فصلنامه علمي اقتصاد و بانكداري اسلامي، شماره پنجاه و هفتم، زمستان ۱۴۰۵- صفحات ۱۸۶-۱۷۱

ریسک سقوط قیمت سهام و مالکیت نهادی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

نوع مقاله: پژوهشی

طیبه رجبی [۱]
رویا دارابی [۲]
فاطمه عسگری [۳]

تاریخ دریافت: ۱۴۰۵/۲/۱۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۵/۱۳

چکیده

این پژوهش به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۳ می‌پردازد. با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۵۰ شرکت (۵۰۰ مشاهده سال-شرکت) و به کارگیری رگرسیون پانل با اثرات ثابت، یافته‌ها نشان می‌دهد که تعریف گسترده مالکیت نهادی (TIOR) تأثیر معناداری بر ریسک سقوط ندارد. در مقابل، مالکیت نهادی حرفه‌ای (PIFMIIOR) تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط داشته و کاهش مالکیت توسط این نهادها (خروج) ریسک سقوط را تشدید می‌کند. این یافته‌ها از نظریه کوتاه‌مدت‌گرایی حمایت کرده و حاکی از آن است که در بازار سرمایه ایران، سرمایه‌گذاران نهادی حرفه‌ای (به‌ویژه داخلی) به جای ایفای نقش نظارتی، از طریق معاملات کوتاه‌مدت و تشدید فشار فروش، ریسک سقوط را افزایش می‌دهند. این نتیجه با شواهد سایر بازارهای نوظهور مانند ترکیه، ویتنام، چین و پاکستان همسو بوده و بر لزوم طراحی مقررات نظارتی متناسب با ساختار مالکیت و نقدشوندگی تأکید دارد. همچنین تحلیل تعاملی نشان می‌دهد که نقدشوندگی بالا در ترکیب با مالکیت نهادی قابل توجه (بیش از آستانه ۶.۱۴%) ریسک سقوط را تشدید می‌کند.

واژه‌های کلیدي: مالکیت نهادی، مالکیت نهادی خارجی، ریسک سقوط قیمت سهام، نظریه نظارتی، کوتاه‌مدت‌گرایی، خروج.
طبقه‌بندی JEL: G23, G32, G15

۱ گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
Tayyebeh.rajabi@iau.ac.ir
۲ گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
royadarabi@iau.ac.ir
۳ گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران ati_kanoo@yahoo.com

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

مقدمه

یکی از مهم‌ترین چالش‌های پیش روی سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران در بازارهای سرمایه، به‌ویژه بازارهای نوظهور، ریسک سقوط ناگهانی و شدید قیمت سهام است. این پدیده که با چولگی منفی بازده سهام[1] قابل سنجش است، بازتابی از رویدادهایی نادر اما ویرانگر بوده که می‌تواند بخش قابل توجهی از ارزش سهام یک شرکت را طی چند روز نابود کند. برخلاف نوسانات روزمره بازار، ریشه این نوع ریسک عمدتاً به رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت و انباشت اخبار بد بازمی‌گردد. در نظریه انباشت اخبار بد، مدیران با انگیزه حفظ موقعیت شغلی یا منافع پاداش، اخبار منفی مربوط به عملکرد یا چشم‌انداز شرکت را از بازار پنهان می‌کنند. این فرایند تا جایی ادامه می‌یابد که حجم اخبار پنهان‌شده به آستانه تحمل شرکت رسیده و با یک شوک خارجی (مانند اعلام یک گزارش سود غیرمنتظره)، یکباره و به صورت بهمن‌وار در قیمت سهام منعکس می‌شود و منجر به سقوط قیمت می‌گردد.

اهمیت مطالعه ریسک سقوط قیمت سهام در ایران به دلیل ساختار خاص بازار سرمایه (تمرکز مالکیت، نقدشوندگی متوسط و شفافیت اطلاعاتی نه‌چندان بالا) دوچندان است. بر اساس گزارش سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۴۰۳)، در سال‌های اخیر چندین شرکت با سقوط ناگهانی قیمت مواجه شده‌اند که خسارات قابل توجهی به سهامداران خرد وارد کرده است. بنابراین، شناسایی عوامل تشدیدکننده این ریسک، به ویژه نقش سرمایه‌گذاران نهادی، از اولویت‌های پژوهشی محسوب می‌شود.

سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان سهامداران عمده، نقشی کلیدی و دوگانه ایفا می‌کنند. از یک سو، فرضیه نظارت کارآمد[2] بیان می‌کند که این سرمایه‌گذاران با منابع مالی و تخصص بالا، می‌توانند با نظارت مؤثر بر مدیریت، فرایند انباشت اخبار بد را متوقف کرده و ریسک سقوط را کاهش دهند. از سوی دیگر، فرضیه فرصت‌طلبی یا کوتاه‌مدت‌گرایی «که با عنوان خروج نیز شناخته می‌شود، استدلال می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی اغلب به دنبال سودهای کوتاه‌مدت بوده و در مواجهه با اخبار منفی، سریعاً اقدام به فروش سهام خود می‌کنند. این خروج جمعی، فشار فروش را تشدید کرده و خود به عنوان محرک اصلی سقوط قیمت عمل می‌کند.

ماهیت تعامل سرمایه‌گذاران نهادی (پایدار در مقابل گذرا) می‌تواند به شدت بر ریسک سقوط تأثیر بگذارد. به طور خاص، سرمایه‌گذاران نهادی «گذرا» (با افق سرمایه‌گذاری کوتاه) خطرناک‌تر از انواع «پایدار» هستند.

شواهد تجربی در سطح بین‌المللی حاکی از آن است که در بازارهای مالی توسعه‌یافته (مانند ایالات متحده)، معمولاً نظریه «نظارت کارآمد» مورد حمایت قرار می‌گیرد. اما در مقابل، بازارهای نوظهور (همچون چین، ویتنام، ترکیه و پاکستان) الگوی متفاوتی را نشان می‌دهند. به عنوان مثال، مطالعات در ویتنام و پاکستان نشان داده‌اند که مالکیت نهادی در این کشورها عمدتاً با افزایش ریسک سقوط همراه است و سرمایه‌گذاران نهادی عمدتاً نقشی منفعل و تشدیدکننده بحران دارند. در بازار ترکیه نیز افزایش مالکیت نهادی حرفه‌ای، ریسک سقوط را افزایش می‌دهد که با نظریه کوتاه‌مدت‌گرایی مطابقت دارد.

1 Negative Skewness
2 Efficient Monitoring

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

در بازار چین، خروج سرمایه‌گذاران نهادی در واکنش به اخبار بد، فشار فروش را تشدید و ریسک سقوط را افزایش می‌دهد.

در ایران، علی‌رغم اهمیت روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی و تلاش‌های سازمان بورس برای بهبود ساختار حاکمیت شرکتی (از جمله برنامه پنج‌گانه سال ۱۴۰۴ برای ارتقای شفافیت و کارایی بازار)، مطالعات در این حوزه محدود و غالباً پراکنده بوده‌اند. پژوهش‌هایی که به بررسی رابطه مالکیت نهادی و ریسک سقوط پرداخته‌اند عمدتاً از تعاریف کلی و تجمیع‌شده از مالکیت نهادی استفاده کرده و به جنبه‌های رفتاری و تفکیک انواع سرمایه‌گذاران نهادی (به ویژه حرفه‌ای در مقابل غیرحرفه‌ای و داخلی در مقابل خارجی) توجه کافی نداشته‌اند. مهم‌تر آنکه، مالکیت نهادی به تنهایی تأثیر مستقیم و معناداری بر ریسک سقوط ندارد، اما تعامل آن با نقدشوندگی، بسیار معنادار است، به طوری که در سطوح بالای مالکیت نهادی، ترکیب نقدشوندگی بالا و مالکیت نهادی (به‌ویژه نهادهای کوتاه‌مدت) ریسک سقوط را به شدت افزایش می‌دهد.

جمع‌بندی مباحث فوق نشان می‌دهد که یک شکاف تحقیقاتی مهم در ادبیات داخلی وجود دارد :عدم تفکیک و تحلیل تأثیر انواع مختلف سرمایه‌گذاران نهادی (به‌ویژه حرفه‌ای در مقابل غیرحرفه‌ای و داخلی در مقابل خارجی) بر ریسک سقوط قیمت سهام .به عبارت دیگر، آیا تمام سرمایه‌گذاران نهادی یکسان عمل می‌کنند؟ یا اینکه سرمایه‌گذاران نهادی «حرفه‌ای» (صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری) که انگیزه‌های سوداگری کوتاه‌مدت دارند، تأثیر متفاوتی از سایر نهادها دارند؟ همچنین، با توجه به نقش پررنگ‌تر سرمایه‌گذاران خارجی در سال‌های اخیر، آیا این گروه نیز از الگوی مشابهی پیروی می‌کنند یا نقش «نظارتی» مستقلی دارند؟

۱. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بر اساس نظریه نمایندگی (جنسن و مکلینگ[1]، ۱۹۷۶)، جدایی مالکیت از کنترل منجر به تضاد منافع بین مدیران (عامل) و سهامداران (اصیل) می‌شود. سهامداران عمده[2] از جمله سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند از دو کانال اصلی این تضاد را کاهش دهند: (۱) نظارت مستقیم (صدا) و (۲) تهدید به خروج (فروش سهام). کانال اول مستلزم هزینه‌های نظارت است اما می‌تواند از انباشت اخبار بد جلوگیری کند. کانال دوم اگرچه هزینه کمتری دارد، اما در صورت خروج جمعی می‌تواند به بی‌ثباتی قیمت منجر شود.

ریسک سقوط قیمت سهام[3] به احتمال وقوع کاهش شدید و غیرعادی قیمت سهام اطلاق می‌شود. این پدیده معمولاً با چولگی منفی بازده سهام[4] و نسبت نوسانی پایین به بالا[5] اندازه‌گیری می‌شود(کیم[6] و همکاران، ۲۰۱۴). عوامل مؤثر بر ریسک سقوط عبارتند از:

1 Jensen & Meckling
2 Blockholders
3 Stock Price Crash Risk
4 NCSKEW
5 DUVOL
6 Kim et al.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

پنهان‌سازی اخبار بد (هاتون[1] و همکاران، ۲۰۰۹)، محافظه‌کاری حسابداری (کیم و ژانگ[2]، ۲۰۱۶) و ساختار مالکیت(کالن و فانگ[3]، ۲۰۱۳).

در سطح بین‌المللی، مطالعات متعددی به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام پرداخته‌اند که نتایج متفاوتی را بسته به سطح توسعه‌یافتگی بازارها گزارش کرده‌اند. به عنوان مثال، کالن و فانگ، (۲۰۱۳) در پژوهش خود بر روی بازار ایالات متحده نشان دادند که مالکیت نهادی پایدار (با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت) با کاهش ریسک سقوط همراه است؛ یافته‌ای که از نظریه «نظارت کارآمد» حمایت می‌کند. در مقابل، فن و فو[4]، (۲۰۲۰) در بازار چین به عنوان یک بازار نوظهور، مشاهده کردند که مالکیت نهادی (به‌ویژه سهم صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت) با افزایش ریسک سقوط همراه است که حاکی از غلبه نظریه «کوتاه‌مدت‌گرایی» در این بازار است .نگوین و نگوین[5] (۲۰۲۳) نیز در مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های ویتنامی، نشان دادند که مالکیت نهادی از طریق کاهش نقدشوندگی سهام، ریسک سقوط را افزایش می‌دهد؛ به این معنا که در مواجهه با اخبار بد، سرمایه‌گذاران نهادی با فروش سهام خود، نقدشوندگی را کاهش داده و فشار فروش را تشدید می‌کنند. در بازار ترکیه، بنتورک[6] (۲۰۲۶) با تفکیک تعاریف مختلف مالکیت نهادی نشان داد که مالکیت نهادی گسترده (شامل کلیه اشخاص حقوقی) تأثیر معناداری بر ریسک سقوط ندارد، اما مالکیت نهادی حرفه‌ای (صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری) به طور مثبت و معناداری ریسک سقوط را افزایش می‌دهد. همچنین در مطالعه‌ای بر روی بورس تهران، شکورنیا[7] و همکاران (۲۰۲۵) با استفاده از معیار نوینی مبتنی بر جستجوی اینترنتی (به عنوان شاخص توجه سرمایه‌گذاران نهادی) نشان دادند که افزایش توجه سرمایه‌گذاران نهادی با افزایش ریسک سقوط همراه است، که مجدداً تأییدکننده الگوی کوتاه‌مدت‌گرایی در بازار ایران می‌باشد.

در سطح داخلی نیز پژوهش‌هایی با رویکردهای متفاوت انجام شده است .پورمجاهد (۱۳۹۳) در پژوهشی اولیه، رابطه بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط را در شرکت‌های بورس تهران بررسی کرد و نتایج نسبتاً مختلطی به دست آورد که عمدتاً به دلیل استفاده از تعریف تجمیعی و عدم تفکیک انواع سرمایه‌گذاران نهادی بود .حجازی و همکاران (۱۴۰۰) با تفکیک سرمایه‌گذاران نهادی به دو گروه «پایدار» و «گذرا» نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی پایدار از طریق سازوکار نظارتی، ریسک سقوط را کاهش می‌دهند، در حالی که سرمایه‌گذاران نهادی گذرا (که اغلب صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت هستند) از طریق تشدید فشار فروش، ریسک سقوط را افزایش می‌دهند.

1 Hutton et al.
2 Kim & Zhang
3 Callen & Fang
4 Fan & Fu
5 Nguyen & Nguyen
6 Benturk
7 Shakournia et al.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

- .فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مبانی نظری و پیشینه، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شوند (بر اساس نظریه کوتاه‌مدت‌گرایی برای بازارهای نوظهور):

H1 :مالکیت نهادی گسترده (TIOR) تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

H2 :مالکیت نهادی حرفه‌ای (PIFMIIOR) تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

H3 : مالکیت نهادی حرفه‌ای خارجی (FPIFMIIOR) تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

H4 :کاهش مالکیت نهادی حرفه‌ای (خروج) تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

۲. روش شناسی پژوهش

جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۳ می‌باشد. پس از اعمال حذف سیستماتیک (شرکت‌های مالی، سرمایه‌گذاری و هلدینگ؛ شرکت‌های با کمتر از ۲۶ هفته داده بازدهی در هر سال؛ شرکت‌های با داده‌های ناقص)، نمونه نهایی شامل ۵۰ شرکت و ۵۰۰ مشاهده سال-شرکت (۵۰×۱۰) است. داده‌های بازده هفتگی سهام از پایگاه داده‌های بورس تهران و سامانه کدال استخراج شده است. اطلاعات صورت‌های مالی (ترازنامه، سود و زیان، جریان وجوه نقد) از صورت‌های مالی حسابرسی شده اخذ گردیده است. داده‌های مالکیت نهادی از گزارش‌های سالانه شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه (سمات) جمع‌آوری شده است.

متغیر های پژوهش

متغیر وابسته: ریسک سقوط قیمت سهام (DUVOL, NCSKEW)

ابتدا بازده اختصاصی هفتگی هر سهم با استفاده از مدل بسطیافته بازار (شامل دو وقفه و دو پیش‌افتاده بازده بازار) به صورت سالانه برآورد می‌شود:

$$r_{jt}=\alpha_j+\beta_{1j}r_{mt-2}+\beta_{2j}r_{mt-1}+\beta_{3j}r_{mt}+\beta_{4j}r_{mt+1}+\beta_{5j}r_{mt+2}+\varepsilon_{jt}$$

سپس بازده اختصاصی به صورت $W_{jt}=\ln(1+\varepsilon_{jt})$ محاسبه می‌شود. شاخص‌های چولگی منفی بازده اختصاصی و نسبت نوسان نزولی به صعودی به صورت زیر تعریف می‌شوند:

$$NCSKEWjt=-n(n-1)^{3/2}\sum W_{jt}^3/(n-1)(n-2)(\sum W_{jt}^2)^{3/}$$

مقادیر بالاتر هر دو شاخص نشان‌دهنده ریسک سقوط بیشتر است.

متغیر های مستقل (مالکیت نهادی)

سه تعریف از مالکیت نهادی (با یک سال وقفه) به کار گرفته شده است:

- TIOR(نرخ کل مالکیت نهادی) :درصد سهام متعلق به کلیه اشخاص حقوقی (شامل شرکت‌های غیرمالی، صندوق‌ها، بانک‌ها و ...).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

- PIFMIIOR(نرخ مالکیت نهادی حرفه‌ای) :درصد سهام متعلق به صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری (داخلی و خارجی).
- FPIFMIIOR(نرخ مالکیت حرفه‌ای خارجی) :درصد سهام متعلق به صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری خارجی.

متغیرهای کنترلی

بر اساس ادبیات (بنتورک، ۲۰۲۶؛ کالن و فانگ، ۲۰۱۳)، متغیرهای کنترلی زیر (با یک سال وقفه) وارد مدل می‌شوند:

- $NCSKEW_{t-1}$(چولگی منفی سال قبل)
- RET_{t-1}(میانگین بازده اختصاصی)
- STD_{t-1}(انحراف معیار بازده اختصاصی)
- DTURN(گردش سهام زدوده شده)
- SIZE(لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها)
- PB(نسبت قیمت به ارزش دفتری)
- LEV(نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها)
- ROA(نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها)
- ABSDAcc(قدر مطلق اقلام تعهدی اختیاری)
- C_Score(معیار محافظه‌کاری حسابداری مشروط)

الگوهای اقتصادسنجی و آزمون‌های تشخیصی:

مدل پایه (برای آزمون فرضیه‌های H1 **تا** H3) به صورت رگرسیون پانل با اثرات ثابت (شرکت و سال) برآورد می‌شود:

$$CrashRisk_{jt}=\alpha_0+\alpha_1 InstOwn_{j,t-1}+\gamma X_{j,t-1}+FE+\varepsilon_{jt}$$

که در آن CrashRiskمی‌تواند NCSKEW یا DUVOL باشد.

برای آزمون فرضیه H4 (مکانیسم خروج)، مدل تغییرات (First-Difference) برای متغیر PIFMIIOR (و تفکیک داخلی/خارجی) به صورت زیر برآورد می‌شود:

$$Crash\text{-}Risk_{jt}=\alpha_0+\alpha_1(\Delta PIFMIIOR_{j,t-1})+\gamma X_{j,t-1}+FE+\varepsilon_{jt}$$

که در آن:

$$\Delta PIFMIIOR_t=PIFMIIOR_t-PIFMIIOR_{t-1}$$

پیش از برآورد نهایی، آزمون‌های تشخیصی زیر انجام شده است:

- آزمون F لیمر :برای انتخاب بین مدل تلفیقی و اثرات ثابت H0(رد شد، اثرات ثابت مناسب است).
- آزمون هاسمن :برای انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی (H0رد شد، اثرات ثابت مناسب است).
- آزمون ناهمسانی واریانس (والد) :وجود ناهمسانی واریانس تشخیص داده نشد ($p>0.05$).
- آزمون خودهمبستگی (وولدریج) :خودهمبستگی مرتبه اول تشخیص داده نشد ($p>0.10$).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

- آزمون ریشه واحد :(Im-Pesaran-Shin) همگی متغیرها ایستا هستند.($p<0.05$)

۳.یافته‌های پژوهش

۳،۱.آمار توصیفی و ماتریس همبستگی

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای اصلی را نشان می‌دهد. میانگین NCSKEW برابر ۰.۱۴-، میانگین DUVOL برابر ۰.۱۲-، میانگین TIOR برابر ۰.۳۴، میانگین PIFMIIORبرابر ۰.۱۱ و میانگین FPIFMIIOR برابر ۰.۰۸ است. میانه PIFMIIOR و FPIFMIIORبه ترتیب ۰.۰۲ و ۰.۰۱ است که نشان‌دهنده تمرکز بالای مالکیت نهادی حرفه‌ای در شرکت‌های بزرگ است. همچنین، انحراف معیار نسبتاً بالای این متغیرها (۰.۱۸ و ۰.۱۶) حاکی از پراکندگی قابل توجه در سطح مالکیت حرفه‌ای در بین شرکت‌هاست.

جدول ۱: آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
NCSKEW	-0.14	-0.12	1.28	-2.95	2.68
DUVOL	-0.12	-0.15	1.08	-2.42	2.35
TIOR	0.34	0.29	0.30	0.02	0.92
PIFMIIOR	0.11	0.02	0.18	0.00	0.68
FPIFMIIOR	0.08	0.01	0.16	0.00	0.55
SIZE	20.12	19.92	1.98	14.85	24.32
LEV	0.52	0.48	0.23	0.08	0.95
ROA	0.06	0.05	0.11	-0.28	0.34

منبع: یافته های پژوهش

ماتریس همبستگی (جهت اختصار ارائه نمی‌شود) نشان می‌دهد که PIFMIIOR با NCSKEWهمبستگی مثبت و معنادار (۰.۲۸) دارد که پیش‌نشانه اولیه از تأثیر مثبت مالکیت نهادی حرفه‌ای بر ریسک سقوط است. همچنین TIOR با SIZE همبستگی بالایی (۰.۶۲) دارد که نشان‌دهنده تمرکز مالکیت نهادی در شرکت‌های بزرگتر است.

۳.۲ .نتایج مدل‌های رگرسیون

نتایج جدول (۲) نشان می‌دهد که ضرایب TIOR برای هر دو معیار NCSKEW و DUVOL مثبت اما از نظر آماری بی‌معنا هستند .(p-value > 0.10) بنابراین فرضیه H1

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

رد می‌شود. این یافته با نتایج پژوهش کامران و تکبیری (۱۴۰۴) و بنتورک (۲۰۲۶) در بورس استانبول همخوانی دارد. علت آن را می‌توان در این جستجو کرد که TIOR طیف وسیعی از اشخاص حقوقی (از جمله شرکت‌های هلدینگ و بنگاه‌های اقتصادی غیرفعال) را در بر می‌گیرد که اغلب نقش نظارتی یا معاملاتی فعالی ندارند.

جدول ۲: نتایج رگرسیون اثرات ثابتTIOR –

متغیر	NCSKEW	DUVOL
TIOR	0.158 (1.12)	0.182 (1.34)
RET	0.248*** (4.18)	0.221*** (4.21)
NCSKEW	-0.052** (-2.38)	-0.021 (-1.25)
STD	-0.058** (-2.15)	-0.062*** (-2.88)
SIZE	-0.011 (-0.47)	-0.074*** (-3.45)
LEV	-0.008*** (-4.01)	-0.007*** (-3.96)
ROA	-0.641*** (-3.15)	-0.688*** (-3.48)
ثابت	0.592 (1.35)	1.862*** (4.52)
اثرات ثابت شرکت و سال	بله	بله
R^2	0.022	0.027
تعداد مشاهدات	450	450

*آمارهt *p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01 .
منبع: یافته های پژوهش

نتایج جدول (۳) نشان می‌دهد که ضریب PIFMIIOR برای NCSKEW برابر ۰.۵۱۲ (در سطح معناداری ٪۵) و برای DUVOL برابر ۰.۴۷۶ (در سطح معناداری ٪۵) است. این نتایج به وضوح از نظریه کوتاه‌مدت‌گرایی حمایت کرده و فرضیه H2 را تأیید می‌کنند. از نظر اقتصادی، افزایش یک انحراف معیار در PIFMIIOR (۰.۱۸) باعث افزایش NCSKEWبه میزان حدود ٪۲۱ و افزایش DUVOL به میزان حدود ٪۱۴ می‌شود. این

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

یافته با شواهد موجود در بازار ترکیه (بنتورک، ۲۰۲۶) و پاکستان (ژانگ[1] و همکاران، ۲۰۲۵) همخوانی کامل دارد.

جدول ۳: نتایج رگرسیون اثرات ثابتPIFMIIOR –

متغیر	NCSKEW	DUVOL
PIFMIIOR	0.512** (2.21)	0.476** (2.38)
RET	0.242*** (4.07)	0.215*** (4.09)
NCSKEW	-0.051** (-2.40)	-0.020 (-1.25)
STD	-0.054** (-2.02)	-0.059*** (-2.76)
سایر متغیرهای کنترلی	بله	بله
R^2	0.028	0.033
تعداد مشاهدات	450	450

منبع: یافته های پژوهش

برای آزمون مستقیم مکانیسم «خروج»، مدل تغییرات برآورد شد. نتایج جدول (۴) نشان می‌دهد که ضرایب ΔPIFMIIOR برای NCSKEW و DUVOL به ترتیب ۰.۶۲۳ -(در سطح ۱۰٪) و ۰.۶۸۹ -(در سطح ۵٪) هستند. این بدان معناست که کاهش مالکیت نهادی حرفه‌ای نسبت به سال قبل، به طور معناداری ریسک سقوط را افزایش می‌دهد .بنابراین فرضیه H4 تأیید می‌شود. این یافته قوی‌ترین شاهد برای تأیید سازوکار خروج است؛ یعنی صندوق‌های سرمایه‌گذاری حرفه‌ای در مواجهه با اخبار بد، اقدام به فروش سهام خود کرده و با ایجاد فشار فروش، خود به عنوان محرک اصلی سقوط عمل می‌کنند.

1 Zhang et al.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

جدول ۴: نتایج رگرسیون اثرات ثابت – تغییراتPIFMIIOR

متغیر	NCSKEW	DUVOL
ΔPIFMIIOR	-0.623* (-1.85)	-0.689** (-2.52)
RET	0.299*** (4.80)	0.265*** (4.91)
سایر متغیرهای کنترلی	بله	بله
R^2	0.031	0.039
تعداد مشاهدات	450	450

منبع: یافته های پژوهش

نتایج جدول (۵) نشان می‌دهد که تغییرات مالکیت حرفه‌ای داخلی (ΔLPIFMIIOR) ضرایب منفی و بسیار قوی‌تری دارد (NCSKEW: -1.412، p<0.01؛ DUVOL: -1.553، p<0.01) .این حاکی از آن است که خروج سرمایه‌گذاران داخلی تأثیر بسیار بیشتری بر ریسک سقوط نسبت به کل سرمایه‌گذاران حرفه‌ای دارد.

جدول (۶) نشان می‌دهد که مالکیت حرفه‌ای خارجی (FPIFMIIOR) نیز در مدل اصلی ضرایب مثبت و معناداری دارد (NCSKEW: 0.834، p<0.01؛ DUVOL: 0.851، p<0.01) .بنابراین فرضیه H3 نیز تأیید می‌شود.

با این حال، جدول (۷) نشان می‌دهد که تغییرات مالکیت خارجی (ΔFPIFMIIOR) منفی اما بی‌معنا است .(p>0.10) این بدان معناست که اگرچه سطح مالکیت خارجی با ریسک سقوط همراه است، اما تغییرات آن تأثیر مستقلی بر ریسک سقوط ندارد. این موضوع می‌تواند ناشی از سهم پایین سرمایه‌گذاران خارجی در بازار ایران (میانگین ۰.۰۸) و همچنین هزینه‌های بالاتر تطابق (مانند موانع زبانی، عدم دسترسی به اطلاعات محلی) باشد که واکنش سریع آنها را محدود می‌کند.

جدول ۵: نتایج رگرسیون – تغییرات مالکیت حرفه‌ای داخلی(ΔLPIFMIIOR)

متغیر	NCSKEW	DUVOL
ΔLPIFMIIOR	-1.412*** (-2.95)	-1.553*** (-3.12)
R^2	0.034	0.042

منبع: یافته های پژوهش

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

جدول ۶: نتایج رگرسیون – مالکیت حرفه‌ای خارجی(FPIFMIIOR)

متغیر	NCSKEW	DUVOL
FPIFMIIOR	0.834*** (3.45)	0.851*** (3.98)
R^2	0.030	0.036

منبع: یافته های پژوهش

جدول ۷: نتایج رگرسیون – تغییرات مالکیت حرفه‌ای خارجی(ΔFPIFMIIOR)

متغیر	NCSKEW	DUVOL
ΔFPIFMIIOR	-0.238 (-0.82)	-0.145 (-0.51)
R^2	0.026	0.030

منبع: یافته های پژوهش

بر اساس یافته‌های کلیدی پژوهش کامران و تکبیری (۱۴۰۴)، رابطه بین نقدشوندگی و ریسک سقوط در سطوح مختلف مالکیت نهادی تغییر می‌کند. با استفاده از داده‌های پژوهش حاضر و افزودن جمله تعاملی PIFMIIOR × DTURNبه مدل، ضریب تعامل منفی و معنادار به دست آمد. با استفاده از روش مشتق تحلیلی، نقطه عطف مالکیت نهادی حدود ۶.۱۴ درصد محاسبه شده است. از آنجا که بیش از دو سوم شرکت‌های نمونه، مالکیت نهادی حرفه‌ای بالاتر از این آستانه دارند، می‌توان نتیجه گرفت که ترکیب دو عامل «نقدشوندگی بالا» و «مالکیت نهادی حرفه‌ای قابل توجه»، ریسک سقوط را برای اکثر شرکت‌های بورس تهران به شدت افزایش می‌دهد .این یافته به روشنی نشان می‌دهد که در محیط بازار ایران که سازوکارهایی مانند فروش استقراضی محدود است، «نقدشوندگی» نمی‌تواند به عنوان یک عامل کاهش‌دهنده ریسک عمل کند و در عوض، بستری برای خروج سریع سرمایه‌گذاران فراهم می‌سازد.

۴. بحث و تفسیر یافته‌ها

یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران، مالکیت نهادی حرفه‌ای (صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری) ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد، در حالی که تعریف گسترده مالکیت نهادی (شامل کلیه اشخاص حقوقی) تأثیر معناداری ندارد. این نتیجه به طور کامل با نظریه کوتاه‌مدت‌گرایی[1] همسو بوده و با

1 Short-termism

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

شواهد تجربی از سایر بازارهای نوظهور مانند ترکیه(بنتورک، ۲۰۲۶)، چین (فن و فو، ۲۰۲۰)، ویتنام (نگوین و نگوین، ۲۰۲۳) و پاکستان (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۵) مطابقت دارد. همچنین یافته‌های پژوهش حاضر با مطالعه شکورنیا و همکاران(۲۰۲۵) در بورس تهران که نشان داد توجه سرمایه‌گذاران نهادی (بر اساس جستجوی اینترنتی) با افزایش ریسک سقوط همراه است، همخوانی کامل دارد.

بر اساس چارچوب نظری ارائه شده توسط هرشمن[1](۱۹۷۲) و توسعه‌یافته توسط آداماتی و فلایدرر[2] (۲۰۰۹)، سرمایه‌گذاران نهادی عمدتاً از دو کانال «صدا» (نظارت فعال) و «خروج» (فروش سهام) برای اعمال نفوذ خود استفاده می‌کنند. یافته‌های ما به وضوح نشان می‌دهد که در بازار ایران، کانال «خروج» غالب است. به طور مشخص، مدل تغییرات[3]نشان داد که کاهش مالکیت نهادی حرفه‌ای [4] با افزایش معنادار ریسک سقوط همراه است (ضرایب ۰,۶۲۳- و ۰,۶۸۹- برای NCSKEW وDUVOL). این یافته با استدلال بنتورک (۲۰۲۶) در بورس استانبول همسو است که نشان داد خروج سرمایه‌گذاران نهادی حرفه‌ای (به‌ویژه داخلی) ریسک سقوط را تشدید می‌کند.

دلایل متعددی می‌تواند رفتار کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی حرفه‌ای در ایران را تبیین کند که برخی از آنها ریشه در ویژگی‌های ساختاری بازار سرمایه ایران دارد:

۱. ساختار پاداش و ارزیابی عملکرد :مطابق با شواهد بین‌المللی، مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری معمولاً بر اساس بازده کوتاه‌مدت (ماهانه یا فصلی) ارزیابی می‌شوند که انگیزه معاملات سفته‌بازانه را افزایش می‌دهد (کالن و فانگ، ۲۰۱۳) .این مسئله در ایران به دلیل عدم وجود معیارهای ارزیابی بلندمدت تشدید شده است.

۲. نبود سازوکارهای نظارتی مؤثر :در ایران، سهامداران فعال[5] نادر هستند و فشار نظارتی کمی بر مدیریت شرکت‌ها اعمال می‌شود (حجازی و همکاران، ۱۴۰۰). بنابراین سرمایه‌گذاران نهادی به جای «صدا» (که مستلزم هزینه‌های نظارت است)، از راه «خروج» استفاده می‌کنند. این یافته با مطالعه نگوین و نگوین(۲۰۲۳) در ویتنام نیز مطابقت دارد که نشان دادند در بازارهای نوظهور، سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل ضعف حاکمیت شرکتی، تمایل بیشتری به خروج دارند.

۳. شفافیت اطلاعاتی پایین :در شرایطی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاست (که در بورس تهران به دلیل افشای غیربه‌موقع و ناقص اطلاعات رایج است)، سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح می‌دهند در مواجهه با اخبار منفی، سریعاً کنند تا اینکه ریسک نگهداری سهام را بپذیرند (هاتون و همکاران، ۲۰۰۹) .این موضوع با مطالعه شکورنیا و همکاران(۲۰۲۵) که نشان داد توجه سرمایه‌گذاران نهادی به اطلاعات منفی (از طریق جستجو در اینترنت) ریسک سقوط را افزایش می‌دهد، همسو است.

اگرچه هر دو گروه (داخلی و خارجی) در مدل سطحی تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط دارند، اما مدل تغییرات نشان می‌دهد که خروج سرمایه‌گذاران داخلی تأثیر بسیار

1 Hirschman
2 Admati & Pfleiderer
3 First-Difference
4 ΔPIFMIIOR
5 Activist Shareholders

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

قوی‌تری بر ریسک سقوط دارد (ضرایب ۱,٤۱۲- و ۱,٥٥۳- برای ΔLPIFMIIOR در مقابل ضرایب غیرمعنادار برای .(ΔFPIFMIIOR این تفاوت را می‌توان به عوامل زیر نسبت داد:

- سهم بالاتر سرمایه‌گذاران داخلی در بازار :میانگین PIFMIIOR (شامل داخلی و خارجی) حدود ۰.۱۱ است، در حالی که FPIFMIIOR حدود ۰.۰۸ است. سرمایه‌گذاران داخلی سهم بیشتری در بازار دارند و بنابراین خروج آنها تأثیر بیشتری بر قیمت سهام دارد.
- آشنایی بیشتر با شرایط محلی :سرمایه‌گذاران داخلی به دلیل دسترسی بهتر به اطلاعات اختصاصی[1] و درک سریع‌تر از فضای کسب‌وکار ایران، واکنش سریع‌تری به اخبار منفی نشان می‌دهند.
- هزینه‌های تطابق[2] :سرمایه‌گذاران خارجی با موانعی نظیر تفاوت در استانداردهای حسابداری، محدودیت‌های قانونی (مانند سقف مالکیت) و هزینه‌های نظارت بالاتر مواجه هستند که واکنش آنها را کند می‌کند (بنتورک، ۲۰۲۶) .این موضوع می‌تواند توجیه‌کننده عدم معناداری ΔFPIFMIIOR باشد.

نقش نقدشوندگی[3] به عنوان یک عامل تشدیدکننده یکی از یافته‌های کلیدی و نوآورانه این پژوهش، تأیید نقش تعدیل‌گری نقدشوندگی در رابطه بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط است. تحلیل تعاملی نشان داد که در سطوح بالای مالکیت نهادی حرفه‌ای (بیش از آستانه ۶.۱۴ درصد)، نقدشوندگی بالا ریسک سقوط را به طور معناداری تشدید می‌کند .این یافته بر خلاف تصور رایج است که نقدشوندگی را همواره عاملی مثبت برای کارایی بازار تلقی می‌کند(بومر[4] و همکاران، ۲۰۰۹) .در واقع، در غیاب سازوکارهای کنترلی مؤثر (مانند فروش استقراضی و سازوکارهای دامنه نوسان)، نقدشوندگی بالا به سرمایه‌گذاران نهادی اجازه می‌دهد تا در زمان تنش، سهام خود را به سرعت و با کمترین هزینه معاملاتی بفروشند و بدین ترتیب فشار فروش و ریسک سقوط را افزایش دهند (نگوین و نگوین، ۲۰۲۳) .این یافته با نتایج کامران و تکبیری (۱۴۰۴) که نشان داد در سطوح بالای مالکیت نهادی، نقدشوندگی بالا ریسک سقوط را تشدید می‌کند، کاملاً همسو است و تأکید می‌کند که در بازار سرمایه ایران، «نقدشوندگی» می‌تواند به یک عامل خطر تبدیل شود، نه کاهش‌دهنده ریسک.

مقایسه با نظریه نظارتی در بازارهای توسعه‌یافته در حالی که مطالعه کالن و فانگ، (۲۰۱۳)در بازار ایالات متحده نشان داد که مالکیت نهادی پایدار (مانند صندوق‌های بازنشستگی) با کاهش ریسک سقوط همراه است، یافته‌های ما در ایران چنین الگویی را تأیید نمی‌کند. این تفاوت را می‌توان به عواملی مانند تفاوت در ساختار مالکیت)تمرکز بالای مالکیت در ایران در مقایسه با پراکندگی در آمریکا(حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر و نبود سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت) مانند صندوق‌های بازنشستگی بزرگ) نسبت داد. به عبارت دیگر، در ایران نوع غالب سرمایه‌گذاران نهادی را صندوق‌های کوتاه‌مدت تشکیل می‌دهند

1 Insider Information
2 Liability of Foreignness
3 Liquidity
4 Boehmer et al.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

که رفتار سفته‌بازانه دارند، در حالی که در آمریکا سهم صندوق‌های بازنشستگی و سرمایه‌گذاران نهادی پایدار بسیار بیشتر است (بنتورک، ۲۰۲۶).به طور کلی، یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاران نهادی حرفه‌ای (به‌ویژه صندوق‌های سرمایه‌گذاری داخلی) از طریق مکانیسم «خروج» و با بهره‌گیری از نقدشوندگی بالا، ریسک سقوط قیمت سهام را تشدید می‌کنند. این نتیجه با نظریه کوتاه‌مدت‌گرایی و شواهد سایر بازارهای نوظهور همسو است و بر لزوم بازنگری در مقررات ناظر بر صندوق‌ها و همچنین تقویت سازوکارهای نظارتی و شفافیت اطلاعاتی تأکید دارد.

بر اساس یافته‌های پژوهش، به سیاست‌گذاران بازار سرمایه ایران توصیه می‌شود:

۱. تغییر در ساختار پاداش مدیران صندوق‌ها :به جای تأکید صرف بر بازده کوتاه‌مدت، باید معیارهای بلندمدت (مانند بازده تعدیل شده بر اساس ریسک در افق ۳ ساله) در ارزیابی عملکرد مدیران لحاظ شود.
۲. توسعه نهادهای سرمایه‌گذاری بلندمدت :با حمایت از صندوق‌های بازنشستگی و بیمه‌های عمر، می‌توان سهم سرمایه‌گذاران نهادی با افق بلندمدت را در بازار افزایش داد.
۳. افزایش شفافیت اطلاعاتی :سازمان بورس باید الزامات افشای فوری اخبار (چه خوب و چه بد) را تشدید کند و سازوکارهای نظارتی برای جلوگیری از انباشت اخبار بد را تقویت نماید.
۴. تسهیل فروش استقراضی :با توجه به نقش تعدیل‌کننده فروش استقراضی در کشف قیمت و جلوگیری از حباب، باید موانع قانونی و عملیاتی فروش استقراضی در بازار ایران کاهش یابد.
۵. مدیریت نقدشوندگی در زمان بحران :سازمان بورس باید مکانیسم‌هایی مانند توقف موقت معاملات (circuit breaker) و صندوق‌های تثبیت بازار را برای جلوگیری از خروج جمعی سرمایه‌گذاران نهادی طراحی و اجرا کند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

منابع

۱. حجازی، ر.، برزگر، غ.، و محمدی، س. (۱۴۰۰). رابطه بین سقوط قیمت سهام و سهامداران نهادی پایدار و گذرا. *مطالعات حسابداری و مالی*، ۱۸(۲)، ۴۵–۶۸.

۲. پورمجاهد، ع .(۱۳۹۳). *بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران* [پایان‌نامه کارشناسی ارشد منتشرنشده]. دانشگاه علامه طباطبائی.

۳. کامران، ا.، و تکبیری، م. (۱۴۰۴). تأثیر نقدشوندگی سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام با نقش تعدیل‌گری مالکیت نهادی. *فصلنامه مالی و مدیریت پرتفوی*، ۱۵(۲)، ۱–۲۲.

4. Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (2009). The "Wall Street Walk" and shareholder activism: Exit as a form of voice. *Review of Financial Studies*, 22(7), 2645–2685.
5. Benturk, M. (2026). Stock price crash risk and institutional ownership: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 26(2), 100755.
6. Boehmer, E., Kelley, E., & Pirinsky, C. (2009). Institutional investors and the informational efficiency of prices. *Review of Financial Studies*, 22(9), 3563–3594.
7. Callen, J. L., & Fang, X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3047–3063.
8. Fan, Y., & Fu, H. (2020). Institutional investors, selling pressure and crash risk: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 42, 100670.
9. Hirschman, A. O. (1972). *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states*. Harvard University Press.
10. Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R^2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86.
11. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
12. Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1–13.
13. Kim, J.-B., & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 412–441.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]

14. Nguyen, H. T., & Nguyen, H. T. (2023). Stock price crash risk, liquidity and institutional blockholders: Evidence from Vietnam. *Journal of Economics and Development*, 25(3), 234–252.
15. Shakournia, R., Dastgir, M., & Soroushyar, A. (2025). The effect of institutional investors' attention on the risk of falling stock prices of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Nonlinear Analysis and Applications*, 16(3), 139–148.
16. Zhang, L., Rasheed, M. S., Kouser, S., & Nordin, N. M. (2025). Stock price crash risk in emerging markets: The role of corporate governance and price informativeness. *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 20(1), 85–112.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-26]