

مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز

دوره یازدهم، شماره اول، بهار و تابستان ۱۳۹۸، پیاپی ۷۶/۳، صفحه‌های ۱۹۵-۲۲۰

(مجله علوم اجتماعی و انسانی پیشین)

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

فاطمه فولادی سوادکوهی

دانشگاه بابلسر

وحید دانشی

دانشگاه سمنان

کاظم شمس‌الدینی

دانشگاه شهید باهنر کرمان

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه 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 ۱۶۷ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۶ 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 کاهنده 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.

استادیار گروه حسابداری (نویسنده مسئول). kshams@uk.ac.ir

کارشناسی ارشد حسابداری Vahidiii007@yahoo.com

کارشناسی ارشد حسابداری fooladisavadkoochi71@gmail.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۴/۳۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۱۱/۲۸

۱. مقدمه

پس از بروز بحران‌های مالی اخیر در دنیا، ساختار زمانی منابع شرکت از اهمیت خاصی برخوردار شده است. نتایج تحقیقات 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، ۱۳۹۱). یکی از عوامل مهم و تاثیرگذار بر عملکرد و موفقیت شرکت‌ها ساختار بدهی است و معمولاً 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 مخصوصاً در شرکت‌های آمریکایی بیشتر به چشم می‌خورد به گونه‌ای که نسبت بدهی به سرمایه در سال ۱۹۸۲ نسبت به سال ۱۹۹۳ از ۲ به ۵ 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، ۱۳۸۲).

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 پروژهای مهم توسط سرمایه‌گذاران می‌باشد و شناسایی این پروژه‌ها 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، ۲۰۰۹^۱ و کیم و ژانگ، ۲۰۱۰^۲) همواره مدیران واحدهای تجاری این توانایی را خواهند داشت که در انجام سیاست «تأخیر در انتشار اخبار بد و انباشته ساختن آن به صورت اطلاعات محرمانه» مقدار مشخصی از اخبار بد را در شرکت انباشته سازند که به دلیل عواملی نظیر پرهزینه بودن این سیاست یا به‌طور کلی 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 باورهای قبلی و در نهایت پایین آمدن قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود که در ادبیات مالی از آن به عنوان ریسک سقوط قیمت سهام یاد می‌شود (دبانتی و همکاران، ۱۳۹۱)؛ بنابراین بررسی رابطه ساختار بدهی و ریسک سقوط آتی

قیمت سهام اهمیت دارد. از طرفی یکی از مکانیزم‌های تأثیرگذار 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 آن 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؛ در نتیجه ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش داده (ودیعی نوقابی و رستمی، ۱۳۹۳) و از این طریق انتظار می‌رود بر رابطه بین سررسید بدهی‌های کوتاه مدت و ریسک سقوط آتی سهام تأثیرگذار باشند. هرچند در تحقیقات قبلی رابطه بین دو متغیر مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام (به‌عنوان مثال پژوهش دیانتهی و همکاران، ۱۳۹۱) و سررسید بدهی و ریسک سقوط قیمت سهام (به‌عنوان مثال پژوهش فروغی و ساکیانی، ۱۳۹۵) 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.

۲. مبانی نظری

۲-۱. سررسید بدهی‌های کوتاه مدت 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، ۱۹۹۸^۳؛ نمازی، ۱۳۸۴) 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 این که 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، ۲۰۰۹). به عبارتی، در پدیده سقوط قیمت سهام، یک تعدیل منفی ناگهانی در قیمت سهام رخ داده و

باعث تجدید نظر ناگهانی در انتظارات سهامداران و سرمایه‌گذاران 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،^۴ ۲۰۰۳). 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،^۵ ۲۰۱۱). 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،^۶ ۲۰۰۷)؛ بنابراین، تصمیم‌گیری در مورد ساختار سررسید بدهی برای بقای تجاری شرکت بسیار ضروری است. با این حال، انتخاب ساختار بدهی کار ساده‌ای نیست و تصمیمات اشتباه می‌تواند شرکت را به سمت بحران و ورشکستگی سوق دهد (حاجی‌ها و اخلاقی، ۱۳۹۱). طبق تئوری علامت‌دهی، انتشار بدهی با سررسید کوتاه‌مدت می‌تواند علامت مثبتی از کم بودن ریسک اعتباری شرکت باشد. دپاموند^۷ (۱۹۹۱) نتیجه گرفت که با افزایش رتبه اعتباری، شرکت‌ها به دلیل عدم تقبل ریسک تامین مالی مجدد، معمولاً 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،^۸ ۲۰۱۱). با در نظر گرفتن تئوری نمایندگی، یکی مهم‌ترین دلایل کاهش و افت ناگهانی در 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 اعتباردهندگان 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،^۹ ۱۹۹۷؛ دیاموند، ۱۹۷۷). با توجه به این نکات بدهی‌ها می‌توانند ابزاری مؤثر برای کنترل رفتار مدیر تلقی شوند (فروغی و ساکیانی، ۱۳۹۵ به نقل از راجان و وینتن،^{۱۰} ۱۹۹۵؛ استولز،^{۱۱} ۲۰۰۰). در مجموع انتظار می‌رود هرچه مبلغ بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت (کمتر از یک سال) بیشتر باشد، ریسک سقوط آتی قیمت سهام کمتر باشد؛ به عبارت دیگر انتظار می‌رود بین این دو متغیر رابطه منفی و معکوس وجود داشته باشد.

۲-۲. تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین سررسید بدهی و ریسک سقوط آتی قیمت

سهام

طی سال‌های اخیر و به ویژه پس از بروز بحران مالی در سال ۲۰۰۸، موضوع تغییرات (سقوط و جهش) ناگهانی قیمت سهام، باعث شده است که تعداد زیادی از دانشگاهیان و حتی افراد حرفه‌ای توجه ویژه‌ای به این موضوع داشته باشند. این تغییرات، می‌تواند به دو صورت مثبت (جهش) یا منفی (سقوط) قیمت سهام رخ دهد. بر اساس تئوری چشم‌انداز معمولاً 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 برخوردار است. به همین دلیل موضوع سقوط قیمت سهام نیز بیشتر مورد توجه محققان مالی قرار گرفته است (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱). در تحقیقاتی که در زمینه ریسک سقوط قیمت سهام انجام گردیده است دو مطلب اصلی بیان شده است: اول این که سیستم 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، ۱۳۹۱). 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 برخوردارند 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 نهایتاً جلوگیری از عدم انباشت اخبار بد به وسیله مدیریت شرکت می‌شود. در مقابل اعتباردهندگان کوتاه‌مدت، اعتباردهندگان بلندمدت معمولاً از حق کنترل و نظارت کمتر و ضعیف‌تری برخوردار می‌باشند، اعتباردهندگان بلندمدت تا زمانی که یک نقض آشکار در شرایط قرارداد صورت نگیرد، معمولاً 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 سقوط قیمت 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،^{۱۲} ۲۰۱۸)؛ 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.

۳. 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 فانگ^{۱۳} (۲۰۱۳) در پژوهش به بررسی تأثیر 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 نهایتاً منجر به ریزش قیمت سهام می‌شود، جلوگیری می‌کند. نتایج پژوهش اندرو و همکاران^{۱۴} (۲۰۱۶) در پژوهش خود به بررسی تأثیر 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 جمع‌آوری اخبار بد می‌شود. پنیاتس و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۵) در پژوهش خود رابطه بین معیارهای حاکمیت شرکتی و ریسک سقوط سهام را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها با استفاده از ۶۶۲۰ مشاهده طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۹ نتیجه گرفتند که مالکیت نهادی باعث افزایش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت می‌شود.

پتیا^{۱۶} (۲۰۱۵) 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 همکاران^{۱۷} (۲۰۱۶) 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 (۲۰۱۸) با استفاده از داده‌های مربوط به ۷۷۱۲ شرکت امریکایی (۵۳۰۵۲ سال - شرکت) طی سال‌های ۱۹۸۹ تا ۲۰۱۴ تأثیر 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 (۲۰۱۸) علی و همکاران^{۱۸} 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 (۱۳۹۱) با استفاده از داده‌های مربوط به ۵۹ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۰ 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 (۱۳۹۳) با استفاده از داده‌های مربوط به ۸۰ شرکت طی دوره ۹ ساله ۹۱-۱۳۸۳ 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 (۱۳۹۳) در پژوهشی با استفاده از اطلاعات مالی مربوط به ۸۹ شرکت برای دوره زمانی ۷ سال ۹۲-۱۳۸۶ 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 Q توبین، 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 (۱۳۹۵) با استفاده از داده‌های مربوط به ۱۰۲ شرکت طی دوره زمانی شش ساله ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ به بررسی رابطه بین سررسید بدهی و خطر سقوط 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 (۱۳۹۵) 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 هیات مدیره و مدیر عامل شرکت تاثیر منفی و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. در سال (۱۳۹۶) نجفی‌مقدم

در تحقیق خود با استفاده از داده‌های مربوط به ۴۲ شرکت در دوره زمانی ۵ ساله ۹۳-۱۳۸۹ رابطه بین درصد مالکیت سهامداران 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 همزمانی قیمت سهم شرکت کاهش می‌یابد. در سال (۱۳۹۷) 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 (۱۳۹۷) در تحقیقی به بررسی رابطه بین بیش‌اعتمادی مدیریت و ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. آن‌ها با استفاده از داده‌های مربوط به ۷۱ شرکت بورسی طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۴ 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. به عبارت دیگر با افزایش بیش‌اعتمادی مدیران، شرکت‌ها در معرض ریسک سقوط قیمت سهام بیشتری قرار می‌گیرند.

در مجموع، در پژوهش‌های پیشین در ایران تأثیر مالکیت نهادی به عنوان عامل تعدیل‌کننده 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 (مثلاً، دانگ و همکاران، ۲۰۱۸) به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین سررسید بدهی‌های کوتاه مدت و ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداخته شده است.

۴. روش پژوهش

روش این پژوهش شبه‌تجربی و از آنجایی که 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 ۹۶-۱۳۸۷، شرکت‌های فاقد ویژگی‌های مورد نظر محقق حذف و در نهایت امر تعداد ۱۶۷ شرکت باقیمانده به عنوان جامعه غربال شده انتخاب گردید؛ پس‌از آن

متغیرهای مدنظر تحقیق از کدال و صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج و در نهایت فرضیات تحقیق آزمون شدند.

۵. 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.

۶. مدل‌های پژوهش و اندازه‌گیری متغیرها

برای آزمون فرضیه اول و دوم به ترتیب از مدل‌های (۱) و (۲) استفاده شده است.
مدل ۱:

$$NCSKEW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ST_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل ۲

$$NCSKEW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ST_{i,t} + \beta_2 INST_{i,t} + \beta_3 ST * INST_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$NCSKEW_{i,t}$: ریسک سقوط قیمت سهام؛

$ST_{i,t}$: 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:

۶-۱. متغیر وابسته

متغیر وابسته پژوهش حاضر ریسک سقوط آتی قیمت سهام است که برای اندازه‌گیری آن

از مدل ارائه شده توسط چن و همکاران (۲۰۰۱) به شرح رابطه (۱) استفاده شده است:

$$\text{NCSKEW}_{i,t} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}] / [(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t})^{3/2}] \quad \text{رابطه (۱)}$$

در مدل فوق، $W_{i,t}$ نشان‌دهنده بازده ماهانه خاص شرکت i برای ماه t و n تعداد بازده ماهانه مشاهده شده در طی سال مالی است که از رابطه (۲) محاسبه می‌شود. در این مدل، افزایش مقدار ضریب منفی چولگی بیانگر آن است که شرکت در معرض ریزش قیمت سهام بیشتری قرار دارد.

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

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_1 r_{m,t} - 2 + \beta_2 r_{m,t} - 1 + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t} + 1 + \beta_5 r_{m,t} + 2 + \varepsilon_{j,t} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در رابطه ۳، $r_{j,t}$ بازده سهام شرکت j در ماه t و $r_{m,t}$ بازده ماهانه بازار (بر اساس شاخص بازار) است.

۲-۶. متغیر مستقل

متغیر مستقل پژوهش بدهی‌های با سررسید کوتاه مدت 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. در واقع این متغیر نشان می‌دهد چند درصد بدهی‌های بلندمدت دارای سررسید کمتر از یک سال هستند (دانگ و همکاران، ۲۰۱۶).

۳-۶. 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 سرمایه‌گذاران شامل شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و موسسات مالی اعتباری و ... می‌باشند (بوش، ۲۰۰۱).
 برای تفکیک شرکت‌های با مالکیت نهادی ضعیف و قوی از همدیگر، از میانه نسبت مالکیت نهادی در هر سال 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.

۴-۶. متغیرهای کنترل

بر مبنای تحقیق دانگ و همکاران (۲۰۱۶) 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 دعای حقوقی وجود دارد (خان و واتس، ۲۰۰۹) 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 (۲۰۱۰) بیان می‌کنند که شرکت‌های بزرگ از انگیزه کافی جهت افزایش طلاعات مالی و نهایتاً افزایش کیفیت گزارشگری مالی برخوردارند. 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 (۲۰۰۹)

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.

۷. جامعه آماری، نمونه و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده 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 غربال‌شده مبنای آزمون فرضیه‌های پژوهش قرار گرفتند. روند انتخاب جامعه غربال‌شده در نگاره ۱ ارائه شده است.

۱- شرکت قبل از سال ۸۷ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۶ در بورس فعال باشد؛

۲- شرکت نباید از گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ‌ها و واسطه‌گری مالی باشد؛

۳- سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند باشد و طی بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد؛

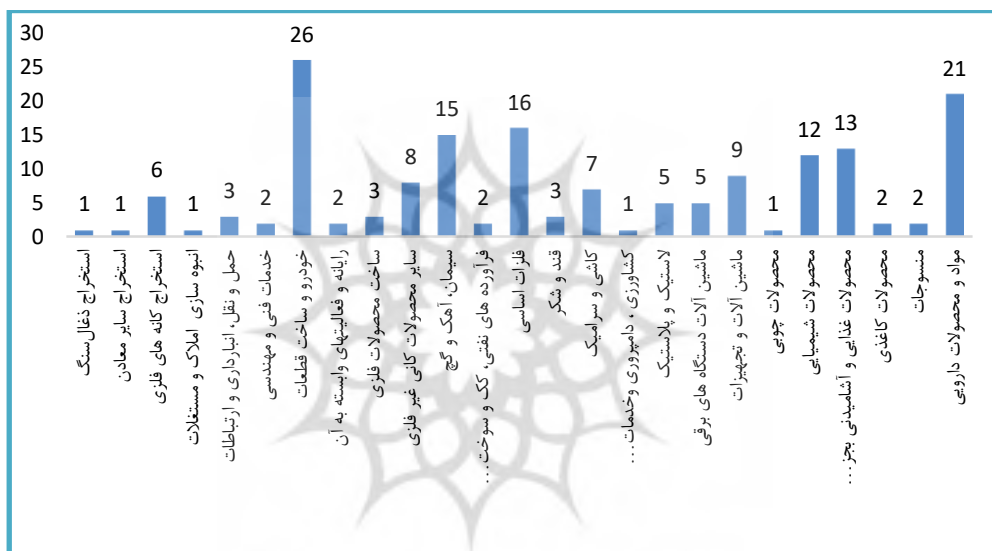
۴- اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس باشد.

نگاره ۱: روند انتخاب نمونه

۵۰۵	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس در پایان سال ۹۶
	معیارها:
(۱۷۶)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۶-۸۷ در بورس فعال نبوده‌اند
(۶۲)	تعداد شرکت‌هایی بعد از سال ۸۷ در بورس پذیرفته شده‌اند.
(۴۵)	تعداد شرکت‌هایی که جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها یا لیزینگ‌ها بوده‌اند.
(۵۳)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده‌اند یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نیست.
(۲)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات آن‌ها در دسترس نیست.

بعد از مدنظر قرار دادن تمامی معیارهای بالا، تعداد ۱۶۷ شرکت به‌عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است؛ از این رو مشاهدات ما طی بازه زمانی ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۶ به ۱۶۷۰ سال - شرکت (۱۰ سال × ۱۶۷ شرکت) می‌رسد. در نگاره ۲ تعداد شرکت‌های نمونه به تفکیک صنایع ارائه شده است.

نگاره ۲: توزیع فراوانی شرکت‌های نمونه بر حسب صنعت



۸. آزمون و نتایج فرضیه‌های پژوهش

۸-۱. بررسی مفروضات مدل رگرسیون خطی

برای استفاده از مدل رگرسیون، ابتدا باید مفروضات کلاسیک رگرسیون بررسی شود (افلاطونی، ۱۳۹۴)؛ لذا در ادامه تعدادی از مفروضات بسیار مهم بررسی شده است.

۸-۱-۱. عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده‌ها

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

نگاره ۳: نتایج آزمون خودهمبستگی

شماره مدل	آزمون خودهمبستگی دوربین واتسون	
	آماره دوربین واتسون	خودهمبستگی
مدل (۱)	۲/۲۸۳	ندارد
مدل (۲)	۱/۹۷۹	ندارد

مأخذ: یافته‌های پژوهش

۲-۱-۸. آزمون ناهمسانی واریانس

برای بررسی مشکل ناهمسانی واریانس پسماندها از آزمون بروش- پاگان استفاده شده است که نتایج خروجی آزمون در نگاره شماره ۴ منعکس شده است.

نگاره ۴- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

شماره مدل	آزمون ناهمسانی واریانس بروش- پاگان		
	آماره آزمون	مقدار احتمال	ناهمسانی
مدل (۱)	۲۳۴/۸۷۷	۰/۰۰۰	دارد
مدل (۲)	۲۳۱/۹۶۹	۰/۰۰۰	دارد

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 می‌شود.

۳-۱-۸. نبودن هم‌خطی بین متغیرهای مستقل

به‌منظور بررسی هم‌خطی بین متغیرهای مدل از آزمون هم‌خطی VIF استفاده شده است. در آزمون هم‌خطی 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 ۷ و ۸) منعکس شده است. با توجه به اینکه مقدار VIF تمامی متغیرها کمتر از ده است، مشکل جدی هم‌خطی وجود ندارد.

۲-۸. 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 ۵ ارائه شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در نگاره شماره ۵ کمتر از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ است؛ لذا برای آزمون فرضیه‌ها استفاده از روش داده‌های ترکیبی مناسب است.

به دلیل انتخاب نشدن مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی، به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت ترکیبی در برابر الگوی اثرات تصادفی ترکیبی، آزمون هاسمن انتخاب شده است. نتیجه آزمون هاسمن در نگاره شماره ۵ ارائه شده است. مقدار احتمال آماره هاسمن در نگاره شماره ۵ برای مدل اول پژوهش کمتر از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ و برای مدل دوم پژوهش بیشتر از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ است؛ لذا برای آزمون فرضیه اول پژوهش باید از الگوی اثرات ثابت و برای آزمون فرضیه دوم از الگوی اثرات تصادفی استفاده شود.

نگاره ۵: نتایج آزمون F لیمر و هاسمن مدل پژوهش

شرح	آزمون F لیمر		آزمون هاسمن	
	آماره	P- Value	آماره	P- Value
مدل اول	۱/۷۵۱	۰/۰۰۰	۱۲/۶۲۴	۰/۰۲۷
مدل دوم	۱/۳۴۴	۰/۰۲۲	۷/۶۸۲	۱/۹۷۹

مأخذ: یافته‌های پژوهش

۳-۸. آمار توصیفی پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش در سطح کل شرکت‌ها در نگاره شماره ۶ ارائه شده است. همان‌گونه که در نگاره شماره ۶ نشان داده شده است، میانگین ضریب منفی چولگی سهام (NCSKEW) که بیانگر ریسک سقوط آتی قیمت سهام است، ۰/۲۰۲- و میانه آن برابر با ۰/۱۸۲- است. با توجه به میانگین متغیر مالکیت نهادی، می‌توان گفت سرمایه‌گذاران نهادی ۰/۶۰۹ سهام شرکت‌های نمونه را در تملک دارند. میانگین اهرم مالی برابر با ۰/۶۰۵ 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 ۳۱ درصد است که نشان می‌دهد حدود ۳۱ درصد بدهی‌های بلندمدت شرکت‌ها دارای سررسید کمتر از یک سال و ۶۹ درصد دارای سررسید بیش از یک سال هستند. میانگین نرخ بازده دارایی‌های شرکت‌های نمونه تقریباً ۱۰ درصد است. این رقم نشان می‌دهد به‌طور متوسط شرکت‌های نمونه به ازای هر یک واحد سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها حدود ۰/۱۰ بازدهی کسب کرده‌اند.

نگاره ۶: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	علامت اختصاری	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
ریسک ریزش قیمت سهام	NCSKEW	-۰/۲۰۲	-۰/۱۸۲	۲/۱۷۹	-۲/۶۲۳	۰/۷۲۸
سررسید بدهی‌ها	ST	۰/۳۰۷	۰/۲۴۱	۰/۹۷۶	۰/۰۰۱	۰/۲۴۱
مالکیت نهادی	INST	۰/۶۰۹	۰/۷۱۱	۰/۹۵۸	۰	۰/۳۰۳
اهرم مالی	LEV	۰/۶۰۵	۰/۶۱۵	۰/۹۳۶	۰/۲۳۶	۰/۱۶۱
اندازه شرکت	SIZE	۱۳/۵۹۲	۱۳/۴۷۹	۱۹/۵۶۶	۸/۵۰۴	۱/۵۴۲
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۹۷	۰/۰۸۶	۰/۳۶۰	-۰/۱۲۵	۰/۰۹۵
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MTB	۲/۱۸۱	۱/۹۴۲	۵/۷۱۹	۰/۲۲۹	۰/۷۹۱

مأخذ: یافته‌های پژوهش

۴-۸. فرضیه اول پژوهش

مقدار آماره F برابر با ۴/۸۰۳ و سطح احتمال آن برابر با ۰/۰۰ 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 ۵۰ 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 ۷ 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 (۰/۰۴۳) معنی‌دار است. این موضوع نشان می‌دهد سررسید بدهی‌های کوتاه‌مدت، ریسک سقوط آتی قیمت سهام را کاهش می‌دهد و فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

نگاره ۷- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیرها	علامت اختصاری	ضرایب رگرسیون	انحراف معیار	مقدار آماره t	احتمال آماره t	VIF
ضریب ثابت	C	-۰/۵۶۸	۰/۱۴۹	-۳/۷۹۵	۰/۰۰۰	---
سررسید بدهی	ST	-۰/۱۵۵	۰/۰۷۷	-۲/۰۱۷	۰/۰۴۳	۱/۵۳۲
اهرم مالی	LEV	۰/۰۹۳	۰/۰۵۴	۱/۷۱۱	۰/۰۸۹	۵/۷۶۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۱۲	۰/۰۴۴	-۰/۲۸۶	۰/۷۷۴	۴/۷۴۸
بازده دارایی	ROA	-۰/۲۰۹	۰/۰۴۵	-۴/۵۹۰	۰/۰۰۰	۵/۹۵۸
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MTB	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۲	۰/۲۹۵	۰/۷۶۷	۲/۱۰۲
R^2		R^2 تعدیل شده	مقدار احتمال F	احتمال آماره F	آماره دوربین- واتسون	
۰/۶۳۴		۰/۵۰۲	۴/۸۰۳	۰/۰۰۰	۲/۲۸۳	

مأخذ: یافته‌های پژوهش

۵-۸. فرضیه دوم پژوهش

در مدل دوم، مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل ۰/۳۰۷ است که نشان می‌دهد از تغییرات متغیر وابسته، ۳۰/۷ 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 (۲/۲۸۳) بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد؛ همچنین سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۰۰۰) نیز کمتر از ۰/۰۵ است و از معنی‌داری مدل حکایت دارد.

همان‌گونه که در نگاره شماره ۸ مشاهده می‌شود، مقدار احتمال آماره t مربوط به متغیر

حاصل ضرب مالکیت نهادی در سررسید بدهی (ST*INST) برابر با صفر و کمتر از ۵ درصد است. از طرفی مقدار ضریب زاویه این متغیر برابر با ۰/۲۴۲ است که نشان می‌دهد مالکیت نهادی ضعیف، رابطه منفی بین سررسید بدهی‌های کوتاه مدت 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 (نگاره ۷) برابر با منفی ۰/۱۵۵ و در مدل دوم (نگاره ۸) برابر با منفی ۰/۲۳۸ است که نشان می‌دهد مالکیت نهادی ضعیف رابطه بین سررسید بدهی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام را تقویت کرده است؛ به گونه‌ای که در نبود مالکیت نهادی ضعیف، به ازای هر یک واحد افزایش در سررسید بدهی مقدار ریسک سقوط آتی قیمت سهام ۰/۱۵۵ کاهش می‌یابد؛ ولی در حضور مالکیت نهادی ضعیف، این عدد از ۰/۱۵۵ به ۰/۲۳۸ افزایش می‌یابد.

نگاره ۸: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیرها	علامت اختصاری	ضرایب رگرسیونی	انحراف معیار	مقدار آماره t	احتمال آماره t	VIF
ضریب ثابت	C	۰/۰۴۱	۰/۰۶۷	۰/۶۱۰	۰/۵۴۱	---
سررسید بدهی‌ها	ST	-۰/۲۳۸	۰/۰۶۲	-۳/۸۳۷	۰/۰۰۰	۳/۹۹۶
مالکیت نهادی	INST	-۰/۶۱۸	۰/۲۵۷	-۲/۳۹۸	۰/۰۱۸	۱/۲۵۵
سررسید بدهی*مالکیت نهادی	ST*INST	۰/۲۴۲	۰/۰۶۶	۳/۶۳۶	۰/۰۰۰	۴/۰۷۶
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۳۳	۰/۰۱۸	-۱/۷۹۳	۰/۰۷۳	۱/۶۲۷
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۴	-۰/۶۵۰	۰/۵۱۵	۱/۰۸۹
بازده دارایی	ROA	۰/۰۹۰	۰/۰۳۱	۲/۸۹۶	۰/۰۰۳	۱/۶۸۶
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MTB	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۲	-۱/۱۵۲	۰/۲۴۹	۱/۰۰۷
R ²		R ² تعدیل شده	مقدار احتمال F	احتمال آماره F	آماره دوربین-واتسون	
۰/۳۲۵		۰/۳۰۷	۱۷/۸۹۹	۰/۰۰۰	۱/۹۷۹	

مأخذ: یافته‌های پژوهش

۹. 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 تأثیر 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 معمولاً 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 (۲۰۰۹) و دانگ و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت و با پژوهش فروغی و ساکیانی (۱۳۹۵) 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؛ از این رو 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 حالی 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 نه تنها 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 (۲۰۰۹) و دانگ و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت دارد.

۱۰. محدودیت‌ها و پیشنهادهای پژوهش

هر پژوهش دارای محدودیت‌هایی است که می‌تواند بر نتایج کار تأثیرگذار باشد؛ لذا نتایج

پژوهش حاضر باید با لحاظ کردن محدودیت‌های زیر تحلیل و تفسیر شود:

یکی از مهم‌ترین محدودیت‌های مربوط به تحقیقات نیمه تجربی این است که بر خلاف تحقیقات تجربی امکان کنترل تمامی متغیرهای مزاحم وجود ندارد. امکان تأثیرگذاری سایر متغیرهای مزاحم مانند شرایط سیاسی، متغیرهای غیرمالی، تحصیلات و غیره 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.

از آنجاکه 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 از سوی مدیر جلوگیری شود.

با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌ها، به دلیل اینکه اثر نظارتی بدهی‌های کوتاه‌مدت به عنوان 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:

۱- رابطه فوق در صنایع مختلف بررسی شود.

۲- 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.

۳- سایر عوامل مالی و غیرمالی تأثیرگذار 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 (۱۳۹۳). بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه‌ی بورس و اوراق بهادار، ۷(۲۸)، ۲۹-۴۵.
- احمدی، محمدرضان و درسه، سید صابر (۱۳۹۵). بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۸(۳)، ۱۹-۴۲.
- افلاطونی، سید عباس (۱۳۹۴). تجزیه و تحلیل آماری با Eviews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی، تهران: انتشارات ترمه.
- بشکوه، مهدی و کشاورز، فاطمه (۱۳۹۷). بیش‌اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام، راهبرد مدیریت مالی، ۶(۲۱)، ۱۸۳-۲۰۸.
- تنانی، محسن؛ صدیقی، علیرضا و امیری، عباس (۱۳۹۴). بررسی نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۳(۴)، ۳۱-۵۰.
- حاجی‌ها، زهره و اخلاقی، حسنعلی (۱۳۹۰). تأثیر عوامل خاص شرکت بر ساختار سررسید بدهی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱(۱)، ۳۹-۶۲.
- حاجی‌ها، زهره و اخلاقی، حسنعلی (۱۳۹۱). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی شرکت: آزمون تجربی تئوری نمایندگی و تئوری اهرم، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۰(۳۳)، ۱۴۷-۱۶۷.
- حافظ‌نیا، محمدرضا (۱۳۸۰). مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، تهران: انتشارات سمت.
- خاکی، غلامرضا (۱۳۹۰). روش تحقیق با رویکرد پایان‌نامه‌نویسی، تهران: انتشارات بازتاب.
- دیانتی دیلمی، زهرا؛ لطفی، محسن و آزاد بخش، کسری (۱۳۹۱). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی “گیتمان” بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) قیمت سهام، مجله دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱(۴)، ۵۵-۶۴.
- دیانتی دیلمی، زهرا؛ مرادزاده، مهدی و محمودی، سعید (۱۳۹۱). بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ۱(۲)،

۱۸-۱.

طالع زاری، مطهره و عبدالهی کیوانی، سیدمحمد (۱۳۹۷). 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 (۱۳۹۵). تأثیر سررسید بدهی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، پژوهش حسابداری، ۱(۱)۶۰، ۹۹-۱۱۶.

فروغی، داریوش و میرزایی، منوچهر (۱۳۹۱). تأثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۴(۲)، ۷۷-۱۱۷.

کدخدایی، حسین (۱۳۸۲). نقش بدهی در مجموعه اقلام مالی شرکت‌ها، بورس، ۳۶، ۵۶-۶۳.

نجفی مقدم، علی (۱۳۹۶). هم‌زمانی قیمت سهام و نقش سرمایه‌گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، ۶(۲۳)، ۷۱-۸۴.

نمازی، محمد (۱۳۸۴). بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، ۲۳(۲)، ۱۴۷-۱۶۴.

ودیدی نوقایی، محمدحسین و رستمی، امین (۱۳۹۳). بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۶(۲۳)، 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., LyeLi, 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 institutions mitigate agency problems? Evidence 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., Constantinou, 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.