

## تأثیر نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام

علی تامرادی<sup>۱</sup>

محسن صالحی‌نیا<sup>۲</sup>

### چکیده

نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران به معنای بیش از واقع ارزیابی کردن عایدات کوتاه‌مدت و کمتر از واقع ارزیابی کردن عایدات بلندمدت توسط سرمایه‌گذاران فعال در بازار سرمایه است. نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران منجر به تغییر رفتار مدیریت شرکت شده و شرکت به جای تمرکز و برنامه‌ریزی جهت ارتقاء عملکرد بلندمدت، بر عملکرد جاری و کوتاه‌مدت تمرکز نمایند و همین امر ممکن است موجب افزایش ریسک سقوط قیمت سهام در بلندمدت گردد. هدف این پژوهش بررسی تأثیر نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اطلاعات مورد نیاز برای این پژوهش از صورت‌های مالی ۱۵۰ شرکت در دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ جمع‌آوری شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون چند متغیره با داده‌های تابلویی به روش اثرات ثابت استفاده شده است. برای اندازه‌گیری نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران از مدل دل‌ریو و ساتتاماریا (2016) و برای اندازه‌گیری ریسک سقوط قیمت سهام نیز از مدل نوسان پایین به بالای چن و همکاران (2001) استفاده شده است. یافته‌ها حاصل از آزمون فرضیه پژوهش بیان‌گر آن است که نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**واژگان کلیدی:** سرمایه‌گذاران، نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران، ریسک سقوط قیمت سهام.

**طبقه‌بندی موضوعی:** G32, G23

۱. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بین‌المللی خرمشهر - خلیج فارس، خرمشهر، ایران (نویسنده مسئول).

Email: tamoradi001@gmail.com

۲. استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بین‌المللی خرمشهر - خلیج فارس، خرمشهر، ایران.

## ۱- مقدمه

تئوری مالی سنتی بیان می کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی سهام را نشان می دهد و منعکس کننده ارزش جریان های نقدی آتی می باشد. بر پایه فرضیه بازار کارا، سرمایه گذاران رفتار عقلایی دارند به این معنی که همه اطلاعات موجود و در دسترس را پردازش کرده و به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار هستند (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲). بر این اساس، تصمیم های سرمایه گذاران عقلانی بوده و تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش های بنیادی شرکت منجر می شود و قیمت سهام منعکس کننده تمامی اطلاعات شرکت است (شعری آناقیز و همکاران، ۱۳۹۵). اما تئوری مالی رفتاری نشان می دهد که همه سرمایه گذاران کاملاً عقلانی و منطقی نیستند و ممکن است با درگیر کردن احساسات و تصورات ذهنی در فرآیند تصمیم گیری، تصمیمات نادرستی اتخاذ نمایند (Guo & Huang, 2015). از این رو برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار هیچ دلیل بنیادی نداشته و احساسات سرمایه گذاران نقش مهمی در تعیین قیمت ها بازی می کند (Kim & Ha, 2010). نزدیک-بینی سرمایه گذاران که نتیجه احساسات و ادراک سرمایه گذاران در تصمیم گیری است برای اولین بار در مطالعات کینز (Keynes, 1936) به طور گسترده مورد مطالعه قرار گرفت. او استدلال کرد سرمایه-گذاران بازار سرمایه به جای توجه به ارزش بنیادی شرکت بر اساس ادراک خویش به تبعیت از دیگر سرمایه گذاران، به صورت رفتار جمعی تصمیم گیری می نمایند (Docherty & Hurst, 2018). نزدیک-بینی سرمایه گذاران زمانی بروز می کند فعالان بازار سرمایه بر مبنای تغییرات کوتاه مدت قیمت سهام و نه بر مبنای ارزش بنیادی بلند مدت تصمیم گیری نمایند (Del Rio & Santamaria, 2016). سرمایه گذاران نزدیک-بین در بازار سهام، عایدات کوتاه مدت مورد انتظار را با ارزش بیش از حد و عایدات بلندمدت را با ارزش کمتر از حد، برآورد می نمایند، از این رو چنین سرمایه گذاری بر مبنای عملکرد کوتاه مدت شرکت تصمیم گیری می نمایند (Garel, 2017). نزدیک-بینی سرمایه گذاران در بلندمدت ممکن است منجر به ریزش قیمت سهام شود، زیرا در چنین شرکت هایی مدیران جهت برآورده سازی توقعات کوتاه مدت سرمایه گذاران نزدیک-بین، از طریق روش هایی نظیر مدیریت سود، عایدات مرتبط با سال آتی را در سال جاری، زودتر شناسایی و ثبت نمایند تا عملکرد کوتاه مدت شرکت را بهبود دهند. از این رو پیش-بینی می شود که نزدیک-بینی سرمایه گذاران در بلند مدت ممکن است موجب افزایش ریسک سقوط قیمت سهام شود (Allen, et al., 2006).

شناسایی عوامل موثر بر ریسک سقوط قیمت سهام از اهمیت بالایی نزد سرمایه گذاران برخوردار است. پژوهش های پیشین تأثیر ویژگی های مختلف از جمله ویژگی های شرکت، حاکمیت شرکتی و

ساختار مالکیت (Tarkovska, 2017؛ Gao, et al., 2017) و ویژگی‌های مدیریت نظیر توانایی و قدرت مدیریت (Habib & Hasan, 2017؛ Tang, et al., 2019) را به‌عنوان عوامل تعیین‌کننده ریسک سقوط قیمت سهام بررسی کرده‌اند، اما تاکنون نقش نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران در ادبیات پژوهشی کمتر مورد توجه قرار گرفته است. از این رو پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این پرسش است که آیا نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد؟ با دستیابی به پاسخ این پرسش سرمایه‌گذاران می‌توانند به‌منظور تصمیم‌گیری بهتر در خصوص سرمایه‌گذاری در شرکت اقدام نمایند. در ادامه پژوهش، ابتدا مبانی نظری پشتوانه فرضیه پژوهش ارائه می‌گردد، سپس به صورت مختصر پیشینه پژوهش که شامل مروری بر پژوهش‌ها خارجی و داخلی پیرامون موضوع پژوهش است، ارائه می‌گردد. سپس فرضیه پژوهش، روش‌شناسی پژوهش، تعریف عملیاتی متغیرها، مدل آزمون فرضیه، آمار توصیفی متغیرها و آزمون فرضیه آماری ارائه می‌شود. در انتها نیز بحث و نتیجه‌گیری و پیشنهادها پژوهش ارائه می‌شود.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱- نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران

در پارادایم سنتی مالی فرض می‌شود که تصمیم‌گیرندگان در بازار سرمایه به طور کامل عقلایی رفتار می‌کنند و همیشه در پی حداکثر کردن مطلوبیت مورد انتظار خود هستند (زنجیردار و خجسته، ۱۳۹۵). اما به دلیل ناتوانی پارادایم سنتی مالی در تبیین ناهنجاری‌های مشاهده شده در بازار سرمایه به جهت عدم توجه به مسائل رفتاری سرمایه‌گذاران پارادایم مالی رفتاری حاکمیت یافت (Lee & Ahn, 2014). یکی از رفتارهای سرمایه‌گذاران که در قالب پارادایم مالی رفتاری قابل تفسیر است، پدیده نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران است که کارایی بازار را تهدید کرده و منجر به تصمیمات مبتنی بر عملکرد کوتاه مدت بازار می‌گردد (Rappaport, 2005). منظور از نزدیک‌بینی، بیش از واقع ارزیابی کردن عایدات کوتاه‌مدت و کمتر از واقع ارزیابی کردن عایدات بلندمدت توسط سرمایه‌گذاران فعال در بازار است. در حقیقت، در بازارهای فاقد ویژگی کارایی مطلق، سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان، ارزش شرکت را تنها بر اساس آنچه در گذشته روی داده و یا در آینده نزدیک رخ خواهد داد، تعیین می‌کنند و اهمیت کمتری به توانایی‌های بالقوه شرکت در آینده دورتر قایلند (مرادی و همکاران، ۱۳۹۵). حداقل دو دلیل برای نزدیک‌بین بودن سرمایه‌گذاران وجود دارد. اول این که قیمت‌های سهام اطلاعات مرتبط با مدل‌های مورد استفاده سرمایه‌گذاران را منعکس می‌کند. از آنجا که سرمایه‌گذاران

کمتر به چشم‌انداز و بنیان‌های بلندمدت شرکت می‌پردازند که منجر به ارزشگذاری پایین‌تر از بهینه عایدات در بلندمدت می‌شود. دوم این که تحلیلگران مالی به تمرکز بیشتر بر درآمدها، به‌ویژه درآمدهای کوتاه مدت، به سرمایه‌گذاران کمک کرده چرا که پیش‌بینی آن‌ها آسان‌تر بوده و نیازمند برآوردهای صحیح اصول بنیادی شرکت نیستند (Garel, 2017). سرمایه‌گذاران در این چارچوب سهام‌ها را نه تنها براساس ارزش بنیادی شرکت بلکه همسو با انتظارات درآمدها انتخاب می‌کنند. در نتیجه، بخش روبه‌رشدی از بازگشت‌های مورد انتظار سرمایه و ارزش سهم شرکت‌ها با عایدات مورد انتظار جاری و آینده نزدیک مرتبط می‌شود (Hau & Lai, 2013).

## ۲-۲- ریسک سقوط قیمت سهام

تغییرات ناگهانی قیمت سهام که به دو صورت سقوط و جهش قیمت سهام رخ می‌دهد طی سال‌های اخیر در ادبیات پژوهشی مالی اخیر توجهات زیادی را به خود جلب کرده است (Mamun, et al., 2019). با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده می‌شود، در مقایسه با جهش بیشتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است (خدارحمی و هکاران، ۱۳۹۵). اگر مدیریت شرکت قادر به پنهان نمودن اخبار بد برای یک مدت زمان طولانی باشد، به نظر می‌رسد که اطلاعات منفی درون شرکت انباشته خواهد شد. با این وجود، یک محدودیت برای شرکت‌ها از لحاظ میزان اخبار بدی که می‌توانند جذب کنند و به طور موقعت آمیزی پنهان کنند وجود دارد. این محدودیت به این دلیل است که اگر در یک زمان خاص، مقدار اخبار بد جمع‌آوری شده به یک آستانه و یا حد مشخص و ویژه‌ای رسید، از آن به بعد ادامه پنهان نمودن آن‌ها یا بسیار پر هزینه بوده و یا به طور کلی غیر ممکن خواهد شد. زمانی که جمع‌آوری اخبار بد به آخرین نقطه (نقطه سرازیری) رسید، همه آن‌ها به طور ناگهانی انتشار یافته و موجب بازده‌های منفی بالا برای سرمایه‌گذاران می‌شود، که بازار با آن‌ها سازگاری یافته است و این همان سقوط قیمت می‌باشد (Kim & Zhang, 2016).

## ۲-۳- نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط قیمت سهام

قیمت سهام شرکت منعکس‌کننده برآورد بازار از عایدی مورد انتظار در طول زمان است. هرچه قیمت سهام بالاتر باشد، از دید سرمایه‌گذاران، مدیر و وظیفه‌اش را بهتر انجام داده است. بنابراین قیمت بازار سهام شاخصی است که به وسیله آن مدیریت مورد ارزیابی قرار می‌گیرد (حسینی و حسینی، ۱۳۸۹). سرمایه‌گذاران نزدیک‌بین تصمیمات خود را مبتنی بر عملکرد کوتاه‌مدت شرکت‌ها اتخاذ می‌کنند. از

آنجایی که ارزش بازار شرکت‌های قیمت‌گذاری شده به شیوه نزدیک‌بینانه بیشتر به عایدات کوتاه‌مدت مورد انتظار بستگی دارد، انتظار داریم نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران روی تصمیمات مدیران این شرکت‌ها تأثیر گذاشته و عایدات کوتاه‌مدت مورد انتظار را از طریق روش‌هایی مانند دستکاری سود، افزایش داده و عایدات بلندمدت مورد انتظار را کاهش دهند (Docherty & Hurst, 2018). برای مثال ممکن است مدیران با منظور کردن هزینه‌های یک دوره به عنوان دارایی، باعث کاهش هزینه‌های دوره و گزارش بیشتر سود در صورت‌های مالی شوند. نتیجه این عملیات موجب می‌شود تصویر واحد تجاری در دوره جاری بهتر از واقعیت به نظر برسد و از این طریق توقعات سرمایه‌گذاران در خصوص عملکرد کوتاه مدت سرمایه‌گذاران نزدیک‌بین برآورده گردد. یکی از مهم‌ترین روش‌های 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 (دیانتی و همکاران، ۱۳۹۱). از این رو انتظار داریم نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران در بلندمدت منجر به ریزش قیمت سهام شود (Allen, et al., 2006).

## ۲-۴- پیشینه پژوهش

تانگ و همکاران (Tang, et al., 2019) در پژوهشی به بررسی تأثیر قدرت مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام با استفاده از اطلاعات ۱۴۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۶ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که قدرت مدیریت در شرکت‌های دولتی باعث کاهش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود و این موضوع در شرکت‌های دارای مالکیت غیر دولتی قدرت مدیریت باعث افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود.

گاریل (Garel, 2017) در پژوهشی به بررسی تأثیر نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران بر نزدیک‌بینی مدیران با استفاده از اطلاعات ۲۰۲۸ سال- شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ۲۰ کشور جهان طی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۴ پرداخت. نتایج پژوهش وی نشان می‌دهد که نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران موجب افزایش نزدیک‌بینی مدیران می‌شود.

دل‌ریو و سانتاماریا (Del Rio & Santamaria, 2016) در پژوهشی به تحلیل پدیده نزدیک‌بینی در بازار سرمایه به توجه به نوع مالکیت سرمایه‌گذاران با استفاده از اطلاعات ۳۶۸ شرکت پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار کشورهای انگلستان و اسپانیا طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۷ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که مالکیت نهادی موجب کاهش نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران می‌شود. فدایی‌نژاد و دلشاد (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده آتی سهام با استفاده از اطلاعات ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ پرداختند. نتیجه پژوهش نشان دهنده آن است که بازده سالیانه آتی سهام در شرکت‌های با کوتاه‌بینی مدیران کاهش یافته است.

مرادی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به تحلیل پدیده نزدیک‌بینی در بازار سرمایه ایران با بکارگیری مدلی مبتنی بر حسابداری مازاد تمیز با استفاده از اطلاعات ۲۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ پرداختند. نتایج برآورد مدل نشان داد، پدیده نزدیک‌بینی در بازار سرمایه ایران خودنمایی می‌کند. این عامل نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران ایرانی اهمیت بیشتری برای گذشته شرکت و عایدات آتی کوتاه مدت آن قائلند و کسب عایدات آتی بلندمدت را چندان مهم نمی‌دانند.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به توضیحات فوق و بر مبنای مبانی نظری و پژوهش‌های پیش‌گفته، انتظار می‌رود زمانی که نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران افزایش یابد، افزایش در ریسک سقوط قیمت سهام را در آینده شاهد باشیم. از همین رو فرضیه پژوهش به صورت زیر تبیین می‌گردد.

فرضیه پژوهش: نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت معناداری دارد.

### ۴- روش‌شناسی پژوهش

با توجه به اهداف ذکرشده پژوهش، این پژوهش از نظر نوع هدف کاربردی و از نظر شیوه‌ی انجام، از نوع توصیفی است. از آنجایی که این پژوهش در پی یافتن رابطه بین متغیرهای پژوهش در یک جامعه می‌باشد، بنابراین پژوهش در زمره پژوهش‌های همبستگی قرار دارد. از طرف دیگر، پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته (صورت‌های مالی شرکت‌ها) انجام گرفته است. همچنین در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. سپس داده‌های پژوهش با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌ها

منتخب و با استفاده از پایگاه‌های اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار اطلاعاتی ره آورد نوین و تارنمای رسمی شرکت‌ها جمع‌آوری گردید.

جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. به دلیل گستردگی و حجم آماری جامعه و وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضاء جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه قرار داده شده‌اند.

- (۱) شرکت‌ها نبایستی در طول دوره مورد بررسی وقفه عملیاتی قابل ملاحظه‌ای داشته باشند.
- (۲) شرکت‌ها جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری و هلدینگ و لیزینگ نباشد، زیرا ساختار گزارشگری در آن‌ها متفاوت است.
- (۳) سال مالی آن‌ها ۱/۱ تا ۱۲/۲۹ می‌باشد (ابتدای سال).

با توجه به مطالب مطرح شده محدودیت‌های ذکر شده در نهایت از بین جامعه آماری به صورت حذف سیستماتیک ۱۵۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید. تلخیص داده‌ها با استفاده از نرم افزار اکسل انجام شد؛ سپس با استفاده از نرم افزار ایویوز نسخه ۹ تجزیه و تحلیل آماری و آزمون فرضیه‌های پژوهش انجام شد.

## ۵- اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

### ۵-۱- متغیر وابسته

نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران (Investors Myopic): برای اندازه‌گیری نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران مشابه پژوهش دل‌ریو و سانتاماریا (Del Rio & Santamaria, 2016) از مدل درآمدهای باقیمانده اولسون (Ohlson, 1995) استفاده می‌شود. بر این اساس، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت را می‌توان بر اساس مدل عایدات باقیمانده اولسون (Ohlson, 1995) به صورت مجموع سود سهام تنزیلی مورد انتظار آن بیان نمود، که با عنوان ارزش دفتری شرکت به علاوه عایدات غیر عادی تنزیلی مورد انتظار آن بر اساس مدل (۱) بازنویسی نمود.

(۱)

$$P_t = b_t + \sum_{s=1}^{\infty} (1+r)^{-s} E_t(x_{t+s} - r \cdot b_{t+s-1})$$

که در توضیح رابطه فوق  $P_t$  ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در زمان  $t$ ،  $b_t$  ارزش دفتری آن در زمان  $t$ ،  $\sum_{s=1}^{\infty} (1+r)^{-s}$  نرخ تنزیل مورد استفاده برای عایدات غیر عادی مورد انتظار در زمان  $t+s$  (همان هزینه حقوق صاحبان سهام بوده که بر اساس مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به دست

می آید) و  $E_t(x_{t+s} - r \cdot b_{t+s-1})$  ارزش مورد انتظار در زمان  $t$  از عایدات غیر عادی در زمان  $t + S$ ،  $X_{t+S}$  نشان دهنده عایدی مورد انتظار (از سود خالص پس از کسر مالیات به دست می آید) است، می-باشند. مازاد مورد انتظار قیمت بر ارزش دفتری برای سال بعد ( $T$ ) شرکت، با عایدات تنزیل شده شرکت پس از سال  $T$  بر اساس رابطه (۲) می توان بازنویسی کرد.

(۲)

$$E_t(P_{t+T} - b_{t+T}) = \sum_{s=T+1}^{\infty} (1+r)^{-s} E_t(x_{t+s} - r \cdot b_{t+s-1})$$

با قرار دادن مدل (۲) در مدل (۱)، مدل (۳) را می توان به صورت زیر بازنویسی کرد.

(۳)

$$P_t = b_t + [(1+r)^{-1} E_t(x_{t+1} - r \cdot b_{t+s-1})] + \sum_{s=2}^T (1+r)^{-s} E_t(x_{t+s} - r \cdot b_{t+s-1}) E_t(P_{t+T} - b_{t+T})$$

که در توضیح رابطه فوق  $[(1+r)^{-1} E_t(x_{t+1} - r \cdot b_{t+s-1})]$  را می توان به عنوان مولفه افق پیش بینی نزدیک به یک سال برای عایدات غیر عادی تنزیل شده و  $\sum_{s=2}^T (1+r)^{-s} E_t(x_{t+s} - r \cdot b_{t+s-1}) E_t(P_{t+T} - b_{t+T})$  را مولفه افق پیش بینی بیش از یکسال (بلندمدت) برای عایدات غیر عادی تنزیل شده به کار برد. با توضیح مطالب فوق از مدل (۴) برای اندازه گیری نزدیک بینی سرمایه گذاران استفاده می شود.

(۴)

$$P_{i,t} = \alpha_0 b_t + \alpha_1 b_{i,t} + \alpha_2 [(1+r)^{-1} E_t(x_{i,t+1} - r \cdot b_{i,t})] + \alpha_3 \sum_{s=2}^T (1+r_i)^{-s} E_t(x_{i,t+s} - r \cdot b_{i,t+s-1}) + (1+r_i)^{-T} E_t(P_{i,t+T} - b_{i,t+T}) + \varepsilon_{i,t}$$

اگر سرمایه گذران در بازار به صورت منطقی ارزش گذاری کنند، انتظار داریم ضریب عایدات غیر عادی بلندمدت مورد انتظار تنزیلی ( $\alpha_3$ ) با ضریب عایدات غیر عادی کوتاه مدت مورد انتظار تنزیلی ( $\alpha_2$ ) یکسان باشد، اگر سرمایه گذران در بازار، ارزش گذاری شرکت را به صورت نزدیک بینانه برآورد نمایند، انتظار داریم سرمایه گذاران عایدات غیر عادی بلندمدت مورد انتظار تنزیلی را با وزنی کمتر از عایدات کوتاه مدت مورد انتظار تنزیلی برآورد نماید. بنابراین مشابه پژوهش دل ریو و سانتاماریا (۲۰۱۶) جهت اندازه گیری نزدیک بینی سرمایه گذاران در بازار سرمایه از یک متغیر مجازی دو وجهی استفاده می شود، که اگر  $\alpha_2$  بزرگ تر از  $\alpha_3$  باشد (به این معنا که وزن عایدات کوتاه مدت مورد انتظار تنزیلی



برآوردی بیشتر از عایدات غیر عادی بلندمدت مورد انتظار تنزیلی است) این متغیر برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

### ۵-۲- متغیر وابسته

ریسک سقوط قیمت سهام (Crash Risk): برای اندازه‌گیری ریسک سقوط قیمت سهام، از معیار نوسان پایین به بالای چن و همکاران (Chen, et al., 2001) استفاده شده که بر اساس مدل (۵) می‌باشد.

$$DUV_{i,t} = \text{Log}\left\{\frac{(n_u - 1) \sum \text{DOW } W_{i,t}^2}{(n_d - 1) \sum \text{UP } W_{i,t}^2}\right\}$$

که در مدل فوق:

$n_u$ : تعداد هفته‌هایی که بازده خالص هفتگی شرکت  $i$  در سال  $t$  بیشتر از میانگین سالانه آن شرکت در همان سال باشد.

$n_d$ : تعداد هفته‌هایی که بازده خالص هفتگی شرکت  $i$  در سال  $t$  کمتر از میانگین سالانه آن شرکت در همان سال باشد.

$n_d$ : تعداد هفته‌هایی که بازده خالص هفتگی شرکت  $i$  در سال  $t$  کمتر از میانگین سالانه آن شرکت در همان سال باشد.

$\sum \text{DOW } W_{i,t}^2$ : مجموع توان دوم بازده خالص هفتگی شرکت  $i$  در سال  $t$  که بازده خالص هفتگی آن شرکت در همان سال کمتر از میانگین باشد.

$\sum \text{UP } W_{i,t}^2$ : مجموع توان دوم بازده خالص هفتگی شرکت  $i$  در سال  $t$  که بازده خالص هفتگی آن شرکت در همان سال بیشتر از میانگین باشد.

$W_{i,t}$ : بازده هفتگی خاص شرکت  $i$  در سال  $t$  می‌باشد و از مدل (۶) محاسبه می‌گردد.

(۶)

$$W_{i,t} = \text{Ln}(1 + \varepsilon_{i,t})$$

در مدل فوق  $\varepsilon_{i,t}$ : بازده باقیمانده هفتگی سهام شرکت  $i$  در ماه  $t$  و عبارت است از باقیمانده یا پسماند

مدل در مدل (۷) محاسبه می‌گردد:

(۷)

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1,i}R_{m,t-2} + \beta_{2,i}R_{i,t-1} + \beta_{3,i}R_{m,t} + \beta_{4,i}R_{m,t+1} + \beta_{5,i}R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t}$$

که در این مدل  $R_{i,t}$ : بازده سهام شرکت  $i$  در هفته  $t$  طی سال مالی و  $R_{m,t}$ : بازده بازار در هفته  $t$  است. برای محاسبه بازده هفته بازار، شاخص ابتدای هفته از شاخص پایان هفته کسر می شود و حاصل بر شاخص ابتدای هفته تقسیم می شود.

### ۵-۳- متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): از لگاریتم مجموع ارزش دارایی های شرکت در پایان سال مالی مورد نظر به دست می آید.

اهرم مالی (LEV): این متغیر از نسبت مجموع بدهی های شرکت به مجموع دارایی های شرکت در سال مورد نظر به دست می آید.

بازده دارایی ها (ROA): این متغیر از نسبت سود خالص به مجموع دارایی های شرکت در سال مورد نظر به دست می آید.

### ۶- مدل های آزمون فرضیه های پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش از مدل های رگرسیون چند متغیره (۷) استفاده می شود.

مدل (۷)

$$\text{CrashRisk}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{InvestorsMyopic}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در مدل فوق:

$\text{CrashRisk}_{i,t}$ : ریسک سقوط قیمت سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

$\text{InvestorsMyopic}_{i,t}$ : نزدیک بینی سرمایه گذاران شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

$\text{SIZE}_{i,t}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

$\text{LEV}_{i,t}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

$\text{ROA}_{i,t}$ : بازده دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

## ۷- یافته‌های پژوهش

### ۷-۱- آمار توصیفی

اطلاعات مربوط به آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ منعکس شده است. شاخص‌های مرکزی (میانگین و میانه) و پراکندگی (انحراف معیار، حداکثر و حداقل) برای متغیرهای پژوهش به‌منظور تحلیل توصیفی متغیرها قبل از آزمون فرضیه به کار گرفته می‌شوند. این اقدام به‌منظور ارائه دیدگاهی کلی نسبت به جامعه آماری و شناخت بیشتر آن صورت می‌گیرد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شرح	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
ریسک سقوط قیمت سهام	-۰/۴۲	-۰/۵۳	۰/۶۱	۳/۱۵	-۳/۵۶
اندازه شرکت	۵/۹۴	۵/۸۸	۰/۷۵	۸/۱۷	۴/۰۲
اهرم مالی	۰/۵۶	۰/۵۷	۰/۱۸	۰/۹۰	۰/۱۲
بازده دارایی‌ها	۰/۱۴	۰/۰۹	۰/۳۶	۱/۳۱	-۰/۲۶
مشاهدات مربوط به نزدیک‌بینی سرمایه‌گذار: ۳۵۷ مشاهده					
مشاهدات مربوط به عدم نزدیک‌بینی سرمایه‌گذار: ۶۹۳ مشاهده					

منبع: یافته‌های محقق

### ۷-۲- آمار استنباطی

برای انتخاب روش مناسب برای تخمین مدل‌های مزبور در مقاطع و دوره‌های زمانی مختلف داده‌های ترکیبی، از آزمون F مقید (چاو) استفاده شده است. اگر سطح خطای آزمون چاو کوچک‌تر از ۵ درصد باشد، مدل داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود و در غیر این صورت از روش داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود.

جدول (۲): آزمون برآورد مدل پژوهش

نوع آزمون	آماره‌ی آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون چاو	۳/۲۴	۰/۰۰	داده تابلویی
آزمون هاسمن	۴/۹۱	۰/۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های محقق

با توجه به جدول ۲ برای تخمین مدل پژوهش، با توجه به اینکه سطح خطای آزمون چاو کمتر از ۵ درصد است از "داده‌های تلفیقی" استفاده می‌شود. لذا برای تعیین روش اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. از آنجا که سطح خطای آزمون هاسمن در مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است نوع مدل منتخب "مدل اثرات ثابت" خواهد بود.

همانطور که در جدول ۳ نشان داده شده است، ضریب تعیین مدل برازش شده‌ی پژوهش ۰/۳۱ است، پس می‌توان ادعا کرد ۳۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته مدل پژوهش را می‌توان توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داد. همچنین از آماره‌ی دوربین - واتسون می‌توان جهت تعیین وجود یا عدم وجود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره‌ی دوربین - واتسون محاسبه شده برای مدل پژوهش ۱/۶۸ می‌باشد و مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ است، بنابراین فرض وجود همبستگی بین خطاها رد می‌شود. همچنین سطح معناداری آماره اف برای مدل پژوهش کمتر از پنج درصد است از همین رو می‌توان پذیرفت در مدل پژوهش، دست کم یکی از متغیرهای مستقل و یا کنترلی دارای رابطه خطی با متغیر وابسته است و یافته‌های مدل پژوهش برای روابط متغیرهای مستقل و کنترلی با متغیر وابسته قابل اتکاست.

همچنین ضریب و سطح خطای مربوط به متغیر مستقل یعنی نزدیک بینی سرمایه‌گذاران به ترتیب ۰/۱۲ و ۰/۰۰ می‌باشد. از آنجایی که ضریب متغیر مثبت است و سطح خطای این متغیر کمتر از ۵ درصد است، بنابراین می‌توان در سطح اطمینان ۹۵ پذیرفت نزدیک بینی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت معناداری داشته و فرضیه‌ی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بازده دارایی‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر منفی معناداری دارد، اندازه شرکت و اهرم مالی نیز تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام ندارند.

جدول (۳): آزمون فرضیه پژوهش

شرح	ضریب	آماره تی	سطح معناداری
مقدار ثابت	۱/۴۲	۴/۵۳	۰/۰۰
نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران	۰/۱۲	۳/۰۶	۰/۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۳	-۱/۸۶	۰/۰۶
اهرم مالی	۰/۰۱	۱/۵۷	۰/۱۱
بازده دارایی‌ها	-۰/۰۹	-۲/۸۹	۰/۰۰
ضریب تعیین	۰/۳۱	آماره اف	۳۳/۲۷
آماره دوربین واتسن	۱/۶۸	سطح معناداری	۰/۰۰

منبع: یافته‌های محقق

## ۸- نتیجه‌گیری و بحث

هدف این پژوهش بررسی تأثیر نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. یافته‌ها حاصل از آزمون فرضیه پژوهش بیان‌گر آن است که نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. سرمایه‌گذاران نزدیک‌بین عایدات کوتاه‌مدت را بیش از واقع و عایدات بلندمدت شرکت را کمتر از واقع ارزیابی می‌نمایند. در حقیقت، در بازارهای فاقد ویژگی کارایی، سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان، ارزش شرکت را تنها بر اساس آنچه در گذشته اتفاق افتاده است و یا در آینده نزدیک رخ خواهد داد، تعیین می‌کنند و کمتری به توانایی‌های بالقوه شرکت در آینده دورتر اهمیت می‌دهند، از این رو مدیریت شرکت‌ها برای برآورده نمودن توقعات سرمایه‌گذاران برای بهبود سودآوری و قیمت جاری سهام شرکت، بر عملکرد کوتاه‌مدت شرکت تمرکز کرده و هر آنچه را که منجر به کاهش این عملکرد کوتاه‌مدت شود را حذف خواهند نمود. به عبارت دیگر مدیریت شرکت به جای تمرکز بر اهداف و برنامه‌ریزی‌های بلندمدت بر اهداف کوتاه‌مدت تمرکز می‌نماید و در نتیجه نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران موجب افزایش عایدات جاری و متورم کردن سودآوری شرکت در کوتاه مدت شده

ولی در بلند مدت سودآوری شرکت را کاهش می‌دهد (Garel, 2017). از همین رو یکی از پیامدهای مخرب نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران و عدم توجه به عملکرد بلند مدت شرکت، افزایش ریسک سقوط قیمت سهام در بلند مدت می‌باشد. یافته‌های حاصل از این پژوهش با مطالعات الن و همکاران (Allen, 2006) (et al., 2006) همخوانی دارد.

با توجه به تأثیر مثبت نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود به جای تمرکز بر عایدات کوتاه‌مدت، به عملکرد واقعی و بلند مدت شرکت توجه نمایند، زیرا پدیده نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران، باعث شده تا عوامل بنیادی و افق بلند مدت سرمایه‌گذاری در بورس فراموش و کسب بازدهی‌های روزانه جایگزین آن شود. از این رو نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران فعالان بازار به بورس موجب یکی از بزرگ‌ترین مشکلات در بورس شده که منجر به ناکارآمدی بورس در بلند مدت می‌شود. از سوی دیگر به مدیران شرکت‌ها نیز پیشنهاد می‌شود در انتخاب راهبردهای ارزش آفرین شرکت، علاوه بر تمرکز بر اهداف کوتاه‌مدت و خلق بیشترین ارزش مورد انتظار برای سرمایه‌گذاران نزدیک‌بین، به راهکارهایی روی آورند که عملکرد بلندمدت شرکت نیز بهبود یابد. همچنین جهت شفاف‌سازی و مشخص شده ارزش واقعی شرکت‌ها و درک بهتر عملکرد واقعی شرکت‌ها در کوتاه‌مدت و بلندمدت به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود قوانین و مقرراتی را اتخاذ نماید تا حد امکان شرکت‌ها افشاءدقیق اطلاعات صورت‌های مالی پرداخته تا از این طریق عدم تقارن اطلاعات بین مدیریت و سرمایه‌گذاران کاهش پیدا کرده و از این طریق پیامدهای نزدیک‌بینی سرمایه‌گذاران در بلند مدت به حداقل برسد.

## منابع و مأخذ

۱. حسنی، محمد و محمد بشیر حسینی. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه‌ی سطح افشاء اطلاعات حسابداری و نوسانات قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، شماره ۲، صص ۷۵-۸۴.
۲. حیدر پور، فرزانه، تاروی وردی، یداله و مریم محرابی. (۱۳۹۲). "تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال ششم، شماره ۱۷، صص ۱-۴.
۳. خدارحمی، بهروز، فروغ‌نژاد، حیدر، شریفی، محمد جواد و علیرضا طالبی. (۱۳۹۵). "تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، شماره ۱۴، صص ۳۹-۵۸.
۴. دیانتی، زهرا، مرادزاده، مهدی و سعید محمودی. (۱۳۹۱). "بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام"، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، شماره ۲، صص ۱-۱۸.
۵. زنجیردار، مجید و صدف خجسته. (۱۳۹۵). "تأثیر رفتار توده وار سرمایه‌گذاران نهادی بر بازده سهام"، فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، شماره ۱۵، صص ۱۱۵-۱۳۴.
۶. شعری آناقیز، صابر، حساس یگانه، یحیی، سدیدی، مهدی و بنیامین نره‌ئی (۱۳۹۵)، "تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری"، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۳۲، صص ۱-۳۷.
۷. فدایی‌نژاد، محمد اسماعیل و افسانه دلشاد. (۱۳۹۷). "بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۲۱، صص ۵۱-۶۹.
۸. مرادی، مهدی، باقرپور، محمد علی و احمد احمدی. (۱۳۹۵). "تحلیل پدیده نزدیک‌بینی در بازار سرمایه ایران با بکارگیری مدلی مبتنی بر حسابداری مازاد تمیز"، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، شماره ۱۸، صص ۵۵-۶۲.
۹. هاشمی، عباس؛ امیری، هادی و رویا معین قفقازی. (۱۳۹۲). "تأثیر بکارگیری هزینه سرمایه بر رابطه سود و بازده"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۳۸، صص ۹۱-۱۱۷.
10. Allen, F., Morris S., & Shin, H. (2006). "Beauty Contests and Iterated Expectations in Asset Markets". Review of Financial Studies, Vol. 19, Issue 1, pp. 719-752.

11. Chen, J., Hong, H., Stein, J. (2001). "Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices". *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, Issue 1, pp. 345–381.
12. Del Rio, C., & Santamaria, R. (2011). "Stock characteristics, investor type and market myopia". *Journal of Behavioral Finance*, Vol. 17, Issue 2, pp. 183–199.
13. Docherty, P., & Hurst, G.C. (2018). "Investor Myopia and the Momentum Premium across International Equity Markets". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 53, Issue 6, pp. 2465-2490.
14. Docherty, P., & Hurst, G.C. (2016). "Myopic loss aversion and the momentum premium".  
<https://www.semanticscholar.org/paper/a4b0e77b6bab08d1498d39f8927ba891b3dc3ee7>.
15. Garel, A. (2018). "Myopic Market Pricing and Managerial Myopia". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 44, Issue 9-10, pp. 1194-1213
16. Gao, W., Li, Q., & Drougas, A. (2017). "Ownership Structure and Stock Price Crash Risk: Evidence from China". *Journal of Applied Business and Economics*, Vol. 19, Issue 4, PP. 65-78.
17. Guo, J., & Huang. (2015). "The re-examination between international big four accounting firms and high quality auditing: analysis based on real activity earning management". *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, Vol. 3, Issue 1, PP. 115-124.
18. Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). "Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk". *Research in International Business and Finance*, Vol. 24, Issue 1, PP. 262-274.
19. Hau, H., and S. Lai. (2013). "Real effects of stock underpricing". *Journal of Financial Economics*, Vol. 108, Issue 2, PP. 392-408.
20. Keynes, J. M. (1936). "The General Theory of Employment", Interest and Money. London, UK: Macmillan.
21. Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). "Accounting conservatism and stock price crash risk: Firmlevel evidence". *Contemporary Accounting Research*, Vol. 33, Issue 1, PP. 412–441.
22. Kim, T. & A. Ha. (2010). "Investor Sentiment and Market Anomalies". 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
23. Lee, W., & Ahn, J. (2014). "Financial interpretation of herd behavior index and its statistical estimation". *Journal of the Korean Statistical Society*, In Press, Corrected Proof.
24. Mamun, M., Balachandran, B., & Duong, H. (2019). "Powerful CEOs and Stock Price Crash Risk", FIRM Research Paper No. 2791707. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2791707>
25. Ohlson, J. A. (1995). "Earnings, book values, and dividends in equity valuation". *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, Issue 2, PP. 661-687.
26. Rappaport, A. (2005). "The Economics of Short-Term Performance Obsession". *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, Issue 3, PP. 65-79.



27. Tang Y., Xie L., Li W., Meng Y. (2019). "Managerial Power, Ownership and Stock Price Crash Risk". International Conference on Management Science and Engineering Management, Vol. 49, Issue 1, PP. 619-632.
28. Tarkovska, V. (2017). "Corporate Governance and Stock Price Crash Risk: Evidence from UK Panel Data". Academy of Management Proceedings, <https://doi.org/10.5465/ambpp>.



## The Effect of Investors Myopic on Stock Price Crash Risk

Ali Tamoradi<sup>۳</sup>

Mohsen Salehinia<sup>۴</sup>

### Abstract:

Investors myopic means more than realizing short-term earnings and less than the actual valuation of long-term earnings by active investors in the capital market. Investor's myopia leads to behavior change company management and Instead of concentrating and planning to enhance long-term performance, companies focus on current and short-term performance, which may increase the stock price crash risk in the long run. The purpose of this study was to investigation the effect of investors myopic on the stock price crash risk in listed companies in the Tehran Stock Exchange. Information needed for the study of the financial statements of 150 Company in the period of years 1389-1395 has been collected. To test the research hypotheses, the multivariate regression model has been used with panel data using fixed effects method. For the measurement of myopia investors from the Del Rio & Santamaria (2016) and for measuring stock price crash risk also fluctuate bottom-up model of Chen et al (2001) have been used. The findings of the research hypothesis and show that investors myopic has a positive and significant effect on the stock price crash risk

**Keywords:** Investors, Investors Myopic, Stock Price Crash Risk.

**JEL Classification:** G32, G23

3. M.A in Accounting, Islamic Azad University, Khorramshahr International Branch, Khorramshahr, Iran (Corresponding Author). Email: tamoradi001@gmail.com

4. Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University, Khorramshahr International Branch, Khorramshahr, Iran.