

بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌ها

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۳/۰۵

تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۶/۲۰

کد مقاله: ۲۱۳۳۴

سعید برزگر^{۱*}، زینت خانمی^۲

چکیده

مالکیت مدیریتی و برخورداری بیشتر اطلاعات توسط مدیریت شرکت و تمایل مدیران به افشای نامتقارن اخبار، منجر به ایجاد ریسک آتی سقوط قیمت سهام می‌شود. پدیده سقوط قیمت سهام، کاهش شدید بازده را به دنبال دارد. هدف این پژوهش، بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌ها است. بدین منظور داده‌های ۱۱۵ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتیجه برآورد مدل‌های پژوهش با استفاده از داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد که بین متغیر مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی با افزایش مالکیت مدیریتی، ریسک سقوط قیمت سهام افزایش می‌یابد. به علاوه هزینه نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیرگذار است. بدین معنی که تأثیر مالکیت مدیریتی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی بالاتری دارند، بیشتر است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

واژگان کلیدی: مالکیت مدیریتی، هزینه‌های نمایندگی، ریسک سقوط قیمت سهام

۱- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (مسئول مکاتبات)
Saeidbarzegar@gmail.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری، واحد قزوین، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران

۱- مقدمه

به دنبال تخصصی شدن فعالیت شرکت‌ها و در نتیجه تفکیک مدیریت از مالکیت، مدیران به‌عنوان نماینده سهامداران شرکت را اداره می‌کنند. از آنجاکه تابع مطلوبیت طرفین درگیر در رابطه نمایندگی متفاوت است، بین آن‌ها تضاد منافع به وجود می‌آید. طبق متون تئوری نمایندگی، در صورت عدم وجود قراردادهای بهینه، مدیران می‌توانند از مزایای اطلاعاتی خود استفاده نموده و درگیر انجام رفتار فرصت‌طلبانه برای کسب منافع خود به هزینه سهامداران بلندمدت شوند (ودیدی و رستمی، ۱۳۹۳). اطلاعات موجود در بازار سرمایه بر چگونگی تفسیر سرمایه‌گذاران و واکنش آن‌ها نسبت به اطلاعات مالی افشا شده توسط شرکت‌ها اثر می‌گذارد و بنابراین بر میزان توانایی مدیریت در تأثیرگذاری بر بازار از طریق گزارشگری مالی دستکاری شده نیز مؤثر است. لذا عدم تقارن در اطلاعات مالی فی‌مابین استفاده‌کنندگان درون و برون‌سازمانی ایجاد شده از سوی مدیران از طریق دست‌کاری سود و گزارش‌های مالی، سبب ایجاد بازده غیرعادی مثبت یا منفی خواهد شد (نصیرزاده و همکاران، ۱۳۹۶). همچنین مدیران همواره انگیزه دارند تا اطلاعات و اخبار منفی را از سرمایه‌گذاران پنهان کرده و آن‌ها را در شرکت انباشت کنند. با افزایش منابع در اختیار مدیریت، تعداد افراد ذینفع شرکت افزایش می‌یابد و موجب بروز تضاد منافع می‌شود. مدیران که در کانون این تضاد منافع قرار دارند، با ارائه اطلاعات مالی سعی می‌کنند این تضاد منافع را کاهش دهند. آنان انگیزه دارند که وضعیت شرکت را مطلوب جلوه داده و اغلب به علت اختیارات مدیریت در ارائه گزارش‌ها، فرصت اعمال این رویه را نیز به دست می‌آورند. تمایل مدیران به افشای نامتقارن اخبار، منجر به ایجاد ریسک آتی سقوط قیمت سهام می‌شود (کردستانی و خاتمی، ۱۳۹۵). بر این اساس هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام، به دو صورت سقوط و جهش قیمت سهام رخ می‌دهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده می‌شود، در مقایسه با جهش، بیشتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. سقوط قیمت سهام، یک تغییر منفی بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد. سقوط قیمت، یک پدیده فراگیر در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت تنها به یک سهام خاص محدود نمی‌شود بلکه تمام سهام موجود در بازار را شامل می‌شود (کردستانی و خاتمی، ۱۳۹۵). در رابطه با ویژگی نخست، هانگ و استین^۱ (۲۰۰۳) بیان می‌کنند که بسیاری از تغییرات بزرگی که بعد از جنگ جهانی در شاخص (S & P500) رخ داده است و به ویژه سقوط بازار در اکتبر ۱۹۸۷، به دلیل افشای اخبار مربوط به یک رویداد مهم و قابل توجه نبوده است. ویژگی دوم تعریف فوق، ناشی از یک عدم تقارن تجربی و قابل توجه در تغییرات بازده بازار است. بدین معنی که تغییرات بزرگ در قیمت یا به عبارتی بازده بازار بیشتر به صورت کاهش و کمتر به صورت افزایش بوده است. این عدم تقارن را می‌توان از طریق مشاهده مستقیم داده‌های تاریخی مربوط به بازده بازار، به وضوح ملاحظه کرد. به طور کلی بخش وسیعی از ادبیات مربوط به بازار سهام، بیانگر آن است که بازده سهام در طول زمان نشان‌دهنده چولگی منفی یا نوسان نامتقارن است (چن و همکاران^۲، ۲۰۰۱). سومین ویژگی تعریف سقوط قیمت سهام، این است که سقوط، پدیده‌ای است که تمام بازار را در بر می‌گیرد. بدین معنی که این پدیده به تمام انواع سهام موجود در بازار سرایت می‌کند. هانگ و استین (۲۰۰۳) بیان می‌کنند که این موضوع به این دلیل است که در زمان وقوع پدیده سقوط، همبستگی بین انواع سهام موجود در بازار افزایش می‌یابد. آن‌ها اثبات کردند که بررسی روند داده‌های تاریخی مربوط به قیمت بازار اوراق اختیار خرید سهام نشان می‌دهد که در مواردی که شاخص قیمت اختیار خرید سهام با کاهش مواجه بوده است، همبستگی بین انواع مختلف اوراق اختیار خرید افزایش یافته است. میزان اطلاعات منفی که مدیران می‌توانند انباشت و مخفی کنند، در شرکت‌های مختلف متفاوت است. علاوه بر این، توانایی‌ها و فرصت‌های مدیران برای انباشت و عدم افشای اخبار منفی، به هزینه‌ها و منافع آن بستگی دارد. در شرایطی که هیچگونه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران وجود ندارد، مدیران انگیزه‌ای برای افشای نامتقارن اطلاعات ندارند؛ زیرا در چنین شرایطی هزینه‌های نگهداری و عدم افشای اخبار منفی بیش از منافع آن خواهد بود؛ اما در شرایطی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران بالا است، هزینه‌های عدم افشای اخبار منفی و انباشت آن‌ها در داخل شرکت، کمتر از منافع آن خواهد بود و بنابراین مدیران انگیزه پیدا می‌کنند تا اخبار منفی را داخل شرکت انباشت کرده و آن‌ها را افشا نکنند (کوٹاری و همکاران^۳، ۲۰۰۹).

یکی از پدیده‌های منفی که به طور معمول در بازارهای اوراق بهادار رخ می‌دهد، نبود اطلاعات متقارن است. اکثر سرمایه‌گذاران و کارگزاران آنچه که در بازار در حال وقوع است را با بررسی شاخص‌های بازار تفسیر می‌کنند. بر اساس تئوری عدم تقارن

1. Hong and Stein
2. Chen and et al
3. Kothari and et al

اطلاعاتی، مدیران شرکت‌ها، مزیت اطلاعاتی نهانی از درون شرکت دارند. مدیران به‌عنوان مسئول تهیه صورت‌های مالی با برخورداری از سطح آگاهی بیشتر نسبت به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، به‌طور بالقوه سعی دارند که تصویر واحد تجاری را مطلوب جلوه دهند. همچنین ممکن است دارایی‌ها و سرمایه واحد تجاری بهتر از وضعیت واقعی به نظر رسد و انگیزه سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی در واحد تجاری افزایش یابد. در این صورت شکاف اطلاعاتی بین استفاده‌کنندگان داخلی و خارجی به وجود آید که در اصطلاح عدم تقارن اطلاعاتی نامیده می‌شود (پتاچی^۱، ۲۰۱۵). عدم تقارن اطلاعات، باعث ایجاد تفاوت بین ارزش ذاتی یک سهام و ارزش برآورد شده آن سهام به وسیله سرمایه‌گذاران می‌شود و از این مجرا به اتخاذ تصمیم‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران منجر می‌شود (کیم و ژانگ^۲، ۲۰۱۰).

رابطه نمایندگی قراردادی است که براساس آن صاحب کار یا مالک یا، نمایند عامل را از جانب خود منصوب نموده و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض می‌کند. اگرچه این فرض وجود دارد که هر دو طرف در رابطه نمایندگی به دنبال حداکثر کردن منافع خود هستند، اما بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به‌عنوان نمایندگان سهامداران، ممکن است به گونه‌ای عمل نمایند یا تصمیم‌هایی را اتخاذ نمایند که الزاماً موجب به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نگردد مطابق این تئوری باید ساز و کار کنترلی یا نظارتی کافی برای محافظت سهامداران از تضاد منافع ایجاد شود. چنانچه مدیریت برخلاف هدف اصلی شرکت، یعنی حداکثر کردن ثروت سهامداران، تصمیم‌گیری و عمل کند، سهامداران متحمل هزینه‌های نمایندگی همچون هزینه‌های نظارت مدیر توسط مالک، هزینه‌های التزام و زیان باقیمانده خواهند شد. تئوری نمایندگی، هزینه‌های نمایندگی را به عنوان هزینه‌های مرتبط با اهداف متفاوت بین نمایندگان (مدیران) و مالکان (سهامداران)، تعریف می‌کند. هزینه‌های نمایندگی، به‌طور ذاتی زمانی ایجاد می‌شوند که مدیران، منابع سازمانی را به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران، در جهت منافع خود به کار می‌گیرند. در واقع، این هزینه ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران شرکت‌ها است. عدم تقارن اطلاعاتی، بدان معنی که مدیران در مقایسه با سهامداران اطلاعات بهتر یا بیشتری در اختیار دارند، علت اصلی این تضاد منافع است (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۳)؛ بنابراین انتظار می‌رود مالکیت مدیریتی یعنی برخورداری بیشتر از اطلاعات توسط مدیریت شرکت و عدم افشای به موقع اخبار بد منجر به ریسک سقوط قیمت سهام شود. همچنین می‌توان بیان کرد که عدم تقارن اطلاعاتی، بین مدیران و سرمایه‌گذاران موضوعی بنیادی برای سرمایه‌گذاران و ناظران بازار محسوب می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی به‌طور مستقیم بر عملکرد بازارهای اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد، به گونه‌ای که افزایش آن باعث کاهش کارایی بازار و ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود (آجینکیا و همکاران^۳، ۲۰۰۵).

عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران، تابع مجموعه‌ای از عواملی به شرح زیر است:

انحصاری بودن بازار محصولات شرکت: اقتصاددانان معتقدند که انحصاری بودن بازار محصولات شرکت، مسائل و مشکلات نمایندگی آن را افزایش می‌دهد. از این‌رو، شرکت‌هایی که در بازارها و صنایع انحصاری فعالیت می‌کنند، محیط اطلاعاتی مهم‌تری دارند و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران در این گونه شرکت‌ها بیشتر است. در چنین شرایطی سرمایه‌گذاران قادر نخواهند بود عملکرد شرکت را به آسانی مورد ارزیابی قرار دهند (دالیوال و همکاران^۴، ۲۰۰۸).

عدم حضور سرمایه‌گذاران نهادی در ترکیب سهامداران شرکت: سهامداران نهادی، دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران به‌طور مستقیم از طریق مالکیت و به‌طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود هستند. یکی از نقش‌های با اهمیت سهامداران نهادی، فراهم نمودن مکانیسمی برای انتقال اطلاعات به بازارهای سرمایه یا به عبارت دیگر به سایر سهامداران است. سهامداران نهادی می‌توانند اطلاعات محرمانه‌ای را که از مدیران شرکت کسب می‌کنند، به سایر سهامداران منتقل کنند. هر چه میزان سطح مالکیت نهادی در شرکت‌ها افزایش یابد، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران شرکت و سایر اشخاص ذینفع کاهش خواهد یافت (آجینکیا و همکاران، ۲۰۰۵).

کمتر از ۵۰ درصد بودن مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره شرکت: اثر بخشی حضور مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره از آنجا نشأت می‌گیرد که مدیران غیرموظف به دلیل منافعشان حاضر به تبانی با مدیران اجرایی نیستند. علت این موضوع آن است که مدیران غیرموظف، در سایر شرکت‌ها دارای سمت‌های اجرایی مدیریت یا تأثیر تصمیم‌گیری هستند و به این دلیل از انگیزه بالایی برای کسب شهرت به‌عنوان متخصص امر تصمیم‌گیری و برخورداری از فرصت‌های شغلی بهتر در آینده برخوردار هستند. عدم هم‌سویی انگیزه‌های مدیران موظف و غیرموظف، باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت، بهبود عملکرد شرکت و همچنین کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. از این‌رو، حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره، عدم تقارن اطلاعاتی بین ارکان داخلی و خارجی شرکت را کاهش می‌دهد که این موضوع به نوبه خود، منجر به افزایش کیفیت افشای اطلاعات می‌شود (آجینکیا و همکاران، ۲۰۰۵). هدف مدیران پیشینه‌کردن ثروت سهامداران است. با این وجود، مدیرانی که مالکیت قابل ملاحظه‌ای در شرکت ندارند، ممکن است تصمیم‌هایی را اتخاذ کنند که در راستای منافع سهامداران نباشد. چنین تضادهایی

1. Petacchi
2. Kim and Zhang
3. Ajinkya and et al
4. Dhaliwal and et al

منجر به شکل‌گیری مشکلات نمایندگی شده و هزینه‌های سنگینی را بر شرکت تحمیل می‌کند. مطابق با نظریه نمایندگی افزایش مالکیت مدیریتی به همسویی تصمیم‌های مدیریت با منافع سهامداران کمک می‌کند و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را محدود می‌کند. برای حل این مشکلات، حاکمیت شرکتی به عنوان مسأله‌ای مهم در زمینه توسعه‌ی فرآیندهای مالی ظهور کرده است. با این حال مطالعه جامعی در رابطه با تأثیر مالکیت مدیریتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام انجام نشده است. چنین مطالعه‌ای می‌تواند اطلاعات مهمی در مورد رابطه برخی ویژگی‌های مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام ارائه دهد.

یانگ و لتو^۱ (۲۰۱۸) با بررسی این موضوع که آیا ساختار مالکیت شرکت، کیفیت حساسی و ساختار هیئت مدیره با ریسک سقوط قیمت سهام آینده مرتبط است یا نه دریافتند که یک ساختار قوی‌تر مالکیت و کیفیت حساسی بالاتر با یک ریسک سقوط قیمت سهام پایین‌تر ارتباط دارد. همچنین ساختار هیئت مدیره به طور قابل توجهی با ریسک سقوط قیمت سهام رابطه ندارد. حبیب و حسن^۲ (۲۰۱۷) به بررسی توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که توانایی مدیریتی، سرمایه‌گذاری کمتر از حد را کاهش، سرمایه‌گذاری بیش از حد را تقویت و در مجموع سبب افزایش انحراف در سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار می‌شود. همچنین توانایی مدیریتی، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را به طور معناداری افزایش می‌دهد. به علاوه کیفیت گزارشگری مالی مطلوب، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را کاهش می‌دهد.

حبیب و حسن (۲۰۱۶) در مقاله‌ای با عنوان بررسی رابطه استراتژی کسب و کار و ارزشگذاری بیش از حد حقوق صاحبان سهام بر خطر سقوط قیمت سهام به صورت تجربی اثر سطح استراتژی کسب و کار شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام آینده و این که ارزشگذاری بیش از حد حقوق صاحبان سهام تا چه حد این ارتباط را تعدیل می‌کند مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها دریافتند شرکت‌های با استراتژی پیشگام (تهاجمی) بیش از شرکت‌های تدافعی در معرض خطر سقوط قیمت سهام آینده و ارزشگذاری بیش از حد حقوق صاحبان سهام هستند که این امر نیز خطر سقوط قیمت سهام آینده را افزایش می‌دهد.

چن و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین سقوط قیمت سهام و تعدیل اهرم شرکت‌ها در ۴۱ کشور مختلف پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد در شرکت‌هایی که سقوط قیمت سهام آن‌ها بیشتر بوده است، تمایل کمتری به تعدیل اهرم عملیاتی مشاهده شده است و این ارتباط منفی در کشورهایی که از اطلاعاتی شفاف‌تری برخوردار هستند، ضعیف‌تر است.

کوسندیس و همکاران^۳ (۲۰۱۴) به بررسی رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری و حسابداری محافظه‌کارانه بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که میان محافظه‌کاری مشروط و ریسک سقوط قیمت سهام در آینده رابطه منفی برقرار است که از شواهد ارائه شده در ادبیات موجود پشتیبانی می‌کند اما از آن مهم‌تر شواهد جدید نشان داد که محافظه‌کاری نامشروط نیز با ریسک سقوط قیمت سهام در آینده رابطه منفی دارد. علاوه بر این برخی شواهد نشان داد سطح محافظه‌کاری نامشروط بر رابطه میان محافظه‌کاری مشروط و ریسک سقوط قیمت سهام در آینده تأثیر می‌گذارد. از سوی دیگر، به نظر نمی‌رسد ویژگی‌های حساسی، از توانایی پیش‌بینی ریسک سقوط قیمت سهام برخوردار باشد.

کیم و ژانگ (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و خطر ریزش قیمت سهام پرداختند. نتایج بررسی آن‌ها نشان داد که محافظه‌کاری، انگیزه‌های مدیران را برای بیش‌نمایی عملکرد و افشا نکردن اخبار بد محدود کرده، از این رو، خطر ریزش قیمت سهام را کاهش می‌دهد. همچنین، آن‌ها با استفاده از هزینه‌های تحقیق و توسعه، وضعیت بازار محصولات شرکت و ترکیب سهامداران شرکت به عنوان متغیرهای موثر بر عدم تقارن اطلاعاتی، توانایی محافظه‌کاری برای کاهش خطر ریزش آتی قیمت سهام بیشتر است.

ذبیحی و دریاباری (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین افشای ابعاد مختلف مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر اساس مدل نیرواتو و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از رابطه معنادار منفی بین افشای مسئولیت اجتماعی مربوط به روابط کارکنان، مشارکت اجتماعی و تولید با ریسک سقوط قیمت سهام می‌باشد. این در حالی است که بین مسئولیت اجتماعی مربوط به محیط‌زیست و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

نصیرزاده و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر اعتماد به نفس کاذب مدیران (خوش‌بینی مدیران) و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از آن بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از برآوردگرهای داده‌های پانلی در مدل‌های رگرسیون لجستیک و رگرسیون تعمیم یافته، حاکی از آن است که خوش‌بینی مدیران، ریسک سقوط قیمت سهام را بر اساس هر سه شاخص اندازه‌گیری آن، به طور

1. Yeung and Lento
2. Habib and Hasan
3. Kousenidis and et al

معناداری تحت تأثیر قرار می‌دهد همچنین، خوش‌بینی مدیران بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیرگذار بوده و این رابطه را تشدید می‌نماید.

کردستانی و خاتمی (۱۳۹۵) بررسی ارتباط بین کیفیت اطلاعات حسابداری و حسابداری محافظه‌کارانه با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲ پرداختند. نتیجه برآورد مدل‌های پژوهش با استفاده از داده‌های ترکیبی نشان داد بین محافظه‌کاری نامشروط و ریسک آتی سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین سطح محافظه‌کاری نامشروط، نقش محافظه‌کاری مشروط در جلوگیری از ریسک آتی سقوط قیمت سهام محدود نمی‌کند. به‌علاوه بین کیفیت بالاتر حسابداری با ریسک آتی سقوط قیمت سهام رابطه معناداری یافت نشد.

خدارحمی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۲ پرداختند. نتایج برآورد مدل‌های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون لجستیک و مدل داده‌های ترکیبی، نشان داد بین عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، رابطه مستقیم وجود دارد؛ بنابراین با افزایش میزان عدم تقارن اطلاعاتی، ریسک سقوط آتی قیمت سهام افزایش می‌یابد.

عرب یار محمدی و عبدلی (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین برخی اجزای حاکمیت شرکت‌ها با سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ پرداختند. اجزای حاکمیت شرکتی مورد استفاده در این پژوهش شامل درصد مالکیت سهامداران نهادی، نسبت تمرکز مالکیت سهام، درصد سهامداران مدیریتی، استقلال هیئت مدیره می‌باشند. نتایج آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون چندگانه نشان می‌دهد که بین هیچکدام از اجزای حاکمیت شرکتی و سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

ودیدی و رستمی (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون لجستیک و داده‌های ترکیبی نشان داد که مالکیت نهادی تأثیر مثبت معناداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام (متغیر نوسان پایین به بالا) دارد. لیکن با تقسیم مالکیت نهادی به فعال و غیرفعال نتایج نشان داد که اثر مثبت مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، ناشی از مالکیت نهادی غیرفعال است و مالکان نهادی فعال نقش نظارتی در کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارند؛ به عبارت دیگر مالکیت نهادی فعال تأثیر منفی و مالکیت نهادی غیرفعال تأثیر مثبت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام (متغیر نوسان پایین به بالا) دارند.

کردستانی و موسویان خلیل آباد (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر رقابت اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران آگاه را بر قیمت‌گذاری عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که با افزایش تعداد مالکان نهادی به عنوان معیار رقابت اطلاعاتی، قیمت‌گذاری عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد؛ اما تأثیر تمرکز مالکیت نهادی به عنوان دیگر معیار رقابت اطلاعاتی در پژوهش مزبور بر قیمت‌گذاری عدم تقارن اطلاعاتی تأیید نشد.

۲-۱- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: مالکیت مدیریتی، ریسک سقوط آتی قیمت سهام را افزایش می‌دهد.
فرضیه دوم: تأثیر مالکیت مدیریتی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی بالاتری دارند، بیشتر است.

۳- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع کاربردی است که به توصیف همبستگی بین متغیرهای مورد مطالعه می‌پردازد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل‌های رگرسیون بر مبنای پانل برآورد شدند. اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌های تولیدی فعال در بورس اوراق بهادار تهران که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند بوده، طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ جمع‌آوری شدند. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده نمونه پژوهش شامل ۱۱۵ شرکت می‌باشد. در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات از آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است. در آمار توصیفی اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، شاخص‌های پراکندگی، انحراف از قرینگی و انحراف از کشیدگی در مورد بانک‌های نمونه محاسبه می‌شود. در آمار استنباطی از آزمون هم‌خطی (عامل تورم واریانس)، آزمون مانایی متغیرها، آزمون چاو، آزمون هاسمن و آزمون همسانی واریانس بهره گرفته می‌شود. همچنین از روش‌های رگرسیون حداقل مربعات معمولی و حداقل مربعات تعمیم‌یافته که شامل آزمون‌های معتبری نظیر تی استیودنت و F فیشر جهت آزمون معنی‌دار بودن

ضرایب رگرسیون و آزمون معنی‌دار بودن معادله رگرسیون است استفاده می‌گردد؛ و برای توصیف تغییرات متغیرهای پژوهش نسبت به یکدیگر از ضریب تعیین و برای بررسی خود همبستگی داده‌ها از آزمون دوربین- واتسون^۱ استفاده می‌شود.

۳-۱- متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

ریسک سقوط قیمت سهام (Crash Risk): برای اندازه‌گیری متغیر ریسک سقوط قیمت سهام از معیار چولگی منفی بازده سهام (NCSKEW) استفاده می‌شود. ابتدا با استفاده از رابطه (۱) بازده ماهانه خاص شرکت محاسبه می‌گردد:

$$RET_F_{i,t} = LN(1 + \omega_{i,t}) \quad (1)$$

RET_F_{i,t}: بازده ماهانه خاص شرکت i در ماه t طی سال مالی است.

$\omega_{i,t}$: باقیمانده رابطه (۲)

$$RET_M_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 RM_{i,t+2} + \delta_2 RM_{i,t+1} + \delta_3 RM_{i,t} + \delta_4 RM_{i,t-1} + \delta_5 RM_{i,t-2} + \omega_{i,t} \quad (2)$$

RET_M_{i,t}: بازده سهام شرکت i در ماه t طی سال مالی است.

RM_{i,t}: بازده بازار در ماه t است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل

بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱).

سپس با استفاده از بازده ماهانه خاص شرکت، چولگی منفی بازده سهام به دست می‌آید. چن و همکاران (۲۰۰۱) معتقدند که نشانه‌های سقوط قیمت سهام از یک سال قبل از وقوع این پدیده شکل می‌گیرد و یکی از این نشانه‌ها وجود چولگی منفی در بازده سهام شرکت است؛ بنابراین، شرکت‌هایی که در سال گذشته چولگی منفی بازده سهام را تجربه کرده‌اند، با احتمال بیشتری در سال آینده با پدیده سقوط قیمت سهام مواجه خواهند بود. هانگ و استین (۲۰۰۳) نیز بیان کردند که چولگی منفی بازده سهام یک راه جایگزین برای اندازه‌گیری عدم تقارن در توزیع بازده است. برای محاسبه چولگی منفی بازده سهام از رابطه (۳) استفاده می‌شود:

$$NCSKEW_{i,t} = - \left(\frac{(N(N-1)^{\frac{3}{2}}) \sum RET_{F_{i,t}}^3}{(N-1)(N-2) (\sum RET_{F_{i,t}}^2)^{\frac{3}{2}}} \right) \quad (3)$$

NCSKEW_{i,t}: چولگی منفی بازده ماهانه خاص شرکت i طی سال مالی t است.

N: تعداد ماه‌هایی که بازده آن‌ها محاسبه شده است.

RET_F_{i,t}: بازده ماهانه خاص شرکت است.

متغیر مستقل

مالکیت مدیریتی (MO): این متغیر به صورت مجموع درصد سهام هر یک از اعضای هیات مدیره در شرکت محاسبه می‌شود.

برای تعیین مالکیت مدیریتی از نسبت تعداد سهام در دست هیئت مدیره و تعداد کل سهام منتشره شرکت بدست می‌آید.

متغیر تعدیل‌گر

هزینه نمایندگی (Agency costs): در این پژوهش هزینه‌های نمایندگی از طریق رابطه (۴) به دست می‌آید.

$$Agency\ costs = FCF \times Tobins_Q \quad (4)$$

FCF: جریان‌های نقد آزاد شرکت است.

کیوتوبین از طریق رابطه (۵) به دست می‌آید.

$$Q.Tobin_{i,t} = \frac{MVE_{i,t} + BVD_{i,t}}{TA_{i,t}} \quad (5)$$

MVE_{i,t}: ارزش بازار سهام شرکت i در سال مالی t است.

BVD_{i,t}: ارزش دفتری بدهی‌های شرکت i در سال مالی t است.

TA_{i,t}: جمع کل دارایی‌های شرکت i در سال مالی t است (نخیلی و همکاران، ۲۰۱۷).

بالاتر بودن این معادله (چنانچه اعداد به دست آمده از میانه بالاتر باشد) نشان دهنده هزینه نمایندگی بالا و پایین تر بودن آن (چنانچه اعداد به دست آمده از میانه پایین تر باشد) بیانگر هزینه های نمایندگی پایین می باشد.

متغیر کنترلی

ارزش بازار به ارزش دفتری سهام (MTB): عبارت است از نسبت ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

بازده دارایی (ROA): بازده دارایی ها از تقسیم سود خالص بر کل دارایی های شرکت i در پایان سال مالی t بدست می آید.

اهرم مالی (Lev): اهرم مالی نشان دهنده میزان استفاده از بدهی ها در ساختار سرمایه شرکت است که از نسبت مجموع بدهی به مجموع دارایی شرکت i در پایان سال مالی t به دست می آید.

اندازه شرکت (Size): اندازه شرکت عبارت است از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت i در پایان سال مالی t .

۲-۳- مدل پژوهش

مدل فرضیه های پژوهش از طریق رابطه (۶) به دست می آید.

$$CRASH\ RISK_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 MO_{i,t} + \alpha_2 MTB_{i,t} + \alpha_3 ROA_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

۴- یافته های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای کل نمونه آماری در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول شماره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	اندازه شرکت	بازده دارایی ها	اهرم مالی	ارزش بازار به دفتری	مالکیت مدیریت	ریسک سقوط قیمت سهام	هزینه نمایندگی
حداقل	۱۰/۹۵۴	-۰/۴۸۹	۰/۱۲۰	۰/۳۶	۰/۱۴۱	-۰/۴۵۰	۰/۰۴۱
حداکثر	۱۴/۹۹۸	۰/۹۲۴	۰/۹۵۵	۵/۹۱۷	۰/۶۲۷	۰/۶۸۷	۰/۵۳۲
میانگین	۱۲/۴۱۱	۰/۲۴۱	۰/۶۱۰	۲/۵۷۰	۰/۳۰۰	۰/۱۸۴	۰/۲۵۱
میانه	۱۲/۲۲۷	۰/۲۵۴	۰/۶۹۳	۲/۶۳۲	۰/۲۹۵	۰/۱۹۷	۰/۲۷۱
انحراف معیار	۱/۱۱۰	۰/۱۳۲	۰/۲۶۴	۱/۴۱۰	۰/۱۹۴	۰/۲۰۰	۰/۱۵۱
چولگی	۰/۸۰۶	-۰/۸۹۶	-۰/۴۹۶	۲/۴۱۶	۰/۳۲۶	-۰/۸۶۴	-۰/۶۰۳
کشیدگی	۳/۰۱۶	۰/۶۲۰	۲/۰۳۱	۸/۳۵۵	۱/۷۴۶	۴/۲۹۶	۲/۳۱۶

همانطور که ملاحظه می شود در جدول شماره (۱)، میانگین متغیر ریسک سقوط قیمت سهام نشان می دهد که به طور متوسط ریسک سقوط قیمت سهام ۱۸/۴ درصد می باشد؛ و میانگین اندازه شرکت، بازده دارایی ها، اهرم مالی، ارزش بازار به دفتری و مالکیت مدیریت شرکت های مورد مطالعه به ترتیب برابر با ۱۲/۴۱۱، ۰/۲۴۱، ۰/۶۱۰، ۲/۵۷۰ و ۰/۳۰۰ است. همچنین متغیر بازده دارایی ها، با توجه به انحراف معیار آن (۰/۱۳۲) از نوسان و پراکندگی کمتری نسبت به دیگر متغیرهای پژوهش برخوردار است. تمامی متغیرها از حداقل انحراف معیار برخوردار هستند که نشان از انسجام مناسب داده های نمونه انتخابی دارد. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. ضریب کشیدگی میزان کشیدگی منحنی فراوانی را نسبت به منحنی نرمال استاندارد نشان می دهد. اگر کشیدگی حدود سه باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار بزرگتر از عدد سه باشد منحنی برجسته و اگر کمتر از عدد سه باشد منحنی پهن می باشد. در این پژوهش بیشترین و کمترین کشیدگی به ترتیب در متغیر ارزش بازار به دفتری و بازده دارایی ها است.

۲-۴- نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می‌دارد که مالکیت مدیریتی، ریسک سقوط آتی قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

جدول (۲) آزمون رگرسیون و معناداری مدل فرضیه اول

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰/۱۱۷	۰/۱۰۲	۱/۱۴۷	۰/۰۹۲۷
مالکیت مدیریتی	۰/۴۰۸	۰/۰۹۲	۴/۴۳۴	۰/۰۲۵۱
ارزش بازار به دفتری	-۰/۲۲۴	۰/۰۵۲	-۴/۳۰۷	۰/۰۲۶۲
بازده دارایی‌ها	-۰/۵۷۱	۰/۴۸۱	-۱/۱۸۷	۰/۱۰۳۹
اهرم مالی	-۰/۸۰۳	۰/۲۰۳	-۳/۹۵۵	۰/۰۳۱۳
اندازه شرکت	۰/۲۳۹	۰/۰۸۱	۲/۹۵۱	۰/۰۴۱۵
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۲/۱	۰/۵۷	۰/۵۶	۴۸/۰۶۵۱۹	**۰/۰۰۰

*سطح خطای ۵ درصد و **سطح خطای ۱ درصد

با توجه به جدول شماره (۲) آماره دوربین - واتسون برابر با ۲/۱ می‌باشد و این نشان می‌دهد به خطاها همبستگی وجود ندارد چرا که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین تعدیل شده این آزمون برابر با ۰/۵۶ می‌باشد که نشان م‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل حاضر می‌توانند ۵۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته (ریسک سقوط قیمت سهام) را پیش‌بینی نمایند. به دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای یک درصد، می‌توان گفت که مدل پژوهش از لحاظ آماری معنادار و مناسب می‌باشد. همچنین ضریب برآوردی متغیر مالکیت مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام برابر با ۰/۴۰۸ می‌باشد که نشان می‌دهد بین متغیر مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی با افزایش مالکیت مدیریتی، ریسک سقوط قیمت سهام افزایش می‌یابد. تأثیر متغیر ارزش بازار به ارزش دفتری و اهرم مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام منفی است. متغیر بازده دارایی‌ها به دلیل بزرگتر بودن از سطح خطای ۵ درصد بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر گذار نمی‌باشد. تأثیر متغیر اندازه شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام مثبت است. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل پژوهش از سطح خطای ۵ درصد کوچکتر است، می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد بیان کرد مالکیت مدیریتی، ریسک سقوط آتی قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

۳-۴- نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان می‌دارد که تأثیر مالکیت مدیریتی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی بالاتری دارند، بیشتر است.

جدول (۳) آزمون رگرسیون و معناداری مدل فرضیه دوم

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰/۳۰۶	۰/۰۷۵	۴/۰۸۵	۰/۰۳۹۸
مالکیت مدیریتی	۰/۷۸۱	۰/۱۳۲	۶/۷۸۱	۰/۰۰۱۵
هزینه نمایندگی	۲/۰۳۲	۰/۸۱۵	۲/۴۹۳	۰/۰۱۹۳
هزینه نمایندگی در مالکیت مدیریتی	۰/۶۱۳	۰/۱۱۰	۵/۵۲۲	۰/۰۱۱۸
ارزش بازار به دفتری	-۱/۵۵۶	۰/۴۰۲	-۵/۴۵۱	۰/۰۱۳۲
بازده دارایی‌ها	-۰/۱۸۲	۰/۱۲۵	-۱/۰۷۱	۰/۱۳۵۱
اهرم مالی	-۰/۲۹۸	۰/۰۴۳	-۶/۷۶۷	۰/۰۰۲۶
اندازه شرکت	۱/۵۱۶	۰/۴۹۲	۳/۶۰۸	۰/۰۴۷۷
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۱/۸	۰/۵۸	۰/۵۷	۴۲/۰۳۲۵۱	**۰/۰۰۰

*سطح خطای ۵ درصد و **سطح خطای ۱ درصد

با توجه به جدول شماره (۳) آماره دوربین - واتسون برابر با $1/8$ می‌باشد و این نشان می‌دهد به خطاها همبستگی وجود ندارد چرا که بین $1/5$ تا $2/5$ قرار دارد. ضریب تعیین تعدیل شده این آزمون برابر با $0/57$ می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل حاضر می‌توانند ۵۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته (ریسک سقوط قیمت سهام) را پیش‌بینی نمایند. به دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای یک درصد، می‌توان گفت که مدل پژوهش از لحاظ آماری معنادار و مناسب می‌باشد.

همچنین ضریب برآوردی متغیر مالکیت مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام برابر با $0/781$ بوده که نشان می‌دهد بین متغیر مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی با افزایش مالکیت مدیریتی، ریسک سقوط قیمت سهام افزایش می‌یابد. ضریب برآوردی متغیر هزینه نمایندگی بر ریسک سقوط قیمت سهام برابر با $2/032$ می‌باشد که نشان می‌دهد بین متغیر هزینه نمایندگی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی با افزایش هزینه نمایندگی، ریسک سقوط قیمت سهام افزایش می‌یابد.

ضریب برآوردی متغیر هم‌افزایی هزینه نمایندگی در مالکیت مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام برابر با $0/613$ می‌باشد که نشان می‌دهد هزینه نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیرگذار است. تأثیر متغیر ارزش بازار به ارزش دفتری و اهرم مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام منفی است. متغیر بازده دارایی‌ها به دلیل بزرگتر بودن از سطح خطای ۵ درصد بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیرگذار نمی‌باشد. تأثیر متغیر اندازه شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام مثبت است. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل پژوهش از سطح خطای ۵ درصد کوچکتر است، می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد بیان کرد تأثیر مالکیت مدیریتی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی بالاتری دارند، بیشتر است.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

ساختار مالکیت و چارچوب‌های قانونی از اصلی‌ترین و تعیین‌کننده‌ترین عوامل سیستم حاکمیت شرکتی هستند که بعد مالکیت مدیر یکی از آن عوامل می‌باشد. طبق مطالعات گذشته این دیدگاه وجود دارد که در اختیار داشتن درصد زیادی از حق رای توسط مدیران و ایجاد ابهام در موقعیت مدیران، باعث تضعیف فرآیند نظارت توسط سهامداران بیرونی می‌شود که امکان و احتمال تعدیل ارقام حسابداری توسط مدیران را فراهم می‌کند و کاهش کیفیت گزارشگری را در پی خواهد داشت. به عبارت دیگر، سطوح بالای مالکیت مدیریتی ممکن است با معاملات دارندگان اطلاعات نهانی همراه باشد که آن نیز منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی شرکت می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی، بین مدیران و سرمایه‌گذاران موضوعی بنیادی برای سرمایه‌گذاران و ناظران بازار محسوب می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی به طور مستقیم بر عملکرد بازارهای اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد، به گونه‌ای که افزایش آن باعث کاهش کارایی بازار و ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود.

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر مالکیت مدیریتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ بود. بدین منظور داده‌های ۱۱۵ شرکت تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. این پژوهش از نوع کاربردی است که به توصیف همبستگی بین متغیرهای مورد مطالعه می‌پردازد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل‌های رگرسیون بر مبنای پانل برآورد شدند. نتایج آزمون فرضیه اول حاکی از این است که بین متغیر مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی با افزایش مالکیت مدیریتی، ریسک سقوط قیمت سهام افزایش می‌یابد. همچنین نتایج فرضیه دوم نشان می‌دهد که هزینه نمایندگی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیرگذار است. بدین معنی که تأثیر مالکیت مدیریتی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی بالاتری دارند، بیشتر است. به طور خلاصه، در این پژوهش شواهدی ارائه می‌شود که مالکیت مدیریتی یک پیش‌بینی معتبر از ریسک سقوط قیمت سهام در آینده است. یافته‌های پژوهش حاضر مغایر با نتایج پژوهش یانگ و لنتو (۲۰۱۸) می‌باشد اما با نتایج پژوهش خدارحمی و همکاران (۱۳۹۵) همسو است.

همچنین یافته‌های پژوهش پیامدهای مهمی در زمینه مالکیت مدیریتی و حاکمیت شرکتی دارد که نشان می‌دهد هیئت مدیره نیاز به احتیاط خاصی در خصوص انگیزه‌های مدیران اجرایی خود دارند. همچنین براساس نتایج پژوهش می‌توان پیشنهاد نمود که سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری در مورد ریسک سقوط قیمت سهام، به مالکیت مدیریتی، اندازه، اهرم مالی، ارزش بازار به دفتری، بازده دارایی‌ها و هزینه‌های نمایندگی شرکت توجه لازم را داشته باشند. به علاوه پیشنهاد می‌شود که سهامداران عمده و اعضای هیئت مدیره، ساز و کارهای نظارتی بیشتری را برای مدیران اتخاذ کنند تا فرصت‌های دستکاری مدیریتی از طریق داشتن اطلاعات اضافی و عدم افشای اطلاعات توسط مدیریت کاسته شود. همچنین با توجه به تأکید نتایج بر انگیزه‌های نمایندگی مدیران، به قانون‌گذاران پیشنهاد می‌شود تا با اتخاذ سیاست‌ها و راهکارهای عملی در راستای ایجاد شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی،

توانایی مدیران را در توسعه طلبی محدود، به طوری که تا حدودی از ناکارایی سرمایه‌گذاری و ریسک سقوط قیمت سهام پیشگیری شود.

دسترسی آسان به اطلاعات مربوط به معیارهای حاکمیت شرکتی و دیگر متغیرها، همچنین گسترش بازه زمانی پژوهش به منظور افزایش کیفیت پژوهش‌ها باید در تفسیر یافته‌ها به‌عنوان محدودیت مورد توجه قرار گیرد. همچنین در نظر گرفتن دیگر معیارهای ریسک سقوط قیمت سهام همچون سیگمای حداکثری و نوسان پایین به بالا و انجام پژوهش با استفاده از مدل داده‌های تلفیقی پویا و روش گشتاورهای تعمیم یافته می‌تواند در پژوهش‌های آتی مورد توجه علاقمندان قرار گیرد.

منابع

- خداحمی بهروز، فروغ‌نژاد حیدر، شریفی محمدجواد، طالبی علیرضا، (۱۳۹۵)، «تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۴، شماره ۳، صص ۳۹-۵۸.
- ذبیحی علی، دریاباری آناهیتا سادات، (۱۳۹۶)، «بررسی رابطه بین افشای ابعاد مختلف مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر اساس مدل نیروانتو و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۶، شماره ۲۱، صص ۶۱-۷۶.
- عرب یار محمدی محسن، عبدلی محمدرضا، (۱۳۹۴)، «بررسی رابطه بین برخی اجزای حاکمیت شرکت‌ها با سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار»، دومین همایش ملی حسابداری، مدیریت و اقتصاد ایران، صص ۱-۷.
- فروغی داریوش، میرزایی منوچهر، (۱۳۹۱)، «تأثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۴، شماره ۲، صص ۱۱۷-۷۷.
- کردستانی غلامرضا، خاتمی زینت، (۱۳۹۵)، «بررسی ارتباط بین کیفیت اطلاعات حسابداری و حسابداری محافظه‌کارانه با ریسک سقوط قیمت سهام»، مجله علمی- پژوهشی دانش حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۱، صص ۱۳۰-۱۰۹.
- کردستانی غلامرضا، موسویان خلیل آباد سید حمیدرضا، (۱۳۹۲)، «رقابت بین سرمایه‌گذاران آگاه برای کسب اطلاعات محرمانه و قیمت گذاری عدم تقارن اطلاعاتی»، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۱، شماره ۲، صص ۱۴۴-۱۲۷.
- نصیر زاده فرزانه، عباس‌زاده محمدرضا، ذوالفقار آرانی محمدحسین، (۱۳۹۶)، «بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از آن بر روی ریسک سقوط قیمت سهام»، فصلنامه حسابداری مالی، دوره ۹، شماره ۳۴، صص ۷۰-۳۵.
- ودیعی نوقایی محمدحسین، رستمی امین، (۱۳۹۳)، «بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه حسابداری مالی، دوره ۶، شماره ۲۳، صص ۶۶-۴۳.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S. And Sengupta,P., (2005). The Association between outsider Directors and Institutional Investors and the Properties of Management Earning Forecast. Journal Of Accounting Research, 43, 343-376.
- Chen, J., H. Hong, and J. Stein. (2001). Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices. Journal of Financial Economics 61(3): 345-381.
- Chen,x.,Zhanf.,F,Zhang.,s. (2015).CEO Duality and stock price crash risk. Available at:www. ssnr.com.
- Dhaliwal, D.S., Huang, S.X., Khurana, I., Pereira, R., (2008). Product Market Competition and Accounting Conservatism. Availble At URL: <http://www.Ssrn.Com>.
- Habiba, A. and Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk, Research in International Business and Finance, 42(2017) 262-274.
- Hong, H., Stein, J.C. (2003). Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes.The Review of Financial Studies. 16:487-525.
- Kim, J. B., and L. D. Zhang. (2010). Does Accounting Conservatism Reduce Stock Price Crash Risk? Available at URL: <Http://Www.Ssrn.Com>.
- Kim, J.-B., Li, Y., Zhang, L., 2011b. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. Journal of Financial Economics 100, 639-662.
- Kothari, S.P., Shu, S., Wysocki, P.D. (2009). Do Managers Withhold Bad News? Journal of Accounting Research, 47(1): 241-276.

- Nekhilia, M, Haithem, N, Tawhid, Ch, Claudia, R. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily ifrms. Journal of Business Research 77: 41-52.
- Petacchi, R. (2015). Information asymmetry and capital structure: Evidence from regulation FD, Journal of Accounting and Economics 59(2): 143-162.
- Yeung, W. H. and Lento, C. (2018). Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China, Global Finance Journal, Volume 37, August 2018, Pages 1-24.



Investigating the Impact of Management Ownership on the Crash Risk of Stock Price Future in Firms

Abstract

Management ownership and more information by the company's management and the willingness of managers to disclose asymmetric news leads to a future risk of falling stock prices. The fall in stock prices has led to a sharp drop in returns. The purpose of this study is to investigate the effect of management ownership on the risk of future stock price collapse in companies. For this purpose, the data of 115 manufacturing companies accepted in Tehran Stock Exchange during the years 1390-1395 were analyzed. The result of estimating research models using combined data shows that there is a direct and direct relationship between management ownership and the risk of falling stock prices, that is, with the increase of management ownership, the risk of falling stock prices increases. In addition, the cost of representation affects the relationship between managerial ownership and the risk of falling stock prices. This means that the impact of managerial ownership is on the increased risk of future stock price collapse in companies with higher representation costs.

Keywords: Management Ownership, Agency Cost, Crash Risk of Stock Price

