

## بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

جواد طوفانی چهارده

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، شهر قدس، ایران. (نویسنده مسئول).  
v13690320@gmail.com

کیانا سادات محمدی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، شهر قدس، ایران.  
sajadhesabdar@gmail.com

### چکیده

پدیده سقوط قیمت سهام که باعث کاهش شدید بازده می‌گردد، در قیاس با جهش بیشتر مورد توجه محققان قرار گرفته است همچنین موقعیت مدیرعامل بعنوان یک منبع قدرت به حساب می‌آید و متصدی اصلی راهبرد نوآوری کمپانی و بعنوان رهبر در بوجود آوردن ارزش برای سهامداران به حساب می‌آیند از این رو هدف این تحقیق بررسی این موضوع است که آیا قدرت مدیرعامل بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد یا نه؟ جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ و با استفاده از اطلاعات ۱۲۹ شرکت و روش رگرسیون خطی چند متغیره به آزمون فرضیه پرداخته شد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه مشخص گردید که قدرت مدیرعامل بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

**واژگان کلیدی:** قدرت مدیرعامل، خطر سقوط قیمت سهام، قدرت ساختاری.

### مقدمه

هدف کلیدی سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در سهام کمپانی‌ها بدست آوردن سود است که این امر بوسیله‌ی شناسایی قیمت درستی از بازار سهام به دست می‌آید، اما گاهی شناسایی قیمت صحیح کمپانی‌ها بدون توجه به روندهای بازار، کمکی به بدست آوردن سود برای سهامداران نمی‌کند. بازارها عموماً روندهای گوناگونی به خود می‌گیرند، از رسیدن به بالاترین قیمت در حباب قیمتی تا رسیدن به کف قیمت.

بعضی اوقات در بازار شاهدیم که قیمت سهام تعدادی از کمپانی‌ها ناگهان به زیر قیمت حقیقی آن‌ها می‌رسد و سهامداران بدون شناخت، سهام را در صف فروش قرار می‌دهند. مدیران بوسیله‌ی پنهان کردن اخبار بد موجب تجمع آنجا شده و موقعی که این تجمع به نقطه‌ی اوج می‌رسد حجم فراوانی از اطلاعات منفی در بازار پخش و باعث کاهش فوری در قیمت سهام یا همان خطر سقوط قیمت سهام می‌گردد.

مدیران جهت نگهداری سمت و اعتبار خود، جهت افشا نکردن اطلاعات و اخبار منفی انگیزه دارند. هنگامی که اطلاعات منفی به یکباره وارد بازار می‌گردد، به افت شدید یا سقوط آتی قیمت سهام منجر می‌شود. قابلیت‌ها و فرصت‌های مدیران بمنظور انباشت و افشا نکردن اخبار منفی به شکل مذکور، به هزینه‌ها و منافع آن‌ها وابسته است (کیم و ژانگ،

۲۰۱۰). خیلی از محققان معتقدند که سقوط قیمت سهام از مدیریت اطلاعات داخلی آن نشأت می گیرد (کوتاری و همکاران، ۲۰۱۰).

از سوی دیگر مدیران عامل نه تنها قدرت مطلق در تصمیم گیری عملیات شرکت را دارند بلکه قدرت قابل توجه و تأثیرگذار در تصمیمات استراتژیک شرکت را دارند. بنابر این مدیران رده بالا بخصوص مدیران عامل در سطوح بالای ساختار سازمانی ایستاده اند که قدرت تصمیم گیری آنان به وضوح اثرات قابل توجهی در عملیات شرکت را دارد (ووشیتونگ، ۲۰۱۰).

هرچه مدیر عامل تعداد سال های بیشتری در سمت مدیریت باشد، تأثیرگذاری او بر عملیات شرکت بیشتر بوده و با توجه به موقعیت راهبردی خود، کنترل بیشتری بر تصمیمات حاکمیت شرکتی دارد (والنتی و همکاران، ۲۰۱۱). در مواردی که مدیر عامل دارای قدرت بالا باشد، دارای اثرگذاری بیشتری بر تصمیم گیری هاست. بنابراین تصمیم نهایی بیشتر به صلاحدید و رأی مدیر عامل نزدیک است و نتیجه ای برخاسته از رأی گروهی از مدیران ارشد تلقی نمی گردد (آلمیدا و آدامز، ۲۰۰۵).

مقوله ی دگرگونی یکباره ی قیمت سهام در خلال سالیان اخیر، توجه خیلی از محققان و افراد حرفه ای را به خود معطوف نموده است. این تغییرات، به ۲ شکل سقوط و جهش قیمت سهام به وقوع می پیوندد. با توجه به اهمیتی که سرمایه گذاران برای بازده سهام خود قائل می باشند، پدیده ی سقوط قیمت سهام که باعث کاهش شدید بازده می گردد، در قیاس با جهش بیشتر مورد توجه محققان قرار گرفته است. موقعیت مدیر عامل بعنوان یک منبع قدرت به حساب می آید و متصدی اصلی راهبرد نوآوری کمپانی و بعنوان رهبر در بوجود آوردن ارزش برای سهامداران به حساب می آید. هر مقدار درصد مالکیت مدیر عامل در واحد کسب و کار بیشتر باشد، تمایل به افزایش منافع شخصی به هزینه ی سهامداران خرد در مدیران عامل افزایش پیدا می کند.

بر این اساس می توان گفت هر مقدار درصد مالکیت سهام مدیر عامل در کمپانی بیشتر باشد، نشان دهنده ی قدرت بیشتر او در کمپانی است. افزون بر این، هر مقدار درصد مالکیت مدیر عامل در کمپانی بیشتر باشد، اثرگذاری او بر عملیات کمپانی بیشتر بوده و با توجه به موقعیت استراتژیک خود بر تصمیم گیری های حاکمیتی کنترل بیشتری دارند (توانگر حمزه کلایی و اسکافی اصل، ۱۳۹۷).

بر طبق تئوری نمایندگی، جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) معتقدند که افزایش قدرت مدیر عامل، به طور حتمی پدیده ای با وجود این که قدرت مدیر عامل و ارتباط آن با خطر سقوط قیمت سهام اهمیت بسیاری دارد حوزه و در این زمینه مطالعات اندکی صورت گرفته؛ از این رو لازم است در خصوص قدرت مدیر عامل و ارتباط آن با خطر سقوط قیمت سهام در گام نخست آگاهی کافی حاصل شود و بر اساس اطلاعات حاصله، اقدامات لازم انجام پذیرد به این علت این پژوهش به دنبال این می باشد تا وضعیت قدرت مدیر عامل را در کمپانی های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده و ارتباط آن را با خطر سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار دهد. از این رو با توجه به نکات مطروحه، بررسی وضعیت قدرت مدیر عامل کمپانی جامعه آماری ذکر شده و ارتباط آن با خطر سقوط قیمت سهام ضرورت پیدا می کند. در این پژوهش، این موضوع بررسی می شود که آیا اثر قدرت مدیر عامل بر ریسک سقوط قیمت سهام اهمیت دارد.

استدلال ما بر این حقیقت می باشد که ساختار و منابع قدرت مدیران به دلیل تأثیر مستقیم بر فعالیت های سازمان و کارکنان از اهمیت خاصی برخوردار است، زیرا مدیران میتوانند با بکارگیری مناسب از ابزار و منابع قدرت، زمینه رشد خلاقیت و کارآفرینی در کارکنان فراهم آورند. مطالعه حاضر، به وسعت اطلاعات پژوهشی می افزاید. در این تحقیق بطور دقیق به بیان ارتباطات موجود بین قدرت مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام پرداخته شده است و با نگاه به آنچه

میتواند این ارتباطات را دستخوش تغییر کند، موشکافانه به تحلیل این عوامل پرداخته شده است. این تحقیق در پی بررسی همبستگی میان قدرت مدیر عامل و خطر سقوط قیمت سهام می باشد. در حقیقت با آزمون پارامتر قدرت مدیرعامل، قصد داریم اثر آن را بر خطر سقوط قیمت سهام بررسی نموده و مشخص نماییم قدرت مدیر عامل چه اثری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. پژوهش‌های فراوانی در زمینه ی ساختار مالکیت در ایران انجام شده ولی با توجه به وجود خلاء در حوزه ی بررسی قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام، انجام چنین پژوهشی ضروری به نظر می رسد. افزون بر این با توجه به اینکه طی سالیان اخیر توجه به مقوله ی ساختار مالکیت گسترش یافته، در نتیجه شواهد این تحقیق می‌تواند دیدگاه نوینی در حوزه ی ساز و کارهای راهبری شرکتی ارائه دهد. با توجه به مطالب گفته شده سوال پژوهش به این شکل مطرح می شود که تا چه اندازه بین قدرت مدیر عامل و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد؟

### پیشینه تحقیق

حسینی و کاشفی (۱۴۰۰) در تحقیقی به بررسی تاثیر توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی تاثیر کارایی سرمایه‌گذاری بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش پانل دیتا برای بازه زمانی ۱۳۹۷-۱۳۹۰ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که توانایی مدیریتی اثر مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد به طوری که اگر توانایی مدیریتی یک واحد افزایش یابد کارایی سرمایه‌گذاری ۰/۰۰۵ واحد افزایش می‌یابد؛ ریسک سقوط قیمت سهام معیار اول سال قبل و کارایی سرمایه‌گذاری اثر منفی بر خطر سقوط سهام دارد به طوری که اگر ریسک سقوط قیمت سهام معیار اول سال قبل و کارایی سرمایه‌گذاری یک واحد افزایش یابد خطر سقوط سهام به ترتیب ۰/۰۸ و ۱/۵۴ واحد کاهش می‌یابد؛ ریسک سقوط قیمت سهام معیار دوم سال قبل و کارایی سرمایه‌گذاری اثر منفی معنادار بر خطر سقوط سهام دارد به طوری که اگر ریسک سقوط قیمت سهام معیار دوم سال قبل و کارایی سرمایه‌گذاری یک واحد افزایش یابد خطر سقوط سهام به ترتیب ۰/۰۷ و ۱/۸۱ واحد کاهش می‌یابد.

آزادی و همکاران (۱۴۰۰) در تحقیقی اثر خوانائی صورت‌های مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام و رفتار سهامداران را بررسی نمودند. جامعه آماری پژوهش حاضر، بورس تهران است. داده های مورد نیاز از پایگاه اطلاعاتی ره آورد نوین، سایت سازمان بورس و سامانه کدال استخراج شده است. بر اساس غربالگری صورت گرفته، ۸۸ واحد طی بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ انتخاب و مطالعه شدند. نتایج نشان میدهد بین خوانائی گزارشهای مالی با ریسک سقوط قیمت سهام و همچنین رفتار سهامداران، ارتباط معناداری وجود دارد. اما نتایج آزمون فرضیه سوم نشان داد که خوانایی تأثیر معنی داری بر رابطه بین ریسک نوسان قیمت سهام و رفتار سهامداران ندارد.

کاشی (۱۳۹۹) به بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. روش تحقیق حاضر با توجه به هدف، کاربردی و طرح آن از نوع شبه تجربی است و با استفاده از رویکرد پس رویدادی انجام می‌شود؛ و با توجه به روش پژوهش، بر اساس روش‌های توصیفی و همبستگی صورت گرفته است. جهت آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش حذف سیستماتیک، نمونه‌ای متشکل از ۱۳۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ انتخاب گردید و مدل رگرسیونی چند متغیره به روش داده‌های تلفیقی به کار برده شد و همچنین نرم‌افزار ایویوز ۱۰ برای تحلیل آماری استفاده شد. نتایج حاصل از تحقیق 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.

اصلانی مناره بازاری و همکاران (۱۳۹۹) به تحلیل رابطه غیرخطی قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه پرداختند. پژوهش حاضر رابطه غیرخطی قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ بر مبنای تئوری نمایندگی مورد بررسی قرار می‌دهد. شاخص قدرت مدیرعامل از روش تحلیل مؤلفه‌های اساسی ساخته شده است. سه بعد قدرت مدیرعامل (قدرت خبرگی، قدرت مالکیت و قدرت وضعیت) برای ساخت متغیر قدرت مدیرعامل در نظر گرفته شده‌اند. برای آزمون فرضیه پژوهش از رهیافت اقتصادسنجی پانل دیتا با اثرات ثابت و روش برآورد استوار استفاده شد. در نهایت مشاهده شد رابطه قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه به شکل U است و این دو متغیر یک رابطه غیرخطی با یکدیگر دارند.

نجاراف در سال (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان تنوع جنسیتی در هیئت‌مدیره و ریسک سقوط قیمت سهام انجام داد. یافته‌ها نشان داد میان تنوع جنسیتی در هیئت‌مدیره و ریسک سقوط قیمت سهام همبستگی معکوسی وجود دارد و این همبستگی معنادار هم می‌باشد.

قصونی و همکاران در سال (۱۳۹۸) پژوهشی را با عنوان همبستگی میان مدیریت سود و میزان اجتناب از مالیات با ریسک سقوط قیمت سهام با لحاظ کردن نقش قدرت مدیر عامل انجام دادند. یافته‌ها نشان داد که قدرت مدیر عامل اثر معناداری بر همبستگی میان مدیریت سود و ریسک سقوط قیمت سهام ندارد، در حالی که قدرت مدیر عامل کمپانی بر رابطه‌ی اجتناب از مالیات و ریسک سقوط قیمت سهام اثر معناداری دارد.

رحیمی و فروغی (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر مکانیزم‌های کنترلی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت پرداختند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون چندمتغیره بهره گرفته شده است. نمونه مورد مطالعه متشکل از ۱۲۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ است. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصول و حاکمیت شرکتی رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت را تقویت می‌کنند.

تقی زاده خانقاه و طالب نیا (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان تأثیر سررسید بدهی درخطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی انجام دادند. تحقیق حاضر با مطالعه جنبه‌ای از پیامدهای سررسید بدهی، تأثیر سررسید بدهی را درخطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌کند. در این راستا، تعداد ۱۲۰ شرکت برای دوره‌ی زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ بررسی شد. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از داده‌های تابلویی با نرم‌افزار آماری Eviews استفاده شده است. شواهد نشان داد شرکت‌هایی که بدهی‌های کوتاه‌مدت زیادی دارند، خطر سقوط سهام کمی خواهند داشت. این شواهد با این ادعا سازگار است که بدهی‌های کوتاه‌مدت، نقش نظارتی مؤثری در مدیریت دارد و ذخیره اخبار بد توسط مدیران را محدود می‌کند. نتایج نشان داد تأثیر منفی بدهی‌های کوتاه‌مدت درخطر سقوط قیمت سهام برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی زیاد، بیشتر است. به‌طورکلی، یافته‌ها نشان داد بدهی‌های کوتاه‌مدت نه تنها از منافع سهامداران محافظت می‌کند، ارزش سهامداران را نیز حفظ می‌کند.

محمد زاده سالطه و ابیضی (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان تأثیر محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام انجام دادند. به‌منظور اجرای این تحقیق، ۱۱۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ انتخاب شدند. از رویکرد داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده شده است. نتایج نشان داد که محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر مستقیم دارد. بدین معنا که محدودیت در تأمین مالی با ذخیره اخبار بد و درنهایت با سقوط قیمت سهام مرتبط است. همچنین

شرکت‌های نمونه به گروه شرکت‌های با اقلام تعهدی اختیاری بالا و پایین تقسیم شدند و در نهایت نتایج نشان داد که تأثیر مثبت محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌هایی که اقلام تعهدی اختیاری بالایی دارند شدیدتر است.

حسن‌زاده و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان تأثیر استراتژی متنوع سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر هزینه‌های نمایندگی انجام دادند. برای دستیابی به اهداف پژوهش، تعداد ۱۲۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۴ انتخاب گردید. برای بررسی استراتژی متنوع سازی شرکتی از دو شاخص هرفیندال - هریشمن و شاخص آنتروپی و برای اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام از دو شاخص ضریب منفی چولگی بازده ماهیانه سهام و نوسان بازده هفتگی خاص استفاده گردید. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج نشان داد که استراتژی متنوع سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین شرکت‌های مورد بررسی به دو گروه شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی بالا و پایین تقسیم شد و تأثیر استراتژی متنوع سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام در این شرکت‌ها به صورت جداگانه بررسی گردید. نتایج نشان داد که تأثیر مثبت استراتژی متنوع سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی بالا، شدید است.

جمشیدی در سال (۱۳۹۷) پژوهشی را با عنوان همبستگی ساختار مالکیت، کیفیت حسابرسی، ساختار هیئت مدیره و خطر سقوط قیمت سهام انجام داد. یافته‌ها نشان داد که تمرکز مالکیت و مالکیت مدیریتی اثر مثبت و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارند. همچنین استقلال اعضای هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل اثر معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام ندارند.

فروغی و قاسم زاد در سال (۱۳۹۶) پژوهشی با عنوان اثر اطمینان بیش از حد مدیریتی با ریسک سقوط قیمت سهام انجام دادند. یافته‌ها نشان داد که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر کلیه ی معیارهای ریسک سقوط قیمت سهام، اثر مثبت و معناداری دارد.

کائوو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) در تحقیقی به بررسی تاثیر نوسانات بازار بر روی خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های چینی پرداختند. برای این منظور با بررسی ۵۹۲ شرکت در بازه زمانی ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۸ به این نتیجه رسیدند که هر چه مقدار نوسانات در بازار به ویژه ریسک سیستماتیک بیشتر باشد خطر سقوط قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد.

شهاب و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) تحقیقی تحت عنوان قدرت مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام در چین: آیا ساختار و مالکیت و حضور مدیران زن در هیئت‌مدیره اهمیت دارد؟ پرداختند. طی سال‌های ۲۰۰۵ الی ۲۰۱۵، با استفاده از داده‌های ۱۲۴۰ سال-شرکت، مورد بررسی قرار دادند. رویکرد مورد استفاده در این تحقیق رگرسیون چند متغیر با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته است. نتایج نشان داد که قدرت مدیرعامل برای افزایش احتمال سقوط قیمت سهام به طور قابل توجهی کاهش می‌یابد. همچنین نتایج نشان داد که حضور مدیران زن در هیئت‌مدیره، مالکیت متمرکز، مالکیت نهادی و مالکیت خارجی، اثر قدرت مدیرعامل بر خطر سقوط سهام را تعدیل می‌کنند.

ژانگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین دستکاری جریان نقد عملیاتی و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های هنگ کنگ پرداختند. در این تحقیق برای برآش الگو از روش حداقل مربعات معمولی و رگرسیون چند متغیره استفاده شده است و برای ۵۶۲۶ سال شرکت در بازه زمانی ۱۹۸۸ تا ۲۰۱۳ استفاده شده است. نتایج نشان داد که هر چه

<sup>1</sup> Cao

<sup>2</sup> Shahab, Y

<sup>3</sup> Zhang E

مقدار دست کاری جریان نقد عملیاتی بیشتر باشد موجب افزایش خطر سقوط قیمت سهام می‌گردد. بدین معنا که بین دست کاری جریان نقد عملیاتی و خطر سقوط قیمت سهام رابطه مستقیم وجود دارد.

نیکولو و فیلیپو<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و گزارشگری پایداری در شرکت پرداختند. نمونه مورد مطالعه متشکل از ۱۰۸۱۹ سال شرکت از شرکت‌های چندملیتی فعال در اروپا برای دوره زمانی ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۷ است و با استفاده از الگوهای رگرسیونی چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت. نتایج نشان داد که قدرت مدیرعامل باعث کاهش انگیزه‌های افشای پایداری شرکتی شده و بین این دو متغیر یک رابطه معکوس وجود دارد.

هیون هونگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر شفافیت جریان نقد و خطر سقوط قیمت سهام برای شرکت‌های منتخب بین‌المللی پرداختند. با استفاده از داده‌های ۳۵۶ شرکت بین‌المللی برای دوره زمانی ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۴ با استفاده مدل‌های رگرسیون و روش داده‌های پانل به این نتیجه رسیدند که شفافیت جریان نقدی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و نتیجتاً سبب کاهش احتمال خطر سقوط قیمت سهام می‌گردد.

کیونگ مین در سال (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان حاکمیت شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام انجام داد. یافته‌ها نشان داد که صرف نظر از اندازه هیئت مدیره، در صورت حضور مدیران مستقل و متخصص، مدیریت کمپانی امکان دارد در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام اثر داشته باشد.

وینگ هیم و لتو<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) تحقیقی با عنوان ساختار مالکیت، ساختار هیئت مدیره و خطر سقوط قیمت سهام: شواهد از چین انجام دادند این تحقیق در بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۴ برای ۱۱۴۲۷ سال شرکت انجام شد. این تحقیق به بررسی این موضوع می‌پردازد که آیا ساختار مالکیت شرکت چینی، کیفیت حسابرسی و ساختار هیئت مدیره با ریسک سقوط قیمت سهام در آینده مرتبط است یا خیر. نتایج حاصل از یافته‌های تحقیق نشان داد که ساختار مالکیت قوی و کیفیت حسابرسی بالاتر با ریسک سقوط قیمت سهام پایین‌تر ارتباط دارد و از زمان استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی IFRS و اصلاحات سهم تقسیم شده قبل از آن‌ها، این ارتباط قوی‌تر است. نتایج بین دو روش مختلف اندازه‌گیری ریسک سقوط و همچنین تست‌های درون زایی قوی، سازگار هستند. ما همچنین دریافتیم که ساختار هیئت مدیره به طور قابل توجهی با ریسک سقوط قیمت سهام رابطه ندارد.

چنگ و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر نوآوری شرکت بر رابطه بین رویه جسورانه مالیاتی و خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های چینی پرداختند. آنان برای این منظور با آزمون تعداد مشاهدات ۴۴۰۹۵ سال شرکت در بازه زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۵ با استفاده از رگرسیون چندمتغیره تجزیه و تحلیل‌های انجام دادند. نتایج تحقیقات آن‌ها نشان می‌دهد که بین اجتناب مالیاتی و خطر سقوط قیمت سهام رابطه مستقیم وجود دارد ولیکن نوآوری شرکت بر رابطه فوق تأثیر معکوس دارد.

تانگژا و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) در تحقیقی تحت عنوان رابطه غیرخطی بین قدرت مدیرعامل شرکت و ساختار سرمایه: شواهدی از شرکت‌های کوچک و متوسط ذکر شده در چین، با بررسی ارتباط قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه شرکت‌های کوچک و متوسط چینی بر اساس نظریه نمایندگی دریافتند که یک رابطه به شکل U وارونه برقرار است و یک رابطه غیرخطی قوی بین این دو متغیر وجود دارد. نمونه مورد استفاده این پژوهش ۲۹۷ شرکت (کوچک و متوسط) در بازار بورس شنژن، در بازه زمانی ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳ میلادی و همچنین از روش OLS برای برآورد رگرسیون استفاده شد. در

<sup>1</sup> Nicola Raimo and Filippo V

<sup>2</sup> HYUN A. HONG

<sup>3</sup> Wing Him Yeung, Camillo Lento

<sup>4</sup> Tongxia, L., Qaiser, M., Mohd, R., Abd, K

این پژوهش ارتباط بین قدرت مدیران عالی و اهرم بدهی به شکل  $u$  وارونه است و یک رابطه غیرخطی قوی بین این دو متغیر نشان داده شده است. علاوه بر این نتایج نشان می‌دهند که در شرکت‌های دولتی اثر قدرت مدیرعامل بر اهرم شرکت به شدت بیشتر است.

شیخ در سال (۲۰۱۸) پژوهشی را با عنوان قدرت مدیرعامل، رقابت در بازار محصول و ارزش شرکت انجام داد. یافته‌ها نشان داد که قدرت مدیرعامل اثر مثبت و معناداری بر ارزش کمپانی دارد. بعلاوه قدرت مدیرعامل اثر مثبت بر ارزش شرکت در بازارهای رقابتی بالا دارد و هیچ اثری بر ارزش کمپانی در بازارهای رقابتی پایین ندارد.

پانایوتیس و همکاران در سال (۲۰۱۷) پژوهشی را با عنوان راهبری شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام انجام دادند. یافته‌ها نشان داد که میان مالکیت نهادی و درصدی از مدیران که سهام سازگار نگهداری می‌نمایند و خطر سقوط قیمت سهام همبستگی مثبتی وجود دارد. همچنین عدم شفافیت در اطلاعات مالی با خطر سقوط قیمت سهام همبستگی مستقیمی دارد.

لیندا و همکاران در سال (۲۰۱۷) پژوهشی را با عنوان اثر تنوع جنسیتی هیئت مدیره بر ریسک استراتژی کمپانی انجام دادند. یافته‌ها نشان داد که تنوع جنسیتی هیئت مدیره با ریسک مالی کمپانی‌ها همبستگی مثبت دارد.

حبیب و هوانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) در تحقیقی تحت عنوان به بررسی تأثیر تأخیر طولانی غیرعادی در ارائه گزارش حسابرسی بر ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر ضعف کنترل داخلی شرکت‌های چینی پرداختند. بدین منظور با بررسی اطلاعات ۱۵۷۹۹ سال شرکت در دوره زمانی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۳ به این نتیجه رسیدند که تأخیر گزارش حسابرسی بر ریسک قیمت سهام تأثیر مستقیم معناداری دارد و همچنین این تأثیر در شرکت‌هایی که ضعف کنترل داخلی بیشتر است مشهودتر از شرکت‌های بدون ضعف کنترل داخلی می‌باشد.

چن و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر هموارسازی سود بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در بین شرکت موردپذیرش در بورس کانادا و ۶۱۳۶۴۷ (مشاهده) در بازه زمانی بین ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۱ موردبررسی قرار دادند. آزمون حاصل از نتایج تحقیق بیانگر این است که هموارسازی سود تأثیر معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد. به عبارتی دیگر با هموارسازی هرچه بیشتر سود سیر حرکت قیمت سهام به صورت صعودی نشان می‌دهد و در صورت کاهش یافتن هموارسازی سود توسط مدیریت قیمت سهام حرکت نزولی به خود می‌گیرد.

## فرضیه‌ها

فرضیه اول: بین قدرت ساختاری مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

## روش تحقیق

تحقیق مورد نظر بر اساس هدف که به دنبال پاسخگویی و ارائه راهکارها در جهت تصمیم‌گیری می‌باشد کاربردی می‌باشد. از طرفی دیگر با توجه به این که این تحقیق باعث شناخت بیشتر شرایط موجود شده و در آن رابطه بین متغیرها بر اساس هدف تحقیق تحلیل می‌گردد از نوع توصیفی همبستگی می‌باشد که تحقیق مورد بررسی از نوع تحلیل رگرسیون می‌باشد. داده‌های تحقیق حاضر از لوح‌های فشرده آرشيو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران،

<sup>1</sup> Habib and Huang

<sup>2</sup> Chen J

پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه های مرتبط نظیر کدال استخراج گردیده است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. همچنین قلمرو زمانی شامل ۹ سال متوالی از سال ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ است که بررسی فرضیه های تحقیق با استفاده از داده های واقعی این سال ها انجام خواهد شد. که پس از اعمال محدودیت ۱۲۹ شرکت انتخاب گردید. جهت سنجش فرضیه پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

برای بررسی آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیون ترکیبی برگرفته از مدل شرکت  $i$  و زمان  $t$  به عنوان مدل فرضیه اول استفاده شده است.

$$\beta_0 + \beta_1 \text{Structure}_{it-1} + \beta_2 \text{LEV}_{it} + \beta_3 \text{Age}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{Size}_{it} + \varepsilon_{it} = \text{NCSKEW}_{it}$$

### متغیر مستقل

در این پژوهش متغیر قدرت مدیر عامل از طریق فاکتور زیر محاسبه می شود:  
قدرت ساختاری مدیر عامل: چنانچه مدیر عامل عضو هیئت مدیره باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر.

### متغیر وابسته

بمنظور اندازه گیری خطر سقوط قیمت سهام از مدل ضریب منفی چولگی چن و همکاران (۲۰۰۱) استفاده شده و هر مقدار مقدار ضریب منفی چولگی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض ریزش قیمت سهام بیشتری خواهد بود. معیار ضریب منفی چولگی بر مبنای بازده ماهانه خاص شرکت محاسبه می شود که با استفاده از رابطه ۱ محاسبه می گردد:

$$W_{j,\theta} = \ln(1 + \sum_{j,\theta})$$

در رابطه فوق:

$$W_{j,\theta} = \text{بازده ماهانه خاص شرکت } z \text{ در ماه } \theta \text{ طی سال مالی.}$$

$$\sum_{j,\theta} = \text{بازده باقیمانده سهام شرکت } z \text{ در ماه } \theta \text{ و عبارتست از باقیمانده یا پسماند مدل در رابطه ۲:}$$

$$r_{j,\theta} = \beta_0 + \beta_1 r_{m,\theta-2} + \beta_2 r_{m,\theta-2} + \beta_3 r_{m,\theta} + \beta_4 r_{m,\theta+1} + \beta_5 r_{m,\theta+2} + \sum_{j,\theta}$$

که در این رابطه:

$$r_{j,\theta} = \text{بازده سهام شرکت } z \text{ در ماه } \theta \text{ طی سال مالی.}$$

$r_{m,\theta} =$  بازده بازار در سال  $\theta$  می باشد. بمنظور محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می گردد.

رابطه (۲) با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و شیوه داده های ترکیبی برآورد شده و باقیمانده آن به شرح رابطه (۱) جهت محاسبه بازده ماهانه خاص شرکت مورد استفاده قرار می گیرد. بازده ماهانه خاص شرکت هم با توجه به تعریف مذکور جهت اندازه گیری ریسک سقوط آتی قیمت سهام مورد استفاده قرار می گیرد.

### متغیرهای کنترلی

در این تحقیق از چهار متغیر کنترلی به شرح زیر استفاده می کنیم:

۱- اهرم مالی (LEV): که از طریق نسبت کل بدهی ها به ارزش دفتری کل دارایی ها اندازه گیری می رود.

$$\text{Lev} = \frac{TL}{TA}$$



TL: مجموع کل بدهی شرکت.

TA: مجموع کل دارایی‌های شرکت.

۲- اندازه شرکت (Size): که از لگاریتم دارایی به دست می‌آید.

۳- عمر شرکت (Age): به‌عنوان زمان بین تأسیس اولیه یک شرکت و زمان حال شرکت (برحسب لگاریتم سال) اندازه‌گیری می‌گردد.

۴- بازده دارایی (ROA): بازده دارایی‌ها نشان‌دهنده شاخص سودآوری و توانایی مدیریت در استفاده کارا از دارایی شرکت می‌باشد و طبق فرمول زیر به دست می‌آید:

$$\text{بازده دارایی} = \frac{\text{سودخالص}}{\text{کل دارایی}}$$

## یافته های تحقیق

### توصیف آماری متغیرها

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

پنل الف: متغیرهای پیوسته								
متغیر	تعداد مشاهده	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
خطر سقوط قیمت سهام	۱۱۶۱	۰.۷۴	۰.۳۸	۶.۵۶	-۴.۰۴	۱.۵۱	۰.۴۸	۵.۵۳
عمر شرکت	۱۱۶۱	۲.۰۶	۲.۱۶	۳.۱۹	۰.۳۰	۰.۴۴	-۱.۰۶	۴.۳۴
اهرم مالی	۱۱۶۱	۰.۵۵	۰.۵۶	۱.۰۸	۰.۰۱	۰.۲۱	-۰.۱۸	۲.۸۷
بازده دارایی	۱۱۶۱	۰.۹۵	۰.۱۶	۱۴.۹۹	-۱.۷۲	۲.۶۱	۳.۷۹	۱۶.۶۷
اندازه شرکت	۱۱۶۱	۶.۳۰	۶.۲۳	۹.۱۸	۴.۴۲	۰.۶۷	۰.۴۷	۳.۴۶
پنل ب: متغیرهای گسسته								
متغیر	نوع طبقه		فراوانی		درصد			
قدرت ساختاری	۰		۷۹۲		% ۶۸/۲۲			
	۱		۳۶۹		% ۳۱/۷۸			

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی هم‌چون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی انجام پذیرفته است. در این ارتباط میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد، به طوری که اگر داده‌ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد. چولگی نیز از پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی بوده و شاخص تقارن داده‌هاست. در صورتی که جامعه از توزیع متقارن برخوردار باشد، ضریب چولگی مساوی صفر، در صورتی که جامعه چوله به چپ باشد، ضریب چولگی منفی و در صورتی که دارای چوله به راست باشد، ضریب چولگی مثبت خواهد بود. کشیدگی نیز شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال می‌باشد. با توجه به جدول میانگین متغیرهای خطر سقوط قیمت سهام، عمر شرکت، اهرم مالی، بازده دارایی و اندازه شرکت به ترتیب برابر ۰.۷۴، ۲.۰۶، ۰.۵۵، ۰.۹۵، ۶.۳۰ می‌باشد. بیشترین و

کمترین مقدار متغیرهای متغیرهای خطر سقوط قیمت سهام، عمر شرکت، اهرم مالی، بازده دارایی و اندازه شرکت (بیشترین: ۶.۵۶، ۳.۱۹، ۱.۰۸، ۱۴.۹۹، ۹.۱۸ و کمترین: -۴.۰۴، ۰.۳۰، ۰.۰۱، -۱.۷۲، ۴.۴۲) می باشد. بررسی میزان چولگی و کشیدگی متغیر خطر سقوط قیمت سهام که به ترتیب برابر با ۰.۴۸ و ۵.۵۲ می باشند، نشان دهنده این است که متغیر وابسته تحقیق در بازه اعداد ۰ و ۳ نبوده و این متغیر دارای توزیع نرمال نیست. با توجه به پیل ب نیز نتایج نشان می دهد درصد فراوانی متغیر قدرت ساختاری ۳۱/۷۸٪ می باشد که نشان دهنده این است که تقریباً ۳۱/۷۸٪ یعنی حدود ۳۶۹ شرکت مورد بررسی دارای قدرت ساختاری هستند.

### آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق

در انجام این تحقیق به منظور تخمین پارامترهای مدل از روش حداقل مربعات معمولی استفاده می گردد و این روش بر این فرض استوار است که متغیرهای تحقیق دارای توزیع نرمال باشد، به طوری که توزیع غیر نرمال متغیرها منجر به تخطی از مفروضات این روش برای تخمین پارامترها شده و نتایج درستی را ارائه نمی دهد. از این رو لازم است، نرمال بودن توزیع متغیرها مورد آزمون قرار گیرد. در این مطالعه از روش جارکیو-براه استفاده شده است. با توجه به اینکه سطح اهمیت برای متغیرهای تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ می باشد، این متغیرها از توزیع نرمال برخوردار نمی باشند. زمانی که اندازه نمونه به میزان کافی بزرگ باشد و سایر فروض کلاسیک نیز برقرار باشند، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است. در شرایط مذکور، با توجه به قضیه حد مرکزی می توان دریافت که حتی اگر باقیماندهها نرمال نباشند، آماره های آزمون به طور جانبی از توزیع مناسب پیروی می کنند، بدون تورش هستند و از کارایی برخوردارند (افلاطونی، ۱۳۹۶).

### آزمون ایستایی

قبل از برآورد هر رگرسیون جهت حصول اطمینان از رگرسیون غیر کاذب و در پی آن نتایج نامطمئن، لازم است که چگونگی ساکن پذیری متغیرها را مورد آزمون قرار دهیم. پایایی متغیرها به معنی ثابت بودن میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سالهای مختلف است. بدین منظور در این تحقیق از روش لوین، لین و چو استفاده شده است.

جدول (۲): ایستایی متغیرهای تحقیق

نتیجه	P_value	آماره	نام متغیر
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۳/۷۰	خطر سقوط قیمت سهام
مانا	۰/۰۰۰۰	-۵/۸۴	قدرت ساختاری
مانا	۰/۰۰۰۰	-۱۴/۷۴	اهرم مالی
مانا	۰/۰۰۰۰	-۲۱/۳۴	عمر شرکت
مانا	۰/۰۰۰۰	-۱۳/۷۲	بازده دارایی
مانا	۰/۰۰۰۰	-۵/۰۸	اندازه شرکت

نتایج آزمون ایستایی نمایان گر این است که در مورد تمامی متغیرها، سطح معناداری آن ها کمتر از ۰/۰۵ می باشد و تمامی متغیرها مانا هستند.

### نتایج آزمون F لیمر

اولین آزمون تشخیصی در داده های مقطع عرضی، سری زمانی، آزمون  $F$ - لیمر است. در روش پانل دیتا برای اینکه تعیین کنیم که تخمین مدل از روش داده های تلفیقی (pool) یا داده های تابلویی (panel) صورت بگیرد، از آزمون  $F$ - لیمر استفاده شده است. تفاوت روش رگرسیون pool و panel در این است که pool برای همه شرکت ها دارای یک عرض از مبدا است اما در روش panel به ازای هر مقطع که در اینجا شرکت است می تواند یک عرض از مبدا به ما بدهد.

جدول (۳): نتایج آزمون F لیمر در سطح ۵ درصد

P_value	F لیمر محاسباتی	معادله مربوط به
۰.۰۰۰	۱/۹۳۷	فرضیه اول

از آنجایی که سطح معناداری برای فرضیه های تحقیق که در این جدول با P\_value نمایش داده می شود از ۰.۰۵ کمتر شده است، در نتیجه فرضیه صفر رد و فرضیه مقابل آن تایید می شود. یعنی فرضیه امکان وجود داده های تلفیقی به نفع داده های تابلویی رد می شود.

### نتایج آزمون هاسمن

بعد از مشخص شدن نوع مدل داده ها، باید مشخص شود که از کدام روش اثرات ثابت و یا روش اثرات تصادفی برای تخمین استفاده شود. بنابراین برای تشخیص این موضوع از آزمون هاسمن استفاده می شود.

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن

P_value	مقدار آماره کای دو	معادله مربوط به
۰/۶۶۳۴	۳/۲۳	فرضیه اول
۰/۶۸۳۰	۳/۱۱	فرضیه دوم
۰/۶۰۷۰	۳/۶۰	فرضیه سوم
۰/۲۷۳۰	۶/۳۵	فرضیه چهارم

از آنجایی که سطح معناداری در این جدول که با P\_value نمایش داده می شود در فرضیه های تحقیق، از ۰.۰۵ بیشتر شده است، در نتیجه فرضیه صفر تایید و فرضیه مقابل آن رد می شود. و روش مناسب برآورد مدل های تحقیق، اثرات تصادفی می باشد.

### همبستگی بین متغیرهای تحقیق

ماتریس ضرایب همبستگی بین متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی ها، در جدول ۵ ارائه شده است. براساس نتایج، متغیر خطر سقوط قیمت سهام با متغیر قدرت شخصیتی همبستگی مثبت و معنادار و با متغیر عمر شرکت همبستگی منفی و معناداری دارد.

جدول (۵): همبستگی بین متغیرهای تحقیق

متغیر	خطر سقوط قیمت سهام	قدرت ساختاری	عمر شرکت	اهرم مالی	بازده دارایی	اندازه شرکت
خطر سقوط قیمت سهام	۱					
قدرت ساختاری	-۰.۰۲	۱				

					۰.۵۸	
			۱	-۰.۰۱	-۰.۰۹	عمر شرکت
				۰.۸۶	۰.۰۰	
		۱	۰.۰۵	-۰.۰۱	-۰.۰۱	اهرم مالی
			۰.۰۷	۰.۷۳	۰.۸۱	
	۱	۰.۰۴	-۰.۰۲	۰.۰۵	۰.۰۱	بازده دارایی
		۰.۱۶	۰.۴۷	۰.۰۸	۰.۶۸	
۱	-۰.۱۸	-۰.۰۷	۰.۰۱	۰.۰۴	۰.۰۵	اندازه شرکت
	۰.۰۰	۰.۰۱	۰.۶۶	۰.۲۲	۰.۱۲	

### آزمون فرضیه تحقیق

بین قدرت ساختاری مدیر عامل و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

برای بررسی تاثیر قدرت ساختاری مدیر عامل بر خطر سقوط قیمت سهام، فرض  $H_0$  و  $H_1$  به صورت زیر تدوین شده است.

$H_0$  = بین قدرت ساختاری مدیر عامل و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد

$H_1$  = بین قدرت ساختاری مدیر عامل و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج بدست آمده از برازش مدل در جدول ۶ ارائه شده است.

$$NCSKEW_{it} = \beta_0 + \beta_1 Structure_{it-1} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول (۶): نتایج برازش مدل با استفاده از روش اثرات تصادفی

متغیر وابسته: خطر سقوط قیمت سهام						
رابطه	سطح معناداری	ضریب تورم واریانس	خطای استاندارد	آماره t	ضریب	متغیرهای مستقل
معنی دار	۰.۰۳	۱.۰۰	۰.۸۴	-۲.۲۰	-۱.۸۵	قدرت ساختاری
معنی دار	۰.۰۱	۱.۰۰	۰.۱۲	-۲.۶۴	-۰.۳۰	عمر شرکت
بی معنی	۰.۹۷	۱.۰۱	۰.۲۶	-۰.۰۴	-۰.۰۱	اهرم مالی
بی معنی	۰.۶۲	۱.۰۴	۰.۰۲	۰.۴۹	۰.۰۱	بازده دارایی
معنی دار	۰.۰۰	۱.۰۴	۰.۱۱	-۲.۹۵	-۰.۳۲	اندازه شرکت
۰.۵۸	ضریب تعیین					
۰.۵۳	ضریب تعیین تعدیل شده مدل					
۰.۸۰	F	آماره White				
۰.۷۰۸۳	سطح معناداری					

۱.۸۵	آماره Durbin-Watson
۶.۸۶	آماره F جدول
۰.۰۰۰	سطح معناداری

یکی از مفروضات رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها است. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون وایت استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که بزرگتر از ۰.۰۵ می باشد (۰.۷۰) فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس تایید شده و می توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس نمی باشد. همچنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل رگرسیون می باشد و خود همبستگی نامیده می شود از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون مابین ۱.۵ و ۲.۵ بوده، می توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می باشند. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱.۸۵ می گردد. ضریب تعیین مدل (۰/۵۸) معرف قدرت توضیح کنندگی مدل برآورد شده می باشد. با افزایش مشاهدات و هم چنین با افزایش متغیرهای مستقل میزان ضریب تعیین افزایش می یابد و این افزایش ممکن است کاذب باشد. ضریب تعیین تعدیل شده (۰.۵۳)، نشان دهنده تاثیر واقعی متغیرهای مستقل مدل بر وابسته است. در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به جدول فوق، از آن جایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر قدرت ساختاری مدیرعامل (۰.۰۳) کوچکتر از ۰.۰۵ می باشد، در نتیجه وجود تاثیر معناداری این متغیر بر خطر سقوط قیمت سهام در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی گردد. منفی بودن ضریب متغیر قدرت ساختاری مدیرعامل (-۱.۸۵)، نشان دهنده میزان تاثیر منفی این متغیر بر خطر سقوط قیمت سهام می باشد. در بررسی سطح معنی داری متغیرهای کنترلی عمر شرکت و اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد رابطه معناداری خطر سقوط قیمت سهام دارند و همچنین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و بازده دارایی با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با خطر سقوط قیمت سهام ندارد.

## بحث و نتیجه گیری

مقوله ی دگرگونی یکباره قیمت سهام در خلال سالیان اخیر، توجه خیلی از محققان و افراد حرفه ای را به خود معطوف نموده است. این تغییرات، به ۲ شکل سقوط و جهش قیمت سهام به وقوع می پیوندد. با توجه به اهمیتی که سرمایه گذاران برای بازده سهام خود قائل می باشند، پدیده ی سقوط قیمت سهام که باعث کاهش شدید بازده می گردد، در قیاس با جهش بیشتر مورد توجه محققان قرار گرفته است. موقعیت مدیر عامل بعنوان یک منبع قدرت به حساب می آید و متصدی اصلی راهبرد نوآوری کمپانی و بعنوان رهبر در بوجود آوردن ارزش برای سهامداران به حساب می آیند. هر مقدار درصد مالکیت مدیر عامل در واحد کسب و کار بیشتر باشد، تمایل به افزایش منافع شخصی به هزینه ی سهامداران خرد در مدیران عامل افزایش پیدا می کند. بر این اساس می توان گفت هر مقدار درصد مالکیت سهام مدیر عامل در کمپانی بیشتر باشد، نشان دهنده ی قدرت بیشتر او در کمپانی است. افزون بر این، هر مقدار درصد مالکیت مدیر عامل در کمپانی بیشتر باشد، اثرگذاری او بر عملیات کمپانی بیشتر بوده و با توجه به موقعیت استراتژیک خود بر تصمیم گیری های حاکمیتی کنترل بیشتری دارند (توانگر حمزه کلایی و اسکافی اصل، ۱۳۹۷). بر طبق تئوری نمایندگی، جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) معتقدند که افزایش قدرت مدیر عامل، به طور حتمی پدیده ای با وجود این که قدرت مدیر عامل و ارتباط آن با خطر سقوط قیمت سهام اهمیت بسیاری دارد حوزه و در این زمینه مطالعات اندکی صورت گرفته ؛ از این رو لازم است در خصوص قدرت مدیر عامل و ارتباط آن با خطر سقوط قیمت سهام در گام نخست آگاهی کافی حاصل شود و بر

اساس اطلاعات حاصله، اقدامات لازم انجام پذیرد به این علت این پژوهش به دنبال این می باشد تا وضعیت قدرت مدیر عامل را در کمپانی های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده و ارتباط آن را با خطر سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار دهد. از این رو با توجه به نکات مطروحه، بررسی وضعیت قدرت مدیر عامل کمپانی جامعه آماری ذکر شده و ارتباط آن با خطر سقوط قیمت سهام ضرورت پیدا می کند. در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به جدول فوق، از آن جایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر قدرت ساختاری مدیرعامل (۰.۰۳) کوچکتر از ۰.۰۵ می باشد، در نتیجه وجود تاثیر معناداری این متغیر بر خطر سقوط قیمت سهام در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی گردد. منفی بودن ضریب متغیر قدرت ساختاری مدیرعامل (۱.۸۵-)، نشان دهنده میزان تاثیر منفی این متغیر بر خطر سقوط قیمت سهام می باشد.

## منابع

- ✓ بادآور نهنندی، یونس، کاوه نژاد، محمدعلی، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی، فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت، دوره ۱۲، شماره ۱، صص ۵-۲۲.
- ✓ باقری موصلو، فاطمه، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه رشد شرکت و سودآوری با در نظر گرفتن چرخه عمر شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.
- ✓ تقی نژاد، مسعود، (۱۳۹۹)، بررسی اثر محدودیت های مالی بر ارزش شرکت، پژوهش های حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۱، صص ۱۵-۲۶.
- ✓ رحیمی، مصطفی، مرادی، بهرام، موسوی، محمد، (۱۳۹۸)، پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین هزینه تحقیق و توسعه و ارزش شرکت، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.
- ✓ رضایی، مهدی، پورقیومی، فاطمه، (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر دارایی های نامشهود بر سیاست های مالی و حاکمیتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۷، شماره ۲۸، صص ۲۲۷-۲۴۸.
- ✓ سلیمانی امیری، غلامرضا، رازانی، سارا، (۱۴۰۰)، بررسی عوامل مالی موثر بر رشد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۹، شماره ۳، صص ۱-۱۶.
- ✓ سیاوشی، احمد، (۱۳۹۸)، نقش دارایی نامشهود و بدهی ها در عملکرد شرکت ها، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی ادیب، مازندران.
- ✓ عباسی، علی، (۱۳۹۸)، بررسی اثر سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳۹، صص ۸۱-۹۶.
- ✓ کمالی کرمانی، نرجس، (۱۴۰۰)، ویژگی های مدیرعامل شرکت و رشد ارزش شرکت، تجزیه و تحلیل رگرسیون چندکی، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۹، صص ۱۷۵-۱۹۴.
- ✓ میرمظفری موسوس، سید مرتضی، (۱۳۹۹)، بررسی رابطه دارایی های نامشهود و اهرم مالی و عملیاتی، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی کوشیار (غیرانتفاعی غیردولتی).
- ✓ نجاتی، مریم، روحانی، رضا، حسینی، زهرا، (۱۳۹۸)، بررسی تاثیر تقسیم سود بر ارزش شرکت، مجله علوم اجتماعی و انسانی پیشین، دوره پنجم، صص ۳۳-۵۴.
- ✓ Ali Ahmed, A, (2020). Investigating the effect of financing policies, profit sharing policies and company structure on the value of companies using the variable Q Tobin in two cases

where the company has the opportunity to grow and the company does not have the opportunity to grow. *Rev Financ Stud.* 23, 3131–3169.

- ✓ Anton, S. G. (2019). Leverage and firm growth: An empirical investigation of gazelles from emerging Europe. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 15(1), 209-232.
- ✓ Del Monte, A. and Papagni, E. (2003), “R&D and the growth of firms: empirical analysis of a panel of Italian firms”, *Research Policy*, Vol. 32, pp. 1003-1014.
- ✓ Edvinsson, L. and Malone, M.S. (1997), *Intellectual Capital: Realizing Your Company’s True Value by Finding its Hidden Brainpower*, Harper Business, New York, NY.
- ✓ Garcia Castro, J.B., Duque Ramirez, D.F. and Moscoso Escobar, J. (2021), “The relationship between intellectual capital and financial performance in Colombian listed banking entities”, *Asia Pacific Management Review*, corrected proof, doi: 10.1016/j.apmr.2021.03.002.
- ✓ Hussain, S. & Waseer, W. A. (2018). Firm size, age, leverage and growth opportunities: An initial inquiry by Pakistan. *Advances in Social Sciences Research Journal*, 5(1), 264-278.
- ✓ Ionita, C. and Dinu, E. (2021), "The effect of intangible assets on sustainable growth and firm value – Evidence on intellectual capital investment in companies listed on Bucharest Stock Exchange", *Kybernetes*, Vol. 50 No. 10, pp. 2823-2849. <https://doi.org/10.1108/K-05-2020-0325>.
- ✓ Janga, S.C, K. Park, (2011)” Inter-relationship between firm growth and profitability” *International Journal of Hospitality Management*, 30, 1027– 1035
- ✓ JooMan Kim, Insun Yang, Taeyong Yang, Peter Koveos, (2020). Impact on R&D costs, financial constraints, and profit sharing: Evidence from the EU area. *European Financial Manage*, 19(3), 452–469.
- ✓ Kafouros, M. and Aliyev, M. (2016), “Institutions and foreign subsidiary growth in transition economies: the role of intangible assets and capabilities”, *Journal of Management Studies*, Vol. 53 No. 4, pp. 580-607.
- ✓ Kancs, A. and Siliverstovs, B. (2016), “R&D and non-linear productivity growth”, *Research Policy Journal*, Vol. 45, pp. 634-646.
- ✓ Kaplan, R.S. and Norton, D.P. (1996), *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- ✓ Lee, J. and Shim, E. (1995), “Moderating effects of R&D on corporate growth in US and Japanese hi tech industries: an empirical study”, *The Journal of High Technology Management Research*, Vol. 6, pp. 179-191.
- ✓ Lev, B. and Zambon, S. (2003), “Intangibles and intellectual capital: an introduction to a special issue”, *European Accounting Review*, Vol. 12 No. 4, pp. 597-603.
- ✓ Makrominas, M. (2017), “Recognized intangibles and the present value of growth options”, *Review of Quantitative Finance Account*, Vol. 48 No. 2, pp. 311-329.
- ✓ Morbey, G.K. and Reithner, R.M. (1990), “How R&D affects sales growth, productivity and profitability”, *Research Technology Management*, Vol. 33, pp. 11-14.
- ✓ Moss, Q, Stein, T.D., (2019). Investigate the relationship between financial constraints and company value. *Abacus*, 46, 153–87.
- ✓ Nancy, A. (2019). Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *American Law and Economics Association Annual Meetings*, p.27.
- ✓ Ocak, M. and Findik, D. (2019), “The impact of intangible assets and sub-components of intangible assets on sustainable growth and firm value: evidence from Turkish listed firms”, *Sustainability*, Vol. 2019 No. 11, p. 5359.
- ✓ Olarewaju, O.M. and Msomi, T.S. (2021), “Intellectual capital and financial performance of South African development community’s general insurance companies”, *Heliyon*, Vol. 7 No. 2021, doi: 10.1016/j.heliyon.2021.e06712.

- ✓ Oppong, G.K. and Pattanayak, J.K. (2019), "Does investing in intellectual capital improve productivity? Panel evidence from commercial banks in India", *Borsa Istanbul Review*, Vol. 19 No. 3, pp. 219-227.
- ✓ Ozkan, N., Cakan, S. and Kayacan, M. (2016), "Intellectual capital and financial performance: a study of the Turkish Banking Sector", *Borsa Istanbul Review*, Vol. xx. No. 2016, pp. 1-9.
- ✓ Sandra Alves and Júlio Martins. (2014). The Impact of Intangible Assets on Financial and Governance Policies: A Simultaneous Equation Analysis. *Journal of Applied Finance & Banking*, vol. 4, no. 1, 61-89.
- ✓ Sveiby, K.E. (1997), *The New Organizational Wealth: Managing and Measuring Knowledge-Based Assets*, Berret-Koehler, New York, NY.
- ✓ Tahat, Y.A., Ahmed, A.H. and Alhadab, M.M. (2018), "The impact of intangibles on firms' financial and market performance: UK evidence", *Review of Quantitative Finance Account*, Vol. 50, pp. 1147-1168.
- ✓ Wang, X., Sadiq, R., Khan, T.M. and Wang, R. (2021), "Industry 4.0 and intellectual capital in the age of FinTech", *Technological Forecasting and Social Change*, Vol. 166 No. 2021, doi: 10.1016/j.techfore.2021.120598.
- ✓ Wei Fu, T., M. Chu Ke, and Y. Sheng Huang, (2002). "Capital Growth, Financing Source and Profitability of Small Businesses: Evidence from Taiwan Small Enterprises", *Small Business Economics* 18, 257-267.
- ✓ Xu, J. and Wang, B. (2018), "Intellectual capital, financial performance and companies' sustainable growth: evidence from the Korean manufacturing industry", *Sustainability*, Vol. 10, p. 4651.
- ✓ Zhu, Z. and Huang, F. (2012), "The effect of R&D investment on firms' financial performance: evidence from the Chinese listed IT firms", *Modern Economy*, Vol. 3, pp. 915-919.