

بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام

فهیمة صفی‌خانی^۱، المیرا محمدخانلو^۲ و بهبود ملک‌محمدی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۷/۱۹ و تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۸/۳۰

چکیده

هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. ساز و کارهای حاکمیت شرکتی شامل ساختار مالکیت، ساختار هیأت مدیره و کیفیت حسابرسی می‌باشد. متغیر وابسته این پژوهش، ریسک سقوط قیمت سهام و متغیرهای مستقل شامل تمرکز مالکیت، استقلال هیأت مدیره، کیفیت حسابرسی (اندازه حسابرسی، حق‌الزحمه حسابرسی، تخصص صنعت حسابرس) می‌باشند. این پژوهش بر اساس هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، توصیفی و همبستگی می‌باشد. در این پژوهش از تحلیل رگرسیون (OLS) استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ می‌باشد. در نهایت از روش رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج فرضیه اول نشان داد که تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. یافته‌های فرضیه دوم حاکی از آن بود که استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. نتایج فرضیه سوم نشان داد که کیفیت حسابرسی تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

کلمات کلیدی: ساختار مالکیت، ساختار هیأت مدیره، کیفیت حسابرسی و ریسک سقوط قیمت سهام.

^۱ نویسنده مسئول، استادیار گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. آدرس پست الکترونیکی:

Safikhani90@yahoo.com

^۲ دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. مدرس گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی

واحد تاکستان.

^۳ کارشناس ارشد گروه حسابداری، واحد هیدج، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران.

با جدایی مالکیت از مدیریت شرکت‌ها، این امکان وجود می‌آید که مدیران تصمیماتی اتخاذ نمایند که در راستای منافع خود و مغایر با منافع سهامداران باشد. در سال‌های اخیر، بحران و رسوای‌های مالی تعدادی از شرکت‌های بزرگ مثل انرون و ورلدکام کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان به گزارشگری مالی را به دنبال داشته و نیاز به اجرای ساز و کارهای بهبود گزارشگری مالی را آشکارتر ساخته است (گرالد و همکاران، ۲۰۰۶). کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران و عدم افشای صحیح اطلاعات، خطر اخلاقی به عنوان عناصر حاصل از عدم تقارن اطلاعاتی را افزایش داده و در نهایت منجر به افزایش هزینه مبادله می‌شود. افزایش هزینه مبادله، سقوط قیمت سهام و خروج برخی از سرمایه‌گذاران از چرخه بازار را به دنبال دارد. بنابراین با مطرح شدن تئوری نمایندگی که نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی است و افزایش وظایف و اختیارات هیأت مدیره شرکت‌ها، این سوال مطرح می‌گردد که مدیران چگونه پیگیر منافع سهامداران خواهند بود و چه تضمینی برای تأمین منافع کلیه سهامداران و سایر گروه‌های ذی‌نفع وجود دارد؟ چرا که همواره این امکان وجود دارد که مدیران اقداماتی انجام می‌دهند که در جهت منافع خودشان و متضاد با منافع سهامداران باشد. این امر ناشی از وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران شرکت می‌باشد، چون برای مدیران امکان دستیابی انحصاری به اطلاعات شرکت و نیز تهیه و ارائه اطلاعاتی مانند اطلاعات مالی وجود دارد و سهامداران نمی‌توانند فعالیت مدیران را به‌طور مستمر مشاهده و کنترل نمایند (صدیقی، ۱۳۹۰).

در همین راستا یکی از راه‌کارهای مهم برای جلوگیری از مشکلات نمایندگی و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام، ساز و کارهای حاکمیت شرکتی است. به عقیده دالتون (۱۹۹۹)، هیأت مدیره بزرگ‌تر دارای ارتباط موثر خارجی هستند. از سوی دیگر، هیأت مدیره با اعضای غیرموظف به عنوان هیأت مدیره موثرتر در نظر گرفته شده است. به عبارت دیگر اعضای غیرموظف هیأت مدیره به گونه بهتر باعث حفظ منافع سهامداران می‌شود. بر این اساس، اعضای غیرموظف هیأت مدیره، مسئله نمایندگی را کنترل و همچنین منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سهامداران با افشای بهتر و با کیفیت‌تر، می‌شود (کلین، ۱۹۹۸). اگر مدیران دوره تصدی کوتاه‌مدت داشته باشند، تصمیماتی در جهت افزایش منافع خود و کاهش هزینه‌های شرکت اخذ می‌نمایند و در پروژه‌های بلندمدت دارای ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری نخواهند کرد. مدیری که دارای دوره تصدی بلند مدت باشد، مزایای سرمایه‌گذاری بلندمدت نصیب سهامداران می‌شود. در مقابل، مدیر دارای دوره تصدی کوتاه‌مدت، بر

فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۷

اساس آینده‌نگری عمل نخواهد کرد و تمرکزش بیشتر بر روی افزایش ثروت و قیمت سهام در کوتاه‌مدت است (جنسن، ۲۰۰۴).

در واقع هدف نهایی حاکمیت شرکتی، نه تنها کاهش مشکل نمایندگی و همسو نمودن منافع کارگزار با منافع کارگزار، بلکه تأمین منافع تمام گروه‌ها در واحدهای تجاری است. بنابراین، به لحاظ نظری، انتظار می‌رود که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار باشد. با توجه به مطالب فوق هدف این پژوهش بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بعد از رسوایی شرکت‌های زیادی که در اوایل دهه ۲۰۰۰ ایجاد شد، ریسک سقوط قیمت سهام به هدف اصلی سرمایه‌گذاران تبدیل شد و بحران اعتباری در سال ۲۰۰۸ نیروی محرک و انگیزه قوی برای تحقیقات بیشتر در رابطه با عوامل تأثیرگذار بر ریسک سقوط قیمت سهام شد.

تحقیقات تا به امروز موید این بوده که سقوط قیمت سهام بیشتر در شرکت‌هایی رخ داده که ریسک نمایندگی بالاتری دارند (کالن و فانگ، ۲۰۱۱؛ کیم و ژانگ، ۲۰۱۴). مدیران در چنین شرکت‌هایی فرصت‌های زیادی برای شانه خالی کردن مسئولیت‌های خود و واگذاری آن‌ها به سهامداران داشته، بدون اینکه تحت کنترل باشند. آن‌ها با استفاده از عدم تقارن اطلاعاتی، اطلاعات منفی مانند استفاده از اقلام تعهدی اختیاری جهت مدیریت سود را از سهامداران پنهان می‌کنند (کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹). هر چند، اطلاعات منفی را می‌توان موقتاً متوقف نمود یا به تأخیر انداخت. در این صورت اطلاعات منفی در بازار افزایش و قیمت سهام کاهش می‌یابد (بلیک و لیو، ۲۰۰۷؛ کالن و فانگ، ۲۰۱۱، کیم و ژانگ، ۲۰۱۴).

مطالعات متعددی ارتباط بین ریسک سقوط قیمت سهام با حاکمیت شرکتی را نشان می‌دهند که تمام آن‌ها مرتبط با هزینه‌های نمایندگی هستند (آندریو و همکاران، ۲۰۱۵). چن و کولگیوس (۲۰۱۷) شواهدی درباره سقوط قیمت سهام گروه یلی و چانگ کینگ بروئر به ترتیب در سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۱۱ ارائه نمودند که بعد از ورود اخبار محرمانه به حوزه عمومی رخ داد. تحقیق حاضر اولین مطالعه‌ای است که در همین راستا اثرات ساختار مالکیت، ساختار هیأت مدیره و کیفیت حسابرسی

۸ / بررسی تأثیر ساز و کارهای ماکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام

شرکت‌ها بر ریسک سقوط برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ایران را بررسی می‌کند. که هر سه مورد از مکانیسم های نظارتی اصلی شرکت‌ها می‌باشند.

ساختارهای مالکیتی متفاوت نقاط ضعف و قوت خود را از نظر کارایی و تأثیرگذاری حاکمیت دارند. از دیرباز، شرکت‌های بورسی متعددی، به سطح بالایی از تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی تمایل دارند، اما قوانین جدید این تمایل و گرایش را نقض می‌کنند. با توجه به تمرکز مالکیت در نظارت شرکتی دو استدلال مخالف مطرح می‌شوند (مورک و همکاران، ۲۰۰۵). یکی از این استدلال‌ها این است که مالکیت متمرکز نیاز به کنترل و نظارت را کاهش می‌دهد، چرا که سهامداران فعال عمده، انگیزه و توانایی مسئول دانستن خود به عنوان مدیریت را دارند. استدلال دیگر این است که مالکیت متمرکز منافع سهامداران اصلی و اقلیت را از هم تفکیک می‌کند. به‌طور کلی، ادبیات موضوع نشان می‌دهد که گروه مالکان قدرتمند و کارآمد می‌تواند رفتار مدیریت را نظارت و کنترل کند، در حالی که سرمایه‌گذاران موقتی کوتاه‌مدت دیدگاه کوتاه‌بینان‌های دارند. در نتیجه، انتظار می‌رود که ساختار مالکیتی کارآمد که توسط گروه مالک فعال و متمرکز نشان داده شده رابطه منفی با ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

هیأت مدیره دنباله مالکان شرکت محسوب می‌شود که وظیفه‌اش پایش مدیریت جهت حفظ منافع سهامداران است (کلین، ۲۰۰۲). ترکیب و ساختار هیأت مدیره، کمیته‌های فرعی آن و تعداد کل هیأت مدیره حائز اهمیت می‌باشند. هیأت مدیره کارآمد باید ویژگی‌های منحصر بفردی برای هر شرکت و محیط آن داشته باشد. ادبیات موضوع پایش هیأت مدیره بشدت وابسته به ترکیب هیأت مدیره است. طبق «دیدگاه نمایندگی» هیأت مدیره‌ها باید توسط رئیس مستقل اداره شوند، اما مطالعات تجربی از این دیدگاه پشتیبانی می‌کنند (دالتون و همکاران، ۲۰۰۳). هیأت مدیره در «دیدگاه وابستگی منابع» باید مهارت‌های مختلفی داشته باشد تا شرکت در روبرو شدن با عدم قطعیت‌های عملیاتی داخلی و خارجی خود موفق شوند (بوید، ۱۹۹۰). هیلمان و کولجیوس (۲۰۰۰) عنوان نموده‌اند که هیأت مدیره‌ها باید متشکل از متخصصان و خبرگان بازرگانی، کارشناسان و اعضای تأثیرگذار جامعه باشند. ادبیات موضوع عنوان می‌کند که یک هیأت مدیره با کارکرد درست ریسک‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد که رابطه منفی با ریسک سقوط قیمت سهام دارد (کیم و ژانگ، ۲۰۱۴). انتظار می‌رود که یک هیأت مدیره موثر و کارآمد متشکل از مدیران مستقل و متخصص، رابطه منفی با ریسک سقوط قیمت سهام داشته باشد.

فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۹

حسابرسان با تشخیص مصادره و سلب مالکیت توسط داخلی‌ها به اجرای حقوق سرمایه‌گذاران کمک می‌کنند (نیومن و همکاران، ۲۰۰۵). آن‌ها باید با اعتباربخشی اطلاعات مالی به مدیریت شرکت کمک کنند. حسابرسی‌های با کیفیت از روش‌های حسابداری پیچیده جلوگیری کرده، اخبار بد را در نزدیک‌ترین زمان ممکن افشا و خطاها و اختلالات را شناسایی می‌کنند. حسابرسان خوب بین اطلاعات و موارد اضافی اقلام تعهدی اختیاری تفکیک قائل شده و بدین ترتیب اطلاعات اضافی سود بیشتر می‌شود (کریشنان، ۲۰۰۳). به‌طور کلی، ادبیات موضوع نشان می‌دهد که حسابرسی بیرونی با کیفیت، اطلاعات نامطلوب را افشا می‌کند در حالی که همزمان توانایی مدیریت در افشای اطلاعات مطلوب غیرقابل اثبات را محدود می‌کند (بال و همکاران ۲۰۱۲). در نتیجه، پیش‌بینی می‌شود که حسابرسی با کیفیت رابطه منفی با ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

در مجموع، ساختار مالکیت، ساختار هیأت مدیره، و کیفیت حسابرسی باید توانایی سهامداران در پایش مدیریت را تقویت نموده، تصمیم‌گیری موثر را ارتقا داده، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت و عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند (اشباق اسکایف و همکاران، ۲۰۰۶؛ آندریو و همکاران، ۲۰۱۵). این پژوهش به دنبال پاسخ به این پرسش می‌باشد که آیا ساز و کارهای حاکمیت شرکتی نظیر تمرکز مالکیت، استقلال هیأت مدیره و کیفیت حسابرسی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است؟

پیشینه‌ی پژوهش

پژوهش‌های داخلی و خارجی مرتبط با موضوع پژوهش به شرح زیر است. ودیعی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر نوع مالکیت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد مالکیت نهادی تأثیر مثبت معنی‌داری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد. با تفکیک مالکیت نهادی به فعال و غیر فعال، نتایج نشان داد که مالکیت نهادی فعال، تأثیر منفی و مالکیت نهادی غیر فعال تأثیر مثبت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارند.

تنانی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی نقش ساز و کارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش رابطه منفی و معنادار بین سهامداران نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام و رابطه مثبت و معنادار بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره و ریسک سقوط قیمت سهام را نشان می‌دهد.

۱۰ / بررسی تأثیر ساز و کارهای ماکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام

کوشان و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهش خود به بررسی نقش تعاملی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین همزمانی قیمت سهام و ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که بین همزمانی قیمت سهام و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه‌ای وجود ندارد و همچنین حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین همزمانی قیمت سهام و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیری ندارد.

بهمنی و نظام طاهری (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی اثرات هموارسازی سود بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام با رویکردهای حداکثرسازی و حداقل‌سازی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد، بین هموارسازی سود و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با رویکرد حداکثرسازی سود، رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین بین هموارسازی سود و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌هایی با رویکرد حداقل‌سازی سود، رابطه معناداری وجود دارد.

کاشی (۱۳۹۹) به بررسی ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیلگر مالکیت متمرکز و مالکیت نهادی و هیأت مدیره زن پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین قدرت مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد. همچنین حضور هیأت مدیره زن بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معنی‌داری دارد؛ اما مالکیت متمرکز و مالکیت نهادی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری ندارد.

معصومی و نشاگران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که تمامی متغیرهای حاکمیت شرکتی شامل اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و همچنین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معنی‌داری دارد.

کالن و فانگ (۲۰۱۱) به بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاران نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد بین سرمایه‌گذاران نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام در آینده رابطه منفی وجود دارد.

پانایوتیس و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی ارتباط بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین مالکیت نهادی و درصدی از مدیران که سهام سازگار نگهداری می‌کنند با ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط مثبت وجود دارد. آن‌ها همچنین

فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۱۱

نشان دادند بین درصد مدیران مستقل در کمیته حسابرسی و تخصص صنعت حسابرس با ریسک سقوط قیمت سهام رابطه عکس وجود دارد.

چن و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی ارتباط بین کنترل داخلی و خطر سقوط قیمت سهام پرداختند. یافته‌های نشان داد خطر سقوط قیمت سهام با کنترل داخلی ارتباط منفی دارد و این ارتباط در شرکت‌هایی که حاکمیت بیرونی ضعیف دارند، بیشتر است.

یئونگ و لتو (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت، کیفیت حسابرسی، ساختار هیأت مدیره با ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد، ساختار مالکیت قدرتمندتر و کیفیت حسابرسی بالاتر با ریسک کمتر سقوط قیمت سهام مرتبط بوده و این ارتباط بعد از اصلاحات تفکیک سهام و استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی نسبت به قبل از آن بیشتر است. همچنین آن‌ها به این نتیجه رسیدند که ساختار هیأت مدیره با ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معنی‌داری ندارد.

کیونگ مین (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط سهام مورد پرداختند. یافته‌ها نشان داد که صرف نظر از متغیر اندازه هیأت مدیره، در صورت وجود مدیران مستقل و متخصص، مدیریت شرکت در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه اول: تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

فرضیه دوم: استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

فرضیه سوم: کیفیت حسابرسی تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از لحاظ هدف کاربردی و به لحاظ نوع مطالعه کتابخانه‌ای، با استفاده از اطلاعات تاریخی به صورت پس‌رویدادی است. نمونه آماری با استفاده از روش حذفی انتخاب خواهد شد، برای انتخاب نمونه سعی می‌شود که نمونه انتخابی تمامی صنایع را پوشش دهد. همچنین بازه زمانی مورد بررسی یک دوره ده ساله بین سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ در نظر گرفته شده است. نمونه آماری پس از اعمال محدودیت‌های زیر انتخاب گردید:

۱۲ / بررسی تأثیر ساز و کارهای ماکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام

۱- شرکت‌هایی که تا ابتدای سال ۹۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۲- به دلیل افزایش قابلیت مقایسه، افزایش توان همسنجی و همسان‌سازی سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و در طی دوره تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
۳- شرکت‌هایی که جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های لیزینگ، هلدینگ، بیمه و نباشند. -اطلاعات مورد نیاز برای انجام این تحقیق را طی دوره زمانی مورد نظر به‌طور کامل ارائه کرده باشند.

در نهایت با توجه به محدودیت‌های ذکر شده تعداد ۱۳۰ شرکت به عنوان جامعه آماری انتخاب شده‌اند که با توجه به در دسترس بودن اطلاعات، تمام شرکت‌ها به عنوان نمونه آماری مورد بررسی قرار گرفته است. در نهایت با استفاده از نرم‌افزار ایویوز، تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها صورت گرفته است.

متغیرهای پژوهش و تعریف عملیاتی آن‌ها

متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی پژوهش به شرح زیر است.

متغیر وابسته پژوهش

متغیر وابسته این پژوهش، ریسک سقوط قیمت سهام است. به منظور اندازه‌گیری این متغیر از معیار هاتن و همکاران (۲۰۰۹) استفاده شده است. مدل (۱) جهت اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام به کار گرفته می‌شود.

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \epsilon_{jt} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$R_{jt} = \text{بازده سهام شرکت } j \text{ در دوره } t$$

$$\epsilon_{jt} = \text{باقیمانده مدل رگرسیونی}$$

$$R_{m,t} = \text{بازده بازار در دوره } t$$

پس از برازش مدل رگرسیونی فوق و خروج باقیمانده‌های مدل رگرسیونی برای هر شرکت از فرمول ذیل جهت تعیین دوره‌های سقوط استفاده می‌شود. بازده ماهانه خاص شرکت با استفاده از رابطه زیر به دست می‌آید.

$$W_{j,t} = \text{Ln}(1 + \epsilon_{jt}) \quad \text{رابطه (۱)}$$

فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۱۳

سپس، به پیروی از ادبیات سقوط مانند چن و همکاران (۲۰۰۱)، هاتن و همکاران (۲۰۰۹)، کیم و همکاران (۲۰۱۱) و بنوا و همکاران (۲۰۱۱) از دو معیار اصلی سقوط استفاده می‌کنیم. معیار اول منفی چولگی مشروط اندازه‌گیری شده در سال t ($NCSKEW_t$) است. $NCSKEW_t$ برابر منفی گشتاور سوم بازدهی هفتگی شرکت خاص برای هر شرکت است و تقسیم سال بر انحراف استاندارد بازدهی هفتگی شرکت خاص به توان سوم می‌رسد. به‌طور خاص، برای یک شرکت داده شده J در یک سال مالی t محاسبه $NCSKEW_t$ به شرح زیر است:

$$NCSKEW_{jt} = -[n(n-1)]^{-\frac{1}{2}} \frac{W_{jt}^3}{[(n-1)(n-2)]^{-\frac{1}{2}} W_{jt}^2} \quad \text{رابطه (۲)}$$

معیار دوم سیگما اضافه در سال t ($EXTR_SIGMA_t$) است.

$EXTR_SIGMA_t$ برابر منفی بدترین انحراف بازدهی هفتگی شرکت خاص از متوسط بازدهی هفتگی شرکت خاص تقسیم بر انحراف استاندارد بازدهی هفتگی شرکت خاص است. به خصوص، برای شرکت J در یک سال مالی t این محاسبه به شرح زیر است:

$$EXTR_{SIGMA}_{jt} = -MIN \left[\frac{W_{jt} - \bar{W}_{i,t}}{s_{W_{jt}}} \right] \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در آن $\bar{W}_{i,t}$ متوسط بازدهی هفتگی شرکت خاص و انحراف استاندارد بازدهی هفتگی شرکت خاص است. مقادیر بزرگ‌تر $NCSKEW_{i,t}$ و $EXTR_SIGMA_{i,t}$ نشان سقوط بیشتر است. چنانچه W شرکت i پایین تر از چارک چهارم باشد؛ دوره موردنظر برای آن شرکت به عنوان دوره سقوط تلقی می‌شود.

متغیرهای مستقل پژوهش

متغیرهای مستقل شامل تمرکز مالکیت، استقلال هیأت مدیره، کیفیت حسابرسی با بهره‌گیری از پژوهش یئونگ و لتو (۲۰۱۸) اندازه‌گیری می‌شود.

-تمرکز مالکیت ($OWNER_{i,t}$): در این پژوهش، میزان مالکیت بیش از ۵ درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران، به عنوان تمرکز مالکیت در نظر گرفته شده است.

-استقلال هیأت مدیره ($INDEPENDENCE_{i,t}$): در این پژوهش، استقلال هیأت مدیره از طریق نسبت اعضای غیر موظف تقسیم بر کل اعضای هیئت مدیره اندازه‌گیری می‌شود.

-کیفیت حسابرسی: در این پژوهش متغیر کیفیت حسابرسی از طریق متغیر جایگزین اندازه حسابرسی، حق‌الزحمه حسابرسی و تخصص صنعت حسابرسی به‌صورت ذیل اندازه‌گیری می‌شود:

۱۴ / بررسی تأثیر ساز و کارهای ماکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام

۱. اندازه حسابرسی (AUD_SIZE): یک متغیر مجازی است. اگر حسابرسی شرکت را سازمان حسابرسی انجام دهد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد.
۲. حق الزحمه حسابرسی (LN_AUDIT_FEES): لگاریتم حق الزحمه حسابرس i در سال t (حق الزحمه پرداختی به حسابرس)
۳. تخصص صنعت حسابرس ($EXPERT$): در این پژوهش از سهم بازار به عنوان شاخصی برای تخصص حسابرس در صنعت بهره گرفته می‌شود. هر چه سهم بازار حسابرس بیشتر باشد، تخصص صنعت و تجربه حسابرس نسبت به سایر رقیبان بیشتر است. پس از محاسبه سهم بازار یک موسسه حسابرسی اگر مقدار به دست آمده از مقدار معادله فوق بیشتر باشد، موسسه حسابرسی در آن صنعت متخصص است.

متغیرهای کنترلی

- در این پژوهش متغیرهای کنترلی به شرح ذیل اندازه‌گیری می‌شوند:
۱. اندازه شرکت (LN_SIZE): از طریق لگاریتم طبیعی دارائی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود.
 ۲. نسبت ارزش بازار به دفتری (MB): از طریق نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود.
 ۳. اهرم مالی (LEV): که از طریق مجموع بدهی به مجموع دارائی اندازه‌گیری می‌شود.
 ۴. بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): از طریق نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود.
 ۵. مدیریت سود (EM): از طریق باقیمانده خطای مدل قدرمطلق اقلام تعهدی اختیاری اندازه‌گیری می‌شود.
 ۶. گردش معاملات سهام ($DTURNOVER$): از طریق میانگین گردش معاملات سهام شرکت محاسبه می‌شود.
 ۷. کشیدگی سهام ($NCSKEW$): از طریق کشیدگی بازده سهام محاسبه می‌شود.
 ۸. نوسان‌پذیری بازده ($STDEV$): از طریق انحراف استاندارد بازده سهام محاسبه می‌شود.
 ۹. چولگی سهام ($KURT$): از طریق چولگی بازده سهام محاسبه می‌شود.
 ۱۰. بازده سهام (RET): از طریق میانگین بازده سهام محاسبه می‌شود.

مدل آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش با بهره‌گیری از پژوهش یئونگ و لتو (۲۰۱۸) از مدل رگرسیون چند متغیره به صورت ذیل استفاده می‌شود:

$$NCSKEW_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 OWNER_{i,t} + \beta_2 INDEPENDENCE_{i,t} + \beta_3 AUD_SIZE_{i,t} + \beta_4 LN_AUDIT_FEES_{i,t} + \beta_5 EXPERT_{i,t} + \beta_6 LN_SIZE_{i,t} + \beta_7 MB_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 ROE_{i,t} + \beta_{10} EM_{i,t} + \beta_{11} DTURNOVER_{i,t} + \beta_{12} NCSKEW_{i,t} + \beta_{13} STDEV_{i,t} + \beta_{14} KUR_{i,t} + \beta_{15} RET_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲)

$NCSKEW_{i,t}$ = ریسک سقوط قیمت سهام شرکت i در سال t (مدل هاتن و همکاران (۲۰۰۹)).
 $OWNER_{i,t}$ = تمرکز مالکیت شرکت i در سال t (میزان مالکیت بیش از ۵ درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران).

$INDEPENDENCE_{i,t}$ = استقلال هیأت مدیره شرکت i در سال t (از طریق نسبت اعضای غیر موظف تقسیم بر کل اعضای هیئت مدیره اندازه‌گیری می‌شود).

$AUD_SIZE_{i,t}$ = اندازه حسابرسی شرکت i در سال t (یک متغیر مجازی است. اگر حسابرسی شرکت را سازمان حسابرسی انجام دهد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد).
 $LN_AUDIT_FEES_{i,t}$ = حق الزحمه حسابرس شرکت i در سال t (لگاریتم حق الزحمه حسابرس)
 $EXPERT_{i,t}$ = تخصص صنعت حسابرس شرکت i در سال t (اگر حسابرس متخصص صنعت باشد عدد ۱ در غیر این صورت برابر صفر است)

$LN_SIZE_{i,t}$ = اندازه شرکت شرکت i در سال t (لگاریتم ارزش دفتری دارایی‌ها)

$MB_{i,t}$ = نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t

$LEV_{i,t}$ = اهرم شرکت i در سال t (نسبت بدهی به دارایی)

$ROE_{i,t}$ = بازده حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t

$EM_{i,t}$ = مدیریت سود شرکت i در سال t (باقیمانده خطای مدل قدرمطلق اقلام تعهدی اختیاری)

$DTURNOVER_{i,t}$ = گردش معاملات سهام شرکت i در سال t (میانگین گردش معاملات سهام)

$NCSKEW_{i,t}$ = چولگی سهام شرکت i در سال t (چولگی قیمت سهام)

$STDEV_{i,t}$ = نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت i در سال t (انحراف استاندارد بازده سهام)

$KUR_{i,t}$ = کشیدگی سهام شرکت i در سال t (کشیدگی قیمت سهام)

$RET_{i,t}$ = بازده سهام شرکت i در سال t (میانگین بازده سهام شرکت)

۱۶ / بررسی تأثیر ساز و کارهای ماکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام

$$\varepsilon_i = \text{خطای مدل}$$

$$\beta_0 = \text{عرض از مبدا}$$

$$\beta_1 \text{ الی } \beta_{20} = \text{ضرایب رگرسیون}$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش که با استفاده از داده‌های ۱۳۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌های زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ اندازه‌گیری شده‌اند.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

متغیرهای پژوهش	میانگین	میان	انحراف معیار	حداکثر	حداقل	چولگی	کشیدگی
ریسک سقوط قیمت سهام	۰/۲۱	۰	۰/۴۲	۱	۰	۰/۷۵	۰/۲۴
تمرکز مالکیت	۰/۷۳	۰/۶۵	۰/۲۱	۰/۸۰	۰/۳۵	۱/۶	۳/۸
استقلال هیأت مدیره	۰/۶۳	۰/۶	۰/۲۴	۱	۰	۱/۰۰۲	۲/۷
اندازه حسابرسی	۰/۳۲	۰	۰/۴۶	۱	۰	۰/۷۷	۱/۶
حق الزحمه حسابرسی	۱۷/۴۳	۱۷/۳۹	۰/۲۱	۱۸/۰۹	۱۶/۸۶	۰/۶۶	۱/۵۹
تخصص صنعت حسابرس	۰/۶۶	۱	۰/۴۷	۱	۰	۰/۶۹	۱/۳۹
اندازه شرکت	۱۴/۱۲	۱۳/۸۳	۱/۶۹	۱۹/۳	۹/۴۱	۰/۷	۱/۶
ارزش بازار به ارزش دفتری	۱/۰۷	۱/۰۲	۰/۱۷	۳/۱۴	۰/۷۱	۱/۵	۳/۹
اهرم مالی	۰/۵۵	۰/۵۷	۰/۱۹	۰/۸۸	۰/۱	۱/۴	۳/۸
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۲۹	۰/۲۷	۰/۳۶	۲/۹	-۱/۸	۱/۱	۲/۸
مدیریت سود	۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	۰/۰۲	۰/۱۹	-۰/۵۹	۱/۷	۲/۶
گردش معاملات سهام	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۸	۰/۱۵	۰/۰۰۰۱	۱/۷	۲/۶
چولگی	۰/۳۱	۱/۰۰۱۸	۲/۷	۳/۹	-۵/۹۹	۰/۶۴	۱/۳۹
نوسان پذیری بازده سهام	۰/۱۵	۰/۱۰۹	۰/۱۶	۱/۰۱	۰/۰۰۱	۱/۹	۳/۹
کشیدگی	-۰/۲۷	-۰/۴۹	۱/۲۴	۱/۷	-۱/۷۳	۰/۲۸	۰/۲۷
بازده سهام	۰/۵۴	۰/۶۳	۰/۳۶	۲/۵	-۰/۸۵	۱/۲	۲/۸

ماخذ: یافته‌های تحقیق

فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۱۷

بر اساس اطلاعات جدول ۱، همه متغیرها کشیدگی مثبت دارند، یعنی نسبت به نمودار نرمال باریک تر و توزیع از توزیع نرمال کشیده تر و بلندتر هستند. متغیر اندازه شرکت دارای انحراف معیار ۱/۶۹ می باشد که نسبت پراکندگی بیش از حد داده‌ها را نشان می دهد. حداقل و حداکثر متغیر تمرکز مالکیت در بعضی موارد ۱۰۰ و در برخی موارد به صفر درصد تغییر رسیده است. این مطلب نشان دهنده تغییر کم و زیاد در تغییرات تمرکز مالکیت در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. متغیر ریسک سقوط قیمت سهام چولگی برابر ۱/۱۴ را دارد، یعنی چولگی به سمت راست دارد یا به عبارتی اکثر داده‌ها از میانگین کمترند و کشیدگی آن برابر ۳/۲۵ می باشد که نشان دهنده این موضوع می باشد که توزیع داده از توزیع نرمال بیشتر است.

تحلیل پیش فرض های رگرسیون

اعتبار مدل های رگرسیونی، از طریق پیش فرض های اساسی رگرسیون سنجیده می شود. این پیش فرض ها و نتایج آن ها برای مدل های تحقیق به صورت زیر می باشند.

بررسی نرمال بودن و مانایی متغیرها

جهت بررسی نرمال بودن متغیرها از آزمون جارک-برا و برای جلوگیری از انجام رگرسیون های کاذب در تحقیق، پس از بررسی مانایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو (۲۰۰۲) استفاده نموده ایم. نتایج حاصل از آزمون آماری فوق در جدول ۲ آمده است.

جدول ۲- نتایج آزمون نرمال بودن متغیرها و آزمون ریشه واحد داده های پانلی

آزمون لوین، لین و چاو		آزمون جارک-برا	متغیرها
معناداری	آماره آزمون		
۰/۰۰۰	۶/۴۳	۰/۲۱	ریسک سقوط قیمت سهام
۰/۰۰۰	۶/۱۷	۰/۳۵	تمرکز مالکیت
۰/۰۰۰	۷/۱۱	۰/۲۳	استقلال هیأت مدیره
۰/۰۰۰	۷/۳۸	۰/۱۴	اندازه حسابرسی
۰/۰۰۰	۷/۲۵	۰/۱۳	حق الزحمه حسابرسی

۱۸ / بررسی تأثیر ساز و کارهای ماکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام

ادامه جدول ۲- نتایج آزمون نرمال بودن متغیرها و آزمون ریشه واحد داده‌های پانلی

آزمون لوین، لین و چاو		آزمون جارک-برا	متغیرها
سطح معناداری	آماره آزمون		
۰/۰۰۰	۶/۳۸	۰/۱۱	تخصص صنعت حسابرس
۰/۰۰۰	۶/۴۲	۰/۲۱	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۷/۱۱	۰/۳۵	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۰۰۰	۶/۷۱	۰/۴۲	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۶/۲۹	۰/۴۸	بازده حقوق صاحبان سهام
۰/۰۰۰	۶/۴۳	۰/۰۷	مدیریت سود
۰/۰۰۰	۶/۲۹	۰/۱۱	گردش معاملات سهام
۰/۰۰۰	۶/۴۳	۰/۱۴	چولگی
۰/۰۰۰	۶/۳۳	۰/۱۶	نوسان پذیری بازده سهام
۰/۰۰۰	۶/۵۴	۰/۲۷	کشیدگی
۰/۰۰۰	۶/۱۱	۰/۷۳	بازده سهام

ماخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج جدول ۲ نشان‌دهنده این است که سطح معناداری آزمون جارک- برا برای تمامی متغیرها بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا داده‌های تمامی متغیرها نرمال می‌باشند. همچنین در سطح معنی‌داری ۰/۰۵، آزمون ریشه واحد صورت گرفته در حالت سطح با نوع عرض از مبدا و روند، بیان‌کننده این موضوع است که برای تمامی متغیرهای تحقیق آماره آزمون لوین، لین و چاو، مقادیر سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ دارد که در نتیجه در سطح معناداری ۰/۰۵ فرضیه صفر رد شده و متغیرها دارای ریشه واحد نمی‌باشند.

آزمون F لیمر

برای انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر استفاده شد.

جدول ۳- نتایج آزمون F لیمر

شرح	آماره F	p-value	نتیجه آزمون	روش
مدل کلی	۱/۲۵	۰/۰۰۰	H ₀ رد می‌شود.	ترکیبی (تابلویی)

ماخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون F لیمر بیانگر این است که با توجه به سطح معناداری به دست آمده که از ۰/۰۵ کمتر است، فرض صفر مبنی بر وجود داده‌های تلفیقی، رد می‌شود.

آزمون هاسمن (انتخاب بین تأثیرات ثابت و تصادفی)

فرض صفر و فرض مقابل برای آزمون هاسمن به شرح زیر می‌باشد.

جدول ۴- انتخاب روش اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی

شرح	آماره F	p-value	نتیجه آزمون	روش
مدل کلی	۱/۱۸	۰/۲۵	H ₀ رد می‌شود.	اثرات تصادفی

ماخذ: یافته‌های تحقیق

بررسی فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق در جدول ۵ نشان شده است.

جدول ۵- نتایج مدل رگرسیون و آزمون فرضیه‌های پژوهش

نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۹/۵۸	۰/۸۲	۱۱/۵۸	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	-۰/۸۵	۰/۰۲	-۴۱/۱۲	۰/۰۰۰
استقلال هیأت مدیره	-۲/۵۸	۰/۱۸	-۱۴/۱۷	۰/۰۰۰
اندازه حسابرسی	-۰/۵۴	۰/۰۴	-۱۲/۱۵	۰/۰۰۰
حق الزحمه حسابرسی	-۰/۱۲	۰/۰۵	-۲/۲۲	۰/۰۲۶
تخصص صنعت حسابرس	-۰/۵۰۷	۰/۱۱	-۴/۴۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۵/۹۸	۰/۷۷	۷/۷۱	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به دفتری	-۰/۰۹	۰/۰۰۹	-۹/۳۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۶۶	۰/۰۹	۷/۰۹	۰/۰۰۰

۲۰ / بررسی تأثیر ساز و کارهای ماکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام

ادامه جدول ۵- نتایج مدل رگرسیون و آزمون فرضیه‌های پژوهش

نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
بازده حقوق صاحبان سهام	-۱۷/۰۲	۵/۹۷	-۲/۸۵	۰/۰۰۴۵
مدیریت سود	۵/۰۹	۱/۷۱	۲/۹۷	۰/۰۰۳۱
گردش معاملات سهام	-۱/۴۹	۰/۳۵	-۴/۲۵	۰/۰۰۰
چولگی	۵/۲۳	۰/۸۱	۶/۴۳	۰/۰۰۰
نوسان پذیری بازده سهام	۰/۰۷	۰/۰۱	۴/۹۲	۰/۰۰۰
کشیدگی	۰/۵۴	۰/۰۴	۱۲/۲۶	۰/۰۰۰
بازده سهام	۰/۱۳	۰/۰۵	۲/۴۸	۰/۰۱۳
آماره f	p-value	دوربین واتسون	R^2	R^2
۶۸/۵۴	۰/۰۰۰	۲/۱۴	۰/۵۵	۰/۵۴

ماخذ: یافته‌های تحقیق

آماره دوربین واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد که نشان می‌دهد خطاها نسبت به یکدیگر دارای استقلال هستند. بنابراین مشکل همخطی جدی در استفاده از رگرسیون وجود نخواهد داشت و در مجموع استفاده از تحلیل رگرسیون بلامانع است. فاصله بین R^2 و R^2 تعدیل شده، ۰/۰۱ می‌باشد. این مقدار نشان می‌دهد که خارج نمودن برخی متغیرهای کنترلی از مدل تأثیر چندانی بر قدرت توضیح دهنده مدل نخواهد گذاشت. یعنی ۵۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل، قابل توضیح است. همچنین سطح معناداری آماره F برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد که نشان‌دهنده این موضوع می‌باشد که مدل معنادار می‌باشد. با توجه به سطح معناداری متغیر تمرکز مالکیت که برابر ۰/۰۰۰ بوده و کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. یعنی به ازای یک واحد افزایش در تمرکز مالکیت، ریسک سقوط قیمت ۰/۸۵ واحد کاهش پیدا می‌کند. با توجه به سطح معناداری متغیر استقلال هیأت مدیره که برابر ۰/۰۰۰ بوده و کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. یعنی به ازای یک واحد افزایش در استقلال هیأت مدیره، ریسک سقوط قیمت ۲/۵۸ واحد کاهش پیدا می‌کند. همچنین با توجه به سطح معناداری متغیر اندازه حسابرسی که برابر ۰/۰۰۰ بوده و کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود. یعنی به ازای یک واحد افزایش در اندازه حسابرسی، ریسک سقوط قیمت ۰/۵۴ واحد کاهش پیدا می‌کند. با توجه به سطح معناداری

فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت..... / ۲۱

متغیر حق الزحمه حسابرسی که برابر $0/0263$ بوده و کمتر از $0/05$ می‌باشد، بیانگر رابطه منفی و معنادار حق الزحمه حسابرسی با ریسک سقوط قیمت، تأیید می‌شود. یعنی به ازای یک واحد افزایش در حق الزحمه حسابرسی، ریسک سقوط قیمت $0/12$ واحد کاهش پیدا می‌کند. با توجه به سطح معناداری متغیر تخصص صنعت حسابرس که برابر $0/000$ بوده و کمتر از $0/05$ می‌باشد، بیانگر رابطه منفی و معنادار تخصص صنعت حسابرس با ریسک سقوط قیمت، تأیید می‌شود. یعنی به ازای یک واحد افزایش در تخصص صنعت حسابرس، ریسک سقوط قیمت $0/5$ واحد کاهش پیدا می‌کند.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر ساختار مالکیت، ساختار هیأت مدیره و کیفیت حسابرسی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. مالکیت متمرکز نیاز به کنترل و نظارت مدیریت را کاهش می‌دهد، چرا که سهامداران فعال عمده هم انگیزه و هم توانایی مسئول دانستن مدیریت را دارند. مالکیت متمرکز منافع سهامداران اصلی و اقلیت را از هم تفکیک می‌کند. هرچند که به‌طور کلی، ادبیات موضوع نشان می‌دهد که گروه مالک قدرتمند و کارآمد می‌تواند رفتار مدیریت را کنترل نماید. در نتیجه، ساختار مالکیتی کارآمد که توسط گروه مالک فعال و متمرکز نشان داده شده رابطه منفی با ریسک سقوط ارزش سهام دارد. مطالعات زیادی که مالکیت را به عنوان مکانیزمی برای حل مشکل نمایندگی تحلیل کرده‌اند، مبتنی بر تمرکز مالکیت بوده‌اند. تمرکز مالکیت، علاوه بر حل مشکل سواری مجانی، تضاد منافع بین مدیر و مالک را کاهش می‌دهد. همچنین، تعارض بین سهامداران اقلیت و اکثریت را تشدید می‌کند. زیرا سهامداران اکثریت تمایل دارند منافع سهامداران اقلیت را سلب کنند. در نتیجه، ارزش شرکت با تمرکز مالکیت در سطوح پایین افزایش و با تمرکز مالکیت در سطوح بالا کاهش می‌یابد. اگر تمرکز مالکیت با سطح بالا در شرکت وجود داشته باشد (که در آن رابطه بین مالکیت و ارزش شرکت مثبت است)، در چنین محیطی مالکان اصلی در آنقدر سهام دارند که بتوانند بر تصمیمات شرکت تأثیر بگذارند و بنابراین به مشارکت در اداره امور شرکت علاقه‌مندند، در هیأت مدیره نقش مدیر دارند و می‌توانند سلب مالکیت کنند. بنابراین سهامدار اصلی نیز که برای به دست آوردن منافع شخصی خود

۲۲ / بررسی تأثیر ساز و کارهای ماکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام

کار می‌کند و انگیزه‌های او برای انجام کار به اندازه سهامش در کسب و کار وابسته است. سطوح پایین‌تر مالکیت در یک چارچوب بسیار متمرکز مشابه سطوح بالاتر مالکیت در چارچوب پراکنده است (که در آن رابطه بین مالکیت و ارزش شرکت منفی است). اما وقتی مالکیت سهامدار اصلی بسیار بالا باشد، انگیزه او برای سلب مالکیت به دلیل ضرری که به ارزش شرکت وارد می‌کند، از بین می‌رود. زیرا ضرر سلب مالکیت بیشتر از منافع شخصی است که او می‌تواند به دست آورد. در مالکیت متمرکز، که ویژگی آن سطح بالای تمرکز است، مالک اصلی کنترل موثری بر شرکت دارد و با سهامدار دوم کنترل نمی‌شود. نتایج این پژوهش با نتایج یئونگ و لنتو (۲۰۱۸)، چن و کولجیوس (۲۰۱۷)، کارامانوس و وافیس (۲۰۰۵)؛ کلین (۲۰۰۲)، ماسولیس، وانگ و ژی (۲۰۰۷)، ژی، داویدسون و دادالت (۲۰۰۳) همخوانی دارد.

نتایج حاصل از فرضیه دوم حاکی از آن بود که استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. هیأت مدیره دنباله مالکان شرکت محسوب شده که وظیفه‌اش کنترل مدیریت جهت حفظ منافع سهامداران است. طبق دیدگاه نمایندگی هیأت مدیره‌ها باید توسط رئیس مستقل اداره شوند، اما مطالعات تجربی به صورت ترکیبی از این دیدگاه پشتیبانی می‌کنند. هیأت مدیره در دیدگاه وابستگی منابع باید مهارت‌های مختلفی داشته باشد تا در روبرو شدن با عدم قطعیت‌های عملیاتی موفق شود. ادبیات موضوع صرف نظر از دیدگاه‌های مذکور، عنوان می‌کند که یک هیأت مدیره با کارکرد درست باید ریسک‌های نمایندگی را کاهش دهد که رابطه منفی با ریسک سقوط دارند. در مجموع یک هیأت مدیره موثر و کارآمد متشکل از مدیران مستقل، رابطه منفی با ریسک سقوط قیمت سهام داشته باشد. نظریه و شواهد نشان می‌دهند که مدیران مستقل، نقش نظارتی هیأت مدیره را بهبود می‌بخشند. حتی قانون‌گذاران و تنظیم‌کنندگان، استقلال هیأت مدیره را به عنوان یکی از ویژگی‌های کلیدی هیأت مدیره با توانایی نظارتی بالا در نظر می‌گیرند. بنابراین هدف اصلی نظارت، بررسی و ارزیابی استعداد مدیر عامل و استفاده از اطلاعات برای تصمیم‌گیری درباره جایگزین کردن او است. از آنجا که بین هیأت مدیران و مدیرعامل یک رابطه پویا وجود دارد، ما استدلال می‌کنیم که یک مدل پویا بهتر می‌تواند اثر عملکرد بر این تعامل بین مدیرعامل و مدیران خارجی را به دست دهد. نتایج این پژوهش با نتایج یئونگ و لنتو (۲۰۱۸)، کلین (۲۰۰۲)، شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷)، بوید (۱۹۹۰)، هیلمان و کولجیوس (۲۰۰۰) و کیم و ژانگ (۲۰۱۶) مطابقت دارد.

نتایج حاصل از فرضیه سوم نشان داد که کیفیت حسابرسی تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. حسابرسان بیرونی با تشخیص مصادره و سلب مالکیت توسط داخلی‌ها به اجرای حقوق سرمایه‌گذاران کمک می‌کنند و باید با اعلام اعتبار صورت‌های مالی به مدیریت کمک کنند و حسابرسی‌های با کیفیت از روش‌های حسابداری پیچیده جلوگیری کرده، اخبار بد را در نزدیک‌ترین زمان ممکن افشا می‌کنند، و خطاها و اختلالات را شناسایی می‌کنند. به‌طور کلی، ادبیات موضوع نشان می‌دهد که حسابرسی بیرونی باید کیفیت اطلاعات نامطلوب را افشا کند. در حالی که همزمان توانایی مدیریت در افشای اطلاعات مطلوب غیر قابل اثبات را محدود می‌کند. در نتیجه، پیش‌بینی می‌شود که حسابرسی با کیفیت رابطه منفی با ریسک سقوط قیمت سهام دارد. در نتیجه الزام وجود کمیته حسابرسی به عنوان جزئی از ساختار حاکمیت شرکتی و نقش آن به عنوان ابزاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های ایرانی موضوع بحث برانگیزی است. زمانی که انعطاف‌پذیری در رویه‌های حسابداری کاهش می‌یابد، شرکت‌ها به مدیریت واقعی سود روی می‌آورند. یک رویکرد برای کاهش انعطاف‌پذیری اقلام حسابداری، استخدام حسابرس است. نتایج تحقیقات نشان می‌دهد که حسابرسان با کیفیت بالا در محدود کردن اقلام تعهدی اختیاری موفق‌تر هستند، به عنوان مثال آن‌ها انعطاف‌پذیری مدیران در دستکاری اقلام حسابداری را کاهش می‌دهند. در نتیجه کیفیت بالای حسابرسی می‌تواند با سطوح بالای مدیریت واقعی سود بین شرکت‌هایی که انگیزه‌ای برای مدیریت سود دارند، مرتبط باشد. فرایند حسابرسی یکی از رویکردهای مهم در کاهش تضادهای نمایندگی و رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در دستکاری اقلام صورت‌های مالی محسوب می‌شود. کمیته حسابرسی باید مستقل از مدیریت باشد تا قادر به اجرای پایش موثر باشد. در این رابطه، محققین نشان داده‌اند که یکی از شرایطی که مرتبط با تعیین تصمیم کمیته حسابرسی برای حفظ سازمان حسابرسی‌شان در برابر مدیریت است، استقلال اعضا از کمیته حسابرسی‌شان است. علاوه بر این، محققین دریافته‌اند که استقلال کمیته حسابرسی احتمال زیادی دارد که موقعیت حسابرس بیرونی را تحت تأثیر قرار دهد. نتایج این پژوهش با نتایج یئونگ و لتو (۲۰۱۸)، کریشان (۲۰۰۳) و نیومن، پاترسون و اسمیت (۲۰۰۵) همخوانی دارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ها، پیشنهاد می‌گردد که شرکت‌ها در تعیین میزان مالکیت خود به سهامداران دقت نمایند. توصیه می‌شود شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت بالایی دارند از سهامداران عمده در ساختار مالکیت خود استفاده نمایند. سهامداران عمده بیرونی میزان کفایت و شایستگی

۲۴ / بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام

نظارت شرکتی شرکت‌ها را مشخص نموده و بر ریسک گزارش اطلاعاتی گمراه‌کننده مدیران تأثیر می‌گذارند. این امر باعث افزایش حاکمیت شرکتی و افزایش کیفیت حسابرسی و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود. همچنین، پیشنهاد می‌گردد با توجه به اهمیت نقش مدیران غی موظف در تقویت اثربخشی عملکرد هیأت مدیره، توجه بیشتری به این مهم شود و با ارائه راه‌کارهایی نقش مدیران غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره تقویت گردد. مواردی چون عضویت طولانی مدت مدیران غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره ممکن است استقلال آن‌ها را خدشه‌دار و اثربخشی آن‌ها را کاهش دهد. و عضویت همزمان در هیأت مدیره چندین شرکت، عملکرد مطلوب مدیران غیرموظف را تحت الشعاع قرار دهد و در نهایت، پیشنهاد می‌گردد که شرکت‌ها کیفیت حسابرسی خود را از طریق حسابرسان سازمان و متخصصان صنعت، ساختار هیأت مدیره کارا و کمیته‌های حسابرسی داخلی شرکت و رعایت آئین نامه حاکمیت شرکتی یا حاکمیت شرکتی افزایش دهند. این امر باعث افزایش ارزش شرکت و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود.

- Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, & J., Louca, C. (۲۰۱۵). Corporate governance and firm specific stock price crashes. *European Financial Management*, 22, ۹۱۶-۹۵۶.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D., & LaFond, R. (۲۰۰۶). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, ۴۲, ۲۰۳-۲۴۳.
- Bahmani, M., & Nezami taheri, S. (۲۰۱۹). Investigating the effects of profit smoothing on risk reduction Falling stock prices on the Tehran Stock Exchange Using maximization and minimization approaches, *Karafan Quarterly Scientific Journal*, ۱۶ (۲), ۲۵۳-۲۷۴. (Persian)
- Ball, R., Jayaraman, S., & Shivakumar, L. (۲۰۱۲). Audited financial reporting & voluntary disclosure as complements: A test of the confirmation hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 53, ۱۳۶-۱۶۶.
- Bleck, A., Liu, X. (۲۰۰۷). Market transparency and the accounting regime. *Journal of Accounting Research*, 45, ۲۲۹-۲۵۶.
- Boyd, B. (۱۹۹۰). Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model. *Strategic Management Journal*, 11, ۴۱۹-۴۳۰.
- Callen, J. L., & Fang, X. (۲۰۱۱). Institutional investors and crashes: Monitoring or expropriation? *Journal of Banking and Finance*, 43, ۱-۱۳.
- Chen, J., Chan, kam., Dong, Wang., & Zhang, F. (۲۰۱۶). Internal Control and Stock Price Crash Risk: Evidence from China, *European Accounting Review*, ۲۶ (۱), ۱-۲۸
- Hillman, A., Cannella, A., & Paetzold, R. (۲۰۰۲). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37, ۲۳۵-۲۵۶.
- Hotton, A.P., Marc s, A.J., & Tehranian, H. (۲۰۰۹). Opaque Financial Reports, R۲, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*. ۹۴, ۶۷-۸۶.
- Jensen, M. (۲۰۰۴). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *Journal of American Economic Review*. ۷۶, ۳۲۳-۳۲۹.
- Gerald j, I. Kiridaran, K. Dennis, W. ۲۰۰۶, Corporate governance quality & market liquidity around quarterly earnings announcements.
- Kashi, H. (۲۰۲۰). The Investigating the relationship between CEO power and the risk of stock price falls with emphasis on the moderating role of ownership structure and female managers on the board. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, ۳۲, ۱۱۸-۱۳۹. (Persian)
- Kim, J. B. Zhang, L. (۲۰۱۴). Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence. *Journal of Contemporary Accounting Research*, ۳۳(۱), ۴۱۲-۴۴۱.

- Koshan, A., Zeynali, M., & Shamlo, N. (۲۰۱۷). The Investigating the interactive role of corporate governance on the relationship between stock price synchronization & stock price risk in companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Fourth National Conference on Accounting*. (Persian)
- Kothari, S.P., Shu, S. & Wysocki, P.D. (۲۰۰۹). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*. ۴۷ (۱), ۲۴۱-۲۷۶.
- Krishnan, G. V. (۲۰۰۳). Audit Quality and the Pricing of Discretionary Accrual *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, ۲۲, ۱۰۹-۱۲۶.
- Kyeongmin, J. (۲۰۱۹). Corporate Governance and Stock Price Crash Risk. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. ۲۳ (۴), ISSN: ۱۰۹۶-۳۶۸۵; Online ISSN: ۱۵۲۸-۲۶۳۵.
- Masoumi, R., Neshagaran, M. (۲۰۲۲). Investigating the effect of corporate governance and corporate social responsibility on the risk of falling stock prices of companies. *Journal of Research and Studies of Islamic Sciences*, ۳(۲۴), ۷۳-۸۵. (Persian)
- Newman, D. P., Patterson, E. R., & Smith, J. R. (۲۰۰۵). The role of auditing in investor protection. *Accounting Review*, 80, ۲۸۹-۳۱۳.
- Panayiotis, C. A., Constantinou, A., Joanne, & H. L. Christodoulos. (۲۰۱۶). Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes, ۲۲(۵), ۹۱۶-۹۵۶.
- Sedigheh, R. (۲۰۱۱). The Relationship between board structure and accounting profit information content. *Empirical studies of financial accounting Journal*. ۳۷(۱۱), ۹۹-۱۲۵. (Persian)
- Tanaee, M., Sedeghi, A., & Amiri, A. (۲۰۱۵). The Investigating the role of some corporate governance mechanisms in reducing the risk of falling stock prices of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Science*, ۴(۱۱), ۳۱-۵۰. (Persian)
- Vadeie noghabe, M., & Rostami, A. (۲۰۱۴). The Investigating the effect of institutional ownership on the risk of future stock price falls in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting*. ۲۳(۶), ۴۳-۶۶. (Persian)
- Yeung, W. H., & Lento, C. (۲۰۱۸). Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China. *global financial journal*. ۳۷, ۱-۲۴.

Investigating the effect of corporate governance mechanisms on the stock price crash risk

Fahimeh Safi Khani^۱, Elmira Mohammad Khanloo^۲ and Behbood Malek Mohammadi^۳

Abstract

The purpose of this study is to investigate the effect of corporate governance mechanisms on the risk of falling stock prices of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Corporate governance mechanisms include ownership structure, board structure and audit quality. the dependent variable of this research is the price crash risk and independent variables including: Ownership concentration , Independence of the board and Audit quality (size of audit, audit fees , Auditor's industry expertise). This research is based on applied purpose and in terms of nature, descriptive and correlational. In this research, regression analysis (OLS) has been used. The statistical population of this research is all companies accepted in Tehran Stock Exchange between ۲۰۱۶ and ۲۰۲۰. Finally, the multivariate regression method has been used using hybrid data. The results of the first hypothesis showed that ownership concentration has a significant effect on the price crash risk. The findings of the second hypothesis indicate that the independence of the board has a significant effect on the price crash risk. The results of the third hypothesis showed that audit quality has a significant effect on the price crash risk.

Key words: ownership structure, board structure, audit quality, stock price crash risk

^۱Corresponding Author, Assistant Professor of Accounting, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran. Email Address: Safikhani۹۰@yahoo.com.

^۲ Phd. Student of Accounting, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran.

^۳ M.Sc. of Accounting, Hidaj Branch, Islamic Azad University, Zanjan, Iran.

