review*,967-1010.
- 15) Hong, H. and J. C. Stein. (2003). Differences of opinion, short sales constraints, and market crashes. *Review of financial studies*, 16(2), 487.
- 16) Hutton, A.P., Marcus, A.J, Tehranian, H.(2009).Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics* 94, 67-86, 2009.
- 17) Jin, L. and S. C. Myers. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics* ,79(2), 257-292.
- 18) Kim, J-B., Zhang, L., (2010). Does accounting conservatism reduce stock price crash risk?firm-level evidence. Unpublished working paper. City University of Hong Kong.
- 19) Leland, Hayne E., (1992). Insider Trading: Should It Be Prohibited?. *Journal of Political Economy* ,100 (2), 859-887.
- 20) Marchica M.T,(2010). Institutional investor activism and corporate debt maturity. Manchester Business School University of Manchester Crawford House, Booth Street East Manchester, M13 9PL.
- 21) Maug, E., (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?. *Journal of Finance*, 53, 65-98.
- 22) Shin, Jhinyoung,(1996). The Optimal Regulation of Insider Trading. *Journal of Financial Intermediation* ,5 (1), 49-73

یادداشت‌ها

¹ Chen, J., H. Hong, et al

² Callen, J. L. and X. Fang

³ Stock Price Crash Risk

^۴ سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، و شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند. عموماً این‌گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیتهای نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد.

^۵ The 2008 Institutional Investment Report: Trends in Institutional Investor Assets and Equity Ownership of U.S. Corporations Report No. 1433-08-RR The Conference Board.

^۶ Cueto (2009)

^۷ Short term oriented

^۸ Leland (1992)

^۹ Carlton and Fischel (1983)

^{۱۰} Shin (1996)