



تأثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام

محسن ویسی

کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد رامهرمز، دانشگاه آزاد اسلامی، رامهرمز، ایران

زینب رضائی^۱

استادیار، گروه حسابداری، واحد شوشتر، دانشگاه آزاد اسلامی، شوشتر، ایران

رضا رستمی‌نیا

استادیار، گروه حسابداری، واحد شوشتر، دانشگاه آزاد اسلامی، شوشتر، ایران

ابراهیم سپهری

مربی، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

(تاریخ دریافت: ۹ مهر ۱۴۰۳؛ تاریخ پذیرش: ۶ اسفند ۱۴۰۳)

پژوهش حاضر با هدف کلی بررسی تأثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام صورت گرفته است. به این منظور تأثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم افزار آماری اویوز ۹ استفاده گردید. در این پژوهش نمونه پژوهش شامل ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است که اطلاعات صورت‌های مالی آن‌ها طی دوره زمانی هفت ساله از ابتدای سال مال ۱۳۹۶ تا پایان ۱۴۰۲ بر اساس مدل پژوهش آزمون گردید. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر آن است که سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت معناداری دارند. به این معنا که افزایش سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده موجب افزایش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌گردد. زمانی که سردرگمی سرمایه‌گذاران به واسطه انحراف توجه آن‌ها زیاد می‌شود، مدیران از این کاهش نظارت سرمایه‌گذاران نهادی برای رفتارهای فرصت طلبانه خود در گزارشگری مالی استفاده خواهند کرد و با پنهان کردن اخبار و عملکرد واقعی شرکت، احتمال ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهند.

واژه‌های کلیدی: سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی، سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده، ریسک سقوط قیمت سهام.

¹ ze.rezaei1361@iau.ac.ir

مقدمه

در دو دهه اخیر به ویژه بعد از بحران مالی و اقتصادی سال ۲۰۰۸، رویکردهای مختلف مرتبط با نوسان‌های ناگهانی قیمت سهام، به خصوص موضوع سقوط قیمت سهام توجه زیادی را از سوی پژوهشگران و تحلیل‌گران مالی به خود جلب کرده است. در دسته‌بندی کلی تغییرات ناگهانی قیمت سهام، به دو صورت کلی رشد ناگهانی و قیمت سهام اتفاق می‌افتد. سقوط قیمت سهام ناخوش‌آیند است و به دلیل اینکه منجر به ضرر و زیان زیادی به منافع سهامداران می‌شود و همچنین اعتماد آن‌ها به بازار سهام را کاهش می‌دهد، بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است [۵]. ریسک سقوط قیمت سهام به معنای این احتمال است که قیمت سهام به صورت ناگهانی در بازه زمانی کوتاه با حجم و درصد بالایی کاهش پیدا کند. بر حسب اهمیت موضوع، در سال‌های اخیر مطالعات زیادی از سوی پژوهشگران با هدف به بررسی عوامل موثر بر ریسک سقوط قیمت سهام در بازار سهام کشور ایران صورت گرفته است؛ چراکه بازار سهام کشور ایران به دلیل کارایی کم نسبت به بازار سهام کشورهای پیشرو، و همچنین نوسانات شدید بازار سهام به دلایل مختلف (از جمله تحریم، تورم، نوسانات نرخ ارز و نفت) در سال‌های اخیر، در معرض ریسک‌های بسیار زیادی بوده است. به همین دلیل یکی از موضوعات مهمی که سهامداران، به ویژه سهامداران ریسک‌گریز در هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام به آن توجه زیادی دارند، برآورد احتمال زیان ناشی از سقوط ناگهانی قیمت سهام می‌باشد؛ به همین دلیل شناسایی عوامل موثر بر ریسک سقوط قیمت سهام برای سهامداران اهمیت بالایی دارد. سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و یا عمده از عوامل مهمی است که می‌تواند ریسک سقوط قیمت سهام را تحت تاثیر قرار دهد. از موضوعات بسیار مهم در بازار سهام، رفتار سرمایه‌گذاران نهادی و یا سرمایه‌گذارانی که درصد بالایی از سهام شرکت را در اختیار دارند (سهامداران عمده) است که می‌تواند قیمت سهام شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار داده و به همین دلیل در سال‌های اخیر مورد توجه بسیاری از پژوهشگران مالی و حسابداری قرار گرفته است. این توجهات عمدتاً با هدف درک رفتار سرمایه‌گذاران و آثار آن در تصمیم‌گیری معاملاتی صورت گرفته است. از آنجایی که برخی تصمیم‌های معاملاتی سهامداران، ریشه در ادراک و افکار آن‌ها دارد و دلایل منطقی برای آن‌ها وجود ندارد. از این رو در بازه‌های زمانی ممکن است سهامداران با دقت و نظارت کافی بر پرتفوی خود، تصمیم به خرید یا فروش ناگهانی سهام بگیرند که این تصمیم‌ها در کوتاه مدت می‌تواند قیمت سهام را به صورت ناگهانی کاهش دهد.

پژوهش‌های پیشین تأثیر ویژگی‌های مختلف از جمله ویژگی‌های شرکت، حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت و ویژگی‌های مدیریت نظیر توانایی و قدرت مدیریت را به عنوان عوامل تعیین کننده ریسک سقوط قیمت سهام بررسی کرده‌اند [۱۸، ۲۸ و ۲۹]، اما تاکنون نقش سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و یا عمده در مطالعات مالی و حسابداری کمتر مورد توجه قرار گرفت. با توجه به کمبود پژوهش در خصوص روابط متغیرهای مورد مطالعه، این انگیزه را در نویسندگان پژوهش ایجاد کرده است تا در بازار سهام کشور ایران تاثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و یا سرمایه‌گذاران عمده بر ریسک سقوط قیمت

سهام را مورد مطالعه قرار دهند. بررسی این موضوع می‌تواند موجب آگاهی بخشی سرمایه‌گذاران در زمینه تاثیر سردرگمی بر تصمیم‌گیری‌های آن‌ها شود. در ادامه پژوهش، مبانی نظری و پژوهش‌های انجام شده ارائه می‌شود. سپس فرضیه‌های پژوهش و روش‌آزمون آن‌ها بیان می‌شود. در نهایت یافته‌های پژوهش، بحث و نتیجه‌گیری و پیشنهادهایی بر اساس نتایج به دست آمده ارائه می‌گردد.

مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش

ترکیب سهامداران در شرکت‌های بورسی متفاوت است. بخشی از سهام شرکت‌ها تحت مالکیت سرمایه‌گذاران خرد (جزء) و اشخاص حقیقی است که هر کدام درصد کمی از سهام شرکت را در اختیار دارند [۱۲]. اما در اغلب کشورها بخش زیادی از سهام شرکت‌ها در تحت مالکیت سهامداران نهادی و یا سهامداران عمده قرار دارد. سرمایه‌گذاران نهادی و یا سرمایه‌گذاران عمده، به‌طور معمول سهامداران حرفه‌ای هستند که برای اهداف بلندمدت در ساختار مالکیت شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری می‌کنند [۱۳]. با توجه به اینکه این سهامداران به‌طور عمده سرمایه‌گذاری می‌کنند، معمولاً با انگیزه بیشتری برای فعالیت شرکت دارند. به همین دلیل حضور سرمایه‌گذاران نهادی و عمده در ساختار مالکیت منجر به نظارت بهتر بر مدیران جهت محدود سازی رفتارهای فرصت طلبانه می‌گردد [۱۵]. دقت در نظارت سرمایه‌گذاران نهادی و عمده، می‌تواند منجر به افزایش توجه مدیران به اهداف بلند مدت و حداکثر سازی ارزش بلندمدت شرکت به جای تمرکز بر سودآوری کوتاه‌مدت شرکت گردد. همچنین رواج مالکیت نهادی و عمده می‌تواند نقش اساسی در کاهش تضاد منافع، افزایش تقارن اطلاعاتی و بین مدیران و سهامداران و در نتیجه حداکثر سازی ثروت سهامداران در بلند مدت گردد.

با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام توسط سرمایه‌گذاران نهادی و یا عمده، از نفوذ زیادی در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار هستند، به همین دلیل این سرمایه‌گذاران می‌توانند بر رویه‌های شرکت، کنترل‌های داخلی و سیاست‌های مالی و گزارشگری مالی نظارت و کنترل داشته باشند. به عبارت دیگر، سهامداران نهادی و عمده، مستقل هستند و بر همین اساس می‌توانند در نظارت بر عملکرد و تصمیم‌گیری مدیران موثرتر باشند [۳۰]. همچنین این سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاران خرد توانایی بیشتری برای دسترسی و اطلاعات از کانال‌های مختلف دارند، به همین دلیل آن‌ها در روند معاملاتی، آگاهی بیشتری نسبت به دیگر سرمایه‌گذاران دارند [۲۲].

سرمایه‌گذاران به دو دسته سرمایه‌گذاران با دیدگاه سرمایه‌گذاری بلندمدت و سرمایه‌گذاران با دیدگاه سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت قابل تقسیم هستند. سرمایه‌گذاری نهادی و عمده اغلب با دیدگاه سرمایه‌گذاری بلندمدت اقدام به خرید سهام شرکت‌ها می‌کنند و به جای توجه به عایدات جاری، ارزش ذاتی (بنیادی) سهام توجه می‌کنند و به همین دلیل نظارت و کنترل بیشتری بر گزارشگری مالی تا مانع دستکاری سود توسط مدیران گردند [۲۵]. در مقابل سرمایه‌گذاران با دیدگاه سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، به دنبال عایدات کوتاه مدت ناشی از نوسان قیمت سهام هستند و تنها به سود جاری توجه دارند و اغلب در تصمیم‌گیری‌های خود به ارزش ذاتی سهام و توانایی سودآوری بلندمدت شرکت توجهی ندارند. محدودیت "توجه" یکی از دلایل مهمی است سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران عمده، دیدگاه

سرمایه‌گذاری بلندمدت را کنار گذاشته و نگرش کوتاه‌مدت پیدا کنند. این سرمایه‌گذاران به دلیل اینکه چرا در سبد پرتفوی خود، سهام شرکت‌های مختلف را تحت مالکیت دارند، نمی‌توانند به طور همزمان نظارت یکسانی داشته باشند [۲۴]. زمانی که سرمایه‌گذاران حجم بالایی از سهام شرکت‌ها را در اختیار داشته باشند و نتوانند به طور همزمان به صورت یکسان نظارت نمایند، محدودیت توجه گفته می‌شود [۲۰ و ۲۷]. به همین دلیل در مقاطع زمانی خاص، ممکن است سرمایه‌گذاران نهادی و عمده برای نظارت و کنترل بر سهام برخی از شرکت‌های درون سبد پرتفویشان، به سهامداران «سردرگم» تبدیل گردند، زیرا آن‌ها شدت نظارتی کمتر از سطح بهینه دارند [۱۱]. سردرگمی سهامداران نهادی و سهامداران عمده، می‌تواند منجر ایجاد محرکی برای دستکاری اطلاعات صورت‌های مالی توسط مدیران شود تا از این طریق با بیشتر از واقعیت نشان دادن سود شرکت، توقعات سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت را برآورده نمایند، که در بلند مدت مخفی نمودن عملکرد واقعی، موجب افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردد [۳۱].

کیم و همکاران^۱ (۲۰۱۸) اعتقاد دارند مدیران انگیزه دارند به منظور حفظ شغل خود، دریافت پاداش و یا برآورده کردن توقعات سرمایه‌گذاران سردرگم، عملکرد شرکت را بهتر از واقع گزارش دهند، آن‌ها برای بهتر نشان دادن وضعیت مالی و سودآوری جاری شرکت نسبت به واقعیت عملکرد، با دستکاری گزارش‌های مالی به اقدام به مخفی نمودن اطلاعات مهم شرکت می‌نمایند. [۲۱]. آن‌ها ممکن است بخشی از زیان‌ها شرکت را در صورت‌های مالی گزارش نکنند و ادامه یافتن عدم افشای دقیق مرتبط با عملکرد واقعی، تا زمان معینی می‌تواند صورت گیرد، اما در صورت بروز اخبار مرتبط با زیان‌ها و افشای ناگهانی آن می‌تواند قیمت سهام را در بازه زمانی کوتاه با حجم و درصد بالایی کاهش دهد، و این همان سقوط قیمت سهام شرکت است [۲۳]. دانیل^۲ [۱۴] معتقد هستند که زمانی که سرمایه‌گذاران نهادی و عمده دچار سردرگمی می‌شوند، خلاء نظارتی آن‌ها منجر به افزایش خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود. لی و جیانگ [۲۲] نیز معتقدند که با افزایش سردرگمی سرمایه‌گذاران، آن‌ها با نظارت کافی بر تصمیم‌های گزارشگری مالی مدیران، نظارت نداشته و مدیران از فضای عدم تقارن اطلاعات در راستای دستکاری و مخفی کردن اطلاعات واقعی شرکت استفاده می‌کنند، به همین دلیل احتمال ریسک سقوط قیمت سهام افزایش پیدا می‌کند.

سرمایه‌گذاران، مدیران و تحلیل‌گران تمایل زیادی برای شناسایی عوامل موثر بر ریسک سقوط قیمت سهام دارند. به همین دلیل مطالعات زیادی تاکنون در این خصوص صورت گرفته است. باتوجه به اینکه تاکنون پژوهشی در کشور ایران تاثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام را مورد مطالعه قرار نداده است، بنابراین بر حسب ضرورت، پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا در بازار سهام کشور ایران سردرگمی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر دارد؟ به این

¹ Kim et all

² Daniel

منظور تأثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده بر ریسک سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار می‌گیرد.

کیم و همکاران [۳۱] در مطالعات خود به بررسی تأثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و عمده بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها پرداختند. در این پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی ۲۰۱۵ سال شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام کره جنوبی طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۰ استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و عمده بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های کره‌ای تأثیر مثبت و معناداری دارد.

جوسوپه و همکاران [۱۹] در مطالعات خود تأثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی بر سیاست‌های مالی را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی ۲۰۵۳۱ شرکت بازار سهام کشور آمریکا طی دوره سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۶ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های نشان داد سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر مثبت معناداری بر سیاست‌های مالی تأمین بدهی از طریق وام بانکی دارد.

ژیانگ و همکاران [۱۳] در مطالعات خود تأثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی ۳۰۲۰۵ شرکت بازار سهام کشور چین طی دوره سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۸ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های نشان داد سردرگمی سرمایه‌گذاران مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

لی و جیانگ [۲۲] در مطالعات خود تأثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی ۲۰۷۵۰ شرکت بازار سهام کشور چین طی دوره سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های نشان داد سردرگمی سرمایه‌گذاران مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

گاریل و همکاران [۱۷] در مطالعات خود تأثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی بر دستکاری اطلاعات مالی را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی ۳۰۳۶۰ شرکت بازار سهام کشور آمریکا طی دوره سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۶ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های نشان داد سردرگمی سرمایه‌گذاران مثبت و معناداری بر دستکاری اطلاعات مالی دارد.

دانیل [۱۴] در مطالعات خود تأثیر کیفیت اطلاعات مالی بر سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی را مورد بررسی قرار داد. در این پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی ۴۰۳۲۰ شرکت بازار سهام کشورهای اروپایی طی دوره سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۵ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های نشان داد کیفیت اطلاعات مالی منفی و معناداری بر سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی دارد.

نیری و همکاران [۹] در مطالعات خود تأثیر توجه سرمایه‌گذاران خرد بر ریسک سقوط قیمت سهام را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی ۱۶۴ شرکت بازار سهام کشور ایران طی دوره سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های نشان داد توجه سهامداران تأثیر مثبت معناداری بر افزایش ریسک سقوط سهام دارد.

بشیری منش و اورادی [۱] در مطالعات خود تاثیر رفتار سرمایه‌گذاران بر مدیریت سود حسابداری را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی ۴۷۵ مشاهده شرکتی در بازار سهام کشور ایران طی دوره سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های نشان داد اثر مومنتوم و صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم تاثیر مثبت معناداری بر مدیریت سود حسابداری شرکت‌ها دارد. در واقع نگرش‌های کوتاه‌مدت سهامداران تاثیر مثبت معناداری بر دستکاری اقلام تعهدی اختیاری دارد.

فروغی و ساکیانی [۸] در مطالعات خود تاثیر توانایی مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام حسابداری را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی ۱۱۹ شرکت در بازار سهام کشور ایران طی دوره سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های نشان داد توانایی مدیران تاثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

شمس‌الدینی و همکاران [۷] در مطالعات خود تاثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی ۷۵ شرکت در بازار سهام کشور ایران طی دوره سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۸۸ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های نشان داد متغیرهای رفتاری مورد بررسی، تاثیر معکوس و معناداری بر بازده سهام شرکت‌ها دارند.

حسینی‌چگنی و همکاران [۳] در مطالعات خود با مدل معادلات ساختاری تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش با استفاده از پرسشنامه نظرات ۳۸۴ سرمایه‌گذار در بازار سهام کشور ایران طی دوره سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۱ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های نشان داد رابطه معناداری بین تورش‌های دیرپذیری، خوداسنادی، بهینه‌بینی، کوتاه‌نگری، توان‌پنداری با تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران وجود دارد. همچنین تورش رفتاری ابهام‌گریزی با تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهامداران رابطه معناداری ندارد.

دیانتی و همکاران [۵] در مطالعات خود تاثیر مالکیت نهادی بر ریسک سقوط ارزش سهام را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی ۵۶ شرکت در بازار سهام کشور ایران طی دوره سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های نشان داد مالکیت نهادی موجب کاهش ریزش قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود.

به منظور بررسی تاثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر مطرح گردیده است.

فرضیه یک: سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها تاثیر معناداری دارد.
فرضیه دو: سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها تاثیر معناداری دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر نوع هدف کاربردی و از نظر شیوه‌ی انجام، توصیفی و در زمره پژوهش‌های همبستگی قرار دارد. این پژوهش برای جمع‌آوری اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای و اسنادکاوی استفاده شده است. داده‌های پژوهش با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های بورسی

و از طریق پایگاه‌های اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار تهران مانند سایت کدال، نرم‌افزار اطلاعاتی ره آورد نوین جمع‌آوری گردید.

کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲، جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهند. به دلیل گستردگی و حجم آماری جامعه و وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضاء جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده‌اند.

(۱) شرکت‌ها نبایستی در طول دوره مورد بررسی وقفه عملیاتی قابل ملاحظه‌ای داشته باشند.
(۲) شرکت‌ها در طول این سال‌ها تغییر سال مالی نداده و اطلاعات مورد نیاز به‌منظور استخراج داده‌ها در دسترس باشد.

(۳) شرکت‌ها جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری و هلدینگ و لیزینگ نباشد، زیرا ساختار گزارشگری در آن‌ها متفاوت است.

(۴) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
درنهایت از بین جامعه آماری ۱۴۰ شرکت به‌صورت حذف سیستماتیک به‌عنوان نمونه انتخاب گردید.

جهت آزمون فرضیه یک و دو پژوهش از مدل رگرسیون چند متغیره ذیل استفاده می‌شود.

$$SPCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IDIO_{i,t} + \beta_2 IDBL_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 BSIZE_{i,t} + \beta_8 BIND_{i,t} + \mu_{i,t}$$

که در مدل‌های فوق الذکر به ترتیب:

SPCR: ریسک سقوط قیمت سهام، IDIO: سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی، IDBL: سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده، ROA: بازده دارایی‌های شرکت، MTB: فرصت رشد شرکت، SIZE: اندازه شرکت، LEV: اهرم مالی، BSIZE: اندازه هیئت مدیره، BIND: استقلال هیئت مدیره، $\beta_1, \dots, \beta_8$: ضرایب متغیرها، B_0 : ضریب ثابت، μ : خطای رگرسیون هستند.

اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته: برای اندازه‌گیری ریسک سقوط قیمت سهام، از معیار نوسان پایین به بالای [۱۱] استفاده شده که بر اساس مدل زیر می‌باشد.

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

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.

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

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 ۳ محاسبه می‌گردد.

مدل (۳)

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

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 زیر محاسبه می‌گردد:

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

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 می‌شود و حاصل بر شاخص ابتدای هفته تقسیم می‌شود.

متغیر مستقل: انحراف توجه سرمایه‌گذاران به این معناست که میزان توجه سرمایه‌گذاران نسبت به کلیه سهام‌های موجود در سبد پرتفوی خود یکسان نیست و به برخی از سهام‌ها، توجه بیشتری دارد. مطابق پژوهش‌های گریل و همکاران^۱ (۲۰۲۲) برای اندازه‌گیری سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و عمده در سطح شرکت از مدل کمباف و همکاران^۲ (۲۰۱۷)، مشابه مدل (۲) استفاده می‌شود. ما ابتدا امتیاز حواس پرتی در سطح سرمایه‌گذار را محاسبه می‌کنیم، و سپس امتیازات را در تمام سرمایه‌گذاران شرکت f جمع می‌کنیم. به طور خاص، حواس پرتی سرمایه‌گذار نهادی و یا عمده را برای هر شرکت f و سال مالی q تعریف می‌کنیم.

$$IID_{fq} = \sum_{i \in F_{q-1}} \sum_{IND \neq IND_f} \omega_{ifq-1} \times \omega_{iq-1}^{IND} \times IS_q^{IND}$$

که در مدل بالا، IND نشان دهنده یک صنعت معین است، IND_f نشان دهنده شرکت f در صنعت معین است، F_{q-1} مجموعه‌ای از سهامداران نهادی و یا عمده شرکت f را در پایان سال مالی $q-1$ نشان می‌دهد، IS_q^{IND} نشان می‌دهد که آیا یک رویداد حواس پرتی در صنعتی به غیر از IND_f رخ می‌دهد یا خیر، ω_{iq-1}^{IND} نشان می‌دهد که چقدر سرمایه‌گذار i به صنعت دیگر اهمیت می‌دهد، وزن ω_{ifq-1} نشان می‌دهد که چقدر سرمایه‌گذار i برای شرکت f مهم است. به طور مفهومی، اندازه‌گیری حواس پرتی سرمایه‌گذار به این بستگی دارد که آیا شوک در صنایع دیگر رخ می‌دهد، آیا سرمایه‌گذاران به آن صنایع

¹ Garel et al

² Kempf et al

اهمیت می‌دهند و آیا سرمایه‌گذارانی که تحت تأثیر شوک قرار می‌گیرند، ناظر بالقوه مهمی هستند یا خیر. اکنون این اصطلاحات را با جزئیات بیشتر توضیح می‌دهیم.

ω_{iq-1}^{IND} به عنوان وزن IND صنعت در پرتفوی سرمایه‌گذار تعریف می‌شود، IS_q^{IND} مقیاسی در سطح صنعت است که نشان می‌دهد آیا چیزی منحرف کننده در صنعت IND در سال مالی q اتفاق می‌افتد یا خیر.

$$\omega_{ifq-1} = \frac{QPFWweight_{ifq-1} + QPercOwn_{ifq-1}}{\sum_{i \in F_{q-1}} QPFWweight_{ifq-1} + QPercOwn_{ifq-1}}$$

که در مدل بالا، $PercOwn_{ifq-1}$ کسری از سهام شرکت f است که در اختیار سرمایه‌گذار i است، $PFweight_{ifq-1}$ وزن ارزش بازار شرکت f در پرتفوی سرمایه‌گذار i است. در مدل‌های فوق الذکر، برای اندازه‌گیری سردرگمی سرمایه‌گذاران، از الگوها به صورت جداگانه استفاده می‌شود. مالکیت نهادی و مالکیت عمده را می‌توان با استفاده از معیارهای زیر اندازه‌گیری کرد. با توجه به اینکه بازار سهام کشور ایران عمیقاً تحت تأثیر نهاد ناظر (سازمان بورس) هستند و کارآیی اطلاعاتی بورس ایران را کاهش می‌دهد و همچنین در برخی موارد سرمایه‌گذاری سهامداران تحت تأثیر فصول سال است، جهت همگن سازی داده‌ها و افزایش توان تبیین این متغیر، از میانگین چهار فصل انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی و عمده در هر سال شرکت، استفاده شده است.

مالکیت نهادی: در این تحقیق برای محاسبه میزان مالکیت نهادی مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تأمین سرمایه و سازمان‌ها و نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت، تقسیم شده و درصد یا میزان مالکیت نهادی به دست می‌آید.

مالکیت عمده: کنترل مطلق سهامداران عمده بر اداره امور شرکت را تمرکز مالکیت گویند. در این پژوهش، تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال-هیرشمن و برای درصد مالکیت بزرگ‌تر و مساوی ۵ درصد اندازه‌گیری می‌شود. این شاخص در فرمول زیر نشان داده شده است.

$$HHI = \sum_{i=1}^{Nj} (SHARE_{i,j})^2$$

در این رابطه $SHARE_{i,j}$ درصد سهام تحت تملک سهامدار i در شرکت j است. هر اندازه که این شاخص بیشتر باشد، بیانگر تمرکز بیشتر و حضور تعداد اندکی سهامدار عمده در ساختار مالکیت شرکت است و برعکس.

متغیرهای کنترلی

بازده دارایی‌ها: نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها [۲].

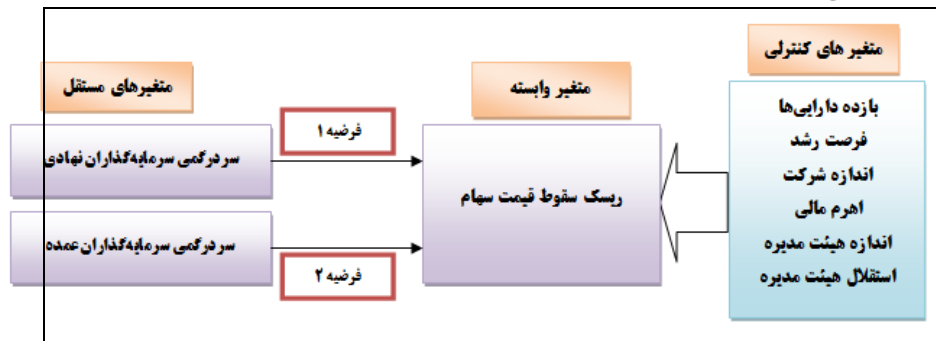
فرصت رشد: نسبت ارزش بازار سهام بر ارزش دفتری [۲].

اندازه شرکت: لگاریتم مجموع ارزش دفتری دارایی‌های شرکت [۱۰].

اهرم مالی: از نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت [۱۰].

اندازه هیات مدیره: تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت [۴].
استقلال هیات مدیره: نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره [۲].

مدل مفهومی پژوهش



شکل ۱: مدل مفهومی پژوهش

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

اطلاعات مربوط به آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ منعکس شده است. میانگین متغیر سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران عمده به ترتیب ۰.۰۸ و ۰.۱۵ بوده است که نشان می‌دهد میزان تغییرات پرتفوی در سرمایه‌گذاران عمده بیشتر از سرمایه‌گذاران نهادی بوده است. همچنین میانگین تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره ۰.۵۱ درصد است که در شرکت قند مرودشت در سال ۱۴۰۲ تمام اعضای هیئت مدیره‌اش غیر موظف بوده است که برابر یک شد، و در شرکت خودروسازی سایپا در سال ۱۴۰۱ و ۱۳۹۸ تمام اعضایش موظف بوده است و برابر صفر شد. همچنین میانگین متغیر بازده دارایی‌های شرکت ۰.۱۵ است و این بدان معناست که نسبت سود به دارایی‌ها شرکت حدود ۱۵ درصد است. همچنین در بین متغیرهای تحقیق، سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده و اندازه شرکت به ترتیب دارای کمترین (۰.۰۳) و بیشترین (۱.۲۱) میزان پراکندگی می‌باشند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر کمی	میانگین	میانه	بزرگترین داده	کوچکترین داده	انحراف معیار
ریسک سقوط قیمت سهام	۰.۱۵	۰.۱	۲.۸۳	۳.۵	۰.۶۳
سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی	۰.۰۸	۰.۰۶	۰.۲۴	۰.۰۱	۰.۰۶
سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده	۰.۱۵	۰.۱۴	۰.۲۹	۰.۰۷	۰.۰۳

تاثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط...

۱۱۳.

۰.۱۴	-۰.۲۴	۰.۵۵	۰.۱۳	۰.۱۵	بازده دارایی‌های شرکت
۱.۱۳	۲.۸۵	۱۱.۱۲	۴.۴۴	۴.۶۷	فرصت رشد شرکت
۱.۲۱	۱۱.۱۵	۱۸.۳۷	۱۴.۲۳	۱۴.۰۵	اندازه شرکت
۰.۱۷	۰.۱۰	۰.۸۵	۰.۶۶	۰.۶۲	اهرم مالی
۰.۶۳	۵.۰۰	۷.۰۰	۵.۰۰	۵.۲۴	اندازه هیئت مدیره
۰.۲۰	۰.۰۰	۱.۰۰	۰.۵۰	۰.۵۱	استقلال هیئت مدیره

منبع: یافته‌های پژوهشگر

یکی از پیش فرض‌های استفاده از مدل رگرسیون نبود مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی است. برای بررسی مشکل هم‌خطی چندگانه در داده‌های مورد مطالعه در این پژوهش از عامل تورم واریانس استفاده شد. همانطور که جدول ۲ نشان داده است، میزان عامل تورم واریانس در کلیه موارد کمتر از ۱۰ است؛ بنابراین، مشکل هم‌خطی میان متغیرها وجود ندارد.

جدول ۲. بررسی مشکل هم‌خطی

متغیر	تورم واریانس
سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی	۱.۰۳
سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده	۱.۰۶
بازده دارایی‌های شرکت	۱.۰۵
فرصت رشد شرکت	۱.۰۳
اندازه شرکت	۱.۰۳
اهرم مالی	۱.۰۲
اندازه هیئت مدیره	۱.۰۳
استقلال هیئت مدیره	۱.۰۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

یافته‌های آزمون پایایی متغیرهای پژوهش در جدول ۳ نشان می‌دهد که سطح معناداری تمامی متغیرها کمتر از پنج درصد است و متغیرهای پژوهش پایا هستند

جدول ۳. پایایی متغیرهای پژوهش

لوین، لین و چو		متغیر
سطح معناداری	آماره	
۰.۰۰	-۴۸.۳۷	ریسک سقوط قیمت سهام
۰.۰۰	-۵۴.۶۱	سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی
۰.۰۰	-۳۹.۲۵	سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده
۰.۰۰	-۱۳.۳۵	بازده دارایی‌های شرکت

فرصت رشد شرکت	-۱۲.۶۸	۰.۰۰
اندازه شرکت	-۳۱.۷۸	۰.۰۰
اهرم مالی	-۲۰.۱۲	۰.۰۰
اندازه هیئت مدیره	-۴.۶۰	۰.۰۰
استقلال هیئت مدیره	-۵.۰۰	۰.۰۰

منبع: یافته های پژوهشگر

همانطور که در جدول ۴ نشان داده است سطح خطای آزمون چاو زیر ۵ درصد است، از روش داده های تابلویی استفاده می شود. همچنین باتوجه به اینکه سطح خطای آزمون هاسمن بالای ۵ درصد است، از روش اثرات تصادفی استفاده شد.

جدول ۴. انتخاب مدل پژوهش

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	
داده های تابلویی	۰.۰۰	۳.۷۶	آزمون چاو
اثرات تصادفی	۰.۱۷	۱۱.۴۲	آزمون هاسمن

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به جدول ۵ ضریب تعیین مدل پژوهش ۰.۶۸ است، پس می توان ادعا کرد ۶۸ درصد از تغییرات ریسک سقوط قیمت سهام را می توان توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داد. همچنین آماره ی دوربین- واتسون ۱.۹۵ است و نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی در خطاهای مدل رگرسیون استفاده کرد. همچنین سطح معناداری آماره اف برای مدل پژوهش کمتر از پنج درصد است از همین رو می توان پذیرفت یافته های مدل پژوهش برای روابط متغیرهای مستقل و کنترلی با متغیر وابسته قابل اتکاست.

جدول ۵. یافته های حاصل از آزمون فرضیه پژوهش

متغیرها	ضریب	آماره تی	سطح معناداری
سردرگمی سرمایه گذاران نهادی	۰.۱۸	۲.۴۰	۰.۰۱
سردرگمی سرمایه گذاران عمده	۰.۱۴	۲.۶۹	۰.۰۰
بازده دارایی های شرکت	-۰.۱۲	-۲.۵۲	۰.۰۱
فرصت رشد شرکت	-۰.۱۱	-۲.۹۲	۰.۰۰
اندازه شرکت	-۰.۰۹	-۲.۱۴	۰.۰۳
اهرم مالی	۰.۱۶	۲.۲۲	۰.۰۲
اندازه هیئت مدیره	-۰.۰۷	-۱.۸۰	۰.۰۷
استقلال هیئت مدیره	-۰.۱۵	-۳.۰۰	۰.۰۰

عرض از مبدأ	-۰.۵۱	-۳.۸۳	۰.۰۰
ضریب تعیین	۰.۶۸	آماره دوربین واتسون	۱.۹۵
آماره F	۱۳۱.۵۲	سطح خطا	۰.۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که در جدول ۵ نشان داده شده است، ضریب و سطح خطای مربوط به متغیر مستقل اول یعنی سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی به ترتیب ۰.۱۸ و ۰.۰۱ می‌باشد. از آنجایی که ضریب متغیر مثبت است و سطح خطای این متغیر کمتر از ۵ درصد است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان پذیرفت سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت معناداری داشته و فرضیه‌ی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب و سطح خطای مربوط به متغیر مستقل دوم یعنی سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده به ترتیب ۰.۱۴ و ۰.۰۰ می‌باشد. از آنجایی که ضریب متغیر مثبت است و سطح خطای این متغیر کمتر از ۵ درصد است، بنابراین می‌توان پذیرفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت معناداری داشته و فرضیه‌ی دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بازده دارایی‌ها، فرصت رشد، اندازه شرکت، اندازه هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر منفی معناداری دارند و اهرم مالی نیز تأثیر مثبت معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف کلی بررسی تاثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران صورت گرفته است. به این منظور در دو فرضیه تاثیر سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. تجزیه و تحلیل اطلاعات صورت‌های مالی ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی هفت ساله از ابتدای سال مال ۱۳۹۶ تا پایان ۱۴۰۲ استفاده شد. در این پژوهش از رگرسیون چند متغیره با داده‌های تابلویی به روش اثرات تصادفی استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و سردرگمی سرمایه‌گذاران عمده بر خطر سقوط قیمت سهام تاثیر مثبت معناداری دارند. نتایج پژوهش حاضر، با نتایج پژوهش‌های کیم و همکاران (۲۰۲۳) و ژیانگ و همکاران^۱ (۲۰۲۱) همراستا است. کیم و همکاران (۲۰۲۳) با استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی ۲۰۱۵۰ سال شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کره جنوبی طی سال‌های

¹ Xiang et al

۲۰۱۰ تا ۲۰۲۰ نشان داد که سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و عمده بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های کره‌ای تاثیر مثبت و معناداری دارد. ژیانگ و همکاران (۲۰۲۱) نیز با استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی ۳۲۰۵ سال شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۸ نشان داد که سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های چینی تاثیر مثبت و معناداری دارد. همانطور که در مبانی نظری اشاره شد، سرمایه‌گذاران نهادی و یا عمده به دلیل اینکه در پرتفوی خود سهام بسیاری از شرکت‌ها را در اختیار دارند، در دوره‌های زمانی که نسبت به شرکتی در پرتفوی خود توجه کمتری دارند، مدیران از این سردرگمی در جهت رفتارهای فرصت طلبانه استفاده کرده و با کاهش کیفیت گزارش‌های مالی بر چنین رفتاری سرپوش می‌گذارند. در واقع انحراف بیش از حد سرمایه‌گذاران سردرگم، به دلیل مدیریت سود فزاینده درآمد می‌تواند موجب ایجاد محرک‌های مختلف برای مدیران شرکت‌ها شود و به جهت و عدم افشای اخبار بد توسط آن‌ها منجر به بالا بردن عایدات جاری شود در نتیجه با کاهش توجه سرمایه‌گذاران نهادی و عمده ممکن است تمام وقایع منفی شرکت در گزارش‌های مالی منعکس نگردد. اما همزمان با افزایش توجه سرمایه‌گذاران نهادی و افشای چنین رویدادهایی می‌تواند با واکنش ناگهانی سرمایه‌گذاران روبه‌رو شود و با شوک اخبار منفی، ریزش قیمت سهام را به دنبال داشته باشد. در این راستا لی^۱ (۲۰۲۱) اعتقاد دارند که سردرگمی سرمایه‌گذاران موجب می‌شود سرمایه‌گذاران دقت و نظارت کافی بر تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها نداشته باشند و مدیران اقدام به مخفی نمودن اطلاعات کرده و در بلند مدت ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد. با توجه به نتایج پژوهش، پیشنهادهای کاربردی زیر ارائه می‌شود: با توجه به تأثیر مثبت سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و عمده بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها، به این معنا که زمانی که سردرگمی سرمایه‌گذاران نهادی و عمده افزایش پیدا می‌کند، احتمال ریزش ناگهانی قیمت سهام افزایش پیدا می‌کند، به سرمایه‌گذاران شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران خرد، پیشنهاد می‌شود در زمان سرمایه‌گذاری علاوه بر معیارهای مالی، به نقش سردرگمی سهامداران نهادی و عمده توجه نمایند، تا درگیر پیامدهای ناشی از این رفتار سرمایه‌گذاران و در نتیجه کاهش ناگهانی ارزش سهام نشوند. همچنین با توجه به اینکه بی‌اعتنایی سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند کارایی بازار سهام را کاهش دهد و در نتیجه کاهش اعتماد عمومی سرمایه‌گذاران در بازار سهام می‌شود، از این رو به دولت که متولی اقتصاد در کشور است پیشنهاد می‌شود با گسترش زمینه‌های آموزشی سرمایه‌گذاران از طریق رسانه‌های عمومی (تلویزیون، رادیو و غیره) به منظور آشنایی و افزایش دانش سرمایه‌گذاران در جهت افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران و افزایش کارایی بازار سرمایه گام بردارد.

فهرست منابع

۱. بشیری‌منش، نازنین، اورادی، جواد. (۱۳۹۹). «رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود حسابداری». پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۹(۳)، ۷۷-۹۹.

¹ Li

۲. تجویدی، الناز، قائم‌پناه، محسن. (۱۳۹۹). «ویژگی‌های کمیته حسابرسی و مدیریت سود». **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، ۴۷(۳)، ۱۵۵-۱۷۴.
۳. حسینی چگنی، الهام، حقگو، بهناز، رحمانی‌نژاد، لیلا. (۱۳۹۳). «بررسی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری». **راهبرد مدیریت مالی**، ۲(۴)، ۱۱۳-۱۳۳.
۴. جلیلی، مونا، اسعدی، عبدالرضا. (۱۴۰۱). «اثر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، ۵۶(۲)، ۲۰۷-۲۲۲.
۵. دارابی، رویا، چناری بوکت، حسن، محمودی خاتمی، مرجان. (۱۳۹۵). «تأثیر تخصص در صنعت، دوره تصدی حسابرسی و استقلال حسابرس بر ریزش قیمت سهام». **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی**، ۳۲(۳)، ۱۱۹-۱۳۸.
۶. دیانتی، زهرا، مرادزاده، مهدی، محمودی، سعید. (۱۳۹۱). «بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام». **دانش سرمایه‌گذاری**، ۲(۲)، ۱-۱۸.
۷. شمس‌الدینی، کریم، دانشی، وحید، سیدی، فاطمه. (۱۳۹۷). «بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام». **دانش حسابداری**، ۹(۲)، ۱۶۳-۱۸۹.
۸. فروغی، داریوش، ساکیانی، امین. (۱۳۹۸). «بررسی تأثیر مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام». **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی**، ۴۰(۳)، ۴۷-۶۸.
۹. نیری، محمد، میری، سیدسجاد، نادری، جلال. (۱۴۰۱). «توجه سرمایه‌گذاران خرد و ریسک سقوط قیمت سهام: مطالعه موردی بورس اوراق بهادار تهران». **مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار**، ۱۰(۳)، ۳۳-۴۵.
۱۰. نوذری، روح‌اله، ولی‌پور، هاشم، غلامی، عبدالخالق. (۱۴۰۱). «تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر تصمیم سرمایه‌گذاران با تمرکز بر نقش اطلاعاتی بخش تعهدی نوسانات سود». **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، ۵۶(۴)، ۱۱۷-۱۳۲.
11. Badhani, K., Kumar, A., Vinh, X., Tyade, M. (2021). "Do Institutional Investors Perform Better in Emerging Markets?" **International Review of Economics & Finance**, 95(5), 1200-1223.
12. Chen, T., Dong, H., Lin, C. (2020). "Institutional Ownership and Audit Quality: Evidence from Russell Index Reconstitutions." **دوره 24، شماره 5**، 203-187.
13. Cheng, Q., Lee, J., Shevlin, T. (2016). "Internal Governance and Real Earnings Management." **Experimental and Methodological Research in Accounting** 91، (4)، Tehran 1051-1085.

14. Daniel, S. (2022). "Distracted Institutional Investors." **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 54(6), 2453–2491.
15. Fu, J., Wu, X., Liu, Y., et al. (2021). "Firm-Specific Investor Sentiment and Stock Price Crash Risk." **Finance Research Letters**, 38, Article 101442.
16. Gao, W., Li, Q., Drougas, A. (2017). "Ownership Structure and Stock Price Crash Risk: Evidence from China." **Journal of Applied Business and Economics**, 19(4), 65–78.
17. Garel, A., Martin-Flores, J., Petit-Rome, A., Scott, A. (2021). "Institutional Investor Distraction and Earnings Management." **Journal of Corporate Finance**, 45(5), 125–140.
18. Habib, A., Hasan, M. M. (2017). "Managerial Ability, Investment Efficiency and Stock Price Crash Risk." **Research in International Business and Finance**, 24(1), 262–274.
19. Joseph, M., Dak-Adzaklo, S., Oforu, E. (2022). "Institutional Investors' Distraction and Debt Choice." **Managerial Finance**, 110(6), 365–380.
20. Kempf, E., Manconi, A., Spalt, O. (2017). "Distracted Shareholders and Corporate Actions." **Review of Financial Studies**, 30, 1660–1695.
21. Kim, C., Wang, K., Zhang, L. (2018). "Readability of 10-K Reports and Stock Price Crash Risk." **Contemporary Accounting Research**, 36(8), 1184–1216.
22. Li, F., Jiang, Y. (2021). "Institutional Investor Networks and Crash Risk: Evidence from China." **Finance Research Letters**, 136(11), 1200–1226.
23. Luo, Y., Wu, H., Ying, S., Peng, Q. (2021). "Do Company Visits by Institutional Investors Mitigate Managerial Myopia in R&D Investment? Evidence from China." **Global Finance Journal**, 45(3), 185–202.
24. Masulis, R. W., Zhang, E. J. (2017). **How Valuable Are Independent Directors? Evidence from External Distractions**. UNSW Working Paper250, (3)650 –666.
25. Nguyen, N., Shiu, C. (2021). "Stewardship, Institutional Investors' Monitoring, and Firm Value: Evidence from the United Kingdom." **Journal of Multinational Financial Management**, 55(4), 74–90.
26. Ni, X. (2020). "Does Stakeholder Orientation Matter for Earnings Management? Evidence from Nonshareholder Constituency Statutes." **Journal of Corporate Finance**, Forthcoming147, (12)452 –469.
27. Schmidt, C., Fahlenbrach, R. (2017). "Do Exogenous Changes in Passive Institutional Ownership Affect Corporate Governance and Firm Value?" **Journal of Financial Economics**, 124(4), 285–306.
28. 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**, 49(1), 619–632.

29. Tarkovska, V. (2017). "Corporate Governance and Stock Price Crash Risk: Evidence from UK Panel Data." **Academy of Management Proceedings**, 45(3), 85–101.
30. Wen, F., Xu, L., Chen, B., et al. (2020). "Heterogeneous Institutional Investors, Short Selling and Stock Price Crash Risk: Evidence from China." **Emerging Markets Finance and Trade**, 56(3), 2812–2825.
31. Xiang, C., Chen, F., Wang, Q. (2021). "Institutional Investor Inattention and Stock Price Crash Risk." **Finance Research Letters**, 33(2), 124–140.



The Effect of Investors Distraction on Stock Price Crash Risk

Mohsen Veisi

MSc, Department of Accounting, Ramhormoz Branch, Islamic Azad University, Ramhormoz, Iran

Zeinab Rezaei¹©

Assistant Prof, Department of Accounting, Shoushtar Branch, Islamic Azad University, Shoushtar, Iran

Reza Rostaminia

Assistant Prof, Department of Accounting, Shoushtar Branch, Islamic Azad University, Shoushtar, Iran

Ebrahim Sepehri

lecture, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran

(Received: September 30, 2024; Accepted: February 24, 2025)

The current research has been conducted with the general aim of investigating the impact of investors distraction on stock price crash risk in listed companies on the Tehran Stock Exchange. For this purpose, the impact of the distraction of institutional investors and the distraction of major investors on the risk of the crash of the company's stock price is investigated. For statistical analysis, EViews version 9 statistical software was used. In this research, the number of 140 listed companies to the Tehran Stock Exchange was selected as a sample, and the financial statement information for the seven - year period from the beginning of 2016 to the end of 2022 was tested based on the research model. Multivariate regression model with panel data and random effects method was used to test the research hypotheses. In general, the summary of the results of the test of research hypotheses shows that in the listed companies to the Tehran Stock Exchange, the distraction of institutional investors and the distraction of major investors have a significant positive effect on the stock price crash risk. In this sense, the increase in the confusion of institutional investors and the confusion of major investors increases the stock price crash risk. When investor confusion increases due to the diversion of their attention, managers will use this reduced oversight by institutional investors for their opportunistic behavior in financial reporting, increasing the risk of a stock price crash by hiding the company's real news and performance.

Keywords: Distraction of Institutional Investors, Distraction of Major Investors, Stock Price Crash Risk.

¹ ze.rezaei1361@iaui.ac.ir© (Corresponding Author)