

## اعتماد اجتماعی، نظارت خارجی و ریسک سقوط قیمت سهام: آزمون نظریه جایگزینی و مکمل

یاسر رضائی پیته نوئی<sup>۱</sup>، مهدی صفری گرایلی<sup>۲</sup>، محمد نوروزی<sup>۳</sup>

**چکیده:** اعتماد اجتماعی یکی از مؤلفه‌های اقتصادی - اجتماعی اثرگذار بر رفتارهای فردی و سازمانی در جامعه به‌شمار می‌رود؛ به‌طوری که مدیران ارشد شرکت‌هایی با سطح اعتماد اجتماعی بالا، رفتارهای صادقانه‌تری از خود نشان داده و تمایل کمتری به پنهان کردن اخبار بد دارند که بروز چنین رفتاری، کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت را در پی خواهد داشت. بر پایه این استدلال، پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین اعتماد اجتماعی با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت و مطالعه اثر تعدیل‌کنندگی (اثر جایگزینی یا مکمل) نظارت خارجی بر این رابطه می‌پردازد. بدین منظور، برای سنجش ریسک سقوط قیمت سهام از دو معیار چولگی منفی بازده سهام و نوسان‌های پایین به بالا استفاده شده است. میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان سنجش نظارت خارجی مد نظر قرار گرفته و همچنین برای اندازه‌گیری اعتماد اجتماعی از پرسشنامه صفاری‌نیا و شریف (۱۳۸۹) بهره برده شده است. تجزیه و تحلیل نتایج نیز به کمک مدل‌های رگرسیون چندمتغیره انجام گرفت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که اعتماد اجتماعی، ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. علاوه بر این مطابق با پیش‌بینی نظریه جایگزینی، نتایج نشان می‌دهد نظارت خارجی رابطه منفی بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را تضعیف می‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** اعتماد اجتماعی، ریسک سقوط قیمت سهام، نظارت خارجی، نظریه جایگزینی، نظریه مکمل.

۱. استادیار گروه حسابداری، مؤسسه آموزش عالی گلستان، گرگان، ایران

۲. استادیار گروه حسابداری، واحد بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرگز، ایران

۳. دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۶/۰۳/۲۷

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۶/۰۶/۲۲

نویسنده مسئول مقاله: یاسر رضائی پیته نوئی

E-mail: rezaei.yasser@gmail.com

**مقدمه**

ریسک سقوط قیمت سهام، شاخصی برای اندازه‌گیری عدم تقارن در ریسک محسوب می‌شود و از اهمیت فراوانی در تحلیل پورتفوی و قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای برخوردار است (لی، وانگ و وانگ، ۲۰۱۷). همچنین اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک، مستلزم درک ریسک سقوط قیمت سهام است. بر اساس مفهوم ریسک سقوط سهام، برخی شرکت‌ها (بنا به دلایل مختلفی از جمله مالیات، پاداش مدیران، روش‌های حسابداری متهورانه) تمایل دارند اخبار بد را پنهان کنند، با این حال همواره یک سطح نهایی برای پنهان کردن اخبار بد در شرکت وجود دارد و با رسیدن به آن سطح نهایی، اخبار بد یک باره منتشر خواهد شد که این موضوع موجب سقوط قیمت سهام شرکت می‌شود (کائو، ژیا و چن، ۲۰۱۶). با توجه به اهمیت ریسک سقوط در مسائلی نظیر مدیریت پورتفوی و قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای، پژوهش‌های متعددی به بررسی عوامل مؤثر بر آن پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش‌ها حاکی از آن است که ویژگی‌های شرکت و انگیزه‌های مدیریتی از جمله عدم شفافیت در گزارشگری مالی (جین و مایرز، ۲۰۰۶؛ هاتون، مارکوتس و تهرانیان، ۲۰۰۹)، اجتناب مالیاتی شرکت (کیم، لی و ژانگ، ۲۰۱۱)، مزایای شغلی مدیران (ژو، لی، یانگ و چن، ۲۰۱۴) و محافظه‌کاری حسابداری (کیم و ژانگ، ۲۰۱۶)، از عوامل اثرگذار بر ریسک سقوط قیمت سهام به‌شمار می‌روند. از سوی دیگر، اعتماد اجتماعی نوعی مؤلفه اقتصادی - اجتماعی مؤثر بر رفتارهای افراد در جامعه تلقی می‌شود؛ به‌طوری که پژوهش‌های مختلف در حوزه‌های مطالعاتی گوناگون (نظیر گری، کانگ و یو، ۲۰۱۳؛ با، چنگ و کانگ، ۲۰۱۲) به بررسی تأثیر مثبت اعتماد اجتماعی بر رفتار انسان، سازمان‌ها و همچنین پیامدهای اقتصادی آن پرداخته‌اند. بر پایه ادبیات نظری موجود، مدیران شرکت‌های برخوردار از سطح اعتماد اجتماعی بالا، به‌دلیل وجود هنجارهای اخلاقی حاکم بر محیط این شرکت‌ها، رفتارهای صادقانه‌تری از خود نشان داده و اغلب اطلاعات مالی را به‌موقع افشا می‌کنند (گایسووت، ساپینزا و زینگالس، ۲۰۰۴ و ها و چن، ۲۰۱۵). از این رو، مدیران این شرکت‌ها تمایل کمتری به پنهان کردن اخبار بد دارند که بروز چنین رفتاری، موجب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در این شرکت‌ها می‌شود (لی، وانگ و وانگ، ۲۰۱۷). براین اساس، انتظار می‌رود که افزایش اعتماد اجتماعی موجب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها شود. از سوی دیگر، بر پایه تئوری نمایندگی، وجود نظارت خارجی قوی موجب کاهش بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه از سوی مدیران شده و بر رابطه بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام اثرگذار است (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶ و کالن و فانگ، ۲۰۱۳). نظر به اینکه وجود نظارت خارجی قوی ممکن است جایگزین یا مکمل نقش اعتماد اجتماعی باشد (نظریه‌های جایگزینی و مکمل)، انتظار بر این

است که رابطه بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت، تحت تأثیر وجود نظارت خارجی قوی قرار گرفته و تعدیل (تضعیف یا تقویت) شود (کائو و همکاران، ۲۰۱۶؛ لی و همکاران، ۲۰۱۷). با این حال، با توجه به بررسی های صورت گرفته در عمده مطالعات داخلی انجام شده، این موضوع نادیده انگاشته شده و فضایی خالی در ادبیات حسابداری و مالی برای تحقیق در موضوع به چشم می خورد که خود، انگیزه ای برای اجرای پژوهش حاضر است. از این رو، پژوهش حاضر درصدد است که رابطه بین اعتماد اجتماعی با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت و همچنین اثر تعدیل کنندگی نظارت خارجی بر این رابطه را بررسی کند. پرسش های اصلی تحقیق بدین ترتیب است: آیا بین اعتماد اجتماعی با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت رابطه معناداری وجود دارد؟ علاوه بر این، آیا این رابطه تحت تأثیر نظارت خارجی قرار می گیرد؟ و در صورت مثبت بودن پاسخ، نوع رابطه چگونه است؟ بنابراین انتظار می رود نتایج این پژوهش بتواند نوآوری و دانش افزایی علمی به شرح زیر داشته باشد:

- نتایج پژوهش می تواند موجب بسط مبانی نظری پژوهش های گذشته در حوزه مطالعات اجتماعی و مالی در کشورهای در حال توسعه نظیر ایران شود.
- شواهد پژوهش نشان خواهد داد که تا چه اندازه، اعتماد اجتماعی و نظارت خارجی می تواند بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت ها اثر گذار باشد و این موضوع می تواند موجب درک بهتر سرمایه گذاران، قانون گذاران بازار سرمایه و سایر استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری از تأثیر اعتماد اجتماعی بر رونق بازار سرمایه شده و در امر تصمیم گیری آنان راهگشا باشد.
- معرفی حوزه جدید تحقیقاتی برای پژوهشگران مالی و حسابداری به ویژه افرادی که در حوزه مطالعات بازار سرمایه فعالیت دارند.

## پیشینه نظری پژوهش

### اعتماد اجتماعی

اعتماد، به تمایل میان افراد به همکاری با یکدیگر اطلاق می شود (کائو و همکاران، ۲۰۱۶) و اعتماد اجتماعی عنصر اصلی سرمایه اجتماعی و به معنای اعتماد افراد جامعه به یکدیگر در زندگی اجتماعی است (گامبتا، ۱۹۸۸). اعتماد اجتماعی نیز راستگویی و صداقت، تمایلات همکاری جویانه و اطمینان به دیگران و احترام به حقوق دیگران تعریف می شود و یکی از جنبه های مهم روابط انسانی و زمینه ساز مشارکت و همکاری میان اعضای جامعه است. اعتماد اجتماعی، همکاری و مشارکت گروه های مختلف جامعه در حوزه های اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و فرهنگی را افزایش

می‌دهد و شاخص مهمی در شکل‌گیری انضباط در روابط اقتصادی و اجتماعی است. بهبود در اعتماد اجتماعی، موجب ارتقا و بهبود روابط اجتماعی، نگرش، احترام به قانون، عملکرد اجتماعی و شغلی افراد خواهد شد. در حالیکه، نبود اعتماد اجتماعی اثرات نامطلوبی مانند دروغ‌گویی، چالپوسی، کلاه‌برداری، رشوه، فساد و عدم شفافیت مالی را به همراه خواهد داشت (خسروآبادی و بنی‌مهد، ۱۳۹۴). پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه‌های مطالعاتی مختلف نیز به بررسی تأثیر مثبت اعتماد اجتماعی بر رفتار افراد و سازمان‌ها و همچنین پیامدهای اقتصادی آن پرداخته‌اند. برای مثال، مطالعات صورت‌گرفته در حوزه اقتصاد و مالی معتقدند که اعتماد اجتماعی ارتباط منفی و معناداری با فساد و رابطه مثبتی با عملکرد سازمان‌ها دارد (لا، لویز، شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷) و بر متغیرهای مالی نظیر سود سهام (با و همکاران، ۲۰۱۲)، هزینه سرمایه (گری و همکاران، ۲۰۱۳)، نگهداشت وجه نقد (چن، دوو، رهی و ترانگ، ۲۰۱۵)، اعتبار تجاری (وو، فایرث و روی، ۲۰۱۴) و ریسک سقوط (کائو و همکاران، ۲۰۱۶؛ لی و همکاران، ۲۰۱۷) نیز اثرگذار است.

### ریسک سقوط قیمت سهام

سقوط قیمت سهام پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می‌شود (هاتون و همکاران، ۲۰۰۹). سقوط قیمت سهام طی سال‌های اخیر و به‌ویژه بعد از بحران مالی و اقتصادی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری را به خود معطوف کرده است. این تغییرات در حالت کلی به دو صورت سقوط و رشد قیمت سهام رخ می‌دهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل‌اند، پدیده سقوط قیمت سهام که منتهی به کاهش شدید بازده می‌شود، در مقایسه با رشد قیمت سهام، بیشتر توجه پژوهشگران را جلب کرده است (دیانتی دیلمی، مرادزاده و محمودی، ۱۳۹۱). هاتون و همکارانش (۲۰۰۹) معتقدند که در شرایط نبود شفافیت کامل در گزارشگری مالی، مدیران انگیزه دارند برای حفظ شغل خود، بخشی از زیان‌ها را پنهان کنند. این فرایند یعنی افشانکردن زیان‌های واقعی تا زمان حضور مدیر در شرکت ادامه می‌یابد. پس از ترک شرکت توسط مدیر، حجم عظیمی از زیان‌های افشا نشده وارد بازار شده و به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود.

### اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام

اعتقاد بر این است که هنجارهای اجتماعی تأثیر شگرفی بر رفتار افراد دارند (کیالدینی و گولدشتین، ۲۰۰۴). اعتماد اجتماعی، به‌عنوان یکی از هنجارهای اجتماعی، علاوه بر شکل‌دهی به نهادهای غیررسمی، موجب تغییر رفتار مدیران ارشد شرکت‌ها نیز می‌شود. با توجه به پژوهش‌های صورت‌گرفته در حوزه اعتماد اجتماعی و رفتار سازمانی (وو و همکاران، ۲۰۱۴)، مدیران شرکت‌هایی

که سطح اعتماد اجتماعی بالایی دارند، به دلیل وجود هنجارهای اخلاقی حاکم بر محیط این شرکت‌ها، رفتارهای صادقانه تری از خود نشان می‌دهند و از این رو به افشای به موقع اطلاعات مالی تمایل بیشتری دارند (گایسوئت و همکاران، ۲۰۰۴ و ها و چن، ۲۰۱۵). بروز چنین رفتارهایی از سوی مدیران، موجب افشای به موقع اخبار خوب و بد به بازار شده و احتمال پنهان کردن اخبار بد در این شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. بدین ترتیب، انتظار می‌رود که ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دارای سطح اعتماد اجتماعی بالاتر، به مراتب کمتر از سایر شرکت‌ها باشد. بر پایه این استدلال، کائو و همکارانش (۲۰۱۶) شواهدی مبنی بر وجود رابطه منفی بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها ارائه کردند. به طور مشابه، لی و همکارانش (۲۰۱۷) نیز دریافتند که اعتماد اجتماعی، سبب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود.

### نظارت خارجی، اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام

شواهد تجربی موجود نشان می‌دهد که سازوکارهای نظارتی خارجی قوی، توانایی‌ها و فرصت‌های مدیران را برای نگهداری و عدم افشای اخبار منفی، محدود کرده و بر سقوط قیمت سهام تأثیرگذار است (دسای و دارماپالا، ۲۰۰۹؛ هانلون و سلمورد، ۲۰۰۹). از جمله سازوکارهای نظارت خارجی که به طور گسترده در ادبیات استفاده شده، سرمایه‌گذاران نهادی است (ودیدی نوقایی و رستمی، ۱۳۹۳). وجود سرمایه‌گذاران نهادی، رفتار فرصت‌طلبانه و جانبدارانه مدیران را محدود می‌کند 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، موجب می‌شود که آنها برای جلوگیری از زیان‌های بیشتر، واکنش سریع‌تری انجام دهند (دیانتی دیلمی و همکاران، ۱۳۹۱). بدین ترتیب وجود سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان سازوکار مؤثری دانست که ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش داده و بر رابطه بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام اثرگذار است (کالن و فانگ، ۲۰۱۳؛ لی و همکاران، ۲۰۱۷).

در خصوص چگونگی تأثیر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها، دو نظریه رقیب (نظریه‌های جایگزینی و مکمل) در ادبیات مالی و حسابداری مطرح شده است. از یک سو، نظریه جایگزینی بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی و اعتماد اجتماعی دو سازوکار نظارتی جایگزین برای کنترل رفتار فرصت‌طلبانه مدیران هستند؛ به طوری که در شرکت‌های دارای مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر، به دلیل نظارت مؤثر اعمال شده بر رفتار فرصت‌طلبانه مدیران، نقش نظارتی اعتماد اجتماعی کم‌رنگ‌تر شده است؛ بنابراین، افزایش اعتماد اجتماعی در این شرکت‌ها تأثیر کمتری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام دارد (لی و همکاران، ۲۰۱۷). عمده تحقیقات تجربی صورت گرفته نیز شواهدی را در

پشتیبانی از این نظریه، ارائه کرده‌اند. به‌طور مثال، کائو و همکارانش (۲۰۱۶) دریافتند که مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی رابطه منفی بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را تضعیف می‌کند. لی و همکارانش (۲۰۱۷) نیز نشان دادند که در شرکت‌های دارای مالکیت بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی، اثر منفی اعتماد اجتماعی بر ریسک سقوط قیمت سهام کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، بر اساس نظریه مکمل، نظارت اعمال‌شده از سوی سرمایه‌گذاران نهادی، مکمل نقش نظارتی اعتماد اجتماعی است و در نتیجه انتظار می‌رود که رابطه منفی بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با مالکیت بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی، قوی‌تر باشد. بنابراین با توجه به مطالب فوق و نظر به اینکه نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است جایگزین یا مکمل نقش اعتماد اجتماعی باشد، انتظار می‌رود که رابطه بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت، تحت تأثیر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی قرار گرفته و تعدیل (تضعیف یا تقویت) شود.

### پیشینه تجربی پژوهش

لی و همکارانش (۲۰۱۷) تأثیر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین اعتماد اجتماعی با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را برای نمونه‌ای متشکل از ۲۰۲۷۲ شرکت - سال مشاهده در بازار سرمایه چین بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آنان نشان داد بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت، رابطه منفی معناداری وجود دارد. علاوه بر این، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی رابطه بین اعتماد اجتماعی با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را تضعیف می‌کند.

کائو و همکارانش (۲۰۱۶) با به‌کارگیری دو معیار چولگی منفی بازده سهام و نوسان‌های پایین به بالا برای اندازه‌گیری ریسک سقوط قیمت سهام، به بررسی ارتباط بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های چینی پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که اعتماد اجتماعی موجب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود. علاوه بر این، آنها دریافتند که مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، اثر منفی اعتماد اجتماعی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت را کاهش می‌دهد.

لی و کای (۲۰۱۶) به بررسی ارتباط بین دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های چینی پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد دینداری مدیران موجب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود.

پیوزنر، ژی و ژین (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر اعتماد اجتماعی بر واکنش بازار سهام به اعلان سود شرکت‌ها در ۲۳ کشور مختلف پرداختند و دریافتند که در کشورهای دارای سطح اعتماد اجتماعی بالاتر، واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اعلان سود شرکت‌ها بیشتر است.

گاریت، هویتاش و پراویت (۲۰۱۴) در پژوهشی رابطه بین اعتماد اجتماعی و کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه آمریکا را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که اعتماد اجتماعی موجب بهبود کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها می‌شود.

وو و همکارانش (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «اعتماد اجتماعی و اعتبار تجاری» و با انتخاب نمونه‌ای از شرکت‌های چینی طی سال‌های ۲۰۱۱-۱۹۹۸، دریافتند که شرکت‌های دارای سطح اعتماد اجتماعی بالاتر، از اعتبار تجاری بیشتری برخوردارند.

کیم، لی و لی (۲۰۱۴) با انتخاب نمونه‌ای متشکل از ۱۲۹۷۸ شرکت - سال مشاهده از شرکت‌های حاضر در بورس سهام نیویورک طی سال‌های ۲۰۰۹-۱۹۹۵، به بررسی ارتباط بین مسئولیت اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها پرداختند و به این نتیجه رسیدند که مسئولیت اجتماعی، ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد. علاوه بر این نتایج آنان نشان داد در شرکت‌های دارای مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی کمتر، اثر منفی اعتماد اجتماعی بر ریسک سقوط قیمت سهام تشدید می‌شود.

کالن و فانگ (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های فعال در بورس نیویورک طی سال‌های ۱۹۸۱ تا ۲۰۰۸ پرداختند. بر اساس یافته‌های آنان، بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه مثبتی وجود دارد.

بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌ها پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد پرداخت سود سهام تأثیر منفی و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. همچنین زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران زیاد است، تأثیر منفی پرداخت سود سهام بر خطر سقوط قیمت سهام تشدید می‌شود.

حاجیه و چناری (۱۳۹۵) ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را بررسی کردند و دریافتند که با افزایش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، چولگی منفی بازده و در نتیجه ریسک سقوط قیمت سهام کاهش می‌یابد.

ودیعی نوقایی و رستمی (۱۳۹۳) در پژوهش خود به بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط قیمت سهام بر اساس داده‌های ۸۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۱ در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد مالکیت نهادی تأثیر مثبت معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام (متغیر نوسان پایین به بالا) دارد؛ اما با تقسیم مالکیت نهادی به فعال و غیرفعال، مشخص شد اثر مثبت مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت

سهام، از مالکیت نهادی غیرفعال نشئت می‌گیرد و مالکان نهادی فعال در کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام نقش نظارتی دارند.

دیانتی دلمی و همکارانش (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد وجود سرمایه‌گذاران نهادی، احتمال رخ دادن سقوط قیمت سهام را به‌طور معناداری کاهش می‌دهد.

فولاد، یعقوب نژاد و تالانه (۱۳۹۱) در پژوهشی نقش محافظه‌کاری در کاهش خطر سقوط قیمت سهم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران را بررسی کردند. نتایج نشان داد محافظه کاری می‌تواند سبب کاهش احتمال سقوط قیمت سهم در آینده شود.

با توجه به آنچه بیان شد، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول: اعتماد اجتماعی موجب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت می‌شود.

فرضیه دوم: مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، رابطه بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت را تعدیل می‌کند.

### روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نوع تحقیقات مقطعی است؛ زیرا به مطالعه داده‌های مربوط به مقطع زمانی خاص می‌پردازد. داده‌های پژوهش از لوح‌های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین به‌دست آمده و داده‌های مربوط به متغیر اعتماد اجتماعی نیز با ارسال پرسشنامه به مدیران مالی شرکت‌های نمونه گردآوری شده است. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۴ است که از میان آنها، شرکت‌هایی که مجموعه شرایط زیر را داشتند، برای نمونه انتخاب شدند:

۱. شرکت‌هایی که از ابتدا تا انتهای سال ۱۳۹۴ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.
۲. به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها پایان اسفند باشد.
۳. طی سال مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به دلیل تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).
۵. طول وقفه انجام معاملات در این شرکت‌ها بیشتر از سه ماه نباشد.



پس از اعمال محدودیت‌های فوق، ۱۱۶ شرکت برای نمونه اولیه پژوهش انتخاب شدند؛ سپس پرسشنامه پژوهش برای کلیه مدیران مالی این شرکت‌ها ارسال شد که از این تعداد، در نهایت مدیران مالی ۸۲ شرکت به پرسشنامه پژوهش پاسخ دادند. تجزیه و تحلیل نهایی داده‌های گردآوری شده نیز با استفاده از نسخه ۸ نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews صورت گرفته است.

### متغیرها و مدل‌های استفاده شده

#### متغیر وابسته

متغیر وابسته پژوهش حاضر ریسک سقوط قیمت سهام است که برای اندازه‌گیری آن مطابق با پژوهش لی و همکاران (۲۰۱۷) و کائو و همکاران (۲۰۱۶) از دو معیار استفاده شده است. معیار اول ریسک سقوط قیمت سهام، چولگی منفی بازده سهام (NCSKEW) است که از طریق رابطه ۱ محاسبه می‌شود.

$$NCSKEW_{it} = \left[ -n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum W_{i,\theta}^3 \right] / \left[ (n-1)(n-2) \left( \sum W_{i,\theta}^2 \right)^{\frac{3}{2}} \right] \quad \text{رابطه ۱}$$

$W_{i,\theta}$  بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  در ماه  $\theta$  و  $n$  تعداد بازده ماهانه مشاهده شده طی سال مالی است. در این مدل، هرچه مقدار ضریب چولگی منفی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض سقوط قیمت سهام بیشتری قرار دارد. بازده ماهانه خاص شرکت که با  $W_{i,\theta}$  نشان داده می‌شود، برابر است با لگاریتم طبیعی عدد ۱ به علاوه عدد باقی‌مانده  $(\varepsilon_{i,\theta})$  که از رابطه ۲ به دست می‌آید.

$$W_{i,\theta} = \ln(1 + \varepsilon_{i,\theta}) \quad \text{رابطه ۲}$$

$\varepsilon_{i,\theta}$  بازده باقی‌مانده سهام شرکت  $i$  در ماه  $\theta$  است که از طریق مقادیر باقی‌مانده حاصل از برآورد مدل زیر محاسبه می‌شود.

$$r_{i,\theta} = \alpha + \beta_{1i}r_{m,\theta-2} + \beta_{2i}r_{m,\theta-1} + \beta_{3i}r_{m,\theta} + \beta_{4i}r_{m,\theta+1} + \beta_{5i}r_{m,\theta+2} + \varepsilon_{i,\theta} \quad \text{رابطه ۳}$$

$r_{i,\theta}$  بازده سهام شرکت  $i$  در ماه  $\theta$  و  $r_{m,\theta}$  بازده بازار در ماه  $\theta$  است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود.

دومین معیار ریسک سقوط قیمت سهام، نوسان‌های پایین به بالا (DUVOL) است که برای اندازه‌گیری آن، ابتدا میانگین بازده خاص شرکت‌ها به دست می‌آید، سپس داده‌های مربوط به آن

به دو دسته کمتر از میانگین و بیشتر از میانگین تفکیک شده و انحراف معیار هریک به طور مجزا محاسبه می شود. برای محاسبه نوسان های پایین به بالا از رابطه ۴ استفاده می شود.

$$DUVOL_{i,t} = \log \left( \frac{Down_{i,t}}{Up_{i,t}} \right) \quad \text{رابطه ۴}$$

$Down_{i,t}$ : انحراف معیار مشاهدات کمتر از میانگین و  $Up_{i,t}$  انحراف معیار مشاهدات بیشتر از میانگین برای بازده خاص شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

### متغیر مستقل

متغیر مستقل این پژوهش اعتماد اجتماعی است که برای سنجش آن از پرسشنامه استاندارد اعتماد اجتماعی صفاری نیا و شریف (۱۳۸۹) استفاده شده و روایی و پایایی این پرسشنامه پیش از این در پژوهش آنها به تأیید رسیده است. این پرسشنامه استاندارد که در پژوهش های قبلی نظیر بنی مهد و درویش (۱۳۹۵) و خسروآبادی و بنی مهد (۱۳۹۴) نیز به کار گرفته شده، شامل ۲۵ سؤال است که هر پنج سؤال یک مؤلفه را می سنجد. این پنج مؤلفه عبارت اند از: رفتار مبتنی بر اعتماد کردن، تمایلات همکاری جویانه، صراحت، صداقت و اطمینان. نمره گذاری پرسشنامه مذکور بر اساس مقیاس پنج درجه ای لیکرت (از ۱ کاملاً مخالف تا ۵ کاملاً موافق) انجام شده است؛ بنابراین، حداقل و حداکثر نمره قابل اکتساب از این پرسشنامه به ترتیب برابر با ۲۵ و ۱۲۵ است. در نهایت، با تقسیم جمع امتیاز متعلق به هر پرسشنامه به کل امتیاز قابل اکتساب (۱۲۵)، شاخص اعتماد اجتماعی شرکت ها محاسبه می شود. برای سنجش روایی پرسشنامه از نظر استادان و خبرگان بهره برده شد. پایایی و آزمون ثبات نتایج اندازه گیری پرسشنامه پژوهش، نیز به کمک معیار آلفای کرونباخ بررسی گردید. بر اساس نتیجه این آزمون، ضریب آلفای کرونباخ ۰/۹۳ به دست آمد که به معنای پایایی کافی و مطلوب پرسشنامه است.

### متغیر تعدیل کننده

متغیر تعدیلی استفاده شده در این پژوهش، نظارت خارجی است که به پیروی از لی و همکاران (۲۰۱۷)، کالن و فانگ (۲۰۱۳) و فروغی، فدوی و حاجیان نژاد (۱۳۹۴)، میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی به عنوان سنجش نظارت خارجی در نظر گرفته شده است. برای محاسبه این متغیر، مجموع سهام تحت تملک بانک ها و بیمه ها، شرکت های سرمایه گذاری، صندوق های بازنشستگی، شرکت های تأمین سرمایه و صندوق های سرمایه گذاری و سازمان ها و نهادهای دولتی، بر کل تعداد

سهام منتشرشده شرکت تقسیم می شود (موسوی شیری، پیشوایی و خلعتبری، ۱۳۹۵؛ برادران حسن زاده، پاک مرام، حسین بابایی و فریادی بناب، ۱۳۹۵).

### متغیر کنترلی

**اندازه شرکت:** شرکت های بزرگ برای تأمین وجوه مورد نیاز خود انگیزه دارند که از طریق افزایش کیفیت گزارشگری مالی و فرایند افشای اطلاعات، هزینه سرمایه خود را کاهش دهند. از این رو در شرکت های بزرگ احتمال کمتری برای انباشت و عدم افشای اخبار بد وجود دارد که این موضوع از ورود ناگهانی توده اخبار بد به بازار جلوگیری کرده و در نتیجه، ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می دهد (کیم و ژانگ، ۲۰۱۰؛ ودیعی نوقایی و رستمی، ۱۳۹۳). بنابراین، در پژوهش حاضر، اندازه شرکت که از طریق لگاریتم کل دارایی های پایان دوره شرکت اندازه گیری می شود، متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است.

**اهرم مالی:** خان و واتز (۲۰۰۹) و کائو و همکاران (۲۰۱۶) استدلال می کنند که در شرکت های اهرمی، احتمال بیشتری برای اقامه دعاوی حقوقی وجود دارد که این مسئله می تواند احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش دهد. بر این اساس، در پژوهش حاضر اهرم مالی نیز به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده که از تقسیم مجموع بدهی بر ارزش دفتری دارایی های شرکت محاسبه می شود.

**فرصت های رشد:** بازده سهام شرکت هایی که فرصت رشد بالایی دارند، پرنوسان تر است و احتمال بیشتری وجود دارد که زیان های بزرگی را تجربه کنند و این موارد احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش می دهد (خان و واتز، ۲۰۰۹). بنابراین، در این پژوهش نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان معیار فرصت های رشد لحاظ شده است.

**سودآوری:** در رابطه با سودآوری انتظار می رود که شرکت های سودآور، ریسک سقوط قیمت سهام پایین تری را تجربه کنند (هاتون و همکاران، ۲۰۰۹؛ ودیعی نوقایی و رستمی، ۱۳۹۳). از این رو در پژوهش حاضر، بازده حقوق صاحبان سهام نیز به عنوان سنجه سودآوری و یکی دیگر از متغیرهای کنترلی وارد مدل شده است که از تقسیم سود خالص بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام محاسبه می شود.

**عدم تجانس سرمایه گذاران:** از طریق تفاوت بین متوسط گردش تصادفی سهام در سال جاری و سال گذشته محاسبه می شود. متوسط گردش تصادفی سهام نیز، از تقسیم حجم معاملات ماهانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشر شده طی ماه به دست می آید. این متغیر در پژوهش های هانگ و

۳۶۰ \_\_\_\_\_ اعتماد اجتماعی، نظارت خارجی و ریسک سقوط قیمت سهام: آزمون ....

استین (۲۰۰۳) و کائو و همکاران (۲۰۱۶) نیز به عنوان عامل بالقوه مؤثر بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت و متغیر کنترلی به کار برده شده است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره زیر که برگرفته از پژوهش‌های لی و همکاران (۲۰۱۷) و کائو و همکاران (۲۰۱۶) است، استفاده می‌شود.

$$CRASH_i = \beta_0 + \beta_1 TRUST_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 GWTH_i + \beta_5 ROE_i + \beta_6 DTURN_i + \varepsilon_i \quad \text{مدل (۱)}$$

$$CRASH_i = \beta_0 + \beta_1 TRUST_i + \beta_2 INST_i + \beta_3 TRUST_i \times INST_i + \beta_4 SIZE_i + \beta_5 LEV_i + \beta_6 GWTH_i + \beta_7 ROE_i + \beta_8 DTURN_i + \varepsilon_i \quad \text{مدل (۲)}$$

در مدل‌های بالا، CRASH هر یک از دو معیار ریسک سقوط قیمت سهام شرکت؛ TRUST شاخص اعتماد اجتماعی شرکت؛ INST میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی؛ TRUST×INST اثر تعاملی مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر اعتماد اجتماعی شرکت؛ SIZE اندازه شرکت؛ LEV اهرم مالی شرکت؛ GWTH فرصت‌های رشد؛ ROE سودآوری شرکت؛ DTURN عدم تجانس سرمایه‌گذاران و  $\varepsilon$  جزء خطای مدل رگرسیون است. از آنجا که در این تحقیق برای سنجش ریسک سقوط قیمت سهام از دو معیار ضریب چولگی منفی بازده سهام (NCSKEW) و نوسان‌های پایین به بالا (DUVOL) استفاده شده است، مدل‌های فوق برای هر یک از دو معیار ریسک سقوط قیمت سهام به صورت جداگانه برآورد می‌شود.

## یافته‌های پژوهش

### جمعیت‌شناسی پژوهش

به منظور آشنایی با خصوصیات نمونه آماری، اطلاعات جمعیت‌شناسی پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است. بر اساس نتایج جدول، تعداد مدیران مالی مرد در شرکت‌های نمونه، بیشتر از تعداد مدیران مالی زن است. با توجه به سن مدیران مالی نیز می‌توان گفت که بیشتر مدیران مالی نمونه مورد بررسی بین ۴۰ تا ۵۰ سال دارند. در ارتباط با میزان تجربه کاری مدیران مالی نیز، حدود ۳۶ درصد از مدیران مالی کمتر از ۱۰ سال و ۶۴ درصد آنان بیش از ۱۰ سال سابقه دارند.

جدول ۱. جمعیت‌شناختی پژوهش

متغیر	متغیر فرعی	تعداد	درصد	متغیر	متغیر فرعی	تعداد	درصد
جنسیت	مرد	۶۴	۷۸	تجربه کاری	کمتر از ۱۰ سال	۳۰	۳۶
	زن	۱۸	۲۲		بین ۱۰ تا ۲۰ سال	۳۳	۴۰
	کمتر از ۳۰ سال	۹	۱۱		بیشتر از ۲۰ سال	۱۹	۲۴
سن	بین ۳۰ تا ۴۰ سال	۳۰	۳۶	تحصیلات	کارشناسی	۱۶	۱۹
	بین ۴۰ تا ۵۰ سال	۳۶	۴۴		کارشناسی ارشد	۶۰	۷۳
	بیشتر از ۵۰ سال	۷	۹		دکتری	۶	۸

### آمار توصیفی

جدول ۲، آمار توصیفی متغیرهای آزمون‌شده را که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است، نشان می‌دهد. همان‌گونه که در این جدول مشاهده می‌شود، میانگین متغیرهای چولگی منفی بازده سهام و نوسان‌های پایین به بالا به ترتیب  $-۰/۵۶۹$  و  $-۰/۴۴۸$  است. میانگین اعتماد اجتماعی شرکت‌ها ( $۰/۵۶۱$ ) نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه از سطح اعتماد اجتماعی مناسبی برخوردارند. همچنین، مقدار میانگین متغیر اهرم مالی گزارش می‌دهد که به‌طور متوسط حدود ۶۰ درصد از دارایی‌های شرکت‌های بررسی‌شده از طریق استقراض، تأمین مالی شده‌اند. نکته شایان توجه دیگر این جدول، بیشتر بودن ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اغلب شرکت‌های نمونه از ارزش دفتری آن است که مقدار میانگین متغیر فرصت‌های رشد ( $۲/۴۵۴$ ) در جدول ۲، گواه این مدعاست.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میان	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
ضریب چولگی منفی بازده	NCSKEW	$-۰/۵۶۹$	$-۰/۷۶۹$	$-۳/۹۲۹$	$۳/۷۲۱$	$۲/۱۴۵$
نوسان‌های پایین به بالا	DUVOL	$-۰/۴۴۸$	$-۰/۵۴۱$	$-۲/۱۲۵$	$۱/۲۹۴$	$۱/۰۲۷$
اعتماد اجتماعی	TRUST	$۰/۵۶۱$	$۰/۵۵۲$	$۰/۳۴۴$	$۰/۷۶۸$	$۰/۱۲۶$
مالکیت نهادی	INST	$۰/۳۰۱$	$۰/۲۰۳$	$۰/۰۰۰$	$۰/۸۹۷$	$۰/۲۹۱$
اندازه شرکت	SIZE	$۶/۳۰۱$	$۶/۲۵۶$	$۴/۸۶۳$	$۸/۱۳۸$	$۰/۶۴۷$
اهرم مالی	LEV	$۰/۵۹۸$	$۰/۶۰۲$	$۰/۱۷۳$	$۱/۲۱۳$	$۰/۲۱۲$
فرصت‌های رشد	GWTH	$۲/۴۵۴$	$۲/۰۴۸$	$-۱۱/۲۳۹$	$۱۲/۵۱۵$	$۲/۹۳۳$
سودآوری	ROE	$۰/۰۴۸$	$۰/۰۹۰$	$-۱/۰۱۰$	$۰/۴۰۲$	$۰/۱۸۶$
عدم تجانس سرمایه‌گذاران	DTURN	$-۰/۰۰۸$	$۰/۰۰۰$	$-۱۸/۶۲۵$	$۱۸/۶۲۵$	$۱۱/۰۰۳$

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

قبل از برآورد مدل، لازم است که مفروضات مدل رگرسیون بررسی شود. به منظور بررسی نرمال بودن توزیع اجزای اخلال مدل از آزمون جارک - برا استفاده شد که نتایج آن در جدول ۳ ارائه شده است. از آنجا که سطح معناداری این آزمون برای مدل‌های پژوهش بیشتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع اجزای اخلال مدل‌های پژوهش تأیید می‌شود. نتایج آزمون وایت برای بررسی فرض همسانی واریانس در اجزای اخلال مدل نیز حاکی از وجود ناهمسانی واریانس است که برای رفع این مشکل، از روش تصحیح وایت استفاده شد.

جدول ۳. آزمون نرمال بودن اجزای اخلال و ناهمسانی واریانس

آزمون ناهمسانی واریانس		آزمون نرمال بودن اجزای اخلال					
نتیجه	سطح معناداری	آماره F	نتیجه	سطح معناداری	آماره جارک برا	معیار ریسک سقوط	مدل
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۹	۳/۱۰۱	نرمال بودن خطا	۰/۱۲۲	۴/۱۹۸	چولگی منفی بازده	مدل ۱
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۶	۳/۲۵۸	نرمال بودن خطا	۰/۱۱۳	۴/۳۵۱	نوسان‌های پایین به بالا	مدل ۱
ناهمسانی واریانس	۰/۰۱۸	۲/۹۲۲	نرمال بودن خطا	۰/۱۰۶	۴/۴۷۴	چولگی منفی بازده	مدل ۲
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۸	۳/۳۹۱	نرمال بودن خطا	۰/۲۰۱	۳/۲۰۹	نوسان‌های پایین به بالا	مدل ۲

علاوه بر این، به منظور آزمون همبستگی بین اجزای خطای مدل از آماره دوربین - واتسن استفاده شد که نتایج آن در جدول‌های ۴ و ۵ درج شده است. نتایج آزمون فرضیه اول (برآورد مدل ۱) به طور جداگانه بر اساس هر یک از دو معیار ضریب چولگی منفی بازده سهام (NCSKEW) و نوسان‌های پایین به بالا (DUVOL) برای ریسک سقوط قیمت سهام، در جدول ۴ نشان داده شده است.

مقادیر آماره‌های F در این جدول، بیان‌کننده معناداری کلی مدل‌های رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است. مقادیر آماره دوربین - واتسن در جدول ۴ نیز، حکایت از عدم وجود مشکل خودهمبستگی در میان جملات پسماند دارد. همان‌گونه که در این جدول مشهود است، ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر اعتماد اجتماعی (TRUST) در هر دو مدل منفی و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است که وجود رابطه منفی معنادار بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت را نشان می‌دهد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح

خطای ۵ درصد پذیرفته می شود. جدول ۵ نتایج برآورد مدل ۲ را بر اساس دو معیار ریسک سقوط قیمت سهام نشان می دهد.

جدول ۴. نتایج برآورد مدل اول بر اساس دو معیار ریسک سقوط قیمت سهام

نوسان های پایین به بالا			چولگی منفی بازده سهام			متغیر	
آماره ۴	انحراف معیار	ضریب	آماره ۴	انحراف معیار	ضریب		
-۲/۲۹۶	۰/۰۱۴	-۰/۰۳۳ *	-۲/۱۸۵	۰/۰۱۶	-۰/۰۳۴ *	C	
-۲/۵۱۲	۰/۰۲۳	-۰/۰۵۷ *	-۲/۵۷۱	۰/۰۱۷	-۰/۰۴۴ *	TRUST	
-۲/۸۳۲	۰/۰۸۶	-۰/۲۴۴ **	-۳/۱۸۵	۰/۰۴۱	-۰/۱۳۱ **	SIZE	
۱/۹۷۴	۰/۰۲۰	۰/۰۴۰ *	۲/۱۰۷	۰/۰۲۰	۰/۰۴۲ *	LEV	
۰/۷۰۶	۰/۱۷۴	۰/۱۲۳	۰/۶۰۴	۰/۱۹۷	۰/۱۱۹	GWTH	
-۳/۸۱۴	۰/۰۵۴	-۰/۲۰۶ **	-۳/۹۴۴	۰/۰۵۱	-۰/۲۰۱ **	ROE	
۰/۸۵۷	۰/۲۴۶	۰/۲۱۱	۰/۸۱۳	۰/۶۰۴	۰/۱۹۲	DTURN	
۹/۷۰۵ **			F آماره ۴			۱۰/۰۱۸ **	F آماره ۴
۰/۵۹۵			ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۶۱۶	ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۹۴۸			آماره دوربین واتسن			۱/۹۵۳	آماره دوربین واتسن

\* و \*\* به ترتیب بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۵ درصد و ۱ درصد است.

جدول ۵. نتایج برآورد مدل دوم بر اساس دو معیار ریسک سقوط قیمت سهام

نوسان های پایین به بالا			چولگی منفی بازده سهام			متغیر	
آماره ۴	انحراف معیار	ضریب	آماره ۴	انحراف معیار	ضریب		
-۲/۳۹۱	۰/۰۱۹	-۰/۰۴۵ *	-۲/۳۸۳	۰/۰۱۷	-۰/۰۴۱ *	C	
-۲/۵۶۱	۰/۰۲۳	-۰/۰۵۹ *	-۲/۵۵۸	۰/۰۱۷	-۰/۰۴۳ *	TRUST	
-۲/۲۶۲	۰/۰۱۱	-۰/۰۲۵ *	-۲/۲۷۴	۰/۰۱۲	-۰/۰۲۸ *	INST	
۲/۲۵۹	۰/۰۱۱	۰/۰۲۴ *	۲/۲۵۱	۰/۰۰۹	۰/۰۲۱ *	TRUST×INST	
-۳/۵۵۳	۰/۰۶۸	-۰/۲۴۱ **	-۴/۰۱۵	۰/۰۳۲	-۰/۱۲۸ **	SIZE	
۱/۹۵۵	۰/۰۱۹	۰/۰۳۷	۱/۹۵۱	۰/۰۱۸	۰/۰۳۵	LEV	
۱/۴۹۲	۰/۰۴۵	۰/۰۶۷	۱/۴۸۴	۰/۰۴۲	۰/۰۶۳	GWTH	
-۴/۱۴۵	۰/۰۵۴	-۰/۲۲۴ **	-۳/۹۶۸	۰/۰۵۳	-۰/۲۰۹ **	ROE	
۰/۶۱۴	۰/۴۷۷	۰/۲۹۳	۰/۵۵۹	۰/۴۶۷	۰/۲۶۱	DTURN	
۱۰/۷۴۵ **			F آماره ۴			۱۰/۷۴۱ **	F آماره ۴
۰/۶۴۱			ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۶۳۰	ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۹۷۱			آماره دوربین واتسن			۱/۹۶۲	آماره دوربین واتسن

با نگاهی به مقادیر آماره F و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) می‌توان دریافت که مدل‌های رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد به‌طور کلی معنادارند. همچنین، بررسی مقادیر آماره دوربین واتسن در جدول ۵ نیز، مؤید عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای اخلاص هر یک از مدل‌های رگرسیون است. همان‌طور که در جدول بالا نیز مشاهده می‌شود، ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر تعاملی TRUST×INST در هر دو مدل مثبت و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. بدین ترتیب، فرضیه دوم تحقیق نیز در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌شود؛ یعنی می‌توان گفت که مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، اثر منفی اعتماد اجتماعی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت را کاهش می‌دهد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

اعتقاد بر این است که هنجارهای اجتماعی تأثیر شگرفی بر رفتار افراد دارند. اعتماد اجتماعی نیز یکی از هنجارهای اجتماعی بوده و بر رفتار مدیران شرکت مؤثر است؛ به‌طوری که پژوهش‌های مختلف در حوزه‌های مطالعاتی گوناگون به بررسی تأثیر مثبت اعتماد اجتماعی بر رفتار افراد و همچنین پیامدهای اقتصادی آن در سازمان‌ها از جمله، ریسک سقوط قیمت سهام پرداخته‌اند. بر این اساس، پژوهش حاضر رابطه بین اعتماد اجتماعی با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت و همچنین تأثیر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی را به‌عنوان یکی از سازوکارهای نظارت خارجی بر رابطه بین آنها بررسی کرده است. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش حاکی از آن است که اعتماد اجتماعی، ریسک سقوط قیمت سهام شرکت را کاهش می‌دهد. تأیید فرضیه اول، مبین این مطلب است که مدیران شرکت‌هایی با سطح اعتماد اجتماعی بالا، به‌دلیل وجود هنجارهای اخلاقی حاکم بر محیط این شرکت‌ها، رفتارهای صادقانه‌تری از خود نشان داده و از این رو تمایل بیشتری به افشای به‌موقع اطلاعات مالی، اعم از اخبار خوب یا بد شرکت، دارند. بدین ترتیب، اخبار بد کمتر پنهان شده و به‌موقع در بازار و در دسترس سرمایه‌گذاران قرار خواهد گرفت و در نتیجه، انتشار یک‌باره اخبار بد شرکت به بازار و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت کاهش می‌یابد. نتیجه به‌دست آمده در این تحقیق با یافته‌های پژوهش کائو و همکاران (۲۰۱۶) مبنی بر وجود رابطه منفی بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها، همخوانی دارد. لی و همکاران (۲۰۱۷) نیز در پژوهش خود به نتایج مشابهی دست یافتند و اذعان داشتند که اعتماد اجتماعی موجب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود.

در فرضیه دوم تحقیق، تأثیر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها بررسی شد. نتایج آزمون این فرضیه نشان داد مالکیت



نهادی، بر رابطه بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها اثرگذار بوده و رابطه منفی بین آنها را تضعیف می‌کند. این یافته مطابق با پیش‌بینی نظریه جایگزینی است که می‌کند سرمایه‌گذاران نهادی و اعتماد اجتماعی دو سازوکار نظارتی جایگزین برای کنترل رفتار فرصت‌طلبانه مدیران هستند؛ به طوری که در شرکت‌های دارای مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر، به دلیل نظارت مؤثر اعمال شده بر رفتار فرصت‌طلبانه مدیران، انگیزه و توانایی مدیریت برای پنهان ساختن یا تأخیر در انتشار اخبار بد شرکت کاهش می‌یابد. بدین ترتیب، نقش نظارتی اعتماد اجتماعی کم‌رنگ‌تر شده و افزایش اعتماد اجتماعی در این شرکت‌ها تأثیر کمتری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام دارد. از یافته‌های فرضیه دوم می‌توان چنین استنباط کرد که عرضه شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار ایران در تحقق اصل ۴۴ قانون اساسی و متعاقب آن، توزیع مالکیت این شرکت‌ها بین سهامداران مختلف و به خصوص سرمایه‌گذاران نهادی، اقدام مناسبی بوده و موجب کاهش ریسک سقوط سهام این شرکت‌ها می‌شود. کائو و همکاران (۲۰۱۶) و لی و همکاران (۲۰۱۷) نیز در پژوهش‌های خود به نتایج مشابهی دست یافتند و اذعان داشتند که رابطه منفی بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با مالکیت بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی، ضعیف‌تر است.

بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر، از آنجا که اعتماد اجتماعی عاملی برای بروز رفتارهای صادقانه محسوب می‌شود، به هیئت‌مدیره شرکت‌های بورسی پیشنهاد می‌شود بسترهای لازم را برای حفظ و تقویت اعتماد و اعتمادسازی در شرکت فراهم کنند و سطح اعتماد اجتماعی کارکنان شرکت را از طریق تدوین خط‌مشی مناسب، ارتقا دهند تا بدین طریق انگیزه مدیران در پنهان کردن اخبار بد و به تبع آن، ریسک سقوط قیمت سهام شرکت کاهش یابد. همچنین بر اساس نتایج فرضیه دوم پژوهش، به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه توصیه می‌شود، هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، علاوه بر متغیرهای مالی، به میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی شرکت نیز توجه کرده و آن را به عنوان عامل مؤثر بر کاهش ریسک سقوط قیمت شرکت‌ها در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند. علاوه بر این، نظر به اینکه مالکان نهادی، سرمایه‌گذاران فعال و متبحری هستند و توان نظارت بر رفتار مدیران را دارند، تداوم عرضه شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار از جانب سازمان خصوصی‌سازی - که متعاقب آن تصاحب مالکیت این شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران نهادی است - پیشنهاد می‌شود.

در انتهای پژوهش، به برخی از موضوعات مهم برای بررسی در پژوهش‌های آتی اشاره

می‌شود:

۱. بررسی تأثیر سایر سازوکارهای نظارت خارجی بر رابطه بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت؛
۲. بررسی تأثیر اعتماد اجتماعی بر نقد شوندگی سهام شرکت؛
۳. بررسی تأثیر سطح دینداری مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام.

### فهرست منابع

- بادآور نهندي، ی.، تقی‌زاده خانقاه، و. (۱۳۹۶). تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۴ (۱)، ۴۰-۱۹.
- برادران حسن‌زاده، ر.، پاک‌مرام، ع.، حسین بابایی، ق.، فریادی بناب، ع. (۱۳۹۵). تأثیر برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر محتوای گزارش حسابرسان. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۳ (۲)، ۱۷۲-۱۵۵.
- بنی‌مهد، ب.، درویش، ح. (۱۳۹۵). اعتماد اجتماعی و نگرش حسابرسان درباره استقلال. *فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۲ (۸)، ۲۶-۱۷.
- حاجیه‌ها، ز.، چناری بوکت، ح. (۱۳۹۵). مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و چولگی بازده سهام. *فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۱ (۱)، ۹۸-۷۷.
- خسروآبادی، ط.، بنی‌مهد، ب. (۱۳۹۴). پیش‌بینی بی‌اخلاقی و فساد مالی با توجه به اعتماد اجتماعی در حرفه حسابداری. *فصلنامه اخلاق در علوم و فناوری*، ۱۰ (۴)، ۵۳-۴۵.
- دیانتی دیلمی، ز.، مرادزاده، م.، محمودی، س. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱ (۲)، ۱۸-۱.
- صفری نیا، م.، شریف، ن. (۱۳۸۹). ساخت و بررسی ویژگی‌های روان‌سنجی پرسشنامه اعتماد اجتماعی. *فصلنامه پژوهش‌های روان‌شناسی اجتماعی*، ۳ (۱۱)، ۵۸-۴۷.
- فروغی، د.، فدوی م. ح.، حاجیان نژاد، ا. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر سیاست‌های اجتناب مالیاتی بر نوع گزارش حسابرس در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهشنامه مالیات*، ۲۳ (۲۵)، ۱۸۱-۱۹۹.
- فولاد، ف.، یعقوب‌نژاد، ا.، تالانه، ع. (۱۳۹۱). محافظه‌کاری و کاهش خطر سقوط قیمت سهام. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۹ (۳)، ۱۱۸-۹۹.
- موسوی شیری، س. م.، پیشوایی، ف.، خلعتبری، ح. (۱۳۹۵). ارزیابی مدیریت سود در سطوح مختلف محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاران نهادی با استفاده از قانون بنفورد. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۳ (۲)، ۲۳۴-۲۱۳.

ودیعی نوقایی، م. ح.، رستمی، ا. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی، ۶ (۲۳)، ۴۳-۶۶.

Badavar Nahandi, Y., Taghizadeh Khanq, V. (2017). The Effect of Dividend Payments and Bad News Hoarding on Stock Price Crash Risk with an Emphasis on Information Asymmetry. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 24 (1), 19-40. (in Persian)

Bae, S. C., Chang, K. & Kang, E. (2012). Culture, corporate governance, and dividend policy: International evidence. *Journal of Financial Research*, 35(2), 289-316.

Banimahd, B., Darvish, H. (2016). Social trust and auditors' attitudes towards independence, *Journal of accounting knowledge and management auditing*, 5(19), 17-26. (in Persian)

Baradaran Hassanzadeh, R., Hossein Babaei, Gh. & Faryadi, A. (2016). The Impact of Some Corporate Governance Mechanisms on the Auditor's Report Content. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 23 (2), 155-172. (in Persian)

Callen, J. L. & Fang, X. (2013). Institutional Investor stability and Crash Risk: Monitoring or Expropriation? *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3047-3063.

Cao, C., Xia, C. & Chan, K.C. (2016). Social trust and stock price crash risk: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 46, 148-165.

Chen, Y., Dou, P. Y., Rhee, S. G., Truong, C. & Veeraraghavan, M. (2015). National culture and corporate cash holdings around the world. *Journal of Banking and Finance*, 50, 1-18.

Cialdini, R. B. & Goldstein, N. J. (2004). Social influence: Compliance and conformity. *Annual Review of Psychology*, 55, 591-621.

Desai, M. & Dharmapala, D. (2009). Earnings Management, Corporate Tax Shelters, and Book-Tax Alignment. *National Tax Journal*, 62, 169-186.

Dianati Dilami, Z., Moradzadeh Fard, M. & Mahmoudi, S. (2012). Examine the effect of Institutional Investors on Reduce Stock Price Crash Risk, *Investment knowledge*, 1(2), 1-18. (in Persian)

Foolad, F., Yaghoobnezahd, A. & Talaneh, A. (2012). Conservatism and stock price crash risk. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 19(3), 99-118. (in Persian)

- Foroghi, D., Fadavi, M. H. & Hajian Nejad, A. (2015). Investigating the Impact of Tax Avoidance Policies on the Type of Auditor's Report in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Tax research*, 23 (25), 181-199. (in Persian)
- Gambetta, D. (1988). Can we trust? *In: Trust: Making and Breaking Cooperative Re- lations*. Basil Blackwell, New York.
- Garrett, J., Hoitash, R. & Prawitt, D. F. (2014). Trust and financial reporting quality. *Journal of Accounting Research*, 52(5), 1087-1125.
- Gray, S. J., Kang, T. & Yoo, Y. K. (2013). National culture and international differences in the cost of equity capital. *Management International Review*, 53(6), 899-916.
- Guisoet, L., Sapienza, P. & Zingales, L. (2004). The role of social capital in financial devel- opment. *American Economic Review*, 94, 526-556.
- Hajiha, Z. & Chenari Bouket, H. (2016). Skewness of Stock Returns and corporate social responsibility, *Iranian journal of valued and behavioral accountings achievements*, 1(1), 77-98. (in Persian)
- Hanlon, M. & Slemrod, J. (2009). What Does Tax Aggressiveness Signal? Evidence from Stock Price Reactions to News about Tax Shelter Involvement. *Journal of Public Economics*, 93(1-2), 126-141.
- Hong, H. & Stein, J. C. (2003). Differences of Opinion, Short-sales Constraints, and Market Crashes. *The Review of Financial and Studies*, 16(2), 487-525.
- Hutton, A.P., Marcus, A.J. & Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jha, A. & Chen, Y. (2015). Audit fees and social capital. *Accounting Review*, 90(2), 611-639.
- Jin, L. & Myers, S.C. (2006). R<sup>2</sup> around the world: new theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Khan, M. & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150.

- Khosroabadi, T. & Banimahd, B. (2016). Prediction of social trust & fiscal corruption in audit profession, *Ethics in Science and Technology*, 10 (4), 45-53. (in Persian)
- Kim, J. B. & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 412-441.
- Kim, J. B., Li, Y. & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100, 639-662.
- Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720-1749.
- 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*.
- Kim, Y., Li, H. & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking and Finance*, 43, 1-13.
- La, R., Lopez-de-Silanes, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). Trust in large organizations. *American Economic Review*, 87(2), 333-338.
- Li, W. & Cai, G. (2016). Religion and stock price crash risk: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 9(3), 235-250.
- Li, X., Wang, S. S. & Wang, X. (2017). Trust and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 76, 74-91.
- Mousavi shiri, S. M., Pishva, F. & khalatbari, H. (2016). The review of earnings management in different level of conservatism and institutional investors base on Benford law. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 23(2), 289-316. (in Persian)
- Pevzner, M., Xie, F. & Xin, X. (2015). When firms talk, do investors listen? The role of trust in stock market reactions to corporate earnings announcements. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 190-223.
- Saffarinia, M., Sharif, N. (2010). Social Trust Questionnaire [on-line]. Available: [www.dr.saffarinia.ir](http://www.dr.saffarinia.ir). (in Persian)
- Vadeei Noghabi, M. H. & Rostami, A. (2014). The impact of type of institutional ownership on future stock price crash risk: Evidence from companies listed in tehran stock exchange (TSE). *Quarterly financial accounting journal*, 6 (23), 43-66. (in Persian)

Wu, W.F., Firth, M. & Rui, O.M. (2014). Trust and the provision of trade credit. *Journal of Banking Finance*, 39, 146–169.

Xu, N.H., Li, X.R., Yuan, Q.B., Chan, K.C. (2014). Excess perks and stock price crash risk: evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 25, 419-434.

Archive of SID