



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال دهم، شماره سی و هفتم، تابستان ۱۴۰۱

صفحات ۲۳۰-۲۰۹



مقاله پژوهشی

بررسی تأثیر حفاظت از حقوق سهام‌داران بر ریسک سقوط قیمت سهام: آزمون اثربخشی نظریه رفتار کنش‌گر<sup>۱</sup>

حسن ولیان<sup>۲</sup>، مهدی صفری گرایلی<sup>۳</sup>، محمدرضا عبدلی<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۰/۰۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۱/۱۷

#### چکیده

هدف این پژوهش بررسی اثربخشی نظریه رفتار کنش‌گر نسبت به تأثیر حفاظت از حقوق سهام‌داران بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این پژوهش تعداد ۹۶ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفتند. در این پژوهش به منظور سنجش حفاظت از حقوق سهام‌داران از معیارهایی همچون کیفیت اطلاعات حسابداری، شاخص اثربخشی کنترل‌های داخلی، شاخص حق رأی سهام‌داران، شاخص تمرکز مالکیت و شاخص راهبری شرکتی بر اساس الگوی تصمیم‌گیری چندمعیاره به روش تاپسیس و وزن‌دهی به روش آنتروپی استفاده شده است. همچنین، برای سنجش ریسک سقوط قیمت سهام از دو معیار چولگی منفی بازده سهام و نوسان‌های پایین به بالا استفاده شد و برای سنجش نظریه رفتار کنش‌گر (محرک-پاسخ) از انگیزه رقابتی مدیران با استفاده از شکاف پاداش مدیران مورد سنجش قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد، حفاظت از حقوق سهام‌داران تأثیر منفی و معنی‌داری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. همچنین مشخص گردید انگیزه رقابتی به عنوان معیار نظریه رفتار کنش‌گر، تأثیر منفی حفاظت از حقوق سهام‌داران بر ریسک سقوط قیمت سهام را تقویت می‌کند.

**واژگان کلیدی:** حفاظت از حقوق سهام‌داران، ریسک سقوط قیمت سهام، انگیزه رقابتی.

**طبقه‌بندی موضوعی:** *G40, M41, M12*

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2019.25170.2013

۲. گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شاهرود، ایران. (نویسنده مسئول). E-mail: Hasan.valiyan@yahoo.com

۳. دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بندرگز، ایران. Email: Mehdi.safari83@yahoo.com

۴. دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شاهرود، ایران. E-mail: MRA830@yahoo.com

## مقدمه

با توسعه همه‌جانبه علم روانشناسی به ویژه، علوم رفتاری و نفوذ طبیعی دستاوردهای این علم در سایر علوم انسانی به تدریج چارچوب تئوریک این علوم از قبیل جامعه‌شناسی، اقتصاد، مدیریت و نیز، حسابداری و مدیریت مالی در فرآیند تطبیقی تحت تأثیر علوم رفتاری قرار گرفت و در عمل نقطه عطفی به لحاظ نظری در پژوهش‌های علوم انسانی به وجود آمد. نکته اساسی در این فراگرد، آمادگی و تمایل سرمایه‌گذاران (حقیقی و حقوقی) در بازارهای مالی و سرمایه، به سرمایه‌گذاری می‌باشد. در واقع دارندگان سرمایه در این بازارها برای ترغیب به سرمایه‌گذاری به دو اطمینان نیاز دارند. نخست، اطمینان از سودآوری و دوم، اطمینان از عدم تعرض به سرمایه آن‌ها (ندری و حسینی، ۱۳۹۴: ۱۶۰). از آنجا که ثبات قوانین و مقررات و حاکمیت نظم و قانون که باعث محترم شمردن قراردادهای و حمایت از سرمایه‌های بخش خصوصی می‌شود را می‌توان از عوامل مهم اطمینان سرمایه‌گذاران از عدم تعرض به حمایت از سرمایه‌هایشان دانست (لاراین و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸: ۱۷۶)، در واقع سرمایه‌گذاران خواستار بازده زیاد بوده و از ریسک پرهیز می‌نمایند. در نتیجه، می‌توان اینگونه نتیجه‌گیری کرد که آنان به دنبال اطمینان خاطر در سرمایه‌گذاری هستند (صمدی و مهرپور، ۱۳۹۲: ۸۹).

بنابراین، پژوهش حاضر به دنبال بررسی این مسئله است که در صورت حفاظت مطلوب از سرمایه‌گذار، بازده سهام شرکت‌ها دچار سقوط می‌شود یا خیر؟ از طرف دیگر، تا چه اندازه وجود محرک‌های مالی در بین مدیران شرکت‌ها می‌تواند پاسخ مناسبی به نیازهای اطلاعات سهام‌داران را به همراه داشته باشد؟ در پاسخ به سؤال اول باید بیان نمود، حفاظت از سرمایه‌گذار مانع از سقوط قیمت سهام می‌شود. چرا که مدیران و سهام‌داران عمده را با محدودیت‌هایی در پنهان کردن اخبار بد و تقلب مواجه می‌کند (ژانگ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸: ۲۵۹). قوانین حاکم بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس توجه زیادی به حقوق سرمایه‌گذاران می‌کنند، زیرا شرکت‌ها موظف به افشای اطلاعات حسابداری با کیفیت و ارائه گزارش‌های مالی شفاف به منظور کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی بین افراد درون و بیرون سازمان هستند (آکرون و سامدانی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷: ۳). بنابراین، این مسئله باعث افزایش هوشیاری سرمایه‌گذاران داخلی در اقدام به موقع و در نتیجه، حفظ سرمایه‌گذاری آنها می‌شود. همچنین، حفاظت از سرمایه‌گذار باعث افزایش هزینه سلب مالکیت می‌گردد. در چنین شرایطی، مدیران و سهام‌داران عمده کار سختی برای ارائه عملکرد ضعیف و پرهزینه و در نتیجه، رانت‌جویی به نفع خود دارند. همچنین، شرکت‌ها با استفاده از نظارت بیرونی قادر هستند تا ضمن شناسایی انحراف منابع، اقدام به تنبیه آن دسته از افراد درون سازمانی نمایند که درصد پنهان کردن اخبار بد بوده‌اند. در نتیجه، حفاظت از سرمایه‌گذار باعث کاهش احتمال وقوع سقوط قیمت سهام می‌شود (جان و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶: ۸۲). چرا که در این صورت به دلیل وجود نظارت‌ها اخبار بد درون شرکت انباشته نمی‌شود و این موضوع ضمن افزایش میزان شفافیت‌های اطلاعاتی، باعث کاهش ریسک

1. Larrain et al
2. Zhang et al
3. Akron & Samdani
4. John et al

سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود. از طرف دیگر، افزایش میزان انگیزه‌های مالی مدیران در قالب استراتژی‌های رقابتی، می‌تواند ضمن پر رنگ‌تر کردن معیارهای ارزیابی مدیران، عملکردهای آنان را همسوتر با انتظارات ذی‌نفعان و سهام‌داران تقویت نماید و باعث افزایش نظارت‌ها جهت حفاظت از حقوق سهام‌داران و در نتیجه کاهش ریسک سقوط قیمت سهام گردد. بر مبنای نظریه «محرک و پاسخ»<sup>۱</sup> یا «شرطی‌سازی کنش‌گر»<sup>۲</sup>، می‌بایست بیان نمود، زمانی که پاداش‌ها به صورت رقابتی بین مدیران در نظر گرفته می‌شود، رفتارهای پاسخگرایانه در واکنش به محرک پاداش، شکل می‌گیرند و این موضوع باعث تقویت انگیزه‌های آن‌ها در جهت عملکردهای شفاف‌تر برای حفاظت از حقوق سهام‌داران می‌شود و این موضوع ریسک سقوط قیمت سهام را می‌تواند تحت تأثیر قرار دهد (هلجی‌هاب و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵: ۲۵۳).

باتوجه به توضیحات داده شده، این پژوهش به دنبال بررسی نقش تعدیل‌کننده تئوری کنش‌گر (محرک-پاسخ) بر تأثیر حفاظت از حقوق سهام‌داران بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌باشد.

## مبانی نظری

### حفاظت از حقوق سهام‌داران<sup>۴</sup>

مطالعات بسیاری پیرامون تأثیر مثبت حفاظت از حقوق سهام‌داران بر پیشرفت مالی شرکت‌ها صورت پذیرفته است. حفاظت قانونی مطلوب از سهام‌داران باعث افزایش اشتیاق آنها در خرید دارایی‌های مالی بیشتر نظیر سرمایه و بدهی می‌شود، چرا که بیشتر سود یک شرکت به جای اینکه توسط افراد داخل سازمان مصادره شود به سوی آنها سرازیر می‌گردد. در عوض، حفاظت از حقوق سهام‌داران و کاهش سوء استفاده‌های افراد داخل سازمان باعث تسهیل روند سرمایه‌گذاری مالی شرکت‌ها در خارج از سازمان و در نتیجه، توسعه بازارهای مالی می‌شود (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۶: ۱۲۸). از آنجا که در بسیاری از کشورها سوء استفاده از سهام‌داران خرد توسط سهام‌داران عمده امری رایج است، حمایت از سهام‌داران یک موضوع حیاتی است. میزان سوء استفاده با توجه به ضعف حاکمیت شرکتی می‌تواند شکل‌های متفاوتی به خود بگیرد؛ از جمله می‌توان به فروش دارایی‌ها با قیمت کمتر به سهام‌داران عمده و یا انتصاب خویشاوندان ناشایسته و پرداخت‌های بیش از حد به آنها با سفارش سهام‌داران عمده را اشاره نمود (آلتاف و احمدشاه<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸: ۳۷). سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی (OECD) حقوق سهام‌داران به صورت مجموعه‌ای از ۷ جزء تعریف نموده است (هایدر<sup>۶</sup>، ۲۰۰۹: ۱):

- حقوق اساسی سهام‌داران که مهمترین آنها شامل؛ نقل و انتقال سهام، دریافت اطلاعات مربوط و با اهمیت در مورد شرکت بطور منظم و به هنگام، حضور و اعمال رأی در مجامع عمومی، نصب و عزل اعضای هیئت مدیره، سهام‌داران در سود شرکت.

1. Stimulus and Response
2. Operant Conditioning Behavior
3. Helge Hab et al
4. Investor Protection
5. Altaf & Ahamad Shah
6. Haidar

- حق شرکت در تصمیمات مربوط به تغییرات بنیادین در شرکت‌ها که شامل؛ اصلاحات اساسنامه یا دیگر اسناد حاکمیتی مشابه، تصویب انتشار سهام اضافی و مبادلات غیر عادی شامل؛ انتقال تمام یا بخش اعظم دارائی‌ها، که منجر به فروش (واگذاری) شرکت می‌شود.
- حق شرکت مؤثر و رأی دادن در مجمع عمومی که مهمترین آنها شامل؛ قرار گرفتن اطلاعات کافی و به هنگام در مورد زمان، مکان و دستور جلسه مجمع عمومی، قرار دادن فرصت مناسب برای سهام‌داران جهت طرح سئوالات و خواسته‌هایشان از هیأت مدیره و مشارکت مؤثر سهام‌داران در تصمیمات کلیدی حاکمیت شرکتی، مانند نامزدی و انتخاب اعضای هیأت مدیره، تسهیل شود.
- افشای ساختارهای سرمایه‌ای که موجب می‌شود سهام‌داران خاصی به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیت دست یابند.
- کارایی و شفافیت امور حاکم بر انجام معاملات عمده (بلوک‌های کنترلی) سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار.
- تسهیل شرایط اعمال حقوق مالکیتی سهام‌داران، شامل؛ سهام‌داران نهادی.
- امکان مشورت سهام‌داران با یکدیگر در مورد موضوعات مربوط به حقوق اساسی سهام‌داری خود (جلیلی و معصوم‌پور، ۱۳۹۷: ۱۶۶).

### نظریه محرک-پاسخ (شرطی سازی کنش‌گر)

یکی از مشهورترین نظریه‌های تبیین‌کننده تقویت انگیزش، نظریه محرک-پاسخ است. در این نظریه دو نوع رفتار از هم متمایز می‌شوند؛ رفتارهای واکنشی (غیر ارادی) و رفتارهای کنشی (ارادی). در این نظریه تأکید می‌شود که باید رفتارهای ارادی افراد را مورد توجه قرار داد؛ به این ترتیب که پس از متمایز ساختن رفتارهای ارادی مفید، از رفتارهای ارادی بی‌فایده یا مضر، باید رفتارهای ارادی مفید را تقویت کرد و رفتارهای بی‌فایده یا مضر را تضعیف کرد یا آنها را حذف نمود. این فراگرد «بررسی» و «تقویت یا حذف» رفتار را اصطلاحاً نظریه محرک-پاسخ (شرطی سازی کنش‌گر) می‌نامند (هلجی‌هاب و همکاران، ۲۰۱۵: ۲۵۱). این موضوع در انگیزه‌های رفتاری مدیران شرکت‌های سهامی، بر اساس تئوری «نماینندگی» از اهمیت چندانی در حیطه‌های تصمیم‌گیری مدیران برخوردار است (کلینگر و کاکس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴: ۶). اسکینر به منظور تشریح نظریه فوق، بر رفتارهای پاسخ‌گر و رفتارهای کنش‌گر تمرکز نمود. رفتارهای پاسخ‌گر رفتارهایی هستند که بر مبنای یک محرک برانگیخته می‌شوند و باعث تقویت مثبت یا منفی در رفتار می‌گردد. در حالی که رفتارهای کنش‌گر می‌تواند ناشی از وجود عوامل تحریک‌کننده یا حتی غریزی باشد که فرد از خود نشان می‌دهد (فیلد و کاکس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸: ۱۲). در ادبیات مالی باتوجه به وجود مسائل نمایندندگی، تمرکز بر عوامل رفتاری مدیران، می‌تواند به عنوان محرکی جهت ایجاد انگیزش در مدیران به منظور کاهش هزینه‌های نمایندندگی و حرکت در مسیر منافع سهام‌داران ضروری به نظر می‌رسد (سل و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۰: ۲۵) در حالی که

1. Klinger & Cox  
2. Field & Cox  
3. Sell et al

این موضوع در پژوهش‌های داخلی کمتر مورد توجه قرار گرفته است. بر مبنای این نظریه، زمانی که پاداش‌ها به صورت رقابتی بین مدیر با سایر مدیران یا بین فرد با خود فرد اختصاص می‌یابد، به عنوان یک محرک انگیزشی، رفتارهای پاسخ‌گرایانه را به همراه خواهد داشت و این موضوع باعث تقویت انگیزه‌های آن‌ها در جهت عملکردهای شفاف‌تر برای سهام‌داران می‌شود. تحت این شرایط، رفتارهای کنش‌گر مدیران به تدریج در آن‌ها نهادینه می‌شود.

### پیشینه تجربی

بریگیر و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) پژوهشی تحت عنوان «مسئولیت اجتماعی، حفاظت از حقوق سهام‌داران و هزینه حقوق صاحبان سهام» انجام دادند. دوره زمانی پژوهش ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۴ بود و تعداد ۱۹۱۸۳ مشاهده مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد مسئولیت اجتماعی و حفاظت از حقوق سهام‌داران بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. به عبارت دیگر با افزایش افشای مسئولیت اجتماعی و حفاظت از حقوق سهام‌داران، هزینه تأمین مالی شرکت‌ها به دلیل افزایش اطمینان و اعتماد سرمایه‌گذاران به شرکت‌ها کاهش خواهد یافت. ژانگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) پژوهشی تحت عنوان «انگیزه رقابتی مدیرعامل بر ارائه تجدید صورت‌های مالی: شواهدی از کشور چین» انجام دادند. در این پژوهش شرکت‌های فعال در بورس کشور چین در بازه زمانی ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۵ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج پژوهش نشان داد انگیزه رقابتی مدیرعامل بر تجدید ارائه صورت‌های مالی تأثیر منفی و معنی‌داری دارد و دوره تصدی این ارتباط را به سمت منفی تقویت می‌کند، در صورتی که انتصاب مدیرعامل جدید از درون شرکت، ارتباط مثبت انگیزه رقابتی با تجدید ارائه صورت‌های مالی را تقویت می‌کند. لاراین و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیرپذیری محافظت حقوق سهام‌داران از کنترل شرکت» انجام دادند. در این پژوهش از داده‌های شرکت‌های اتحادیه اروپا استفاده شد و طی بازه زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۴ مورد بررسی قرار گرفتند. در این پژوهش به منظور سنجش محافظت از حقوق سهام‌داران از ۴ معیار؛ کیفیت اطلاعات حسابداری، ترکیب هیأت مدیره، تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی استفاده شد و برای سنجش کنترل شرکت‌ها از اثربخشی کنترل داخلی استفاده شد. نتایج نشان داد، اثربخشی کنترل داخلی بر محافظت از حقوق سهام‌داران، تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد و باعث افزایش اثربخشی سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها می‌شود. جلیلی و معصوم‌پور (۱۳۹۷) اثر حقوق سهام‌داران و مالکیت درونی بر مدیریت سود را بررسی نمودند. جامعه آماری پژوهش فوق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، در این پژوهش اطلاعات مالی ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ بررسی شده است. نتایج پژوهش با استفاده از الگوی رگرسیون چندمتغیره و روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت، نشان داد که بین حقوق سهام‌داران و اقلام تعهدی اختیاری رابطه منفی و معنی‌داری وجود داشته، اما بین سطح مالکیت درونی و اقلام تعهدی اختیاری رابطه معنی‌داری مشاهده نشده است. ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۶)

1. Breguer et al
2. Zhang et al
3. Larrain et al

پژوهشی تحت عنوان تأثیر کیفیت حسابرسی و رعایت حقوق سهام‌داران بر احتمال گزارشگری متقلبانه انجام دادند. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ مورد استفاده قرار گرفت. نتایج پژوهش با استفاده از الگوی رگرسیون چندمتغیره و روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت، نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ کیفیت حسابرسی اثر منفی و معنی‌داری بر احتمال گزارشگری متقلبانه در صورت‌های مالی دارد. به عبارت دیگر، با افزایش کیفیت حسابرسی احتمال تقلب و میزان مدیریت سود کاهش می‌یابد. همچنین نتایج پژوهش بیانگر رابطه منفی و معنی‌داری بین رعایت حقوق سهام‌داران و احتمال گزارشگری متقلبانه می‌باشد.

### توسعه فرضیه‌ها

شرکت‌ها از طریق ارائه صورت‌های مالی و تحکیم حیطه‌های نظارت راهبری خود می‌توانند به تقویت حفاظت از حقوق سهام‌داران کمک نمایند و باعث تقویت جذابیت‌های سرمایه‌گذاری در این بازار گردند. طبق استاندارد حسابداری شماره ۱، هدف از صورت‌های مالی ارائه اطلاعاتی شفاف و طبقه‌بندی شده درباره وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف پذیری مالی واحد تجاری است که برای طیفی گسترده از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، با هدف حفظ منافع سهام‌داران و سرمایه‌گذاران افشا می‌شود. از طرف دیگر، شرکت‌ها با تقویت و مستحکم نمودن حیطه‌های نظارتی از طریق نظام راهبری خود تلاش می‌کند وظیفه مباشرتی خود را در حد قوانین و آیین‌نامه‌های نظارتی تقویت نماید و از این طریق اعتماد و اطمینان نسبت به حفظ منافع سهام‌داران را در آنها تقویت نماید (ژانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸: ۳). در واقع، سه رویکرد برای تأثیرگذاری حفاظت از حقوق سهام‌داران بر ریسک سقوط قیمت سهام مطرح می‌باشد. ابتدا، برای حفاظت مطلوب‌تر از سرمایه‌گذاران بیرونی، شرکت‌ها اقدام به افشای اطلاعات حسابداری شفاف و با کیفیت می‌کنند. هاتون و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) معتقدند که شرکت‌های دارای گزارش‌های مالی غیرشفاف، از ریسک سقوط بالاتری نیز برخوردارند. بنابراین، شرکت‌هایی که حفاظت بهتری از سرمایه‌گذاران خود می‌کنند به مراتب از ریسک سقوط پایین‌تری نیز برخوردارند. دوم، اما در مقابل شرکت‌ها از طریق سلب مالکیت سرمایه‌گذاران بیرونی که به منظور حفظ منابع سهام‌داران عمده از جانب مدیریت صورت می‌پذیرد، باعث می‌گردند ضمن زیر پا گذاشتن حقوق سرمایه‌گذاران، ریسک سقوط را محتمل‌تر نمایند. در این راستا، بولتون و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) در پژوهش خود بیان نمودند، سهام‌داران عمده، مدیران را ترغیب به اتخاذ یک رویکرد کوتاه‌مدت جهت افزایش قیمت سهام و سوء استفاده از سرمایه‌گذاران بیرونی می‌کنند. راه‌های گوناگون موجود جهت پنهان کردن عملکرد شرکت نظیر هموارسازی سود (کریشنهیتز و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۲)، انگیزه‌های سرمایه‌ای (کیم و همکاران، ۲۰۱۱) و اجتناب مالیاتی (کیم و همکاران، ۲۰۱۱)

1. Zhang et al
2. Hutton et al
3. Bolton et al
4. Kirschenheiter et al

در نهایت منجر به سقوط قیمت سهام می‌گردد. در واقع در تقابل با این عملکردها باید گفت حفاظت از منافع سرمایه‌گذاران بیرونی باعث کاهش قدرت افراد درون سازمان جهت بهره‌برداری شخصی از سود شرکت می‌شود، و سرانجام، کاهش ریسک سقوط را در پی خواهد داشت. سوم، حفاظت از سرمایه‌گذاران از طریق نظارت بیرونی باعث کاهش وقوع ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردد. از یک سو، نظارت بیرونی قادر به شناسایی انحراف منابع و تنبیه آن دسته از افراد درون شرکت می‌شود که اقدام به پنهان کردن اخبار بد نموده‌اند.

پژوهش حاضر درصدد است تا شواهدی نظام‌مند پیرامون رابطه منفی بین حفاظت از سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط سهام شرکت ارائه نماید. بر این اساس، فرضیه این پژوهش بیان می‌دارد که شرکت‌های دارای سطح بالای حفاظت از سرمایه‌گذار کمتر خطر سقوط قیمت سهام را احساس می‌کنند. بر این اساس فرضیه اول پژوهش بیان می‌دارد:

#### فرضیه اول: حفاظت از حقوق سهام‌داران بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر منفی دارد.

یکی از سرمایه‌گذاری‌های ویژه شرکت‌ها، پیاده‌سازی و استفاده از نظارت‌های اثربخش نظیر؛ کمیته‌های حسابرسی و کنترل‌های داخلی به عنوان یکی از وظایف مدیران شرکت‌ها، جهت حفاظت از حقوق سهام‌داران و سرمایه‌گذاران می‌باشد (مهربان پور و همکاران، ۱۳۹۶: ۱۲۲). با توجه به این که مدیران بر حسب هزینه‌های نمایندگی انگیزه‌های فرصت‌طلبانه بیشتر و محتمل‌تری ممکن است داشته باشند، همواره برای حفظ منافع خود تلاش می‌کنند در مسیر خواسته سهام‌داران عمده حرکت نمایند و این موضوع می‌تواند به دلیل پنهان‌سازی انگیزه‌های رفتاری آن‌ها، ضمن زیر پا گذاشتن حقوق سهام‌داران دیگر، باعث افزایش ریسک سقوط قیمت سهام گردند. با وجود انگیزه‌های رقابتی در مدیران این انتظار وجود دارد، بدلیل اینکه شرکت برحسب توانمندی‌های مدیر، منافع مادی و معنوی او را تأمین می‌کند، این موضوع می‌تواند باعث هم‌راستایی بیشتر انگیزه‌های مدیریت با حفظ حقوق سهام‌داران و در نهایت، کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شود. به عبارت دیگر، مدیران دارای انگیزه‌های رقابتی در جهت حداکثرسازی ثروت سهام‌داران و ارضای خواسته‌ها و انتظارات سهام‌داران تلاش می‌نمایند. بنابراین، بر اساس منافع سهام‌داران می‌کوشند تا از طریق شفافیت‌های اطلاعاتی و ارائه به موقع اخبار و اطلاعات به سهام‌داران و سرمایه‌گذاران با حفظ استراتژی محافظت از حقوق سهام‌داران، باعث کاهش ریسک سقوط قیمت سهام گردند.

بر اساس نظریه اثربخشی نظریه رفتار کنش‌گر در راستای تئوری نمایندگی، مکانیزم‌های راهبری شرکت‌ها تلاش می‌کنند از طریق معیارهای انگیزشی همچون پاداش، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند و از طریق تقویت انگیزه‌های مدیران نظارت‌های لازم را به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی ایجاد کنند. بر این اساس، ساختارهای حاکمیتی شرکت‌ها با تزریق محرک‌هایی همچون پاداش، تلاش می‌کنند عملکردهای منفعت‌طلبانه مدیران را به سمت رویکردهای محافظتی از حقوق سهام‌داران و سرمایه‌گذاران تقویت نمایند تا با افشای به موقع اطلاعات مانع از انباشته شدن و در نهایت، سقوط قیمت سهام شوند (کائو

و لو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸: ۴). در واقع انگیزه‌های رقابتی باعث می‌شود تأثیر حفاظت از حقوق سهام‌داران بر ریسک سقوط قیمت سهام در جهت منفی بیشتر تقویت شوند و موجب ایجاد انگیزه‌های بیشتر در سرمایه‌گذاران برای خرید سهام شرکت می‌گردد. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند:

**فرضیه دوم: انگیزه‌های رقابتی تأثیر منفی حفاظت از حقوق سهام‌داران بر ریسک سقوط قیمت سهام را تقویت می‌کند.**

مطالعه حاضر بنا به چند دلیل می‌تواند در بازار سرمایه کشور ما مهم تلقی شود. نخست، اینکه به دلیل شفاف نبودن قوانین و آیین‌نامه‌های نظارتی بر عملکردهای شرکت‌ها، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی چندان اثربخشی لازم را برای حفاظت از منافع سهام‌داران جزء ندارد و انتقال ثروت به سوی سهام‌داران عمده بسیار پررنگ است. دوم، اگرچه تلاش‌های بسیاری صرف بهبود حاکمیت شرکتی، پاسخگویی و شفافیت بیشتر همچون الزام به وجود کنترل‌های داخلی و کمیته‌های حسابرسی صورت پذیرفته است، اما کماکان، وجود سیستم‌های ناکارآمد اطلاعاتی باعث افزایش ریسک سقوط قیمت سهام و بحران در ماندگی مالی شرکت‌ها شده است. سوم، واکنش‌های زیادی در سال‌های اخیر به منظور رقابتی‌تر شدن بازار سرمایه صورت پذیرفته است که این موضوع باعث شده است بسیاری از شرکت‌ها برای از دست ندادن سهام بازار خود از افشای اخبار بد خودداری نمایند و بنابراین، ریسک سقوط قیمت سهام در مورد شرکت‌های زیادی محتمل شده باشد.

### روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده از نوع پژوهش‌های نیمه‌تجربی پس‌رویدادی در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ تشکیل می‌دهد و نمونه انتخابی نیز، شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

۱. شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آنها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۳ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۷ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.
  ۲. سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  ۳. طی سال‌های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
  ۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).
  ۵. طول وقفه انجام معاملات در این شرکت‌ها طی دوره زمانی مذکور بیشتر از ۳ ماه نباشد.
- پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۹۶ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. داده‌های پژوهش حاضر از لوح‌های فشرده آرشو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس



اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از نرم افزار ره‌آورد نوین استخراج گردید. تجزیه و تحلیل نهایی داده‌های گردآوری شده نیز با استفاده از نرم افزار Eviews صورت گرفته است.

## متغیرهای پژوهش

### متغیرهای مستقل

متغیر مستقل این پژوهش حفاظت از حقوق سهام‌داران می‌باشد که به پیروی از مطالعات گذشته همچون نیومن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۵)؛ پرساکیس و ایترادیس<sup>۲</sup> (۲۰۱۶)؛ ژانگ و همکاران (۲۰۱۷) و کالپر و اینیسا<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) به منظور سنجش حفاظت از حقوق سهام‌داران، از معیارهایی همچون؛ کیفیت اطلاعات حسابداری، شاخص اثربخشی کنترل‌های داخلی، شاخص حق رأی سهام‌داران، شاخص تمرکز مالکیت و شاخص راهبری شرکتی بر اساس الگوی تصمیم‌گیری چندمعیاره به روش تاپسیس و وزن‌دهی به روش آنروپی استفاده شده است.

- **کیفیت اطلاعات حسابداری:** هرچه اطلاعات حسابداری مبتنی بر افشای کیفیت اقلام تعهدی بالاتر باشد، می‌توان این‌طور استنباط نمود که سطح حفاظت از حقوق سهام‌داران بالاتر است، چرا که شرکت از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به دنبال افزایش قدرت تصمیم‌گیری سهام‌داران می‌باشد (نادری و همکاران، ۱۳۹۷: ۸۶).
- **اثربخشی کنترل داخلی:** شرکت‌ها بر اساس پوشش نقاط ضعف خود به دنبال افزایش اثربخشی کنترل‌های داخلی خود هستند تا از این طریق بتوانند هم‌راستایی مطلوب‌تری بین عملکردهای مالی خود با استانداردهای حسابرسی ایجاد نمایند. این موضوع می‌تواند به افزایش سطح اطمینان و اعتماد سهام‌داران نسبت به عملکردهای شرکت کمک‌کننده باشد (توانگر حمزه کلایی و اسکافی‌اصل، ۱۳۹۷: ۱۹۰).
- **وجود سهام‌داران دارای حق رأی:** اگر شرکت‌ها در تصمیم‌گیری‌های عمومی از نمایندگان سهام‌داران نیز نظرخواهی نماید، این موضوع می‌تواند به افزایش سطح تعامل شرکت با سهام‌داران منجر شود و ضمن کاهش هزینه‌های نمایندگی، پای‌بندی خود به حفظ منابع سهام‌داران را نیز اعلام نمایند (ستایش و ابراهیمی، ۱۳۹۳: ۶۳).
- **سهام‌شناور آزاد:** هر قدر میزان سهام‌شناور آزاد در شرکت‌ها بالاتر باشد، این موضوع می‌تواند به عنوان قابلیت معامله شدن سهام در بازارها استنباط گردد و نشان دهد که دارندگان آن سهام به دنبال مالکیت نیستند و درصد زیادی از سهام در اختیار سهام‌داران می‌باشد (ایدی<sup>۴</sup>، ۲۰۰۱: ۱۲).

1. Newman et al
2. Persakis & Iatridisa
3. Klapper & Inessa
4. Ide

▪ درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره: هر اندازه درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره بالاتر باشد، باعث می‌شود حیطه نظارت‌های وسیع‌تری بر عملکردهای مدیرعامل اعمال شود و موجب تقویت حفاظت از حقوق سهام‌داران نهادی می‌گردد (ژانگ و همکاران، ۲۰۱۷: ۵).

لذا، در این پژوهش نیز تلاش می‌شود تا بر اساس معیارهای یاد شده رتبه بالاتر شرکت‌ها از مجموعه عوامل را انتخاب و آن را به عنوان معیار حفاظت از حقوق سهام‌داران قلمداد شود. ماتریس تصمیم برای تفکیک شرکت‌های حفاظت از حقوق سهام‌داران و شرکت‌های فاقد حفاظت از حقوق سهام‌داران در روش تاپسیس در جدول ۱ نشان داده شده است.

**جدول ۱. ماتریس تصمیم برای تفکیک شرکت‌های دارای حفاظت از حقوق سهام‌داران**

درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره	تمرکز مالکیت	سهام‌داران دارای حق رأی	اثربخشی کنترل داخلی	اطلاعات حسابداری
X <sub>۱۲</sub>	...	...	...	X <sub>۱m</sub>
X <sub>۲۲</sub>	...	...	...	X <sub>۲m</sub>
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
X <sub>n</sub>	...	...	...	X <sub>nm</sub>

اساس این روش بر این مفهوم استوار است که گزینه انتخاب شده باید کمترین فاصله را با راه‌حل ایده‌آل مثبت (شاخص مطلوب) و بیشترین فاصله را با راه‌حل ایده‌آل منفی (شاخص منفی) داشته باشد. در این ماتریس، شاخصی که دارای مطلوبیت یکنواخت افزایشی (جنبه مثبت) است، شاخص سود نامیده می‌شود و شاخصی که مطلوبیت یکنواخت کاهش (جنبه منفی) دارد، شاخص هزینه است. در این پژوهش مطابق جدول ۱، شاخص‌های تفکیک‌کننده شرکت‌های دارای حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران، از مطلوبیت افزایشی (جنبه مثبت) برخوردارند. بنابراین، شاخص سود به حساب می‌آیند. همچنین، از آنجا که شاخص‌ها برای تصمیم‌گیرنده اهمیت یکسانی ندارد، نخست وزن شاخص‌ها بر اساس روش آنتروپی شانون به دست آمد و سپس به الگوریتم تاپسیس وارد شدند. برای محاسبه وزن شاخص‌ها، ابتدا ماتریس تصمیم‌گیری مطابق جدول ۱ تشکیل می‌شود. در این جدول  $X_{ij}$  ارزش شاخص‌های متناسب با هر گزینه است. برای اجرای فرآیند تکنیک آنتروپی ابتدا  $P_{ij}$  متناسب با رابطه ۱ محاسبه می‌شود:

$$P_{i,j} = \frac{X_{i,j}}{\sum_{i=1}^m X_{i,j}} ; \forall i,j \quad (1)$$

مرحله دوم، محاسبه شاخص عدم اطمینان است. برای این منظور ابتدا ارزشی به نام  $E_{ij}$  به صورت رابطه ۲ محاسبه می‌شود. سپس، عدم اطمینان یا درجه انحراف  $d_i$  که بیان می‌کند شاخص مربوط به چه میزان اطلاعات مفید برای تصمیم‌گیری در اختیار تصمیم‌گیرنده قرار می‌دهد، به دست می‌آید. این عدم اطمینان به کمک رابطه ۳ محاسبه می‌شود.

$$E_j = -k \sum_{i=1}^m (P_{i,j} \times \ln P_{i,j}); \forall i,j, k ; k = \frac{1}{\ln m} \quad (2)$$

$$d_j = 1 - E_j ; \forall j \quad (3)$$

در نهایت وزن شاخص‌ها مطابق رابطه ۴ محاسبه می‌شود.

$$W_j = \frac{d_j}{\sum_{i=1}^n d_i} \quad (4)$$

در صورتی که تصمیم‌گیرنده از قبل وزن خاصی  $\lambda_j$  را برای شاخص در نظر گرفته باشد، وزن جدید  $W'_j$  به صورت رابطه ۵ محاسبه می‌شود.

$$W'_j = \frac{\lambda_j W_j}{\sum_{j=1}^n \lambda_j W_j} \quad (5)$$

برای رتبه‌بندی به روش تاپسیس، در گام اول، ماتریس تصمیم نرمال شده محاسبه می‌شود؛ در گام دوم، ماتریس تصمیم نرمال موزون به دست می‌آید؛ در گام سوم، راه حل ایده‌آل مثبت و در گام سوم، راه حل ایده‌آل منفی تعیین می‌شود؛ در گام چهارم، به دست آوردن میزان فاصله هر گزینه تا ایده‌آل‌های مثبت و منفی است؛ در گام پنجم، نزدیکی نسبی گزینه به راه حل ایده‌آل تعیین شده و در گام ششم، گزینه‌ها رتبه‌بندی می‌شوند. بعد از رتبه‌بندی، شرکت‌های نمونه بر حسب میانه در دو دسته قرار گرفتند. دسته‌ای که رتبه بالاتری داشت، شرکت‌های دارای حفاظت از حقوق سهام‌داران (۴۴) محسوب شد و به آن‌ها ۱ اختصاص یافت و دسته‌ای که کم‌ترین رتبه را کسب کرد، شرکت‌های فاقد حفاظت از حقوق سهام‌داران (۵۲) شناسایی شد و به آن‌ها صفر تعلق گرفت. رتبه‌بندی گزینه‌ها به ترتیب ارجح بودن و بر اساس نزدیکی به راه‌حل‌های ایده‌آل صورت گرفت. گزینه مطلوب گزینه‌ای است که از لحاظ نسبی، نزدیکی بیشتری به راه‌حل‌های ایده‌آل داشته باشد.

### متغیر وابسته

متغیر وابسته پژوهش حاضر ریسک سقوط قیمت سهام (CRASH) است که برای اندازه‌گیری آن مطابق با پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۱)؛ برادشاو و همکاران (۲۰۱۰)؛ کیم و همکاران (۲۰۱۱)، کالین فانگ (۲۰۱۱) و اندرو و همکاران (۲۰۱۳) از دو معیار استفاده شده است. معیار اول ریسک سقوط قیمت سهام، چولگی منفی بازده سهام (NCSKEW) است که از طریق رابطه ۶ محاسبه می‌گردد:

$$NCSKEW_{it} = - \left[ n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum w_{i,\theta}^3 \right] / \left[ (n-1)(n-2) (\sum w_{i,\theta}^2)^{\frac{3}{2}} \right] \quad (6)$$

در رابطه فوق،  $W_{i,\theta}$  بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  در ماه  $\theta$  و  $n$  تعداد بازده ماهانه مشاهده شده طی سال مالی می‌باشد. در این مدل هرچه مقدار ضریب چولگی منفی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض سقوط قیمت سهام بیشتری قرار خواهد بود. بازده ماهانه خاص شرکت که با  $W_{i,\theta}$  نشان داده می‌شود، برابر است با لگاریتم طبیعی عدد ۱ به علاوه عدد باقی مانده  $(\varepsilon_{i,\theta})$  که از رابطه ۷ محاسبه می‌گردد:

$$W_{i,\theta} = \ln(1 + \varepsilon_{i,\theta}) \quad (7)$$

در رابطه فوق،  $\varepsilon_{i,t}$  بازده باقی مانده سهام شرکت  $i$  در ماه  $\theta$  است که از طریق مقادیر باقی مانده حاصل از برآورد مدل زیر محاسبه می‌شود:

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_{1i}r_{m,t-2} + \beta_{2i}r_{m,t-1} + \beta_{3i}r_{m,t} + \beta_{4i}r_{m,t+1} + \beta_{5i}r_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

در رابطه ۸،  $r_{i,t}$  بازده سهام شرکت  $i$  در ماه  $\theta$  و  $r_{m,t}$  بازده بازار در ماه  $\theta$  است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود. دومین معیار ریسک سقوط قیمت سهام، نوسان‌های پایین به بالا (DUVOL) بوده که برای اندازه‌گیری آن ابتدا میانگین بازده خاص شرکت‌ها محاسبه و سپس داده‌های مربوط به آن به دو دسته کمتر از میانگین و بیشتر از میانگین تفکیک شده و انحراف معیار هریک به‌طور مجزا محاسبه می‌شود. سپس برای محاسبه نوسان‌های پایین به بالا، از رابطه ۹ استفاده می‌گردد.

$$Duvol_{i,t} = \log \left( \frac{Down_{i,t}}{Up_{i,t}} \right) \quad (9)$$

که در آن  $Down_{i,t}$  انحراف معیار مشاهدات کمتر از میانگین و  $Up_{i,t}$  انحراف معیار مشاهدات بیشتر از میانگین برای بازده خاص شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

#### متغیر تعدیل‌کننده

انگیزه رقابتی به عنوان معیار اثربخشی نظریه رفتار کنشگر در این پژوهش به عنوان متغیر تعدیل‌کننده مورد توجه می‌باشد و به پیروی از پژوهش کارازیانو و پاریگی<sup>۱</sup> (۱۹۹۸)؛ بوگنانو<sup>۲</sup> (۲۰۰۱) و برایان و میسون<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) از لیائو و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۹)؛ لین و لو<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) از لگاریتم طبیعی شکاف پاداش مدیران استفاده می‌شود که طبق رابطه ۱۰ محاسبه می‌شود.

$$compensation\ gap_{it} = compensation_{it} - compensation_{it-1} \quad (10)$$

بر این اساس،  $compensation_{it}$  پاداش شرکت  $i$  در زمان  $t$  و  $compensation_{it-1}$  پاداش شرکت  $i$  در زمان  $t-1$  است.

#### متغیر کنترلی

در این پژوهش برخی از مهم‌ترین متغیرهایی که بر مبنای مطالعات قبلی به عنوان عوامل موثر بر ریسک سقوط قیمت سهام شناخته شده‌اند، به عنوان متغیرهای کنترلی مدنظر قرار گرفتند که عبارتند از:

1. Graziano & Parigi
2. Bognanno
3. Braynan & Mason
4. Liao et al
5. Lin & Lu

اندازه شرکت: شرکت‌های بزرگ جهت تامین وجوه مورد نیاز خود انگیزه دارند تا از طریق افزایش کیفیت گزارشگری مالی و فرآیند افشای اطلاعات، هزینه سرمایه خود را کاهش دهند. از این‌رو، در شرکت‌های بزرگ احتمال کمتری برای انباشت و عدم افشای اخبار بد وجود دارد که این موضوع از ورود ناگهانی توده اخبار بد به بازار جلوگیری نموده و در نتیجه، ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد (کیم و زانگ، ۲۰۱۰؛ ودیعی نوقابی و رستمی، ۱۳۹۳). بنابراین، اندازه شرکت که از طریق از لگاریتم خالص فروش سالیانه شرکت اندازه‌گیری می‌شود، به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است.

**اهرم مالی:** خان و واتز (۲۰۰۹) و کائو و همکاران (۲۰۱۶) استدلال می‌کنند که در شرکت‌های اهرمی احتمال بیشتری برای اقامه دعاوی حقوقی وجود دارد که این به نوبه خود می‌تواند احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش دهد. بر این اساس، اهرم مالی نیز به عنوان متغیر کنترلی مدنظر قرار گرفته شده که از تقسیم مجموع بدهی بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

**فرصت‌های رشد:** شرکت‌های با فرصت رشد بالا بازده سهام آن‌ها پر نوسان‌تر است و احتمال بیشتری وجود دارد که زیان‌های بزرگی را تجربه کنند که این موارد احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد (خان و واتز، ۲۰۰۹). بنابراین، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان معیار فرصت‌های رشد و یکی دیگر از متغیرهای کنترلی لحاظ شده است.

**سودآوری:** در رابطه با سودآوری انتظار می‌رود که شرکت‌های سودآور، ریسک سقوط قیمت سهام پایین‌تری را تجربه کنند (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹؛ ودیعی نوقابی و رستمی، ۱۳۹۳). لذا، بازده حقوق صاحبان سهام نیز به عنوان سنج سودآوری و یکی دیگر از متغیرهای کنترلی وارد مدل شده است که از تقسیم سود خالص بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.

**عدم تجانس سرمایه‌گذاران:** از طریق تفاوت بین متوسط گردش تصادفی سهام در سال جاری و سال گذشته محاسبه می‌شود که متوسط گردش تصادفی سهام نیز از تقسیم حجم معاملات ماهانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشر شده طی ماه بدست می‌آید. این متغیر در پژوهش‌های هانگ و استین (۲۰۰۳) و کائو و همکاران (۲۰۱۶) نیز به عنوان یک عامل بالقوه موثر بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت و متغیر کنترلی بکار گرفته شده است.

### مدل پژوهش

به منظور آزمون فرضیه پژوهش اول از رابطه رگرسیونی (۱۱) استفاده می‌شود.

$$\text{Crash}_{it} = a + \gamma IP_{it} + \beta X_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

در رابطه ۱۱؛ متغیرهای  $IP_{it}$  و  $\text{Crash}_{it}$  به ترتیب بیانگر ریسک سقوط قیمت سهام و حفاظت از سرمایه‌گذاران شرکت  $i$  در زمان  $t$ ، متغیر  $X_{it-1}$ ، مجموع متغیرهای کنترلی شرکت  $i$  در زمان  $t$  و  $\varepsilon_{it}$  نیز، باقیمانده رگرسیون است.

به منظور آزمون فرضیه پژوهش دوم از رابطه رگرسیونی (۱۲) استفاده می‌شود.

$$\text{Crash}_{it} = a + \gamma \text{IP}_{it} + \delta \text{TI}_{it} + \theta \text{IP}_{it} \times \text{TI}_{it} + \beta \text{X}_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

در رابطه فوق،  $\text{TI}_{it}$  انگیزه رقابتی<sup>۱</sup> شرکت  $i$  در زمان  $t$  است. از آنجا که در این پژوهش برای سنجش ریسک سقوط قیمت سهام از دو معیار ضریب چولگی منفی بازده سهام (NGSKEW) و نوسان‌های پایین به بالا (DUVOL) استفاده شده است، مدل فوق برای هر یک از دو معیار ریسک سقوط قیمت سهام به صورت جداگانه برآورد می‌گردد. همچنین، به دلیل آنکه داده‌های ترکیبی از نظر تعداد مشاهدات، پایین بودن احتمال همخطی بین متغیرها، کاهش تورش برآورد و ناهمبندی واریانس بر مدل‌های مقطعی یا سری زمانی برتری دارند (گجراتی، ۲۰۰۹)، به منظور برآورد مدل‌های پژوهش حاضر از تکنیک داده‌های ترکیبی استفاده شده است.

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

#### آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۲)، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد نشان می‌دهد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	مشاهدات	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
چولگی منفی بازده سهام	۴۸۰	-۰/۱۵۲	-۰/۲۲۹	-۳/۳۰۹	۳/۶۱۸	۲/۰۱۶
نوسان پایین به بالا	۴۸۰	-۰/۳۴۷	-۰/۳۹۷	-۳/۶۰۳	۳/۱۱۴	۱/۰۱۸
اندازه شرکت	۴۸۰	۱۲/۱۳۷	۱۲/۰۶۱	۱۰/۴۸۵	۱۴/۴۹۷	۰/۶۱۸
اهرم مالی	۴۸۰	۰/۵۸۳	۰/۵۸۹	۰/۰۹۱	۱/۱۳۲	۰/۳۸۹
فرصت‌های رشد	۴۸۰	۲/۶۹۲	۲/۲۸۲	-۸/۳۸۱	۱۷/۰۷۴	۱/۶۰۶
سودآوری	۴۸۰	۰/۱۰۷	۰/۱۱۹	-۰/۳۹۸	-۰/۴۵۶	۰/۱۱۲
عدم تجانس سرمایه‌گذاران	۴۸۰	-۰/۰۸۷	۰/۰۰۸	-۱۵/۰۵۴	۱۵/۰۵۱	۸/۶۸۹

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌گونه که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، بر اساس آمار توصیفی باید بیان نمود میانگین چولگی منفی بازده سهام و نوسان پایین به بالا به ترتیب برابر با  $-۰/۱۵۲$  و  $-۰/۳۴۷$  می‌باشد که به عنوان معیارهای ریسک سقوط قیمت سهام مطرح هستند. ملاحظه مقدار میانگین متغیر اهرم مالی نیز حکایت از آن دارد که به طور متوسط حدود ۵۸ درصد از دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی از طریق استقراض، تامین مالی شده اند. نکته قابل توجه دیگر این جدول، بیشتر بودن ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اغلب شرکت‌های

نمونه از ارزش دفتری آن است که ملاحظه مقدار میانگین متغیر فرصت‌های رشد ۲/۶۹۲ در جدول فوق، گواه این مدعاست.

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

در داده‌های ترکیبی ابتدا از آزمون F لیمر استفاده می‌شود تا تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها مشخص گردد. باتوجه به نتایج مندرج در جدول ۳، سطح معنی‌داری آماره F لیمر برای تمامی مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرضیه صفر آزمون رد شده و بیانگر آن است که برای تخمین مدل‌های پژوهش باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود.

**جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر برای مدل‌های پژوهش**

مدل	معیار ریسک سقوط	مقدار آماره F	سطح معنی‌داری	نتیجه
مدل (۱)	چولگی منفی بازده سهام	۶/۱۰۵	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
مدل (۱)	نوسان‌های پایین به بالا	۵/۸۴۴	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
مدل (۲)	چولگی منفی بازده سهام	۶/۶۱۳	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
مدل (۲)	نوسان‌های پایین به بالا	۵/۹۰۸	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی

منبع: یافته‌های پژوهش

سپس باتوجه به تابلویی بودن مدل، باید برای تعیین نوع داده‌های تابلویی (روش اثرات ثابت یا تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شود. همان‌طور که در جدول (۴) نیز ملاحظه می‌شود، باتوجه به نتایج این آزمون و سطح معنی‌داری آن، در تمامی مدل‌ها فرضیه صفر رد می‌شود. لذا لازم است که مدل‌ها به روش اثرات ثابت برآورد گردد.

**جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی**

مدل	معیار ریسک سقوط	مقدار آماره $\chi^2$	سطح معنی‌داری	نتیجه
مدل (۱)	چولگی منفی بازده سهام	۱۴/۲۰۲	۰/۰۲۹	روش اثرات ثابت
مدل (۱)	نوسان‌های پایین به بالا	۱۳/۰۳۵	۰/۰۴۱	روش اثرات ثابت
مدل (۲)	چولگی منفی بازده سهام	۱۷/۷۱۹	۰/۰۱۸	روش اثرات ثابت
مدل (۲)	نوسان‌های پایین به بالا	۱۷/۱۶۲	۰/۰۳۱	روش اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

علاوه بر این، نتایج آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس در اجزای اخلاص مدل نیز حاکی از وجود ناهمسانی واریانس بوده است. برای رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته<sup>۱</sup> (GLS) برای برآورد مدل‌ها استفاده شده است.

همچنین، به منظور اطمینان از عدم وجود مشکل همخطی بین متغیرهای توضیحی، آزمون همخطی با استفاده از عامل تورم واریانس (VIF) مورد بررسی قرار گرفت. باتوجه آن که مقادیر این آماره برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۱۰ است، لذا هم‌خطی بین آن‌ها وجود ندارد. در نهایت، به منظور آزمون همبستگی بین اجزاء خطای مدل از آماره دوربین-واتسن استفاده گردید که نتایج آن در جدول‌های (۵) و (۶) ارائه شده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول (برآورد مدل شماره ۱) به طور جداگانه بر اساس هر یک از دو معیار ضریب چولگی منفی بازده سهام (NCSKEW) و نوسان‌های پایین به بالا (DUVOL) برای ریسک سقوط قیمت سهام، در جدول (۵) نشان داده شده است.

#### جدول ۵. نتایج برآورد مدل اول بر اساس دو معیار ریسک سقوط قیمت سهام

VIF	نوسان بالا به پایین			ضریب چولگی منفی بازده سهام			متغیرها
	DUVOL		نوع ارتباط	NCSKEW		نوع ارتباط	
	آماره t	ضریب رگرسیونی		آماره t	ضریب رگرسیونی		
-	-۳/۱۵۸	-۰/۷۱۹*	؟	-۳/۳۵۵	-۰/۷۶۹*	؟	عرض از مبدا
۱/۳۰۲	-۲/۹۰۷	-۰/۰۲۷*	-	-۲/۶۸۹	-۰/۰۲۴*	-	حفاظت از سهام‌داران
۱/۳۰۸	-۴/۵۹۳	-۰/۰۸۵*	-	-۴/۷۸۹	-۰/۰۸۹*	-	اندازه شرکت
۱/۳۰۶	۲/۷۴۶	۰/۰۷۷*	+	۲/۲۰۵	۰/۰۶۴**	+	اهرم مالی
۱/۳۱۱	۰/۲۳۴	۰/۰۰۱	+	۰/۴۱۵	۰/۰۰۱	+	فرصت‌های رشد
۱/۳۱۵	-۱/۶۹۹	-۰/۰۰۷	-	-۲/۰۶۹	-۰/۰۱۰**	-	سودآوری
۱/۳۱۹	۰/۷۱۴	۰/۰۱۶	+	۰/۹۸۹	۰/۰۱۱	+	عدم تجانس سرمایه‌گذاران
	۰/۶۰۵		ضریب تعیین	۰/۶۱۴			ضریب تعیین
	۰/۵۷۷		ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۵۸۵			ضریب تعیین تعدیل‌شده
	۱۲/۶۴۱*		آماره F	۱۴/۳۷۳*			آماره F
	۱/۹۱		آماره دوربین واتسن	۱/۹۳			آماره دوربین واتسن

نکته: \*\*بیانگر معنی‌داری آماری در سطح خطای ۵٪ می‌باشد. \*بیانگر معنی‌داری آماری در سطح خطای ۱٪ می‌باشد.

منبع: یافته‌های پژوهش

ملاحظه مقادیر آماره‌های F در این جدول، بیانگر معنی‌داری کلی مدل‌های رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است. مقادیر آماره دوربین-واتسن نیز حکایت از عدم وجود مشکل خود همبستگی در میان جملات پسماند دارد. همان‌گونه که در این جدول مشهود است، ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر حفاظت از حقوق سهام‌داران در هر دو مدل منفی و در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار بوده که حاکی از وجود رابطه منفی معنی‌دار بین حفاظت از حقوق سهام‌داران و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت می‌باشد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود. نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز در جدول (۶) ارائه شده است.



جدول ۶. آزمون فرضیه دوم پژوهش

VIF	نوسان بالا به پایین			ضریب چولگی منفی			متغیرها
	DUVOL			NCSKEW			
	ضریب رگرسیونی	نوع ارتباط	آماره t	ضریب رگرسیونی	نوع ارتباط	آماره t	
-	-۰/۷۸۱*	؟	-۲/۳۰۷	-۰/۷۶۳*	؟	-۲/۳۰۷	عرض از مبدا
۱/۳۱۳	-۰/۰۳۶*	-	-۲/۰۱۴	-۰/۰۳۱*	-	-۲/۰۱۴	حفاظت از سهام‌داران
۱/۳۱۵	-۰/۰۱۶*	-	-۲/۷۰۵	-۰/۰۱۴*	-	-۲/۷۰۵	انگیزه رقابتی
۱/۳۲۱	-۰/۰۱۱*	-	-۲/۹۱۴	-۰/۰۱۷*	-	-۲/۹۱۴	انگیزه رقابتی*حفاظت سهام‌داران
۱/۳۱۸	-۰/۰۸۳*	-	-۴/۶۳۸	-۰/۰۸۷*	-	-۴/۶۳۸	اندازه شرکت
۱/۳۱۱	۰/۱۶۲**	+	۳/۰۵۱	۰/۰۹۲*	+	۳/۰۵۱	اهرم مالی
۱/۳۰۸	۰/۰۰۱	+	۰/۴۸۳	۰/۰۰۱	+	۰/۴۸۳	فرصت‌های رشد
۱/۳۱۲	-۰/۰۱۹	-	-۱/۹۸۵	-۰/۰۳۴**	-	-۱/۹۸۵	سودآوری
۱/۳۱۴	۰/۰۷۵۹	+	۱/۰۱۳	۰/۰۲۵	+	۱/۰۱۳	عدم تجانس سرمایه‌گذاران
۰/۶۴۳	ضریب تعیین			۰/۶۵۲	ضریب تعیین		
۰/۶۱۸	ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۶۲۲	ضریب تعیین تعدیل شده		
۱۶/۴۷°	آماره F			۱۷/۵۲۳°	آماره F		
۱/۹۲	آماره دوربین واتسن			۱/۹۵	آماره دوربین واتسن		

نکته: \*\*بیانگر معنی‌داری آماری در سطح خطای ۵٪ می‌باشد. \*بیانگر معنی‌داری آماری در سطح خطای ۱٪ می‌باشد.

منبع: یافته‌های پژوهش

با نگاهی به مقادیر آماره F و سطح معنی‌داری آن می‌توان دریافت که مدل‌های رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد به‌طور کلی معنی‌دار است. همچنین، بررسی مقادیر آماره دوربین واتسن موید عدم وجود خود همبستگی بین اجزای اخلاقی هر یک از مدل‌های رگرسیون می‌باشد. همان‌طور که در جدول فوق نیز ملاحظه می‌شود، ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر تعاملی (انگیزه رقابتی\*حفاظت سهام‌داران) در هر دو مدل منفی و در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار است. بدین ترتیب، فرضیه دوم پژوهش نیز در سطح خطای ۵ درصد تایید می‌گردد. می‌توان گفت انگیزه رقابتی، تأثیر حفاظت از حقوق سهام‌داران بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت را تشدید می‌کند.

### نتیجه‌گیری و بحث

هدف این پژوهش بررسی نقش تعدیل‌کننده انگیزه‌های رقابتی در قالب تئوری محرک-پاسخ بر تأثیر حفاظت از حقوق سهام‌داران بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان داد، حفاظت از حقوق سهام‌داران تأثیر منفی و معنی‌داری بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها دارد. در واقع، شرکت‌ها از طریق ارائه صورت‌های مالی و تحکیم حیطه‌های نظارت راهبری خود می‌توانند به تقویت حفاظت از حقوق سهام‌داران کمک نمایند و این موضوع ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را کاهش خواهد داد، چرا که وجود این نظارت‌ها باعث کاهش انباشت اخبار بد در شرکت‌ها می‌شود. به عبارت دیگر، شرکت‌ها با تقویت و مستحکم نمودن حیطه‌های نظارتی از طریق نظام راهبری خود تلاش می‌کند وظیفه مبادرتی

خود را در حد قوانین و آیین‌نامه‌های نظارتی تقویت نماید و از این طریق اعتماد و اطمینان نسبت به حفظ منافع سهام‌داران را از طریق کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در سهام‌داران را تقویت نماید. در واقع شرکت‌هایی که پای‌بند به حفظ حقوق سرمایه‌گذاران خود هستند، ریسک کمتری را برای سرمایه‌گذاری به سهام‌داران وارد می‌نمایند و این موضوع می‌تواند انگیزه‌های سطح سرمایه‌گذاری را از جانب آن‌ها تقویت نماید. همچنین، باید بیان نمود، حفاظت از منافع سهام‌داران از طریق افزایش سطح نظارت‌های اثربخش و افشای اطلاعات با کیفیت حسابداری، باعث کاهش قدرت افراد درون شرکت جهت بهره‌برداری شخصی از سود شرکت و سرانجام، به کاهش ریسک سقوط قیمت سهام منجر خواهد شد.

به علاوه، نتیجه این پژوهش نشان داد شرکت‌ها از طریق افزایش اثربخشی کنترل داخلی، افشای با کیفیت اطلاعات حسابداری، شناور نمودن سهام شرکت و وجود ترکیب هیأت مدیره منسجم غیر موظف می‌تواند مانع از انگیزه‌های منفعت‌طلبی ذی‌نفعان درون شرکت و نیز، کاهش احتمال سقوط قیمت سهام شود، چراکه افشای به موقع از انباشته شده اخبار بد، بدون اطلاع سهام‌داران جلوگیری می‌کند و باعث می‌گردد شرکت‌ها عملکردهای خود را منطبق با انتظارات سهام‌داران و تغییرات بازار هدفمندتر نمایند. پژوهش‌های ژانگ و همکاران (۲۰۱۸)؛ ژئو و همکاران (۲۰۱۴)؛ کلاپر و اینسا<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) نتیجه این فرضیه را تأیید نمودند.

همچنین، نتیجه فرضیه دوم پژوهش نشان داد، انگیزه‌های رقابتی تأثیر منفی حفاظت از حقوق سهام‌داران بر ریسک سقوط قیمت سهام را تقویت می‌کند. در واقع انگیزه‌های رقابتی باعث می‌گردد تا مدیران در جهت حفاظت از حقوق سهام‌داران گام بردارند، چراکه برحسب تئوری شرطی‌سازی کنش‌گر، افراد در مقابل محرک‌هایی همچون محرک مالی، پاسخ‌های مناسبی از خود ارائه می‌دهند که در بحث تئوری‌های مالی رفتاری و نیز در استراتژی‌های حاکمیت شرکتی این موضوع می‌تواند بسیار مورد توجه قرار گیرد. باتوجه به اینکه مدیران برحسب هزینه‌های نمایندگی انگیزه‌های فرصت‌طلبانه بیشتر و محتمل‌تری ممکن است داشته باشند، همواره برای حفظ منافع خود تلاش می‌کنند در مسیر خواسته سهام‌داران عمده به منظور تثبیت جایگاه خود حرکت نمایند و این موضوع می‌تواند به دلیل پنهان‌سازی انگیزه‌های رفتاری آن‌ها، ضمن زیرپا گذاشتن حقوق سهام‌داران دیگر، باعث افزایش ریسک سقوط قیمت سهام گردند. اما وجود انگیزه‌های رقابتی در مدیران باعث می‌شود به دلیل اینکه شرکت برحسب توانمندی‌های مدیر، منافع مادی و معنوی او را تأمین می‌کند، آن‌ها نیز هم‌راستایی بیشتری منافع سهام‌داران داشته باشند و باعث شود تا ریسک سقوط قیمت سهام کاهش یابد. از نگاهی دیگر نیز باید بیان نمود، بر اساس اثربخشی نظریه رفتار کنش‌گر در راستای تئوری نمایندگی، مکانیزم‌های راهبری شرکت‌ها تلاش می‌کنند از طریق معیارهای انگیزشی، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند و از طریق تقویت انگیزه‌های مدیران نظارت‌های لازم را به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی ایجاد کنند و با تزریق محرک‌هایی همچون پاداش تلاش می‌کنند، عملکردهای منفعت‌طلبانه مدیران را به سمت رویکردهای محافظتی از حقوق سهام‌داران و سرمایه‌گذاران تقویت نمایند تا با افشای به موقع اطلاعات مانع از انباشته شدن و در نهایت، سقوط قیمت سهام شوند.

نتیجه کسب شده با پژوهش کائو و لو (۲۰۱۸) و آکرون و همکاران (۲۰۱۷) که نتیجه این فرضیه را تأیید می‌نمایند، مطابقت دارد.

در نهایت، بر اساس نتایج کسب شده پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها به منظور حفاظت از حقوق سهام‌داران تلاش نمایند با افزایش مکانیزم‌های نظارت اثربخش بر عملکردهای مدیران شرکت میزان اطمینان و اعتماد سهام‌داران نسبت به تصمیم‌های مالی شرکت را افزایش دهند تا در این شرایط، شرکت با افشای به موقع اطلاعات مانع از انباشت اخبار بد و انفجار آن به عنوان توده از اخبار منتشر نشده در بین سهام‌داران در آینده گردند.

همچنین، شرکت‌ها لازم است با تدوین راهبردهای مالی نظیر شناور نمودن سهام در بازار، به افزایش سطح انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در شرکت کمک نمایند و باعث شوند سهام‌داران وجود این عملکردهای شفاف را به منزله وجود بازده‌های آتی محتمل‌تر در آینده نسبت به سایر رقبا قلمداد نمایند و از این طریق، منابع نقدی بیشتری وارد شرکت گردد. این استراتژی‌ها حتی به افزایش اثربخشی تامین منابع مالی موردنیاز برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های سودآور آتی به شرکت‌ها کمک می‌کند و قدرت تصمیم‌گیری شرکت را در حفاظت از حقوق سهام‌داران افزایش می‌دهد.

به علاوه، بر اساس نتیجه فرضیه دوم پژوهش پیشنهاد می‌شود ارکان نهادی بر عملکردهای مدیر عامل شرکت‌ها نظارت لازم را داشته باشند تا با بکارگیری استراتژی‌های تقویت رفتاری به عنوان زیر مجموع استراتژی‌های منابع انسانی، محرک‌هایی همچون پاداش مدیرعامل به عنوان یک تحریک‌کننده و نهادینه‌ساز رفتار در حیطه‌های تصمیم‌گیری شرکت، به طور جدی مورد توجه قرار گیرد و از این طریق ضمن حفاظت از حقوق سهام‌داران، با افشای به موقع و با کیفیت اطلاعات به دلیل همسویی انگیزه‌های مدیران با سهام‌داران، باعث کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها گردد. در این راستا لازم است با افزایش سطح رقابت‌پذیری در پاداش مدیران، به آن‌ها در مقاطع مختلف این موضوع را یادآور شوند که حفاظت از منافع سهام‌داران می‌تواند اطمینان و اعتماد بیشتری در شرکت ایجاد نماید و این موضوع باعث افزایش ثبات مدیریت در شرکت گردد، چرا که در غیر اینصورت، به دلیل افزایش هزینه‌های نمایندگی ممکن است جایگاه خود را از دست دهند.

#### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است

## منابع

- ابراهیمی، کاظم، بهرامی‌نسب، علی و باغیان، جواد. (۱۳۹۶). تأثیر کیفیت حسابرسی و رعایت حقوق سهام‌داران بر احتمال گزارشگری متقلبانه. *دانش حسابرسی*، ۱۷(۶۹)، ۱۲۵-۱۴۹.
- توانگر حمزه کلایی، افسانه و اسکافی اصل، مهدی (۱۳۹۷). ارتباط بین قدرت مدیرعامل، ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰(۳۸)، ۱۸۷-۲۰۷.
- جلیلی، صابر و معصوم پور، یلدا. (۱۳۹۷). اثر حقوق سهام‌داران و مالکیت درونی بر مدیریت سود. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۳۷(۱)، ۱۶۳-۱۸۰.
- ستایش، محمدحسین و ابراهیمی، شهلا. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۶(۲)، ۶۱-۷۴.
- صمدی، علی حسین و مهرپور، فریبا. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر حفاظت از حقوق مالکیت بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران. *فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران*، سال دوم، ۷(۳)، ۸۷-۱۱۰.
- نادری، سعید، یعقوب‌نژاد، احمد و حیدرپور، فرزانه. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر سازوکار حاکمیت شرکتی بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و همبستگی نرخ رشد شرکت با صنعت. *حسابداری مدیریت*، ۱۱(۳۹)، ۸۳-۹۷.
- ندری، کامران و حسینی، سیدمحمد رضا. (۱۳۹۴). تأثیر حمایت از حقوق مالکیت سهام‌داران خرد بر ارزش بازار سرمایه کشورهای منتخب با استفاده از روش پانل دیتا، توصیه‌هایی برای قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران. *دوفصلنامه علمی-پژوهشی پژوهش‌ها مالی اسلامی*، ۴(۲)، ۱۵۹-۱۸۶.

## References

- Akron, S., Samdani, T. (2017). Investor protection and institutional investors' incentive for information production. *Journal of Financial Stability*, 30(8), 1-15
- Altaf, N., Ahamad Shah, F. (2018). Ownership concentration and firm performance in Indian firms: does investor protection quality matter? *Journal of Indian Business Research*, 10(1), 33-52.
- Bognanno, M. L. (2001). Corporate tournaments. *Journal of Labor & Economic*, 19, 290-315.
- Bolton, P., Scheinkman, P., Xiong, W. (2006). Executive Compensation and Short-termist Behavior in Speculative Markets. *Review of Economic Studies* 73: 577-610.
- Brayan, D, B., Mason, T, W. (2017). Executive tournament incentives and audit fees. *Advances in Accounting*, 37(9), 30-45
- Breguer, W., Muller, T., Rosenbach, D., Saizmann, A. (2018). Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Cost of Equity: A Cross-Country Comparison. *Journal of Banking & Finance*, 96(10), 34-55
- Dyck, A., Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *Journal of Finance*, 59: 537-600.

Ebrahimim, K., Bahraminasab, A., Baghiyan, J. (2017). The effect of audit quality and observance of shareholders' rights on the possibility of fraudulent reporting. *Auditing knowledge*, 17(69), 125-149. (In Persian).

Field M, Cox WM. (2008). Attentional bias in addictive behaviors: a review of its development, causes, and consequences. *Drug Alcohol Depen*, 97(1-2), 1-20.

Graziano, C. Parigi, B. M. (1998). Do managers work harder in competitive industries? *Journal of Economic Behavior and Organization*, 34(12), 489-98

Haidar, J, I. (2009). Investor protections and economic growth, *Economics Letters*, 103(1), 1-4

Helge Hab, L., Muller, M, A., Vergauwe, S. (2015). Tournament incentives and corporate fraud. *Journal of Corporate Finance*, 34(5), 251-267

Hong, H. Stein, J. C. (2003). Differences of Opinion, Short-sales Constraints, and Market Crashes. *The Review of Financial and Studies*, 16(2), PP. 487-525.

Hutton, A, P., Marcus, A, J., Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 67-86.

Ide, S. (2001). Considering the Free Float- Adjustment of Topics- The Need for New Index and Possible Effects of Implementation. *NLI research institute*, no, 150.

Jalili, S., Masoumpur, Y. (2018). The Effect of Internal Property and Ownership Rights on Earnings Management. *Accounting and Auditing Research*, 10(37), 163-180. (In Persian).

Jia, N. (2018). Corporate innovation strategy and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 155-173

John, K., Mateti, R. S., Vasudevan, G., Amira, K. (2016). Investor protection and firm value: Evidence from PIPE offerings. *Journal of Financial Stability*, 26(2), 78-89.

Kim, J, B., Li, Y., Zhang, L. (2011). CFOs versus CEOs: Equity Incentives and Crashes. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 713-730.

Kim, J, B., Li, Y., Zhang, L. (2011). Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 639-662.

Kirschenheiter, M., Melumad, N, D. (2002). Can 'Big Bath' and Earnings Smoothing Co-exist as Equilibrium Financial Reporting Strategies? *Journal of Accounting Research*, 40: 761-796.

Klapper, L., Inessa, L. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(4), 703-723

Klinger E, Cox WM. (2004). Motivation and the theory of current concerns. Handbook of motivational counseling: Concepts, approaches, and assessment, England. *John Wiley & Sons*, 2(2), 3-27.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, L., Shleifer, A., Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(17), 1113-1155.

Larrain, B., Tapia, M., Urzua, F. (2018). Investor protection and corporate control. *Journal of Corporate Finance*, 47(2), 174-190

Leuz, Christian, Dhananjay Nanda, and Peter D. Wysocki. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(2), 505-527

Liao, L., Liao, G. M., & Shen, H. B. (2009). Operating risk, promotion incentive and corporate performance. *China Industrial Economics*, 8(3), 119-130

Lin, B., & Lu, R. (2009). Managerial power, compensation gap and firm performance Evidence from Chinese public listed companies. *Global Finance Journal*, 20(2), 153-164.

Naderi, S., Yaghoobnezhad, A., Heidarpour, F. (2018). The effect of corporate governance on the relation between accounting information quality and correlation of company and industry's growth rate. *Management Accounting*, 11(39), 83-97. (In Persian).

Nadri, K., Hosseini, S. (2015). The Effect of Protecting Minority Investors on the Capital Market Value in Selected Countries by Using Panel Data Analysis; Corrective Recommendations for Iran's Laws and Regulations. *Islamic Finance Research*, 4(2), 159-186. (In Persian).

Newman, D. P., Evelyn, R., Patterson, Smith, J, R. (2005). The Role of Auditing in Investor Protection. *Accounting Review*, 80(3), 289-313.

Samadi, A., Mehrpoor, F. (2013). The Effects of Property Rights Security on Private Investment in Iran. *Journal of Applied Economics Studies in Iran*, 2(7), 87-110. (In Persian).

Sell LA, Morris JS, Bearn J, Frackowiak RSJ, Friston KJ, Dolan RJ. (2000). Neural responses associated with cue evoked emotional states and heroin in opiate addicts. *Drug Alcohol Depen*, 60(2), 207-16.

Setayesh, M., Ebrahimi, S. (2014). Investigating the Impact of Ownership Concentration on the Dividend Payouts of the Listed Companies on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 6(2), 61-74. (In Persian).

Tavangar Hamzeh Kolayee, A., Oskafi Asl, M. (2018). Relationship between CEO power, audit committee characteristics, and quality of internal control. *Financial accounting and auditing research*, 10(38): 187-207. (In Persian)

Xu, N., Li, X., Yuan, Q., Chan, K C. (2014). Excess Perks and Stock Price Crash Risk: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 25(1), 419-434.

Zhang, H., Wang, M., Jiang, J. (2018). Investor protection and stock crash risk. *Pacific-Basin Finance Journal*, 43(9), 256-266.

COPYRIGHTS



©2022 Alzahra University, Tehran, Iran. This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.