

## بررسی تأثیر تغییر قیمت سهام در زمان تغییر مدیریت

دکتر علی جهانخانی<sup>۱</sup>

سیروان امینی<sup>۲</sup>

### چکیده:

محققان در زمینه آثار تغییر مدیریت<sup>۳</sup> بر قیمت سهام نظریات متفاوتی دارند و هنوز در تحقیقات انجام شده نتیجه واحدی در رابطه با آثار دقیق ناشی از تغییر مدیریت بر قیمت سهام به طور قطعی به اثبات نرسیده است و نظریه واحدی در این زمینه وجود ندارد.

البته در بیشتر این تحقیقات بعد از اعلان عمومی تغییر مدیریت روند قیمت سهام تغییر یافته و نسبت به دوره زمانی قبل از تغییر مدیر تغییر روند قیمت را تجربه نموده اند.

در اکثر تحقیقات صورت گرفته اثرات ناشی از تغییر مدیریت در سطوح بالای آن و در رابطه با هیات مدیره و مدیران اجرایی مورد بررسی قرار گرفته است.

در مقاله حاضر نیز سعی بر آن شده است تا با انجام تحقیقاتی نظیر آنچه که در سایر کشورها انجام شده به اثرات قیمتی ناشی از تغییر مدیریت اشاره شود و با انجام آزمون‌های آماری به بررسی این آثار پرداخته شود. انجام آزمون‌های آماری نشان داده است که قیمت سهام بعد از تغییر مدیریت افزایش می‌یابد.

<sup>۱</sup> استادیار دانشگاه شهید بهشتی

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد حسابداری

<sup>۳</sup> Management Change

## واژه‌های کلیدی

تغییر مدیریت، عملکرد مدیریت<sup>۴</sup>، نوسان پذیری بازده سهام، قیمت سهام<sup>۵</sup> و بازده غیرعادی<sup>۶</sup>.

طبقه بندی موضوعی: G10

### مقدمه:

امروزه اقتصاد جهانی ابعاد گسترده‌تری به خود گرفته است که از آن جمله می‌توان به توسعه بازار سرمایه و من جمله بورس‌های اوراق بهادار و کالایی اشاره نمود که از جنبه‌های مختلفی قابل بررسی است. کارایی، شفافیت، نوسانات قیمتی، حمایت از سرمایه‌گذاران انفرادی، سیاست‌های اتخاذ شده توسط شرکت‌های نهادی و فعال در بورس، نحوه عمل کارگزاران و معامله‌گران در بازار و مواردی از این قبیل شرایط بازار را به گونه‌ای تغییر داده که در آن سرمایه‌گذاران باید از تغییرات جزئی نیز غافل نمانند زیرا آگاهی از وضعیت کلی شرکت‌های مورد بررسی می‌تواند تصمیم‌گیری سهامداران حقیقی و حقوقی را تحت تأثیر قرار دهد. در کشورهای که در آنها رویدادهای سیاسی و اقتصادی از ثبات چندانی برخوردار نباشد این مسأله از اهمیت بیشتری برخوردار است.

در این میان پس از گذشت ۴۰ سال از تأسیس سازمان بورس اوراق بهادار ایران، بورس فعلی شاهد تغییرات عمده‌ای بوده است. بنابراین شرایط کنونی مستلزم تدقیق بیشتر و برخورداری از دانش و آگاهی بیشتری از شرکت‌های بورسی است. گرچه عوامل مختلفی را می‌توان در نحوه رفتار سرمایه‌گذاران و همچنین نحوه رفتار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس برشمرد اما یکی از

4 . Management Performance

5. Stock Price

6 .Abnormal Return

مسائلی که شاید کمتر از آن سخن به میان آمده است تغییر مدیریت شرکت‌های بورسی و اثرات آن بر قیمت سهام شرکت‌های مزبور می‌باشد. مدیریت به عنوان یکی از ارکان مهم هر شرکتی می‌تواند تصمیم‌گیری و استراتژی شرکت را در آینده رقم زند و به نوعی چشم‌انداز شرکت را برای سهامداران تبیین نماید. در حقیقت موفقیت یا عدم موفقیت تیم مدیریتی شرکت، سهامدار را به این سمت سوق می‌دهد که درباره سهام خود تصمیم‌گیری نماید. تحقیق مزبور به دنبال این مسأله بوده است که آیا تغییر مدیریت می‌تواند رفتار قیمت سهم را که متأثر از تصمیم‌گیری سهامداران است تغییر دهد. بر همین اساس از روش‌های مرسوم برای پاسخ به این مسأله استفاده نموده‌ایم.

### **پیامدهای تغییر مدیریت**

بازار سرمایه نسبت به مدیریت شرکت حساسیت و نگرانی دارد. لذا هر زمان تغییری در مدیریت رخ دهد یکی از علل آن می‌تواند بیانگر این موضوع باشد که مدیران در انجام وظیفه خود که همان افزایش ثروت سهامداران می‌باشد به نحو احسن عمل ننموده‌اند. فرایند تغییر مدیریت را می‌توان به عنوان یک استراتژی در نظر گرفت که در شرکت توسط مسئولین و مالکان در جهت هماهنگ نمودن آن با تغییرات محیطی انجام می‌گیرد و این فرایند مکانیزم مداخله‌ای است که موجودیت فعلی و آتی شرکت را نشان می‌دهد. در این راستا محققان همچنین پیشنهاد کرده‌اند که بکارگیری مدیران خارجی در عین حال که برای شرکت مفید و کارساز می‌باشد برای موفق عمل نمودن استراتژی تغییر مدیریت نیز لازم است. در بیشتر مطالعات رابطه بین تغییر مدیران و عملکرد افراد جانشین در انواع بنگاه‌های اقتصادی وسازمان‌ها بررسی شده و به نتایج متفاوتی رسیده‌اند.

فورتادو<sup>۷</sup> در تحقیقی که به منظور بررسی تحلیل تغییر مدیریت در ۱۰۸ شرکت کوچک تولیدکننده به انجام رساند، نتیجه این بود که تنها شرکت‌هایی که برای تغییر مدیریت از قبل برنامه داشته‌اند در دوره بعد از تغییر مدیریت خود سودآوری را نشان داده‌اند.

دیناگلو و مور<sup>۸</sup> در نتایج تحقیقات خود به این مساله اشاره می‌کنند که مدیران جدید در زمان بعد از تغییر مدیریت، ابتدا می‌خواهند که شستشوی سود<sup>۹</sup> را در برنامه کاری خود قرار دهند. این اقدام مدیران جدید، توانایی آنها را در گزارش نمودن بهتر عملکردشان نسبت به مدیران قبلی بالا می‌برد.

نتایج مطالعات مور<sup>۱۰</sup> درباره تغییر مدیریت در مجله وال استریت ژورنال<sup>۱۱</sup> در فاصله سال‌های ۱۹۶۶-۱۹۶۹ گزارش شده است که به بررسی و مقایسه دو گروه از شرکت‌ها می‌پردازد. در گروه اول ۳۶ شرکت وجود داشتند که تغییرات مدیریتی را تجربه نموده و در گروه دوم ۱۰۰ شرکت که هیچ‌گونه تغییری نداشته بودند مورد بررسی قرار گرفتند. براساس تحقیق مزبور شرکت‌هایی که شاهد کاهش در درآمد حسابداری بوده‌اند در گروه اول بیشتر بوده است (گروهی که تغییرات مدیریتی را تجربه نموده‌اند). تعدادی دیگری از این شرکت‌ها در صورت‌های مالی اولین دوره بعد از تغییر مدیریت، افزایش قابل توجهی را در درآمدهای خود گزارش نموده‌اند.

به زعم لیبرسون و اوکانر<sup>۱۲</sup> طی بررسی ۱۶۷ شرکت در سال‌های ۱۹۴۵-۱۹۴۶ تغییر مدیریت بر سه معیار ارزیابی عملکرد تأثیر کمی داشته و یا هیچ‌گونه تأثیری نداشته است. این معیارهای

<sup>7</sup>. Furtado, E.P and V. Karan (1990)

<sup>8</sup>. Deangelo and Moore (1971)

<sup>9</sup>. Earning bath

<sup>10</sup>. Moore (1973)

<sup>11</sup>. WSJ

<sup>12</sup>. Lieberson and O Connor (1972)

سه‌گانه شامل: فروش، درآمد و حاشیه سودخالص می‌باشند. سود تقسیمی و صنعتی که شرکت در آن فعالیت دارد مهمترین عواملی‌اند که منجر به تفاوت‌های بین معیارهای ارزیابی می‌شوند. هل‌میچ و براون<sup>۱۳</sup> در نتایج تحقیقات خود این گونه عنوان می‌کنند که بیشترین تغییر مدیریت در شرکت‌هایی بوده است که افرادی را از خارج از شرکت در پست مدیریت عاملی استخدام نموده‌اند. کارول<sup>۱۴</sup> که ۶۶۲ مورد تغییر در پست سردبیری ۲۱۷۳ روزنامه را طی سال‌های ۱۹۵۷-۱۸۰۰ بررسی نموده، دریافت که جابجایی و تغییر مؤسس روزنامه در سال‌های ابتدای عمر تحریریه، احتمال واگذاری روزنامه را افزایش می‌دهد. او در بیان نتایج خود به مشکل مهارت‌های مورد نیاز برای فرد جایگزین و تعهداتی اشاره می‌کند که مؤسس روزنامه تقبل کرده‌است.

همچنین ویرانی و تاش‌من<sup>۱۵</sup> طی سال‌های ۱۹۷۲-۱۹۶۸ با بررسی ۲۵ شرکت از بین ۵۹ شرکت فعال در صنعت میکرو کامپیوتر، به این نتیجه رسیدند شرکت‌هایی که عملکرد بالایی داشته‌اند، مدیران سطح بالا با مهارت‌های جدید را استخدام نموده و محیط صنعت نیز حضور آنها در هر یک از شرکت‌های صنعت را مثمرتر ارزیابی کرده‌است.

### **اثرات تغییر مدیریت بر ثروت سهامداران**

با توجه به اینکه مدیران سطح بالای شرکت مسؤلیت کنترل منابع شرکت را در اختیار دارند، بنابراین هر تغییری در این تیم ممکن است بیشترین تاثیر را بر ارزش شرکت و متعاقباً بر ثروت سهامداران داشته باشد. لذا، بررسی عکس‌العمل بازار سهام نسبت به تغییرات این افراد و اثرات آن مفید فایده خواهد بود. واکنش بازار سهام می‌تواند از دو دیدگاه نگریسته شود، یکی از این دید که

<sup>13</sup>. Helmich and Brown (1972)

<sup>14</sup>. Caroll (1984)

<sup>15</sup>. Virany and Tashman (1986)

تغییر مدیران بالایی شرکت با توجه به این که آنها سرمایه‌های انسانی شرکت می‌باشند سود یا زیانی را متوجه شرکت می‌نماید. دیگری از این نظر که تغییر مدیریت نشانه‌ها و علایمی را با خود به همراه دارد. به عبارت دیگر، مدیران بر تمامی خصوصیات شرکت وقوف کامل داشته و به‌طور کلی سرمایه انسانی ویژه شرکت<sup>۱۶</sup> می‌باشند. زمانی که این مدیران (سرمایه انسانی ویژه) محیط شرکت را ترک می‌کنند و یا هنگامی که برای مدیران کناررفته، جانشینان معدودی وجود دارد این تغییرات باید بر ارزش شرکت اثرگذار باشند. اما در حالتی که مدیران جایگزین، مهارت‌های مشابه مدیران قبلی را دارا هستند نباید این تغییرات تأثیرچندانی بر ارزش شرکت داشته باشد.

در حالت دوم واکنش بازار سهام به تغییرات مدیریت سطح بالای شرکت، به دلیل علایم و نشانه‌هایی است که این تغییرات به بازار می‌دهد. مدیران سطح بالا دارندگان اطلاعاتی هستند که در اختیار عموم قرار ندارد و به عبارتی دارندگان اطلاعات نهانی هستند. بنابراین تغییر در وضعیت آنها می‌تواند درک بازار سهام نسبت به موقعیت فعلی و آتی شرکت را از بین ببرد. یک مشکل اساسی، نگرش‌های چندگانه در باره سیگنال‌هایی است که توسط افراد خارج از شرکت وجود دارد. برای مثال تغییر ممکن است نشانه‌ای از استمرار سیاست‌های شرکت، تجدید ساختار دارایی‌های شرکت، تغییر در فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اخراج مدیران کلیدی مؤثر در عملکرد ضعیف شرکت و یا تمامی موارد بالا باشد. این احتمال نیز وجود دارد که تغییر انجام شده به دلیل اینکه قبلاً انتظار آن می‌رفت منعکس کننده هیچ گونه اطلاعاتی نباشد. بنابراین میزان اثرگذاری علایم تغییر می‌تواند بر ارزش شرکت خوب، بد و یا طبیعی باشند.

با توجه به اینکه میزان مشارکت مدیریت رده بالا در ارزش شرکت بطور مستقیم قابل M.Price (2004) مشاهده نیست، بازدهی قیمت سهام شرکت یک منبع اطلاعاتی بالقوه است

<sup>16</sup>. Firm-specific human capital

در یک بازار کارا، به هر صورت بازدهی قیمت سهام تحت تأثیر عوامل زیادی مربوط به عملکرد مدیریتی است. بازدهی قیمت به تنهایی منعکس کننده بخش غیر منتظره و یا قابل انتظار تغییر مدیریت نیست بلکه بوسیله عامل‌های متنوع زیادی تحت تأثیر قرار می‌گیرد (Warner , Watts and Wruck ,et,al 1988).

با وجود عوامل مختلف مؤثر در بازدهی قیمت، منابع اطلاعاتی زیادی همچون گزارشات سودآوری، افزایش سرمایه، تقسیم سود و ... وجود دارند که می‌تواند بیانگر معیارهای نزدیک‌تر به عملکرد مدیریت باشند.

بعضی اوقات نیز به خاطر هم‌زمانی اطلاعات مالی شرکت با اطلاعات مربوط به تغییر مدیریت، تفکیک تأثیر هر یک از این اطلاعات بر عملکرد شرکت مشکل می‌باشد. شاید یکی‌شدن و هم‌زمانی این اطلاعات باعث گردد که بازدهی قیمت نتواند منعکس کننده دقیق هر یک از آنها باشد.

البته شایان ذکر است زمانی که هیأت مدیره موظف نسبت به تغییر مدیران اجرایی شرکت اقدام می‌نماید، اطلاعات مربوط به این تغییر به طور کامل در بازدهی قیمت منعکس نمی‌گردد. این امر از آن جهت است که اقدام هیأت مدیره در پی عواملی است که دلیل آن برای بازار سرمایه و مشارکت‌کنندگان آن مشخص نیست. این موضوع بر این اساس است که با وجود آنکه اقدام هیأت مدیره موظف در پاسخ به عملکرد مدیریت بوده است ولیکن دلایل مزبور برای افراد خارج از شرکت قابل سنجش نیست.<sup>۱۷</sup>

<sup>17</sup>. Hermalin and Weisbach (2001)

### بررسی پیشینه تحقیق:

مطالعه ای را که وارنر، واتس و وراک<sup>۱۸</sup> در سال ۱۹۸۷ انجام دادند جزء اولین تحقیقاتی است که به بررسی مستقیم تغییر مدیریت در سطوح بالای شرکتها و ارتباط آن با قیمت سهام پرداخته است. آنها تغییر مدیریت سطح بالا را با هر تغییری که در سطوح مدیر اجرایی، رئیس هیأت مدیره، مدیرعامل انجام می گرفت مشخص نمودند.

نمونه آماری آنها شامل ۲۶۹ شرکت پذیرفته شده در بورس نیویورک و آمریکا بودند که از دوم جولای ۱۹۶۲ تا پایان دسامبر ۱۹۷۸ به طور تصادفی انتخاب شدند. آنان با تعریف زمان انتشار اعلامیه تغییر مدیریت و اعلان آن به بازار به عنوان مبدأ زمانی مطالعات<sup>۱۹</sup>، بررسی های روزانه و ماهانه را در تحقیقات خود انجام دادند. در مطالعات روزانه تغییرات قیمت سهام شرکتها در ۶۰ روز قبل از انتشار اعلامیه تغییر مدیریت تا ۳۰ روز بعد از آن (۳۰+ و ۶۰-) و در ماهانه نیز ۱۲ ماه قبل از انتشار اعلامیه تا ۶ ماه بعد از آن (۶+ و ۱۲-) را آزمون نمودند.

نتایج آماری آنها نشان می داد که قیمت سهام نسبت به تغییر مدیریت سطح بالا عکس العمل نشان داده است و آنها شاهد افزایش قیمت سهام بعد از تغییر مدیریت بوده اند. همچنین مطالعات دانشگاه کارولینای جنوبی که توسط مکتاش، روگرس، سرمان و لیانگ<sup>۲۰</sup> در سال ۱۹۹۴ انجام گرفت نیز به بررسی رابطه بین تغییر مدیریت سطح بالا و قیمت سهام شرکت های سرمایه گذاری در املاک و مستغلات<sup>۲۱</sup> می پرداخت. آنها در تحقیق خود این گونه بیان نموده اند که این تحقیق اولین اقدام در تجزیه و تحلیل رابطه بین تغییر مدیریت و قیمت سهام شرکت های سرمایه گذاری در

<sup>18</sup>. Warner , Watts and Wruck (1988)

<sup>19</sup>. Event study

<sup>20</sup>.McIntosh .Rogers, Sirman, and.Liang

<sup>21</sup>. Real State Investment Trust ( REIT)



املاک و مستغلات می باشد. این افراد تغییر مدیریت سطح بالا را در مورد پست‌هایی تعریف نمودند که شامل اعضای هیأت مدیره اعم از رئیس هیأت مدیره، نائب رئیس، امین و مدیران اجرایی<sup>۲۲</sup> شامل مدیرعامل و قائم مقام مدیر عامل می گردید. فرضیه اصلی آنها عبارت بود از اینکه احتمال تغییر مدیریت در شرکتهای سرمایه گذاری در املاک و مستغلات با قیمت سهام آنها رابطه معکوسی دارد.

نمونه آماری آنها شامل ۵۵ شرکت سرمایه گذاری در املاک و مستغلات بوده که سهام آنها در بورسهای نیویورک و آمریکا طی سالهای ۱۹۹۰-۱۹۶۹ معامله می شدند. در مجموع ۱۵۵ مورد تغییر مدیریت وجود داشت و همان‌طور که در بالا اشاره گردید شامل افراد و پستهای مربوط به آنها می شد. همچنین آنها در انتخاب نمونه‌های خود اینگونه عمل نمودند که اگر تغییر مدیریتی در زمان انتشار اعلامیه تغییر شامل دو یا تعداد بیشتری در پستهای مورد آزمون باشد فقط یکی از آنها لحاظ می‌گردد

نتایج تحقیقات آنها همانند نتیجه تحقیق وارنر؛ واتس و وراک وجود رابطه معکوس بین احتمال تغییر مدیریت و قیمت سهام شرکتهای سرمایه گذاری در املاک و مستغلات را تأیید و فرضیه اصلی آنها را مورد تایید قرار می‌داد.

در اکتبر ۲۰۰۰ دو محقق دیگر به نامهای ددمان و جی لین (Dedman and J. Lian 2000) به بررسی اثرات تغییر مدیریت و ثروت سهامداران در کشور انگلستان پرداختند. بخش عمده تحقیق آنها به بررسی رفتار قیمتی سهام در زمان انتشار اعلامیه تغییر مدیریت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس لندن طی سالهای ۱۹۹۵-۱۹۹۰ می‌پرداخت. نمونه آماری آنها شامل ۳۳۱ تغییر مدیریت

<sup>22</sup>. CEO

سطح بالا می‌شد که در مورد بعضی از آنها نسبت به انتشار اعلامیه تغییر مدیریت اقدام نشده و تعدادی نیز برای جلوگیری از اثرات منفی ناشی از اعلامیه بر قیمت سهام و معاملات سهام شرکت‌هایشان، اعلامیه تغییر مدیریت را همزمان با اخبار مساعد شرکت همچون افزایش سودآوری و یا تقسیم سود منتشر می‌نمودند.

نتایج تحقیقات آنها نشان می‌داد که عکس العمل بازار سهام نسبت به انتشار اعلامیه تغییر مدیریت در اکثر اوقات با توجه به دلایلی همچون تغییر مشخص می‌شود. زمانی که دلیل تغییر مدیریت سطح بالا، اخراج مدیر و شروع به کارمدیر در شرکت دیگری باشد، قیمت سهام به تغییر مدیریت عکس‌العمل نشان خواهد داد. به زعم آنها دلیل این واکنش نیز مشخص است چرا که عکس العمل بازار و فعالان در آن نسبت به تغییرات مدیریتی، به دلیل مشکلات بالقوه ای است که در داخل شرکت وجود دارد که باعث تغییر مدیریت و یا ترک شرکت از سوی مدیر مستعفی بوده‌است.

بررسی رابطه بین تغییر مدیریت اجرایی و هیأت مدیره با قیمت سهام در بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه را دو محقق به نامهای گونزالس و گری<sup>۲۳</sup> در مورد شرکتهای پذیرفته شده در بورس کاراکاس انجام داده اند. آنها ۵۱ شرکت پذیرفته شده در این بورس را طی سالهای ۲۰۰۲-۱۹۸۴ مطالعه نمودند. این دو در انجام تحقیقات خود از کارهای قبلی گیبسون که به مطالعه عملکرد ضعیف مدیران در بازارهای نوظهور مالی و تغییر مدیران در آنها پرداخته بود استفاده کردند<sup>۲۴</sup>. گونزالس و گری کشور هدف خود را ونزوئلا قرار دادند که در فاصله سالهای

<sup>23</sup>. Gonzales and Gary (2002)

<sup>24</sup>. گیبسون با استفاده از اطلاعات کشورهای برزیل، شیلی، هند، مالزی، مکزیک، تایوان و تایلند، شرکتهای سهامی عامی را آنها که مدیران خود را به دلیل عملکرد ضعیف کنار گذاشته بودند مورد مقایسه قرار دادند. نتیجه تحقیقات او نشان می‌داد که عملکرد ضعیف مدیران شرکتهای مذکور منجر به تغییر آنها گردیده است

یادشده تعداد ۸۷۸ مورد تغییر مدیریت در سطح هیأت مدیره و مدیران اجرایی را در ۵۱ شرکت نمونه آماری تجربه نموده‌اند.

نتایج تحقیقات آنها نیز نشان می‌داد که در نمونه‌های انتخابی کشور ونزوئلا عملکرد ضعیف مدیریت به‌طور قابل ملاحظه‌ای احتمال تغییر مدیران اجرایی و اعضای هیأت مدیره را افزایش می‌دهد. آنها در بیان نتایج خود به این نکته نیز اشاره نموده‌اند که نتایج تحقیقات آنها حاکی از آن است که اعضای هیأت مدیره در این کشور بجای اینکه نقش نظارتی بر عملکرد مدیران اجرایی داشته باشند نقش یک مشاور را برای آنها ایفا می‌کنند.

ادامه تحقیقات مکن‌تاش، سرمان، روگرس و لیانگ در سال ۱۹۹۴ در بررسی رابطه تغییرات مدیریتی سطح بالا و قیمت سهام در شرکت‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات توسط پرایس، فرای‌دی و سرمان<sup>۲۵</sup> در ۲۰۰۴ انجام گرفت. این سه نفر همچنین سعی نمودند که مدلی را طراحی نمایند که قدرت پیش‌بینی تغییر مدیریت سطح بالا براساس قیمت سهام و عملکرد آنها را داشته باشد. آنها نیز تغییر مدیریت سطح بالا را در پست‌های رئیس هیأت مدیره، نائب رئیس هیأت مدیره، مدیر اجرایی، مدیرعامل و معاون مدیرعامل در شرکت‌های یادشده انجام دادند.

آنها ۴۳۴ مورد تغییر مدیریت را در میان ۱۵۸ شرکت سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات طی سال‌های ۲۰۰۳-۱۹۸۴ انتخاب نمودند که سهام‌شان در بورس‌های نیویورک و آمریکا معامله می‌گردید. افراد مزبور نیز در معرفی تاریخ انتشار اعلامیه تغییر مدیریت به عنوان مبدأ زمانی مطالعات، بازه‌های زمانی مختلفی را برای بررسی انتخاب نمودند. این سه نفر نیز همانند وارنر؛

<sup>25</sup>. Sirmans, Friday and Price (2004)

واتس و و راک اثرات تغییر مدیریت بر قیمت سهام شرکت‌های نمونه آماری را در بازه‌های (۱+ و ۶۵-); (۱۰+ و ۶۵-) و (۱۰+ و ۱۰-) بررسی کردند و علاوه بر آن بازه زمانی طولانی‌تر ۳ سال قبل از انتشار اعلامیه تا ۶۵ روز بعد از انتشار را شامل می‌گردید. نتایج مطالعات آنان نشان می‌داد که تغییر مدیریت شرکت‌های فعال در صنعت با قیمت سهام این شرکت‌ها رابطه معکوسی دارد.

همانطور که ملاحظه گردید، نتایج بررسی عکس العمل قیمت سهام نسبت به اطلاعیه‌های تغییر مدیریت در مطالعات انجام گرفته متناقض می‌باشد. دلیل این امر آن است که در بسیاری از مطالعات اثرات سایر عوامل غیر از تغییر مدیریت (در زمان انتشار اطلاعیه مربوط به تغییر مدیریت) همانند گزارشات سودآوری و تقسیم سود کنترل شده اند. در صورتی که برای سایر موارد در عوامل کنترلی به منظور خارج نمودن آنها در نظر گرفته نشده است.

بنابراین اگر شرکت در انتشار و اعلام تغییر مدیریت به بازار به گونه‌ای اقدام نماید که از آن طریق، اخبار محدود کننده نوسانات قیمتی سهام تحت تأثیر عوامل زیادی قرار گیرد، باید نتایج چنین مطالعاتی با احتیاط مورد استفاده قرار گیرد.

## ایران

حال اگر بخواهیم دلایل تغییر مدیران سطح بالادر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهیم، همانند تحقیقات انجام شده در خارج از کشور می‌توانیم به اهرم‌های نظارتی در داخل و خارج از شرکت مراجعه و از آنها استفاده نماییم. ولی مهمترین مشکلی که در این رابطه وجود دارد این است که انتشار اعلامیه‌ای مبنی بر بیان تغییر مدیران وجود نداشته است و یا در اعلامیه‌های تغییر مدیران که از طریق سازمان بورس به بازار منعکس می‌شود دلایل تغییرات ذکر نمی‌شود.

سازمان بورس در اعلامیه های خود که به بازار ارائه می دهد براساس اطلاعات اخذشده از شرکتهای اقدام می نماید. شرکتهای در اطلاعات ارائه شده فقط به ذکر اشخاص انتخاب شده اعم از حقیقی و یا حقوقی اکتفا می کنند و حتی از ذکر اشخاصی که قبلاً در پستهای مدیریتی شرکت سمتی داشته اند و احتمالاً اکنون در انتخابات جدید مجدداً انتخاب گردیده اند خودداری نموده و سخنی به میان نمی آورند. بنابراین در بررسی دلایل تغییر مدیریت و تفکیک این تغییرات براساس عامل تغییر، مشکلاتی وجود دارد.

### روش تحقیق

روشی را که برای تحقیق مزبور مورد استفاده قرار گرفته است از نوع علی-مقایسه ای (پس-رویدادی) بوده که به صورت توصیفی انجام گرفته است. هدف در این تحقیق، توصیف نمودن پدیده تغییر مدیریت است، که بر طبق تعریف روش تحقیق توصیفی، اجرای آن صرفاً می تواند برای شناخت بیشتر شرایط موجود یا یاری رساندن به فرایند تصمیم گیری باشد<sup>۲۶</sup>. یکی از روشهای اجرای تحقیقات توصیفی روش تحقیق علی-مقایسه ای یا پس-رویدادی است. برای اجرای تحقیق، محقق با توجه به متغیر وابسته به بررسی علل احتمالی وقوع آن می پردازد. به عبارت دیگر تحقیق علی-مقایسه ای گذشته نگر بوده و سعی بر آن دارد که از معلول به علت احتمالی پی ببرد. این روش تحقیقی را از این جهت پس-رویدادی نیز می گویند که علت و معلول

پس از وقوع مورد بررسی قرار می‌گیرند. علت اصلی استفاده از این روش به این دلیل است که در برخی موارد، علت یک ویژگی است که قابل دستکاری نمی‌باشد.<sup>۲۷</sup>

در تحقیق انجام گرفته ۵۵ شرکت (به شرح جدول شماره ۱) از بین تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۰ تا پایان سال ۱۳۸۴ انتخاب شده اند که در تمامی آنها تغییر مدیریت به عنوان اتفاق مورد مطالعه و روز برگزاری مجامع عمومی عادی به‌طور فوق‌العاده نیز زمان تغییر مدیریت ( $t_0$ ) خواهد بود. در این تحقیق تغییر در دوسطح مدیریتی ریاست هیات مدیره و مدیریت عامل مورد بررسی قرار می‌گیرد.

تغییر این افراد در مجامع عادی فوق‌العاده به این دلیل به عنوان روز اتفاق<sup>۲۸</sup> انتخاب شده‌است که در بورس اوراق بهادار تهران تغییر این اشخاص در مجامع عادی سالیانه نیز رخ داده است، ولی به همراه تغییر در این دو سطح مدیریتی، اتفاقات دیگری همچون تقسیم سود نقدی و افزایش سرمایه نیز به وقوع پیوسته است که بعد از بازگشایی نماد، قیمت سهام این شرکتها را تحت تاثیر قرار داده‌است لذا تغییرات مدیریتی که بعد از این مجامع اتفاق افتاده است از نمونه‌های آماری تحقیق حذف گردیده‌اند.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

جدول شماره ۱

ردیف	۱	۲	۳	۴	۵
۱	شیشه و گاز	آلومتک	داروسازی داملران رازک	لعا بیران	توسعه معادن روی ایران
۲	تأمین ماسه و ریخته گری	لامیران	کاشی اصفهان	پشم بافی توس	مقره سازی
۳	کاشی نیلو	سولیران	چینی ایران	ایران مریئوس	نسوز پارس
۴	کاشی پارس	نورد و لوله اهواز	ایران گچ	سرمایه گذاری بانک ملی ایران	صنعتی ناب
۵	داروسازی جابرابن حیان	صنعتی جام دارو	سیمان هرمزگان	توسعه صنایع بهشهر	چین چین
۶	سیمان صوفیان	ایران خودرو	پارس دارو	سرمایه گذاری صنایع پتروشیمی	رادیاتور سازی ایران
۷	سیمان خزر	ایران خودرو	قند شیروان قوچان و بجنورد	سرمایه گذاری رنا	فنر سازی زر
۸	ایرانیت	سایپا دیزل	قند پیرانشهر	فرآورده های نسوز آذر	تولیدی تهران
۹	کارتن ایران	لاستیک البرز	صنعتی آزمایش	سیمان دورود	فنر سازی خاور
۱۰	کابل البرز	لاستیک سهند	پارس پامچال	قند مرودشت	سیمان قائن
۱۱	کابل باختر	پلاستیک شاهین	نفت پارس	داده پردازی ایران	سیمان سپاهان

### دوره زمانی مورد بررسی

در بیشتر اوقات، بدون آن که اعلامیه مربوط به تصمیمات اتخاذ شده در مجمع عمومی عادی به طور فوق العاده منتشر شود، پس از برگزاری این مجامع نماد معاملاتی سهام بازگشایی می گردد. بنابراین یک روز قبل از برگزاری مجمع نماد معاملاتی سهم متوقف می شود به طوری که روز تغییر با  $t_0$  و روزهای قبل و بعد از بازگشایی نماد معاملاتی با  $t-1$  و  $t_1$  مشخص می گردند.

دوره زمانی که در آن به بررسی اثر تغییر مدیریت بر قیمت سهام می‌پردازیم نیز ۲۰ روز معاملاتی قبل و ۲۰ روز بعد از تغییر مدیریت (+۲۰ و -۲۰) می‌باشد. دلایل انتخاب این دوره زمانی به عنوان دوره مورد بررسی را می‌توان به شرح زیر بیان نمود که:

(۱) براساس اقدامات انجام گرفته در بخشهای نظارتی سازمان بورس اوراق بهادار ایران که بر بازار اعمال می‌گردد، مجامع عادی به طور فوق العاده به عنوان اتفاقاتی در نظر گرفته می‌شود که تصمیمات اتخاذی در آنها، بر قیمت سهام تاثیر ندارد. بنابراین الزامی به برداشتن حد نوسان قیمت در بازگشایی نماد معاملاتی سهام بعد از برگزاری این مجامع وجود ندارد، لذا با در نظر گرفتن احتمال اینکه این اتفاق بر قیمت به خاطر وجود مانع یادشده نمی‌تواند در روزهای ابتدایی اثر کامل خود را بر قیمت بگذارد و تعیین قیمت واقعی سهام به روزهای بعد تسری خواهد یافت. بنابراین در دوره‌های مختلفی که مورد بررسی قرار گرفته دوره ۲۰ روز معاملاتی که معادل یک‌ماه نیز گردیده، مناسب‌ترین زمان تشخیص داده شده است.

(۲) با توجه به توضیحاتی که در بند فوق اشاره گردید، در صورت بررسی تاثیر عامل تغییر در دوره‌های طولانی، احتمال ورود متغیرهای دیگری غیر از تغییر مدیریت وجود دارد و نیز با توجه به اینکه کنترل این عوامل در این دوره‌ها نسبتاً مشکل می‌باشد، مناسب دیده شد از این رو بررسی دوره بلندمدت نیز صرف نظر شده و با عنایت به اعمال محدودیت حدنوسان قیمت<sup>۲۹</sup> دوره (+۲۰ و -۲۰) مورد بررسی قرار گرفته است.

(۳) یکی دیگر از دلایل انتخاب دوره یادشده را می‌توان در اختلاف زمانی بین برگزاری مجامع عادی به طور فوق العاده و انتشار اطلاعیه مجامع مذکور ذکر نمود که به طور متوسط اختلاف زمانی بین این دو تاریخ در نمونه‌های تحقیق در حدود ۲۳ روز می‌باشد، که اگر این زمان

<sup>29</sup>. Price Limit



با روزهای کاری در بورس اوراق بهادار ایران مقایسه گردد تقریباً به طور میانگین ۱۶ یا ۱۷ روز معاملاتی خواهد بود.

### روش تجزیه و تحلیل

جهت محاسبه بازده محقق شده سهم در هر روز نیز از فرمول زیر استفاده گردید:

$$r = \frac{P_1 - P_t}{P_t}$$

که در آن:

$P_1$ : قیمت پایانی سهام در روز جاری است.

$P_t$ : قیمت پایانی سهام در روز گذشته است.

بازده اضافی هر سهم از طریق تفاوت بین بازده واقعی در روز خاص ( $R_{i,t}$ ) و بازده مورد انتظار بعنوان معیار بازده نرمال در همان روز  $E[R_{i,t}]$  بدست می آید و داریم:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

چندین روش برای تخمین بازده مورد انتظار سهام وجود دارد که در این مطالعه مدل تعدیل شده بازار مورد استفاده قرار گرفته است. بنابراین همان طور که گفته شد برای بررسی رفتار غیر عادی در بازده (بازده اضافی)<sup>۳۰</sup> بر روی دوره تغییر مدیریت مدل تعدیل شده بازار<sup>۳۱</sup> بعنوان معیار بازده مورد انتظار مورد استفاده قرار گرفته است. این مدل بر طبق فرمول زیر می باشد:

30. Abnormal Return Behavior  
31. Market Adjusted Model

$$ARI_{i,t} = Ri_{i,t} - Rmt$$

که در آن:

$Ri_{i,t}$ : بازده سهم  $i$  در زمان  $t$ .

$Rm,t$ : بازده بازار در زمان  $t$ .

$ARI_{i,t}$ : بازده اضافی سهم  $i$  در زمان  $t$ .

می باشند.

برای محاسبه  $Rm,t$  نیز از شاخص بازده نقدی و قیمت بورس اوراق بهادار که روزانه

محاسبه می‌گردد استفاده شده است

$$Rm,t = (Imt - Im0) / Im0$$

که در آن:

$Imt$  = شاخص در روز جاری

$Im0$  = شاخص در روز گذشته

در اندازه‌گیری بازده غیر عادی تجمعی<sup>۳۲</sup> (CAR) نیز بازده غیر عادی سهم  $i$  در دوره‌های

مورد نظر به شیوه زیر محاسبه گردیده است:

$$CAR = \sum AR$$

براساس آزمون‌های مربوط به نرمال بودن داده‌ها مشخص گردید که داده‌های مربوط به

بازدهی غیر عادی و غیر عادی تجمعی دارای توزیع نرمال نیست. بنابراین باید از روش‌های

آماري ناپارامتریک برای مقایسه دو گروه از داده‌ها استفاده کنیم. یکی از بهترین روش‌های انجام

<sup>32</sup>. Cumulative Abnormal Reutern

مقیاسات زوجی ناپارامتریک، آزمون جمعی رتبه‌ای به روش ویلکاکسون است که در ادامه توضیحات مربوط به این آزمون ارائه می‌شود.

### آزمون جمعی رتبه‌ای ویلکاکسون

آزمون جمعی رتبه‌ای ویلکاکسون یکی از آزمون‌های ناپارامتریک است که برای آزمون تساوی میانگین دو جامعه در حالتی که توزیع جوامع نرمال نیست کاربرد دارد. اساس این آزمون رتبه‌هائی است که به هر کدام از مشاهدات اختصاص می‌یابد.

فرض کنید  $\{X_1, X_2, \dots, X_n\}$  و  $\{Y_1, Y_2, \dots, Y_n\}$  دو نمونه تصادفی باشند که به ترتیب از توزیع‌های  $F(x)$  و  $G(x)$  پیروی می‌کنند و مایلیم آزمون زیر را انجام دهیم.

$$H_0: F(z) = G(z)$$

$$H_1: F(z) \geq G(z)$$

برای انجام این آزمون تحت فرضیه صفر یعنی برابری توزیع دو جامعه می‌توان دو نمونه را به صورت یک نمونه  $n+m$  تائی فرض کرد که از یک جامعه گرفته شده‌اند. در این نمونه ترکیبی،  $R_i$  بعنوان رتبه  $X_i$  و  $S_j$  بعنوان رتبه  $Y_j$  در نظر گرفته می‌شوند. اگر مجموع رتبه‌هائی که متغیرهای  $X_i$  در نمونه ترکیبی می‌گیرند با  $W_r$  و مجموع رتبه‌هائی که متغیرهای  $Y_j$  در نمونه ترکیبی می‌گیرند با  $W_s$  نمایش داده شوند داریم:

$$W_r = \sum R_i, i=1, \dots, m$$

$$W_s = \sum S_j, j=1, \dots, n$$

که در آن  $W_r + W_s = N(N+1)/2$  و  $N = n+m$ .

آماره‌های  $W_r$  و  $W_s$  آماره‌های جمعی رتبه‌ای ویلکاکسون نامیده می‌شوند. اگر واقعاً

فرضیه  $H_1$  در آزمون مورد نظر درست باشد یعنی  $F(z) \geq G(z)$  باشد در اینصورت داریم:

$$F(z) = P(X_i \leq z) \geq P(Y_j \leq z) = G(z)$$

نامساوی آخر بیانگر این مطلب است که هر  $Y_i$  شانس آن را دارد که از هر  $X_i$  بزرگتر باشد، عبارت دیگر هر  $S_j$  شانس آنرا دارد که از هر  $R_i$  بزرگتر باشد. بنابراین هرگاه  $W_s = \sum S_j, j=1, \dots, n$  خیلی بزرگ شود یعنی رتبه ای که به  $Y_i$  ها تعلق می گیرد در مجموع از رتبه ای که به  $X$  ها تعلق می گیرد بزرگتر باشد  $H_0$  رد می شود. در نتیجه ناحیه بحرانی برای آزمون بالا به صورت:  $\{W_s \geq k\}$  در می آید.

اگر خطای نوع اول را  $\alpha$  در نظر بگیریم و داشته باشیم:

$$P_{H_0}(W_s \geq W_\alpha) = \alpha$$

آنگاه  $K = W_\alpha$ . در این فرمول مقدار ثابت  $W_\alpha$  به حجم نمونه ها و خطای نوع اول بستگی دارد و برای تعیین آن باید از توزیع  $W$  تحت  $H_0$  استفاده نمود. توزیع  $W$  را برای نمونه های با حجم کم مورد محاسبه قرار می دهند ولی اگر حجم نمونه ها زیاد شود بدست آوردن توزیع دقیق  $W_s$  کاری طاقت فرساست.

### محاسبه میانگین و واریانس آماره ویلکاکسون

با توجه به این که آماره ویلکاکسون بر اساس رتبه های مشاهدات  $Y_i$  در نمونه، ترکیبی است که با  $S_j$  نمایش داده می شود بهتر است که ابتدا میانگین و واریانس  $S_j$  ها بدست آورده شود: به راحتی می توان نشان داد که

$$E(S_j) = (N+1)/2$$

$$\text{Var}(S_j) = (N-1)/2$$

و ضمناً برای هر دو رتبه  $S_j$  ،  $S_i$  ،  $i \neq j$  می توان کوواریانس را بصورت زیر محاسبه نمود<sup>۳۳</sup>:

$$\text{COV}(S_i, S_j) = - (N+1)/12$$

با استفاده از روابط بالا اکنون می توان میانگین و واریانس آماره ویلکاکسون را محاسبه کرد:

$$E(W_s) = E(\sum S_j) = \sum E(S_j) = n(N+1)/2 = n(m+n+1)/2 ,$$

$$j = 1, \dots, n$$

$$\text{Var}(s_j) = \text{Var}(\sum S_j) = \sum \text{Var}(S_j) + \sum \text{Cov}(S_i, S_j) = n(N^2 - 1)/12 - N(N-1)(N+1)/12 = mn(m+n+1)/12$$

### تقریب توزیع نرمال برای آماره ویلکاکسون

با توجه به این که آماره ویلکاکسون متقارن می باشد و همچنین با توجه به این که در نمونه هائی با حجم بالا توزیع آماره ویلکاکسون به سمت توزیع نرمال گرایش پیدا می کند می توان رابطه زیر را برای آن نوشت:

$$W_s \approx N(n(m+n+1)/2, nm(n+m+1)/12)$$

بنابراین می توان آماره  $Z$  را بصورت زیر بدست آورد:

$$Z = \frac{W_s - (n(m+n+1)/2)}{\sqrt{nm(n+m+1)/12}}$$

<sup>۳۳</sup> برای نشان دادن روابط بالا می توان به کتابهای آماری ناپارامتری مراجعه نمود.

با توجه به معلوم بودن  $W_s$ ,  $m$ ,  $n$  مقدار آماره  $Z$  محاسبه شده و با چندک  $(1-\alpha)$  ام توزیع نرمال استاندارد مقایسه می شود و در صورتی که بزرگتر از آن باشد فرضیه صفر رد می گردد. بنابراین می توان گفت که در صورتی که  $\alpha$  بدست آمده توسط آزمون کمتر از ۵ درصد باشد فرضیه  $H_0$  رد می شود. ( قابل ذکر است که هدف اصلی از آزمون کردن این فرضیه نشان دادن وجود تغییر قیمت سهام در دوره قبل از تغییر مدیریت در مقایسه با دوره بعد از تغییر مدیریت مورد بررسی است).

مرحله پایانی آزمون معنی داری تغییرات بازدهی غیر عادی و بازدهی غیرعادی تجمعی است. برای آزمون این فرضیه سعی شده است میانگین رتبه ای و مجموع رتبه ای این دو متغیر در دوره ۲۰ روزه قبل از تغییر مدیریت با دوره ۲۰ روزه بعد از تغییر مورد آزمون قرار گیرند. همانطور که گفته شد نتیجه آزمون با بررسی تغییرات بازدهی غیر عادی و بازدهی غیرعادی تجمعی در دوره قبل از تغییر مدیریت و مقایسه آن با دوره بعد از تغییر مدیریت مشخص می شود.

### آزمون فرضیه

بر اساس آزمون های مربوط به نرمال بودن داده ها مشخص گردید که داده های مربوط به بازدهی غیر عادی و بازدهی غیرعادی تجمعی دارای توزیع نرمال نمی باشند، بنابراین از روش های ناپارامتریک برای مقایسه دو گروه داده ها استفاده می شود. یکی از بهترین روش های انجام مقایسات زوجی ناپارامتریک آزمون جمعی رتبه ای ویلکاکسون<sup>۳۴</sup> است بنابراین جهت آزمون نمودن فرضیه تحقیق از روش یاد شده استفاده می شود.

<sup>34</sup>. Wilcoxon

این تحقیق تنها شامل یک فرضیه می‌باشد که جهت رد یا پذیرش ادعا طی یک دوره زمانی بررسی و نسبت به رد یا قبول آن اقدام گردیده‌است، البته در این فرضیه تغییرات بازدهی غیر عادی و بازدهی غیرعادی تجمعی به صورت مجزا در دوره قبل از تغییر مدیریت با دوره بعد از تغییر مدیریت مقایسه و آزمون شده‌است.

#### **فرضیه تحقیق:** تغییر مدیریت بر قیمت سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.

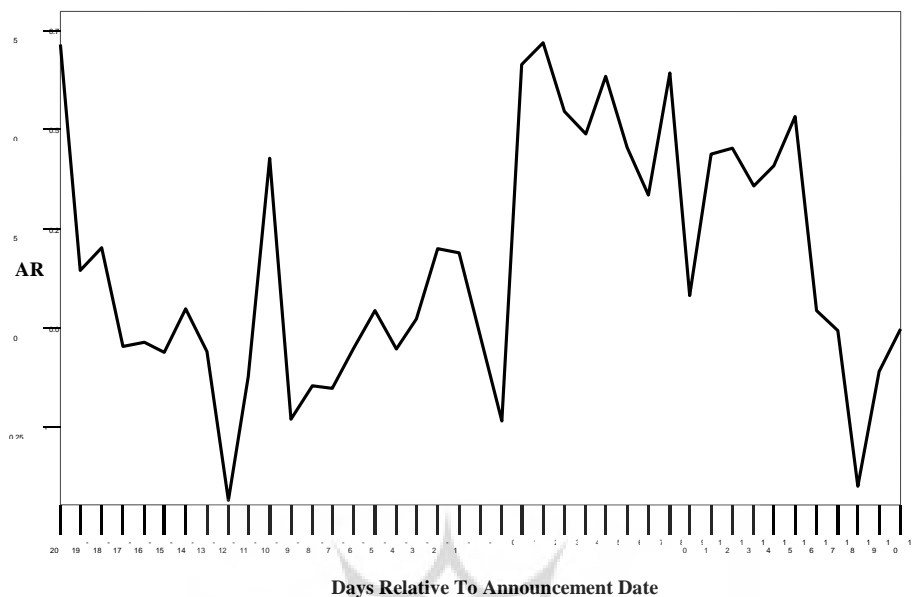
$H_0$ : بازده غیرعادی ۲۰ روز قبل از اتفاق = بازده غیرعادی ۲۰ روز بعد از اتفاق

$H_1$ : بازده غیرعادی ۲۰ روز قبل از اتفاق  $\neq$  بازده غیرعادی ۲۰ روز بعد از اتفاق

$$Z = -3/0.98 \quad P = 0/0.02 \quad P < 0/01$$

سطح معنی داری کوچکتر از یک درصد است. بنابراین با ۹۹ درصد اطمینان فرضیه صفر رد می‌شود. بدین معنا که تفاوت بارز و معناداری بین میانگین رتبه‌های بازده غیرعادی دو دوره وجود دارد طوری که میانگین رتبه‌های بازدهی در ۲۰ روز بعد از تغییر مدیریت متفاوت از میانگین رتبه‌های بازدهی در ۲۰ روز قبل از تغییر مدیریت می‌باشد. همچنین مجموع رتبه‌های بازدهی غیرعادی در ۲۰ روز بعد از تغییر مدیریت نیز بیش از میانگین رتبه‌های ۲۰ روز قبل از تغییر می‌باشد و همان‌طور که از نمودار ۱ نیز برمی‌آید میانگین این تغییرات در دوره بعد از تغییر بیش از دوره قبل از تغییر مدیریت می‌باشد یعنی واکنش قیمت سهام به تغییر مدیریت در دوره ۲۰ روز قبل از آن نسبت به دوره ۲۰ روز بعد از کمتر است. بنابراین تغییر مدیریت سبب تغییر قیمت‌ها گردیده و بر آنها تأثیر گذاشته است و در نتیجه فرضیه تحقیق تأیید می‌شود.

نمودار شماره ۱: نمودار توزیع میانگین بازدهی غیرعادی در طول دوره‌های روزانه مورد بررسی



**فرضیه تحقیق:** تغییر مدیریت بر قیمت سهام شرکت‌ها تاثیر دارد.

$H_0$ : بازدهی غیرعادی تجمعی ۲۰ روز قبل از اتفاق = بازدهی غیرعادی تجمعی ۲۰ روز بعد اتفاق

$H_1$ : بازدهی غیرعادی تجمعی ۲۰ روز قبل از اتفاق  $\neq$  بازدهی غیرعادی تجمعی ۲۰ روز بعد اتفاق

$$Z = -5/599 \quad P = 0/00 \quad P < 0/01$$

سطح معنی داری کوچکتر از ۰/۰۱ است. بنابراین بنابراین با ۰/۹۹ اطمینان فرضیه صفر رد می‌شود. تفاوت معناداری بین میانگین رتبه‌ای بازده غیرعادی تجمعی دو دوره وجود دارد به گونه‌ای که میزان آن در ۲۰ روز قبل کمتر از ۲۰ روز بعد از تغییر مدیریت می‌باشد. همچنین در مورد مجموع رتبه ای بازدهی غیرعادی تجمعی در ۲۰ روز قبل از تغییر مدیریت نیز کمتر از مجموع رتبه‌ای ۲۰ روز بعد از تغییر می‌باشد.

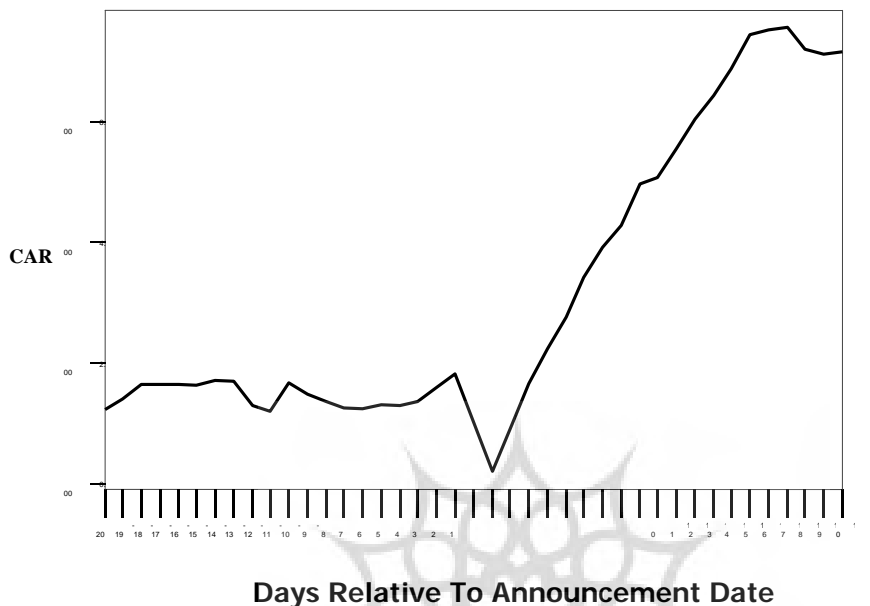


مطابق نمودار ۲ و جداول ۲ و ۳ نیز همان گونه که می توان برداشت نمود در دوره بعد از تغییر میزان تغییرات میانگین این بازدهی بسیار بیشتر از دوره قبل از تغییر بوده است به طوری که میانگین بازدهی غیر عادی در دوره ۲۰ روزه قبل از تغییر روند نسبتاً ثابتی را نشان می دهد در صورتی که در بعد از ۲۰ روز بعد از تغییر روند میانگین بازدهی غیرعادی صعودی و رو به افزایش است و از این طریق اثرات ناشی از اتفاق را می توان بر قیمت سهام مشاهده نمود. بنابراین می توان نتیجه گرفت که تغییر مدیریت سبب تغییر قیمت ها گردیده و بر آنها تاثیر گذاشته است و در نتیجه فرضیه تحقیق تأیید می شود.



نمودار شماره ۲: نمودار توزیع میانگین بازدهی غیرعادی تجمعی در طول دوره‌های روزانه

مورد بررسی



جدول شماره ۲

	دوره مدیریت	N	Mean Rank	Sum of Rank
بازده غیرعادی	۲۰ روز قبل از تغییر مدیریت	۱۰۸۰	۱۰۳۸/۹۳	۱۱۲۲۰۳۹/۵۰
	۲۰ روز بعد از تغییر مدیریت	۱۰۸۰	۱۱۲۲/۰۷	۱۲۱۱۸۴۰/۵۰
	<b>Total</b>			<b>۲۱۶۰</b>
بازدهی غیرعادی تجمعی	۲۰ روز قبل از تغییر مدیریت	۱۰۸۰	۱۰۰۵/۳۶	۱۰۸۵۷۸۹/۵۰
	۲۰ روز بعد از تغییر مدیریت	۱۰۸۰	۱۱۵۵/۶۴	۱۲۴۸۰۹۰/۵۰
	<b>Total</b>			<b>۲۱۶۰</b>

جدول شماره ۳

	AR	CAR
Mann-Whitney U	۵۳۸۲۹۹/۵۰۰	۵۰۲۰۴۹/۵۰۰
Wilcoxon W	۱۱۲۲۰۳۹/۵۰۰	۱۰۸۵۷۸۹/۵۰۰
Z	-۳/۰۹۸	-۵/۵۹۹
Asymp. Sig. (2-tailed)	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰

### نتایج تحقیق

در این تحقیق سعی بر این بوده است که با استفاده از روش آماری یادشده اثرات ناشی از تغییرات مدیریت بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران در دوره چهارساله از ابتدای سال ۱۳۸۰ تا پایان ۱۳۸۳ مورد بررسی قرار گیرد.

نتیجه کلی که از این تحقیق به دست می‌آید، بیانگر اثر ناشی از تغییر مدیریت بر قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران می‌باشد. یعنی علیرغم آنکه از دید اکثریت، تغییر مدیریت برای اکثر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس یک رخداد معمولی قلمداد می‌شود و از دید مسولین سازمان بورس نیز به این اتفاق اهمیت چندانی در جهت کشف قیمت سهام داده نمی‌شود، ولی همانگونه که نتایج آزمون فرضیه در قسمت قبل نیز نشان داد، میانگین بازدهی غیرعادی تجمعی در روزهای قبل از تغییر مدیریت روند نسبتاً یکنواختی را دنبال می‌کند، در حالی که در اولین روز بعد از برگزاری مجمع عمومی عادی به‌طور فوق‌العاده، این بازدهی کاهش نشان می‌داد ولی در باقی‌مانده دوره ۲۰ روزه مورد بررسی روند صعودی را دنبال کرده‌اند که اثر ناشی از تغییر مدیریت را نشان می‌دهد.

همان‌طور که در نمودار ۲ نیز نشان داده شده است روند میانگین بازدهی غیر عادی تجمعی در دوره بعد از تغییر مدیریت افزایشی بوده و تغییر مدیریت بر قیمت سهام اثر گذاشته است. علاوه بر این، چون میانگین بازدهی غیر عادی قبل از تغییر مدیریت در دوره مورد بررسی تفاوت معنی داری با تغییرات بازدهی غیر عادی در دوره بعد از تغییر مدیریت دارد بنابراین فرضیه تاثیر تغییر مدیریت بر قیمت سهام تأیید می‌شود. البته علیرغم وجود مانع‌های معاملاتی اعمالی در بورس اوراق بهادار ایران همانند حد نوسان قیمت که در تغییرات مدیریتی مانع از کشف قیمت در دوره بعد از تغییر مدیریت می‌شود، تحقیق مزبور توانسته است اثرات ناشی از تغییر مدیریت بر قیمت سهام شرکت‌ها را نشان داده و شاید یکی از عوامل اصلی در تعیین ارزش واقعی سهام به دلیل اثر ناشی از اتفاق مذکور باشد.



### منابع و مأخذ

- ۱- آذر، عادل . مومنی، منصور . (۱۳۸۲)، "آمار و کاربرد آن در مدیریت". جلد دوم- تحلیل آماری.. تهران. انتشارات سمت
- ۲- بازرگان، عباس. حجازی، الهه. سرمد، زهره . (۱۳۷۶). " روش تحقیق در علوم رفتاری". تهران. نشر آگه
- ۳- فروند، جان . (۱۳۸۳). " آمار ریاضی". عمیدی، علی . وحیدی اصل، محمدقاسم. تهران، مرکز نشر دانشگاهی
- 4- Bonnier,K.A. and R. F.Bruner. "An Analysis of Stock Price Reaction to Management Changes in Distressed Firms". Journal of Accounting and Economic 1989(11) . 95-106
- 5- Dahay,J, and McConnell.J.J."Outside directors and corporate board decisions". Journal of Corporate Finance 2005(11). 37-60
- 6- Deangelo ,H and L.E. Deangelo. " Proxy Contest and the Governance of Publicly Hold Corporation." Journal of Finance Economic. 1989(23) 23-59
- 7- Denis, D. and D. Denis. " Performance change following top management dismissals." Journal of Finance. 1995 (50). pp 1029-57
- 8- Fama , E, F. " Agency Problem and the Theory of the Firm." Journal of Political Economy. 1980(88). 288-307
- 9- Fama , E, F and M.C.Jensen. "Separation of Ownership and Control." Journal of Law and Economy. 1983 (36). 301-335
- 10- Furtado , E. and M. Rozeff. " The Wealth effects of company initiated management changes." Journal of Financial Economic. 1987 . pp147-160
- 11- Furtado , E.P and V. Karan. " Cause , Consequences, and Shareholder Wealth Effects of Management Turnover: A Review of the Empirical Evidence." Financial Management. 1990(19). 60-75

- 12- McIntosh,W., R.C .Rogers, C.F Sirman, and Y.Liang.” Stock Price and Management Changes: The Case of REITs.” Real Estate Economic. 1994(22). 515-526
- 13- M. Gonzales, and U.Grary. "CEO and director turnover in Venezuela". IESA 2004. 1-48
- 14- Nelson.J. " Corporate governance practices, CEO characteristics and Firm performance". Journal of Corporate Finance 2005(11). 197-228
- 15- Sanjai Bhagat and Robert Romano . “ Empirical Studies of Corporate Law “. Handbook of Law and Economic .2004
- 16- Sirmans.G.S.,Friday. H.S, Price R.M. "Do Management Changes Matter? An Empirical Investigation of REIT Performance ". 2004
- 17- Shlefier ,A . and R. W. Vishny. “ Large Shareholder and Corporte Control.” Journal of Political Economy. 1986(19). 461-488
- 18- Warner.J.B, R.L.Watts, K.H.Wruck." Stock Price and Top Management Changes". Journal of Financial Economic 1988(20). 461-492
- 19- Weisbach, M. “ Outside directors and CEO turnover.” Journal of Financial Economics. 1988(20). pp 431-460

