

Impact of stock price crash risk on the CEO's future power

Seyed Amir Mohammad Pishbin¹, Mohammad Ali Sari²

Received: 02/11/2021

Accepted: 22/02/2022

Abstract

Purpose: Since the Sudden changes in stock prices are unusual and usually negative which occurs in the absence of important economic events Therefore, it has always been considered. The purpose of this study is to investigate the effect of stock price crash risk on the future strength of the CEO.

Methodology: 103 companies during the period 2015 to 2019 have been surveyed to test the research hypothesis.

Findings: The results of reviewing the data collected during the period showed that the risk of crash in stock prices does not have a significant effect on the future strength of the CEO. As mentioned in the theoretical literature of stock prices' crash, several factors can lead to this phenomenon, and management performance alone is not a sufficient condition to create conditions for crashing stock prices. For instance, according to the stock price bubble theory, stock price changes occur due to a shock without any proper and economic justification, and in fact cognitive errors that affect human psychology can affect investors' judgments in stock valuation and pricing. According to this, it seems that the crash in stock prices in the period under study was formed for reasons beyond the control of management and less managerial factors have been effective in crashing stock prices. Hence, the reduction of the CEO's power in this situation is unexpected.

Originality / Value: The research finding provides new evidence in support of behavioral finance theory in stating that the CEO's future power is not affected by crashing stock prices.


Keywords: Tehran stock exchange, Stock price crash risk, CEO's power.

JEL Classification: G19, G30, G10, G41.

1. Department of Accounting, Mashhad Branch, Islamic Azad University, Mashhad, Iran.

2. Department of Accounting, Mashhad Branch, Islamic Azad University, Mashhad, Iran. (Corresponding Author).
accountant2004@gmail.com

How to cite this paper: Pishbin, S. A. M., & Sari, M. A. (2022). Impact of stock price crash risk on the CEO's future power. *Advances in Finance and Investment*, 3(6), 79-100. [In Persian]

 <https://doi.org/10.30495/afi.2022.1947631.1083>

پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری

سال سوم، بهار ۱۴۰۱ - شماره ۶

صفحات ۷۹-۱۰۰

نوع مقاله: پژوهشی

تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت آتی مدیرعامل

سید امیرمحمد پیش‌بین^۱، محمدعلی ساری^۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۳/۰۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۸/۱۱

چکیده

هدف: از آنجاکه تغییرات ناگهانی قیمت سهام، به صورت غیرعادی و معمولاً در غیاب وقایع مهم اقتصادی ایجاد می‌شود لذا همواره مورد توجه است. سقوط قسمت سهام تحت تأثیر عوامل درونی مرتبط با عملیات و تصمیمات تحت کنترل مدیریت شرکت و نیز عوامل بیرونی خارج از کنترل و اختیار مدیریت است. هدف این پژوهش، بررسی تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت آتی مدیرعامل است.

روش شناسایی پژوهش: برای آزمون فرضیه پژوهش، تعداد ۱۰۳ شرکت از ۵۲۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفته است.

یافته‌ها: نتایج بررسی داده‌های گردآوری شده نشان داد که ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت آتی مدیرعامل تأثیر معناداری ندارد. با توجه به ادبیات نظری پژوهش، از آنجاکه عوامل متعددی می‌تواند منجر سقوط قیمت سهام شود، تنها نحوه عملکرد مدیریت برای ایجاد شرایط نزول قیمت سهام شرط کافی نیست. از سوی دیگر، مطابق نظریه حباب قیمت سهام، تغییرات قیمت سهام به دلیل یک شوک و بدون هیچ توجیه درست و اقتصادی به وجود می‌آید؛ و در واقع اشتباهات شناختی می‌تواند بر قضاوت سرمایه‌گذاران در ارزش‌گذاری سهام مؤثر باشد. بر این اساس به نظر می‌رسد سقوط قیمت سهام در بازه مورد مطالعه به دلایلی خارج از کنترل مدیریت شکل گرفته و عوامل مدیریتی کمتر مؤثر بوده است. از این رو، کاهش قدرت مدیرعامل در این شرایط دور از انتظار است.

اصالت / ارزش افزوده علمی: یافته پژوهش، شواهد جدیدی در حمایت از نظریه مالی رفتاری در بیان متأثر نبودن قدرت آتی مدیرعامل از سقوط قیمت سهام ارائه می‌نماید.

کلید واژه‌ها: بورس اوراق بهادار تهران، ریسک سقوط قیمت سهام، قدرت مدیرعامل.

طبقه‌بندی موضوعی: G19, G30, G10, G41.

۱. گروه حسابداری، واحد مشهد، دانشگاه آزاد اسلامی، مشهد، ایران.

۲. گروه حسابداری، واحد مشهد، دانشگاه آزاد اسلامی، مشهد، ایران. (نویسنده مسئول). accountant2004@gmail.com

استناد: پیش‌بین، سید امیرمحمد؛ ساری، محمدعلی. (۱۴۰۱). تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت آتی مدیرعامل. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۳(۶)، ۷۹-۱۰۰.

۱- مقدمه

یکی از عوامل مهمی که موجب پیشرفت و یا ورشکستگی یک شرکت یا سازمان می‌شود اقدامات مدیران آن شرکت یا سازمان است. همچنین در ادبیات مالی، اقدامات مدیران در راستای نگهداشت اخبار بد و عملکرد منفی در داخل شرکت نیز یکی از عوامل سقوط قیمت سهام برشمرده شده است (کاشی، ۱۳۹۹). در صورتی که مدیرعامل شرکت دارای رفتاری دوگانه باشد باتوجه به قدرتی که دارد بهتر می‌تواند اخبار بد شرکت را در راستای منافع خود مخفی نگه دارد که این امر سبب افزایش احتمال ریسک سقوط سهام می‌شود. اغلب نقش دوگانه مدیرعامل زمانی رخ می‌دهد که مدیرعامل شرکت رئیس هیئت‌مدیره و یا نایب‌رئیس هیئت‌مدیره باشد (کاشی، ۱۳۹۹).

سقوط قیمت سهام، یک تغییر قابل توجه و منفی در قیمت سهام است که می‌تواند در کل بازار سرمایه سرایت نماید؛ به عبارت دیگر کاهش قیمت سهام نه تنها در یک سهم خاص بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود (فروغی و قاسم زاد، ۱۳۹۴). مطالعات انجام شده در این زمینه نشان می‌دهند که بازده سهام غالباً چولگی منفی دارد (چن و همکاران^۱، ۲۰۰۱). به عبارت دیگر، در چنین شرایطی بازده بازار اغلب رو به کاهش بوده و کمتر در معرض افزایش قرار گرفته است. یکی از عوامل مهمی که باعث چولگی منفی می‌شود، گرایش مدیران برای جلوگیری از انتشار اخبار بد برای مدت زمان طولانی است. در نهایت هنگامی که انباشتگی اخبار بد به سطح نسبتاً بالایی می‌رسد، مدیر مجبور است اخبار بد را برای سرمایه‌گذاران منتشر و یا افشا کند که منجر به یک نوسان بزرگ منفی در قیمت سهام می‌شود که در افق شدید قیمت نمود پیدا می‌کند. وقتی جریان وجوه نقد کمتر از انتظار سرمایه‌گذاران است، مدیران در تلاش برای محافظت از شغل خود، اخبار بد را پنهان می‌کنند. با این حال، هنگامی که اخبار بد انباشته بالاخره از یک نقطه اوج عبور می‌کند، مدیران همه اخبار بد را یکباره منتشر می‌کنند که منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود. این نوع ریسک سقوط قیمت به عنوان ریسک سقوط بازار سهام شناخته می‌شود (حبیب و همکاران^۲، ۲۰۱۸).

هدف از این مطالعه، ارائه شواهد تجربی بیشتر در مورد پیامدهای ریسک سقوط قیمت سهام می‌باشد. به دلیل نقش اقدامات مدیرعامل در ایجاد نوسان قیمت سهام، به صورت منطقی انتظار می‌رود شرکت‌ها عوامل مشخصی که پس از سقوط قیمت سهام موجب افزایش ریسک سقوط می‌شوند را محدود یا حذف کنند. از این رو، انتظار می‌رود که پس از سقوط قیمت، شرکت‌ها قدرت مدیرعامل را کاهش دهند. همچنین، قدرت بیش از حد مدیرعامل ممکن است تعارضات ناشی از نمایندگی را بین

سهام‌داران و مدیرعامل ایجاد نماید؛ بنابراین، انتظار می‌رود پس از سقوط قیمت سهام، سرمایه‌گذاران شرکت، قدرت مدیرعامل را محدود کنند.

بررسی‌ها و نتایج پژوهش‌های مشابه (فاتحی، ۱۳۹۸؛ نیاتی، ۱۳۹۶؛ شیخ^۱، ۲۰۱۹) نشان می‌دهد عوامل مختلفی که ارتباطی با قدرت مدیرعامل ندارند بر قیمت سهام تأثیر گذارند با این حال ادبیات اقتصاد و روانشناسی نشان داده است که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تنهاتحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد و مقوله‌های روان‌شناختی می‌تواند در رفتار افراد و نوع تصمیمات آن‌ها در سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد. از این‌رو، وجود دیدگاه‌های متعارض در خصوص عوامل مؤثر بر سقوط قیمت سهام به عنوان یک مساله پژوهشی بوده که از طریق ارائه شواهد تجربی از پیامدهای سقوط قیمت سهام بر قدرت آتی مدیرعامل قابل بررسی است.

اکثر پژوهش‌های مورد مطالعه بر عوامل تعیین‌کننده ریسک سقوط متمرکز شده‌اند، این پژوهش‌ها عواملی نظیر محافظه‌کاری حسابداری (فروغی و قاسم زاد، ۱۳۹۴)، کیفیت گزارشگری (هاتن و همکاران^۲، ۲۰۰۹) حجم معاملات و بازده گذشته (چن و همکاران، ۲۰۰۱) و عواملی نظیر آن را بر ریسک سقوط سهام بررسی کرده‌اند؛ اما پژوهش‌های اندکی به بررسی پیامدهای ریسک سقوط اختصاص یافته است. قدرت مدیرعامل یک ویژگی مهم مدیریتی است که به طور گسترده در ادبیات حسابداری و امور مالی مورد مطالعه قرار گرفته است. قدرت مدیرعامل مانند شمشیر دولبه می‌تواند عمل کند. هم می‌تواند موجبات نوآوری، رشد و بهبود عملکرد شرکت را فراهم آورده و باعث انعطاف‌پذیری و تصمیم‌گیری سریع و مناسب در شرایط حساس و بحرانی شرکت شود. و هم از طرفی مطابق نظریه نمایندگی مدیران از جمله مدیرعامل ممکن است از ساختار سرمایه شرکت جهت بیشینه‌سازی ثروت و افزایش منافع شخصی در خلاف جهت منافع سرمایه‌گذاران و سهام‌داران استفاده نماید.

پژوهش حاضر از چند جنبه مهم است؛ از یک جنبه می‌تواند به مطالعات انجام شده در خصوص ارزیابی نتایج سقوط سهام بر وضعیت مدیران عامل کمک نماید. از جنبه دیگر به بررسی رفتار مدیران قدرتمند می‌پردازد و رفتارهای فرصت‌طلبانه ناشی از قدرت زیاد مدیرعامل را که منعکس‌کننده اختلافات نمایندگی بین مدیران و سهام‌داران است را در بازار سرمایه ایران مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌دهد. جنبه سوم نیز ارائه شواهدی تجربی در حمایت از نظریه‌های رقیب موجود در زمینه سقوط قیمت سهام بر اساس عوامل تحت کنترل مدیریت یا خارج از کنترل آن می‌باشد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام طی سال‌های اخیر مخصوصاً بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸ توجه بسیاری از افراد حرفه‌ای، حساب‌رسان و دانشگاهیان را به خود جلب کرد. این تغییرات به صورت سقوط و جهش قیمت سهام می‌باشد. قیمت سهام برای سهام‌داران و سرمایه‌گذاران بسیار مسئله حیاتی و مهمی شمرده می‌شود، در نتیجه پدیده سقوط سهام نیز باتوجه به اهمیتی که بازده سهام برای سرمایه‌گذاران و سهام‌داران دارد بسیار مهم تلقی می‌شود. سقوط قیمت سهام سبب کاهش بازده سهام شده و بالعکس جهش قیمت سهام سبب افزایش بازده سهام می‌گردد؛ بدین منظور سقوط قیمت سهام توجه پژوهشگران را به خود جلب نموده است (فروغی و قاسم‌زاد، ۱۳۹۴).

سقوط قیمت سهام پدیده‌ای رایج در بازار بوده به طوری که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود، بلکه تمامی سهام‌های موجود در بازار را در بر می‌گیرد (حمیدیان و اسدی مشیزی، ۱۳۹۵).

تعریف سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است (فندرسکی و صفری گرایلی، ۱۳۹۷):

۱- سقوط قیمت سهام، عبارت است از یک تغییر بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی در سهم رخ می‌دهد.

۲- این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی هستند.

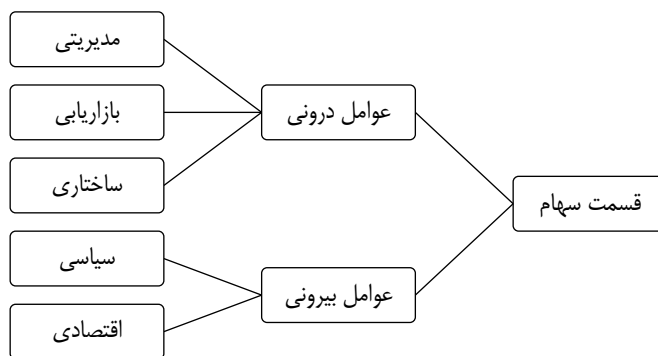
۳- سقوط قیمت سهام یک پدیده واگیردار در بازار است. به عبارتی دیگر کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود و تمامی سهام بازار را شامل می‌شود.

پدیده سقوط قسمت سهام در سال‌های اخیر به علت وقوع رخداد‌های خاصی از جمله ورشکستگی شرکت‌های بزرگی مانند ورلدکام^۱ و انرون^۲ و ریزش قیمت سهام این شرکت‌ها در بازار سرمایه جایگاه مهمی در بین پژوهشگران مالی و حسابداری پیدا کرده است. ضمن اینکه ریزش بازار اوراق بهادار ایران در نیمه دوم سال ۱۳۹۹ نیز گریبان‌گیر تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران شده است (رضائی و کیانی، ۱۴۰۰). سقوط قیمت سهام ضرر و زیان قابل توجهی به ثروت سهام‌داران وارد می‌کند که این امر سبب کاهش اعتماد آنان به بازار می‌شود. در شرایط نبود شفافیت در گزارش‌های مالی، مدیران این فرصت را پیدا می‌کنند که برای حفظ شغل، مقام و اعتبار خود اطلاعات منفی را در داخل شرکت پنهان کنند. این امر سبب انباشت اطلاعات منفی در شرکت می‌شود و هنگامی که این اطلاعات منفی به اوج خود می‌رسند

مدیران دیگر قادر به پنهان کردن آنان نیستند در نتیجه با هجوم یکباره اطلاعات منفی به بازار سقوط قیمت سهام رخ می‌دهد (کازمی، ۱۳۹۵).

در تمام بازارهای سرمایه نوسانات قیمت سهام امری عادی و طبیعی محسوب می‌شود؛ بنابراین می‌توان بیان کرد که هرگاه دگرگونی خاصی در عوامل تأثیرگذار بر قیمت سهام به وجود بیاید، بازتاب آن بر روی قیمت سهام مشاهده می‌شود (فیلسرایبی و همکاران، ۱۳۹۴).

به‌طور کلی مجموعه عواملی که بر روی قیمت سهام تأثیر می‌گذارند به دودسته کلی عوامل درونی و عوامل بیرونی تقسیم می‌شوند (نباتی، ۱۳۹۶):



نمودار (۱) عوامل مؤثر بر قیمت سهام

Figure (1) Factors affecting stock prices

عوامل درونی مؤثر بر قیمت سهام شامل عواملی است که با عملیات و تصمیمات شرکت در ارتباط هستند و تحت کنترل مدیریت بنگاه قرار دارند. این عوامل عبارت‌اند از مسائل مدیریتی و پرسنلی، ساختار مالی و همچنین عایدی هر سهم (EPS)، سود تقسیمی هر سهم (DPS)، نسبت قیمت بر درآمد (P/E)، افزایش سرمایه، تجزیه سهام و سایر عوامل درون شرکتی (کریم‌زاده و سلطانی، ۱۳۸۹).

عوامل بیرونی نیز شامل عواملی هستند که از مدیریت شرکت بر روی آن کنترل و اختیار ندارد اما بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارند. این عوامل دربرگیرنده وقایع، حوادث و تصمیماتی خارج از شرکت است که بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارند. عوامل سیاسی (رفیعی امام، ۱۳۹۸) و عوامل اقتصادی (کریم‌زاده و سلطانی، ۱۳۸۹) در این دسته جای می‌گیرند.

قدرت مدیریت توجه بسیاری از پژوهشگران و محققان را در زمینه‌های اقتصادی، مالی، مدیریت و روانشناسی به خود جلب کرده است. موقعیت مدیرعامل به‌عنوان منبع قدرت و مدیران اجرایی به‌عنوان معماران اصلی استراتژی نوآوری شرکت و رهبران در ایجاد ارزش برای سهام‌داران به‌عنوان معمار اصلی درک می‌شود (انوشیروانی و ساعدی، ۱۳۹۷). بنا بر دستورالعمل‌های راهبری شرکتی مدیرعامل به‌عنوان

منبعی از قدرت اجرایی بر هیئت‌مدیره نفوذ دارد. اگر منافع مدیرعامل و هیئت‌مدیره با یکدیگر همسو و هم‌جهت نباشند، آنگاه نفوذ و قدرت مدیرعامل مشکل‌ساز می‌شود (جنسن^۱، ۱۹۹۳).

نظریه نمایندگی اعتقاد دارد که افزایش قدرت مدیرعامل سبب افزایش مشکل نمایندگی می‌شود و باعث تقویت منافع مدیریتی و منحرف‌کردن منافع مدیران و سرمایه‌گذاران می‌شود. گفته می‌شود که قدرت مدیرعامل باعث می‌شود مدیران برای به‌دست‌آوردن منافع و مزایای شخصی را به منافع شرکت و سرمایه‌گذاران ترجیح دهند. لیکن نظریه سازمانی ادعا می‌کند که همیشه قدرت مدیرعامل مضر نیست و در شرایط و اوضاع خاصی می‌تواند مفید باشد. مدیران اجرایی قدرتمند می‌توانند با واکنش سریع به تغییرات و اتفاقات و تصمیم‌گیری‌های سریع در بازار موفق باشند. با این حال مدیران قدرتمند در مورد نتایج تصمیمات و اقدامات خود دارای اعتمادبه‌نفس زیادی هستند و بسیار خوش‌بین هستند. در نتیجه این مدیران در تصمیم‌گیری‌های خود توصیه‌های دیگران و نظرات حرفه‌ای و تخصصی را نادیده می‌گیرند. این امر می‌تواند موجب قضاوت‌های اشتباه و پرهزینه شوند.

مدیرعامل قدرتمندترین عضو شرکت شناخته می‌شود. قدرت مدیرعامل به طور معمول برای اختیارات قانونی و همچنین دانش تخصصی وی در حوزه فعالیت شرکت می‌باشد. مدیرعامل به دلیل آنکه قدرت زیادی در شرکت دارد بر جهت‌دهی اهداف و برنامه‌های شرکت تأثیر قابل توجهی دارد (دیلی و جانسون^۲، ۱۹۹۷).

در ادبیات مالی و حسابداری موجود، برخی عوامل مؤثر بر قدرت مدیرعامل نیز ذکر گردیده است که در ادامه به آن‌ها اشاره می‌شود.

۱- جریان‌های نقدی: جریان وجوه نقد در شرکت این فرصت را در اختیار مدیران قرار می‌دهد که بتوانند از موقعیت‌های ایجاد شده جهت افزایش ارزش سهام شرکت استفاده نمایند. مدیران بدون در اختیار داشتن وجه نقد، با مشکلات فراوانی در زمینه توسعه محصولات و خدمات، استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و کاهش بدهی‌های شرکت مواجه می‌شوند و در تصمیمات کلان آن‌ها در رابطه با اهداف شرکت تأثیرگذار است. شرکت‌هایی که جریان وجوه نقد آن‌ها کافی نباشد با هزینه‌های زیادی در زمینه تأمین منابع روبرو هستند. از طرفی افزایش جریان‌های نقدی و فراوانی وجه نقد در دسترس مدیران انگیزه سوءاستفاده از منابع شرکت در راستای منافع شخصی مدیران را افزایش می‌دهد.

۲- نوع حسابرس: هزینه‌های ناشی از مسائل نمایندگی وجود حسابرس را برای کنترل تصمیمات مالی مدیران و صورت‌های مالی گزارش شده بیش‌ازپیش روشن و آشکار ساخته است. وجود حسابرس

کارا موجب کاهش نقاط ضعف سیستم کنترل‌های داخلی می‌گردد. از حساب‌برسان رتبه برتر انتظار می‌رود به دلیل حسن شهرت و امکانات و تجهیزات در اختیار، نظارت و کنترل بهتری بر سیستم‌های مالی و عملکرد مدیران داشته باشند و از استقلال نظر بیشتری هم برخوردار باشند بنابراین انتظار می‌رود که وجود حساب‌برسان با رتبه برتر موجب کاهش قدرت مدیرعامل گردد (هارپر و همکاران، ۲۰۲۰).

۳- سن شرکت و اندازه شرکت: اندازه شرکت نیز به‌عنوان عاملی می‌باشد که بر قدرت مدیرعامل تأثیر می‌گذارد و هرچقدر اندازه شرکت با توجه به عمر شرکت افزایش پیدا کند، به همان نسبت کارایی بیشتری را از خود نشان داده و در نهایت در بازه‌های زمانی بلند مدت باعث افزایش میزان سودآوری و بهبود ساختار سرمایه شرکت‌ها خواهد شد (رهنمای رودپشتی و زندی، ۱۳۹۸). در رابطه با عوامل مؤثر بر قدرت مدیرعامل، هارپر و همکاران (۲۰۲۰) نشان دادند که اندازه شرکت و سن شرکت رابطه مثبتی با قدرت مدیرعامل دارد و عوامل مذکور قدرت مدیرعامل را افزایش می‌دهد. انتظار عمومی نیز از شرکت‌های با قدمت بیشتر و یا بزرگ‌تر این است که مدیران قدرتمندتری داشته باشند، زیرا چنین شرکت‌هایی به دلیل داشتن امکانات بالاتر، امکان به خدمت گرفتن مدیرانی با تخصص و تجربه کافی و یا موفق‌تر را دارا هستند.

۴- اهرم مالی: رهنمای رودپشتی و زندی (۱۳۹۸) دریافتند که با افزایش قدرت مدیرعامل ساختار سرمایه شرکت‌ها و نسبت اهرم مالی در جهت منفی حرکت خواهد کرد و باعث کاهش بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها خواهد شد. اهرم مالی زیاد موجب کاهش گردش جریان نقدی آزاد و افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. این نتایج بیانگر این موضوع است که مدیران با قدرت کمتر برای تأمین منابع موردنیاز وادار به استفاده از وام و افزایش بدهی می‌شوند. اهرم بالا موجب کاهش رشد شرکت ناشی از بدهی و وام و کاهش قابلیت دسترسی به گردش نقدی آزاد می‌شود. به این ترتیب، این رابطه منفی‌تر می‌گردد.

۵- ارزش شرکت: بر اساس نظریه نمایندگی، افزایش قدرت مدیرعامل به دلیل افزایش هزینه‌های نمایندگی، و افزایش توانایی مدیریتی برای به‌دست‌آوردن مزایای شخصی به هزینه سهام‌داران، با ارزش شرکت رابطه منفی دارد. با این وجود، نظریه سازمانی ادعا می‌کند که قدرت مدیرعامل همیشه مضر نبوده و در شرایط خاص می‌تواند مفید واقع شود. مدیران اجرایی قدرتمند می‌توانند با تصمیم‌گیری به‌موقع و واکنش مناسب به تغییرات در شرایط بازار موفق باشند این دو دیدگاه نشان‌دهنده اهمیت توجه به قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت می‌باشند. از سوی دیگر مدیران عامل شرکت‌های بزرگ‌تر شهرت بیشتری داشته و این امر قدرت آنان را افزایش می‌دهد.

هارپر و همکاران (۲۰۲۰)، به بررسی تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت آتی مدیرعامل اجرایی می‌پردازد. با استفاده از یک نمونه تابلویی (پانل) داده بزرگ با ۱۷۸۱۶ مشاهدات مربوط به شرکت - سال، نشان داده شده است که ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت مدیرعامل اجرایی تأثیر منفی معناداری دارد و این نشان می‌دهد که بعد از سقوط قیمت سهام، قدرت مدیرعامل کمتر می‌شود. به علاوه، آن‌ها دریافتند که تأثیر منفی ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت مدیرعامل در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی‌تر، کمتر است.

جون^۱ (۲۰۱۹)، پژوهشی را با عنوان حاکمیت شرکتی و خطر سقوط سهام طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۵ با استفاده از داده‌های ۳۶۳۵ سال - شرکت، مورد بررسی قرار داده است. یافته‌ها حاکی از آن است که صرف‌نظر از اندازه هیئت‌مدیره در صورت حضور مدیران مستقل و متخصص، مدیریت شرکت ممکن است در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر داشته باشد.

شیخ (۲۰۱۹)، پژوهشی تحت عنوان قدرت مدیرعامل و ریسک شرکت: تأثیر رقابت در بازار و حاکمیت شرکتی انجام داده است. در آن پژوهش مشخص شد که در شرکت‌های غیرمالی ایالات متحده برای دوره ۱۹۹۲-۲۰۱۵ قدرت مدیرعامل به طور مثبت با معیارهای کل و یکسان ریسک مرتبط است. با این حال، این ارتباط مثبت تنها هنگامی که رقابت در بازار زیاد باشد یا حاکمیت شرکتی قوی باشد، قابل توجه است. نتایج پژوهش آنان حاکی از آن است که هیئت‌مدیره‌ها باید قدرت بیشتری به مدیران عامل خود اعطا کنند وقتی شرکت‌هایشان در بازارهای با رقابت بالا فعالیت می‌کنند یا حاکمیت شرکتی قوی دارند.

حبیب و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی دلایل ریسک سقوط سهام پرداخته‌اند. ایشان عوامل تعیین‌کننده خطر سقوط قیمت سهام در آینده در ایالات متحده و همچنین در کشورهای خارج از ایالات متحده را بررسی نمودند. نتایج آن پژوهش نشان می‌دهد که عوامل تعیین‌کننده ریسک سقوط سهام در چهار دسته گزارشگری مالی و افشای اطلاعات، عوامل و ویژگی‌های مدیریتی، معاملات بازار سرمایه و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قابل بررسی است.

کاشی (۱۳۹۹) به بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام با تاکید بر نقش تعدیلگر ساختار مالکیت و مدیران زن در هیئت‌مدیره پرداخته است. به منظور دستیابی به این هدف چهار فرضیه تدوین شده است. جهت آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش حذف سیستماتیک، نمونه‌ای متشکل از ۱۳۵ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ انتخاب گردیده است. نتایج حاصل از پژوهش آنان نشان می‌دهد که بین قدرت مدیرعامل و خطر

سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد. همچنین حضور مدیران زن در هیئت‌مدیره بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری دارد؛ اما مالکیت متمرکز و مالکیت نهادی بر رابطه قدرت مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری ندارد.

فاتحی (۱۳۹۸) مطالعه‌ای با هدف بررسی رابطه بین ریسک سقوط قیمت سهام و قدرت مدیرعامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۷ ارائه کرده است. برای سنجش ریسک سقوط قیمت سهام از معیار چولگی منفی بازده سهام و برای سنجش قدرت مدیرعامل از دو شاخص قدرت مالکیت و دوگانگی مسئولیت مدیرعامل استفاده شده است. برای انجام آن پژوهش نمونه‌ای متشکل از ۱۱۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردیده و با بهره‌گیری از الگوی رگرسیون لجستیک فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار گرفته است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین ریسک سقوط قیمت سهام و قدرت مدیرعامل رابطه معناداری وجود ندارد.

بصیرت (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک شرکت با بررسی نقش تعدیلی رقابت بازار محصول و مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی (اندازه هیئت‌مدیره، تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره، سهام‌داران نهادی، تمرکز مالکیت) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. جامعه آماری پژوهش متشکل از ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ بوده و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. نتایج پژوهش ایشان نشان داد که قدرت مدیرعامل و ریسک شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین بر اساس یافته‌های آن پژوهش رقابت بازار محصول اثر مثبتی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک شرکت دارد. مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی (تعداد اعضای هیئت‌مدیره، تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت) نیز اثر منفی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک شرکت دارد.

معطوفی و طبرسا (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی اثر قدرت مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ پرداختند. در آن پژوهش از قدرت مدیریت به عنوان متغیر مستقل و از ریسک سقوط آتی قیمت سهام به عنوان متغیر وابسته استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد، رابطه مثبت و معنی دار بین قدرت مدیریت و ریسک سقوط آتی قیمت سهام وجود دارد. در پژوهش **کعب عمیر و نامی (۱۳۹۶)**، نیز مشابه **معطوفی و طبرسا (۱۳۹۷)**، ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ بررسی شده است. اما برخلاف پژوهش

معطوفی و طبرسا (۱۳۹۷)، نتایج پژوهش آنها بیانگر رابطه منفی و معناداری بین قدرت مدیرعامل و سقوط قیمت سهام می‌باشد.

فروغی و قاسم زاد (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین محافظه‌کاری شرطی در گزارشگری مالی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام در دوره سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ می‌پردازند. نتایج آن پژوهش نشان می‌دهد که با افزایش محافظه‌کاری شرطی ریسک سقوط آتی قیمت سهام کاهش می‌یابد. همچنین بر اساس یافته‌های آنان، تقارن اطلاعاتی رابطه منفی محافظه‌کاری شرطی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام را تقویت می‌کند.

اکثر پژوهش‌های مورد مطالعه بر عوامل تعیین‌کننده ریسک سقوط متمرکز شده‌اند، این پژوهش‌ها عواملی نظیر محافظه‌کاری حسابداری (**فروغی و قاسم زاد، ۱۳۹۴**)، کیفیت گزارشگری (**هاتن و همکاران، ۲۰۰۹**)، حجم معاملات و بازده گذشته (**چن و همکاران، ۲۰۰۱**) و عواملی نظیر آن را بر ریسک سقوط سهام بررسی کرده‌اند؛ اما پژوهش‌های اندکی به بررسی پیامدهای ریسک سقوط اختصاص یافته است.

این مطالعه به دنبال ارائه شواهد تجربی بیشتر در مورد پیامدهای ریسک سقوط می‌باشد. از یک سو به دلیل نقش اقدامات مدیرعامل در ایجاد نوسان قیمت سهام، به طور منطقی انتظار می‌رود شرکت‌ها پس از سقوط قیمت سهام، قدرت مدیرعامل را کاهش دهند. از سوی دیگر، ادبیات نظری موجود نشان می‌دهد عوامل مختلفی که ارتباطی با قدرت مدیرعامل ندارند بر قیمت سهام تأثیر گذارند و مقوله‌های روان‌شناختی می‌تواند در رفتار افراد و نوع تصمیمات آن‌ها در سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد. از این رو، بر اساس مبانی نظری بیان شده و پیشینه پژوهش، فرضیه پژوهش به شرح زیر تبیین گردیده است:

سقوط قیمت سهام تأثیر معنادار بر قدرت آتی مدیرعامل دارد.

در این پژوهش به دلیل وجود دیدگاه‌های متعارض در خصوص عوامل مؤثر بر سقوط قیمت سهام، شواهدی تجربی از پیامدهای سقوط قیمت سهام بر قدرت آتی مدیرعامل ارائه گردیده تا شواهدی از تأثیر عوامل درونی یا بیرونی بر قیمت سهام ارائه گردد. لازم بذکر در پژوهش‌های مشابه پیشین از جمله **کعب عمیر و نامی (۱۳۹۶)**، **معطوفی و طبرسا (۱۳۹۷)** و **بصیرت (۱۳۹۹)**، تأثیر قدرت مدیرعامل بر ریسک سقوط قیمت سهام بررسی شده بود درحالی‌که در این پژوهش برعکس، تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت آتی مدیرعامل با توجه به مبانی نظری بیان شده، بررسی می‌گردد. پژوهش **فاتحی (۱۳۹۸)** نیز به بررسی تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت مدیرعامل در همان سال پرداخته در حالی‌که در این پژوهش، تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت مدیرعامل در سال بعد بررسی می‌شود.

افزون براین، در این پژوهش، معیارهای متفاوتی از پژوهش فاتحی (۱۳۹۸) برای سنجش ریسک سقوط قیمت سهام و قدرت آتی مدیرعامل استفاده شده که در بخش بعدی پژوهش توضیح داده می‌شود.

۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر به لحاظ هدف کاربردی می‌باشد. در این پژوهش پس از بررسی و شناسایی متغیرها و تعیین فرضیه‌های پژوهش، اطلاعات و داده‌های موردنیاز پژوهش با استفاده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است. در پژوهش حاضر تجزیه و تحلیل داده‌ها و اطلاعات با استفاده از نرم‌افزار ایویوز^۱ انجام شده است.

جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران در دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ می‌باشد. تمام شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر باشند مورد مطالعه قرار گرفته‌اند:

- ۱- سال مالی شرکت‌های نمونه به دلیل یکپارچگی داده‌ها و همبستگی بیشتر با هم برابر و منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشند.
- ۲- در طول دوره مورد بررسی شرکت‌های نمونه تغییر سال مالی نداده باشند. زیرا ممکن است باعث تداخل و یا از قلم افتادن داده‌ها شود.
- ۳- جزء شرکت‌های حذف شده از بورس و فرابورس نباشند. بسیاری از شرکت‌های حذف شده از بورس و فرابورس به دلیل عدم الزام به افشای اطلاعات، بعد از حذف شدن به افشای اطلاعات و صورت‌های مالی خود نمی‌پردازند و یا به صورت نامنظم اقدام به افشا اطلاعات می‌کنند.
- ۴- قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس و فرابورس پذیرفته شده باشند.
- ۵- اطلاعات مورد نظر شرکت‌ها در دسترس باشد.
- ۶- شرکت‌هایی که در قلمرو پژوهش دارای وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نباشند، زیرا قیمت سهام با وقفه معاملاتی قابل اتکا نیست.
- ۷- جزء واسطه‌گری‌های مالی (شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک و لیزینگ)، به دلیل تفاوت ماهیت اقتصادی‌شان با سایر شرکت‌ها، نباشند.

جدول (۱) تعیین حجم نمونه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس

Table (1) Determining the sample size of companies listed on the stock exchange

تعداد	شرح
۵۲۳	تعداد شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۹۸ در بورس و فرابورس پذیرفته شده‌اند
(۶۷)	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند نیست
(۱۱)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده‌اند
(۱۵۱)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس و فرابورس فعال نبوده‌اند
(۳۸)	تعداد شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۴ در بورس و فرابورس پذیرفته شده‌اند
(۱۹)	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات موردنیاز آن‌ها در دسترس نبوده است
(۶۸)	تعداد شرکت‌هایی که دارای وقفه معاملاتی بیش از سه ماه بوده‌اند
(۶۶)	تعداد شرکت‌هایی که جزء واسطه‌گری‌های مالی بوده‌اند
۱۰۳	تعداد شرکت‌های نمونه

در پژوهش حاضر جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و فرضیه‌ها با استفاده از روش کتابخانه‌ای و مراجعه به آرشیوها می‌باشد. همچنین منبع جمع‌آوری داده‌های موردنیاز این پژوهش، اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها است که در سایت کدال منتشر شده است. به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات این پژوهش نیز نرم‌افزار ایویوز بکار گرفته شده است. به منظور بررسی فرضیه پژوهش، از مدل **هارپر و همکاران (۲۰۲۰)** به شرح **رابطه (۱)** استفاده شده است.

$$Ceopower_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Crash_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Cashflow_t + \beta_5 Age_t + \beta_6 Audit_t + \beta_7 MB + \varepsilon_{t+1} \quad \text{رابطه (۱)}$$

برای تعیین قدرت مدیرعامل (CEO Power) بر اساس پژوهش **رهنمای رودپشتی و زندگی (۱۳۹۸)**، متغیر دووجهی که اگر مدیرعامل قدرتمند باشد برابر یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد، استفاده شده است. برای این منظور از چهار مؤلفه به شرح **جدول (۲)** استفاده شده است. برای محاسبه شاخص قدرت مدیرعامل تمام معیارها را با هم جمع نموده و بر تعداد معیارها تقسیم می‌گردد. اگر عدد به دست آمده بیشتر از مقدار متوسط (۰/۵) باشد مقدار این متغیر یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

جدول (۲) مؤلفه‌های متغیر قدرت مدیرعامل
Table (2) Variable components of CEO power

متغیر	علامت	روش محاسبه
سمت مدیرعامل در هیئت‌مدیره	CEO title	اگر مدیرعامل شرکت عضو هیئت‌مدیره باشد یک و در غیر این صورت صفر است.
تخصص مدیرعامل در صنعت	Industry Specialist CEO	اگر مدیرعامل دارای مدرک مرتبط با فعالیت شرکت باشد یک و در غیر این صورت صفر است.
تغییر مدیرعامل	Founder CEO	اگر نسبت به سال قبل مدیرعامل تغییر نکرده باشد یک و در غیر این صورت صفر است.
تخصص مالی مدیرعامل	Financial Specialist CEO	اگر مدیرعامل دارای مدرک کارشناسی ارشد به بالا در رشته‌های مالی باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر است.

در این پژوهش، ریسک سقوط قیمت سهام (Crash) متغیری دوجوهی است که اگر شرکت طی سال مالی حداقل یک دوره سقوط را تجربه کرده باشد، مقدار آن یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

بر اساس پژوهش هاتن و همکاران (۲۰۰۹)، دوره سقوط در یک سال مالی معین، دوره‌ای است که طی آن بازده ماهانه خاص شرکت $\frac{3}{2}$ انحراف معیار کم‌تر از میانگین بازده ماهانه خاص آن باشد. اساس این تعریف بر این مفهوم آماری قرار دارد که با فرض نرمال بودن توزیع بازده ماهانه خاص شرکت، نوسان‌هایی که در فاصله میانگین به علاوه (منهای) $\frac{3}{2}$ انحراف معیار قرار می‌گیرند از جمله نوسان‌های عادی محسوب می‌شود و نوسان‌های خارج از این فاصله، جز موارد غیرعادی قلمداد می‌شود. با توجه به اینکه سقوط قیمت سهام یک نوسان غیرعادی است، $\frac{3}{2}$ انحراف معیار می‌تواند مرز بین نوسانات عادی و غیرعادی مطرح شود.

بازده ماهانه خاص شرکت بر اساس پژوهش‌های فروغی و قاسم زاد (۱۳۹۴) و هارپر و همکاران (۲۰۲۰) از رابطه (۲) محاسبه می‌شود:

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

$W_{j,\theta}$: بازده ماهانه خاص شرکت j در ماه θ طی سال مالی است.

$\varepsilon_{j,\theta}$: بازده سهام شرکت j در ماه θ طی سال مالی که از رابطه (۳) به دست می‌آید:

$$R_{j,\theta} = \beta_0 + \beta_{1j}r_{m,\theta-2} + \beta_{2j}r_{m,\theta-1} + \beta_{3j}r_{m,\theta} + \beta_{4j}m_{\theta+1}r + \beta_{5j}r_{m,\theta+2} + \varepsilon_{jt} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$R_{j,\theta}$: بازده سهام شرکت j در ماه θ طی سال مالی است.

$r_{m,\theta}$: بازده ماهانه بازار که از حاصل تقسیم تفاوت شاخص پایان ماه با شاخص ابتدای ماه بر شاخص ابتدای ماه به دست می‌آید.

سپس بازده سهام شرکت در رابطه (۴) قرار گرفته و ریسک سقوط قیمت سهام به دست می‌آید:

$$Crash_{j,t} = \frac{(-1) \left[n(n-1)^{3/2} (\sum w_{i,\theta})^3 \right]}{\left[(n-1)(n-2) \left((\sum w_{i,\theta})^2 \right)^{3/2} \right]} \quad \text{رابطه (۴)}$$

$Crash_{j,t}$: ریسک سقوط قیمت سهام شرکت j طی سال مالی t است.

$w_{i,\theta}$: بازده ماهانه خاص شرکت i در ماه θ است.

n : تعداد ماههایی که بازده آنها محاسبه شده است.

در این پژوهش، همسو با مبانی نظری ذکر شده و نیز مطابق پژوهش هارپر و همکاران (۲۰۲۰) از ۶ متغیر کنترلی به شرح زیر استفاده شده است:

اندازه شرکت (Size): از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها به دست می‌آید.

اهرم مالی (Leverage): از تقسیم بدهی‌ها بر دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

جریان‌های نقدی (Cashflow): از تقسیم وجه نقد عملیاتی دوره جاری به جمع دارایی‌های ابتدای دوره محاسبه می‌شود.

سن شرکت (Age): برابر لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که شرکت تأسیس شده است.

نوع حسابرس (Audit): اگر حسابرس شرکت رتبه یک سازمان بورس داشته باشد، یک و در غیر اینصورت صفر است.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB): از تقسیم ارزش بازار کل سهام بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.

۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

با استفاده از اطلاعات آمار توصیفی می‌توان ویژگی‌های مشاهدات مورد مطالعه را توصیف نمود. از این‌رو آمار توصیفی متغیرهای کمی و کیفی مشاهدات پژوهش به ترتیب در جدول (۳) و جدول (۴) بیان شده است.

جدول (۳) آمار توصیفی متغیرهای کمی

Table (3) Descriptive statistics of quantitative variables

متغیرهای کمی	علامت	میانگین	میان	حداکثر	حداقل
--------------	-------	---------	------	--------	-------

۲/۸۹۰	۴/۱۹۰	۳/۷۸۴	۳/۷۰۹	AGE	سن شرکت
-۱/۳۶۲	۰/۹۹۶	۰/۱۰۹	۰/۱۲۸	CASHFLOW	جریان‌های نقدی
۰/۰۸۵۰	۱/۳۴۳	۰/۶۰۷	۰/۶۰۳	LEVERAGE	اهرم مالی
-۴۹/۷۰۴	۱۵۳/۵۳۵	۲/۵۶۳	۴/۶۳۰	MB	نسبت ارزش بازار به دفتری
۱۱/۱۹۸	۲۰/۱۸۳	۱۴/۵۲۱	۱۴/۶۸۹	SIZE	اندازه شرکت

نتایج جدول (۳) بیانگر آن است که داده‌های جمع‌آوری شده از متغیرهای موردنظر در این پژوهش در دوره زمانی موردنظر، دارای چه میانگینی می‌باشند. باتوجه به جدول (۳) مشاهده می‌گردد میانگین اهرم مالی ۶۰٪ بوده و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نیز به طور متوسط ۴/۶ است. افزون بر این، نسبت جریان‌های نقدی نیز دارای میانگین ۰/۱۳ می‌باشد. بر اساس اطلاعات گردآوری شده، بیشینه متغیر نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام مربوط به شرکت مهرکام پارس در سال ۱۳۹۸ است و کمینه متغیر ریسک سقوط سهام متعلق به شرکت داروسازی جابرین‌حیان در سال ۱۳۹۵ است. به عبارتی شرکت داروسازی جابرین‌حیان در سال ۱۳۹۵ کمترین میزان ریسک سقوط سهام را نسبت به سایر شرکت‌های نمونه تجربه کرده است.

جدول (۴) آمار توصیفی متغیرهای کیفی

Table (4) Descriptive statistics of qualitative variables

متغیرهای کیفی	علامت	مقدار	تعداد	درصد فراوانی
نوع حسابرس	AUDIT	صفر	۱۴۶	۲۸/۳۴۹
		یک	۳۶۹	۷۱/۶۵۱
قدرت مدیرعامل	CEOPOWER	صفر	۳۰۱	۵۸/۴۴۷
		یک	۲۱۴	۴۱/۵۵۳
سمت مدیرعامل در هیئت‌مدیره	CEO TITLE	صفر	۶۵	۱۲/۶۲۱
		یک	۴۵۰	۸۷/۳۷۹
تخصص صنعتی مدیرعامل	Industry Specialist CEO	صفر	۲۸۷	۵۵/۷۲۸
		یک	۲۲۸	۴۴/۲۷۲
تغییر مدیرعامل	Founder CEO	صفر	۱۷۲	۳۳/۳۹۸
		یک	۳۴۳	۶۶/۶۰۲
تخصص مالی مدیرعامل	Financial Specialist CEO	صفر	۳۹۱	۷۵/۹۲۲
		یک	۱۲۴	۲۴/۰۷۷
ریسک سقوط قیمت سهام	CRASH	صفر	۲۵۷	۴۹/۹۰۳
		یک	۲۵۸	۵۰/۰۹۸

باتوجه به **جدول (۴)**، تعداد ۳۶۹ مشاهده (شرکت - سال) دارای حسابرس باکیفیت بوده‌اند و ۱۴۶ مشاهده از حسابرس باکیفیتی برخوردار نبوده‌اند. همچنین ۳۰۱ مشاهده مدیرعامل قدرتمندی ندارند و تنها ۲۱۴ مشاهده دارای مدیرعامل قدرتمند هستند. در مورد سقوط قیمت سهام نیز ۲۵۸ مشاهده، یک دوره سقوط قیمت سهام را در سال تجربه کرده‌اند؛ این در حالی است که در ۲۵۷ مشاهده این اتفاق رخ نداده است.

برای آزمون مدل پژوهش ابتدا داده‌ها از نظر پرت بودن مورد بررسی قرار گرفته و سپس شرکت‌هایی که دارای داده پرت بوده حذف شده‌اند. در مرحله بعد جهت بررسی پایایی سری داده‌ها از آزمون ریشه واحد هاردی استفاده شده و نتایج آن در **جدول (۵)** ارائه شده است.

جدول (۵) نتایج آزمون مانایی متغیرها

Table (5) Durability test results of variables

ارزش احتمال	آماره	علامت	متغیر
۰/۰۰۰	۱۰/۵۹۵	AGE	سن شرکت
۰/۰۰۰	۸/۸۰۵	AUDIT	نوع حسابرس
۰/۰۰۰	۱۴/۸۳۵	CASHFLOW	جریان‌های نقدی
۰/۰۰۰	۱۰/۸۲۵	CEOPOWER	قدرت مدیرعامل
۰/۰۰۰	۱۰/۷۹۳	CRASH	ریسک سقوط سهام
۰/۰۰۰	۱۷/۸۰۰	LEVEREGE	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۱۳/۱۱۰	MB	نسبت ارزش بازار به دفتری
۰/۰۰۰	۱۹/۱۳۸	SIZE	اندازه شرکت

همان‌طور که در **جدول (۵)** مشاهده می‌گردد در سطح ۹۵ درصد احتمال تمام متغیرها کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرضیه صفر که وجود ریشه واحد هست را می‌توان رد کرد بر این اساس ریشه واحد وجود ندارد و تمام متغیرها مانا هستند.

به‌منظور تعیین نوع تخمین مدل مناسب برای آزمون فرضیه پژوهش، ابتدا با استفاده از آزمون چاو (F لیمر) لزوم به‌کارگیری روش داده‌های تابلویی (پانل) در خصوص رابطه متغیرهای مستقل و وابسته به کار گرفته شد. در گام بعدی با استفاده از آزمون هاسمن، روش مناسب از نظر اثرات ثابت یا اثرات تصادفی تعیین گردیده است. نتایج این آزمون‌ها نشان می‌دهد که بر اساس آزمون چاو در سطح اطمینان ۹۵ درصد، مقدار آماره برابر ۴/۵۶۵ و مقدار احتمال کمتر از ۰/۰۵ است در نتیجه روش تابلویی مناسب است. همچنین بر اساس آزمون هاسمن در سطح اطمینان ۹۵ درصد، مقدار آماره برابر ۱۰/۷۷۰ و مقدار احتمال بیشتر از ۰/۰۵ است در نتیجه روش اثرات تصادفی مناسب است.

حال باتوجه به اینکه متغیر قدرت مدیرعامل به صورت دووجهی (صفر و یک) می‌باشد و همچنین بر اساس آزمون چاو باید به صورت رگرسیون لجستیک پنل فرضیه پژوهش مورد آزمون قرار گیرد. نتایج آزمون فرضیه در جدول (۶) ارائه شده است.

همان‌طور که از جدول (۶) باتوجه به ستون VIF مشاهده می‌گردد همه اعداد این ستون از مقدار ۱۰ کمتر می‌باشد لذا احتمال هم‌خطی در داده‌های این مدل را رد می‌کند و می‌توان نتایج قابل استناد از این مدل به دست آورد.

باتوجه به مقدار متغیر ریسک سقوط سهام که منفی می‌باشد می‌توان گفت که ریسک سقوط سهام بر قدرت مدیرعامل تأثیر منفی می‌گذارد اما باتوجه به سطح معناداری این متغیر که برابر ۰/۲۱۷۱ و بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد این تأثیر از نظر آماری در سطح خطای ۵٪ معنادار نخواهد بود. بنابراین فرضیه پژوهش تأیید نمی‌شود.

جدول (۶) نتایج برازش مدل پژوهش

Table (6) Results of research model fitting

متغیر	علامت	ضریب	انحراف استاندارد	آماره آزمون	ارزش احتمال	VIF
ضریب ثابت	C	-۱/۴۵۶	۱/۳۳۰	-۱/۰۹۴	۰/۲۷۴	-
ریسک سقوط سهام	CRASH	-۱۰/۳۴۵	۸/۳۸۱	-۱/۲۳۴	۰/۲۱۷	۱/۰۸۷
اندازه شرکت	SIZE	۰/۲۰۴	۰/۰۷۴	۲/۷۴۰	۰/۰۰۲	۱/۰۸۹
اهرم مالی	LEVEREGE	۰/۵۹۹	۰/۵۱۲	۱/۱۷۰	۰/۲۴۲	۱/۱۱۰
جریان‌های نقدی	CASHFLOW	۰/۷۷۲	۰/۶۳۸	۱/۲۱۰	۰/۲۲۶	۱/۰۸۵
سن شرکت	AGE	-۰/۵۱۱	۰/۲۰۱	-۲/۵۵۰	۰/۰۱۱	۱/۰۲۴
نوع حسابرس	AUDIT	۰/۰۸۳	۰/۲۱۱	۰/۳۹۳	۰/۶۹۴	۱/۰۷۱
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	-۰/۰۲۳	۰/۰۲۹	-۰/۷۹۴	۰/۴۲۷	۱/۰۲۳
R2 مک فادن						
آماره LR (نسبت درست‌نمایی)						
سطح معناداری (نسبت درست‌نمایی)						
آماره هاسمر - لمشو						
سطح معناداری هاسمر - لمشو						

سطح معناداری آماره هاسمر - لمشو برابر ۰/۱۲۵ و بیشتر از ۰/۰۵ نشان‌دهنده انطباق مناسب مدل با مشاهده‌های واقعی است؛ بنابراین هر دو آماره نسبت درست‌نمایی و آماره هاسمر - لمشو بیانگر این نکته می‌باشد که این مدل برازش مناسبی برای داده‌های پژوهش می‌باشد و نتایج حاصله از این روش از اعتبار مناسبی برخوردار است.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

هدف این مطالعه، ارائه شواهدی در مورد پیامدهای ریسک سقوط قیمت سهام می‌باشد. از یک سو به دلیل نقش اقدامات مدیرعامل در ایجاد نوسان قیمت سهام، بطور منطقی انتظار می‌رود شرکت‌ها پس از سقوط قیمت سهام، قدرت مدیرعامل را کاهش دهند. از سوی دیگر، ادبیات نظری موجود نشان می‌دهد عوامل مختلفی که ارتباطی با قدرت مدیرعامل ندارند بر قیمت سهام تأثیر گذارند و مقوله‌های روان‌شناختی می‌تواند در رفتار افراد و نوع تصمیمات آن‌ها در سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد. از این رو، در این پژوهش به دلیل وجود دیدگاه‌های متعارض در خصوص عوامل مؤثر بر سقوط قیمت سهام، شواهدی تجربی از پیامدهای سقوط قیمت سهام بر قدرت آتی مدیرعامل ارائه گردیده تا شواهدی از تأثیر عوامل درونی یا بیرونی بر قیمت سهام ارائه گردد. جهت بررسی قدرت مدیرعامل عواملی نظیر تخصص مالی و صنعتی مدیرعامل، عضویت در هیئت‌مدیره و سنوات خدمت در شغل مدیرعاملی در شرکت در نظر گرفته شده است. نتایج بررسی داده‌های جمع‌آوری شده از ۱۰۳ شرکت بورسی و فرابورسی در بازه سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ بیانگر این موضوع بود که ریسک سقوط سهام بر قدرت مدیرعامل تأثیر منفی می‌گذارد اما این تأثیر بر اساس سطح خطای ۵٪ از نظر آماری معنادار نیست. به عبارت دیگر در سطح خطای آماری یاد شده، نمی‌توان انتظار داشت که با کاهش قیمت سهام، قدرت مدیرعامل توسط هیئت‌مدیره و سایر ارکان نظارتی کاهش یابد. این یافته با نتایج مطالعات فاتحی (۱۳۹۸) و شیخ (۲۰۱۹) همسو بوده اما با پژوهش کاشی (۱۳۹۹) و هارپر و همکاران (۲۰۲۰) مغایر است. دلیل تفاوت یافته‌های پژوهش‌های انجام شده در زمینه تأثیر سقوط قیمت سهام بر قدرت مدیرعامل، همانگونه که در مباحث نظری این پژوهش ذکر گردیده، وجود عوامل متعددی است که می‌تواند منجر سقوط قیمت سهام شود و تنها نحوه عملکرد مدیریت برای ایجاد شرایط نزول قیمت سهام شرط کافی نیست. به‌عنوان نمونه تنوع و تفاوت عقاید سرمایه‌گذاران منجر به رفتارهای هیجانی و ناگهانی در مقابل انتشار اخبار بد می‌گردد. همچنین خروج و فروش کلی سهام و کناره‌گیری از بازار توسط تعداد زیادی از سهام‌داران به دلایل و نگرش‌های روانی بازار می‌تواند از جمله دلایل سقوط ارزش سهام باشد. اشتباهات شناختی که در روان‌شناختی انسان تأثیر می‌گذارد، نیز می‌تواند بر قضاوت‌های سرمایه‌گذاران در ارزش‌یابی و قیمت‌گذاری سهام مؤثر باشد. از دیگر دلایلی که می‌تواند عدم معناداری رابطه سقوط قیمت سهام و کاهش قدرت مدیرعامل را توضیح دهد عوامل ایجاد حباب قیمت در بازار سرمایه است که ممکن است به دلایلی غیر از عملکرد مدیران مانند، رفتارهای سیاسی دولت‌ها، اتفاقات بین‌المللی، رفتار سایر بخش‌های بزرگ اقتصادی کشور، رفتار سهام‌داران و حرکت کل صنعت به وجود آید در چنین شرایطی

با شکستن حباب قیمتی، بازار با نزول ناگهانی قیمت سهام مواجه می‌شود. باتوجه‌به مطالب مذکور به نظر می‌رسد سقوط قیمت سهام در بازه مورد مطالعه به دلایل بیرونی نظیر عوامل سیاسی و اقتصادی شکل گرفته است و اگر با دلایل درونی بوده است بیشتر از جنبه ساختاری و بازاریابی نشأت گرفته است و عوامل مدیریتی کمتر در سقوط قیمت سهام مؤثر بوده است لذا موارد تبیینی نظیر کاهش قدرت مدیرعامل در این شرایط دور از انتظار خواهد بود.

بر اساس یافته‌های پژوهش می‌توان گفت فاکتورهای عملکردی مدیران به‌تنهایی نمی‌تواند پیش‌بینی دقیقی در رابطه با سقوط قیمت سهام نماید؛ این یافته شواهد جدیدی را در حمایت نظریه مالی رفتاری در بیان متأثر نبودن قدرت آتی مدیرعامل از سقوط قیمت سهام ارائه می‌نماید؛ بنابراین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود علاوه بر توجه به ویژگی‌های مدیرعامل، سایر شرایط اقتصادی، سیاسی و شرایط حاکم بر صنعت مورد نظر را در کنار وضعیت بنیادی شرکت در هنگام ارزیابی نوسان قیمت سهام در نظر داشته باشند.

۶- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

۷- منابع

- انوشیروانی، فرزانه؛ ساعدی، رحمان. (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین قدرت مدیر عامل و ارزش شرکت با نقش تعاملی رقابت بازار و حاکمیت شرکتی. *پژوهشنامه مدیریت اجرایی*، ۱۰(۲۰)، ۱۷۳-۱۴۷.
- بصیرت، هومن. (۱۳۹۹). قدرت مدیرعامل و ریسک شرکت: تأثیر رقابت بازار و حاکمیت شرکت. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی تابران*.
- حمیدیان، محسن؛ اسدی مشیزی، محمدحسین. (۱۳۹۵). چرخه عمر و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش درماندگی مالی و عملکرد مالی. *پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار*، ۷(۱۳)، ۲۸-۱۳.
- رضائی، زینب؛ کیانی، فاطمه. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر عدم اطمینان اقتصادی بر رابطه بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و خطر سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۲(۴)، ۷۳-۱۰۵.
- رفیعی امام، علینقی. (۱۳۹۸). *انتخاب سهام برتر بروش تحلیل بنیادی*. انتشارات نص. چاپ ۴.
- رهنمای رودپشتی، فریدون؛ زندی، آناهیتا. (۱۳۹۸). قدرت مدیر عامل و ساختار سرمایه مبتنی بر مدل لی. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۱۹(۱)، ۲۰-۱.
- فاتحی، آزاده. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین ریسک سقوط قیمت سهام و قدرت مدیرعامل شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی گلستان*.
- فروغی، داریوش؛ قاسم زاد، پیمان. (۱۳۹۴). تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام. *دانش حسابداری مالی*، ۲(۲)، ۷۱-۵۵.
- فندرسکی، علی؛ صفری گرایلی، مهدی. (۱۳۹۷). اثربخشی کنترل‌های داخلی و ریسک سقوط قیمت سهام. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰(۳۸)، ۱۸۶-۱۶۹.

- فیلسرائی، مهدی؛ پیشینیان، امین؛ حسن نژاد، امین. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر نوسان‌های سیاست‌های پولی بر روی بازدهی شاخص قیمت سهام بازار بورس اوراق بهادار تهران. *سومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری*. ترکیه.
- کاشی، حدیث. (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیلگر ساختار مالکیت و مدیران زن در هیئت‌مدیره. *فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۴(۲۳)، ۱۱۸-۱۳۹.
- کاظمی، کاظم. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین کیفیت حساسری و ریسک سقوط قیمت سهام (با استفاده از معیار چولگی منفی بازده سهام) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چهارمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری*، آلمان.
- کریم‌زاده، مصطفی؛ سلطانی، اصغر. (۱۳۸۹). برآورد رابطه بلندمدت شاخص قیمت سهام صنعت واسطه‌گری‌های مالی با متغیرهای کلان پولی با استفاده از روش ARDL، فصلنامه حسابداری مالی، ۲(۶)، ۱۸-۱.
- کعب عمیر، احمد؛ نامی، سپیده. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر خطر سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *پنجمین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد در شرایط تحریم*، بابلسر.
- معطوفی، علیرضا؛ طبرسا، منا. (۱۳۹۷). تأثیر قدرت مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام: رویکرد فرصت طلبانه به قدرت. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱۱(۴۴)، ۲۲-۵.
- نیاتی، ملیکا. (۱۳۹۶). اثر هموارسازی سود بر ریسک سقوط قیمت سهام. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد دماوند.
- Anooshirvani, F., Saedi, R. (2019). The Effect of CEO Power on the Value of the Company with the Interactive Role of Market Competition and Corporate Governance. *Journal of Executive Management*, 10(20), 147-173. [In Persian]
- Basirat, H. (2019). CEO Power and Corporate Risk: The Impact of Market Competition and Corporate Governance. *Master Thesis*. Tabaran Higher Education Institute. [In Persian]
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345-381.
- Daily, C. M., & Johnson, J. L. (1997). Sources of CEO Power and Firm Financial Performance: A Longitudinal Assessment. *Journal of Management*, 23(2), 97-117.
- Fatehi, A. (2020). Investigating the relationship between stock price risk and the future strength of the CEO of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Master Thesis*. Golestan Higher Education Institute. [In Persian]
- Fendereski, A., Safari, M. (2018). The effectiveness of internal controls and the risk of falling stock prices. *Financial accounting and auditing research*. 10(38), 169-186 [In Persian]
- Filsaraie, M., Pishinian, A., Hasan nezhad, A. (2016). Third International Conference on New Research in Management, Economics and Accounting, Turkey. [In Persian]
- Foroghi, D., Ghasemzad, P. (2015). The Effect of Management Overconfidence on Future Stock Price Crash Risk. *Financial Accounting Knowledge*, 2(2), 55-72. [In Persian]
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 58, 211-251.
- Hamidian, M., Asadi Moshizi, M. (2016). Life cycle and stock price risk fall with emphasis on the role of financial helplessness and financial performance. *Journal of Economics and Business*. 7(13), 13-28 [In Persian]

- Harper, J., Johnson, G., & Sun, L. (2020). Stock price crash risk and CEO power: Firm-level analysis. *Research in International Business and Finance*, 51, 101094.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- Jeon, K. (2019). Corporate governance and stock price crash risk. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), 1-13.
- Kab Amir, A., Nami, S. (2017). Investigating the effect of CEO power on the risk of falling stock prices on the Tehran Stock Exchange. *Fifth International Conference on Economics under Sanctions*, Babolsar. [In Persian]
- Karimzade, M., Soltani, A. (2010). Estimating the Long-Term Relationship between the Stock Price Index of the Financial Intermediary Industry and Macro Variables Using the ARDL Method. *Quarterly Journal of Financial Accounting*, 2(6), 1-18 [In Persian]
- Kashi, H. (2020). Investigating the relationship between CEO power and the risk of falling stock prices with emphasis on the moderating role of the ownership structure and female managers on the board. *Quarterly Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 4(23), 118-139 [In Persian]
- Kazemi, K. (2016). Investigating the relationship between audit quality and stock price risk (using the negative skewness criterion of stock returns) in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Fourth International Conference on New Research in Management, Economics and Accounting*, Germany. [In Persian]
- Matoofi, A., Tabarsa, M. (2019). The Effect of CEO Power on Future Stock Price Crash Risk: Opportunistic Approach to Power. *Journal of Securities Exchange*, 11(44), 5-22. [In Persian]
- Nabati, M. (2017). The effect of earnings smoothing on the risk of falling stock prices. *Master Thesis*. Damavand Branch of Azad University. [In Persian]
- Rafiei emam, A. (2019). Selection of top stocks by fundamental analysis. *Nas Publications*. [In Persian]
- Rahnama roodposhti, F., zandi, A. (2019). CEO's power and capital structure based on Lee's model. *Journal of Accounting and Social Interests*, 9(1), 1-20. [In Persian]
- Rezaei, Z., kiyani, F. (2021). Investigating the effect of economic uncertainty on the relationship between comparability of financial statements and the stock price crash risk in Tehran Stock Exchange. *Advances in Finance and Investment*, 2(4), 105-73. [In Persian]
- Sheikh, S. (2019). CEO power and corporate risk: The impact of market competition and corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 27(5), 358-37.

COPYRIGHTS

© 2022 by the authors. Published by Islamic Azad University, Esfarayen Branch. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

