



## تأثیر توانایی مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام

داریوش فروغی<sup>۱</sup>  
امین ساکیانی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۹/۱۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۷/۱۲

### چکیده

مقاله حاضر با هدف بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. برای دستیابی به هدف مذکور، یک فرضیه تدوین و نمونه‌ای متشکل از ۱۱۹ شرکت به روش حذف سیستماتیک از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردید. برای آزمون فرضیه پژوهش از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) و شیوه داده‌های ترکیبی استفاده شده است. به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریتی از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) و برای اندازه‌گیری ریسک سقوط قیمت سهام از دو معیار استفاده شده در پژوهش حیب (۲۰۱۴) استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از دو معیار چولگی منفی و نوسان‌های پائین به بالا گویای آن است که مدیران توانا تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارند. در واقع این مدیران از طریق دستکاری کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارند.

**واژه‌های کلیدی:** توانایی مدیریتی، ریسک سقوط قیمت سهام، کیفیت گزارشگری مالی.

۱- دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، اصفهان، ایران. (نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات)  
foroghi@ase.ui.ac.ir

۲- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران.

## ۱- مقدمه

تغییر قیمت سهام در بازار امری عادی تلقی می‌گردد اما موضوعی که همواره موجب نگرانی سرمایه‌گذاران است، موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام می‌باشد. این موضوع طی سال‌های اخیر و به ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری از دانشگاهیان و افراد حرفه‌ای را به خود جلب کرده است. این تغییرات عمدتاً 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. مدیران دارای انگیزه‌های متفاوتی جهت مخفی نمودن نتایج نامطلوب عملیات می‌باشند. چنانچه مدیران برای یک دوره طولانی اقدام به نگهداری و انباشت اخبار بد در داخل شرکت کنند بین قیمت ذاتی سهام شرکت و ارزش تعیین شده برای آن توسط سرمایه‌گذاران یک شکاف بزرگ (حباب قیمتی سهام) ایجاد می‌شود، هنگامی که توده اخبار منفی انباشت به نقطه انفجار می‌رسد به یکباره وارد بازار شده و به ترکیدن حباب‌های قیمتی و سقوط قیمت سهام می‌انجامد (هاتن<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۹). همواره پژوهشگران و سرمایه‌گذاران در صدد بررسی عوامل منجر به بروز این پدیده و عواملی که منجر به جلوگیری از آن می‌شود می‌باشند. یکی از مواردی که می‌تواند این پدیده را تحت تأثیر قرار دهد وجود مدیرانی می‌باشد که از توانایی و مهارت بالایی برخوردارند. مدیران هراندازه توانایی بالاتری برخوردار باشند بهتر می‌توانند اخبار بد شرکت را در راستای دست‌یابی به منافع خود انباشت کنند. اما مدیران در یک مرز به دلیل ملاحظات منفعت و هزینه و سایر موارد نمی‌توانند مانع از انباشته شدن اخبار بد شرکت گردند و در نتیجه در آن مرز به یک باره اخبار شرکت افشا شده و منجر به ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردد. با توجه به مطالبی که بیان شد هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی این موضوع است که آیا توانایی مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد؟

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یکی از منابع عمده اطلاعاتی مورد استفاده فعالان بازار سرمایه، گزارش‌های مالی منتشر از جانب شرکت‌ها می‌باشد که به صورت دوره‌ای در اختیار عموم قرار می‌گیرد و مبنای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل برای خرید و فروش و سرمایه‌گذاری در بازار سهام می‌باشد. اما به دنبال تخصیص شدن فعالیت شرکت‌ها و در نتیجه تفکیک مدیریت از مالکیت آن‌ها، و با توجه به اینکه تابع مطلوبیت طرفین درگیر در رابطه نمایندگی متفاوت است، بین آن‌ها تضاد منافع بوجود می‌آید. مدیران نیز به عنوان نماینده سهامداران در شرکت به دنبال حداکثر کردن

منافع خود می‌باشند. بنابراین این امکان وجود دارد که یکی از طرفین در راستای منافع شخصی خود اقداماتی انجام دهد که با هدف حداکثر رساندن منافع سایر گروه‌ها در تضاد باشد (فاما و جنسن<sup>۲</sup>، ۱۹۸۳). این انگیزه مدیران جهت مطلوب نشان دادن وضعیت مالی و سودآوری شرکت می‌تواند منجر به مخفی نمودن برخی از اطلاعات مهم شرکت گردد. در واقع این مدیران به منظور حفظ شغل خود و یا دست‌یابی به پاداش حداکثری اقدام به این کار می‌نمایند (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹). مدیران انگیزه دارند برای حفظ شغل خود، بخشی از از زیان‌ها را پنهان کنند. این فرآیند، یعنی افشا نکردن زیان‌های واقعی تا زمان حضور مدیر در شرکت ادامه می‌یابد. پس از ترک شرکت توسط مدیر، حجم عظیمی از زیان‌های افشا شده وارد بازار شده، به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود. میزان اطلاعات منفی که مدیران می‌توانند انباشته و پنهان کنند، در شرکت‌های مختلف، متفاوت است. علاوه بر این، توانایی‌ها و فرصت‌های مدیران برای انباشته و افشا نکردن اخبار منفی، به هزینه‌ها و منافع آنان بستگی دارد. برای مثال، در شرایطی که هیچگونه عدم تقارن 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 منفی بیش از منافع آن نخواهد بود، اما در چنین شرایطی که عدم تقارن بین مدیران و سرمایه‌گذاران بالاست، هزینه‌های افشا نکردن 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 انباشته کرده، و آن‌ها را افشا نکنند (کوتاری<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۹).

از آنجایی که سقوط قیمت سهام منجر به متضرر شدن سهامداران و سرمایه‌گذاران و هم‌چنین افت بازار سرمایه می‌گردد توجه به عوامل مؤثر بر این پدیده از اهمیت بسزایی برخوردار است. یکی از این عوامل توانایی مدیران است. مدیران در سازمان‌ها، تدوین‌کنندگان خط‌مشی، صاحبان قدرت هستند و عملکرد سازمان‌ها با قدرت آنان در ارتباط است. مدیران با به کارگیری منابع قدرت می‌توانند زمینه رشد و تعالی یا زمینه انحراف و فساد سازمان را فراهم آورند و این امر به ماهیت وجودی و چگونگی استفاده از قدرت و منابع آنان بستگی دارد (حقیقی، ۱۳۸۰). ویژگی‌های یک مدیر خاص مانند: توانایی، استعداد، شهرت و لقب (برروی ستانده‌های اقتصادی) مانند (درآمد و سود) اثر می‌گذارد. برای اندازه‌گیری توانایی مدیریتی، پژوهشگران عمدتاً بر شاخص‌هایی مانند: اندازه شرکت، عملکرد غیرعادی گذشته، خسارت‌ها، دوران تصدی، تحصیلات و ... تاکید داشتند و نیز از ابزار تحلیل پوششی داده‌ها (DEA<sup>۴</sup>) در داخل یک صنعت خاص استفاده می‌کردند (لورتی و گریس<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱). بسیاری از این اندازه‌گیری‌ها باز هم جنبه‌هایی از شرکت را که خارج از

کنترل مدیریت باشد، انعکاس می‌دهد، برای مثال، بازده غیرعادی سهام می‌تواند تحت تأثیر عوامل بسیاری به غیر از توانایی مدیریت باشد.

دمرجیان<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۱۲) روش جدیدی برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت براساس کارایی مدیران در تبدیل منابع شرکت به درآمد در صنایع همگن معرفی کردند. آن‌ها انتظار داشتند که مدیران با توانایی بیش‌تر نسبت به مدیرانی که توانایی کمتری دارند، از تکنولوژی‌های روز و روند صنعت آگاهی بیش‌تری داشته باشند و به طور قابل‌اتکاتری بتوانند تقاضا برای محصولات را پیش‌بینی و در پروژه‌های با ارزش‌تری سرمایه‌گذاری کنند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲). این ویژگی مدیران می‌تواند در بروز پدیده سقوط قیمت سهام اهمیت بسزایی داشته باشد. براساس دو دیدگاه می‌توان بین توانایی مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط برقرار کرد. بر طبق دیدگاه اول، که به دیدگاه قراردادهای کارا<sup>۷</sup> معروف است، انتظار می‌رود بین توانایی مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی یک تأثیر مثبت وجود داشته باشد که این امر منجر به کاهش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردد.

فرانسیس<sup>۸</sup> (۲۰۰۸) بیان می‌دارد که مدیران توانا و خوش‌نام به دو دلیل تمایل کمتری به گزارشگری ناشفاف دارند. اول اینکه این مدیران به دلیل ارزش‌های اخلاقی و هم‌چنین حفظ شهرت و جایگاه خود در مقایسه با سایر مدیران اقدام به گزارشگری شفاف می‌نمایند، و دوم اینکه با توجه به نتایج سایر پژوهش‌ها (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۵؛ ۲۰۰۴) که بیان می‌دارد که کیفیت بالای گزارشگری مالی منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌گردد، کیفیت ضعیف گزارشگری مالی از سوی مدیران توانا و خوش‌نام، از طریق هزینه سرمایه بالا جریمه‌سنگینی را برای این مدیران در پی خواهد داشت. در واقع کیفیت اطلاعات و گزارشگری شفاف یکی از انتظارات در بازار سرمایه به شمار می‌رود (پور زمانی و قمری، ۱۳۹۲). در نتیجه این مدیران به منظور پاسخ صحیح به انتظارات بازار سرمایه و همچنین جهت جلوگیری از این قبیل مجازات از سوی بازار اقدام به افشای اطلاعات در زمان مناسب و به شیوه مناسب می‌کنند.

با توجه به اینکه افشای اطلاعات در یک زمان مناسب احتمال ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد انتظار بر این است که شرکت‌های که مدیران توانا دارند کمتر در معرض ریسک سقوط قیمت سهام قرار گیرند (حبیب<sup>۹</sup>، ۲۰۱۴). از طرفی دیگر بر مبنای دیدگاه منفعت‌طلبی<sup>۱۰</sup> که در تضاد با دیدگاه اول است استدلال می‌شود که مدیران توانا با توجه به تأکید زیاد بر حفظ جایگاه و شهرت خود، این انگیزه در آن‌ها وجود دارد که اقدام به دستکاری کیفیت گزارشگری مالی و سود نموده تا سود و عملکرد مالی خود را به سطح انتظار بازار و یا سرمایه‌گذاران برسانند (مالمندیر و تیت<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۸). اگر مدیر از وضعیت شهرت و توانایی خود، به منظور دست‌یابی به منافع خود و

همچنین دست یابی به سطح انتظارات مورد نظر، از طریق دستکاری کیفیت گزارشگری مالی استفاده نماید انتظار می‌رود که چنین مدیری اقدام به انباشت اخبار بد شرکت نماید. از آنجائیکه انباشت اخبار بد شرکت منجر به سقوط قیمت سهام می‌گردد، انتظار می‌رود که شرکت‌های که دارای مدیران توانا می‌باشند احتمال سقوط قیمت سهام در این شرکت‌ها بیشتر باشد (حبیب، ۲۰۱۴).

### ۳- پیشینه پژوهش

کیم و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی "تأثیر پرداخت سود سهام و ریسک سقوط قیمت سهام" پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که تقسیم سود سهام تاثیری منفی بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. علاوه بر این، یافته‌های پژوهش آن‌ها بیانگر این است که در شرکت‌های که عدم تقارن اطلاعاتی و جریان نقد آزاد وجود دارد تقسیم سود سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیری منفی دارد.

چن و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی "تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک سقوط قیمت سهام" پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که بین دوگانگی وظایف مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری وجود دارد. به بیان دیگر دوگانگی وظایف مدیرعامل باعث خواهد شد که آن‌ها از توانایی و نفوذ بیش تری جهت انباشت اخبار بد شرکت داشته که در نهایت این منجر به سقوط قیمت سهام می‌گردد.

الهادی<sup>۱۲</sup> و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان "توانایی مدیریتی، مراحل چرخه عمر" به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی در مراحل رشد، بلوغ، افول از مراحل چرخه عمر شرکت پرداختند. آن‌ها با استفاده از یک نمونه بزرگی از شرکت‌های آمریکایی به این نتیجه دست یافتند که توانایی مدیریتی با مراحل رشد و بلوغ ارتباط مثبت و معناداری داشته و این ارتباط در مرحله افول منفی بوده است. آن‌ها هم چنین به این نتیجه دست یافتند که بین توانایی مدیریتی و مراحل چرخه عمر شرکت یک الگوی U شکل وجود دارد.

چانگ و چن<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی "تأثیر نقدشوندگی سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام" پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین نقدشوندگی سهام و ریسک سقوط آتی قیمت سهام یک رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. هم چنین اثر نقدشوندگی در شرکت‌های که از سطح بالایی از سرمایه‌گذاران با افق کوتاه مدت برخوردار هستند و شرکت‌های که دارای عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشند بیشتر می‌باشد. بطور کلی هرچقدر نقدشوندگی سهام بیشتر باشد باعث

تشدید انباشت اخبار بد در داخل شرکت از طریق تسهیل تهدید به خروج سرمایه گذاران با افق کوتاه مدت می‌گردد.

فرانسیس و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان "توانایی مدیریتی و اجتناب مالیاتی" به بررسی رابطه بین توانایی مدیریت و اجتناب از مالیات پرداختند. آن‌ها برای اندازه‌گیری اجتناب مالیاتی از دو معیار نرخ مؤثر مالیاتی و نرخ مالیات نقدی استفاده کردند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از این بود که مدیران تواناتر، اجتناب از مالیاتی کمتری دارند و توانایی مدیریت با اجتناب از مالیاتی رابطه منفی دارد.

دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان "توانایی مدیریت و کیفیت سود" به بررسی رابطه بین کیفیت سود و توانایی مدیریت پرداختند، نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که یک رابطه مثبت بین توانایی مدیران و کیفیت سود وجود دارد و همچنین توانایی مدیران با تجدید ارائه کمتر صورت‌های مالی، پایداری بالای سود، کیفیت بالای سود بدست آمده با ضریب واکنش سود و خطای کمتر در تخمین مطالبات مشکوک الوصول همبسته است. براساس نتایج آن‌ها، مدیران توانا می‌توانند تخمین ارقام تعهدی و ارزیابی سود را با صراحت و دقت زیادی انجام دهند.

ژانگ<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی تحت عنوان "تأثیر اجتناب مالیاتی بر ریسک سقوط قیمت سهام" به بررسی رابطه بین فرار از مالیات و پدیده سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که فرار از مالیات فرصت‌هایی را برای مدیران در مورد انجام فعالیت‌هایی که برای پنهان ساختن اخبار بد و در نهایت همراه ساختن سرمایه گذاران طراحی شده است ایجاد می‌نماید، که این مسأله در نهایت می‌تواند به پدیده کاهش قیمت سهام منجر گردد.

هاتن و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی تحت عنوان "گزارشگری مالی غیر شفاف، R2 و ریسک سقوط قیمت سهام" رابطه بین عدم شفافیت گزارشگری مالی و ریسک سقوط قیمت سهام را بررسی کردند. آن‌ها با استفاده از مدیریت سود به عنوان معیار عدم شفافیت اطلاعات مالی، به این نتیجه رسیدند که عدم شفافیت اطلاعات مالی با افشای اطلاعات کمتر در ارتباط است. به علاوه شرکت‌هایی که دارای صورت‌های مالی غیر شفاف هستند، بیشتر در معرض ریسک سقوط قیمت سهام قرار می‌گیرند.

بزرگ اصل و صالح زاده (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی "رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تاکید بر اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند نتایج پژوهش حاکی از آن است بین توانایی مدیریتی و پایداری سود و همچنین توانایی مدیریت و پایداری اجزای تعهدی و نقدی سود رابطه مثبت وجود دارد اما رابطه بین توانایی مدیریت و پایداری بخش تعهدی نسبت به بخش نقدی قوی تر است.

فروغی و قاسم زاد (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی "تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام" با استفاده از اطلاعات ۱۱۷ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۳-۱۳۹۲ پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر تمامی معیارهای ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. در واقع براساس نتایج این پژوهش مدیران دارای اطمینان بیش از حد احتمال ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهند.

ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی "تأثیر توانایی مدیریتی بر کیفیت سود" پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که توانایی مدیریتی بر ارائه صورت‌های مالی (سود و زیان)، به عنوان یکی از معیارهای کیفیت سود تأثیر منفی دارد، بدین معنی که مدیران تواناتر، ارائه مجدد صورت‌های مالی کمتری خواهند داشت و در نتیجه کیفیت سود بالاتری دارند.

پیری و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی "تأثیر توانایی مدیریتی بر کیفیت گزارشگری مالی در طول چرخه عمر" پرداختند نتایج پژوهش حاکی از آن است که در دوره رشد، توانایی مدیریتی تأثیر مستقیم و معناداری بر روی کیفیت گزارشگری مالی دارد. علاوه بر این در دوره بلوغ و افول، توانایی‌های مدیریتی شرکت نمی‌تواند به افزایش کیفیت گزارشگری این شرکت‌ها منجر گردد.

بزرگ اصل و صالح زاده (۱۳۹۳) در پژوهشی تحت عنوان "توانایی مدیریتی و کیفیت اقلام تعهدی" به بررسی میزان تأثیر پذیری کیفیت سود از توانایی مدیریت پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که هیچ‌گونه رابطه معنادار بین توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی وجود ندارد. در حالی که از نظر تئوری رابطه مستقیمی بین توانایی مدیریت با کیفیت سود وجود دارد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۱) پژوهشی تحت عنوان "تأثیر فرار مالیاتی بر ریسک سقوط آتی سهام" را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که فرار از پرداخت مالیات، منجر به افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام می‌شود. هم‌چنین در شرکت‌هایی که از نظام راهبری قوی تر برخوردارند، اثر فرار مالیاتی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام کمتر است.

فروغی و میرزایی (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی "تأثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام" پرداختند. شواهد بیانگر این است که بین محافظه‌کاری شرطی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، رابطه معکوس وجود دارد. علاوه بر این، در شرایطیکه بین مدیران و سرمایه‌گذاران عدم‌تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، توانایی محافظه‌کاری شرطی جهت کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است.

دیانتی دیلمی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی "تأثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام" پرداختند. در این پژوهش ۵۹ شرکت در فاصله زمانی بین سال‌های ۱۳۷۸ الی ۱۳۹۰ انتخاب و هم چنین جهت اندازه گیری ریسک سقوط قیمت سهام از مدل ضریب منفی چولگی بازده استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که مدیریت سرمایه در گردش، احتمال ریسک سقوط قیمت سهام را به صورتی معنادار کاهش می‌دهد.

دیانتی دیلمی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی "تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام" پرداختند. آن‌ها استدلال می‌کنند وجود سرمایه گذاران نهادی انگیز و توانایی مدیریت را برای پنهان ساختن و تأخیر در انتشار اخبار بد شرکت را کاهش می‌دهد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که وجود سرمایه گذاران نهادی احتمال رخدادن سقوط قیمت سهام را به صورتی معنادار کاهش می‌دهد.

#### ۴- فرضیه پژوهش

توانایی مدیریتی، از طریق کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت دارد.

#### ۵- جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ است. در این پژوهش، نمونه گیری با استفاده از روش حذف سیستماتیک انجام شده است. لذا نمونه انتخابی شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شرایط زیر را دارا باشد:

- ۱) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
- ۲) کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود باشد.
- ۳) قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
- ۴) جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (بانک‌ها و لیزینگ) نباشند.

با توجه به این محدودیت تعداد ۱۱۹ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردیده است.



### ۶- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

به منظور آزمون فرضیه‌ها و به استناد پژوهش حبیب (۲۰۱۴) از مدل رگرسیون گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) مبتنی بر داده‌های ترکیبی بر مبنای روابط ۱ و ۲ استفاده شده است:

رابطه (۱)

$$NSCKEW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NSCKEW_{i,t-1} + \beta_2 ABILITY_{i,t-1} + \beta_3 FRQ_{i,t-1} + \beta_4 ABILITY * FRQ_{i,t-1} + \beta_5 RET_{i,t-1} + \beta_6 SIGMA_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 MTB_{i,t-1} + \beta_9 LEVERAGE_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \varepsilon$$

رابطه (۲)

$$DUVOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DUVOL_{i,t-1} + \beta_2 ABILITY_{i,t-1} + \beta_3 FRQ_{i,t-1} + \beta_4 ABILITY * FRQ_{i,t-1} + \beta_5 RET_{i,t-1} + \beta_6 SIGMA_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 MTB_{i,t-1} + \beta_9 LEVERAGE_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \varepsilon$$

هنگامی که داده‌های ترکیبی مورد استفاده قرار می‌گیرد و متغیر وابسته به صورت وقفه در سمت راست ظاهر می‌شود، دیگر برآوردهای OLS کارا نیستند (هشیائو، آرلانو و بوند و بالتاجی، ۱۹۹۵). نظر به اینکه 2SLS ممکن است به دلیل مشکل انتخاب ابزارها، واریانس‌های بزرگ برای ضرایب ارائه دهد و برآوردها از لحاظ آماری معنی دار نشوند، برای رفع این مشکل آرلانو و باند<sup>۱۵</sup> روش گشتاورهای تعمیم یافته را پیشنهاد کرده‌اند. این روش برای رفع همبستگی متغیر وابسته با وقفه و جمله خطا از وقفه متغیرها به عنوان ابزارها به صورت دو مرحله‌ای استفاده می‌کند. از آنجا که سازگاری تخمین زننده<sup>۱۶</sup> GMM به معتبر بودن ابزارهای بکار رفته بستگی دارد، از آماره سارگان<sup>۱۷</sup> استفاده خواهد شد. این آزمون اعتبار کل ابزارهای به کار رفته را می‌سنجد که در آن آزمون فرضیه صفر حاکی از عدم همبستگی ابزارها با اجزا اخلاص است.

### ۶-۱- متغیر وابسته پژوهش

متغیر وابسته این پژوهش، ریسک سقوط قیمت سهام است که با استفاده از دو معیار چولگی منفی بازده سهام و نوسان‌های پائین به بالا اندازه‌گیری شده است. به منظور اندازه‌گیری چولگی منفی بازده سهام به استناد پژوهش حبیب (۲۰۱۴) و هاتن (۲۰۰۹) از رابطه ۳ استفاده شده است:

رابطه (۳)

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

که در مدل فوق  $w_{j,\theta}$  نشان دهنده بازده ماهانه خاص شرکت  $j$  برای ماه  $\theta$  است و  $n$  تعداد بازده ماهانه مشاهده شده در طی سال مالی می‌باشد. در مدل فوق هرچه مقدار ضریب منفی چولگی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض سقوط قیمت سهام بیشتری خواهد بود.

بازده ماهانه خاص شرکت که با  $W_{j,0}$  نشان داده می‌شود و برابر است با لگاریتم طبیعی عدد یک بعلاوه عدد باقی مانده  $\varepsilon_{j,0}$  که از رابطه ۴ بدست می‌آید.  
رابطه (۴)

$$W_{j,0} = \ln(1 + \varepsilon_{j,0})$$

$\varepsilon_{j,0}$ : بازده باقیمانده سهام شرکت  $j$  در ماه  $\theta$  است و عبارتست از باقی مانده یا پسماند مدل در:  
رابطه (۵)

$$r_{j,0} = \beta_0 + \beta_1 r_{m,0-2} + \beta_2 r_{m,0-1} + \beta_3 r_{m,0} + \beta_4 r_{m,0+1} + \beta_5 r_{m,0+2} + \varepsilon_{j,0}$$

که در آن  $r_{j,0}$  بازده سهام شرکت  $j$  در ماه  $\theta$  می‌باشد.  
 $r_{m,0}$ : 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.  
رابطه ۵ با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و شیوه داده‌های ترکیبی برآورد شده و باقی مانده آن به شرح رابطه ۴ برای محاسبه بازده ماهانه خاص شرکت استفاده می‌شود.

برای اندازه گیری معیار دوم (Duvol) مطابق با پژوهش حبیب (۲۰۱۴) و هاتن و همکاران (۲۰۰۹) 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 هر کدام به طور مجزا محاسبه شده است سپس برای محاسبه  $DuVol_{i,t}$  از رابطه ۶ استفاده شده است.  
رابطه (۶)

$$DVVol_{i,t} = \log\left(\frac{Down_{i,t}}{PP_{i,t}}\right)$$

در این رابطه  $Down_{i,t}$  برابر انحراف مشاهدات کمتر از میانگین و  $UP_{i,t}$  نشان دهنده انحراف معیار مشاهدات بزرگ‌تر از میانگین میانگین برای بازده خاص شرکت  $i$  در سال  $t$  می‌باشد.

## ۶-۲- متغیر مستقل پژوهش

متغیرهای مستقل این پژوهش توانایی مدیریتی می‌باشد. در این پژوهش برای سنجش توانایی مدیریتی براساس پژوهش دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) ابتدا کارایی نسبی شرکت‌های عضو نمونه با استفاده از نرم‌افزار (STATA) و روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) محاسبه شده است. و سپس از آن جا که کارایی شرکت‌ها متأثر از دو عامل ویژگی‌های شرکتی و توانایی مدیریت است،

در مدل خطی ارتباط کارایی شرکت‌ها با عوامل شرکتی، مقدار خطای حاصل از مدل به عنوان توانایی مدیریتی در نظر گرفته شده است.

### ۶-۲-۱- مرحله اول محاسبه کارایی شرکت‌های عضو نمونه

DEA یک روش تجزیه و تحلیل داده‌ها می‌باشد که برای محاسبه کارایی، از نسبت موزون خروجی‌ها به ورودی‌ها استفاده می‌کند. و برای تعیین وزن ورودی‌ها و خروجی‌ها از یک برنامه بهینه‌سازی غیرخطی استفاده می‌کند. کارایی همواره باید عددی بین صفر و یک باشد. این روش یک مرز کارایی برای شرکت‌ها فراهم می‌کند، شرکت‌هایی با نمره کارایی یک، شرکت‌های بسیار کارا هستند و شرکت‌هایی که نمره کارایی آن‌ها کمتر است زیر مرز کارایی قرار دارند و بایستی با کاهش هزینه‌ها یا با افزایش درآمدها به مرز کارایی برسند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲). در پژوهش حاضر که طبق مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) تعدیل شده است، از مدل حسابداری رابطه ۷ برای محاسبه کارایی استفاده می‌شود:

رابطه (۷)

$$max_{v,u} \theta = \frac{sale}{v1 cogs + v2SG\&A + V3 PPE + V4Intan + v5Goodwill}$$

SALES: کل درآمد فروش شرکت به عنوان خروجی.

COGS: بهای تمام شده کالای فروش رفته.

SG&A: هزینه عمومی اداری و فروش.

PPE: خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت که در این پژوهش از خالص دارایی‌های ثابت مشهود استفاده شده است.

Intan: دارایی‌های نامشهود

Goodwill: سرقفلی خریداری شده در ابتدای سال

### ۶-۲-۲- مرحله دوم محاسبه توانایی مدیریتی

پس از اندازه‌گیری کارایی هر شرکت با استفاده از رابطه ۸، برای تعدیل کارایی شرکت و خنثی کردن سایر عواملی که بر تلاش‌های مدیر اثرگذار است از رابطه ۸ که بر اساس پژوهش دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) تعدیل شده است، استفاده خواهد شد.

رابطه (۸)

$$FE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(TA_{it}) + \alpha_2 MS_{it} + \alpha_3 FCF_{it} + \alpha_4 \ln(Age_{it}) + \alpha_5 FCF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$FE_{it}$ : کارایی شرکت  $i$  در سال  $t$  که از رابطه ۷ محاسبه می‌شود.

$Ln(TA_{it})$ : لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

$MS_{it}$ : نسبت فروش شرکت  $i$  به کل فروش در صنعت مربوطه،

$FCF_{it}$ : نماد جریان نقدی آزاد مثبت است اگر شرکتی دارای جریان‌های نقدی مثبت باشد عدد یک

در غیر اینصورت برابر صفر خواهد بود جریان‌های نقدی مثبت به شرح رابطه ۹ محاسبه می‌شود.

رابطه (۹)

$$FCF_{i,t} = (OP - TAXP - CIP - DPP) / TA$$

که در این رابطه:

FCF: جریان نقد آزاد

CIP: هزینه بهره پرداختی

TAXP: مالیات پرداختی

OP: سود عملیاتی قبل از استهلاک

DPP: سودهای تقسیمی پرداختی

TA: جمع کل دارایی‌ها

$Ln(Age_{it})$ : لگاریتم طبیعی عمر شرکت که از زمان تأسیس شرکت تا آخرین سال دوره پژوهش را

در بر می‌گیرد.

FCit: عبارتست از شاخص ارز خارجی، این متغیر دو وجهی بدین صورت اندازه‌گیری می‌شود که

اگر شرکت مورد نظر دارای صادرات داشته باشد این متغیر برابر یک و در غیر اینصورت برابر صفر

خواهد بود.

$\varepsilon_{it}$ : جز خطای رابطه ۸ که برابر است با توانایی مدیریتی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

### ۳-۶- متغیرهای کنترلی

FRQ: کیفیت گزارشگری مالی را می‌توان میزان دقت گزارشگری مالی در انعکاس اطلاعات

مربوط به عملیات و جریان‌های نقدی واحد انتفاعی تعریف نمود (حیدر پور و رفیع، ۱۳۹۳) در این

پژوهش به منظور ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی از کیفیت اقلام تعهدی استفاده می‌شود، دلیل

انتخاب این معیار، این است که اقلام تعهدی، عامل اصلی پیش بینی جریان‌های نقدی آتی هستند

و در صورتی که در برآورد آن‌ها میزان خطا کمتر باشد، سود نشانه بهتری از جریان‌های نقدی آتی

خواهد بود (بیدل<sup>۱۸</sup> و همکاران، ۲۰۰۹). هم چنین استفاده از کیفیت اقلام تعهدی بر این ایده

استوار است که اقلام تعهدی توان اطلاع دهنده‌گی سود را از طریق هموار سازی نوسان‌های

جریان‌های نقدی بهبود می‌بخشد و هنگامی که از اقلام تعهدی به منظور برآورد جریان‌های نقدی و سودهای آتی استفاده می‌شود، در صورتی که خطای کمی در فرآیند تخمین اقلام تعهدی وجود داشته باشد (کیفیت اقلام تعهدی بالا باشد) این برآوردها بسیار قابل اتکا هستند. اقلام تعهدی به عنوان تفاوت میان سود حسابداری و جریان‌های نقدی تعریف شده است و از دیدگاه سرمایه گذاران، کیفیت اقلام تعهدی را می‌توان درجه نزدیکی سود شرکت با میزان جریان‌های نقدی ایجاد شده تعریف کرد (مهدوی به نقل از فرانسیس، ۱۳۹۱). در این پژوهش به منظور اندازه‌گیری اقلام تعهدی از معیار کوتاری (۲۰۰۵) استفاده شده است. به منظور اندازه‌گیری اقلام تعهدی، ابتدا کل اقلام تعهدی با استفاده از رابطه ۱۰ محاسبه می‌گردد.

رابطه (۱۰)

$$ACC_{i,t} = \text{Operating Income} - \text{Operating Income Cash}$$

که در این رابطه:

$ACC_{i,t}$ : کل اقلام تعهدی شرکت

$Operating Income_{i,t}$ : سود عملیاتی

$Operating Cash Flow_{i,t}$ : جریان نقد عملیاتی عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

به منظور محاسبه کیفیت گزارشگری مالی از مدل رگرسیونی کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) به شرح رابطه ۱۱ استفاده شده است.

رابطه (۱۱)

$$ACC_{i,t} = \alpha_0(1/Asset_{i,t-1}) + \alpha_1\Delta sales_t - \Delta Receivable_t + \alpha_2 PPE_t + \alpha_3 ROA_{i,t-1} + \varepsilon$$

که در این رابطه:

$ACC_{i,t}$ : عبارتست از کل اقلام تعهدی که با استفاده از رابطه ۱۰ محاسبه شده و بر جمع کل دارایی

در سال  $t-1$  تقسیم می‌گردد

$Asset$ : کل دارایی‌ها

$\Delta sales$ : تغییرات فروش از سال  $t$  به سال  $t-1$ .

$PPE$ : خالص اموال ماشین آلات و تجهیزات.

$\Delta Receivable$ : تغییرات حساب دریافتی از سال  $t$  به سال  $t-1$ .

تمامی متغیرهای فوق بر کل دارایی‌ها در سال  $t-1$  تقسیم می‌گردد.

$ROA$ : بازده دارایی‌ها که از تقسیم سود خالص بر کل دارایی در سال  $t-1$  به دست می‌آید.

در این پژوهش کیفیت گزارشگری مالی با استفاده از قدر مطلق پسماندهای مدل ضرب در ۱- به دست می‌آید. بنابراین هرچه این مقدار بیش تر باشد، کیفیت گزارشگری مالی بیش تر است.  $SIZE_{i,t-1}$ : لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها شرکت  $i$  در سال  $t-1$ .  $MTB_{i,t-1}$ : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t-1$ .  $ROA_{i,t-1}$ : نسبت سود خالص بر مجموع دارایی‌ها شرکت  $i$  در سال  $t-1$ .  $SIGMA_{i,t-1}$ : عبارتست از انحراف استاندارد از بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  طی سال  $t-1$  که از طریق رابطه ۱۲ به دست می‌آید.

رابطه (۱۲)

$$SIGMA_{j,t} = (\sum_{\theta=0}^{12} (r_{j,\theta} - RET_{j,t})^2 / n)^{1/2}$$

در روابط فوق

$R_{i,\theta}$ : بازده ماهانه سهام شرکت  $i$  در ماه  $\theta$  می‌باشد.

$N$ : تعداد بازده ماهانه مشاهده شده در طی سال مالی می‌باشد

$RET_{j,t}$ : میانگین بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  طی سال مالی  $t$  که از طریق رابطه ۱۳ محاسبه می‌شود.

رابطه (۱۳)

$$RET_{j,t} = \frac{\sum_{\theta=0}^{12} r_{j,\theta}}{N}$$

که در این رابطه بازده هر ماه در طول سال محاسبه شده و سپس بر تعداد بازده ماهانه مشاهده شده تقسیم شده تا میانگین بازده ماهانه خاص شرکت بدست آید.

اهرم مالی

$LEV_{i,t-1}$ : نسبت کل بدهی بلندمدت بر کل دارایی‌ها شرکت  $i$  در سال  $t-1$ .

## ۷- تحلیل توصیفی داده‌ها

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. با توجه به نزدیک بودن مقادیر میانه و میانگین می‌توان بیان کرد که متغیرهای پژوهش از توزیع آماری مناسبی برخوردار هستند. همان‌طور که در جدول نیز قابل مشاهده است انحراف معیار متغیرها صفر نیست، بنابراین می‌توان متغیرهای مورد بررسی را در مدل وارد کرد.

جدول ۱- آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین	نام متغیر	علامت اختصاری
۱/۵۵۳۳	-۳/۸۸۳۳	۳/۹۷۹۹	-۰/۶۱۰۴	-۰/۴۲۸۷	چولگی منفی سهام	NCSKEW
۰/۴۹۷۶	-۱/۶۰۶۱	۲/۳۵۷۰	-۰/۱۴۱۶	-۰/۱۱۲۷	نوسان پائین به بالا	DUVOL
۰/۱۴۵۶	-۰/۹۸۳۱	۰/۸۸۷۷	۰/۰۱۵۴	-۰/۰۰۴۷	توانایی مدیریتی	ABILITY
-۰/۰۸۳۷	-۰/۸۹۹۲	-۰/۰۰۰۱	-۰/۰۶۲۴	-۰/۰۸۳۵	کیفیت گزارشگری	FRQ
۰/۰۱۵۱	-۰/۱۵۹۷	۰/۱۰۵۷	-۰/۰۰۰۳	-۰/۰۰۰۳	اثر تعاملی	ABILITY*FRQ
۶۲۸۹/۰	۲۹۰۶/۴	۰۵۶۰/۸	۵/۸۲۴۰	۵/۸۹۴۹	اندازه	SIZE
۴۱۶۲/۳	۷۸۵۶/۰	۸۹۹۹/۱۸	۱/۶۸۸۸	۱/۷۶۵۰	فرصت‌های رشد	Mtb
۹۴۴۱/۴	۷۸۶۰/۹-	۲۹/۱۳۳۶	۱/۹۷۶۸	۲/۹۲۶۴	میانگین بازده	RET
۰۹۲۹/۰	۰۰۰۰/۰	۵۷۲۶/۰	۰۴۶۷/۰	۰۸۰۰/۰	اهرم مالی	LEVERAGE
۰/۱۵۴۲	-۰/۲۵۹۲	۰/۹۲۹۹	۰/۱۲۹۰	۰/۱۵۲۴	بازده دارایی	Roa
۷/۸۳۴۸	۰/۰۰۰۰	۸۳/۸۲۶۰	۱۰/۵۶۲۰	۱۱/۹۱۹۸	انحراف معیار بازده	SIGMA

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۸- آزمون فرضیه پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی و روش گشتاورهای تعمیم یافته استفاده شده است. روش مزبور که در داده‌های تلفیقی پویا بکار گرفته می‌شود، مبتنی بر این فرض است که جملات اخلاص در معادلات با مجموعه ای متغیرهای ابزاری غیر همبسته می‌باشد. مدل‌های اثرات ثابت یا تصادفی به لحاظ آنکه ممکن است جمله خطا با متغیرهای تاخیری همبستگی داشته باشد می‌تواند منجر با ارائه برآوردکننده ناسازگار یا تورش داری شود در چنین شرایطی از روش گشتاورهای تعمیم یافته استفاده می‌شود. این روش حتی در صورت وجود ناهمسانی واریانس، بواسطه انتخاب متغیرهای ابزاری صحیح و با اعمال یک ماتریس وزنی آن را رفع نموده و در نتیجه یک برآورد کننده قدرتمندی محسوب می‌گردد.

### ۸-۱- آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از معیار چولگی منفی بازده سهام

نتایج حاصل از فرضیه پژوهش بر اساس معیار چولگی منفی بازده سهام در جدول ۲ نشان داده شده است. لازم به ذکر است که در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش به دلیل نبود مبانی تئوریک مستقیم بین توانایی مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام از کانال کیفیت گزارشگری مالی بین این دو متغیر ارتباط برقرار شده است

جدول ۲- تأثیر توانایی مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام

$$NSCKEW_{it} = \beta_0 + \beta_1 NSKEW_{i,t-1} + \beta_2 ABILITY_{i,t-1} + \beta_3 FRQ_{i,t-1} + \beta_4 ABILITY * FRQ + \beta_5 RET_{i,t-1} + \beta_6 SIGMA_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 MTB_{i,t-1} + \beta_9 LEVERAGE_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \epsilon$$

عنوان	نماد	ضریب	آماره z	p-value
عرض از مبدأ	B <sub>0</sub>	۴/۶۵۰۳	۱/۶۴	۰/۱۰۲
چولگی منفی	NSKEW	-۰/۱۱۹۱	-۳/۵۷	۰/۰۰۰
توانایی مدیریتی	ABILITY	-۰/۰۰۷۳	-۱۴/۰۸	۰/۰۰۰
کیفیت گزارشگری	FRQ	۰/۸۶۹۸	۱/۴۶	۰/۱۴۵
اثر تعاملی	ABILITY*FRQ	۰/۰۴۰۰	۲/۵۳	۰/۰۱۱
میانگین بازده	RET	-۰/۰۵۸۵	-۳/۶۴	۰/۰۰۲
انحراف معیار بازده	SIGMA	۰/۰۱۹۳	۱/۹۱	۰/۰۵۶
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۷۹۱۴	-۱/۶۶	۰/۰۹۸
فرصت‌های رشد	MTB	-۰/۰۴۱۱	-۳/۲۱	۰/۰۰۱
اهرم مالی	LEVERAGE	-۰/۳۰۰۱	-۳/۳۲	۰/۰۰۱
بازده دارایی	ROA	-۰/۲۲۱۶	-۳/۶۴	۰/۰۰۰
Sargan Test (آزمون سارگان)		۶۰/۱۰۵۷		۰/۰۵۳۴
خود همبستگی مرتبه اول		-۷/۱۵۳۱		۰/۰۰۰۰
خود همبستگی مرتبه دوم		-۰/۱۸۰۸۴		۰/۸۵۶۵

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانگونه که نتایج مندرج در جدول ۲ نشان می‌دهد p-value محاسبه شده برای متغیر تعاملی توانایی مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی کمتر از سطح خطای ۵٪ است. از این رو، می‌توان نتیجه گرفت که اثر تعاملی توانایی مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری دارد. از سوی دیگر ضریب برآوردشده برای متغیر توانایی مدیریتی و کیفیت گزارشگری در سطح ۵٪ مثبت است. یعنی مدیران توانا تأثیر مثبتی بر ریسک سقوط قیمت سهام دارند. به بیان دیگر مدیران توانا، از طریق دستکاری کیفیت گزارشگری مالی موجب عدم شفافیت شده و در نهایت این امر خود نیز منجر به ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردد. نتایج این فرضیه تأیید کننده دیدگاه منفعت طلبی مدیران است. نتایج آزمون سارگان دلالت بر عدم رد فرضیه صفر و معتبر بودن متغیرهای ابزاری تعریف شده داشته و بنابراین، مدل به متغیرهای ابزاری دیگری نیاز ندارد. هم چنین نتایج آزمون خودهمبستگی منطبق با مبانی تئوریک روش گشتاورهای تعمیم یافته است. بنابراین، با توجه به نتایج مندرج در جدول ۲ و در سطح اطمینان ۹۵٪، فرضیه پژوهش با استفاده از معیار چولگی منفی بازده سهام رد نخواهد شد.



۸-۲- آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از معیار نوسانات پائین به بالای بازده سهام  
 نتایج حاصل از فرضیه پژوهش با استفاده از معیار نوسان های پائین به بالا بازده سهام و همچنین  
 با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳- تأثیر توانایی مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام با استفاده از معیار دوم

$DUVOL_{it} = \beta_0 + \beta_1 DUVOL_{i,t-1} + \beta_2 ABILITY_{i,t-1} + \beta_3 FRQ_{i,t-1} + \beta_4 ABILITY * FRQ + \beta_5 RET_{i,t-1} + \beta_6 SIGMA_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 MTB_{i,t-1} + \beta_9 LEVERAGE_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \varepsilon$				
عنوان	نماد	ضریب	آماره z	p-value
عرض از مبدأ	B <sub>0</sub>	-۰/۴۷۰۴	-۰/۵۴	۰/۵۸۹
نوسانات پائین به بالا	DUVOL	۰/۱۱۲۱	۲/۷۲	۰/۰۰۷
توانایی مدیریتی	ABILITY	-۰/۰۰۲۲	-۱۹/۹۵	۰/۰۰۰
کیفیت گزارشگری	FRQ	۰/۴۶۶۲	۱/۹۱	۰/۰۵۶
اثر تعاملی	ABILITY*FRQ	۰/۰۳۶۱	۷/۸۶	۰/۰۰۰
میانگین بازده	RET	۰/۰۰۷۴	۱/۴۸	۰/۱۴۰
انحراف معیار بازده	SIGMA	-۰/۰۰۷۸	-۱/۹۷	۰/۰۴۹
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۸۳۴	۰/۵۵	۰/۵۸۰
فرصت های رشد	MTB	-۰/۰۰۱۶	-۰/۴۴	۰/۶۶۳
اهرم مالی	LEVERAGE	۰/۴۳۶۲	۱/۰۹	۰/۲۷۷
بازده دارایی	ROA	-۰/۱۶۸۸۴	-۳/۱۱	۰/۰۰۲
Sargan Test (آزمون سارگان)		۲۸/۰۲۷۱		
خود همبستگی مرتبه اول		-۴/۷۶۷۲		
خود همبستگی مرتبه دوم		۰/۱۴۱۰		

منبع: یافته های پژوهشگر

نتایج مندرج در جدول ۳ نشان می دهد p-value محاسبه شده برای متغیر تعاملی توانایی مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی کمتر از سطح خطای ۰.۵٪ است. از این رو، می توان نتیجه گرفت که اثر تعاملی توانایی مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام (با استفاده از معیار دوم) تأثیر معناداری دارد. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای متغیر توانایی مدیریتی و کیفیت گزارشگری در سطح خطای ۰.۵٪ مثبت است. یعنی مدیران توانا به منظور حفظ شغل و دست یابی به منافع خود، سطح کیفیت گزارشگری مالی را کاهش داده و موجب عدم شفافیت شده و در نتیجه باعث ریسک سقوط قیمت سهام می گردند. نتایج این فرضیه تأییدکننده دیدگاه منفعت طلبی مدیران است. نتایج آزمون سارگان دلالت بر عدم رد فرضیه صفر و معتبر

بودن متغیرهای ابزاری تعریف شده داشته و بنابراین، مدل به متغیرهای ابزاری دیگری نیاز ندارد همچنین نتایج آزمون خود همبستگی دلالت بر وجود خود همبستگی مرتبه اول و عدم خود همبستگی مرتبه دوم می‌باشد که با مبانی تئوریک روش GMM کاملاً سازگار می‌باشد. بنابراین، با توجه به نتایج مندرج در جدول ۳ و در سطح اطمینان ۹۵٪، فرضیه پژوهش با استفاده از معیار دوم ریسک سقوط قیمت سهام رد نخواهد شد.

### ۹- بحث و نتیجه گیری

نتایج آزمون فرضیه پژوهش نشان داد که مدیران با استفاده از کیفیت گزارشگری بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری دارند. در واقع نتایج پژوهش نشان داد که مدیران با انباشت کردن اخبار بد بر کیفیت گزارشگری مالی تأثیر مستقیم دارند و با عدم شفافیت در گزارشگری مالی باعث ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردند. این نتایج مشابه با نتایج پژوهش (حبیب، ۲۰۱۴؛ هاتن ۲۰۰۹) و پژوهش فروغی و همکاران (۱۳۹۰) است. همچنین نتایج نیز نشان دهنده اثرگذاری توانایی مدیریتی بر کیفیت گزارشگری مالی است که این نتایج نیز منطبق با نتایج پژوهش حبیب (۲۰۱۴) و دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) و پیری و همکاران (۱۳۹۳) است. نتایج آزمون فرضیه بر اساس معیار اول و دوم ریسک سقوط قیمت سهام، مطابق با مبانی تئوریک توانایی مدیریتی است. زیرا براساس مبانی نظری، مدیران توانا از طریق اعمال نظر و دستکاری کیفیت گزارشگری مالی به منظور دستیابی به منافع شخصی موجب عدم شفافیت در صورت‌های مالی شده و در نهایت باعث ریسک سقوط قیمت می‌گردند. در واقع نتایج این پژوهش بیانگر این است که مدیران هر اندازه توانایشان بالاتر باشد بهتر می‌توانند اخبار بد شرکت را انباشت نموده، اما انباشت اخبار بد تا یک امکان پذیر بوده و در چنین مرزی اخبار بد شرکت به یکبار افشا شده و منجر به ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود.

براساس یافته‌های پژوهش‌های پیشنهادی زیر ارائه می‌گردد:

✓ با توجه به نتایج پژوهش که بیانگر تأثیر توانایی مدیریتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام است سهامداران و سرمایه گذاران توجه داشته باشند که وجود توانایی در مدیران شرکت لزوماً به معنای گام برداشتن و ایجاد ثروت در راستای منافع آن‌ها نبوده زیر مدیران با استفاده از این توانایی بهتر می‌توانند در راستای منافع خود گام برداشته و باعث هدررفت منابع سهامداران در راستای اهداف خود گردند

- ✓ با توجه به اهمیت کیفیت گزارشگری مالی به استناد نتایج این پژوهش و پژوهش‌های قبلی پیشنهاد می‌شود نهادهای استاندارد‌گذار و همچنین بورس اوراق بهادار تهران، مقررات و شرایط خاصی به جهت بالا رفتن کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌ها وضع نمایند.
- ✓ با توجه به نتایج این پژوهش مبنی بر رفتار فرصت طلبانه مدیران در راستای دست‌یابی به منافع خود و همچنین جلوگیری از زیان سهامداران کمیته‌ای در شرکت به منظور بررسی اقدامات مدیران بصورت دائمی تشکیل شده تا بدین ترتیب هم از هدررفت منابع شرکت جلوگیری بعمل آید و هم با اخذ تصمیمات منابع شرکت در کارزارترین مکان استفاده گردند.



## فهرست منابع

- ۱) ایزدی نیا، ناصر، احمد گوگردچیان و مژگان تنباکویی، (۱۳۹۳)، "تأثیر توانایی مدیریتی بر کیفیت سود"، پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۳، صص ۳۶-۲۱.
- ۲) بزرگ اصل، موسی و بیستون صالح زاده، (۱۳۹۳)، "تأثیر توانایی مدیریتی بر کیفیت ارقام تعهدی"، دانش حسابداری، شماره ۱۷، صص ۱۳۳-۱۱۹.
- ۳) بزرگ اصل، موسی و بیستون صالح زاده، (۱۳۹۴)، "رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تاکید بر اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی"، دانش حسابرسی، شماره ۵۸، صص ۱۷۰-۱۵۳.
- ۴) پیری، پرویز، حمزه دیدار و سمیه خدایاریگانه، (۱۳۹۳)، "تأثیر توانایی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی در طول چرخه عمر"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۳، صص ۹۹-۱۱۸.
- ۵) پورزمانی، زهرا و منا قمری، (۱۳۹۲)، "ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۱، صص ۹۱-۱۱۶.
- ۶) حقیقی، محمد علی، (۱۳۸۰)، "مدیریت رفتار سازمانی"، نشر ترمه، تهران.
- ۷) حیدرپور، فرزانه و سمیه زارع رفیع، (۱۳۹۳)، "تأثیرهای سود تقسیمی و فرصت‌های رشد بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و نوسان پذیری بازده سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۲، صص ۲۴۷-۲۱۳.
- ۸) دیانتي دیلمی، زهرا و محسن لطفی، (۱۳۹۱)، "تأثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام"، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، شماره ۴، صص ۵۵-۶۴.
- ۹) دیانتي دیلمی، زهرا، مهدی مرادزاده و سعید محمودی، (۱۳۹۱)، "تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام"، دانش سرمایه گذاری، شماره ۲، صص ۱۸-۱.
- ۱۰) فروغی، داریوش و منوچهر میرزایی، (۱۳۹۱)، "تأثیر محافظه کاری شرطی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام"، مجله پیشرفت‌های حسابداری، شماره ۲، صص ۱۱۷-۷۷.
- ۱۱) فروغی، داریوش، منوچهر میرزایی و امیر رسائیان، (۱۳۹۱)، "تأثیر فرار مالیاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام"، پژوهشنامه مالیات، شماره ۱۳، صص ۹۹-۷۱.
- ۱۲) فروغی، داریوش، هادی امیری و منوچهر میرزایی، (۱۳۹۰)، "تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۴، صص ۴۰-۱۵.
- ۱۳) فروغی، داریوش و پیمان قاسم زاد، (۱۳۹۴)، "تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام"، دانش حسابداری مالی، شماره ۲، صص ۷۱-۵۵.

- ۱۴) مهدوی، غلامحسین و غلامرضا رضایی، (۱۳۹۱)، "بررسی اثرات کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست تقسیم سود"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۱۷، صص ۳۲-۱.
- 15) Al-Hadi, A., and G. Grantley, (2015), "Corporate Life Cycle and Managerial Ability", Working paper, [online]. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 16) Arellano, M. and Bond, S.R, (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", Review of Economic Studies, Vol. 58, PP. 77-297.
- 17) Baltagi. B., (2005), "Econometric Analysis of Panel Data", Third ed., John Wiley & Sons Ltd, London.
- 18) Biddle, G., and G. Hilary, and R. Verdi, (2009), "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", Journal of Accounting & Economics, Vol. 48, PP. 112-131.
- 19) Chen, J., Hong, H., Stein, J., (2001), "Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices", Journal of Financial Economics, Vol. 61, PP. 345-381.
- 20) Chang, X. and Y.Chen, (2014), "Stock Liquidity and Stock Price Crash Risk", Working Paper, [online]. [www.Ssrn.Com](http://www.Ssrn.Com)
- 21) Chen, X., Zhanf, F., Zhang, S., (2015), "CEO Duality and Stock Price Crash Risk", Available at: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 22) Demerjian, P., Lev, B., & S. McVay, (2012), "Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests", Management Science, Vol. 58, No. 7, PP. 1229-1248.
- 23) Francis, B.B., Sun, X., Wu, Qiang, (2013), "Managerial Ability and Tax Avoidance", Working paper, [online]: [www.Ssrn.com](http://www.Ssrn.com).
- 24) Francis, J., A. H. Huang, S. Rajgopal, and A. Y. Zang, (2008), "CEO Reputation and Earnings Quality", Contemporary Accounting Research, Vol. 25, No. 1, PP. 109-147.
- 25) Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper, (2005), "The Market Pricing of Accruals Quality", Journal of Accounting and Economics, Vol. 39, No. 2, PP. 295-327.
- 26) Francis, J., R. LaFond, P. M. Olsson, and K. Schipper, (2004), "Costs of Equity and Earnings Attributes", The Accounting Review, Vol. 79, No. 4, PP. 967-1010.
- 27) Garsia Lara, J. M., Garsia Osma, B. and Penalva, F, (2010), "Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency", working paper, [online], [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 28) Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H, (2009), "Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk", Journal of Financial Economics, Vol. 94, PP. 67-86.
- 29) Jensen, M., Meckling, W, (1996), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, PP. 305-360.
- 30) Kothari, S.P., Ramanna, K., Skinner, D.J., (2009a), "What Should GAAP Look Like? A Survey and Economic Analysis". Working Paper, [online], [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 31) Kim, J.B., Luo, L., Hong, X, (2016), "Dividends Payment and Stock Price Crash Risk", Working Paper, [online], [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

- 32) Kim, J.B., Li, Y. and Zhang, L, (2010), "Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis", Journal of Financial Economics, Vol. 100, PP. 639-662.
- 33) Leverty, J. T., & M. F, Grace, (2011) , "Dppes or Incompetents? An Examination of Management's Impact on Firm Distress", Journal of Risk and Insurance, Vol. 79, No. 3, PP. 751-783.
- 34) Malmendier, U., and G. Tate, (2005), "CEO Overconfidence and Corporate Investment", The Journal of Finance, Vol. 60, PP. 2661-2700.

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Hutton
- <sup>2</sup> Fama & Jensen
- <sup>3</sup> Kothari
- <sup>4</sup> Data Envelopment Analysis
- <sup>5</sup> Leverty & Grace
- <sup>6</sup> Demerjian
- <sup>7</sup> Efficient Contracting
- <sup>8</sup> Francis
- <sup>9</sup> Habib
- <sup>10</sup> Rent Extraction
- <sup>11</sup> Malmendier & Tate
- <sup>12</sup> Alhadi
- <sup>13</sup> Chang & chen
- <sup>14</sup> Zhang
- <sup>15</sup> Arellano & Bond
- <sup>16</sup> Generalized Method of Moments
- <sup>17</sup> Sargan Test
- <sup>18</sup> Biddle

