



نقش نظام راهبری شرکتی در تأثیر سررسید بدهی بر ریسک ریزش آتی قیمت سهام

فرامرز مظاهری سیجانی^۱

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اصفهان (خوراسگان)

دکتر حمزه محمدی خشوئی^۲

استادیار، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اصفهان (خوراسگان)

(تاریخ دریافت: ۱۰ بهمن ۱۳۹۶؛ تاریخ پذیرش: ۱۸ اردیبهشت ۱۳۹۷)

یکی از عواملی که منجر به ریزش قیمت سهام می‌شود اقدامات مدیران در راستای نگهداشت اخبار بد و عملکرد ضعیف شرکت است. هر اندازه کنترل بر اقدامات مدیران بیشتر باشد احتمال ریزش قیمت سهام نیز کاهش می‌یابد. در بدهی‌های کوتاه مدت اعمال کنترل بر مدیریت به واسطه عدم تمدید قرارداد بدهی افزایش می‌یابد. در واقع اعتباردهندگان به منظور تجدید قرارداد بدهی خواستار اطلاعات بیش‌تری پیرامون وضعیت شرکت هستند که این وضعیت مانع از انباشت اخبار بد توسط مدیران می‌گردد و از ریزش شدید قیمت سهام جلوگیری می‌گردد. هدف پژوهش حاضر تعیین تأثیر سررسید بدهی بر ریسک ریزش آتی قیمت سهام با در نظر گرفتن نظام راهبری شرکتی است. قلمرو زمانی این پژوهش سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ می‌باشد، به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیون چند متغیره با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سررسید بدهی بر ریسک ریزش آتی قیمت سهام تأثیر منفی دارد. براین اساس با کوتاه‌تر شدن سررسید بدهی احتمال ریسک ریزش قیمت سهام کاهش می‌یابد هر چند که نظام راهبری شرکتی قوی می‌تواند باعث تضعیف این اثرگذاری گردد.

واژه‌های کلیدی: سررسید بدهی، نظام راهبری شرکتی، ریسک ریزش آتی قیمت سهام.

¹ mazaheri.f@gmail.com

² mohammadi.khosh@yahoo.com

مقدمه

در شرایط ضعف نظام راهبری و نبود شفافیت کافی در گزارشگری مالی، مدیران برای حفظ شغل و اعتبار حرفه‌ای خود، اطلاعات منفی را در شرکت پنهان می‌کنند. براین اساس در شرایطی که قدرت مدیریت در شرکت افزایش و کنترل بر اقدامات وی محدود شود این انگیزه و توانایی را در مدیر ایجاد می‌نماید که اطلاعات نامطلوب شرکت را مخفی نماید. به همین واسطه، اطلاعات منفی در شرکت انباشته شده و هنگامی که توده اطلاعات منفی به نقطه اوج خود می‌رسد، نگهداری آن برای مدت زمان طولانی‌تر غیرممکن و پرهزینه می‌شود. در نتیجه توده اطلاعات منفی به یکباره وارد بازار شده و منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود. سقوط قیمت سهام به صورت یک تغییر منفی بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام و یا چولگی منفی در بازده سهام است، که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی ملموس رخ می‌دهد [۱۵].

از سوی دیگر اعتباردهندگان به منظور کاهش ریسک سوخت مطالباتشان همواره به دنبال اطلاعات به روز و قابل اتکا می‌باشند. بنابراین مدیران شرکت هم با توجه به نیازی که به منابع مالی دارند تلاش می‌کنند که اطلاعات شرکت را به موقع و به صورت کامل افشا نمایند که در این حالت احتمال مخفی نمودن اخبار بد شرکت کاهش یافته و در پی آن احتمال ریزش قیمت سهام نیز کاهش می‌یابد [۱۳]. بنابراین احتمالاً در شرکت‌هایی که از نظام راهبری شرکتی قوی برخوردار هستند بدلیل آنکه کنترل بر مدیریت تشدید می‌یابد اثر کنترلی سرسید بدهی نیز کاهش می‌یابد، زیرا از قبل این کنترل بواسطه نظام راهبری صورت پذیرفته است. براین اساس هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر سرسید بر ریسک ریزش آتی قیمت سهام با در نظر گرفتن اثر نظام راهبری شرکتی می‌باشد.

مبانی نظری

در یک نظام راهبری ضعیف و محیط گزارشگری غیرشفاف، سرمایه‌گذاران قادر به شناسایی و کشف پروژه‌های زیانده شرکت نیستند. ناتوانی سرمایه‌گذاران در تمایز بین پروژه‌های سودده و زیانده در مراحل اولیه آن‌ها باعث می‌شود که پروژه‌های زیانده ادامه یابد و با گذر زمان زیاندهی آن‌ها افزایش یابد. بازده منفی این نوع پروژه‌ها در طول زمان در شرکت انباشته می‌شود و هنگامی که اطلاعات مربوط به آن‌ها افشا می‌شود، قیمت سهام به شدت کاهش پیدا خواهد کرد [۱۵].

کوتاری و همکاران [۱۷] معتقدند میزان اخبار بد که مدیران می‌توانند انباشته و پنهان کنند، در شرکت‌های مختلف متفاوت است. به علاوه، توانایی‌ها و فرصت‌های مدیران برای افشا نکردن اخبار بد، به هزینه‌ها و منافع ایشان بستگی دارد. برای مثال، در شرایطی که هیچ‌گونه ناهمسانی اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران وجود ندارد، مدیران انگیزه‌ای برای افشای نامتقارن اطلاعات ندارند، چرا که در چنین شرایطی هزینه‌های نگهداری و افشا نکردن اخبار بد بیش از منافع آن خواهد بود. اما در شرایطی که ناهمسانی اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران زیاد است، منافع افشا نکردن اخبار بد و انباشت آن‌ها در شرکت، بیشتر از هزینه‌های آن خواهد بود و بنابراین، مدیران انگیزه پیدا می‌کنند برای خوب جلوه دادن عملکرد (ضعیف) واحد تجاری اطلاعات و اخبار بد را در شرکت مخفی نمایند.

از سوی دیگر حجم اخبار بدی که مدیران می توانند انباشته کنند، محدود است زیرا وقتی که حجم اخبار بد انباشته به آستانه معینی می رسد نگهداری و افشای آن برای مدت طولانی تر غیر ممکن و پر هزینه خواهد شد. در نتیجه توده اخبار بد پس از رسیدن به نقطه اوج خود به یکباره وارد بازار شده و منجر به ریزش شدید قیمت سهام می شود [۱۵]. حال سوال این است که چگونه می توان قدرت مدیران را در کاهش مخفی نمودن اخبار بد کاهش داد و یا با چه مکانیزمی می توان این کاهش قدرت را بوجود آورد. یکی از راه های موثر برای جلوگیری از پنهان نمودن اخبار بد مدیران، کنترل بر اقدامات آنها است. اعتبار دهندگان یکی از ارکان نظام راهبری شرکت هستند که توانایی کنترل اقدامات مدیران را دارند [۱۲]. خصوصاً که این توانایی کنترل در مورد بدهی کوتاه مدت بیش تر است. در واقع هر اندازه سررسید بدهی کوتاه تر باشد اعتبار دهندگان بواسطه دریافت اطلاعات به موقع و قابل اتکا، از انباشت اخبار بد شرکت جلوگیری می کنند، زیرا سررسید کوتاه تر موجب افزایش احتمال تکرار و تجدید قرارداد می شود و بنابراین اعتبار دهندگان ارتباط نزدیک تری با استقراض کننده خواهند داشت و می توانند با عملکرد شرکت طی دوره نخست قرارداد آشنا شوند و در مورد اینکه قرار بدهی دوباره تجدید شود یا خیر تصمیم گیری نمایند و بنابراین این افزایش قدرت اعتباردهی اجازه می دهد تا مدیران بیشتر و بهتر کنترل شوند [۱۰]. اعتبار دهندگان در تجدید قرارداد بدهی به منظور کاهش ریسک سوخت مطالبات و همچنین دست یابی به حق کنترل می توانند اطلاعات بیش تری را دریافت نمایند که این امر می تواند موجب کاهش انباشت اخبار بد توسط مدیران و بنابراین کاهش احتمال ریزش شدید قیمت سهام گردد. براین اساس بدهی ها می توانند به عنوان یک ابزار موثر جهت کنترل رفتار مدیریت تلقی گردند [۱۸] و [۱۹].

از طرف دیگر هر اندازه نظام راهبری شرکتی موثرتر باشد توانایی مهار رفتار فرصت طلبانه مدیران به منظور حداکثر سازی منافع خود کاهش یافته و لذا ریسک ریزش سهام نیز کاهش می یابد. در صورتی که شرکت نظام راهبری قوی داشته باشد کنترل بر اقدامات مدیر افزایش یافته و احتمالاً به دلیل اثر کنترلی که از قبل بر اقدامات مدیران اعمال شده است اثر سررسید بدهی کوتاه مدت بر ریسک ریزش آتی قیمت سهام در شرکت های دارای نظام راهبری قوی کاهش می یابد [۸].

پیشینه پژوهش

حبیب و حسن (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «استراتژی تجاری، بیش ارزشیابی سهام و ریسک ریزش قیمت سهام» نشان دادند که شرکت هایی که از استراتژی نوآورانه استفاده می کنند در مقایسه با شرکت های که از استراتژی تدافعی استفاده می کنند احتمال ریزش در قیمت سهام شرکت بیشتر است [۱۴]. دانگ و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «آیا سررسید بدهی بر ریسک ریزش قیمت سهام تأثیر دارد؟» به این نتیجه رسیدند که شرکت های با نسبت بالای بدهی کوتاه مدت به میزان کمتری با کاهش شدید قیمت مواجه می شوند. به علاوه، در شرکت هایی که از نظام راهبری شرکتی ضعیف تری برخوردار هستند رابطه معکوس بین سررسید بدهی کوتاه مدت و ریسک ریزش قیمت سهام تشدید می شود [۱۰].

هاونگ و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «تأثیر اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی بر سررسید بدهی شرکتی» نشان دادند که شرکت‌های دارای مدیران با ویژگی اطمینان بیش‌ازحد، تمایل به پذیرش ساختار بدهی کوتاه‌مدت‌تر از طریق استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت بیش‌تر در ساختار مالی خود دارند [۱۵].

گرایلی و رعنائی (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها بر این رابطه» به این نتیجه رسیدند که بین کیفیت گزارشگری مالی، ساختار و سررسید بدهی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت وجود دارد و رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری با افزایش بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت تضعیف می‌گردد [۴].

خدارحمی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان «تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک ریزش آتی قیمت سهام» نشان دادند بین ناهمسانی اطلاعاتی و ریسک ریزش آتی قیمت سهام، رابطه مستقیم وجود دارد و بنابراین می‌توان نتیجه گرفت با افزایش میزان عدم تقارن اطلاعاتی، ریسک ریزش آتی قیمت سهام افزایش می‌یابد [۲].

تنانی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «نقش برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام» به این نتیجه رسیدند که رابطه منفی و معناداری بین سهامداران نهادی و ریسک ریزش قیمت سهام و رابطه مثبت و معنادار بین نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره و ریسک ریزش قیمت سهام وجود دارد و به طور کلی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، عاملی تأثیرگذار بر ریسک ریزش قیمت سهام هستند [۱].

فرضیه‌های پژوهش

برای دستیابی به هدف پژوهش، دو فرضیه به شرح زیر تدوین شده است:

۱. سررسید بدهی ریسک ریزش آتی قیمت سهام را کاهش می‌دهد.
۲. در شرکت‌هایی با نظام راهبری شرکتی قوی‌تر، تأثیر سررسید بدهی بر ریسک ریزش قیمت سهام کاهش می‌یابد.

روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی و همبستگی است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیون چند متغیره با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز از طریق مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و بانک‌های اطلاعاتی تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین بدست آمده است و برای جمع‌بندی و تجزیه و تحلیل این داده‌ها از نرم افزارهای اکسل و ایویوز ۸ و استتا ۱۲ استفاده شده است. برای انتخاب نمونه از روش حذف سیستماتیک شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۴ که واجد شرایط زیر می‌باشند استفاده شده است:

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد و شرکت مورد نظر تا پایان سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۴ نیز از بورس خارج نشده باشد.

۲. کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود و در دسترس باشد.
۳. جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری بیمه و لیزینگ) نباشد.

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

در این قسمت نحوه اندازه‌گیری متغیرها و مدل‌های پژوهش تشریح می‌شود.

متغیر مستقل

متغیر مستقل این پژوهش سرسید بدهی (DM_{it}) است که به منظور محاسبه آن براساس ن پژوهش دانگ [۱]، مشایخی [۵]، و هاشمی و همکاران [۷] از نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل بدهی‌ها استفاده شده است.

متغیر وابسته

متغیر وابسته این پژوهش، ریسک ریزش قیمت سهام است که با استفاده از معیار چولگی منفی بازده سهام اندازه‌گیری شده است. به منظور اندازه‌گیری چولگی منفی بازده سهام با توجه به پژوهش هاتن [۱۵] از رابطه (۱) استفاده شده است:

رابطه (۱):

$$NCSKEW_{j,t} = -[n(n-1)^{3/2} w_{j,t}^3] / [(n-1)(n-2)] (\sum w_{j,t}^2)^{3/2}$$

که در مدل فوق $w_{j,t}$ نشان دهنده بازده ماهانه خاص شرکت j برای ماه θ و n تعداد بازده ماهانه مشاهده شده در طی سال مالی می‌باشد. در رابطه (۱) هر چه مقدار ضریب منفی چولگی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض ریزش قیمت سهام بیشتری خواهد بود.

بازده ماهانه خاص شرکت که با $w_{j,t}$ نشان داده می‌شود و برابر است با لگاریتم طبیعی عدد یک بعلاوه عدد باقی مانده $\varepsilon_{j,t}$ که از رابطه (۲) بدست می‌آید.

رابطه (۲):

$$w_{j,t} = 1 + (\varepsilon_{j,t})$$

$\varepsilon_{j,t}$: بازده باقیمانده ی سهام شرکت j در ماه θ است و عبارتست از باقی مانده مدل در زیر رابطه (۳):

$$r_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 r_{j,t-1} + \beta_2 r_{j,t-2} + \beta_3 r_{j,t-3} + \beta_4 r_{j,t-4} + \beta_5 r_{j,t-5} + \varepsilon_{j,t}$$

که در آن $r_{j,t}$ بازده سهام شرکت j در ماه θ می‌باشد و $r_{j,t-1}$ بازده بازار در ماه θ است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود. رابطه (۳) با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و شیوه داده‌های ترکیبی برآورد شده و باقی مانده آن به شرح رابطه (۲) برای محاسبه بازده ماهانه خاص شرکت استفاده می‌شود.

متغیر تعدیل گر

با توجه به ادبیات موجود و پژوهشهای انجام شده در خصوص نظام راهبری شرکتی [۶]، [۹] و [۱۱]، برای محاسبه نظام راهبری شرکتی از شاخصی ترکیبی شامل شش متغیر ساختگی تفکیک پست مدیرعامل از رئیس هیأت مدیره (اگر پست مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره بر عهده یک نفر باشد، مقدار یک و در غیر این صورت صفر)، نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره (شرکتی که درصد اعضای غیرموظف بالاتری نسبت به میانگین دارند، مقدار یک و در غیر این صورت صفر)، میزان سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران

نهادی (شرکت دارای سه سهامدار نهادی با مجموع درصد سهام بالای ۵۰٪ به غیر از دولت، نهادها و شرکت‌های دولتی و شبه دولتی، مقدار یک و در غیر این صورت صفر)، فرعی بودن شرکت (شرکت مورد بررسی طبق استانداردهای حسابداری ایران شرکت فرعی باشد، مقدار یک و در غیر این صورت صفر)، درصد سهام شناور آزاد (اگر کل سهام شناور شرکت در یک دوره ۶ ساله بیشتر از میانگین باشد، مقدار یک و در غیر این صورت صفر) و نوع حسابرسی (اگر حسابرسی شرکت سازمان حسابرسی باشد، مقدار یک و در غیر این صورت صفر) استفاده شده است. اگر حاصل جمع این شش متغیر ساختگی بیش از میانگین باشد به عنوان شاخص نظام راهبری شرکتی قوی‌تر و در غیر این صورت شاخص ضعیف‌تر در نظر گرفته شده است.

متغیرهای کنترلی پژوهش

متغیرهای کنترلی مورد استفاده در این پژوهش و نحوه محاسبه آن‌ها بشرح زیر است.

عدم شفافیت اطلاعات مالی: در این پژوهش از مدیریت سود به عنوان معیار عدم شفافیت براساس مدل تعدیل شده جونز [۳] استفاده شده است

اندازه شرکت: که از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت t در پایان سال مالی t استفاده شده است.

ارزش بازار به ارزش دفتری: برای اندازه‌گیری این ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام تقسیم گردیده است [۳].

بازده کل دارایی‌ها: که جهت محاسبه آن از نسبت سود عملیاتی به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت t در پایان سال مالی t استفاده شده است.

میانگین بازده ماهانه سهام: که جهت محاسبه آن بازده هر ماه در طول سال محاسبه شده و سپس بر تعداد بازده ماهانه مشاهده شده تقسیم شده تا میانگین بازده ماهانه سهام شرکت t طی سال مالی t بدست آید [۳].

انحراف معیار بازده ماهانه سهام: انحراف معیار بازده ماهانه سهام که با استفاده از بازده ماهانه سهام شرکت t در ماه θ و میانگین بازده ماهانه سهام شرکت t طی سال مالی t محاسبه بدست می‌آید [۳].

اهرم مالی شرکت: که از طریق تقسیم کل بدهی بلندمدت بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت t در پایان سال مالی t بدست می‌آید.

چولگی ماهانه بازده شرکت: چولگی ماهانه بازده شرکت که نحوه انجام محاسبات آن در قسمت ۶-۲ شرح داده شد.

یافته‌های پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی و مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده شده است. با توجه به اینکه از داده‌های ترکیبی استفاده شده است، لذا با انجام آزمون F لیمر و هاسمن مشخص گردید که برای هر دو فرضیه پژوهش داده‌ها از نوع تابلویی هستند. برای برآورد

پارامترهای مدل‌های رگرسیون، آزمون فرض‌های کلاسیک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است که جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش کلیه آزمون‌های مربوطه و اقدامات مرتبط جهت ارائه نتایج حاضر انجام شده است.

آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه نخست این پژوهش بدین صورت است که «سررسید بدهی ریسک ریزش آتی قیمت سهام را کاهش می‌دهد. برای عدم رد فرضیه اول انتظار می‌رود در سطح معناداری مورد نظر، ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر توضیحی، منفی و معنادار باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش در مورد تأثیر سررسید بدهی بر ریسک ریزش قیمت سهام در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول (۱): نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه اول

متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ (C)	۹/۹۱۸۷	۲/۷۱۱۶	۰/۰۰۷۰
سررسید بدهی ($DM_{i,t}$)	-۰/۶۵۶۸	-۲/۴۱۴۰	۰/۰۱۶۲
بازده کل دارایی‌ها ($ROA_{i,t}$)	-۰/۱۸۶۲	-۰/۳۹۸۲	۰/۶۹۰۷
اندازه شرکت ($SIZE_{i,t}$)	-۰/۷۶۴۳	-۲/۷۷۳۰	۰/۰۰۵۸
ارزش بازار به ارزش دفتری ($MTB_{i,t}$)	۰/۰۱۲۰	۰/۲۹۲۶	۰/۷۶۹۹
اهرم مالی شرکت ($LEV_{i,t}$)	۰/۳۴۱۳	۰/۵۸۷۱	۰/۵۵۷۴
عدم شفافیت اطلاعات مالی ($ACCM_{i,t}$)	-۰/۲۵۵۱	-۰/۵۷۲۹	۰/۵۶۷۰
میانگین بازده ماهانه سهام ($RET_{i,t}$)	۰/۰۵۶۹	۳/۹۴۸۴	۰/۰۰۰۱
انحراف معیار بازده ماهانه سهام ($SIGMA_{i,t}$)	-۰/۰۱۹۹	-۲/۶۲۲۷	۰/۰۰۸۸
توان دوم عدم شفافیت اطلاعات مالی ($ACCM^2_{i,t}$)	۰/۱۴۷۵	۰/۳۳۸۰	۰/۷۳۵۵
چولگی منفی بازده سهام ($NCSKEW_{i,t}$)	-۰/۲۵۸۴	-۴/۰۹۲۲	۰/۰۰۰۱
آماره F (احتمال)	۳/۵۲۲۲ (۰/۰۰۰۰)	ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل شده)	۰/۴۹۶۳ (۰/۳۵۵۴)
آماره دوربین واتسون		۲/۴۰۴۵	

همان‌گونه که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، مقدار ارزش احتمال محاسبه شده برای متغیر توضیحی سررسید بدهی برابر با ۰/۰۱۶۲ می‌باشد، لذا با توجه به اینکه ارزش احتمال حاصل از آن کمتر از سطح معنی‌داری ۰/۵ است، می‌توان نتیجه گرفت که اثر سررسید بدهی بر ریسک ریزش قیمت سهام معنی‌دار است. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای سررسید بدهی در سطح معنی‌داری ۰/۵ منفی است. این بدین معنی است که سررسید بدهی بر ریسک ریزش قیمت سهام تأثیر منفی دارد. به عبارت دیگر، سررسید

بدهی باعث کاهش ریسک ریزش قیمت سهام می‌گردد. بنابراین با توجه به نتایج مندرج در جدول (۱) در سطح اطمینان ۹۵٪ فرض نخست پژوهش پذیرفته می‌شود.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم این پژوهش بدین‌صورت است که «در شرکت‌هایی با نظام راهبری شرکتی قوی تر، تأثیر سررسید بدهی بر ریسک ریزش قیمت سهام کاهش می‌یابد». به‌منظور آزمون فرضیه دوم از یک متغیر ساختگی به شرح بخش ۶-۳ برای بررسی اثر نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین سررسید بدهی و ریسک ریزش قیمت سهام استفاده شده است. فرضیه اول در صورتی رد نمی‌شود که ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر توضیحی سررسید بدهی، منفی و معنادار باشد. لذا برای عدم رد فرضیه دوم انتظار می‌رود ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر توضیحی تعاملی مثبت و معنی‌دار باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش در جدول (۲) ارائه شده‌است.

جدول (۲): نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضرایب	آماره f	احتمال
عرض از مبدأ (C)	۱۰/۰۳۶۴	۲/۰۲۰۷	۰/۰۴۴۰
سررسید بدهی ($DM_{i,t}$)	-۳/۶۰۳۸	-۲/۱۲۸۹	۰/۰۳۳۹
بازده کل دارایی‌ها ($ROA_{i,t}$)	-۰/۲۴۰۷	-۰/۴۳۳۳	۰/۶۶۵۰
اندازه شرکت ($SIZE_{i,t}$)	-۰/۵۶۷۹	-۱/۹۹۹۸	۰/۰۴۶۳
ارزش بازار به ارزش دفتری ($MTB_{i,t}$)	۰/۰۱۴۱	۰/۳۷۲۴	۰/۷۰۹۸
اهرم مالی شرکت ($LEV_{i,t}$)	۰/۶۳۲۰	۱/۱۶۷۲	۰/۲۴۳۹
عدم شفافیت اطلاعات مالی ($ACCM_{i,t}$)	-۰/۰۲۵۵	-۰/۰۶۹۰	۰/۹۴۵۰
میانگین بازده ماهانه سهام ($RET_{i,t}$)	۰/۰۶۳۵	۴/۰۸۷۴	۰/۰۰۰۱
انحراف معیار بازده ماهانه سهام ($SIGMA_{i,t}$)	-۰/۰۲۱۹	-۲/۵۴۳۱	۰/۰۱۱۴
توان دوم عدم شفافیت اطلاعات مالی ($ACCM^2_{i,t}$)	۰/۱۳۴۶	۰/۳۵۳۳	۰/۷۲۴۰
چولگی منفی بازده سهام ($NCSKEW_{i,t}$)	-۰/۲۵۴۰	-۳/۹۵۳۳	۰/۰۰۰۱
نظام راهبری شرکتی ($GINDEX_{i,t}$)	-۳/۰۹۰۵	-۱/۹۱۳۸	۰/۰۵۶۴
نظام راهبری شرکتی \times سررسید بدهی ($DM_{i,t} \times GINDEX_{i,t}$)	۳/۳۳۷۶	۲/۰۱۰۲	۰/۰۴۵۲
آماره F (احتمال)	۳/۶۴۱۶ (۰/۰۰۰۰)	ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل شده)	۰/۵۱۲۶ (۰/۳۷۱۸)
آماره دوربین واتسون		۲/۴۴۲۸	

فرضیه دوم این پژوهش به دنبال بررسی این موضوع است که آیا در شرکت‌های با نظام راهبری شرکتی قوی‌تر، اثر سررسید بدهی بر ریسک ریزش قیمت سهام به مراتب کمتر از شرکت‌های با نظام راهبری شرکتی ضعیف‌تر است یا خیر. به عبارت دیگر با توجه به فرضیه دوم انتظار می‌رود در شرکت‌هایی با نظام راهبری شرکتی قوی‌تر، این اثر تضعیف شود. لذا با توجه به اینکه مقدار متغیر ساختگی برای شرکت‌های با نظام راهبری شرکتی قوی‌تر برابر یک است، در صورتی که ضریب متغیر تعاملی مثبت و معنی‌دار شود، فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود. همان‌طور که یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، مقدار ارزش احتمال محاسبه شده برای متغیر تعاملی برابر با 0.452 می‌باشد. لذا با توجه به اینکه ارزش احتمال محاسبه شده برای آن کمتر از سطح معنی‌داری 0.5 است، می‌توان نتیجه گرفت که اثر متغیر تعاملی بر ریسک ریزش قیمت سهام معنی‌دار است. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای متغیر تعاملی در سطح معنی‌داری 0.5 مثبت است. این بدین معنی است که در شرکت‌هایی با نظام راهبری شرکتی قوی‌تر، تأثیر سررسید بدهی بر ریسک ریزش قیمت سهام کاهش می‌یابد. به عبارتی دیگر، همان‌طوری که یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد و با توجه به اینکه برای شرکت‌های با نظام راهبری شرکتی قوی‌تر مقدار متغیر ساختگی برابر با یک است، اثر سررسید بدهی بر ریسک ریزش در شرکت‌های با نظام راهبری شرکتی ضعیف‌تر برابر با $-3/6038$ و برای شرکت‌های با نظام راهبری شرکتی قوی‌تر برابر با $-0/2662 - (3/3376 + 38/6038)$ است، که نشان‌دهنده این است که در شرکت‌های با نظام راهبری شرکتی قوی‌تر، اثر سررسید بر ریسک ریزش قیمت سهام کاهش می‌یابد.

نتیجه گیری و پیشنهادها

مدیران به دلیل منافع خود همواره اقدام به مخفی نمودن اخبار بد شرکت می‌نمایند اما در مقابل اعتباردهندگان همواره به منظور رسیدن به بازده مورد نظر و کاهش خطر سوخت شدن مطالباتشان در قراردادهای بدهی شرایطی را مدنظر قرار می‌دهند. یکی از این شرایط دستیابی به اطلاعاتی پیرامون شرکت در زمان‌های مقرر و با درجه اتکا بالا است. بنابراین افشای اطلاعات برای اعتباردهندگان انگیزه مدیران جهت مخفی نمودن اخبار بد و یا حتی ناتوانی مدیران در مخفی نمودن اخبار بد را کاهش می‌دهد. بنابراین اعتباردهندگان کوتاه مدت می‌توانند از عوامل کنترل رفتار فرصت طلبانه مدیران می‌باشند. براین اساس با توجه به مبانی نظری ذکر شده هراندازه سررسید بدهی کوتاه‌تر باشد احتمال ریزش شدید در قیمت آتی سهام کاهش می‌یابد.

از طرف دیگر در شرکت‌هایی که از نظام راهبری قوی‌تر برخوردار می‌باشند بدلیل اعمال کنترل به هنگام و مناسب بر رفتار و اقدامات فرصت طلبانه مدیران امکان مخفی سازی اخبار بد کاهش می‌یابد و بنابراین اثر کنترلی بدهی‌های کوتاه‌مدت کاهش می‌یابد. علت این کاهش در اثر کاهشی سررسید بدهی در ریسک ریزش قیمت سهام نیز ناشی از کنترلی است که این اعتباردهندگان بر اقدامات مدیر با افشا اطلاعات شرکت بود که در صورت نظام راهبری قوی این کنترل از قبل اعمال شده و تاثیر سررسید بدهی تعدیل می‌گردد.

- با توجه به نتایج حاصل پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌گردد:
۱. به سرمایه‌گذارانی که ملاک تصمیم‌گیری آن‌ها ریسک ریزش قیمت سهام است، توصیه می‌شود به سررسید بدهی‌های شرکت نیز در تصمیمات خود توجه نمایند.
 ۲. همچنین به سیاست‌گذاران بازار پول و سرمایه پیشنهاد می‌شود که به بدهی بلندمدت به عنوان عاملی احتمالی در ایجاد حساب‌های قیمتی و ایجاد نابسامانی و فقدان ثبات در بازارهای مالی توجه نمایند ضمن اینکه با توجه به تأثیرات منفی بدهی کوتاه‌مدت بر ریسک ریزش قیمت سهام، بایستی به دنبال راهکارهایی بود که تا حد امکان شدت این اثرگذاری‌ها را تقویت نماید.
 ۳. از آنجا که نظام راهبری شرکتی قوی تأثیر منفی سررسید بدهی بر ریسک ریزش قیمت سهام را کاهش می‌دهد بنابراین پیشنهاد می‌شود که به راهبری شرکتی، هم از نگاه سیاست‌گذاران و هم از نگاه سهامداران توجه بیشتری شود.

فهرست منابع

۱. تنسانی، محسن، صدیقی، علیرضا، امیری، عباس (۱۳۹۴). "نقش برخی سازو کارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام". **مدیریت دارایی و تأمین مالی**، شماره ۳(۴)، صص ۳۱-۵۰.
۲. خدارحمی، بهروز؛ فروغ نژاد، حیدر؛ شریفی، محمد جواد و علی‌رضا طالبی. (۱۳۹۵). "تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام". **مدیریت دارایی و تأمین مالی**، شماره ۳، صص ۳۹-۵۸.
۳. فروغی، داریوش، میرزایی، منوچهر، (۱۳۹۱)، "تأثیر محافظه‌کاری شرطی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام"، **مجله پیشرفت‌های حسابداری**، ۴(۲)، ۷۷-۱۱۷.
۴. گرائیلی، مهدی، رعنائی، فاطمه (۱۳۹۶). "بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر ساختار سررسید بدهی بر این رابطه". **مدیریت دارایی و تأمین مالی**، ۵(۱۶)، ۸۳-۹۸.
۵. مشایخی، بیتا، محمدپور، فرشاد (۱۳۹۳). "کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری". **راهبرد مدیریت مالی**، ۲(۷)، صص ۱-۱۴.
۶. نیکو مرام، هاشم، محمد زاده، حیدر (۱۳۸۹). "ارائه الگویی برای تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود". **مجله حسابداری مدیریت**، ۴(۴)، ۵۹-۸۰.
۷. هاشمی، سید عباس، صمدی، سعید، هادیان، ریحانه (۱۳۹۳). "اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری". **فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی**، سال، یازدهم، شماره ۴۴، صص ۱۱۷-۱۴۳.

۸. یحیی زاده فر، محمود، شمس، شهاب الدین، رضایی، هدی (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سود آوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، سال سوم، شماره ۱۲.

9. Chen, x., Zhanf., F., Zhang., s. (2015). CEO Duality and stock price crash risk. , Available at: [www. ssrn.com](http://www.ssrn.com)
10. Dang, V.A., Lee, E., Liu, y., Zeng, C. (2016). Does debt maturity affect stock price crash risk?, Working Paper, Available at: [www. ssrn.com](http://www.ssrn.com)
11. Diamond, D. W., (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. **Quarterly Journal of Economics** 106, 709–737
12. Dechow P.M., R.G.Sloan, A.P.Sweeney, 1995, Detecting of earnings management, **Journal of accounting review**, Vol. 70, no. 2, April 1995, PP: 193-225
13. Gomariz, M.F. C. & Ballesta, J.P.S. (2013). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. **Journal of Banking and Finance**, Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>
14. Habib, A., Monzur, M., (2017). Business Strategy, Overvalued Equities, and Stock Price. Available at: [www. ssrn.com](http://www.ssrn.com)
15. Haung, R., Tan, K., Faff., R. (2015). CEO Overconfidence and Corporate Debt Maturity, Working Paper, Available at: [www. ssrn.com](http://www.ssrn.com).
16. Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. **Journal of Financial Economics**, 94(1): 67-86
17. Kothari, S.P., Shu, S., Wysocki, P.D. (2009). Do Managers Withhold Bad News? **Journal of Accounting Research**, 47(1): 241–276
18. Myers, S. C. (1977), Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics** 5, 147–175.
19. Rajan, R., Winton, A., (1995), Covenants and collateral as incentives to monitor. **Journal of Finance** 50, 1113–1146
20. Stulz, R., (2001). Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective. **Financial structure and economic growth: A cross-country comparison of banks, markets, and development**, 143–188.



The Effect of Debt Maturity on Future Stock Price Crash Risk by considering Corporate Governance

Faramarz Mazaheri Sichani¹ ©

Master in Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran

Hamze Mohammadi Khoshoie (PhD)²

Assistant Professor, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran

(Received: 30 January 2018; Accepted: 8 May 2018)

nn ofhh fccors ddddoosokk preeerr hhhssmanagrrs' ccvvisssssoooonee bdd news and negative performance inside of the company. One of the cases that can prevent opportunistic behavior of managers is maturity of debt. Debtmaturity will cause that creditors in order to renew the contract called for more information about the firm's position and this situation prevents the accumulation of bad news by managers and ultimately prevented a sharp fall in stock prices. The purpose of this study is to determine the effect of Debt Maturity on the future stock price crash risk by Considering Corporate Governance.. Time domain of this research is from 2010 to 2014, but the information and data needed for the period from 2007 to 2015 have been collected. In order to test the hypothesis, multivariate linear regression model and panel data have been used. The results of this study showed a significant inverse relationship between the debt maturity and future Stock Price Crash Risk. In other words, with shorter debt maturity the stock price crash risk is also can reduced but the strong Corporate Governance can castrate it.

Keywords: Debt Maturity, Corporate Governance, Stock Price Crash Risk.

¹ mazaheri.f@gmail.com © (Corresponding Author)

² mohammadi.khosh@yahoo.com