

پژوهش‌های حسابداری مالی
سال هشتم، شماره سوم، پیاپی (۲۹)، پاییز ۱۳۹۵
تاریخ وصول: ۱۳۹۵/۴/۲۴
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۱۰/۲۵
صص: ۱۹-۴۲

بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد رمضان احمدی^{۱*}، سید صابر درسه^{**}

* استادیار حسابداری، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران

Ahmadi_m@scu.ac.ir

** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران

Ss.dorseh@gmail.com

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. معیارهای بررسی‌شده شامل چهار بعد راهبری شرکتی که عبارت‌اند از ساختار مالکیت، ساختار هیأت‌مدیره، انگیزه‌های مدیرعامل و شفاف نبودن اطلاعات مالی است. بدین منظور ۹ فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های مربوط به ۹۹ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ تجزیه و تحلیل شد. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده‌های تلفیقی با رویکرد اثرات تلفیقی، بررسی و آزمون شد. نتایج به‌دست آمده نشان داد از میان معیارهای انتخابی برای راهبری شرکتی، فقط تمرکز مالکیت دارای رابطه مثبت و معناداری و مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، استقلال اعضای هیأت‌مدیره و دوگانگی وظیفه رئیس هیأت‌مدیره و مدیرعامل شرکت تأثیر منفی و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. همچنین نتایج نشان داد که متغیرهای انگیزه‌های مدیران اجرایی شرکت و شفاف نبودن اطلاعات مالی تأثیر معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام ندارد. با تجزیه تحلیل اضافی مشخص شد که اثرات راهبری شرکتی در صنایع با سطح رقابتی ضعیف و عدم اطمینان بالا نسبت به صنایع با سطح رقابت قوی و عدم اطمینان پایین اهمیت بیشتری دارد.

واژه‌های کلیدی: خطر سقوط قیمت سهام، معیارهای راهبری شرکتی، عدم شفافیت اطلاعات مالی و انگیزه‌های مدیر اجرایی شرکت.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: اهواز، دانشگاه شهید چمران، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، گروه حسابداری.

مقدمه

به دنبال تخصصی‌شدن فعالیت شرکت‌ها و تفکیک مدیریت از مالکیت آن‌ها، مدیران که نماینده سهامداران هستند، شرکت را اداره می‌کنند. با برقراری رابطه نمایندگی به این صورت، هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع خود هستند. چون تابع مطلوبیت طرفین درگیر در رابطه نمایندگی متفاوت است، بین آن‌ها تضاد منافع به وجود می‌آید. بنابراین این امکان وجود دارد که یکی از طرفین برای منافع شخصی خود، اقداماتی انجام دهد که با هدف به حداکثر رساندن منافع سایر گروه‌ها در تضاد باشد [۲۴]. یکی از بارزترین تعارض‌های موجود در روابط نمایندگی، تعارض بین مدیران و سهامداران شرکت است. طیف وسیعی از انگیزه‌ها نظیر قراردادهای پاداش و مسائل مربوط به دوره تصدی وجود دارد که مدیران را تشویق می‌کند از افشای اطلاعات منفی خودداری و آن‌ها را در داخل شرکت انباشت کنند [۴۱]. چنانچه مدیران برای یک دوره طولانی اقدام به نگهداری و انباشت اخبار بد در داخل شرکت کنند، بین قیمت ذاتی سهام شرکت و ارزش تعیین شده برای آن به وسیله سرمایه‌گذاران (ارزش بازار سهام)، یک شکاف بزرگ (حباب قیمتی سهام) ایجاد می‌شود. هنگامی که توده اخبار منفی انباشت شده به نقطه انفجار می‌رسد، به یکباره وارد بازار شده و باعث ترکیدن حباب‌های قیمتی و سقوط قیمت سهام می‌شود [۳۲].

در صورت نبود قرارداد بهینه، مدیران می‌توانند از مزایای اطلاعاتی سوءاستفاده کنند و به طور گسترده رفتارهای فرصت‌طلبانه نسبت به هزینه سهامداران بلندمدت داشته باشند. به طور کلی، چنین رفتاری ممکن است به دو روش انجام شود؛ اجرای

تصمیمات سرمایه‌گذاری به طور موقت با هدف ارزش‌گذاری، یا درگیرشدن در مدیریت سود برای حفظ حباب قیمت سهام. این فعالیت‌ها با این حال، ناپایدار هستند و در نهایت هنگامی که مهارت‌های واقعی آشکار شدند، باعث سقوط قابل توجه قیمت سهام می‌شوند [۴۷]. بخش قابل توجهی از سابقه مطالعاتی نشان می‌دهد که معیارهای راهبری شرکتی با نظم‌بخشیدن به سرمایه‌گذاری [۴۳]، جلوگیری از مدیریت سود [۵۲] و بهبود محیط اطلاعاتی [۱۰، ۳۶] به طور مؤثر می‌توانند از چنین تصمیمات نامطلوب مدیریتی جلوگیری کنند [۲۵، ۴۷]. این یافته‌ها نشان می‌دهد که ایجاد راهبری شرکتی به طور مؤثر به کاهش رفتار فرصت‌طلبانه مدیریتی کمک می‌کند، از این رو آن‌ها باید با کاهش سقوط قیمت سهام شرکت نیز در ارتباط باشند [۴۴].

در این پژوهش به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام با استفاده از چارچوب توسعه یافته استاندارد و پورز^۱ [۵۲] و گروه راهبری شرکتی^۲ [۴۶]، در چهار بعد راهبری شرکتی شامل ساختار مالکیت، ساختار هیأت‌مدیره، فرایندها و انگیزه‌های مدیر اجرایی و شفافیت‌نبودن اطلاعات مالی پرداخته شده است.

مبانی نظری پژوهش و پیشینه پژوهش

مدیران ممکن است خودخواهانه به دنبال شیوه‌های کوتاه‌مدتی باشند که برای سهامداران با دید بلندمدت بهینه نباشد [۱۴]. بکر و همکاران [۱۱] توضیح دادند که مدیران ممکن است انگیزه‌ای برای فراهم‌کردن تمایلات رایج و سرمایه‌گذاری در

¹ Standard & Poor's

² OECD Steering Group of Corporate Governance

چنین مشکلات نمایندگی ممکن است شدید باشد (برای مثال انرون). بخش زیادی از ادبیات پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های با راهبری شرکتی قوی با پل زدن شکاف اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران باعث کاهش چنین مشکلات نمایندگی می‌شوند [۲۹،۵۰]. کاراموئو و وافیز [۳۵] نشان دادند کیفیت هیأت‌مدیره شرکت‌ها و کمیته‌های حسابرسی به شیوه‌های افشای داوطلبانه اطلاعات مالی مربوط می‌شود. علاوه بر این، معیارهای راهبری شرکتی، تصمیمات سرمایه‌گذاری نامطلوب را محدود می‌کند. در نهایت، برخی از مطالعات نشان دادند که راهبری شرکتی شیوه‌های مدیریت سود را کاهش می‌دهد [۴۰، ۵۴]، در حالی که دیگران نتایج نسبتاً ترکیبی و یا ارتباطی را پیدا کردند [۴۲]. بنابراین، این پژوهش به بررسی ارتباط بین معیارهای راهبری شرکتی و سقوط قیمت سهام می‌پردازد.

ساختار مالکیت

از مهم‌ترین عناصر راهبری شرکتی، سهامداران و نحوه مالکیت آنان است. با توجه به اینکه سهامداران نقش اساسی در معیارهای راهبری شرکتی دارند، بنابراین ترکیب مختلف آن‌ها در شرکت‌ها می‌تواند اثرهای متفاوتی را بر عملکرد شرکت‌ها و همچنین نحوه انعکاس اطلاعات شرکت در بازار داشته باشد [۴۵]. به عقیده کوئو [۲۲] در بازارهای سهام نوظهور که سازوکارهای کنترلی و حمایتی مؤثری در خصوص حفاظت و حمایت از سهامداران وجود ندارد، حضور سهامداران عمده و سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیتی شرکت ممکن است در نظارت عملیات مدیریتی مؤثر واقع شود؛ در نتیجه مدیران در راستای منافع سهامداران عمل خواهند کرد. نظارت سهامداران نهادی در بین انواع گسترده‌ای

پروژه‌های گران‌قیمت بازار داشته باشند. بنابراین، فرضیه عمومی وجود خواهد داشت که مدیران با سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های ثابت از عملکرد متورم‌شده در طول دوره پشتیبانی می‌کنند. در شرکت‌های دارای سود حسابی (متورم) اجاره و سرمایه‌گذاری بسیار زیاد و همچنین اقلام تعهدی اختیاری و سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها دارای ارتباط مثبتی با یکدیگر هستند [۴۸]. به‌طور کلی، زمانی که نرخ رشد واقعی مشخص می‌شود، این سیاست‌های سرمایه‌گذاری نامطلوب، فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی در کوتاه‌مدت را طرح‌ریزی می‌کنند و باعث کمبود سرمایه و سقوط قیمت سهام می‌شود [۱۵].

همچنین مدیران می‌توانند برای حمایت از تظاهر به فرصت‌های رشد قوی، اطلاعات مالی را دستکاری کنند و درگیر عمل شناخته‌شده مدیریت سود شوند. پنیاتس و همکاران [۴۷] و کوثری و همکاران [۴۳] استدلال می‌کنند که مدیران انگیزه‌هایی برای پنهان‌سازی اطلاعات منفی از بازار به دلایل مالی، از جمله شغلی و جبران خسارت‌های شرکت دارند. به‌طور مشابه بل [۱۳] نشان می‌دهد که مدیران ممکن است به دلایل غیر مالی از جمله ایجاد حاکمیت و نگهداری عزت نفس انگیزه‌ای برای خودداری از ارائه اخبار بد داشته باشند. احتکار اخبار بد برای مدت‌زمان طولانی با این حال تحمل‌ناپذیر است [۱۷، ۴۱]. در برخی از نقاط اطلاعاتی که تاکنون پنهان بودند به یکباره وارد بازار شده و باعث سقوط قیمت سهام می‌شود [۳۲، ۳۳].

چنین رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریتی ممکن است به‌وسیله عدم‌تقارن اطلاعاتی که بین مدیران و سهامداران وجود داشته، ایجاد شود. در واقع رسوایی‌های مختلف مالی نشان می‌دهد که عواقب

سبب ایجاد عدم‌تقارن اطلاعاتی در بازار و کاهش نقدینگی می‌شوند. بنابراین سهامداران بزرگ با توجه به افق کوتاه‌مدت باعث ایجاد فشار بر مدیران برای فدا کردن سرمایه‌گذاری و عملکرد بلندمدت برای حفظ رشد سود کوتاه‌مدت و تسریع در شناسایی اخبار خوب در مقابل به تأخیر انداختن شناسایی اخبار خوب می‌شوند. این امر زمینه را برای انجام اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران فراهم می‌کند و موجب افزایش خطر سقوط آینده قیمت سهام می‌شود [۴۷].

افزون بر این، نوع دیگری از ترکیب سهامداران مالکیت مدیریتی است که بر اساس فرضیه همسویی منافع، با افزایش درصد مالکیت مدیریتی، منافع مدیران با منافع سهامداران همسویی بیشتری دارد. از این‌رو، مالکیت مدیریتی ساز و کار مهمی است که در جهت محدود کردن رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت در نظر گرفته می‌شود [۵۳]. همچنین زمانی که مدیران در پی افزایش ثروت خود باشند، تضاد آن‌ها با سهامداران افزایش می‌یابد و چنانچه مدیریت در مالکیت شرکت سهم داشته باشد، منافع مدیران و سهامداران به هم نزدیک می‌شود [۳۳]. از این‌رو عدم‌تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران کم می‌شود و در نتیجه باعث کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌شود.

استقلال هیأت‌مدیره

یکی دیگر از سازوکارهای نظام راهبری که استفاده از آن به‌طور جهان‌شمولی رو به افزایش است، اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره است. هیأت‌مدیره بالاترین مرجع تصمیم‌گیری در سازمان‌هاست که انتساب و برکناری بالاترین مقام اجرایی سازمان و همچنین تصویب بسیاری از تصمیمات مهم سازمان و نظارت بر اجرای آن‌ها را بر عهده دارد. اعمال این

از ابزارها و نیروهای بازار که برای کاهش واگرایی میان منافع مدیران و مالکان عمل می‌کنند، تناسب ایجاد می‌کند. شلايفر و وشینی [۵۱] استدلال می‌کنند سهامداران که موقعیت مالکیت بالایی دارند، علاقه مالی و توانایی برای ارزیابی تصمیمات سرمایه‌گذاری و سیاست‌های شرکت‌ها را دارند؛ بنابراین در صورت لزوم می‌توانند با استفاده از قدرت رأی‌دهی خود از تصمیمات نامطلوب مدیران جلوگیری کنند. ایدمايز [۲۳] نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی با سرمایه‌گذاری بلندمدت در شرکت از نگرانی شرکت درباره قیمت بازار سهام محافظت و مدیران را به حداکثر کردن قیمت سهام در بلندمدت تشویق می‌کنند. این به‌عنوان نظارت بر عملکرد توسط سرمایه‌گذاران نهادی شناخته شده است. به‌طور مشابه، کورنت و همکاران [۲۰] دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی مانع مدیریت سود می‌شود. بر اساس این دیدگاه نظارت، رابطه بین مالکیت نهادی و سقوط آینده سهام باید منفی باشد.

بنابراین، شرایط رقابتی نشان می‌دهد که سهامداران عمده (بزرگ خارجی) بیش از حد نگران سود دهی هستند که ممکن است هم‌راستا با دیگر سرمایه‌گذاران شرکت عمل نکنند و در نتیجه آن مدیریت برای موفقیت و یا شکست^۱، درباره انتظارات سود تحت فشار قرار می‌گیرد [۴۹، ۱۸] با این حال، چنین فشاری، مدیریت را به حداکثر کردن قیمت در کوتاه‌مدت تشویق می‌کند و در نتیجه سقوط آینده قیمت سهام را افزایش می‌دهد. همچنین روبین [۵۰] با توجه به فرضیه انتخاب نامطلوب استدلال می‌کند سهامداران بزرگ به دلیل نفوذ زیاد در شرکت دارای مزیت اطلاعاتی نسبت به دیگر سهامداران هستند که

¹ meet or beat

دوگانگی وظیفه مدیرعامل، ممکن است باعث کاهش استقلال هیأت‌مدیره و کاهش گرایش طبیعی آن برای افشای اختیاری اطلاعات شود. همچنین با حضور مدیرعامل در ترکیب هیأت‌مدیره، تهدید کمتری برای از دست دادن شغل دارد و این دوگانگی وظایف سبب می‌شود مدیر انگیزه کمتری برای بهبود عملکرد داشته باشد که بر عملکرد شرکت اثر منفی می‌گذارد [۴۲]. تفکیک‌نشدن وظایف مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره ممکن است باعث کاهش اثربخشی نقش نظارتی هیأت‌مدیره شود و ضایع شدن حقوق ذی‌نفعان را در پی داشته باشد. براساس مطالعات انجام‌گرفته، تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس هیأت‌مدیره، به هیأت‌مدیره استقلال بیشتری می‌دهد و در نتیجه باعث کاهش مشکلات نمایندگی و افزایش کیفیت گزارشگری مالی می‌شود [۲]. از این‌رو شرکت‌هایی که سمت مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره از هم تفکیک شده است، باید رابطه بین دوگانگی مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام منفی باشد.

انگیزه‌های مدیران اجرایی

شواهد اخیر نشان می‌دهد که ساختار جبران خسارت جریان‌ات نقدی ممکن است مدیران اجرایی را وادار به رفتار خودخواهانه کند. برای مثال، هلی و همکاران [۲۸، ۲۹] دریافتند که مدیران ممکن است در مواقعی که پاداش آن‌ها بر اساس ارقام حسابداری پرداخت می‌شود، ارقام حسابداری را دستکاری کنند. آن‌ها دریافتند در شرکت‌هایی که بر اساس طرح‌های پاداش، مقرر شده باشد که اگر مدیر سود را به سطح معینی برساند، پاداش دریافت خواهد کرد؛ مدیران ممکن است روش‌های حسابداری را انتخاب کنند که به وسیله آن پاداش آن‌ها افزایش یابد. هم‌چنین در مؤسساتی که بر اساس طرح‌های

حق کنترل به‌وسیله هیأت‌مدیره به اطمینان از تفکیک اثربخش و تصمیم‌گیری و کنترل در بالاترین سطح سازمان کمک می‌کند. چون مسئولیت اعضای موظف هیأت‌مدیره دارای ارتباط نزدیکی با مدیرعامل است، احتمال دارد وظیفه نظارت بر مدیریت عمدتاً بر عهده اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره قرار گیرد [۲۴]. اثربخشی تفکیک تصمیم‌گیری به‌وسیله هیأت‌مدیره از آنجا نشئت می‌گیرد که مدیران غیرموظف به دلیل منافعتشان حاضر به تبانی با مدیران اجرایی نیستند. چون مدیران غیرموظف اکثراً در سایر شرکت‌ها دارای سمت اجرایی مدیریت و یا تصمیم‌گیری هستند، انگیزه‌های زیادی برای کسب شهرت و اعتبار دارند و دارای قدرت تصمیم‌گیری بهتر و بهره‌مندی از فرصت شغلی مناسب‌تر در آینده هستند. همسو نبودن انگیزه مدیران موظف برای استفاده از ثروت مالکان در راستای منافع شخصی خود با انگیزه مدیران غیرموظف برای کسب شهرت، باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت و کاهش هزینه‌های نمایندگی خواهد شد [۹]. از این‌رو حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیأت‌مدیره، عدم تقارن اطلاعاتی بین ارکان داخلی و خارجی شرکت را کاهش می‌دهد که این موضوع به افزایش کیفیت افشای اطلاعات و در نتیجه کاهش خطر سقوط قیمت سهام منجر می‌شود [۴۷].

دوگانگی نقش مدیرعامل

دوگانگی نقش مدیرعامل به حالتی گفته می‌شود که مدیرعامل، رئیس هیأت‌مدیره نیز باشد. این وضعیت سبب می‌شود مدیرعامل دارای اختیارات بیشتری برای کنترل اطلاعات در دسترس سایر اعضا باشد، در نتیجه ممکن است از نظارت مدیرعامل جلوگیری کند. قدرت تصمیم‌گیری متمرکز در نتیجه

پاداش داشتن حداقل سود برای مؤسسه الزامی نبود، مدیران راهبردهایی را انتخاب می‌کردند تا سود آن دوره کاهش، ولی سود دوره‌های بعد افزایش یابد. بنابراین برنامه‌های پاداش و میزان حساسیت مدیران اجرایی برای ارزش پرتفوی قیمت سهام به‌طور مثبت با رفتار مدیریت سود، در ارتباط است و در نتیجه باعث افزایش سقوط قیمت سهام می‌شود [۳۸].

عدم شفافیت اطلاعات مالی

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران در شکل‌دهی انتظارات خود، مرتکب اشتباه شوند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. رفتار سرمایه‌گذاران از عوامل بسیاری متأثر است که یکی از عوامل اصلی این ابهامات رفتاری، موضوع بی‌اطمینانی و نبود شفافیت اطلاعات است [۳۲]. شفافیت اطلاعات عبارت است از افزایش جریان به‌موقع و قابل اتکای اطلاعات اقتصادی، مالی، اجتماعی و سیاسی که در دسترس همه ذی‌نفعان قرار می‌گیرد [۵]. همچنین نبود شفافیت اطلاعات مالی، ممانعت عمده‌ای از دسترسی به اطلاعات است که ارائه نادرست اطلاعات یا ناتوانی بازار در کسب اطمینان از کفایت مربوط بودن و کیفیت اطلاعات ارائه‌شده تعریف می‌شود [۳۲].

هاتن و همکاران [۳۲] معتقدند که در شرایط نبود شفافیت کامل در گزارشگری مالی (اقدام به مدیریت سود)، مدیران انگیزه دارند برای حفظ شغل خود، بخشی از زیان‌ها را پنهان کنند. این فرایند، یعنی

افشاء نکردن زیان‌های واقعی تا زمان حضور مدیر در شرکت ادامه دارد و پس از اینکه مدیر شرکت را ترک کرد، حجم عظیمی از زیان‌های افشاء‌نشده وارد بازار شده و باعث سقوط قیمت سهام می‌شود. علاوه بر این در یک محیط گزارشگری غیر شفاف، سرمایه‌گذاران قادر به شناسایی و کشف پروژه‌های زیان‌ده شرکت نیستند. ناتوانی سرمایه‌گذاران در تمایز بین پروژه‌های سودده و زیان‌ده در مراحل اولیه آن باعث می‌شود که پروژه‌های زیان‌ده ادامه یابد و با گذر زمان زیان آن‌ها افزایش پیدا کند. بازده منفی این نوع پروژه‌ها در طول زمان در داخل شرکت انباشت می‌شود و هنگامی که اطلاعات مربوط به آن‌ها افشاء می‌شود، قیمت سهام به‌شدت کاهش پیدا خواهد کرد [۳۲]. بنابراین، چنانچه مدیران بتوانند برای مدت‌زمان طولانی از افشای اخبار بد خودداری کنند، اخبار منفی در داخل شرکت انباشت می‌شود. از سوی دیگر حجم اخبار بدی که مدیران می‌توانند انباشت کنند، محدود است. علت این موضوع آن است که وقتی که حجم اخبار منفی انباشت‌شده به آستانه معینی می‌رسد، نگهداری و افشاء نکردن آن برای مدت‌زمان طولانی غیرممکن و پرهزینه خواهد شد؛ در نتیجه توده اخبار نامطلوب پس از رسیدن به نقطه اوج خود به یکباره وارد بازار شده و موجب افت شدید بازده سهام یا سقوط قیمت سهام می‌شود [۳۲].

پنایاتس و همکاران [۴۷] در پژوهشی با عنوان راهبری شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام به بررسی رابطه بین معیارهای راهبری شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر این است که بین مالکیت نهادی و درصدی از مدیران که سهام سازگار نگهداری می‌کنند و خطر سقوط قیمت سهام رابطه مثبتی وجود دارد. با این دیدگاه که نهادها

کوتاری و همکاران [۴۱] شواهدی را فراهم کردند که نشان داد مدیران تمایل دارند که انتشار اخبار بد برای سرمایه‌گذاران خارجی را به تأخیر اندازند. تمایل مدیریتی به سمت مخفی نگه‌داشتن اخبار بد از سرمایه‌گذاران خارجی، خطر کاهش قیمت سهام و بازده منفی را ایجاد می‌کند.

جین و مایرز [۳۴] مدلی را گسترش دادند که بیان می‌کند عدم شفافیت اطلاعات به مدیران فرصت بیشتری برای پوشاندن اخبار بد از صاحبان سود شرکت می‌دهد. در نهایت زمانی که این اخبار بد انباشته‌شده در شرکت انتشار پیدا کند، باعث ایجاد یک تعدیل منفی و شدید در بازده سهام یا همان سقوط قیمت سهام می‌شود.

هانگ و استین [۳۰] در رابطه با خطر سقوط قیمت سهام به این رابطه پرداختند که ناهمگنی رفتارهای سرمایه‌گذاران خود دلیلی برای سرعت بخشیدن به سقوط قیمت سهام است. یافته‌های آن‌ها نشان داد اگر تفاوت نظر در رفتار سرمایه‌گذاران زیاد باشد، سرمایه‌گذاران تندرو با شنیدن کوچک‌ترین خبر بد به فروش سریع سهام خود مبادرت می‌ورزند؛ همچنین سعی می‌کنند هر چه سریع‌تر از بازار خارج شوند که این حرکت در نهایت به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود. به‌علاوه آن‌ها اثبات کردند اخبار نهایی انباشته‌شده در شرکت در زمان تنزل بازار تمایل بیشتری به آشکار شدن پیدا می‌کنند که نتیجه آن تعدیل شدید و منفی بازده سهام است.

احمدپور و همکاران [۱] در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج آن‌ها بیانگر این است که متغیرهای بازده دارایی، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت کیوتوبین رابطه

و مدیران با مالکیت نهادی سهام مدیریت را برای عملکرد کوتاه‌مدت زیر فشار قرار می‌دهند. علاوه بر این عدم شفافیت در اطلاعات مالی با خطر سقوط قیمت سهام رابطه مستقیمی دارد. آن‌ها همچنین نشان دادند بین درصد مدیران مستقل در کمیته حسابرسی و تخصص صنعت حسابرسی و خطر سقوط قیمت سهام رابطه معکوسی وجود دارد.

کیم و ژانگ [۳۹] در پژوهشی به نام «آیا محافظه‌کاری حسابداری خطر سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد»، به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و ریسک سقوط سهام پرداختند. نتایج بررسی‌های آن‌ها نشان داد که محافظه‌کاری، انگیزه‌های مدیران را برای بیش‌نمایی عملکرد و افشاء نکردن اخبار بد محدود می‌کند و از این‌رو خطر سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد. همچنین آن‌ها با استفاده از هزینه‌های تحقیق و توسعه، وضعیت بازار محصولات شرکت و ترکیب سهامداران شرکت برای متغیرهای مؤثر بر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران، اثبات کردند که در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی، توانایی محافظه‌کاری برای کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است.

کیم و همکاران [۳۸] در پژوهش خود به بررسی رابطه بین فرار مالیاتی و خطر سقوط قیمت سهام در سال ۲۰۱۰ پرداختند. بررسی‌های آن‌ها نشان داد در شرکت‌هایی که اقدام به فرار از پرداخت مالیات کرده‌اند، خطر سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است. یافته‌های این پژوهش همچنین نشان داد که رابطه مثبت بین فرار مالیاتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام، در شرکت‌هایی که نظام راهبری قوی‌تری دارند، ضعیف‌تر است.

مالیاتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، یک رابطه معنادار وجود دارد. اثر فرار مالیاتی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام، در شرکت‌هایی که در ترکیب سهامداران آن‌ها سرمایه‌گذار نهادی حضور دارند و همچنین شرکت‌هایی که در ترکیب اعضای هیأت‌مدیره آن‌ها اعضای غیرموظف بیشتر از ۵۰ درصد کم‌تر است.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطرح‌شده، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیه اول: مالکیت نهادی تأثیر منفی معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

فرضیه دوم: تمرکز مالکیت تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

فرضیه سوم: مالکیت مدیریت تأثیر منفی معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

فرضیه چهارم: استقلال هیأت‌مدیره تأثیر منفی معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

فرضیه پنجم: دوگانگی وظیفه رئیس هیأت‌مدیره و مدیرعامل تأثیر منفی معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

فرضیه ششم: انگیزه‌های (پاداش) مدیران اجرایی تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

فرضیه هفتم: عدم شفافیت اطلاعات مالی تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد.

فرضیه هشتم: تأثیر معیارهای راهبر شرکتی بر کاهش خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دارای

منفی و معنادار با خطر سقوط قیمت سهام دارند. همچنین نتایج آن‌ها نشان داد که متغیرهای بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی رابطه معناداری با خطر سقوط قیمت سهام ندارند.

مهرانی و همکاران [۸] در پژوهشی به بررسی رابطه سازوکارهای راهبری شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی پرداختند. نتایج آن‌ها بیانگر آن است که متغیرهای استقلال اعضای هیأت‌مدیره و مالکیت نهادی رابطه مثبت و معناداری با کیفیت گزارشگری مالی دارند، به این صورت با افزایش میزان متغیرهای راهبری شرکتی شاخص‌های کیفیت سود بهبود و به دنبال آن کیفیت گزارشگری مالی افزایش می‌یابد.

دیانتی و همکاران [۴] در پژوهشی به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر کاهش احتمال ریسک ریزش (سقوط) قیمت سهام پرداختند. نتایج آن‌ها بیانگر این است که مدیریت سرمایه در گردش، احتمال ریسک ریزش قیمت سهام را به صورت معناداری کاهش می‌دهد.

فروغی و همکاران [۶] در پژوهشی، به بررسی ارتباط بین محافظه‌کاری شرطی در گزارشگری مالی و خطر سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج آن‌ها بیانگر این است که بین محافظه‌کاری شرطی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، رابطه معکوس وجود دارد. همچنین نتایج این پژوهش، نشان می‌دهد که در شرایطی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، توانایی محافظه‌کاری شرطی برای کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است.

فروغی و همکاران [۷] در پژوهشی به بررسی تأثیر فرار مالیاتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج آن‌ها بیانگر این است که بین فرار

پژوهش از نرم‌افزار Excel 2010 و Eviews 8 استفاده شده است. همچنین، سطح اطمینان استفاده‌شده برای آزمون فرضیه‌ها و بررسی فروض کلاسیک رگرسیون ۹۵ درصد است. برای برآورد پارامترهای مدل‌های رگرسیون، آزمون فروض کلاسیک اهمیت ویژه‌ای دارد. از جمله مهم‌ترین این فروض، فرض‌های مربوط به خودهمبستگی و عدم ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌های مدل است. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که باقیمانده مدل‌های بررسی‌شده دارای توزیع نرمال هستند. برای تشخیص وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها، از آزمون دورین واتسون (DW) استفاده شد. مقدار این آماره برای مدل‌های پژوهش، نشان‌دهنده نبود خودهمبستگی بین باقیمانده‌هاست.

جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۹۳ است. در این پژوهش برای نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری هدفمند (حذف سیستماتیک) استفاده شده است. بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه که دارای شرایط زیر بوده‌اند، برای نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند:

۱. برای مقایسه‌کردن اطلاعات، پایان سال مالی ۲۹ اسفند باشد.
۲. برای همگن‌بودن اطلاعات، فعالیت آن‌ها تولیدی باشد.
۳. معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش بیش از سه‌ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.

رقابت بازار محصول بالاتر نسبت به شرکت‌های دارای رقابت در بازار محصول پایین‌تر، کمتر است.

فرضیه نهم: تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر کاهش خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دارای عدم قطعیت بالاتر نسبت به شرکت‌های دارای عدم قطعیت پایین‌تر، بیشتر است.

روش پژوهش

تجزیه و تحلیل اطلاعات

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. همچنین، برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌های الگوهای رگرسیونی ترکیبی^۱ و الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت^۲ از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های ترکیبی انتخاب شود، کار تمام است؛ اما اگر روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انتخاب شود، لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود [۳].

به دلیل اینکه نتایج حاصل از این پژوهش ممکن است در فرایند تصمیم‌گیری استفاده شود، این پژوهش از نظر هدف کاربردی است. همچنین، این پژوهش از نظر ماهیت توصیفی - همبستگی است، زیرا در این نوع پژوهش‌ها پژوهشگر به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر است. در این پژوهش به‌منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج

¹ Pooled Data

² Fix Effect Panel Data

۴. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.

$$NCSKEW_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 InsOwn_{i,t-1} + \beta_2 CentOwn_{i,t-1} + \beta_3 ManOwn_{i,t-1} + \beta_4 BrdIndep_{i,t-1} + \beta_5 BrdDobl_{i,t-1} + \beta_6 BONUS_{i,t-1} + \beta_7 OPAQUE_{i,t-1} + \beta_8 DUALITY_{i,t-1} + \beta_9 STD_{i,t-1} + \beta_{10} RET_{i,t-1} + \beta_{11} Size_{i,t-1} + \beta_{12} ROA_{i,t-1} + \beta_{13} MTB_{i,t-1} + \beta_{14} Leverage_{i,t-1} + \beta_{15} CRASH_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

متغیرهای الگو در نگاره (۱) تعریف شدند.

با اعمال شرایط مذکور از بین شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۹۹ شرکت برای نمونه آماری این پژوهش انتخاب شدند.

الگوی پژوهش

با توجه به چارچوب نظری و پیشینه پژوهش، الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چندمتغیره است.

نگاره ۱. تعریف متغیرهای الگو

متغیر مورد بررسی	نماد
چولگی منفی بازده ماهانه سهام	<i>NCSKEW</i>
مالکیت سهامداران نهادی	<i>InsOwn</i>
تمرکز مالکیت	<i>CentOwn</i>
مالکیت مدیریت	<i>ManOwn</i>
عدم شفافیت اطلاعات مالی	<i>OPAQUE</i>
استقلال هیأت مدیره	<i>BrdIndep</i>
دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره	<i>BrdDobl</i>
پاداش مدیرعامل	<i>BONUS</i>
وضعیت رقابت در بازار محصول	<i>HHI</i>
عدم تجانس سرمایه‌گذاران	<i>DTURN</i>
انحراف معیار بازده ماهانه سهام	<i>STD</i>
میانگین بازده ماهانه سهام	<i>RET</i>
اندازه شرکت	<i>Size</i>
شاخص سودآوری	<i>ROE</i>
نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام	<i>MTB</i>
اهرم مالی	<i>Leverage</i>
چولگی منفی بازده سهام سال قبل	<i>CRASH</i>

متغیرهای مستقل

InsOwn (میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی): درصد مالکیت سهامداران شرکت‌ها نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری [۴۷].

متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش مشتمل بر سه دسته متغیر مستقل، متغیر وابسته و متغیر کنترلی به شرح زیر است:

در این رابطه TA_{it} معرف مجموع ارقام تعهدی است که از رابطه (۳) محاسبه می‌شود:

$$TA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta DCL_{it} - \Delta STD_{it}) - DEP_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در معادله (۲) و (۳) متغیرها به شرح زیر هستند:
 ΔCA_{it} : تغییر در دارایی‌های جاری سال جاری نسبت به سال قبل

$\Delta CASH_{it}$: تغییر در وجه نقد سال جاری نسبت به سال قبل

ΔDCL_{it} : تغییر در بدهی‌های سال جاری نسبت به سال قبل

ΔSTD_{it} : تغییر در حصه کوتاه‌مدت بدهی‌های بلندمدت سال جاری نسبت به سال قبل

DEP_{it} : هزینه استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود سال جاری

همچنین، $A_{i(t-1)}$ مجموع دارایی‌های شرکت در سال قبل، ΔREV_{it} ، تفاوت فروش سال جاری نسبت به سال قبل و PPE_{it} ، اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات ناخالص و ε_{it} خطای برآورد α_1 ، α_2 و α_3 پارامترهای خاص شرکت است. پس از تخمین پارامترهای الگوی شماره (۲)، ارقام تعهدی غیراختیاری (NDA_{it}) از طریق رابطه (۴) برای "دوره" برآورد "محاسبه می‌شوند.

$$NDA_{it} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i(t-1)}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{i(t-1)}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{i(t-1)}} \right) \quad \text{رابطه (۴)}$$

در مدل فوق ΔREC_{it} معرف تغییر در خالص حساب‌های دریافتی سال جاری نسبت به سال قبل است.

در مرحله آخر ارقام تعهدی اختیاری (DACC) به شرح رابطه (۵) محاسبه می‌شود:

$$DACC_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{i(t-1)}} - NDA_{it} \quad \text{رابطه (۵)}$$

CentOwn (تمرکز مالکیت): مجموعه درصد سه سهام‌دار عمده برای تمرکز مالکیت [۴۷].

ManOwn (مالکیت مدیریتی): درصد مالکیت سهام در اختیار مدیریت شرکت است [۴۷].

BrdIndep (استقلال هیأت‌مدیره): مجموعه درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره به کل اعضای هیأت‌مدیره [۴۷].

BrdDobl (دوگانگی مسئولیت مدیرعامل): متغیر مجازی اگر مدیرعامل رئیس یا نائب‌رئیس هیأت‌مدیره باشد، برابر ۱ و در غیر این صورت ۰ [۴۷].

BONUS (انگیزه‌های مدیران اجرایی عامل): عبارت است از پاداش مدیران اجرایی که برابر با میزان پاداش تقسیم بر مجموع کل پرداختی در طول سال مالی است که مجموع کل پرداختی شامل حقوق و دستمزد و پاداش است [۴۷].

OPAQUE (عدم شفافیت اطلاعات مالی): یک معیار مبتنی بر حسابداری که با استفاده از میزان ارقام تعهدی محاسبه می‌شود. پنیاتس و همکاران [۴۷] با استفاده از مدل تعدیل‌شده جونز [۳۵] و به صورت مقطعی (سال به سال) ارقام تعهدی اختیاری را اندازه‌گیری کردند و برای شاخص کیفیت اطلاعات مالی به‌کار بردند. بنابراین در این پژوهش از الگوی تعدیل‌شده جونز برای بررسی عدم شفافیت اطلاعات مالی استفاده شده است. در الگوی یادشده در اولین قدم ارتباط مجموع ارقام تعهدی برای یک دوره زمانی مشخص که به دوره رویداد معروف است با متغیرهای فروش، ناخالص اموال و ماشین‌آلات و تجهیزات از طریق رابطه (۲) برآورد می‌شود:

$$\frac{TA_{it}}{A_{i(t-1)}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i(t-1)}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{i(t-1)}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{i(t-1)}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$W_{j,\theta} = \ln(1 + \varepsilon_{j,\theta}) \quad \text{رابطه (۸)}$$

$\varepsilon_{j,\theta}$ باقیمانده یا پسماند شرکت j در دوره θ است و عبارت است از بازده باقیمانده یا پسماند که از رابطه (۹) برآورد شده پنیاتس و همکاران [۴۷].

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1,j}r_{m,t-2} + \beta_{j,2}r_{m,t-1} + \beta_{j,3}r_{j,t} + \beta_{j,4}r_{m,t+1} + \beta_{j,5}r_{m,t+2} + \varepsilon_{j,\theta} \quad \text{رابطه (۹)}$$

در رابطه (۹) $r_{i,t}$ بازده سهام شرکت j در ماه t است و $r_{m,t}$ بازده ماهانه بازار بر اساس (شاخص بازار) خواهد بود. متغیرهای کنترلی:

عدم تجانس سرمایه‌گذاران (DTURN): عبارت است از متوسط گردش تصادفی سهام در سال مالی جاری منهای متوسط گردش تصادفی سهام در سال گذشته. متوسط گردش تصادفی سهام، از طریق تقسیم حجم معاملات ماهانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشرشده در ماه به دست می‌آید [۱۹].

رقابت در بازار محصول

رقابت در بازار محصول براساس شاخص هرفیندال هیرشمن اندازه‌گیری شده است که در پژوهش گاستا و رونی [۲۷] استفاده شده است. گفتنی است که شاخص مذکور میزان رقابت‌پذیری را در صنایع مختلف محاسبه کرده است و به صورت رابطه (۱۰) تعریف می‌شود:

$$\text{herfindahl} - \text{Hirschhman Indx}(HHI) = \sum_{i=1}^n \left(\frac{S_i}{S}\right)^2 \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

S_i درآمد فروش شرکت i

S مجموع درآمد فروش شرکت‌های موجود در صنعتی که شرکت i در آن فعالیت می‌کند. n تعداد شرکت‌های موجود در صنعت

پس از محاسبه اقلام تعهدی اختیاری، عدم شفافیت اطلاعات مالی از طریق رابطه (۶) اندازه‌گیری می‌شود:

$$OPAQUE_{i,t} = \text{Abs}(DACC_{i,t-1}) + \text{Abs}(DACC_{i,t-2}) + \text{Abs}(DACC_{i,t-3}) \quad \text{رابطه (۶)}$$

$OPAQUE_{i,t}$: معیار عدم شفافیت اطلاعات مالی شرکت i در سال مالی t ; Abs : نماد قدرمطلق، $DACC_{i,t-1}$: اقلام تعهدی اختیاری شرکت i در پایان سال $t-1$; $DACC_{i,t-2}$: اقلام تعهدی اختیاری شرکت i در پایان سال $t-2$; $DACC_{i,t-3}$: اقلام تعهدی اختیاری شرکت i در پایان سال $t-3$.

متغیر وابسته پژوهش

اندازه‌گیری سقوط قیمت سهام

برای اندازه‌گیری سقوط قیمت سهام از مدل ضریب چولگی (چن و همکاران ۲۰۰۱) و مدل (هاتن و همکاران ۲۰۰۹) [۱۹،۳۲] استفاده و از رابطه (۷) محاسبه شده است.

$$CRASH_{it} = NCSKEW_{it} = -\frac{(n(n-1))^{\frac{3}{2}}}{\sum W_{j,\theta}^3} / \left((n-1)(n-2) \left(\sum W_{j,\theta}^2 \right)^{\frac{3}{2}} \right) \quad \text{رابطه (۷)}$$

$NCSKEW_{it}$: ضریب منفی چولگی بازده ماهانه خاص شرکت i در سال t ; $W_{j,\theta,t}$: بازده ماهانه خاص شرکت j در ماه θ در سال مالی که از مدل شماره (۸) برآورد شده و n تعداد ماه‌های مشاهده‌شده بازده در سال مالی است. در مدل فوق هرچه مقدار ضریب چولگی منفی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض سقوط قیمت سهام بیشتر خواهد بود پنیاتس و همکاران [۴۷].

بازده ماهانه خاص شرکت که با w نشان داده می‌شود رابطه (۸) برابر است با لگاریتم طبیعی عدد ۱ به علاوه عدد باقیمانده که از رابطه (۹) محاسبه شده است.

اهرم مالی (Leverage) برابر با تسهیلات مالی تقسیم بر جمع دارایی‌های شرکت [۴۷].

شاخص سودآوری (ROE) برابر با سود خالص تقسیم بر جمع حقوق صاحبان سهام [۴۷].

ضریب چولگی منفی بازده سهام (CRASH) ضریب منفی چولگی بازده ماهانه خاص شرکت که از رابطه (۷) برآورد می‌شود [۴۷].

یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۲) نشان داده شده است.

پس از به دست آوردن شاخص *HHI* باید یادآور شد که هرچه این شاخص کوچک‌تر باشد، رقابت در آن صنعت خاص قوی‌تر است [۲۷].

انحراف معیار بازده ماهانه خاص شرکت (STD) که برابر است با انحراف معیار بازده ماهانه خاص شرکت در سال مالی [۴۷].

میانگین بازده ماهانه خاص شرکت (RET) که برابر است با میانگین بازده ماهانه خاص شرکت در سال مالی [۴۷].

اندازه شرکت (SIZE) برابر با لگاریتم جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت [۴۷].

نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام (MTB) برابر با تقسیم ارزش دفتری شرکت بر ارزش بازار شرکت است [۴۷].

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
<i>NCSKEW</i>	۰/۱۴۳	۳/۳۵۴	۴/۲۴۲	-۴/۲۴۲	۳/۸۲
<i>CentOwn</i>	۰/۷۶۵	۰/۸۱	۰/۹۸۳	۰/۰۶۴	۰/۱۸۳
<i>ManOwn</i>	۰/۶۶۵	۰/۷۰۵	۰/۹۵۹	۰/۰۱۳	۰/۱۹۲
<i>InsOwn</i>	۰/۸۱	۰/۸۴	۰/۹۹۱	۰/۰۰۷	۰/۲۵۶
<i>BrdIndep</i>	۰/۶۳	۰/۶۰	۱	۰/۲۰	۰/۱۶۵
<i>BrdDobl</i>	۰/۲۱۸	۰	۱	۰	۰/۴۱۴
<i>BONUS</i>	۰/۱۰۶	۰/۰۶	۰/۷۵	۰	۰/۱۳۶
<i>OPAQUE</i>	۸/۳۰	۶/۶۳	۴۸/۴۳	۰/۸۵	۶/۴۰
<i>HHI</i>	۱/۰۵۶	۰/۰۰۵	۰/۸۹	۰/۰۰۱	۰/۱۳
<i>DTURN</i>	-۰/۰۰۷	-۰/۰۰۲	۰/۹۸۱	-۰/۹۳	۰/۲۱۲
<i>STD</i>	-۰/۰۶۴	-۰/۰۶۰	۰/۱۴۳	۰/۰۱۵۲	۰/۰۲۲
<i>RET</i>	-۰/۰۵۰	-۰/۰۸۸	۰/۸۷۳	۰-۳۲	۰/۱۷۴
<i>Size</i>	۵/۴۷	۵/۴۴	۷/۶۰	۴/۰۶	۰/۹۱۳
<i>MTB</i>	۱/۹۶	۱/۵۶	۷/۸۷	-۵/۸۴	۱/۴۵
<i>Leverage</i>	۰/۶۳۲	۰/۶۴	۰/۹۵	۰/۰۹۸	۰/۱۷
<i>ROE</i>	۰/۳۵۳	۰/۳۵۱	۰/۹۷	-۰/۸۲	۰/۲۶
<i>CRASH</i>	۱/۸۴	۳/۷۵	۴/۲۴۲	-۴/۲۴۲	۳/۳۳

پراکندگی داده‌ها با یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر عدم شفافیت اطلاعات مالی (OPAQUE) برابر $6/40$ و برای متغیر انحراف معیار بازده ماهانه (RET) برابر با $0/022$ است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، OPAQUE و STD به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی هستند. همچنین، لازم به توضیح است به منظور اجتناب از تأثیر داده‌های پرت بر نتایج پژوهش، کلیه داده‌های پرت متغیرها در سطح یک درصد حذف شده‌اند.

آمار استنباطی

قبل از برازش الگوها لازم است تا آزمون F لیمر برای بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوهای مذکور انجام شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر برای الگوهای مذکور در نگاره (۳) نشان داده شده است.

نگاره ۳. نتایج آزمون F لیمر برای الگوهای پژوهش

روش پذیرفته شده	سطح خطا	آماره
الگوی تلفیقی (pooled)	0/526	0/790

* منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره (۲) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر بیشینه، کمینه، میانگین و میان و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. مهم‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال میانگین متغیر اهرم مالی (Leverage) برابر با $0/632$ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر پیرامون این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانگین دیگری از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در نگاره (۲) مشاهده می‌شود، میانگین متغیر اندازه شرکت (size) برابر با $5/44$ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی، پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین میزان

همان‌طور که در نگاره (۴) مشاهده می‌شود، نتایج بیانگر رد نکردن فرض H_0 بوده، در نتیجه الگوی داده‌های ترکیبی روش ارجح است. حال در ادامه نتایج تخمین الگوی پژوهش در نگاره (۵) با روش داده‌های ترکیبی نشان داده شده است.

نگاره ۴. نتایج حاصل از برآورد الگوی پژوهش برای آزمون فرضیه‌های اول تا هفتم

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
α_0	-۲/۵۴۹	-۱/۴۲۹	۰/۱۵۳
<i>InsOwn</i>	-۱/۶۰۰	-۲/۴۲۵	۰/۰۱۵۶
<i>CentOwn</i>	۲/۶۷۱	۲/۴۶۹	۰/۰۱۳
<i>ManOwn</i>	-۱/۰۰۳	-۱/۹۵۲	۰/۰۵۱۴
<i>BrdIndep</i>	-۱/۲۴۷	-۱/۹۹۹	۰/۰۴۶۱
<i>BrdDobl</i>	-۰/۹۲۰	-۲/۵۵۴	۰/۰۱۰
<i>BONUS</i>	۰/۵۳۲	۰/۹۲۶	۰/۳۵۴
<i>OPAQUE</i>	۰/۰۰۷	۰/۳۹۶	۰/۶۹۲
<i>DTURN</i>	-۰/۲۲	-۰/۵۰۶	۰/۶۱۲
<i>RET</i>	۲/۰۵۰	۱/۴۹۵	۰/۱۳۵
<i>STD</i>	-۶/۹۱۶	-۱/۹۸۱	۰/۰۴۸
<i>Size</i>	۰/۷۷۱	۱۰/۵۳۳	۰/۰۰۰
<i>MTB</i>	-۰/۰۷۲	-۰/۶۳۲	۰/۵۲۷۲
<i>Leverage</i>	۰/۱۴۵	۰/۱۶۴	۰/۸۶۹
<i>ROE</i>	-۱/۳۲۴	-۳/۶۴۰	۰/۰۰۰۳
<i>CRASH</i>	۰/۱۳۶	-۲/۲۱۹	۰/۰۲۶۹
ضریب تعیین		۰/۱۰۵	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۰۸۲	
آماره دوربین - واتسون		۱/۵۱۳	
آماره F		۴/۴۴۲	
احتمال آماره F		۰/۰۰۰	

*منبع: یافته‌های پژوهش

۲۰۱۵ پنیاتس و همکاران انجام دادند، نیز ضریب تعیین به دست آمده مدل، در حدود ۱۰ درصد است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که برابر ۱/۵۱۳ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی مانده‌های الگو وجود ندارد.

چه موقع وجود راهبری شرکتی اهمیت دارد؟

نظریه نمایندگی نشان می‌دهد که راهبری شرکتی به کاهش رفتارهای فرصت طلب توسط مدیران با پلزدن شکاف اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران کمک می‌کند. در نتیجه تقاضا برای اداره بهتر به احتمال زیاد به شدت مشکلات عدم تقارن اطلاعات

با توجه به نتایج مشاهده شده در نگاره (۴) و با توجه آماره F به دست آمده (۴/۴۴۲) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی پژوهش معناداری بالایی دارد. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۸ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. البته باید توجه داشت که در اکثر پژوهش‌های انجام شده در زمینه متغیرهای راهبری شرکتی ضریب تعیین تعدیل شده مدل پایین است و در پژوهش مشابهی که در سال

اینکه ضریب (شدت متغیر) معیارهای راهبری شرکتی در شرکت‌های با عدم قطعیت بالا بیشتر از شرکت‌های با عدم قطعیت پایین است؛ بنابراین اثرات راهبری شرکتی بر خطر سقوط آینده در شرکت‌های با عدم قطعیت بالا اهمیت بیشتری دارند.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون فرضیه اول

فرضیه اول به بررسی تأثیر درصد مالکیت سهامداران نهادی بر خطر سقوط قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره (۴) از برآورد الگو، ضریب متغیر درصد مالکیت سهامداران نهادی برابر $1/600-$ است و با توجه به P-Value آن که برابر با $0/0156$ و کمتر از سطح خطای $0/05$ است. بنابراین، ضریب مثبت متغیر نشان‌دهنده آن است که افزایش تمرکز مالکیت باعث کاهش خطر سقوط آتی قیمت سهام رابطه می‌شود. با توجه به مبانی نظری مطرح‌شده، حضور سرمایه‌گذاران نهادی باعث تغییر رفتار شرکت‌ها می‌شود که این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد. بنابراین سرمایه‌گذاران نهادی با اجرای راهبری شرکتی مستحکم، با نظم‌بخشیدن به سرمایه‌گذاری، جلوگیری از مدیریت سود و بهبود محیط اطلاعاتی از تصمیمات نامطلوب مدیریتی جلوگیری می‌کنند. از آنجا که سرمایه‌گذاران نهادی باعث کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریتی به سمت حداکثر کردن قیمت سهام در کوتاه‌مدت، مانند مدیریت سود و یا سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود، این فرضیه وجود خواهد داشت که سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر منفی معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

ستون اول و دوم در نگاره (۵) نشان‌دهنده اثرات رقابت صنعت است. همان‌طور که احتمال می‌رفت اثر نظارت سازمانی بر سقوط قیمت سهام در صنایع با رقابت ضعیف بیشتر از صنایع با رقابت قوی است. به‌طور خاص، مطابق با یافته‌های قبلی، در صنایع با رقابت بازار محصول، متغیرهای درصد سهام نگهداری‌شده توسط سهامداران عمده و عدم شفافیت اطلاعات مالی و انگیزه‌های (پاداش) مدیران اجرایی شرکت، دارای رابطه مثبت و متغیرهای مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، استقلال اعضای هیأت‌مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره رابطه منفی با سقوط آتی قیمت سهام دارند. با توجه به اینکه ضریب (شدت متغیر) معیارهای راهبری شرکتی در صنایع رقابتی ضعیف‌تر، بیشتر از صنایع با رقابت قوی است؛ بنابراین اثرات راهبری شرکتی بر خطر سقوط آینده در صنایع با سطح رقابت ضعیف اهمیت بیشتری دارند.

ستون سوم و چهارم نگاره (۵) اثر عدم قطعیت شرکت را نشان می‌دهد. همان‌طور که انتظار می‌رفت، اثر راهبری شرکتی در محیط‌های با عدم قطعیت بالا درخور توجه است. به‌طور خاص، مطابق با یافته‌های قبلی، متغیرهای درصد سهام نگهداری‌شده توسط سهامداران عمده، عدم شفافیت اطلاعات مالی و انگیزه‌های (پاداش) مدیران اجرایی، دارای رابطه مثبت و هم‌چنین متغیرهای مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، استقلال اعضای هیأت‌مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با رئیس هیأت‌مدیره رابطه منفی با سقوط آینده قیمت سهام دارند. هیچ‌یک از این روابط در میان شرکت‌های با عدم قطعیت پایین درخور توجه نیست. با توجه به

در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق و با پژوهش پنیاتس و همکاران [۴۷] مطابقت دارد.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم به بررسی تأثیر درصد تمرکز مالکیت خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره (۴) از برآورد الگو، ضریب متغیر درصد تمرکز مالکیت برابر ۲/۷۶۱ است و با توجه به P-Value آن که برابر با ۰/۰۱۳ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، ضریب مثبت متغیر نشان‌دهنده آن است که افزایش تمرکز مالکیت با خطر سقوط آتی قیمت سهام رابطه مستقیمی دارد. با توجه به مبانی نظری مطرح شده و با توجه به فرضیه انتخاب نامطلوب؛ در شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت زیاد است، سهامداران بزرگ به دلیل نفوذ زیاد بر شرکت دارای مزیت اطلاعاتی نسبت به دیگر سهامداران هستند که سبب ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی در بازار و کاهش نقدینگی می‌شوند. بنابراین سهامداران بزرگ با توجه به افق کوتاه‌مدت موجب ایجاد فشار بر مدیران برای فدا کردن سرمایه‌گذاری و عملکرد بلندمدت به منظور حفظ رشد سود کوتاه‌مدت و نیز تسریع در شناسایی اخبار خوب در مقابل به تأخیر انداختن شناسایی اخبار بد می‌شود. این امر زمینه را برای انجام اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران فراهم می‌کند و باعث افزایش خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق و با پژوهش پنیاتس و همکاران [۴۷] مطابقت دارد.

آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم به بررسی تأثیر درصد مالکیت مدیریت بر خطر سقوط قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره (۴) از برآورد الگو، ضریب متغیر درصد مالکیت مدیریت برابر ۱/۰۰۳- است و با توجه به P-Value آن که برابر با ۰/۰۵۱۴ و کمتر از سطح خطای ۰/۱۰ است. بنابراین، ضریب منفی متغیر نشان‌دهنده آن است که افزایش درصد مالکیت مدیریتی باعث کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌شود. با توجه به مبانی نظری مطرح شده و بر اساس فرضیه همسویی منافع، با افزایش درصد مالکیت مدیریتی، منافع مدیران با منافع سهامداران همسویی بیشتری می‌یابد. از این رو، مالکیت مدیریتی که سازوکار مهمی است، برای محدود کردن رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت در نظر گرفته می‌شود. همچنین زمانی که مدیران در پی افزایش ثروت خود باشند، تضاد آن‌ها با سهامداران افزایش می‌یابد و چنانچه مدیریت در مالکیت شرکت سهم داشته باشد، منافع مدیران و سهامداران به هم نزدیک می‌شود؛ از این رو عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران کاهش می‌یابد و در نتیجه باعث کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۰ تأیید می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق است و با پژوهش پنیاتس و همکاران [۴۷] مطابقت دارد.

آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم به بررسی تأثیر استقلال هیأت‌مدیره بر خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره (۴) از برآورد الگو، ضریب متغیر استقلال هیأت‌مدیره برابر ۱/۲۴۷- است

توجه به نتایج به دست آمده در نگاره (۴) از برآورد الگو، ضریب متغیر انگیزه‌های مدیران اجرایی برابر با ۰/۵۳۲ است و با توجه به P-Value آن که برابر با ۰/۳۵۴ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، ضریب مثبت متغیر نشان‌دهنده آن است که افزایش انگیزه‌های هیأت‌مدیره مدیریت سود را افزایش می‌دهد و در نتیجه افزایش مدیریت سود، عدم شفافیت و عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد و در نهایت باعث افزایش خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌شود. اما، با توجه به سطح معناداری متغیر این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد می‌شود.

آزمون فرضیه هفتم

فرضیه هفتم به بررسی تأثیر عدم شفافیت اطلاعات مالی بر به خطر سقوط قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره (۴) از برآورد الگو، ضریب متغیر عدم شفافیت اطلاعات مالی برابر ۰/۰۰۷ است و با توجه به P-Value آن که برابر با ۰/۶۹۲ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، ضریب مثبت متغیر نشان‌دهنده آن است که افزایش عدم شفافیت اطلاعات مالی سبب افزایش خطر سقوط قیمت سهام می‌شود. اما، با توجه به سطح معناداری متغیر این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد می‌شود. یعنی در صورت وجود عدم شفافیت در گزارشگری مالی مدیران به علل متعدد، از جمله حفظ شغل خود، از افشای اخبار منفی خودداری می‌کنند. با ادامه روند افشاء نکردن اخبار منفی، این نوع اطلاعات در داخل شرکت انباشت شده و هنگامی که به یکباره وارد بازار می‌شود، باعث سقوط قیمت سهام می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق است و با پژوهش پنیاتس و همکاران [۴۷] مطابقت دارد.

و با توجه به P-Value آن که برابر با ۰/۰۴۶۱ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، ضریب منفی متغیر نشان‌دهنده آن است که افزایش استقلال هیأت‌مدیره باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت، کاهش هزینه‌های نمایندگی و کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق است و با پژوهش پنیاتس و همکاران [۴۷] مطابقت دارد.

آزمون فرضیه پنجم

فرضیه پنجم به بررسی تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره بر خطر سقوط قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره (۴) از برآورد الگو، ضریب متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره برابر ۰/۹۲۰- است و با توجه به P-Value آن که برابر با ۰/۰۱۰ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، با توجه به تعریف متغیر (یعنی در صورت یکسان بودن دو وظیفه عدد یک و در غیر این صورت صفر) ضریب مثبت متغیر نشان‌دهنده آن است که یکسان بودن وظیفه مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره باعث کاهش مشکلات نمایندگی، افزایش کیفیت گزارشگری مالی و سبب کاهش در خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق و با پژوهش پنیاتس و همکاران [۴۷] مطابقت دارد.

آزمون فرضیه ششم

فرضیه ششم به بررسی تأثیر انگیزه‌های مدیران اجرایی بر خطر سقوط قیمت سهام می‌پردازد. با

آزمون فرضیه هشتم

فرضیه هشتم، به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر کاهش خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دارای رقابت بازار محصول بالاتر نسبت به شرکت‌های دارای رقابت در بازار محصول پایین‌تر می‌پردازد. با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره (۵) از برآورد الگو، ضریب معیارهای راهبری شرکتی (مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی، استقلال هیأت‌مدیره، دوگانگی وظیفه رئیس هیأت‌مدیره و مدیرعامل، انگیزه‌های مدیران اجرایی و عدم شفافیت اطلاعات مالی) در صنعت رقابتی قوی‌تر به ترتیب برابر است با $-۱/۵۰۴$ ، $۲/۸۰۷$ ، $-۰/۹۴۸$ ، $-۱/۳۷۰$ ، $-۰/۸۴۸$ ، $۰/۲۹۳$ و $۰/۰۰۲۹$ و سطح خطای آن‌ها به ترتیب برابر است با $۰/۲۱۴$ ، $۰/۰۱۷$ ، $۰/۰۶۳$ ، $۰/۰۳۹$ ، $۰/۰۲۴۹$ ، $۰/۵۸$ و $۰/۴۵۵$ و ضریب معیارهای راهبری شرکتی در صنعت رقابتی ضعیف به ترتیب برابر است با $-۱/۶۰$ ، $۲/۷۳۵$ ، $-۱/۰۶۳$ ، $-۱/۶۰۴$ ، $-۰/۸۵۶$ ، $۰/۴۹۵$ و $۰/۰۰۶$ و سطح خطای آن‌ها به ترتیب برابر است با $۰/۰۱۳$ ، $۰/۰۱۲۹$ ، $۰/۰۳۷$ ، $۰/۰۱۸۳$ ، $۰/۰۱۵۲$ ، $۰/۰۳۳$ ، $۰/۲۶۴$ است. ضریب همه معیارهای حاکمیت شرکتی بجز تمرکز مالکیت در صنایع با رقابت ضعیف، بیشتر از صنایع با رقابت قوی است. بنابراین، با توجه به اینکه ضریب (شدت متغیر) معیارهای راهبری شرکتی در صنایع با رقابت ضعیف، بیشتر از صنایع با رقابت قوی است و با توجه به اینکه ضریب (شدت متغیر) معیارهای راهبری شرکتی در صنایع رقابتی ضعیف‌تر، بیشتر از صنایع با رقابت قوی است؛ بنابراین اثرات راهبری شرکتی بر خطر سقوط آینده در صنایع با سطح رقابت ضعیف اهمیت بیشتری دارند. نتیجه آزمون

این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق است و با پژوهش پنیاتس و همکاران [۴۷] مطابقت دارد.

آزمون فرضیه نهم

فرضیه نهم، به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر کاهش خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دارای عدم قطعیت بالاتر نسبت به شرکت‌های دارای عدم قطعیت پایین‌تر می‌پردازد. با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره (۵) از برآورد الگو، ضریب معیارهای راهبری شرکتی (مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی، استقلال هیأت‌مدیره، دوگانگی وظیفه رئیس هیأت‌مدیره و مدیرعامل، انگیزه‌های مدیران اجرایی و عدم شفافیت اطلاعات مالی) در صنعت رقابتی قوی‌تر به ترتیب برابر است با $-۱/۶۰۴$ ، $۲/۸۰۷$ ، $-۱/۰۰۷$ ، $-۱/۲۴۱$ ، $-۰/۹۲۹$ ، $۰/۵۴۸$ و $۰/۰۰۹$ و سطح خطای آن‌ها به ترتیب برابر است با $۰/۰۲۰۲$ ، $۰/۰۱۱۷$ ، $۰/۰۴۹۳$ ، $۰/۰۳۹$ ، $۰/۰۱۰۱$ ، $۰/۳۳۳$ و $۰/۶۰۱$ و ضریب معیارهای راهبری شرکتی در صنعت رقابتی ضعیف به ترتیب برابر است با $-۱/۵۰۴$ ، $۲/۷۶۲$ ، $-۰/۹۴۳$ ، $-۱/۳۷۰$ ، $-۰/۸۴۸$ ، $-۰/۲۹۳$ و $۰/۰۰۶$ و سطح خطای آن‌ها به ترتیب برابر است با $۰/۰۲۱۴$ ، $۰/۰۱۳۵$ ، $۰/۰۶۳۷$ ، $۰/۰۲۲$ ، $۰/۰۲۴۹$ ، $۰/۵۸۲$ ، $۰/۷۰۳$ است. ضریب همه معیارهای حاکمیت شرکتی در شرکت‌های با عدم قطعیت بالا بیشتر از شرکت‌های با عدم قطعیت پایین است. بنابراین، با توجه به این‌که ضریب (شدت متغیر) معیارهای راهبری شرکتی در شرکت‌های با عدم قطعیت بالا بیشتر از شرکت‌های با عدم قطعیت پایین است؛ بنابراین اثرات راهبری شرکتی بر خطر سقوط آینده در شرکت‌های با عدم قطعیت بالا اهمیت بیشتری دارند. نتیجه آزمون

مثبت معنادار و مالکیت نهادی، استقلال هیأت‌مدیره و دوگانگی وظیفه رئیس هیأت‌مدیره و مدیرعامل تأثیر منفی معناداری با خطر سقوط آتی قیمت سهام دارند که مطابق با مبانی نظری و پژوهش پنیاتس و همکاران [۴۷] است. همچنین، نتایج نشان داد که متغیرهای مالکیت مدیریتی، انگیزه‌های مدیران اجرایی و عدم شفافیت اطلاعات مالی تأثیر معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام ندارد. در تجزیه تحلیل اضافی مشخص شد که این اثرات نامتقارن هستند. اثرات راهبری شرکتی در صنایع با سطح رقابتی ضعیف و شرکت‌های با عدم اطمینان بالا، نسبت به صنایع با سطح رقابت قوی و شرکت‌های با عدم اطمینان پایین اهمیت بیشتری دارد.

محدودیت‌های پژوهش

مهم‌ترین محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر است:

۱. تعدیل‌نداشتن اقلام صورت‌های مالی به واسطه وجود تورم که ممکن است بر نتایج پژوهش مؤثر باشد.

۲. عدم کنترل بعضی عوامل مؤثر بر نتایج پژوهش از جمله تأثیر متغیرهایی چون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی، قوانین و مقررات و... که خارج از دسترس پژوهشگر بود و ممکن است بر بررسی روابط اثرگذار باشد.

پیشنهاد‌های پژوهش

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار میان برخی متغیرهای راهبری شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام، پیشنهاد می‌شود

این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق است و با پژوهش پنیاتس و همکاران [۴۷] مطابقت دارد.

نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. معیارهای بررسی‌شده شامل چهار بعد راهبری شرکتی که عبارت‌اند از ساختار مالکیت، ساختار هیأت‌مدیره، انگیزه‌های مدیرعامل و نبود شفافیت اطلاعات مالی است. بدین منظور ۹ فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های موجود تجزیه و تحلیل شد. مطابق با مبانی نظری احتمال می‌رفت راهبری شرکتی مستحکم با نظم‌بخشیدن به سرمایه‌گذاری، جلوگیری از مدیریت سود و بهبود محیط اطلاعاتی، از تصمیمات نامطلوب مدیریتی جلوگیری می‌کند. شواهد نشان می‌دهد که شرکت‌های با راهبری شرکتی قوی با پل‌زدن شکاف اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران، باعث کاهش مشکلات نمایندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران می‌شود. همچنین کیفیت هیأت‌مدیره به شیوه‌های افشای داوطلبانه اطلاعات مالی مربوط می‌شود. از آنجا که راهبری شرکتی باعث کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریتی به سمت حداکثرکردن قیمت سهام در کوتاه‌مدت، مانند مدیریت سود و یا سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود، این فرضیه وجود خواهد داشت که راهبری شرکتی تأثیر منفی معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد. نتایج به‌دست آمده از تخمین مدل پژوهش نیز بیانگر آن است که از میان معیارهای انتخابی برای راهبری شرکتی فقط متغیرهای تمرکز مالکیت تأثیر

۴- دیانتی دیلمی، زهرا، لطفی، محسن و کسری آزادبخش. (۱۳۹۱). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی «گیتمان» بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) قیمت سهام. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، شماره ۴، صص ۶۴-۵۵.

۵- سینایی، حسینعلی و عبدالله داودی. (۱۳۸۸). بررسی رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، شماره ۲۷، صص ۶۰-۴۳.

۶- فروغی، داریوش و منوچهر میرزایی. (۱۳۹۱). تأثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پیشرفت‌های حسابداری شیراز*، شماره ۶۳، صص ۱۱۷-۷۷.

۷- فروغی، داریوش، میرزایی، منوچهر و امیر رسائیان. (۱۳۹۱). تأثیر فرار مالیاتی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهشنامه مالیات*، شماره ۱۳، صص ۱۰۲-۷۰.

۸- مهرانی، کاوه، بیگ بشرویه، سلمان و زهرا شهیدی. (۱۳۹۳). رابطه سازوکارهای راهبری شرکتی با کیفیت گزارشگری مالی. *پژوهش حسابداری*، شماره ۱۲، صص ۱۹-۱.

9- Ajinkya, B., Bhojraj, S., and P. Sengupta. (2005). The Association between Outsider Directors and Institutional Investors and the Properties of Management Earning Forecast. *Journal of Accounting Research*, Vol. 43, Pp. 343-376.

10- Armstrong, C., Balakrishnan, K., and D. Cohen. (2012). Corporate Governance and the Information Environment: Evidence from State Antitakeover Laws. *Journal of*

استفاده‌کنندگان این نکته را در تصمیم‌های خود مدنظر قرار دهند. افزون بر این، با انجام هر پژوهش، راه به سوی مسیری جدید باز می‌شود و ادامه راه مستلزم انجام پژوهش‌های دیگری است؛ بنابراین، انجام پژوهش‌هایی به شرح زیر پیشنهاد می‌شود:

- بررسی مقایسه‌ای تأثیر راهبری شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام در صنایع متفاوت.
- بررسی تأثیر معیارهای کیفیت حسابرسی خطر سقوط قیمت سهام.
- بررسی دقیق‌تر عوامل راهبری شرکتی و ساختار مالکیت و تأثیر آن بر خطر سقوط قیمت سهام.

منابع

۱- احمدپور، احمد، زارع بهنمیری، محمدجواد و کرامت‌الله حیدری رستمی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام (شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران). *فصلنامه بورس و اوراق بهادار*، شماره ۲۸، صص ۴۵-۲۹.

۲- اسماعیل‌زاده، علی، جلیلی، محمد و عباس زند عباس‌آبادی. (۱۳۸۹). تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مدیریت*، شماره ۷، صص ۹۱-۷۹.

۳- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با *Eviews* در تحقیقات حسابداری مالی، مدیریت مالی و علوم اقتصادی. چاپ اول. تهران: انتشارات ترمه.

- 21- Cueto, D.C. (2009). *Market Liquidity and Ownership Structure with weak protection for minority shareholders: evidence from Brazil and Chile*. Working paper. <http://ssrn.com/>
- 22- Dey, A. (2008). Corporate Governance and Agency Conflicts. *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, Pp.1143-1181.
- 23- Edmans, A. (2009). Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia. *Journal of Finance*, Vol. 64, Pp. 2481-2513.
- 24- Fama, E.F. and M.C. Jensen. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economic*, Vol. 26, Pp. 327-349.
- 25- Giroud, X., and H.M. Mueller. (2010). Does Corporate Governance Matter in Competitive Industries? *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, PP. 312–331.
- 26- Graves, S., and S. Waddock. (1990). Institutional Ownership and Control: Implications for Long-term Corporate Performance. *Academy of Management Executive*, Vol. 37, Pp. 1034-1046.
- 27- Gustavo, G., and M. Roni. (2012). The Impact of Product Market Competition on Firms Payout Policy", www.nhh.no/Files/Filer/institutter/for/seminars/finance/.../310812.pdf.
- 28- Healy, P. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 7, Pp. 85-107.
- 29- Healy, P., Hutton, A., and K. Palepu. (1999). Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16, Pp. 485-520.
- 30- Hong, H. and J. C. Stein. (2003). Differences of Opinion, Short Sales Constraints, and Market Crashes. *Review of financial studies*, Vol. 16, No. 2, Pp. 16(2), 487-525.
- 31- Hsiu J. F. (2006). *Effect of Financial Information Transparency on Investor Behavior in Taiwan Stock Market*.
- 32- Hutton, A., Marcus, A., and H. Tehranian. (2009). Opaque Financial Reports, R², and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, Pp. 67-86.
- Accounting and Economics, Vol. 53, Pp.185-204.
- 11- Baker, M., Ruback, R.S., and J. Wurgler. (2004). *Behavioral Corporate Finance: A Survey*. Unpublished working paper. Harvard Business School and NBER, Harvard Business School NYU Stern School, of Business and NBER.
- 12- Baker, M., and J. Wurgler. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. *The Journal of Finance*, Vol. 61, Pp. 1645-1680.
- 13- Ball, R. (2001). Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, Pp. 127-169.
- 14- Bebchuk, L.A., and L. Stole. (1993). Do Short-term Managerial Objectives Lead to under- or Overinvestment in Long-term Projects? *Journal of Finance*, Vol.48, Pp. 719-729.
- 15- Benmelech, E., Kandel, E., and P. Veronesi. (2010). Stock-based Compensation and CEO (dis) Incentives. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125, 1769–1820.
- 16- Bergstresser, D., and T. Philippon. (2006). CEO Incentives and Earnings Management. *Journal of Financial Economics*, Vol.80, Pp. 511–529.
- 17- Bleck A., Liu, X., 2007. Market Transparency and the Accounting Regime. *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, Pp. 229–256.
- 18- Bushee, B. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behaviour. *The Accounting Review*, Vol.73, Pp. 305-333.
- 19- Chen, J., Hong, H., and J. Stein. (2001). Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, Pp. 345–381.
- 20- Cornett, M.M., Marcus, A.J., and H. Tehranian. (2008). Corporate Governance and Pay-for Performance: The Impact of Earnings Management. *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, Pp. 357-373.

- Influence Tax Management. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, No.5, Pp. 703-718.
- 45- Mitra, S. (2002). The Impact of Institutional Stock Ownership on a Firm's Earnings Management Practice: *An empirical investigation Unpublished Dissertation, Louisiana State University.*
- 46- OECD. (2009). Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>.
- 47- Panayiotis C.A., Constantinou, A., Joanne, H., and L. Christodoulos. (2015). Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes. <http://ssrn.com/>
- 48- Polk, C., and P. Sapienza. (2009). The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory. *Review of Financial Studies*, Vol. 22, Pp. 187-217.
- 49- Porter, M.E. (1992). Capital Choice: Changing the Way America Invests in Industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.5, Pp. 4-16.
- 50- Rubin, A. (2007). Ownership Level, Ownership Concentration and Liquidity. *Journal of Financial Markets*, Vol. 10, No 3, Pp. 219-248.
- 51- Shleifer, A., and R. Vishny. (1997). A Survey on Corporate Finance. *Journal of Finance*, Vol. 52, Pp. 737-783.
- 52- Standard & Poor's. (2002). Standard & Poor's Corporate Governance Scores: Criteria, Methodology and Definitions. *McGraw-Hill Companies, Inc., New York.*
- 53- Warfield, T. Wild, J. and K. Wild. (1995). Managerial Ownership, Accounting choices and Informativeness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, No.1, Pp.61-91.
- 54- Xie, B., Davidson III, W.N, D., and P.J.Dalt. (2003). Earnings Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9, Pp. 295-316.
- 55- Zhang, L. (2006). Efficient Estimation of Stochastic Volatility Using Noisy Observations: *a multi-scale approach. Bernoulli*, Vol. 12, Pp. 1019-1043.
- 33- Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economics Review*, Vol. 76, pp. 323-339.
- 34- Jin, L. and S. C. Myers. (2006). R² Around the World: New Theory and New Tests. *Journal of financial Economics*, Vol. 79, No. 2, Pp. 257-292.
- 35- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, Pp. 193-228.
- 36- Karamanou, I., and N. Vafeas. (2005). The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research*, Vol. 43, Pp. 453-486.
- 37- Kim, J.B., Li, Y. and L. Zhang. (2010). Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis. *Journal of Financial Economics*, Val. 100, Pp. 639-662.
- 38- Kim, J.-B., Li, Y., and L. Zhang. (2011). CFOs Versus CEOs: Equity Incentives and Crashes. *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, Pp. 713-730.
- 39- Kim, J-B., and L. Zhang. (2010). *Does Accounting Conservatism Reduce Stock Price Crash Risk? Firm-level Evidence.* Unpublished working paper. City University of Hong Kong.
- 40- Klein, A. (2002). Audit Committee, Board Characteristics and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, Pp. 375-400.
- 41- Kothari, S.P., Shu, S., and P.D. Wysocki. (2009). Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, Vol. 47, Pp. 241-276.
- 42- Larcker, D., Richardson, S., and I. Tuna. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, Vol. 82, Pp. 963-1008.
- 43- Masulis, R., Wang, C., and F. Xie. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns. *Journal of Finance*, Vol. 62, Pp. 1851-1889.
- 44- Minnick, M., and T. Noga. (2010). Do Corporate Governance Characteristics

Impact of Corporate Governance Measures on Stock Price Crashes of Listed Companies in Tehran Stock Exchange

*** M. R. Ahmadi**

Assistant Professor of Accounting, Shahid Chamran, University of Ahvaz, Iran

S. S. Dorseh

Student of Master Accounting, Shahid Chamran, University of Ahvaz, Iran

Abstract

The aim of this study is to investigate the effect of corporate governance measures on stock price crashes of listed companies in Tehran Stock Exchange. The four mechanisms of corporate governance in our study are: ownership structure, accounting transparency, board structure and processes, and CEO duality. In this paper this purpose nine hypotheses are developed and data on the 99 companies listed in Tehran Stock Exchange for the period of 2005 to 2014 are analyzed. A regression model using panel data with fixed effects approach, incorporated to test hypotheses. The findings indicate that the concentration of ownership measure of corporate governance has significant positive impact and institutional ownership, management ownership, board independence and duality of CEO has a significant negative impact stock price crashes. Also, the results show that the CEO duality and accounting transparency has no significant influence on stock price crashes. In additional analysis we find that these effects are asymmetric, and they are stronger in less competitive with higher uncertainty industries (where governance as a monitoring mechanism is more important).

Keywords: Stock Price Crashes, corporate governance measures Accounting opacity and CEO incentives and power.