

بررسی تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام و قدرت مدیر عامل اجرایی در شرکت های عضو بازار سرمایه ایران

رضوان پورمنصوری^{۱*}

راضیه خانلری^۲

سجاد مهکی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۲۴ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۱۱/۲۴

چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام و قدرت مدیر عامل اجرایی در شرکت های عضو بازار سرمایه ایران می باشد. این پژوهش در نمونه آماری ۱۲۰ شرکت از شرکت های عضو بازار سرمایه ایران بین سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج این پژوهش که به روش تحلیل پانلی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته نشان می دهد که ریسک سقوط با قدرت مدیر عامل رابطه منفی دارد و نشان می دهد که قدرت مدیر عامل پس از تجربه سقوط قیمت سهام، کمتر می شود. ما همچنین دریافتیم که تصدی تعداد سمت های مدیر عامل پس از سقوط قیمت سهام، بیشتر از دوگانگی نقش مدیر عامل کاهش می یابد. مهمتر از همه، نتایج ما نشان می دهد که حاکمیت شرکت ها در کاهش قدرت مدیر عامل شرکت در هنگام ریسک سقوط نقش مهمی را ایفا می کنند

واژگان کلیدی

ریسک سقوط قیمت سهام، قدرت مدیر عامل اجرایی، پاداش مدیر عامل اجرایی

^۱ فارغ التحصیل کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی-مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، تهران، ایران. (نویسنده

مسئول: Rezvan.pourmansouri@yahoo.com)

^۲ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده اقتصاد و امور اداری، دانشگاه لرستان، شهر خرم آباد، ایران.

(razieh.khanlary@gmail.com)

^۳ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده اقتصاد و امور اداری، دانشگاه لرستان، شهر خرم آباد، ایران. (sajadmahki@gmail.com)

۱. مقدمه

رخداد بحرانهای مالی اخیر در سطح جهان و بهدنبال آن، ریزش یکباره قیمت سهام شرکتها و متضرر شدن تعداد زیادی از سرمایه گذاران، توجه بسیاری از پژوهشگران و استادان دانشگاه را به موضوع سقوط قیمت سهام و چرایی آن جلب کرده است. بی شک یکی از مهمترین دغدغه های یک سرمایه گذار، بررسی ریسک های مترتب بر سرمایه گذاری و تصمیم گیری در خصوص ورود و یا عدم ورود به یک سرمایه گذاری خاص است. بدین منظور، سرمایه گذار ریسک های سیستماتیک و غیرسیستماتیک را مدنظر قرار میدهد و برای کنترل هر یک از آنها راهکارهایی مناسب را در پیش خواهد گرفت. یکی از ریسک هایی که هر سرمایه گذار در زمان ورود به بازار سرمایه و بورس با آن دست و پنجه نرم خواهد کرد، ریسک سقوط قیمت سهام است. پژوهشها نشان میدهد، وجود اخبار خوب و یا بد پیرامون یک شرکت میتواند موجب ایجاد صفهای خرید و یا فروش و تغییرات بیش از حد متعارف در قیمت سهام شود (وی و همکاران، ۲۰۱۶). در شرایط نبود شفافیت کامل در گزارشگری مالی مدیران انگیزه دارند برای حفظ شغل خود، بخشی از زیان ها را پنهان کنند. این فرایند؛ یعنی افشا نکردن زیان های واقعی تا زمان حضور مدیر در شرکت ادامه می یابد. پس از ترک شرکت توسط مدیر، حجم عظیمی از زیان های افشا نشده وارد بازار شده، به سقوط قیمت سهام منجر می شود. علاوه بر این، در یک محیط گزارشگری غیر شفاف، سرمایه گذاران قادر به شناسایی و کشف پروژه های زیان ده شرکت نیستند. ناتوانی سرمایه گذاران در تمایز بین پروژه های سودده و زیانده در مراحل اولیه آنها باعث می شود که پروژههای زیانده ادامه یابد و با گذر زمان زیان دهی آنها افزایش یابد. بازده منفی این نوع پروژه ها در طول زمان در داخل شرکت انباشت می شود و هنگامی که اطلاعات مربوط به آنها افشا می شود، قیمت سهام به شدت کاهش پیدا خواهد کرد (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹). ارتباط بین اخبار پیرامون شرکت و قیمت سهام آن، موضوعی است که از دید مدیران شرکتها نیز پنهان نیست. مطالعات نشان میدهد مدیران زیادی وجود دارند که به علت نگرانیهای شغلی و سایر علل مشابه، اقدام به اغراق در عملکرد مالی شرکت میکنند. این مدیران عموماً تمایل دارند اخبار خوب پیرامون شرکت را با سرعت بیشتر منعکس سازند و اخبار بد پیرامون شرکت را با امید به اینکه عملکرد ضعیف فعلی در آینده نزدیک جبران شود، پنهان کنند (بل، ۲۰۰۹). بخش بزرگی از ادبیات مالی به طور مستند نشان می دهند که بازده سهام غالباً چولگی منفی دارد (نوسانات منفی بیشتر قیمت سهام نسبت به نوسانات مثبت قیمت) (هونگ و استین، ۲۰۰۳). یکی از عوامل مهمی که باعث چولگی منفی می شود، گرایش مدیران برای جلوگیری از انتشار اخبار بد برای مدت زمان طولانی است (جین و مایرز، ۲۰۰۶). هنگامی که انباشتگی اخبار بد به سطح نسبتاً بالایی می رسد، مدیر مجبور است اخبار بد را برای سرمایه گذاران منتشر و یا افشا کند که منجر به یک نوسان بزرگ منفی در قیمت سهام می شود (افت شدید قیمت). این نوع ریسک سقوط قیمت به عنوان ریسک سقوط بازار سهام شناخته می شود که اخیراً در تحقیقات دانشگاهی مورد توجه زیادی قرار گرفته است. هاتن، مارکوس و تهرانیان (۲۰۰۹) و کیم و همکاران (۲۰۱۳) نشان دادند که مدیران به ترتیب از مدیریت سود و اجتناب از مالیات استفاده میکنند تا اخبار بد را انباشت نمایند و در عوض منجر به سقوط ناگهانی قیمت سهام می گردند. چن، هونگ و استین (۲۰۰۱) براین باورند که علامتهای سقوط قیمت سهام از یک سال قبل از وقوع این پدیده شکل میگیرد. یکی از این علامتها وجود چولگی منفی در بازده سهام است؛ بنابراین، آن دسته از شرکتهایی که در سال گذشته از چولگی منفی بازده سهام برخوردار بوده اند، در سال آینده با احتمال بیشتری با این پدیده روبه رو خواهند شد؛ بنابراین یکی از

عوامل اصلی ریسک سقوط قیمت سهام عدم اطمینان و عدم شفافیت اطلاعات است. از اینرو یکی از راههای افزایش شفافیت، افشای مناسب اطلاعات است و به خصوص اطلاعات مربوط به ریسک میباشد.

هدف از این مطالعه پاسخ به پژوهش حبیب و همکاران (۲۰۱۸) و هارپر و همکاران (۲۰۲۰) برای ارائه شواهد تجربی بیشتر در مورد پیامدهای ریسک سقوط می باشد. به طور خاص، ما رابطه بین ریسک سقوط و قدرت مدیر عامل در شرکت های عضو بازار سرمایه ایران را بررسی می کنیم که یک ویژگی مهم مدیریتی است که به طور گسترده در ادبیات حسابداری و امور مالی مورد مطالعه قرار گرفته است و مساله اصلی پژوهش این است که آیا قدرت مدیر عامل پس از سقوط قیمت سهام کمتر می شود؟ لذا شناخت این موضوع می تواند سرمایه گذاران و سهامداران را در شناخت و ارزیابی بهتر عملکرد و بازده آتی سهام شرکت ها یاری کند.

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

تئوری اقتصادی هاردکور قدرت مدیر عامل را به عنوان یک مشکل نمایندگی درک می کند و معتقد است افزایش قدرت منجر به افزایش منافع مدیران شده است و استدلال می کند قدرت مدیر عامل، توانایی مدیریتی را در به دست آوردن مزایای شخصی به هزینه سهامداران افزایش می دهد و منجر به افزایش تأثیر مدیریتی بر تصمیمات استراتژیک بلندمدتی می گردد که بر ارزش شرکت تأثیر می گذارند. با این حال تئوری مدیریت و سازمان، ادعا می کند که قدرت مدیران اجرایی همیشه مضر نیست و مزایا و هزینه هایی در ارتباط با اعطای قدرت به مدیران اجرایی وجود دارد (سائو استیگلیتز، ۱۹۸۶). هان و همکاران (۲۰۱۶) با استفاده از استفاده از یک شاخص قدرت اجرایی نشان می دهند که مدیران اجرایی قدرتمند هنگامی که تحت فشار هستند و در صنایع رقابتی بالا فعالیت می کنند، نسبت به سایر مدیران اجرایی عملکرد بسیار بدتری دارند. 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 میابد. 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 شرکت های مختلف، متفاوت است. عظوه بر این، توانایی ها و فرصت های مدیران برای انباشته و افشا نکردن اخبار منفی، به هزینه ها و منافع آنان بستگی دارد. برای مثال، در شرایطی که هیچگونه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران وجود ندارد، مدیران انگیزه ای برای افشای نامتقارن اطلاعات ندارند، چرا که در چنین شرایطی هزینه های نگهداری و افشا نکردن اخبار منفی بیش از از منافع آن نخواهد بود، اما در چنین شرایطی که عدم تقارن بین مدیران و سرمایه گذاران بالاست، هزینه های افشا نکردن اخبار منفی و انباشت آن ها در داخل شرکت، کمتر از منافع آن خواهد بود و بنابراین، مدیران انگیزه پیدا میکنند تا اخبار منفی را داخل شرکت انباشته کرده و آن ها را افشانکنند (کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹).

با توجه به اینکه افشای اطلاعات در یک زمان مناسب احتمال ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می دهد انتظار بر این، است که شرکت های که مدیران توانا دارند کمتر در معرض ریسک سقوط قیمت سهام قرار گیرند (حبیب و حسن، ۲۰۱۷). اگر رئیس هیات مدیره یا نایب رئیس هیات مدیره خود مدیر عامل باشند نظارت اولیه بر اقدامات مدیرعامل کاهش می یابد که این امر سبب می شود که مدیر عامل از توانایی بیشتری جهت کنترل افشای شرکت و همچنین انباشت اخبار بد شرکت خواهد داشت (چن و همکاران، ۲۰۱۵). همچنین مدیر با نقش دوگانه می تواند احتمال سقوط قیمت سهام را از طریق انحراف در تصمیمات سرمایه گذاری افزایش دهد. زمانی که فرصت های رشد سرمایه گذاری یک شرکت

از کارایی لازم برخوردار نمی باشد مدیرعامل یک شرکت به جهت رسیدن به سود هدف، تمایل به سرمایه گذاری در پروژه های دارای خالص ارزش فعلی منفی دارد (بن ملک، ۲۰۱۰). مطابق با اظهارات کیم و همکاران (۲۰۱۱)، ما در مطالعه خود از احتمال ریسک سقوط و چولگی منفی قیمت سهام مشروط برای نشان دادن ریسک سقوط استفاده می کنیم. نتایج هارپر و همکاران (۲۰۲۰) رابطه منفی معنی داری بین ریسک سقوط و قدرت مدیرعامل در آینده را نشان می دهد که نشان می دهد شرکت ها بعد از سقوط قیمت سهام قدرت مدیرعامل خود را محدود می کنند.

تحقیقات پیشین نشان می دهند که حاکمیت شرکتی مؤثر می تواند ریسک سقوط را کاهش دهد. از این رو، ما تأثیر حاکمیت شرکتی در رابطه بین ریسک سقوط و قدرت مدیرعامل را بررسی می کنیم و نتایج هارپر و همکاران (۲۰۲۰) در این خصوص نشان می دهد که تأثیر منفی معنادار ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت مدیرعامل برای شرکت هایی که دارای ساز و کار حاکمیتی قدرتمند هستند، کاهش می یابد. (آندرو و همکاران، ۲۰۱۶؛ چن و همکاران، ۲۰۱۷). جین و مایرس (۲۰۰۶) بیان می کنند که ریسک سقوط قیمت سهام عمدتاً ناشی از مسائل آژانس است (به عنوان مثال، مدیران عمداً اخبار بد را از سهامداران دریغ می کنند) و تعارضات شدید آژانس ممکن است باعث شود سرمایه گذاران برخی اقدامات اصلاحی را انجام دهند. از این رو هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام و قدرت مدیرعامل اجرایی در شرکت های عضو بازار سرمایه ایران می باشد

۲-۱. پیشینه پژوهش

سقوط قیمت سهام ضرر و زیان قابل توجهی به ثروت سرمایه گذاران وارد میکند و باعث کاهش اعتماد آنها به بازار سرمایه میشود. به همین دلیل، پژوهش های بسیاری به دنبال یافتن پاسخی برای این سؤال بوده اند که چه عواملی باعث سقوط قیمت سهام میشود. منظور از ریسک سقوط قیمت سهام، احتمال کاهش ناگهانی قیمت سهام یک شرکت در مقیاس بزرگ است. افروزی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهش خود به بررسی "ارتباط ریسک سقوط قیمت سهام و ساختار گزارش های مالی شرکت ها" می پردازند. آنها بیان می کنند که از جمله مخاطرات پیش روی سرمایه گذاران هنگام ورود به بازار سرمایه، ریسک سقوط قیمت سهام است. نتایج پژوهش نشان داد، ارتباط معناداری بین ریسک سقوط قیمت سهام با ساختار گزارش های مالی شرکت ها وجود دارد؛ بدین معنی که هر چه گزارش های مالی شرکت ها محافظه کارانه تر تهیه شده باشد، ریسک سقوط قیمت آنها کاهش خواهد یافت؛ همچنین با تفکیک بازده قیمت به دو بخش «بازده ناشی از فعالیت شرکت» و «بازده ناشی از ریسک سیستماتیک بازار» در سطح اطمینان ۹۵ درصد، پژوهش حاضر نشان داد که قسمت قابل توجهی از بازده در دوره یادشده، ناشی از تغییرات ریسک سیستماتیک بازار (تغییرات عواملی همچون نرخ ارز و تورم) بوده است. بازده پایین ناشی از فعالیت شرکت سبب تمایل مدیران به اغراق در وضعیت مالی شرکت ها می شود؛ به عبارت دیگر یکی از اهداف مدیران در تهیه صورت های مالی به صورت غیر-محافظه کارانه، برجسته کردن نقش فعالیت خود در بازده کل حاصل شده است.

اسدی و کاظمی (۱۳۹۷) در پژوهش خود به بررسی "رابطه ریسک سقوط قیمت سهام با استفاده از معیار چولگی منفی بازده سهام و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" می پردازند. آنها بیان میکنند که هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج حاصل از پژوهش نشان دهنده آن است که بین سیاست تقسیم سود و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ همچنین متغیر

جریان های نقد آزاد، نقش تعدیل-کنندگی در رابطه بین سیاست تقسیم سود و ریسک سقوط قیمت سهام دارد. علاوه بر این، متغیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیری ندارد. ال مامون و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهش خود به بررسی "مدیران اجرایی قدرتمند و ریسک سقوط قیمت سهام" پرداختند. آنها بیان کردند که شرکت های با مدیران عامل قدرتمند با ریسک سقوط قیمت سهام بالاتر در ارتباط هستند. مدیران عامل قدرتمند رابطه مثبتی با نمایندگان احتکار اخبار بد دارند. ارتباط بین مدیران عامل قدرتمند و ریسک سقوط بیشتر در میان شرکت هایی با حساسیت بیشتر ثروت مدیرعامل نسبت به قیمت های سهام مشهود است. ارتباط بین مدیران عامل قدرتمند و ریسک سقوط بیشتر زمانی آشکار می شود که مدیران عامل مهارت های عمومی کمتری داشته باشند. مکانیزم های حاکمیت خارجی، ارتباط مثبت بین مدیران عامل موسس قدرتمند و ریسک سقوط را از بین نمی برد. رابطه مثبت بین قدرت مدیرعامل و ریسک سقوط زمانی برقرار است که مدیریت سود، اجتناب مالیاتی، مشوق های گزینه مدیرعامل و اعتماد به نفس کاذب مدیرعامل را کنترل کنیم. شرکت های با مدیرعاملان قدرتمند، احتمال بیشتری برای بیان مجدد مالی، نسبت کمتری از هدایت سود منفی به مثبت و نسبت کمتری از کلمات منفی به مثبت در صورت های مالی خود دارند. ارتباط بین مدیران عامل قدرتمند و ریسک سقوط بیشتر در میان شرکت هایی با حساسیت بیشتر ثروت مدیرعامل نسبت به قیمت های سهام و زمانی که مدیران عامل مهارت های عمومی کمتری دارند، بیشتر مشهود است. مکانیزم های نظارت خارجی ضعیف می شوند اما ارتباط بین مدیران عامل موسس قدرتمند و خطر سقوط بالاتر را از بین نمی برند.

کای و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان "توانایی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام"، به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت ها پرداخته اند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۹۱-۲۰۱۴ انجام شده است. با استفاده از نمونه های بزرگی از شرکت های ایالات متحده، نتایج نشان داد که مدیران با توانایی بالا با احتمال بالای سقوط قیمت سهام در آینده در ارتباط هستند. این رابطه مثبت زمانی که مدیران دارای نگرانی های وابستگی شغلی، داشتن دانش بهتر از اطلاعات عملیاتی و مشارکت در فعالیت های ریسکی بیشتر هستند، بیشتر به چشم می آید. علاوه بر این، نتایج نشان داد که ذخیره کردن خبر بد و سرمایه گذاری بیش از حد، دو کانال امکان پذیر است که از طریق توانایی مدیریت، خطر سقوط قیمت سهام را افزایش می دهد. به طور کلی، یافته ها نشان می دهد که توانایی های مدیریتی ممکن است هزینه بر باشد زیرا مدیران توانا تر ممکن است منجر به ریسک سقوط بیشتر شود.

با توجه به پیشینه بیان شده، تفاوت عمده این پژوهش با پژوهش های پیشین نحوه محاسبه متغیر ریسک سقوط قیمت سهام است که روش جدید مشکلات درون زایی معیارهای پیشین را برطرف می کند

۲-۲. فرضیه پژوهش

در این پژوهش فرضیه زیر مورد آزمون قرار می گیرد:

سقوط قیمت سهام سبب کاهش قدرت مدیر عامل می شود.

۳. روش شناسی پژوهش

بر اساس هدف، این تحقیق کاربردی است. تحقیق های کاربردی تحقیق هایی هستند که با استفاده از زمینه و بستر شناختی و معلوماتی که توسط تحقیق های بنیادی فراهم شده اند، برای رفع نیازمندی های بشر مورد استفاده قرار می گیرند. از لحاظ گردآوری توصیفی-رگرسیون تحلیل ترکیبی داده ها است. این مطالعه بر اساس روش های آماری و الگو های اقتصاد سنجی مبنی بر تجزیه و تحلیل سری زمانی می باشد ابتدا جهت مباحث تئوریک تحقیق، با استفاده از روش کتابخانه ای و

مطالعات میدانی، به جمع آوری مطالب و داده های مورد نیاز می پردازیم. سپس با استفاده از روش های رگرسیون برداری و آزمون های مانایی و همجمعی به تجزیه و تحلیل روابط بین متغیر های در نظر گرفته شده و جهت بررسی مانایی سری های زمانی، از آزمون ریشه واحد استفاده میشود؛ و در نهایت جهت بررسی رابطه ی علیت بین متغیر ها، آزمون علیت گرنجر بین آنها صورت گرفته و روابط علی متغیرها بررسی میشود.

۳-۱. جامعه آماری پژوهش

ضرورت بیان قلمرو زمانی تحقیق، به این دلیل است که خواننده در نهایت میتواند با توجه به مقطع زمانی که تحقیق انجام شده است، در رابطه با تحلیلها و استنتاجهایی که پیرامون فرضیهها صورت گرفته، برداشتهای بهتری داشته و در واقع نقش عوامل تأثیرگذار مانند حوادث، روندهای اقتصادی و شرایط سیاسی اجتماعی را در نتایج تحقیق بازشناسی نماید. اهمیت توجه به چنین نکتهای به این دلیل است که در تحقیقات علوم اجتماعی، شرایط محیطی تأثیر بسزایی در چگونگی سرنوشت فرضیه ها و تحلیل های مربوط به آنها در یک فضای سازمانی دارد (خاکی، ۱۳۷۸). لذا محدود کردن بازه زمانی تحقیق، تفسیر نتایج را راحت و قابلیت اتکای آن را ارتقاء میدهد. جامعه اماری کلیه شرکت های عضو بازار سرمایه ایران می باشد. نمونه آماری شامل شرکت های عضو بازار سرمایه ایران که از شرایط زیر برخوردار باشند:

۱. شرکت هایی که از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ در بازار سرمایه ایران حضور داشته باشند.

۲. شرکت هایی که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفندماه باشند.

۳. شرکت هایی که تغییر سال مالی نداشته باشند.

۴. شرکت هایی که داده های مورد نظر آنها در دسترس باشند.

۳-۲. مدل و تبیین و اندازه گیری متغیرها

مدل تحقیق بر اساس فرضیه های تحقیق به صورت زیر خواهد بود:

مدل رگرسیونی (۱)

$$CEO_POWER_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 CRASH_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 CASHFLOW_t + \beta_6 GOV_H_t + \beta_7 CEO_duality_t + \beta_8 CEO_tenure_t + \beta_9 CEI_Spe_t + \beta_{10} CEO_TENURE_t + \varepsilon$$

متغیر وابسته:

اندازه گیری قدرت مدیر عامل اجرایی (CEO-POWER)

در این مطالعه، بر قدرت ساختاری مدیر عامل تمرکز می کنیم. مطابق بسیاری از مطالعات پیشین در مورد قدرت مدیرعامل از پاداش و حقوق و مزایا مدیرعامل به پاداش کل ۵ مدیراجرایی عالی (از جمله مدیرعامل) به عنوان پروکسی برای قدرت مدیرعامل اجرایی استفاده می کنیم (بیچوک و همکاران، ۲۰۱۱). متغیر دامی که زمانی برابر با ۱ است که پاداش بیشتر از میانه نمونه باشد و در غیر این صورت ۰ خواهد بود. بدین صورت که تمامی شرکتها در همه صنایع از نظر میزان پاداش مدیر عامل از کوچک به بزرگ مرتب می شوند و مقدار میانه مبنای انتخاب قرار داده شده است. برای استخراج اطلاعات؛ از گردش حساب سود (زیان) انباشته، تصمیمات مجمع عمومی عادی سالیانه صاحبان سهام و خلاصه تصمیمات مجمع عمومی عادی استفاده می شود. با توجه به اینکه شرکت ها تنها یک رقم را به عنوان پاداش اعلام می کنند و انواع پاداش از جمله پاداش غیرنقدی را افشا نمی کنند، همان رقم به عنوان پاداش کل در نظر گرفته می شود. بیچوک و

همکاران (۲۰۱۱) این گونه استدلال می کنند که برش پرداخت مدیرعامل، معیاری درست برای اندازه گیری قدرت مدیرعامل می باشد، زیرا این نسبت اهمیت نسبی مدیرعامل در تیم مدیریت عالی از لحاظ توانایی و قدرت را بدست می آورد. به علاوه، این معیار قادر به کسب عوامل غیر قابل مشاهده مدیریت عالی شرکت است. ثانیاً، وی این مسئله را به ثبت می رساند که به خاطر حدود گسترده جبران خدمات کل، این معیار (برش پرداخت مدیرعامل) محتوی اطلاعات چشمگیری در سطح شرکت می باشد؛ بنابراین، با استفاده از برش پرداخت مدیرعامل به عنوان پروکسی برای قدرت مدیرعامل، بسیاری از ویژگیهای مختص شرکت رامی توان کنترل نمود. ثالثاً، این معیار با نتایج مهم شرکتی همچون عملکرد عملیاتی شرکت، ارزش بازار و بازده های سهام ارتباط داشته و نشان می دهد که پروکسی مفیدی برای بررسی نقش قدرت مدیرعامل در عملکرد و نتایج شرکت، می باشد (ببچوک و همکاران، ۲۰۱۱). بالاخره، برش پرداخت مدیرعامل معیاری پیوسته است، برخلاف تحقیق پیشین که اغلب از متغیرهای نشانگر برای اندازه گیری قدرت مدیرعامل استفاده می کند.

متغیر مستقل:

اندازه گیری ریسک سقوط قیمت سهام (CRASH)

در این مطالعه از دو معیار ریسک سقوط قیمت سهام در سطح شرکت (CRASH_1) و (CRASH_2) استفاده می کنیم. برای محاسبه CRASH_1، ابتدا بازه های هفتگی هر شرکت - سال را با استفاده از معادله زیر تخمین می زنیم.

$$RETURN_{i,t} = \alpha_i + \alpha_{1,i} RETURN_{c,t-2} + \alpha_{2,i} RETURN_{c,t-1} + \alpha_{3,i} RETURN_{c,t} + \alpha_{4,i} RETURN_{c,t+1} + \alpha_{5,i} RETURN_{c,t+2} + \varepsilon_{i,t}$$

که بازده سهام i در هفته t ؛ و شاخص بازار ارزش وزندار CRSP در هفته t را نشان می دهد. جملات تاخیر و پیشرو برای بازده های شاخص بازار در معادله ۱ لحاظ شده اند تا اجازه تجارت غیر سنکرون (غیرهمزمان) داده شود (دیاموس، ۱۹۷۹). بازده هفتگی شرکت i در هفته t (R) را با استفاده از لگاریتم ۱ به اضافه جمله باقیمانده (ترم) در معادله (۱) محاسبه می کنیم. پیرو اظهارات کیم و همکاران (۲۰۱۱)، زمانی که یک شرکت عمومی (دولتی) در طول کل سال، بازده های هفتگی ۳،۲ انحراف معیار کمتر از بازده های متوسط مختص شرکت نشان می دهد، این هفته ها به عنوان هفته های سقوط در نظر گرفته می شوند؛ بنابراین، طبق اظهارات هوتون و همکاران (۲۰۰۹)، اولین معیار سقوط پیشنهادی (CRASH_1)، یک متغیر نشانگر است که اگر شرکت در طول سال مورد نظر، حداقل یک هفته سقوط تجربه کند، برابر با ۱ و در غیر این صورت ۰ می باشد. مقدار بالاتر CRASH_1 احتمال بالاتر ریسک سقوط قیمت سهام را نشان می دهد.

دومین معیار پیشنهادی، CRASH_2، بر مبنای معیار سقوط قیمت سهام در چن و همکاران است که از چولگی شرطی منفی بازده استفاده می کند. به ویژه مطابق اظهارات چن و همکاران، CRASH_2، از نسبت گشتاور سوم بازده های هفتگی هر شرکت - سال به انحراف استاندارد بازده های هفتگی به توان ۳ و ضرب آن نسبت در ۱- بدست می آید. مقدار بالاتر CRASH_2 ریسک بیشتر سقوط قیمت سهام را نشان می دهد. معادله در قسمت ذیل نشان داده شده است.

(۲)

$$CRASH-2 = (-1) \frac{n(n-1)^{\frac{3}{2}} (\sum w_{i,t})^3}{n-1(n-2)((\sum w_{i,t})^2)^{\frac{3}{2}}}$$

متغیر کنترلی:

SIZE: لگاریتم طبیعی کل دارایی ها (AT)

Leverage: بدهی های بلند مدت (DLTT) تقسیم بر کل دارایی ها (AT)

ROA: نسبت سود خالص به کل دارایی ها

CASHFLOW: جریان نقدی عملیاتی (OANCF) تقسیم بر کل دارایی ها

GOV_H: متغیر شاخصی که اگر ارزش حاکمیت شرکتی بالاتر از میانه باشد برابر با ۱ در غیر این صورت برابر با ۰ می باشد.

CEO duality: دوگانگی نقش مدیر عامل اگر همزمان یک نفر عضو هیئت مدیره و مدیرعامل باشد برابر ۱، در غیر این صورت برابر با صفر.

Spe CEO: تخصص مدیرعامل اگر مدیرعامل دارای مدرک مالی و حسابداری باشد، توانایی و قدرت بیشتری خواهد داشت. بدین صورت برای اندازه گیری تخصص مدیرعامل از یک متغیر مجازی دوجبهی استفاده میشود. اگر مدیرعامل دارای مدرک مالی و حسابداری باشد، این متغیر برابر یک است؛ در غیر اینصورت صفر.

CEO_TENURE: تعداد سمت های مدیران اجرایی: یک متغیر ساختگی است؛ در صورتی که تعداد سمت های مدیرعامل شرکت I بیشتر از میانه تصدی مدیرعامل های همان دوره شرکت های صنعت عضو نمونه باشد، بیانگر قدرت مدیریت است و عدد یک به این متغیر اختصاص می یابد؛ در غیر این صورت عدد صفر به آن تخصیص می گیرد (شیخ، ۲۰۱۸).

۴. یافته های پژوهش

به منظور بررسی اولیه داده ها، آماره توصیفی متغیرها به شرح زیر ارائه شده است و در قسمتهای بعدی نتایج آزمون فرضیه ها مورد بررسی قرار گرفته است:

جدول ۱: آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
CEO-POWER	۱۲۰۰	۰,۷۷۰	۱,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۴۲۰
CRASH	۱۲۰۰	-۰,۷۵۹	-۰,۲۹۴	۱۴,۸۷۱	۱۴,۹۹۷-	۳,۸۵۹
SIZE	۱۲۰۰	۱۴,۶۰۱	۱۴,۳۶۰	۲۰,۷۶۸	۱۰,۳۵۲	۱,۵۸۷
Leverage	۱۲۰۰	۰,۵۴۹	۰,۵۵۰	۲,۰۷۷۵	۰,۰۱۲	۰,۲۱۸
ROA	۱۲۰۰	۰,۱۴۹	۰,۱۲۲	۰,۸۳۰	۰,۴۰۳-	۰,۱۵۴۴۸۹
CASHFLOW	۱۲۰۰	۱,۲۹۵	-۷,۲۱۷	۰,۰۰۰۱	۲,۹۲	۱,۷۸
GOV H	۱۲۰۰	۰,۵۵۵	۱,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۴۹۷
CEO duality	۱۲۰۰	۰,۵۴۱	۱,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۴۹۸
CEO_TENURE	۱۲۰۰	۰,۷۱۲	۱,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۴۵۲
CEI Spe	۱۲۰۰	۰,۴۲۱	۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۴۹۴

میانه متغیر CRASH برابر با ۰,۷۵- که بیانگر این است که ۷۵ صدم از داده ها کمتر از این مقدار و باقی بیشتر از این مقدار هستند. نکته مهمی که از مقایسه میانگین و میانه میتوان استنباط نمود، موضوع نرمال بودن داده هاست. از جمله مهم ترین پارامترهای پراکندگی داده ها، انحراف معیار است. نکته مهمی که از انحراف معیار یک متغیر می توان استنباط نمود، وارد

کردن متغیر در مدل رگرسیونی است. همان طور که در جدول نیز قابل مشاهده است انحراف معیار متغیرها صفر نیست، بنابراین می توان متغیرهای مورد بررسی را در مدل وارد کرد.

پایایی به معنی ثابت بودن میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سالهای مختلف است. به کارگیری روشهای معمول اقتصادسنجی در برآورد مدل بر این فرض استوار است که متغیرهای الگو پایا هستند. اگر متغیرهای الگو ناپایا یا دارای ریشه واحد باشند، در این صورت آزمونهای F و t معمول از اعتبار لازم برخوردار نخواهند بود. چرا که امکان ساختگی بودن برآورد با متغیرهای نامانا وجود دارد و استناد به نتایج چنین برآوردهایی به نتایج گمراه کننده ای منجر خواهد شد. از این رو قبل از استفاده از این داده ها لازم است نسبت به مانایی و نامانایی آن اطمینان حاصل کرد. در این مطالعه به منظور استفاده می شود نتایج آزمون ریشه واحد به روش هادری در جدول ۲ گزارش شده است. براساس این نتایج، در خصوص همه متغیرها فرضیه صفر مبنی بر ریشه واحد متغیرها یا نامانایی آنها در سطح اطمینان ۰/۰۵ رد شده و در نتیجه همه متغیرها مانا هستند.

جدول ۲ نتایج آزمون ریشه واحدلین، لین و چو

متغیرها	مقدار آماره	(prob)	نتیجه
CEO-POWER	-۲۱,۳۱۴	۰/۰۰۰	مانا
CRASH	-۵۲,۸۲۴	۰/۰۰۰	مانا
SIZE	-۱۱,۰۷۱	۰/۰۰۰	مانا
Leverage	-۱۴,۳۶۸	۰/۰۰۰	مانا
ROA	-۸,۵۲۱	۰/۰۰۰	مانا
CASHFLOW	-۳۶,۳۹۷	۰/۰۰۰	مانا
GOV_H	-۱۵,۶۰۸	۰/۰۰۰	مانا
CEO duality	-۱۵,۲۵۲	۰/۰۰۵	مانا
CEO_TENURE	-۱۱,۶۴۶	۰/۰۰۰	مانا
CEI Spe	-۱۵,۳۶۳	۰/۰۰۰	مانا

یکی از فروض رگرسیون عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی در مدل است، لذا قبل از برآورد مدل، این مساله با محاسبه ماتریس همبستگی کنترل می گردد. برای بررسی هم خطی بین متغیرهای توضیحی مدل، ضریب همبستگی و میزان معنی داری آن محاسبه می شود. ماتریس ضرایب همبستگی به قرار زیر است:

جدول ۳ ماتریس همبستگی بین متغیرهای توضیحی

SIZE	ROA	LEV	GOV_H	CRASH	CEO_T ERN	CEO_DAILY	CEISPE	CASH_FLO W	Correlation
									Probability
								1.000 -----	CASH_FLOW
							1.000 -----	0.089 0.002	CEISPE
						1.000 -----	-0.063 0.029	-0.126 0.000	CEO_DAILY
					1.000 -----	0.051 0.013	-0.408 0.000	-0.072 0.013	CEO_TERN
				1.000 -----	0.018 0.030	-0.027 0.048	-0.019 0.047	0.074 0.0106	CRASH
			1.000 -----	-0.051 0.056	0.118 0.000	0.170 0.000	-0.088 0.0022	-0.1696 0.000	GOV_H
		1.000 -----	0.052 0.051	-0.001 0.047	-0.035 0.224	-0.033 0.254	0.031 0.005	-0.043 0.036	LEV
	1.000 -----	-0.652 0.000	-0.094 0.0011	-0.007 0.035	0.012 0.004	0.078 0.006	-0.063 0.030	0.074 0.010	ROA
1.000 -----	0.163 0.000	-0.024 0.002	0.016 0.009	0.027 0.053	0.058 0.043	0.061 0.033	-0.068 0.018	0.060 0.036	SIZE

در جدول فوق مقادیر همبستگی دو به دو تمام متغیرها، غیر از متغیرهای وابسته، آمده است. عدد اول میزان همبستگی و عدم پایداری آن مقدار احتمال معنی داری آن می باشد. از آنجایی که همبستگی بالایی میان متغیرها مشاهده نمی شود، لذا از بابت همخطی بین متغیرها مساله ای وجود ندارد.

در پژوهش حاضر آماره اف برای آزمون معناداری کل مدل و آماره تی برای آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون به کار گرفته شده است. علاوه بر این برای بررسی رابطه میان متغیرهای وابسته و مستقل ضریب تعیین تعدیل شده استفاده به کار گرفته شده است. یافته های به دست آمده از برازش مدل جهت آزمون فرضیه اول در جدول (۴) انعکاس یافته است.:

جدول ۴: یافته های تجزیه و تحلیل داده ها جهت آزمون فرضیه اول

$\text{CEO-POWER}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{CRASH}_t + \beta_2 \text{SIZE}_t + \beta_3 \text{Leverage}_t + \beta_4 \text{ROA}_t + \beta_5 \text{CASHFLOW}_t + \beta_6 \text{GOV_H}_t + \beta_7 \text{CEO duality}_t + \beta_8 \text{CEO tenure}_t + \beta_9 \text{CEI Spe}_t + \beta_{10} \text{CEO_TENURE}_t + \varepsilon$				
نام متغیر	نماد	ضریب	آماره t	p-value
ریسک سقوط قیمت سهام	CRASH	-۰,۰۰۳۰۹	-۲,۳۳۹۳	***۰,۰۱۹
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۰۲۹۰۸	۲,۹۸۹۴۸۳	۰,۰۰۲۹
بدهی های بلند مدت تقسیم بر کل دارایی ها	Leverage	۰,۰۲۳۶۱۸	۳,۱۶۹۶۴۶	۰,۰۰۱۶
نرخ بازده دارایی ها	ROA	۰,۰۲۳۷۵۶	۲,۵۷۵۱۷۲	۰,۰۱۰۲
جریان نقدی عملیاتی تقسیم بر کل دارایی ها	CASHFLOW	۱۸۶۸,۷۸۶	۵,۰۰۲۵۹۷	۰,۰۰۰۰
ارزش حاکمیت شرکتی	GOV_H	- ۰,۰۰۳۷۴۰	-۲,۴۱۴۸۳۳	۰,۰۱۵۹
دوگانگی نقش مدیر عامل	CEO duality	۰,۰۰۳۹۲۳	۲,۳۹۵۰۲۴	۰,۰۱۶۸
تصدی تعداد سمت های مدیرعامل	CEO_TENURE	۰,۰۰۲۳۵۱	۱,۱۶۸۳۸۳	۰,۲۴۲۹
تخصص مدیرعامل	CEI Spe	۰,۰۰۷۸۴۸	۳,۲۵۸۹۸۴	۰,۰۰۱۲
عرض از مبدأ	C	۰,۶۸۰۵۶۴	۳۴,۸۲۰۰۲	۰,۰۰۰۰
R	۰,۹۴۹۰۵۲	R تعدیل شده	۰,۹۴۲۸۴۸	
آماره دوربین-واتسون	۱,۷۵۹۱۳۲			
آماره F فیشر	۱۵۲,۹۵۳۳	سطح معناداری		***۰,۰۰۰۰

*سطح خطای ۱۰ درصد - ** سطح خطای ۵ درصد - *** سطح خطای ۱ درصد

تحلیل مدل رگرسیون:

مقدار آماره اف و مقدار احتمال برای مدل کلی به ترتیب برابر ۱۵۲,۹۵۳۳ و ۰,۰۰۰ می باشد که این نشان دهنده معنی دار بودن مدل در حالت کلی می باشد (زیرا مقدار احتمال این آماره کمتر از ۰,۰۵ می باشد). معروف ترین آماره نیکویی برازش، ضریب تعیین است که مقدار آن بین صفر و یک قرار دارد. اگر ضریب تعیین بزرگ و نزدیک به یک باشد، مدل داده ها را به خوبی برازش کرده است در حالی که اگر R2 پایین یعنی نزدیک به صفر باشد، مدل برازش خوبی از داده ها

ارائه نداده است. در جدول فوق مقدار ضریب تعیین برابر 0.949052 است که نشان می دهد مدل برازش قابل قبولی ارائه داده است. ضمناً مقدار ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R-squared) برابر 0.942848 می باشد که بر اساس آن می توان گفت این مدل بیش از ۹۴ درصد تغییرات در متغیر وابسته یعنی قدرت مدیر عامل اجرایی را تبیین نموده است. آماره دورین واتسون که خود همبستگی بین باقیمانده های مدل را نشان می دهد در محدوده مجاز 1.5 تا 2.5 قرار دارد. فرضیه اول این پژوهش بدین صورت بیان شده که سقوط قیمت سهام سبب کاهش قدرت مدیر عامل می شود. همانطور که بیان شد، در این پژوهش برای آزمون فرضیه از مدل رگرسیونی (۱) استفاده گردیده است. بر طبق نتایج مندرج در جدول (۱) p-value آماره F، کوچک تر از 0.05 می باشد و می توان گفت که مدل برای این فرضیه در سطح اطمینان 0.95 معنادار است. هم چنین ضریب تعیین (R^2 تعدیل شده) برابر 0.942848 است که نشان می دهد متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی ۳۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند. با توجه به اینکه p-value برای ضریب متغیر ریسک سقوط قیمت سهام کمتر از 0.05 است، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان 0.95 رد نمی شود؛ که بیانگر تأثیر منفی ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت مدیر عامل اجرایی است.

۵. بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش ما به بررسی تأثیر ریسک سقوط قیمت سهام و قدرت مدیر عامل اجرایی در شرکت های عضو بازار سرمایه ایران پرداختیم. مادیافتیم که ریسک سقوط با قدرت مدیر عامل رابطه منفی دارد و نشان می دهد که قدرت مدیر عامل پس از تجربه سقوط قیمت سهام، کمتر می شود. ما همچنین دریافتیم که تصدی تعداد سمت های مدیر عامل پس از سقوط قیمت سهام، بیشتر از دوگانگی نقش مدیر عامل کاهش می یابد. مهمتر از همه، نتایج ما نشان می دهد که حاکمیت شرکت ها در کاهش قدرت مدیر عامل شرکت در هنگام ریسک سقوط نقش مهمی را ایفا می کنند. یافته های اصلی ما پس از آزمون های استواری، همچنان پایدار هستند. نتایج پژوهش ما نتایج پژوهش المامون و همکاران (۲۰۲۰)، آندرو و همکاران (۲۰۱۷) و هارپر و همکاران (۲۰۲۰) همخوانی دارد. در ادامه، با توجه به یافته های تحقیق پیشنهادات ذیل مطرح میشوند:

به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود، به منظور تبیین رفتار قیمت سهام شرکت ها در بازار سرمایه ایران، به ساختار نظام راهبری شرکت از قبیل دوره تصدی هیئت مدیره، یکسان بودن رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل و حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره شرکت توجه داشته باشند؛ بنابراین به سهامداران و سرمایه گذاران پیشنهاد می شود به هنگام انتخاب سبد سرمایه گذاری ریسک سقوط قیمت سهام و قدرت مدیر عامل اجرایی را به عنوان معیاری برای مقابله با بحران ها و محدودیت های مالی مدنظر قرار دهند. با توجه به نتایج پژوهش که بیانگر تأثیر توانایی مدیریتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام است به سهامداران و سرمایه گذاران پیشنهاد میشود برای جلوگیری از افزایش ریسک سقوط قیمت سهام و مدیریت ریسک شرکت به توانایی مدیر عامل اجرایی توجه داشته باشند زیرا مدیران اجرایی با توانایی بیشتر نسبت به مدیرانی که توانایی کمتری دارند، توانایی مدیریت ریسک بهتری داشته و از تکنولوژی های روز و روند صنعت آگاهی بیش تری دارند و با اعتماد و اتکاء بیشتری میتوانند تقاضا برای محصولات را پیش بینی و در پروژه های با ارزش تری سرمایه گذاری کنند این ویژگی مدیران می تواند در بروز پدیده سقوط قیمت سهام اهمیت بسزایی داشته باشد.

با توجه به نتایج این پژوهش مبنی بر این که دوره تصدی مدیر عامل تأثیر توانایی مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام را تقویت میکند، به سهامداران و ذینفعان شرکت پیشنهاد میشود برای کاهش ریسک سقوط قیمت سهام به دوره تصدی مدیر

عامل توجه داشته باشند؛ زیرا مدیر عامل با دوره تصدی بالا میتواند با رفتار فرصت طلبانه مدیران مقابله کرده و میتواند بر تصمیمات سرمایه گذاری و هزینه های آنها تاثیرگذار باشند؛ بنابراین، در شرکتهایی که تغییرات زیادی در مدیر عامل وجود دارد، نقش نظارتی آن بر مدیر، کم رنگ تر شده و احتمال اینکه مدیران دست به رفتارهای سودجویانه بزنند، بیشتر میشود همین امر منجر به انباشته اخبار بد در شرکت شده و در صورت افشای این اخبار قیمت سهام شرکت سقوط خواهد کرد.

۶. منابع و مآخذ

۱. افروزی، مصطفی، شمس قارنه، ناصر، وفایی قائینی، وحید. (۱۳۹۸). ارتباط ریسک سقوط قیمت سهام و ساختار گزارش های مالی شرکت ها. نشریه چشم انداز مدیریت مالی، ۹(۲۸)، ۳۹-۳۹۶۳. doi: 10.52547/jfmp.9.28.3963-39
۲. اسدی، غلامحسین، کاظمی، کاظم. (۱۳۹۷). بررسی رابطه ریسک سقوط قیمت سهام با استفاده از معیار چولگی منفی بازده سهام و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه چشم انداز مدیریت مالی، ۸(۲۲)، ۹-۲۸.
3. Al Mamun, M., Balachandran, B., & Duong, H. N. (2020). Powerful CEOs and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101582.
4. Andreou, P.C., Louce, C., Petrou, A.P., (2017). CEO age and stock price crash risk. *Rev. Financ.* 21, 1287-1325.
5. Ball, R. (2009). Market and Political/Regulatory Perspectives on the Recent Accounting Scandals. *Journal of Accounting Research*, 47(2), 277-323.
6. Bebchuk, L.A., Cremers, M., Peyer, U., (2011.) The CEO pay slice. *J. Financ. Econ.* 102 (1), 199-221.
7. Benmelech, E., Kandel, E., Veronesi, P., (2010). Stock-Based Compensation and CEO (Dis) Incentives. *The Quarterly Journal of Economics* 125, 1769- 1820.
8. Chen, J., Chan, K.C., Dong, W., Zhang, F., (2017). Internal control and stock price crash risk: evidence from China. *Eur. Account. Rev.* 26, 125-152.
9. Chen, J., Hong, H., Stein, J.C., (2001). Forecasting crashes, trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Finance Economy.* 61(3), 345-381.
10. Chen,x.,Zhanf.,F,Zhang.,s. (2015).CEO Duality and stock price crash risk., Available at:www. ssrn.com.
11. Cui, Huijie. Chong Chen, Yanan Zhang & Xiji Zhu (2019): Managerial ability and stock price crash risk, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, DOI:10.1080/16081625.2019.1636662.
12. Habib, A., Hasan, M.M., Jiang, H., (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Account. Financ.* 58 (51), 211-251.
13. Habib, Ahsan. Mostafa Monzur Hasan. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk, *Research in International Business and Finance* 42: 262-274.
14. Han, S., Nanda, V. K., & Silveri, S. (2016). CEO power and firm performance under pressure. *Financial Management*, 45(2), 369-400.
15. Harper, J., Johnson, G., & Sun, L. (2020). Stock price crash risk and CEO power: Firm-level analysis. *Research in International Business and Finance*, 51, 101094.
16. Hong, H., Stein, J.C., (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *Rev. Financ. Stud.* 16 (2), 487-525.
17. Hutton, A. P., Marcus, A. J. & Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2 and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67-86.
18. Jin, L., Myers, S.C., (2006). R around the world: new theory and new tests. *J. Financ. Econ.* 79 (2), 257-292.

19. Kim, H., & Yasuda, Y. (2013). A new approach to identify the economic effects of disclosure: information content of business risk disclosures in Japanese firms. Tokyo Keizai University Working Paper
20. Kim, J.B., Li, Y., Zhang, L., (2011). CFOs versus CEOs: equity incentives and crashes. *J. Financ. Econ.* 101, 713–730.
21. Kothari, S.P., Ramanna, K., Skinner, J., (2009a), "What Should GAAP Look Like? A Survey and Economic Analysis". Working Paper, [online], www.ssrn.com.
22. Sah, R. K., & Stiglitz, J. E. (1986). The architecture of economic systems: Hierarchies and polyarchies. *The American Economic Review*, 716-727.
23. Wei, W., Mao, Y., & Wang, B. (2016). Twitter Volume Spikes and Stock Options Pricing. *Computer Communications*, 73, 271-281

Investigating the effect of stock price reduction risk and CEO power in Iranian capital market member companies

Rezvan Pourmansouri^{* 1}

Razieh Khanlari²

Sajad Mahaki³

Date of Receipt: 2022/01/12 Date of Issue: 2022/02/12

Abstract

The main purpose of this study is to investigate the effect of stock price fall risk and CEO power in Iranian capital market member companies. This research has been studied in a statistical sample of 120 companies that are members of the Iranian capital market between 2011 and 2020. The results of this study, which was analyzed by panel analysis method, show that the risk of collapse is negatively related to the power of the CEO and show that the power of the CEO decreases after experiencing a fall in stock prices. We also found that holding the number of CEO positions after the stock price fell further reduced the dual role of the CEO. Most importantly, our results show that corporate governance plays an important role in reducing the CEO's power when there is a risk of collapse.

Keyword

Risk of falling stock prices, CEO power, CEO reward

1. Graduated from Master of Business Administration-Financial Management, Islamic Azad University, Science and Research Branch, Tehran, Iran (*rezvan.pourmansouri@yahoo.com).
2. Master student of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Affairs, Lorestan University, Khorramabad, Iran (razieh.khanlary@gmail.com)
3. Master students of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Affairs, Lorestan University, Khorramabad, Iran (sajadmahki@gmail.com)