

## تاثیر سرمایه گذاران نهادی استراتژیک بر رابطه بین محافظه کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام

علی حبیب زاده

کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی - مالی، موسسه آموزش عالی الغدیر، تبریز، ایران. (نویسنده مسئول)

Ali.habibzadeh64@gmail.com

رباب جوایی

دانشجوی کارشناسی حسابداری، دانشگاه علمی کاربردی مدیریت بازرگانی، تبریز، ایران.

R.jooyayee69@gmail.com

شماره ۱۶ / زمستان ۱۳۹۸ (جلد اول) صص ۴۸-۶۰  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره دوم)

### چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تاثیر سرمایه گذاران نهادی استراتژیک بر رابطه بین محافظه کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام می پردازد. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بعد روش شناسی از نوع تحقیقات علی (پس رویدادی) می باشد. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده و دوره ی زمانی آن بین سال های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ مورد تحقیق قرار گرفتند. روش مورد استفاده جهت جمع آوری اطلاعات، کتابخانه ای و برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون لجستیک استفاده شده است. برای اجرای آزمونها و تخمین نهایی مدلها از نرم افزار استاتا نسخه ۱۵ استفاده گردید. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین محافظه کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. سرمایه گذاران نهادی استراتژیک بر رابطه بین محافظه کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر معنادار ندارد.

**واژگان کلیدی:** ریسک سقوط قیمت سهام، محافظه کاری حسابداری، سرمایه گذاران نهادی استراتژیک.

### مقدمه

تغییرات قیمت سهام شرکت از مدیریت اطلاعات محرمانه آن ناشی می شود. وقتی مدیران همه اطلاعات را به سرعت افشا کنند، بازده سهام دارای توزیع متقارن خواهد بود، بدین معنا که میانگین حجم بازده مثبت در مورد اخبار خوب، با میانگین حجم بازده منفی در رابطه با اخبار بد برابر می شود. اما مدیران همواره انگیزه دارند تا اطلاعات و اخبار منفی را از سرمایه گذاران پنهان کرده و آن را در شرکت انباشت کنند (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱؛ کوتاری و همکاران، ۲۰۰۱). با افزایش منابع در اختیار مدیریت، تعداد افراد ذینفع شرکت افزایش می یابد و موجب بروز تضاد منافع میشود. مدیران که در کانون این تضاد منافع قرار دارند، با ارائه اطلاعات مالی سعی می کنند این تضاد منافع را کاهش دهند. آنان انگیزه دارند که وضعیت شرکت را مطلوب جلوه داده و اغلب به علت اختیارات مدیریت در ارائه گزارش ها، فرصت اعمال این رویه را نیز بدست می آورند (مشکی و فتاحی، ۱۳۹۰). تمایل مدیران به افشای نامتقارن اخبار، منجر به ایجاد ریسک آتی سقوط قیمت سهام می شود. در این میان،

محافظه کاری بیشتر احتمال تجمع اخبار بد را کم می کند. بنابراین، شرکت های با روش های حسابداری محافظه کارانه در مقایسه با شرکت های با روش های حسابداری متهورانه، به احتمال کمتر به حد بالای تجمع اخبار منفی خواهند رسید (فولاد و همکاران، ۱۳۹۱). مدیران واحدهای اقتصادی به همان اندازه که به انتشار اخبار خوب در خصوص شرکت متمایل هستند؛ سعی در پنهان نمودن اخبار بد نیز دارند. این انگیزه های متفاوت افشاگری از عوامل گوناگونی ریشه می گیرد، مثل قراردادهای پرداخت پاداش و نگرانی های شغلی (بال و کوتاری، ۲۰۰۹)، (خان و واتز، ۲۰۰۹). اگر مدیران قادر به پنهان نمودن اخبار بد برای یک مدت زمان طولانی باشند، به نظر می رسد که اطلاعات منفی درون یک شرکت ذخیره خواهد شد. با این وجود، یک محدودیت برای مدیران از لحاظ میزان اخبار بدی که می توانند جذب کنند و به طور موفقیت آمیزی پنهان کنند وجود دارد. این محدودیت به این دلیل است، که اگر در یک زمان خاص، مقدار اخبار بد جمع آوری شده به یک آستانه و یا حد مشخص و ویژه ای رسید، از آن به بعد ادامه پنهان نمودن آنها با بسیار پر هزینه بوده و یا به طور کلی غیر ممکن خواهد شد. زمانی که جمع آوری اخبار بد به آخرین نقطه (نقطه سرازیری) رسید، همه آنها به طور ناگهانی انتشار یافته و موجب بازده های منفی بالا، برای سهامی می شود، که بازار با آنها سازگاری یافته است و این همان سقوط قیمت می باشد (هوتن، ۲۰۰۹: جین و میرز، ۲۰۰۶). رویه های محافظه کاری در برابر انگیزه ها و تمایلات مدیریت ایستادگی کرده و ریسک سرمایه گذاری در سهام و سقوط احتمالی قیمت سهام را کاهش می دهد (لافوند و واتز، ۲۰۰۸). محافظه کاری به دو دلیل ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می دهد (کیم و ژانگ، ۲۰۱۰).

۱) زمانی که مدیر اخبار بد در خصوص شرکت را پنهان می کند و با انباشته شدن اخبار بد در شرکت و انتشار یکباره ریسک سقوط ارزش سهام شرکت افزایش می یابد. محافظه کاری باعث می شود که مدیر نتواند اخبار بد را پنهان نماید (۲) محافظه کاری یک مکانیزم اعلام خطر است و با ثبت به موقع زیان ها، سهامداران و هیئت مدیره را در شناسایی و متوقف نمودن به موقع پروژه های زیان ده کمک می کند. بدین ترتیب، انتظار می رود که هر چقدر که رویه های حسابداری یک شرکت محافظه کارانه تر باشد، به همان میزان نیز احتمال جمع آوری و مخفی نگه داشتن اخبار بد مربوط به آن شرکت پایین می آید. به همین ترتیب، شرکت هایی که فعالیت های حسابداری آنها محافظه کارانه است، در مقایسه با شرکت هایی که فعالیت های حسابداری آنها پویا است، احتمال کمتری وجود دارد که دچار بحران انتشار یکباره اخبار بد انباشته شوند.

میزان اطلاعاتی که مدیران شرکت های مختلف، ممکن است آن را مخفی نمایند در میان شرکت ها متفاوت است. توانایی و فرصت مدیران جهت محدود نمودن اطلاعات خصوصی شرکت باعث ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران می شود. تحقیقات نشان می دهند که عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه باعث ایجاد محافظه کاری در گزارشگری مالی می شود و در یک محیط نامتقارن اطلاعاتی، وجود رویه های محافظه کاری مانع مناسبی در برابر انگیزه های منفعت جویانه مدیر می باشد (رضازاده و آزاد، ۱۳۸۷). استدلال می شود که هرچه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سهامداران بالاتر باشد، اهمیت و تأثیر محافظه کاری در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام بیشتر خواهد بود. از طرفی، با توجه به توسعه کسب و کار و نیاز مالکان به منابع متنوع تامین مالی، شرکت های سهامی ایجاد شدند. در اقتصادهای در حال توسعه مانند ایران، اکثر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا حدودی خصوصی شده، و مالکیت شرکت تا درجه بالایی در دست سرمایه گذاران نهادی است که به دولت یا شرکت هایی که توسط دولت کنترل می شوند، وابسته هستند. قدرت کنترلی سهامدار عمده باعث می شود نفوذ بیشتری بر شرکت داشته و معاملاتی را انجام دهد که در ارتباط با منافع و حقوق آنها بوده و کنترل منافع را

برای خود، در دست بگیرد (شلیفر و ویشنی<sup>۱</sup>، ۱۹۹۴). سهامداران نهادی به دلیل نفوذی که بر مدیریت دارند، می‌توانند با نظارت بر مدیریت، علاوه بر منافع خود، منافع عموم سهامداران را تامین کنند. به عقیده محققین، چنین تاثیری در راستای تحقق اهداف اجتماعی بازارهای سرمایه اهمیت ویژه‌ای دارد. مسلماً مالکیت سرمایه گذاران نهادی استراتژیک می‌تواند با نظارت بهتر رابطه بین محافظه کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام را تحت تاثیر قرار دهد. بنابراین با توجه به مطالب فوق پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این سوال است که تاثیر سرمایه گذاران نهادی استراتژیک بر رابطه بین محافظه کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام چگونه است؟

## ادبیات و پیشینه پژوهش محافظه کاری حسابداری<sup>۲</sup>

کیسو و همکاران (۲۰۰۱) محافظه کاری را این گونه تعریف می‌کنند، به طور سنتی محافظه کاری در حسابداری وسیله‌ای است که به هنگام تردید در انتخاب رویه‌ای که ممکن است موجب ارائه بیش از واقع دارایی‌ها و سود شود راه حلی را برمی‌گزیند که کمترین پیامد را داشته باشد. برای مثال بند ۹۵ از بیانیه‌های مفاهیم حسابداری مالی شماره دو (۱۹۸۰) چنین می‌گوید: اگر برای یک مبلغ دریافتی یا پرداختی دو برآورد با درجه احتمال یکسان وجود داشته باشد، محافظه کاری آن برآوردی را انتخاب خواهد کرد که کمترین خوش بینی در آن لحاظ شده باشد. هیأت تدوین اصول حسابداری (APB)، محافظه کاری را به عنوان یک میثاق تعدیل کننده حسابداری مالی در بیانیه شماره ۴ فهرست بندی نموده است و بیان می‌کند که دارایی‌ها و بدهی‌ها اغلب در یک شرایط نامشخص قابل ملاحظه ارزیابی می‌شوند و بنابراین حسابداران با رعایت احتیاط پاسخ می‌دهند. کمیته فنی سازمان حسابرسی ایران در مفاهیم نظری گزارشگری مالی که ترجمه‌ای از بیانیه اصول هیأت استانداردهای حسابداری انگلستان است محافظه کاری را با لفظی دیگر، احتیاط، به رسمیت می‌شناسد و آن را به عنوان یکی از اجزای خصوصیت کیفی «قابل اتکا بودن» معرفی می‌کند (مجتهد زاده، ۱۳۸۰).

## رابطه محافظه کاری و سقوط قیمت سهام

پدیده سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده می‌شود، در مقایسه با جهش، بیشتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. سقوط قیمت سهام، یک تغییر منفی بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد. سقوط قیمت، یک پدیده فراگیر در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت تنها به یک سهام خاص محدود نمی‌شود بلکه تمام سهام موجود در بازار را شامل می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۰۱). در صورت افزایش اطلاعات نامتقارن، به احتمال زیاد ریسک سقوط آتی قیمت سهام زمانی رخ می‌دهد که اخبار بد تجمیع یافته برای سرمایه گذاران افشا شود. بنابر این، ریسک سقوط قیمت سهام ممکن است از طریق ویژگیهای حسابداری تحریک شود (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱). معیارهای ریسک سقوط قیمت سهام که احتمال سقوط تصادفی قیمت سهام نسبت به احتمال سقوط بازار را شناسایی می‌کند به وسیله چن و همکاران (۲۰۰۱) انجام پژوهش در این زمینه را تسهیل کرده است ولی آنها به محافظه کاری حسابداری ورود پیدا نکرده اند. هاتن و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند ریسک در آمد عامل تعیین کننده ریسک سقوط

<sup>1</sup> Shleifer & Vishny

<sup>2</sup> Accounting Conservatism

قیمت سهام است و بین ریسک در آمد و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت وجود دارد. ریسک بالای در آمد، نامتقارنی اطلاعات را افزایش داده و موجب تجمیع اخبار نامعلوم می شود. اما با گذشت زمان جلوگیری از افشای این اطلاعات برای شرکت به طور فزاینده دشوار شده و افشای آن موجب ریسک سقوط قیمت سهام می شود. فروغی و میرزایی (۱۳۹۱) نشان دادند بین محافظه کاری مشروط و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه معکوس وجود دارد. علاوه بر این در شرایطی که بین مدیران و سرمایه گذاران نامتقارنی اطلاعات وجود دارد، توانایی محافظه کاری مشروط جهت کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است. فولاد و همکاران (۱۳۹۱) و مشکی و فتاحی (۱۳۹۰) نیز با نشان دادن رابطه منفی میان دوره های کاهش قیمت سهام و درجه محافظه کاری به این نتیجه رسیدند که شرکت هایی که رویه های محافظه کارانه تری را در گزارشگری مالی خود اعمال کرده اند، کمتر با ریسک سقوط قیمت سهام در آینده مواجه شده اند. بنابر این، تمام مطالعات قبلی که نشان دهنده نقش محافظه کاری مشروط در افزایش شفافیت مالی از طریق انتشار سریع تر اخبار بد در مورد شرکت و کاهش نامتقارنی اطلاعات است تأیید می شود. به عبارت دیگر تشخیص سریع تر خبرهای بد نسبت به اخبار خوب، جریان (منفی) اطلاعات به استفاده کنندگان صورتهای مالی و در نتیجه احتمال افشای غیر منتظره خبرها که در نهایت منجر به سقوط قیمت سهام در آینده می شود را کاهش می دهد. به بیان بیدل و همکاران (۲۰۱۳) محافظه کاری نامشروط موجب کاهش ریسک می شود و یکی از معیارهای حسابداری است که از قدرت پیش بینی ریسک سقوط قیمت سهام برخوردار است. اما کیم و ژانگ (۲۰۱۳) استدلال میکنند که تنها محافظه کاری مشروط می تواند موجب کاهش نامتقارنی اطلاعات شود. به نظر بیدل و همکاران (۲۰۱۳) محافظه کاری نامشروط نیز ممکن است برای کاهش ریسک مفید باشد زیرا از طریق کاهش جریان خروجی وجه نقد و افزایش جریان نقدی ورودی باعث کاهش مدیریت سود و افزایش موقعیت های مالی شرکت می شود. در نتیجه انتظار می رود محافظه کاری نامشروط با احتمال کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در آینده مرتبط باشد.

### سرمایه گذاران نهادی

سرمایه گذاران نهادی بزرگ ترین گروه از سهامداران را تشکیل می دهند، بنابر این نقش آنها در نظارت بر مدیران و تأثیر بر عملکرد شرکت ها، از اهمیت بالایی برخوردار بوده و انتظار می رود حضور این مالکان در ترکیب سهامداران بر عملکرد شرکت مؤثر باشد. سرمایه گذاران نهادی معمولاً به دلیل در اختیار داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکت ها و نیز حرفه ای بودن در امر سرمایه گذاری، توان و انگیزه لازم برای نظارت بر شرکت ها را دارا می باشند. عموماً این گونه تصور می شود که حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و عملکرد شرکت ها منجر شود. این امر از فعالیت های نظارتی که سرمایه گذاران انجام می دهند، نشأت می گیرد (ولوری و جنکینز<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶). بوش<sup>۴</sup> (۱۹۹۸) بیان می دارد که سرمایه گذاران نهادی از طریق جمع آوری اطلاعات و قیمت گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می کنند. کاپلان و میتون<sup>۵</sup> (۱۹۹۴) دریافتند که حضور سهامداران بزرگ با جا به جایی زیاد مدیریت ارتباط دارد که نشانگر انجام وظیفه نظارتی توسط سهامداران مزبور است (ابراهیمی کردلو و همکاران، ۱۳۸۹).

<sup>3</sup> Velury & Jenkins

<sup>4</sup> Bushee

<sup>5</sup> Kaplan & Minton

## سرمایه‌گذاران نهادی و سقوط قیمت سهام

یکی از مهم‌ترین روش‌های دستکاری اطلاعات حسابداری تسریع در شناسایی اخبار خوب در مقابل به تأخیر انداختن شناسایی اخبار بد در سود می‌باشد. اما همواره یک سطح نهایی برای انباشته ساختن اخبار بد در شرکت وجود دارد، و با رسیدن به آن سطح نهایی به یکباره این اخبار بد منتشر خواهد شد و سرمایه‌گذاران را به تغییر در باورهای خود درباره ارزش شرکت و در نتیجه آن قیمت سهام شرکت ملزم می‌سازد، که این قضیه باعث سقوط قیمت سهام شرکت می‌شود (هوتن و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۹). وجود انگیزه برای تهیه جانب‌دارانه اطلاعات حسابداری باعث شد که محدودیت‌هایی برای کنترل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت ایجاد گردد. عموماً این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود که این امر فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد. منظور از سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند. استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی‌هایشان برای نظارت بر مدیریت و عملکرد شرکت، تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها است. هر چه سطح سرمایه‌گذاری آن‌ها بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود "این یک ارتباط مستقیم" است (ماگ<sup>۷</sup>، ۱۹۹۸). به بیانی دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی از طریق نظارت بر مدیریت مانع از انباشته شدن اخبار بد می‌شوند.

کوکس (۱۹۷۲) نشان داد که محافظه‌کاری احتمال وقوع فوری سقوط قیمت‌ها را در تاریخ سقوط شرطی کاهش می‌دهد. تحقیقات در این زمینه توسط چن و همکارانش (۲۰۰۱) و اندازه‌گیری تنوع اعتقادات سرمایه‌گذاری اطلاعات ابهام‌آمیز نوشته شده توسط هوتن و همکاران (۲۰۰۹) و نیز بسیاری از عوامل دیگر شناخته شده ویژگی شرکت‌ها در مقالاتی که مرتبط به سقوط قیمت سهام می‌شدند، دوام داشتند. کوتاری و همکارانش (۲۰۰۹) شواهدی را فراهم کردند که مدیران تمایل دارند که انتشار اخبار بد برای سرمایه‌گذاران خارجی را به تأخیر بیندازند. تمایل مدیریتی به سمت مخفی نگه داشتن اخبار بد از سرمایه‌گذاران خارجی خطر سقوط و یا در واقع بازده منفی را ایجاد می‌کند. جیراپورن و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۵) تأثیر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان یکی از مکانیزم‌های نظارتی حاکمیت شرکتی را بر ریسک‌پذیری شرکت، برای نمونه‌ای متشکل از ۷۰۱۵ شرکت-سال مشاهده بررسی نمودند و دریافتند که مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی سبب افزایش سطح ریسک‌پذیری شرکت می‌گردد. وینگ و کامیلو<sup>۹</sup> (۲۰۱۸) طی پژوهشی به بررسی ساختار مالکیت، کیفیت حسابرسی و ساختار هیئت‌مدیره با ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های بورسی چینی پرداختند و نشان دادند که وقتی ساختار مالکیت قوی‌تر است و کیفیت حسابرسی بالاتر با ریسک سقوط سهام کمتری همراه است. نتایج همچنین نشان داد که ساختار هیئت‌مدیره به‌طور قابل توجهی با خطر سقوط سهام ارتباطی ندارد. کردستانی و امیر بیگی (۱۳۸۷) رابطه بین عدم تقارن زمانی سود و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام به‌عنوان دو معیار سنجش محافظه‌کاری را بررسی نمودند نتایج تحقیق دلالت بر وجود یک رابطه منفی بین عدم تقارن زمانی سود و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام (MTB) دارد که از نظر آماری معنی‌دار است. هر چه دوره برآورد معیار عدم تقارن زمانی سود طولانی‌تر شود، این رابطه نیز منفی‌تر می‌شود رضازاده و آزاد (۱۳۸۷) رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی را مطالعه کردند. نتایج آزمون‌های تجربی حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و سطح محافظه‌کاری اعمال شده در صورت‌های مالی است.

<sup>6</sup> Hutton et al

<sup>7</sup> Maug

<sup>8</sup> Jiraporna et al

<sup>9</sup> Wing & Camillo

کردستانی و خاتمی (۱۳۹۵) به بررسی ارتباط بین کیفیت اطلاعات حسابداری و حسابداری محافظه کارانه با ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند و نتیجه پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد بین محافظه‌کاری نامشروط و ریسک آتی سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین سطح محافظه‌کاری نامشروط، نقش محافظه‌کاری مشروط در جلوگیری از ریسک آتی سقوط قیمت سهام محدود نمی‌کند. به علاوه بین کیفیت بالاتر حسابداری با ریسک آتی سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین محافظه‌کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه وجود دارد.  
فرضیه دوم: سرمایه‌گذاران نهادی استراتژیک بر رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر دارد.  
مدلهای رگرسیونی برای فرضیات پژوهش

مدل رگرسیونی برای فرضیه اول:

$$\text{crash}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Cons}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t} + \beta_4 \text{MTB}_{i,t} + u_{i,t}$$

مدل رگرسیونی برای فرضیه اول:

$$\text{crash}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Cons}_{i,t} + \beta_2 \text{insown}_{i,t} + \beta_3 (\text{Cons}_{i,t} * \text{insown}_{i,t}) + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{MTB}_{i,t} + u_{i,t}$$

### روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از لحاظ روش همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی می‌باشد. از جهت نوع طرح تحقیق، تحقیق حاضر از نوع تحقیقات پس رویدادی است. در این نوع تحقیق‌ها، هدف بررسی روابط موجود بین متغیرها است و داده‌ها از محیطی که به گونه‌ای طبیعی وجود داشته‌اند و یا از وقایع گذشته که بدون دخالت مستقیم پژوهش‌گر رخ داده است، جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌شود. در این تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون لجستیک استفاده شده است. به منظور تحلیل داده‌های بدست آمده از روشهای آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است. بدین ترتیب که برای توصیف داده‌ها از جدول توزیع فراوانی و در سطح استنباطی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون هاسمر لمشو، درصد صحت پیش‌بینی مدل و آکائیک-شوارتز استفاده می‌شود. برای اجرای هر پژوهش لازم است جامعه آماری مشخص و معین شود. برای انتخاب جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رجوع شده است چون اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط حسابداران رسمی، حسابداری می‌شود، لذا نسبت به اطلاعات سایر شرکت‌ها از قابلیت اتکاء بالاتری برخوردار است، و دسترسی به این اطلاعات نسبت به سایر شرکت‌ها راحت‌تر است.  
به منظور انجام پژوهش، از سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵، اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، که دارای ویژگیهای زیر می‌باشند جمع‌آوری گردید:

۱. برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آنها، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. طی قلمرو زمانی پژوهش، هیچگونه توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
۳. کلیه اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌ها برای پژوهش در دسترس باشد.

۴. جزء بانک ها و موسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گران مالی، شرکت های هلدینگ، لیزینگ ها و بیمه) نباشند.

۵. شرکتها قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده باشند.

شرکت هایی که حائز شرایط فوق نباشند جزو نمونه آماری بشمار نخواهند آمد، همچنین در این پژوهش اندازه نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک صورت پذیرفته است که تعداد ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده اند.

### متغیر مستقل

گیولی و هاین<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۰) برای سنجش محافظه کاری غیر شرطی رابطه ای مبتنی بر ارقام تعهدی طی دوره ی مالی به شرح زیر ارائه نمودند.

$$(-1) \times \frac{\text{جمع کل ارقام تعهدی}}{\text{جمع کل دارایی شرکت های}} = \text{شاخص محافظه کاری غیرشرطی}$$

در این رابطه، جمع کل ارقام تعهدی از طریق سود منهای جریان نقد عملیاتی محاسبه می شود.

### متغیر وابسته: ریسک سقوط سهام (CrashRisk)

متغیر وابسته در این تحقیق ریسک سقوط قیمت سهام می باشد. جهت محاسبه ریسک سقوط قیمت سهام از مدل چنگ و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۲)، دیانتی دیلمی و همکاران (۱۳۹۱) و مشکی و فتاحی (۱۳۹۰) استفاده می شود:

$$r_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t+1} + \beta_5 r_{m,t+2} + \epsilon_{jt}$$

در رابطه (۲)  $r_{j,t}$  بازده سهام شرکت  $j$  در سال  $t$  می باشد، و  $r_{m,t}$  بازده سالانه بازار (بر اساس شاخص بازار خواهد بود. در ادامه جزء باقیمانده را برای هر سال - شرکت به دست خواهیم آورد و پس از آن از مقدار باقیمانده  $\ln(1 + \epsilon_{jt})$  می گیریم (برای هر سال - شرکت) و پس از آن میانه کل سال - شرکت ها را محاسبه می کنیم. اگر در سال - شرکت مورد نظر این مقدار باقیمانده به دست آمده یا همان  $\ln(1 + \epsilon_{jt})$  کمتر از میانه باشد، عدد یک (۱) را می دهیم یعنی ریسک سقوط قیمت سهام وجود دارد ولی اگر بیشتر باشد عدد صفر (۰) را به آن می دهیم یعنی ریسک سقوط قیمت سهام وجود ندارد.

### متغیر تعدیلگر: سرمایه گذاران نهادی استراتژیک

طبق موضوع بند ۲۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار ایران سرمایه گذاران نهادی عبارتند از: بانک ها و بیمه ها، هلدینگها، شرکت های سرمایه گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تامین سرمایه، صندوق های سرمایه گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار است. در این پژوهش میزان مالکیت بزرگترین سهامدار شرکت به عنوان شاخص سنجش سرمایه گذاران نهادی استراتژیک در نظر گرفته شده است.

<sup>10</sup> Glvoly and Hayn

<sup>11</sup> Cheng et al

## متغیرهای کنترلی

SIZE (اندازه شرکت): از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها اندازه گیری شده است.  
M/B (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری): از طریق نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها اندازه گیری شده است.  
LEV (اهرم مالی): از طریق نسبت کل بدهیها به کل داراییها اندازه گیری شده است.

## یافته‌های پژوهش

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۳۰ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۵ ساله (۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵) می‌باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
Cons	۶۵۰	-۰,۰۴۵	۰,۱۱۷	-۰,۴۰۲	۰,۱۷۹
insown	۶۵۰	۰,۵۲۸	۰,۱۵۲	۰,۱۱	۰,۹۸۰۵
SIZE	۶۵۰	۱۴,۳۶۱	۱,۵۲۳	۱۰,۴۳۲	۱۹,۱۴۹
M/B	۶۵۰	۱,۹۴۷	۰,۹۲۷	۰,۸۰	۵,۷۶۴
LEV	۶۵۰	۰,۵۷۱	۰,۱۸۹	۰,۱۳	۰,۹۲۱

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با (۰,۵۷۱) می‌باشد که نشان می‌دهد در شرکت‌های عضو نمونه به طور میانگین ۵۷ درصد از دارایی‌های آنها را بدهی‌هایشان تشکیل داده است. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای اندازه شرکت برابر با ۱,۵۲۳ و برای محافظه کاری حسابداری برابر است با ۰,۱۱۷ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. کمینه و بیشینه نیز کمترین و بیشترین را در هر متغیر نشان می‌دهد. به عنوان مثال بزرگ‌ترین مقدار اهرم مالی برابر با ۰,۹۲۱ است. که مربوط به شرکت لامپ پارس شهاب در سال ۱۳۹۶ می‌باشد که کل بدهی‌های آن ۲,۱۴۳,۰۰۷ بوده و کل دارایی‌های آن ۲,۳۲۵,۵۱۰ می‌باشد که از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها عدد ۰,۹۲۱ بدست می‌آید. با توجه به اینکه متغیر ریسک سقوط قیمت سهام متغیر مجازی می‌باشند جدول توزیع فراوانی آنها به شرح ذیل می‌باشد.

جدول (۲): توزیع فراوانی متغیر ریسک سقوط قیمت سهام

شرح	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۳۲۵	۵۰,۰۰
۱	۳۲۵	۵۰,۰۰
جمع کل	۶۵۰	۱۰۰,۰۰



همان طور که در جدول ۲ قابل مشاهده است، جمع کل شرکت-سال‌های مورد بررسی برابر با ۶۵۰ می‌باشد که از بین آن‌ها تعداد ۳۲۵ شرکت-سال یعنی ۵۰ درصد آن‌ها ریسک سقوط قیمت سهام داشته‌اند و ۳۲۵ شرکت - سال معادل ۵۰ درصد آن‌ها ریسک سقوط قیمت سهام نداشته‌اند.

### نتیجه آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می‌دارد: بین محافظه‌کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه وجود دارد. با توجه به جدول ۳، مشاهده می‌شود که متغیر محافظه‌کاری حسابداری با ضریب (-۱,۴۵۲) و سطح معناداری (۰,۰۲۱) تاثیر معکوس و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد و فرضیه اول پذیرفته می‌شود. متغیر کنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارد. متغیرهای اندازه شرکت و کنترلی اهرم مالی تأثیر معناداری با متغیر وابسته ندارند. ضریب مک فادن برابر با ۱۵ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۱۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره راست نمایی برابر با ۴۶,۱۹ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

جدول (۳): نتیجه آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: ریسک سقوط سهام					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	Z آماره	سطح معناداری
محافظه‌کاری حسابداری	Cons	-۱,۴۵۲	۰,۶۳	-۲,۳۱	۰,۰۲۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۲۳	۰,۰۵۳	-۰,۴۵	۰,۶۵۳
اهرم مالی	LEV	-۰,۴۴۲	۰,۳۹۳	-۱,۱۲	۰,۲۶۱
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	-۰,۷۷	۰,۱۳۹	-۵,۵۳	۰,۰۰۰۰
عرض از مبدأ		۱,۹۵۶	۰,۸۷۲	۲,۲۴	۰,۰۲۵
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
	LR آماره	۴۶,۱۹			
	LR (Prob.) سطح معنی داری	۰,۰۰۰۰			
	ضریب مک فادن	۱۵ درصد			

### نتیجه آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان می‌دارد: سرمایه‌گذاران نهادی استراتژیک بر رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد.

با توجه به جدول ۴، مشاهده می‌شود که متغیر تعامل محافظه‌کاری حسابداری با سرمایه‌گذاران نهادی استراتژیک دارای ضریب سطح معناداری (۰,۱۵۹) بیشتر از پنج درصد می‌باشد بنابراین می‌توان گفت سرمایه‌گذاران نهادی استراتژیک بر رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر ندارد و فرضیه دوم رد می‌شود. متغیر کنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارد. متغیرهای اندازه شرکت و کنترلی اهرم مالی تأثیر معناداری با متغیر وابسته ندارند. ضریب مک فادن برابر با ۱۶ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۱۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره راست‌نمایی برابر با ۵۵,۱۰ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

#### جدول (۴): نتیجه آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: ریسک سقوط سهام					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	Z آماره	سطح معناداری
محافظه‌کاری حسابداری	Cons	-۱,۴۲۷	۰,۶۳۵	-۲,۲۵	۰,۰۲۵
سرمایه‌گذاران نهادی استراتژیک	insown	۵,۴۰۳	۲,۹۸۴	۱,۱۸۱	۰,۰۷۰
محافظه‌کاری حسابداری * سرمایه‌گذاران نهادی استراتژیک	Cons * insown	-۳,۱۳۵	۲,۲۲۵	-۱,۴۱	۰,۱۵۹
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۳۹۵	۰,۰۵۳۸	-۰,۷۳	۰,۴۶۳
اهرم مالی	LEV	-۰,۴۸۲	۰,۳۹۸	-۱,۲۱	۰,۲۲۷
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	-۰,۸۳۵	۰,۱۴۴	-۵,۷۷	۰,۰۰۰۰
عرض از مبدأ		۰,۱۱۱	۱,۲۹۵	۰,۰۹	۰,۹۳۱
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
LR آماره			۵۵,۱۰		
LR (Prob.) سطح معنی‌داری			۰,۰۰۰۰		
ضریب مک فادن			۱۶ درصد		

### اطمینان از کفایت متغیرهای کنترلی

از معیارهای اطلاعاتی آکائیک و شوآرتز برای بررسی کفایت متغیرهای کنترلی پژوهش استفاده شده است. بدین منظور، هر مدل ریاضی یکبار بدون متغیرهای کنترلی و یکبار به همراه متغیرهای کنترلی برازش شده است، چنانچه مقادیر آکائیک و شوآرتز در مدل با متغیرهای کنترلی نسبت به مدل بدون متغیرهای کنترلی کاهش پیدا کند، به این معنا است که متغیرهای کنترلی باعث بهبود مدل شده اند.

جدول (۵): نتیجه آزمون های اطمینان از کفایت

شرح مدل	آکائیک	شوآرتز
مدل اول بدون متغیرهای کنترلی	۹۰۱	۹۱۴
مدل اول به همراه متغیرهای کنترلی	۸۶۶	۸۹۸
نتیجه	کفایت متغیرهای کنترلی	کفایت متغیرهای کنترلی
مدل دوم بدون متغیرهای کنترلی	۸۱۳	۸۵۵
مدل دوم به همراه متغیرهای کنترلی	۷۶۸	۸۰۲

همانطور که طبق جدول ۵ قابل مشاهده است کتغیرهای کنترلی در هر دو مدل پژوهش منجر به بهبود مدل شده اند.

### آماره هاسمر لمشو

در آزمون هاسمر-لمشو اگر سطح معناداری آزمون بیشتر از ۵ درصد باشد بیانگر برازش مطلوب مدل رگرسیونی است در غیر این صورت مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار نخواهد بود.

جدول (۶): نتایج آزمون هاسمر لمشو برای مدل رگرسیونی پژوهش

نام مدل ریاضی	مقدار آماره آزمون	سطح معناداری آزمون	نتیجه
مدل اول	۹,۱۰	۰,۱۵۷۳	مطلوبیت مدل برازش شده
مدل دوم	۹,۸۲	۰,۲۷۷۷	مطلوبیت مدل برازش شده

چون سطح معناداری آزمون هاسمر - لمشو برای هر سه مدل پژوهش بیش از ۵ درصد می باشد بیانگر برازش مطلوب مدل رگرسیونی می باشد.

### درصد صحت پیش بینی مدل

یکی دیگر از معیارهای نیکویی برازش که آن نیز صرفاً برای مدل‌های لاجیت و پرابیت کاربرد دارد، درصد صحت پیش بینی است. مشاهده می‌شود که درصد صحت پیش بینی همه مدل‌ها بیش از ۵۰ درصد می‌باشد.

جدول (۷): درصدهای صحت پیش بینی مدل‌ها

نام مدل	پیش بینی کل
فرضیه (مدل) اول	۶۱ درصد
فرضیه (مدل) دوم	۷۳ درصد

### نتیجه گیری و پیشنهادات

در این پژوهش تاثیر سرمایه گذاران نهادی استراتژیک بر رابطه بین محافظه کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام بررسی شد. جامعه آماری پژوهش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که تعداد ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش در بازه زمانی ۵ ساله بین سالهای ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ مورد تحقیق قرار گرفتند. دو فرضیه در این پژوهش مطرح گردید که پس از بررسی و آزمون‌های مربوط به فرضیه اول مشخص گردید که محافظه کاری حسابداری تاثیر معکوس و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. بدین معنی که با افزایش میزان محافظه کاری، ریسک سقوط قیمت سهام کاهش پیدا می‌کند. نتایج حاصل از این فرضیه مخالف با مبانی نظری و تحقیقات کردستانی و خاتمی (۱۳۹۵) است. آنها در پژوهشی نشان دادند که بین محافظه کاری و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط معناداری وجود ندارد. طبق فرضیه دوم می‌توان گفت که سرمایه گذاران نهادی استراتژیک بر رابطه بین محافظه کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر ندارد. یعنی سرمایه گذاران نهادی استراتژیک، رابطه بین محافظه کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام را تعدیل نمی‌کند. با توجه به نتایج این پژوهش، پیشنهاد می‌شود تاثیر سرمایه گذاران نهادی استراتژیک بر رابطه بین محافظه کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام به تفکیک صنایع مختلف انجام گیرد. پژوهش حاضر با استفاده از سایر مدل‌های اندازه‌گیری محافظه کاری در شرکت‌ها انجام شده و نتایج مقایسه گردد و پژوهش حاضر در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت انجام شود.

### منابع

- ✓ ابراهیمی کردلر، علی، مرادی، محمد، اسکندر، هدی، (۱۳۸۹)، تاثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۵-۱۳۷۷)، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۸، صص ۱۰۴-۱۱۹.
- ✓ دبانتی دیلمی، زهرا، مهدی، مرادزاده، سعید، محمودی، (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام، دانش سرمایه‌گذاری، سال ۱، شماره ۲، صص ۱-۱۸.
- ✓ رضازاده، جواد، آزاد، عبدالله، (۱۳۸۷)، رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارش‌گری مالی، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۴، صص ۶۳-۸۰.
- ✓ فروغی، داریوش، میرزایی، منوچهر، رسائیان، امیر، (۱۳۹۱)، تاثیر فرار مالیاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه مالیات، سال ۲۰، صص ۷۱-۸۵.

- ✓ فولاد، فرزانه، یعقوب نژاد، احمد، عبدالرضا، تالانه، (۱۳۹۱)، محافظه‌کاری و کاهش خطر سقوط قیمت سهام، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۶۹، صص ۹۹-۱۱۸.
- ✓ کردستانی غلامرضا، بیگی، امیر (۱۳۸۷)، محافظه‌کاری در گزارشگری مالی: بررسی رابطه عدم تقارن زمانی سود و MTB به عنوان دو معیار سنجش محافظه‌کاری، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲.
- ✓ کردستانی، غلامرضا، خاتمی، زینت، (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط بین کیفیت اطلاعات حسابداری و حسابداری محافظه‌کارانه با ریسک سقوط قیمت سهام، دانش حسابداری مالی، مقاله ۶، دوره ۳، شماره ۲، صص ۱۰۹-۱۲۹.
- ✓ مجتهد زاده، ویدا، (۱۳۸۰)، محافظه‌کاری، حسابدار، شماره ۱۴۵، صص ۲۲-۲۴.
- ✓ مشکئی، مهدی، فتاحی، رضا، (۱۳۹۰)، تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر ریسک کاهش قیمت سهام، بورس اوراق بهادار، دوره ۴، شماره ۱۶، صص ۱۱۹-۱۳۶.
- ✓ Ball, R., Kothari, S.P., Nikolaev, V. (2009), "Econometrics of the Basu Asymmetric Timeliness Coefficient and Accounting Conservatism". On line ,<http://www.ssrn.com>.
- ✓ Biddle, G., Ma, M., & Song, F. (2013). "Accounting conservatism and bankruptcy risk". Available at: <http://ssrn.com/abstract=1621272>.
- ✓ Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *Accounting Review*, 73, 305-334.
- ✓ Chen, J., Hong, H., Stein, J. (2001), "Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices", *Journal of Financial Economics*, 61, 345-381.
- ✓ Cheng, A., & Hogan, R., & Zhang, E, (2012), "Cash Flows, Earnings Opacity and Stock Price Crash Risk, Louisiana State", University. CAAA Annual Conference, Available At URL: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- ✓ Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 29, No 3, Pp 287-320.
- ✓ Hutton, A., Marcus, A., and Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports and the distribution of stock returns. *Journal of Financial Economics*, Vol 94, 67-86.
- ✓ Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H. (2009), "Opaque financial reports, R2, and crash risk", *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- ✓ Jin, L., Myers, C.S. (2006), "R2 around the world: New theory and new tests", *Journal of Financial Economics*, 79, 257-292.
- ✓ Jiraporna, P., Chatjuthamard, P. and Tong, S. (2015), "Does Corporate Governance Influence Corporate Risk-Taking? Evidence from the Institutional Shareholders Services (ISS)", *Finance Research Letters*, Vol. 13, PP. 105-112.
- ✓ Kaplan, S., & Minton. B. (1994). Appointment of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics*, 36: 225-57.
- ✓ Khan, M., Watts, R.L. (2009), "Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism", *Journal of Accounting and Economics*, 48, 132-150.
- ✓ Kim, J., Zhang, L. (2010), "Does Accounting Conservatism Reduce Stock Price Crash Risk? Firm-level Evidence," On line ,<http://www.ssrn.com>.
- ✓ Kim, J.B., & Zhang, L. (2013). "Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*". Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1521345> .

- ✓ Kothari, S.P., Ramanna, K., Skinner, D.J., (2009a). "What Should GAAP Look Like? A Survey and Economic Analysis." On line ,<http://www.ssrn.com>.
- ✓ LaFond, R., Watts, R. (2008), "The information role of conservatism", *The Accounting Review*, 83 (2): 447-478.
- ✓ Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: is there a trade off between liquidity and control? *Journal of finance*, vol 53, 65-98.
- ✓ Shleifer, A., Vishny, R.W., (1986). Large shareholders and corporate control. *J. Polit. Econ*: 461-488.
- ✓ Velury, U., & Jenkins, D. S. (2006). Institutional Ownership and The Quality of Earnings. *Journal of Business Research*, 59, 1043-1051.
- ✓ Wing Him Yeung, Camillo Lento (2018), Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China, *Global Finance journal* . Reference: GLOFIN 426- 1-56.