مجله‌ پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز

دوره‌ یازدهم، شماره‌ اول، بهار و تابستان 1398، پیاپی 3/76، صفحه‌های 195-220

(مجله‌ علوم اجتماعی و انسانی پیشین)

**بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطۀ بین سررسید بدهی کوتاه‌مدت با ریسک سقوط آتی قیمت سهام**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **کاظم شمس‌الدینی**[[1]](#footnote-1)\* | **وحید دانشی[[2]](#footnote-2)\*\*** | **فاطمه فولادی سوادکوهی[[3]](#footnote-3)\*\*\*** |
| دانشگاه شهید باهنر کرمان | دانشگاه سمنان | دانشگاه بابلسر |

**چکیده**

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطۀ بین سررسید بدهی (سررسید کوتاه‌مدت) با ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این راستا برای دستیابی به هدف پژوهش 167 شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1387 الی 1396 به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شد. برای آزمون فرضیه پژوهش از الگوی رگرسیون چندمتغیره و داده‌های ترکیبی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد بدهی‌های دارای سررسید کوتاه‌مدت (یک‌ساله و کمتر) تأثیر منفی معناداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد و با افزایش مبلغ این بدهی، ریسک سقوط قیمت سهام کاهش پیدا می‌کند؛ همچنین نتایج پژوهش حاکی است اثر کاهندۀ بدهی دارای سررسید کوتاه‌مدت بر ریسک سقوط قیمت سهام هنگامی برجسته‌تر می‌شود که شرکت‌ها مالکیت نهادی ضعیف‌تری داشته باشند که نشان می‌دهد اثر نظارتی بدهی دارای سررسید کوتاه‌مدت به‌عنوان جایگزینی برای مکانیسم‌های راهبری شرکتی ضعیف است؛ به‌عبارت‌دیگر وجود اعتباردهندگان کوتاه‌مدت نمی‌تواند خلأ ناشی از نبود سهامداران نهادی را جبران کند.

**کلیدواژه‌ها:** سررسید بدهی‌ها، بدهی دارای سررسید کوتاه‌مدت، ریسک سقوط آتی قیمت سهام، مالکیت نهادی.

**1. مقدمه**

پس از بروز بحران­هاي مالي اخير در دنیا، ساختار زماني منابع شرکت از اهمیت خاصی برخوردار شده است. نتایج تحقيقات انجام شده بیانگر این است که یکی از عوامل مهم بروز بحران­های مالی در دنیا سررسید زمانی سرمایه و بدهی­های شرکت­ها بوده است (حاجیها و اخلاقی،1391). یکی از عوامل مهم و تاثیرگذار بر عملکرد و موفقیت شرکت­ها ساختار بدهی است و معمولا اغلب شرکت­ها در ساختار سرمایه خود از بدهی­ها استفاده می­کنند، لذا بقای یک شرکت در گروه تصمیم­های مربوط به ساختار سرمایه است. نتایج تحقیقات انجام شده نشان می­دهد که طی سال­های گذشته روند استفاده از بدهی در ساختار تامین مالی شرکت­ها روند صعودی داشته است و این موضوع مخصوصا در شرکت­های آمریکایی بیشتر به چشم می­خورد به گونه­ای که نسبت بدهی به سرمایه در سال 1982 نسبت به سال 1993 از 2 به 5 تغییر نموده است. در مجموع، شواهد نشان می­دهد که سهم بدهی شرکت­ها در سال­های اخیر افزایش یافته است، ولی این سهم در بین تمامی شرکت­ها یکسان نبوده است(کدخدایی، 1382).

از طرف دیگر، بورس اوراق بهادار به عنوان مکانی برای شکل دادن به جریان تأمین اعتبار و سرمایه گذاری، نقش عمده­ای در تقویت بهره­وری کشور دارد و از این رو برای توسعه کشور بسیار مهم است. اما مساله مهم در این زمینه شناسایی پروزهای مهم توسط سرمایه­گذاران می­باشد و شناسایی این پژوه­ها مستلزم این است که سیستم حسابداری اطلاعاتی مربوط و قابل اعتماد در اختیار سرمایه­گذاران قرار دهد. از طرفی بر اساس تحقیقات حسابداری (هاتن و همکاران،1 2009 و کیم و ژانگ،2 2010) همواره مدیران واحدهای تجاری این توانایی را خواهند داشت که در انجام سیاست «تأخیر در انتشار اخبار بد و انباشته ساختن آن به‌صورت اطلاعات محرمانه» مقدار مشخصی از اخبار بد را در شرکت انباشته سازند که به دلیل عواملی نظیر پرهزینه بودن این سیاست یا به‌طورکلی ناتوانایی مدیریت برای ادامه این اقدام (نظیر تغییر مدیریت واحد تجاری) است. سرانجام، با حجم اطلاعات منفی انباشته شده به آن مقدار نهایی، مدیران دیگر نمی­توانند مانع انتشار اخبار به بازار و سرمایه­گذاران شوند. انتشار این اخبار بد در بازار سرمایه، باعث تجدید نظر سرمایه­گذاران در باورهاي قبلی و در نهایت پایین آمدن قیمت سهام شرکت­ها می­شود که در ادبيات مالي از آن به عنوان ریسک سقوط قيمت سهام یاد می­شود (دیانتی و همکاران، 1391)؛ بنابراین بررسی رابطه ساختار بدهی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام اهمیت دارد. از طرفی یکی از مکانیزم­های تاثیرگذار در نظام حاکمیت شرکتی، وجود سهامداران نهادی است که در دهه­های اخیر به طور فزاینده­ای در جهان مورد توجه قرار گرفته است و در تحقیقات دانشگاهی نیز توجه خاصی به ان شده است. این سهامداران انگیزه لازم برای اعمال کنترل و تغییر عملکرد مدیران را دارند و نظارت فعال آن­ها می­تواند با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین آن­ها و سهامداران و جلوگیری از مدیریت سود و انباشت اخبار بد باعث کاهش اقدامات فرصت طلبانه مدیران شود؛ درنتیجه ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش داده (ودیعی نوقابی و رستمی، 1393) و از این طریق انتظار می‌رود بر رابطه بین سررسید بدهی‌های کوتاه‌مدت و ریسک سقوط آتی سهام تأثیرگذار باشند. هرچند در تحقیقات قبلی رابطه بین دو متغیر مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام (به‌عنوان‌مثال پژوهش دیانتی و همکاران،1391) و سررسید بدهی و ریسک سقوط قیمت سهام (به‌عنوان‌مثال پژوهش فروغی و ساکیانی، 1395) بررسی شده است، تاکنون در پژوهش‌های داخلی، به تأثیر مالکیت نهادی به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر بر رابطه بین سررسید بدهی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام توجه نشده است؛ لذا در این زمینه خلأ تحقیقاتی وجود دارد و پژوهش حاضر در راستای پر کردن خلأ موجود انجام شده است.

**2. مبانی نظری**

**1-2. سررسید بدهی‌های کوتاه‌مدت و ریسک سقوط آتی قیمت سهام**

 به دنبال تخصصی شدن فعالیت شرکت­ها و به تبع آن تفکیک مدیریت از مالکیت، مدیران به عنوان نماینده سهامداران شرکت عمل می­کنند. طبق تئوری نمایندگی (جنسون،3 1998؛ نمازی، 1384) تابع مطلوبیت مالکان و مدیران شرکت متفاوت بوده و بین این دو گروه تضاد منافع وجود دارد. یکی از راه­های افزایش منافع مدیران این است که با به تاخیر انداختن و عدم افشای اخبار بد تلاش می­کنند که تصویری مطلوب از شرکت تحت کنترل خود ارائه نمایند. انباشته نمودن و عدم افشای اخبار بد شرکت در یک مدت زمان طولانی، باعث ایجاد شکاف و حباب قیمتی بین ارزش بازار سهام و ارزش ذاتی آن می­شود. این انباشته شدن اخبار منفی و بد ادامه می­یابد تا این­که به نقطه اوج خود برسد و در نهایت با ترکیدن قیمت و کاهش ناگهانی قیمت سهام، باعث سقوط قیمت سهام شرکت می­شود (هاتن و همکاران، 2009). به عبارتی، در پدیده سقوط قيمت سهام، یک تعدیل منفی ناگهانی در قیمت سهام رخ داده و باعث تجدید نظر ناگهانی در انتظارات سهامداران وسرمایه­گذاران شرکت می­شود. یکی از عوامل تاثیرگذار بر کاهش ناگهانی قیمت سهام شرکت­ها می­تواند سررسید بدهی کوتاه­مدت باشد. بدهی یکی از اجزای اصلی معادله حسابداری و راه­های مهم تامین مالی شرکت­ها به حساب می­آید و می­تواند بر تصمیم­گیری­های سرمایه­گذاران شرکت تاثیر داشته باشد (جیانتی،4 2003). در ادبیات مالی منظور از ساختار بدهی، ساختار زمانی سررسید بدهی­های شرکت است. در ساختار مالی شرکت بر اساس سررسید، بدهی‌ها به دو گروه بدهی‌های بلندمدت (با سررسید بیش از یک سال) و بدهی‌های کوتاه‌مدت (با سررسید کمتر از یک سال) تقسیم­ بندی می‌شوند. میزانی از این دو گروه که شرکت در ساختار مالی خود قرار می‌دهد، ساختار سررسید بدهی نامیده می‌شود (ترا،5 2011). بیشتر شرکت‌ها از بدهی در ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند. ساختار بدهی یکی از مهم­ترین شاخص­های تعیین­کننده موفقیت و عملکرد شرکت بوده و می­تواند باعث رشد پایدار شرکت گردد (مادان،6 2007)؛ بنابراین، تصمیم گیری در مورد ساختار سررسید بدهی برای بقای تجارتی شرکت بسیار ضروری است. با این حال، انتخاب ساختار بدهی کار ساده ای نیست و تصمیمات اشتباه می­تواند شرکت را به سمت بحران و ورشکستگی سوق دهد (حاجی‌ها و اخلاقی، 1391). طبق تئوری علامت­دهی، انتشار بدهی با سررسید کوتاه­مدت می­تواند علامت مثبتی از کم بودن ریسک اعتباری شرکت باشد. دیاموند7 (1991) نتیجه گرفت که با افزایش رتبه اعتباری، شرکت­ها به دلیل عدم تقبل ریسک تامین مالی مجدد، معمولا ترجیح می­دهند که از بدهی کوتاه­مدت کمتر استفاده نمایند. این نتیجه بر این نکته اشاره می‌کند که احتمالاً شرکت‌هایی که عملکرد بهتر و مطلوب­تری دارند، از بحران سرسید اجتناب می‌کنند (استیفانا و همکاران،8 2011). با در نظر گرفتن تئوری نمایندگی، یکی مهم­ترین دلایل کاهش و افت ناگهانی در قیمت قیمت سهام شرکت­ها، می­تواند عدم افشا و انباشته نمودن اخبار بد توسط مدیران شرکت­ها به منظور افزایش منافع خود باشد، لذا انتظار می­رود که اعتباردهندگان کوتاه­مدت به منظور وصول و عدم سوخت مطالبات خود از شرکت، خواهان حق کنترل و همچنین اطلاعاتی قابل اعتماد و مربوط و همچنین حق کنترل بیشتر در مورد وضعیت و عملکرد مالی شرکت باشند. حق کنترل بیشتر اعتاردهندگان کوتاه­مدت شرکت باعث کاهش مخفی نمودن اخبار بد گردیده و به دنبال آن احتمال کاهش در ارزش سهام و خطر سقوط قیمت سهام به شدت کاهش پیدا می­نماید. لذا در مجموع انتظار می­رود که با افزایش مبلغ بدهی دارای سررسید کمتر از یک­سال( کوتاه­مدت) افت یکباره قیمت سهام کاهش پیدا کند. از طرفی بدهی­های دارای سررسید جاری و کوتاه­مدت در مقایسه با بدهی­های غیرجاری و سررسید بلندمدت، در مدت زمان کوتاه­تری سررسید می­گردند. بنابراین امکان تمدید یا تامین مجدد این بدهی­ها بیشتر است (میرز،9 1997؛ دیاموند، 1977). با توجه به این نکات بدهی‌ها می‌توانند ابزاری مؤثر برای کنترل رفتار مدیر تلقی شوند (فروغی و ساکیانی، 1395 به نقل از راجان و وینتن،10 1995؛ استولز،11 2000). درمجموع انتظار می‌رود هرچه مبلغ بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت (کمتر از یک سال) بیشتر باشد، ریسک سقوط آتی قیمت سهام کمتر باشد؛ به‌عبارت‌دیگر انتظار می‌رود بین این دو متغیر رابطه منفی و معکوس وجود داشته باشد.

**2-2. تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین سررسید بدهی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام**

 طي سال­هاي اخير و به ويژه پس از بروز بحران مالي در سال 2008، موضوع تغييرات (سقوط و جهش) ناگهاني قيمت سهام، باعث شده است که تعداد زیادی از دانشگاهیان و حتی افراد حرفه­ای توجه ویژه­ای به این موضوع داشته باشند. اين تغييرات، می­تواند به دو صورت مثبت (جهش) یا منفی (سقوط) قيمت سهام رخ دهد. بر اساس تئوری چشم­انداز معمولا جریمه یک خبر بد در مقایسه با پاداش یک خبر خوب، بیشتر است. با توجه به این تئوری رفتاری می­توان ادعا نمود که از منظر سرمایه­گذاران موضوع سقوط قیمت سهام در مقایسه با جهش قیمت از اهمیت بیشتری برخودار است. به همین دلیل موضوع سقوط قیمت سهام نیز بیشتر مورد توجه محققان مالی قرار گرفته است (فروغی و میرزایی، 1391). در تحقيقاتی که در زمينه ریسک سقوط قيمت سهام انجام گردیده است دو مطلب اصلی بیان شده است: اول این­که سيستم گزارش­گری مالی این امکان را برای مدیریت فراهم می­نماید که اقدام به انباشت اخبار بد نماید، دوم بر مبنای فرضیات تئوری کارگزاری، بین مدیریت و سهامداران شرکت تضاد منافع وجود داشته و مدیران به دلیل افزایش منافع شخصی یا حتی خیرخواهانه، با عدم افشای به موقع و به تاخیر انداختن اخبار بد و از طرفی افشای به موقع و حتی سریع­تر اخبار خوب، اقدام به بهتر نشان دادن وضعیت شرکت می­نمایند (دیانتی و همکاران، 1391). از طرفی بدهی‌های شرکت­ها می­توانند به عنوان یک ابزار مهم و تاثیرگذار جهت کنترل رفتار مدیر محسوب ­شوند. به عبارتی، اعتباردهندگان به شرکت از انگیزه لازم و بالای برخورداند تا با عدم تمدید مجدد بدهی خود در تاریخ سررسید از سوء استفاده و رفتار فرصت­طلبانه مدیران ممانعت به عمل آورند. این افراد می­توانند مدیران را ملزم کنند که اطلاعات مرتبط به وضعیت، عملکرد و رویدادهای آتی شرکت را به موقع و در اسرع وقت افشا نمایند. این ویژگی بدهی کوتاه­مدت باعث افشای تمامی اخبار خوب و بد شرکت و نهایتا جلوگیری از عدم انباشت اخبار بد به وسیله مدیریت شرکت می­شود. در مقابل اعتباردهندگان کوتاه مدت، اعتباردهندگان بلند‌مدت معمولا از حق کنترل و نظارت کمتر و ضعیف‌تری برخوردار می­باشند، اعتباردهندگان بلندمدت تا زمانی که یک نقض آشکار در شرایط قرارداد صورت نگیرد، معمولا نمی­توانند اقدامی انجام دهند. لذا در مجموع حق کنترل اعتباردهندگان کوتاه­مدت در مقایسه با اعتباردهندگان بلندمدت بیشتر بوده و به همین دلیل اعتباردهندگان کوتاه­مدت نقش بیشتری را بر انباشت نشدن اخبار بد و کاهش ریسک سقوطقیمت سهام ایفا می­کنند. اگر بدهی کوتاه‌مدت ریسک سقوط قیمت سهام شرکت را به دلیل کنترل اعتباردهندگان کوتاه‌مدت کاهش دهد، انتظار می‌رود این شرکت‌ها بیشتر در معرض مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی قرار گیرند. همگام با این انتظار، اثر کاهنده بدهی دارای سررسید کوتاه‌مدت بر ریسک سقوط قیمت سهام هنگامی برجسته‌تر می‌شود که شرکت‌ها دارای رتبه‌بندی پایین‌تر از حاکمیت شرکتی، حقوق سهامداران ضعیف‌تر و نسبت کمتر مالکیت نهادی باشند (دانگ و همکاران،12 2018)؛ لذا انتظار می‌رود در شرایط وجود مالکیت نهادی قوی‌تر، تأثیر سررسید بدهی‌ها بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت کمتر شود و وجود مالکان نهادی بیشتر، به‌عنوان عامل تعدیل‌کننده، باعث شود بدهی‌های دارای سررسید کمتر از یک سال، تأثیر کمتری بر کاهش خطر سقوط قیمت سهام داشته باشند. می‌توان بیان کرد وجود بیشتر مالکان نهادی باعث نظارت بیشتر بر اعمال و رفتار مدیریت و شرکت شده و از این طریق نقش نظارتی‌ای را که اعتباردهندگان کوتاه‌مدت در شرکت ایفا می‌کنند، تضعیف کند. ولی در حالتی که مالکان نهادی ضعیف باشند، این نقش نظارتی را بیشتر اعتباردهندگان کوتاه‌مدت ایفا می‌کنند.

**3. پیشینه تحقیق**

 در بررسی­های انجام شده پژوهش­های کمی در مورد موضوع اصلی پژوهش انجام شده است، بنابراین به برخی از مطالعات که به صورت مستقیم یا غیرمستقیم با موضوع پژوهش حاضر مرتبط هستند، اشاره می‌شود.

 کالن و فانگ13 (2013) در پژوهش به بررسی تاثیر سهامداران نهادی را بر ریسک سقوط قیمت مورد بررسی قرار دادند. آن­ها نتیجه گرفتند که یک رابطه منفی معناداری بین این دو متغیر وجود دارد و دلیل منفی بودن این رابطه را در نقش نظارتی سهامداران نهادی بر مدیریت بیان نمودند. زیرا این نقش نظارتی از انباشته شدن اخبار بد که نهایتا منجر به ریزش قیمت سهام می­شود، جلوگیری می­کند. نتایج پژوهش اندرو و همکاران14 (2016) در پژوهش خود به بررسی تاثیر چهار ویژگی ابهامات حسابداری، ساختار مالکیت، ساختار هیات مدیره شرکت و فرآیندها بر سقوط‎های آتی ارزش سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که سیستم­های حاکمیت شرکتی سبب محدود کردن رفتار فرصت­طلبانه مدیران شرکت برای پنهان کردن و جمع آوری اخبار بد می­شود. پنایاتس و همکاران15 (2015) در پژوهش خود رابطه بین معیارهای حاکمیت شرکتی و ریسک سقوط سهام را مورد بررسی قرار دادند. آن­ها با استفاده از 6620 مشاهده طی سال­های 2002 تا 2009 نتیجه گرفتند که مالکیت نهادی باعث افزایش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت می­شود.

 پتیا16 (2015) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین سررسید بدهی و اجتناب مالیاتی پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان داد شرکت‌هایی که فعالیت اجتناب مالیاتی به کار می‌برند، تمایل بیشتری به استفاده از بدهی با سررسید کوتاه‌مدت دارند. اخیراً، بونکیم و همکاران17 (2016) در تحقیقی به بررسی تأثیر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی بر خطر سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج تحقیقات آن‌ها حاکی است قابلیت مقایسه بیشتر صورت‌های مالی موجب کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌شود؛ همچنین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی می‌تواند عدم تقارن اطلاعات بازار را کاهش داده و واکنش بازار نسبت به خبر بد را تا حدودی کاهش دهد. دانگ و همکاران (2018) با استفاده از داده­های مربوط به 7712 شرکت امریکایی (53052 سال- شرکت) طی سال­های 1989 تا 2014 تاثیر بدهی‌های کوتاه­مدت را بر ریسک سقوط قیمت سهام را مورد بررسی قرار دادند. آن­ها نتیجه گرفتند که بین نسبت بدهی‌های کوتاه­مدت و ریسک سقوط قسمت سهام رابطه منفی وجود دارد و این رابطه در بین شرکت­های با مالکیت نهادی کمتر، برجسته­تر است. در سال (2018) علی و همکاران18 به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقدشوندگی سهام و فرصت‌های رشد به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر پرداختند. نتایج تحقیقات آن‌ها نشان می‌دهد شرکت‌های با حاکمیت شرکتی بهتر دارای ریسک سقوط قیمت سهام کمتری هستند و این رابطه به‌وسیله فرصت‌های رشد و نقد شوندگی سهام تقویت می‌شود.

 در داخل، دیانتی و همکاران (1391) با استفاده از داده­های مربوط به 59 شرکت طی دوره زمانی 1387 تا 1390 تاثیر مدیریت سرمایه در گردش را بر خطر ریزش ارزش سهام را بررسی نمودند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که با افزایش مدیریت سرمایه در گردش، ریسک سقوط قیمت سهام شرکت­های بورسی کاهش می­یابد. در پژوهشی دیگر، ودیعی نوقابی و رستمی (1393) با استفاده از داده­های مربوط به 80 شرکت طی دوره 9 ساله 91-1383 به کمک مدل رگرسیون لجستیک و داده­های تابلویی نتیجه گرفتند که درصد مالکیت نهادی باعث افزایش خطر سقوط آتی سهام می­شود. آن­ها پس از تقسیم سهامداران نهادی به دو گروه فعال و غیرفعال، نتیجه گرفتند که مالکان نهادی فعال دارای تاثیر منفی معنادار و مالکان نهادی غیرفعال دارای تاثیر مثبت معنادار بر خطر سقوط قیمت سهام می­باشند به گونه­ای که تاثیر مالکان نهادی غیرفعال در مقایسه با مالکان نهادی فعال بیشتر است.

 احمدپور و همکاران (1393) در پژوهشی با استفاده از اطلاعات مالی مربوط به 89 شرکت برای دوره زمانی 7 سال 92-1386 تاثیر ویژگی­های شرکت را بر ریسک سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش این پژوهش­گران نشان داد که متغیرهای ارزش بازار به ارزش دفتری سهام (M/B)، بازده دارایی، نسبت Qتوبین، اندازه شرکت باعث ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می­دهند ولی بین دو متغیر اهرم مالی و بازده حقوق صاحبان سرمایه با ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معناداری یافت نشد. فروغی و ساکیانی (1395) با استفاده از داده­های مربوط به 102 شرکت طی دوره زمانی شش ساله 1388 تا 1393به بررسی رابطه بین سررسید بدهی و خطرسقوط آتی قیمت سهام پرداختند. یافته­های پژوهش این دو محقق نشان داد که با افزایش (کاهش) سررسید بدهی، میزان ریسک سقوط آتی قیمت سهام تاثیر کاهش (افزایش) می­یابد. اخیراً، احمدی و درسه (1395) تاثیر معیار­های حاکمیت شرکتی را بر خطر سقوط آتی قیمت سهام مورد بررسی قرار داده­اند. نتایج پژوهش بیانگر این بود که از میان معیارهای انتخابی برای راهبری شرکتی، تنها تمرکز مالکیت دارای رابطه مثبت و معناداری با ریسک سقوط قیمت سهام دارند ولی متغیرهای مالکیت مدیریتی، استقلال اعضای هیات مدیره شرکت، درصد مالکیت سهامداران نهادی و دوگانه بودن وظیفه رئیس هیات­مدیره و مدیر عامل شرکت تاثیر منفی و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. در سال (1396) نجفی­مقدم در تحقیق خود با استفاده از داده­های مربوط به 42 شرکت در دوره زمانی 5 ساله93-1389 رابطه بین درصد مالکیت سهامدران نهادی را با ریسک سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار داد. یافته­های پژوهش وی نشان داد که با افزایش درصد سهامداران نهادی، خطر سقوط ارزش سهام شرکت و همزماني قيمت سهم شرکت کاهش می­یابد. در سال (1397) طالع زاری و عبداللهی به بررسی تأثیر ساختار بدهی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد ساختار بدهی در ریسک سقوط قیمت سهام رابط معناداری دارد.

بشکوه و کشاورز (1397) در تحقیقی به بررسی رابطه بین بیش­اعتمادی مدیریت و ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. آن­ها با استفاده از داده‌های مربوط به 71 شرکت بورسی طی سال‌های 1382 الی 1394 نتیجه گرفتند که بیش­اعتمادی مدیران با معیار پیش‌بینی سود و رشد غیرعادی دارایی‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام بر اساس نوسان بالا به پایین و سیگمای حداکثری تأثیر مستقیم و معناداری دارد. به‌عبارت دیگر با افزایش بیش­اعتمادی مدیران، شرکت‌ها در معرض ریسک سقوط قیمت سهام بیشتری قرار می‌گیرند.

در مجموع، در پژوهش­های پیشین در ایران تاثیر مالکیت نهادی به عنوان عامل تعدیل­کننده­ی رابطه بین سررسید بدهی­های کوتاه­مدت و ریسک سقوط آتی قیمت سهام مورد بررسی قرار نگرفته است؛ اما در خارج از کشور تعدادی کمی از پژوهش­ها (مثلا، دانگ و همکاران، 2018) به بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین سررسید بدهی­های کوتاه مدت و ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداخته شده است.

**4. روش پژوهش**

 روش این پژوهش شبه­تجربی و از آنجایی­که انتظار می­رود نتایج آن مورد استفاده فعالان بازار سرمایه قرار گیرد، از نوع کاربردی است. از طرفی فرضیه­های این پژوهش با استفاده از داده­های مربوط به گزارش مالی سال­های قبل مورد آزمون قرار می­گیرند، لذا نوعی پژوهش پس­رویدادی است. مراحل انجام تحقیق به این صورت است که پس از بررسی جامعه آماری پژوهش طی دوره زمانی 96-1387، شرکت­های فاقد ویژگی­هاي مورد نظر محقق حذف و در نهایت امر تعداد 167 شرکت­ باقیمانده به عنوان جامعه غربال شده انتخاب گردید؛ پس‌ازآن متغیرهای مدنظر تحقیق از کدال و صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج و درنهایت فرضیات تحقیق آزمون شدند.

**5. فرضیه‌های پژوهش**

 **فرضیه اول:** با افزایش بدهی‌های دارای سررسید کوتاه‌مدت (کمتر از یک سال)، ریسک سقوط آتی قیمت سهام کاهش می‌یابد.

 **فرضیه دوم:** اثر بدهی‌های دارای سررسید کوتاه‌مدت بر کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی پایین‌تر (ضعیف‌تر)، بیشتر است.

**6. مدل‌های پژوهش و اندازه‌گیری متغیرها**

برای آزمون فرضیه اول و دوم به ترتیب از مدل‌های (1) و (2) استفاده شده است.

مدل ۱:

|  |  |
| --- | --- |
| $$NCSKEW\_{i,t}=β\_{0}+β\_{1}ST\_{i,t}+β\_{2}LEV\_{i,t}+β\_{3}SIZE\_{i,t}+β\_{4}ROA\_{i,t}+β\_{5}MTB\_{i,t}+ε\_{i,t}$$مدل ۲ |  |
| $$NCSKEW\_{i,t}=β\_{0}+β\_{1}ST\_{i,t}+β\_{2}INST\_{i,t}+β\_{3}ST\*INST\_{i,t}+β\_{4}LEV\_{i,t}+β\_{5}SIZE\_{i,t}+β\_{6}ROA\_{i,t}+β\_{7}MTB\_{i,t}+ε\_{i,t}$$ |  |

NCSKEWi,t: ریسک سقوط قیمت سهام؛

STi,t: سررسید بدهی‌های کوتاه‌مدت؛ INST i,t: مالکیت نهادی؛ Leverage i,t: اهرم مالی؛ SIZE i,t: اندازه شرکت؛ ROA i,t: نرخ بازده دارایی‌ها؛ MTB i,t: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

نحوه اندازه‌گیری متغیرهای دو مدل به شرح زیر است:

**1-6. متغیر وابسته**

 متغیر وابسته پژوهش حاضر ریسک سقوط آتی قیمت سهام است که برای اندازه‌گیری آن از مدل ارائه شده توسط چن و همکاران(2001) به شرح رابطه (1) استفاده شده است:

NCSKE$W\_{i.t}$ = - [n (n-1)3/2 ∑$W\_{i.t}$] / [(n-1)(n-2)( ∑$W\_{i.t}$)3/2] رابطه (1)

در مدل فوق، $W\_{i.t}$ نشان‌دهندۀ بازده ماهانه خاص شرکت i برای ماه t و n تعداد بازده ماهانه مشاهده‌شده در طی سال مالی است که از رابطه (2) محاسبه می‌شود. در این مدل، افزایش مقدار ضريب منفي چولگي بیانگر آن است که شرکت در معرض ريزش قيمت سهام بيشتري قرار دارد­.

رابطه (2) $W\_{i.t}= ln(1+ε\_{j.t})$

$r\_{j.t}=αj + β1r\_{m.t}-2+ β2r\_{m.t}-1+ β3r\_{m.t}+ β4r\_{m.t}+1+ β5r\_{m.t}+2+ ε\_{j.t} $رابطه (3)

 در رابطه‌ی 3،$r\_{j.t}$ بازده سهام شرکت j در ماهt و $r\_{m.t}$ بازده ماهانه بازار (بر اساس شاخص بازار) است.

**2-6. متغیر مستقل**

 متغیر مستقل پژوهش بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت است. این متغیر از حاصل تقسیم بدهی‌های بلندمدتی که در سال آینده سررسید می‌شوند (دارای سررسید یک‌ساله هستند) بر کل بدهی‌های بلندمدت به دست می‌آید. درواقع این متغیر نشان می‌دهد چند درصد بدهی‌های بلندمدت دارای سررسید کمتر از یک سال هستند (دانگ و همکاران، 2016).

**3-6. متغیر تعدیل‌گر**

 متغیر تعدیل‌گر پژوهش مالکیت نهادی (INST) است که بیانگر درصد سهامی است که در اختیار سهامداران نهادی قرار دارد. درصد مالکیت سهامداران نهادی از گزارش‌های سالانه هیئت‌مدیره به دست آمده است. سهامداران نهادی به اشخاص حقوقی یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری گفته می‌شود که بخش بزرگی از سهام را در اختیار دارند و به‌طور متوسط نسبت به سرمایه‌گذاران حقیقی و فردی، از اطلاعات بیشتری برخوردار می­باشند. این سرمایه­گذران شامل شرکت­های بیمه، بانک­ها و موسسات مالی اعتباری و ...می­باشند (بوش،19 2001).

 برای تفکیک شرکت‌های با مالکیت نهادیِ ضعیف و قوی از همدیگر، از میانه نسبت مالکیت نهادی در هرسال استفاده شد؛ به‌گونه‌ای که شرکت‌های دارای نسبت مالکیت نهادی کمتر از میانه به‌عنوان شرکت‌های با مالکیت نهادی ضعیف و به آن‌ها عدد یک تعلق گرفت. به سایر شرکت‌ها ( مالکیت قوی)­ عدد صفر اختصاص داده شد.

**4-6. متغیرهای کنترل**

 بر مبنای تحقیق دانگ و همکاران (2016) در این پژوهش متغیرهای اهرم مالی، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به‌عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است.

 **اهرم مالی:** از نسبت کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها به دست می‌آید. در شرکت‌هایی که به لحاظ تأمین منابع مالی و نقدینگی با مشکل مواجه هستند، احتمال بیشتری برای اقامه دعاوی حقوقی وجود دارد (خان و واتس،20 2009) که می‌تواند احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش دهد.

 **اندازه شرکت:** در تعداد زیادی از تحقیقات مالی و حسابداری جهت محاسبه اندازه شرکت از جمع دارایی­های آن شرکت استفاده شده است. با توجه به بالا بودن نرخ تورم در کشور و عدم تجدید ارزیابی دارایی­ها توسط برخی شرکت­ها، در این پژوهش، اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی فروش شرکت بدست آمده است. کیم و ژانگ(2010) بیان می­کنند که شرکت­های بزرگ از انگیزه کافی جهت افزایش طلاعات مالی و نهایتا افزایش کیفیت گزارشگری مالی برخودارند. این انگیزه باعث می­شود که اخبار منفی در شرکت کمتر انباشته شده و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت کاهش یابد.

 **بازده دارایی‌ها:** از حاصل تقسیم سود خالص شرکت به ارزش دفتری دارایی­های شرکت در پایان دوره به دست می­آید.

 **نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام:** خان و واتس (2009) اعتقاد دارند شرکت‌های با نسبت بزرگ ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری پیش ‌روی خود دارند. به علاوه انتظار می‌رود بازده سهام این شرکت‌ها، نوسان بیشتری داشته باشد. از طرف دیگر شرکت‌هایی که بازده سهام آن‌ها پر نوسان‌تر است، احتمال بیشتری وجود دارد که زیان‌های بزرگی را تجربه کنند. این شرایط می‌تواند احتمال ریزش قیمت سهام را نیز افزایش دهد.

**7. جامعه آماری، نمونه و روش نمونه‌گیری**

 جامعه آماري اين تحقيق شامل تمامی شرکت­هاي پذيرفته­شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این تحقیق از جامعه غربال­شده استفاده شده است؛ به این صورت که شرکت­های فاقد چهار ویژگی زیر از جامعه حذف و در نهایت شرکت­های باقی­مانده به عنوان جامعه غربال شده مبنای آزمون فرضیه­های پژوهش قرار گرفتند. روند انتخاب جامعه غربال­شده در نگاره 1 ارائه شده است.

1. شرکت قبل از سال 87 در بورس پذیرفته‌ شده و تا پایان سال 1396 در بورس فعال باشد؛
2. شرکت نباید از گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ‌ها و واسطه‌گری مالی باشد؛
3. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند باشد و طی بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد؛
4. اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس باشد.

**نگاره 1: روند انتخاب نمونه**

|  |  |
| --- | --- |
| تعداد کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس در پایان سال 96 | 505 |
| معیارها: |
| تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی 96-87 در بورس فعال نبوده‌اند | (176) |
| تعداد شرکت‌هایی بعد از سال 87 در بورس پذیرفته شده‌اند. | (62) |
| تعداد شرکت‌هایی که جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها یا لیزینگ‌ها بوده‌اند. | (45) |
| تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده‌اند یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نیست. | (53) |
| تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات آن‌ها در دسترس نیست. | (2) |

بعد از مدنظر قرار دادن تمامی معیارهای بالا، تعداد 167 شرکت به‌عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است؛ ازاین‌رو مشاهدات ما طی بازه زمانی 1387 لغایت 1396 به 1670 سال – شرکت (10 سال × 167 شرکت) می‌رسد. در نگاره 2 تعداد شرکت‌های نمونه به تفکیک صنایع ارائه شده است.

**نگاره 2: توزیع فراوانی شرکت‌های نمونه بر حسب صنعت**

**8. آزمون و نتایج فرضیه‌های پژوهش**

**1-8. بررسی مفروضات مدل رگرسیون خطی**

 برای استفاده از مدل رگرسیون، ابتدا باید مفروضات کلاسیک رگرسیون بررسی شود (افلاطونی،1394)؛ لذا در ادامه تعدادی از مفروضات بسیار مهم بررسی شده است.

**1-1-8. عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده‌ها**

نتایج حاصل از آزمون دوربین واتسون ازآنجاکه *بین مقادیر بحرانی 5/1 تا 5/2 قرار دارد، نشان می‌دهد بین باقیمانده مدل‌های پژوهش مشکل خودهمبستگی سریالی وجود ندارد.*

**نگاره 3: نتایج آزمون خودهمبستگی**

|  |  |
| --- | --- |
| شماره مدل | آزمون خودهمبستگی دوربین واتسون |
| آماره دوربین واتسون | خودهمبستگی |
| مدل (1) | 283/2 | ندارد |
| مدل (2) | *979/1* | ندارد |

مأخذ: یافته‌های پژوهش

**2-1-8. آزمون ناهمسانی واریانس**

برای بررسی مشکل ناهمسانی واریانس پسماندها از آزمون بروش- پاگان استفاده شده است که نتایج خروجی آزمون در نگاره شماره 4 منعکس شده است.

**نگاره 4- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس**

|  |  |
| --- | --- |
| آزمون ناهمسانی واریانس بروش- پاگان | شماره مدل |
| ناهمسانی | مقدار احتمال | آماره آزمون |
| دارد | 000/0 | 877/234 | مدل (1) |
| دارد | 000/0 | 969/231 | مدل (2) |

مأخذ: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که مشاهده می‌شود برای برآورد مدل‌های پژوهش، با ناهمسانی واریانس برای خطاهای رگرسیون روبه‌رو هستیم. برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس در این مدل‌ها از ضریب تصحیح وایت استفاده می شود.

**3-1-8. نبودن هم‌خطی بین متغیرهای مستقل**

به‌منظور بررسی هم‌خطی بین متغیرهای مدل از آزمون هم‌خطی VIF استفاده شده است. در آزمون هم خطی VIF چنانچه مقدار آماره VIF برای متغیرهای مستقل کمتر از پنج باشد، بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود ندارد. نتایج خروجی آزمون هم‌خطی VIF در جداول آزمون مربوط به هر فرضیه ( نگاره‌های 7 و 8) منعکس شده است. با توجه به اینکه مقدار VIF تمامی متغیرها کمتر از ده است، مشکل جدی هم‌خطی وجود ندارد

**2-8. آزمون‌های انتخاب نوع مدل**

 قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته شده است. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های ترکیبی انتخاب شده است. نتیجه آزمون F لیمر در نگاره شماره 5 ارائه شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در نگاره شماره 5 کمتر از سطح معنی‌داری 05/0 است؛ لذا برای آزمون فرضیه‌ها استفاده از روش داده‌های ترکیبی مناسب است.

به دلیل انتخاب نشدن مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی، به‌منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت ترکیبی در برابر الگوی اثرات تصادفی ترکیبی، آزمون هاسمن انتخاب شده است. نتیجه آزمون هاسمن در نگاره شماره 5 ارائه شده است. مقدار احتمال آماره هاسمن در نگاره شماره 5 برای مدل اول پژوهش کمتر از سطح معنی‌داری 5% و برای مدل دوم پژوهش بیشتر از سطح معنی‌داری 5% است؛ لذا برای آزمون فرضیه اول پژوهش باید از الگوی اثرات ثابت و برای آزمون فرضیه دوم از الگوی اثرات تصادفی استفاده شود.

**نگاره 5: نتایج آزمون F لیمر و هاسمن مدل پژوهش**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| شرح | آزمون F لیمر | آزمون هاسمن |
| آماره | P- *Value* | نتیجه | آماره | P- Value | نتیجه |
| مدل اول | 751/1 | 000/0 | داده‌های ترکیبی | 624/12 | 027/0 | اثرات ثابت |
| مدل دوم | 344/1 | 022/0 | داده‌های ترکیبی | 682/7 | 979/1 | اثرات تصادفی |

مأخذ: یافته‌های پژوهش

**3-8. آمار توصیفی پژوهش**

 آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش در سطح کل شرکت‌ها در نگاره شماره 6 ارائه شده است. همان‌گونه که در نگاره شماره 6 نشان داده شده است، میانگین ضریب منفی چولگی سهام (NCSKEW) که بیانگر ریسک سقوط آتی قیمت سهام است، 202/0- و میانه آن برابر با 182/0- است. با توجه به میانگین متغیر مالکیت نهادی، می‌توان گفت سرمایه‌گذاران نهادی 609/0 سهام شرکت‌های نمونه را در تملک دارند. میانگین اهرم مالی برابر با 605/0 است و مؤید این است که شرکت‌های نمونه به بدهی وابسته‌اند و ریسک عدم پرداخت آن‌ها زیاد است. از طرفی میانگین متغیر سررسید بدهی کوتاه‌مدت حدوداً برابر با 31 درصد است که نشان می‌دهد حدود 31 درصد بدهی‌های بلندمدت شرکت‌ها دارای سررسید کمتر از یک سال و 69 درصد دارای سررسید بیش از یک سال هستند. میانگین نرخ بازده دارایی‌های شرکت‌های نمونه تقریباً 10 درصد است. این رقم نشان می‌دهد به‌طور متوسط شرکت‌های نمونه به ازای هر یک واحد سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها حدود 10/0 بازدهی کسب کرده‌اند.

**نگاره 6: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| نام متغیر | علامت اختصاری | میانگین | میانه | ماکزیمم | مینیمم | انحراف معیار |
| ریسک ریزش قیمت سهام | NCSKEW | 202/0- | 182/0- | 179/2 | 623/2- | 728/0 |
| سررسید بدهی‌ها | ST | 307/0 | 241/0 | 976/0 | 001/0 | 241/0 |
| مالکیت نهادی | INST | 609/0 | 711/0 | 958/0 | 0 | 303/0 |
| اهرم مالی | LEV | 605/0 | 615/0 | 936/0 | 236/0 | 161/0 |
| اندازه شرکت | SIZE | 592/13 | 479/13 | 566/19 | 504/8 | 542/1 |
| نرخ بازده دارایی‌ها | ROA | 097/0 | 086/0 | 360/0 | 125/0- | 095/0 |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام | MTB | 181/2 | 942/1 | 719/5 | 229/0 | 791/0 |

مأخذ: یافته‌های پژوهش

**4-8. فرضیه اول پژوهش**

 مقدار آماره F برابر با 803/4 و سطح احتمال آن برابر با 00/0 است، لذا مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است. علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد در کل دوره پژوهش 50 درصد از تغییرات سررسید بدهی‌های کوتاه‌مدت ناشی از ریسک سقوط آتی قیمت سهام و متغیرهای کنترلی پژوهش بوده است؛ همچنین مقادیر عامل تورم واریانس (VIF) کمتر از ده بوده که نشانگر نبودن مشکل هم‌خطی است.

 در رابطه با نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش، همان‌گونه که نتایج شماره 7 نشان می‌دهد، رابطه بین سررسید بدهی‌های کوتاه‌مدت و ریسک سقوط آتی قیمت سهام در سطح کل شرکت‌ها منفی و با توجه به احتمال آماره t (043/0) معنی‌دار است. این موضوع نشان می‌دهد سررسید بدهی‌های کوتاه‌مدت، ریسک سقوط آتی قیمت سهام را کاهش می‌دهد و فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

**نگاره 7- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| متغیرها | علامت اختصاری | ضرایب رگرسیونی | انحراف معیار | مقدار آماره t | احتمال آماره t | VIF |
| ضریب ثابت | C | 568/0- | 149/0 | 795/3- | 000/0 | --- |
| سررسید بدهی | ST | 155/0- | 077/0 | 017/2- | 043/0 | 532/1 |
| اهرم مالی | LEV | 093/0 | 054/0 | 711/1 | 089/0 | 760/5 |
| اندازه شرکت | SIZE | 012/0- | 044/0 | 286/0- | 774/0 | 748/4 |
| بازده دارایی | ROA | 209/0- | 045/0 | 590/4- | 000/0 | 958/5 |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام | MTB | 0005/0 | 002/0 | 295/0 | 767/0 | 102/2 |
| R2 | R2تعدبل شده | مقدار احتمال F | احتمال آماره F | آماره دوربین-واتسون |
| 634/0 | 502/0 | 803/4 | 000/0 | 283/2 |

مأخذ: یافته‌های پژوهش

**5-8. فرضیه دوم پژوهش**

 در مدل دوم، مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل 307/0 است که نشان می‌دهد از تغییرات متغیر وابسته، 7/30 درصد آن توسط دو متغیر سررسید بدهی، مالکیت نهادی و چهارمتغیرکنترلی پژوهش توضیح داده می­شود. مقادیر عامل تورم واریانس (VIF) کمتر از ده بوده که نشانگر نبودن مشکل هم‌خطی است. مقدار به‌دست‌آمده برای آماره دوربین- واتسون مدل (283/2) بین 5/1 و 5/2 قرار دارد؛ همچنین سطح معنی‌داری آماره F (0000/0) نیز کمتر از 05/0 است و از معنی‌داری مدل حکایت دارد.

همان‌گونه که در نگاره شماره 8 مشاهده می‌شود، مقدار احتمال آماره t مربوط به متغیر حاصل‌ضرب مالکیت نهادی در سررسید بدهی (ST\*INST) برابر با صفر و کمتر از 5 درصد است. از طرفی مقدار ضریب زاویه این متغیر برابر با 242/0 است که نشان می‌دهد مالکیت نهادی ضعیف، رابطه منفی بین سررسید بدهی‌های کوتاه‌مدت و خطر سقوط قیمت سهام را تقویت می‌کند؛ لذا فرضیه دوم پژوهش نیز پذیرفته می‌شود. از طرفی ضریب زاویه مربوط به متغیر سررسید بدهی در مدل اول ( نگاره7) برابر با منفی155/0 و در مدل دوم (نگاره8) برابر با منفی 238/0 است که نشان می‌دهد مالکیت نهادی ضعیف رابطه بین سررسید بدهی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام را تقویت کرده است؛ به‌گونه‌ای که در نبود مالکیت نهادی ضعیف، به ازای هر یک واحد افزایش در سررسید بدهی مقدار ریسک سقوط آتی قیمت سهام 155/0 کاهش می‌یابد؛ ولی در حضور مالکیت نهادی ضعیف، این عدد از 155/0 به 238/0 افزایش می‌یابد.

**نگاره 8: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| متغیرها | علامت اختصاری | ضرایب رگرسیونی | انحراف معیار | مقدار آماره t | احتمال آماره t | VIF |
| ضریب ثابت | C | 041/0 | 067/0 | 610/0 | 541/0 | --- |
| سررسید بدهی‌ها | ST | 238/0- | 062/0 | 837/3- | 000/0 | 996/3 |
| مالکیت نهادی | INST | 618/0- | 257/0 | 398/2- | 018/0 | 255/1 |
| سررسید بدهی\*مالکیت نهادی | ST\*INST | 242/0 | 066/0 | 636/3 | 000/0 | 076/4 |
| اهرم مالی | LEV | 033/0- | 018/0 | 793/1- | 073/0 | 627/1 |
| اندازه شرکت | SIZE | 002/0- | 004/0 | 650/0- | 515/0 | 089/1 |
| بازده دارایی | ROA | 090/0 | 031/0 | 896/2 | 003/0 | 686/1 |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام | MTB | 003/0- | 002/0 | 152/1- | 249/0 | 007/1 |
| R2 | R2تعدبل شده | مقدار احتمال F | احتمال آماره F | آماره دوربین-واتسون |
| 325/0 | 307/0 | 899/17 | 000/0 | 979/1 |

مأخذ: یافته‌های پژوهش

**9. بحث و نتیجه‌گیری**

 نتایج حاصل از آزمون این فرضیه نشان داد سررسید بدهی تأثیر منفی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد؛ بدین معنی که هراندازه سررسید بدهی‌های یک شرکت کوتاه‌تر باشند، احتمال ریسک سقوط قیمت سهام نیز کاهش پیدا می‌کند. در توجیه این نتیجه می‌توان گفت سررسید بدهی­های شرکت یکی از عوامل است که از رفتار فرصت­طلبانه مدیران جلوگیری می­کند و تصمیمات مربوط به سرمایه­گذاری­های شرکت­ها می­تواند تحت تاثیر سررسید بدهی­ها قرار گیرد. اعتباردهندگان بلندمدت که دارای مطالبات بلندمدت از شرکت می­باشند؛ در چارچوب قراردادهای خود می­توانند مدیریت شرکت را تحت کنترل و نظارت خود درآورند و معمولا تا مفاد قرارداد مربوط به ایجاد طلب آن­ها( بدهی شرکت) نقص نشود، آن­ها نمی­توانند اعمال حق کنترل نمایند. اما در مقابل اعتباردهندگان کوتاه مدت بهتر می­توانند از حق کنترل خود استفاده نموده و مدیریت را مجبور به افشای اطلاعات از جمله اخبار بد نمایند و بر قابلیت اتکا و مربوط بودن اطلاعات مالی شرکت بیفزایند. به همین دلیل انتظار می­رود که با افزایش میزان اعتباردهندگان کوتاه­مدت( بدهی­های دارای سررسید کوتاه­مدت) ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت­ها کاهش یابد. نتیجه این فرضیه با نتایج پژوهش‌های هاتن و همکاران (2009) و دانگ و همکاران (2016) مطابقت و با پژوهش فروغی و ساکیانی (1395) مغایرت دارد.

 از طرفی نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد اثر کاهنده بدهی دارای سررسید کوتاه‌مدت بر ریسک سقوط قیمت سهام، هنگامی برجسته‌تر می‌شود که شرکت‌ها از مالکیت نهادی ضعیف‌تر برخوردار باشند. در توجیه پذیرش این فرضیه می‌توان گفت بدهی‌های کوتاه‌مدت نقش کنترلی بر رفتار فرصت‌طلبانه مدیران به‌منظور مخفی نمودن اخبار بد، ایفا می‌کنند. وام‌دهندگان کوتاه‌مدت می‌توانند از حقوق خود از طریق الزام مدیران به ارائه اطلاعات به‌موقع و قابل‌اعتماد در مورد شرایط مالی شرکت یا سرمایه‌گذاری‌های آینده در هنگام دریافت تسهیلات محافظت کنند. این ویژگی متمایز بدهی‌های کوتاه‌مدت افشای اطلاعات مدیریتی را بهبود داده و احتمال انباشته کردن اخبار بد را محدود می‌کند؛ ازاین‌رو ریسک سقوط قیمت سهام شرکت را کاهش می‌دهد. اگر بدهی‌های کوتاه‌مدت ریسک سقوط قیمت سهام را به دلیل نظارت اعتباردهندگان کاهش دهند، انتظار می‌رود این شرکت‌ها بیشتر در معرض مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی قرار گیرند؛ همچنین اثر کاهنده بدهی‌های کوتاه‌مدت بر ریسک سقوط قیمت سهام هنگامی برجسته‌تر می‌شود که شرکت‌ها دارای رتبه‌بندی پایین‌تر حاکمیت شرکتی باشند و نسبت کمتر مالکیت نهادی را داشته باشند. وجود مالکان نهادی بیشتر به‌عنوان عاملی تعدیل‌کننده باعث می‌شود بدهی‌های دارای سررسید کمتر از یک سال، تأثیر کمتری بر کاهش خطر سقوط قیمت سهام داشته باشند. می‌توان بیان کرد وجود بیشتر مالکان نهادی باعث نظارت بیشتر بر اعمال و رفتار مدیر و شرکت می‌شود و از این طریق نقش نظارتی‌ای که اعتباردهندگان کوتاه‌مدت در شرکت ایفا می‌کنند را تضعیف می‌کند؛ ولی در حالتی که مالکان نهادی ضعیف باشند این نقش نظارتی را اغلب اعتباردهندگان کوتاه‌مدت ایفا می‌کنند؛ به‌عبارت‌دیگر بین نقش نظارتی مالکان نهادی و اعتباردهندگان کوتاه‌مدت نوعی بده و بستان وجود دارد و با افزایش نقش نظارتی مالکان نهادی، نقش نظارتی اعتباردهندگان کوتاه‌مدت کاهش یافته و کم‌رنگ می‌شود؛ لذا در زمان حضور سهامداران نهادی ضعیف، نقش نظارتی اعتباردهندگان کوتاه‌مدت افزایش یافته که می‌تواند باعث کاهش شدیدتر (تقویت رابطه) در ریسک سقوط آتی قیمت سهام شود. به‌طورکلی یافته‌های تحقیق حاکی است بدهی‌های کوتاه‌مدت نه‌تنها از منافع سهامداران محافظت می‌کند، بلکه می‌تواند با ایفای نقش نظارتی سهامداران نهادی، ارزش سهامداران را نیز حفظ کند. نتیجه این فرضیه با نتایج پژوهش هاتن و همکاران (2009) و دانگ و همکاران (2018) مطابقت دارد.

**10. محدودیت‌ها و پیشنهادهای پژوهش**

 هر پژوهش دارای محدودیت­هایی است که می­تواند بر نتایج کار تاثیرگذار باشد؛ لذا نتایج پژوهش حاضر باید با لحاظ کردن محدودیت‌های زیر تحلیل و تفسیر شود:

یکی از مهم­ترین محدوديت­های مربوط به تحقیقات نیمه تجربی این است که بر خلاف تحقیقات تجربی امکان کنترل تمامی متغیرهای مزاحم وجود ندارد. امکان تاثیرگذاری سایر متغیرهای مزاحم مانند شرايط سياسي، متغیرهای غیرمالی، تحصيلات و غيره که در این تحقیق اثر آنها کنترل نشده است؛ بر نتایج این پژوهش وجود دارد. از طرفی با توجه به بالا بودن نرخ تورم در کشور، داده­های مربوط به پژوهش حاضر از این بابت تعدیل نشده است که لازم است نتایج پژوهش با احتیاط بکار گرفته شود.

 ازآنجاکه در بدهی‌های کوتاه‌مدت، اعتباردهندگان به‌منظور جلوگیری از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران، انگیزه زیادی برای تمدید نکردن مجدد بدهی دارند عملکرد زیر پیشنهاد می‌شود:

اعتباردهندگان کوتاه‌مدت مدیران را ملزم و مکلف کنند در زمان مناسب و به طرز اتکاپذیری اطلاعات شرکت پیرامون وضعیت عملیاتی و رویداد آتی را افشا کنند تا از انباشت اخبار بد ازسوی مدیر جلوگیری شود.

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه‌ها، به دلیل اینکه اثر نظارتی بدهی‌های کوتاه‌مدت به‌عنوان جایگزینی برای مکانیسم‌های راهبری شرکتی ضعیف است، پیشنهاد می‌شود سهامداران شرکت و همچنین هیئت‌مدیره به سررسید بدهی شرکت توجه ویژه‌ای کنند و در صورت امکان از مالکان نهادی با درصد مالکیت بیشتر استفاده کنند.

 با توجه به مطالعه و بررسی تأثیر سررسید بدهی‌های کوتاه‌مدت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرایط حاکمیت شرکتی ضعیف و همچنین نتایج حاصل از این تحقیق، پیشنهادهای زیر برای پژوهش‌های آتی ضروری به نظر می‌رسد:

1. رابطه فوق در صنایع مختلف بررسی شود.
2. از معیارهای دیگری برای ریسک سقوط آتی قیمت سهام استفاده کنند. در این پژوهش از مدل چولگی منفی بازده سهام استفاده شد. تحقیقات بعدی می‌توانند از مدل‌های دیگر مانند سیگمای حداکثری، نوسان پایین به بالا و دوره سقوط سهام استفاده کنند.
3. سایر عوامل مالی و غیرمالی تاثیرگذار بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت شناسایی شوند و تأثیر هم‌زمان عوامل افزایشی و کاهشی آزمایش شود.

**یادداشت‌ها**

1. Hutten, et al. 2. Kim and Zhang

3. Jensen 4. Gianneti

5. Terra 6. Madan

7. Diamond 8. Stephana, et al.

9. Myers 10. Rajan & Winton

11.Stulz Stulz 12.Dang, et al.

13.Callen & Fang 14. Andreou, et al.

15. Panayiotis, et al. 16. Petya

17. Bon Kim, et al. 18. Ali, et al.

19. Bosh 20. Khan & Watts

**منابع**

**الف. فارسی**

احمدپور، احمد؛ زارع بهنمیری، محمدجواد و حیدری رستمی، کمال (1393). بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه‌ی بورس و اوراق بهادار، 7*(28)، ۲۹-۴۵.

احمدی، محمدرمضان و درسه، سید صابر (1395). بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهش‌های حسابداری مالی، 8* (3). ۱۹-۴۲.

افلاطونی، سید عباس (1394). *تجزیه‌وتحلیل آماری باEviews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی،* تهران: انتشارات ترمه.

بشکوه، مهدی و کشاورز، فاطمه (1397). بیش‌اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام، *راهبرد مدیریت مالی، 6* (21)، ۱۸۳-۲۰۸.

تنانی، محسن؛ صدیقی، علیرضا و امیری، عباس (1394). بررسی نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه علمی‌پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، 3*(4)، ۳۱-۵۰.

حاجی‌ها، زهره و اخلاقی، حسنعلی (1390). تأثیر عوامل خاص شرکت بر ساختار سررسید بدهی، *پژوهش‌های تجربی حسابداری،* 1(1)، 39-62.

حاجی‌ها، زهره و اخلاقی، حسنعلی (1391). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی شرکت: آزمون تجربی تئوری نمایندگی و تئوری اهرم، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، 10*(33)، ۱۴۷-۱۶۷.

حافظ‌نیا، محمدرضا (1380). *مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی،* تهران: انتشارات سمت.

خاکی، غلامرضا (1390). *روش تحقیق با رویکرد پایان‌نامه‌نویسی،* تهران: انتشارات بازتاب.

دیانتی دیلمی، زهرا؛ لطفی، محسن و آزاد بخش، کسری (1391). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی “گیتمان” بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) قیمت سهام، *مجله دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، 1*(4)، ۵۵-۶۴.

دیانتی دیلمی، زهرا؛ مرادزاده، مهدی و محمودی، سعید (1391). بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام، *فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، 1*(2)، ۱-۱۸.

طالع زاری، مطهره و عبدالهی کیوانی، سیدمحمد (1397). بررسی تاثیر ساختار بدهی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت­های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پنجمین کنفرانس ملی پژوهش­های کاربردی در مدیریت و حسابداری.

فروغی، داریوش و ساکیانی، امین (1395). تأثیر سررسید بدهی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، *پژوهش حسابداری،* 60(1)، ۹۹-۱۱۶.

فروغی، داریوش و میرزایی، منوچهر (1391). تأثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، 4*(2)، ۷۷-۱۱۷.

کدخدایی، حسین (1382). نقش بدهی در مجموعه اقلام مالی شرکت‌ها، *بورس*، *36*، ۵۶-۶۳.

نجفی مقدم، علی (1396). هم‌زمانی قیمت سهام و نقش سرمایه‌گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش سرمایه‌گذاری، 6*(23)، 71-84.

نمازی، محمد (1384). بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت، *مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، 22*(2)، 147-164.

ودیعی نوقابی، محمدحسین و رستمی، امین (1393). بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه علمی‌پژوهشی حسابداری مالی، 6*(23)، ۴۳-۶۶.

**ب. انگلیسی**

Andreou, P.C., Antoniou, C., Horton, J. & Louca, C. (2016). Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes. *European Financial Management*. 22(5), 916-956.

Bon Kim, J., LeyeLi, L. & Yangxin, Y. (2016). Financial statement comparability and expected crash risk. *Journal of Accounting and Economics*, 61(2-3), 294–312.

Callen, J. L. & Fang, X. (2013). Institutional Investors and Crashes: Monitoring or Expropriation*? www. SSRN.com.*

Chen, J., Hong, H. & Stein, J. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, *61(3)*, 345-381.

Dang, V., Edward, L., Yangke, L. & Cheng, Z. (2018). Corporate debt maturity and stock price crash risk. *European Financial Management. 24(3), 421-483.*

Gianneti, M. (2003). Do better instutions mitigate agency problems? Evidance from corporate finance choice. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis. 38(1), 185-212.*

Hartzell, J. C. & Starks, L.T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance*, *58(6)*, 2351–2374.

Hutten, A. P., Marcus, A. J. & Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, *94*(1), 67-86.

Karamanou, I. & Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, *43(3)*, 453-486.

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.

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, J. B. & Zhang, L. (2010). Does accounting conservatism reduce stock price crash risk? Firm-level evidence*. Unpublished Working Paper*, City University of Hong Kong.

Lang, M. & McNichols, M. (1997). Institutional trading and corporate performance. *GSB Research paper*, Stanford University.

Madan, K. (2007). An analysis of the debt-equity structure of leading hotel chains in India. *International Journal Of Contemporary Hospitality Management*, *19*(5), 397-414.

McConnell, J. and Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, *27(2)*, 595–612.

Panayiotis, C. A., Constantinos, A., Joanne, H. & Christodoulos, L. (2015). Corporate governance and firm-specific stock price crashes. *European Financial Management*, *22* (5), 1-41.

Panayiotis, C. A, Constantinos, A., Joanne, H. and L. Christodoulos. (2015). Corporate governance and firm-specific stock price crashes, *European Financial Management*, *22* (5), 1-41.

Petya, P. (2015). Debt maturity and tax avoidance, www. SSRN.com.

Potter, G. (1992). Accounting Earnings Announcements, Institutional Investor Concentration, and Common Stock Returns. *Journal Accounting Research*, *30(1), 146-155*.

Stephana, A., & O. Talaverab, & T. Andriy. (2011). Corporate debt maturity choice in emerging financial markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *51(2)*, 141-151.

Stulz, Rene M., (1990), Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics 26(1)*, 3-27.

Terra, P.R.S. (2011). determinants of corporate debt maturity in latin America. *European Business Review*, *23* (1), 45-70.

Xie, B., Davidson III, W.N. & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the roles of the board and the audit committee*. Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316.

1. \* استادیار گروه حسابداری (نویسنده مسئول). kshams@uk.ac.ir [↑](#footnote-ref-1)
2. \*\* کارشناسی ارشد حسابداری Vahidiii007@yahoo.com [↑](#footnote-ref-2)
3. \*\*\* کارشناسی ارشد حسابداری fooladisavadkoohi71@gmail.com

تاریخ دریافت: 28/11/1397 تاریخ پذیرش: 31/4/1398 [↑](#footnote-ref-3)