

## بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، ابهام گزارشگری مالی و سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محسن عرب یارمحمدی<sup>۱</sup>

فرهاد دهدار<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۵/۱۶ تاریخ چاپ: ۱۳۹۹/۰۵/۳۰

### چکیده

خطر سقوط قیمت سهام در بازار یکی از نگرانی های اصلی سرمایه گذاران است و پژوهش در این زمینه می تواند برای بازار سرمایه حائز اهمیت باشد. این تحقیق در پی بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، ابهام گزارشگری مالی و سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. اجزای حاکمیت شرکتی مورد استفاده در این تحقیق شامل درصد مالکیت سهامداران نهادی، نسبت تمرکز مالکیت سهام، درصد سهامداران مدیریتی، استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی مدیر عامل و درصد سهام شناور آزاد می باشند. نمونه آماری مورد پژوهش شامل ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۵ ساله ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ می باشد. برای بررسی و آزمون فرضیه ها، از آزمون رگرسیون چندگانه استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان می دهد که بین هیچکدام از اجزای حاکمیت شرکتی و سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود ندارد؛ اما بین ابهام گزارشگری مالی و سقوط قیمت سهام در شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. روش مورد استفاده در این تحقیق از نوع همبستگی می باشد. این روش در مورد پژوهش هایی که هدف آن ها کشف رابطه بین متغیرهای مختلف می باشد، سودمند است. تحقیق حاضر از نوع تحقیقات شبه تجربی یا پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) است که بر اساس از اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام می شود. از لحاظ اینکه این تحقیق به مطالعه داده های مرتبط با پنج سال متوالی و مقاطع زمانی خاص می پردازد در قالب تحقیقات سری زمانی و مقطعی می باشد و از آنجایی که نتایج کسب شده را می توان در فرآیند تصمیم گیری استفاده کرد، این پژوهش از نوع تحقیقات کاربردی محسوب می شود.

### واژگان کلیدی

حاکمیت شرکتی، ابهام در گزارشگری مالی، سقوط قیمت سهام

<sup>۱</sup> دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، ایران (arabyarmohsen@yahoo.com)

<sup>۲</sup> استادیار حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، ایران (f.dehdar1971@gmail.com)

## ۱. مقدمه

بشر در گذر زمان بر اساس ملاحظات عقلی به جای زندگی غارنشینی و فردی، به زندگی جمعی روی آورد و جوامع بشری و اجتماعات شکل گرفت؛ با تشکیل جوامع بشری فعالیت های اقتصادی و تجاری ایجاد و رونق یافت و در قرون اخیر شرکت ها و بنگاه های اقتصادی تشکیل شد، شرکت ها به منظور کاهش هزینه ها و دفعات معاملات، قالب مناسبی برای انجام فعالیت های اقتصادی یافتند. برای انجام فعالیت های بزرگ، شرکت های سهامی تأسیس کردند. در این شرکت ها، سرمایه های خرد برای انجام کارهای بزرگ تجهیز می شود. اداره این شرکت ها به مدیران حرفه ای واگذار می شود که لزوماً سهام زیادی را در تملک ندارند؛ همچنین، همه سهامداران نیز به نسبت یکسان سهام ندارند. تشکیل شرکت سهامی و گشودن مالکیت شرکت برای عموم، بر روش اداره شرکت ها، تأثیر قابل ملاحظه ای گذاشت. نظام بازار به گونه ای سازمان دهی شد که مالکان شرکت ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کنند. جدایی مالکیت از مدیریت به عمومیت مسئله نمایندگی منجر شد (قالیباف اصل و رضایی ۱۳۹۷).

با جدا شدن مدیریت از مالکیت، مدیران به عنوان نماینده سهامداران، شرکت ها را اداره می کنند. با شکل گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و سایر ذینفعان ایجاد می شود و به طور بالقوه این امکان به وجود می آید که مدیران اقداماتی انجام دهند که در جهت منافع خودشان بوده و ضرورتاً در جهت منافع سهامداران و سایر ذینفعان نباشد (باباجانی و عبدی، ۱۳۹۶).

در این مسئله، تضاد بین به حداکثر رساندن منافع کارگماران و کارگزاران، مفروض است. حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می کند که مدیران در تلاش اند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود سازوکارهای مناسبی است. از جمله این سازوکارها، طراحی و اجرای راهبری شرکتی مناسب در شرکت ها و بنگاه های اقتصادی است. صاحب نظران علوم اقتصادی و حسابداری در ایران، بیشتر معنی حاکمیت شرکتی را برای این واژه به کار برده اند که ترجمه چندان گویایی نیست. از آنجاکه کاربرد این واژه ایجاد سازوکار مناسب، برای هدایت و کنترل شرکت ها و بنگاه های اقتصادی است. راهبری شرکتی مجموعه سازوکارهای کنترل داخلی و خارجی شرکت است که تعیین می کند شرکت چگونه و توسط چه کسانی اداره شود. نظام راهبری شرکتی که با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی سروکار دارد، موجب ترغیب استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت ها در خصوص ایفای وظیفه مباشرت برای اداره منابع می شود. توجه به راهبری شرکتی کارآ و افزایش کارایی در قراردادهای میان ذینفعان به منظور تقویت فرهنگ پاسخگویی و ارتقاء شفافیت اطلاعات در شرکت ها و واحدهای اقتصادی که تمام یا بخشی از سرمایه آن ها از طریق مردم تأمین شده است، به تخصیص کارای منابع و در نهایت رشد توسعه اقتصادی منجر می شود (قالیباف اصل و رضایی، ۱۳۹۷). وجود راهبری و حاکمیت شرکتی مطلوب از آسیب پذیری بازارهای در حال توسعه از جمله بازار ایران در مقابل بحران های مالی می کاهد. عدم ابهام در گزارشگری مالی بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران حائز اهمیت بسیار است. عدم ابهام یا به عبارتی شفافیت بیشتر، نظارت بر اقدامات مدیریتی را تسهیل می نماید و در نتیجه احتمال این که مدیران رفتار خود خدمتی نشان دهند را کاهش می دهد. از آنجایی که سقوط قیمت سهام در بازار یکی

از نگرانی‌های اصلی سرمایه‌گذاران است، پژوهش در زمینه سقوط قیمت سهام و بررسی نقش حاکمیت شرکتی و ابهام گزارش‌های مالی بر احتمال سقوط قیمت سهام به‌عنوان عوامل مؤثر بر کاهش احتمال سقوط قیمت سهام برای بازار سرمایه ضروری به نظر می‌رسد.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

پدیده سقوط قیمت سهام یکی از موضوع‌های بحث‌برانگیز مالی است که در سال‌های اخیر مورد توجه محققان بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است. دلیل این گرایش به ارتباط سقوط قیمت سهام و تأثیر آن بر عملکرد بخش مالی و همچنین کل اقتصاد برمی‌گردد.

در صورت عدم وجود قرارداد مطلوب، مدیران می‌توانند از مزیت اطلاعاتی خود بهره‌گیرند و با رفتارهای فرصت‌طلبانه در بلندمدت، به سهامداران هزینه تحمیل نمایند. معمولاً مدیران شرکت‌ها عملکرد مالی خود را با به تأخیر انداختن اخبار بد و افشای سریع‌تر اخبار خوب، با عملکردهای بهتر در آینده پوشیده نگه می‌دارند. هنگامی که اخبار بد پنهان نگه‌داشته شده در شرکت به حد بالای خود می‌رسد، دیگر جلوگیری از نشر آن برای مدیران امکان‌پذیر نیست، اخبار بد ناگهان منتشر می‌شود و به دنبال آن سرمایه‌گذاران سهام خود را برای فروش عرضه می‌کنند که منجر به سقوط قیمت سهام شرکت در بازار می‌شود. ریزش قیمت سهام به‌عنوان تجدیدنظری ناگهانی و منفی در انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد سهام یک شرکت شناخته می‌شود (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹ و جین و میرز، ۲۰۰۶).<sup>۱</sup>

بخش قابل توجهی از ادبیات و تحقیقات حسابداری نشان می‌دهد که مکانیسم حاکمیت شرکتی کارآمد می‌تواند از تصمیمات مدیریتی نامطلوب جلوگیری نماید (هلی و همکاران، ۱۹۹۹).<sup>۲</sup> مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی می‌تواند فرصت‌های مدیریت سود را کاهش و در نتیجه عدم ابهام یا شفافیت گزارش‌های مالی را افزایش دهد که این امر خود منجر به کاهش احتمال سقوط قیمت سهام می‌گردد. به‌عنوان مثال می‌توان با سرمایه‌گذاری منظم از تصمیمات مدیریتی نامطلوب و مدیریت سود جلوگیری نمود و محیط اطلاعاتی را بهبود بخشید (آرمسترانگ و همکاران، ۲۰۱۲).<sup>۳</sup> یافته‌ها حاکی از آن است که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی مؤثر به کاهش رفتار فرصت‌طلبانه مدیریتی کمک می‌نماید و این امر با سقوط پایین‌تر قیمت سهام شرکت همراه است. در واقع می‌توان از سیستم حاکمیت شرکتی شرکت به‌منظور پیش‌بینی سقوط قیمت سهام شرکت استفاده نمود.

استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی در پی افزایش اطمینان یا کاهش ریسک‌اند؛ اما اطلاعات زیاد منجر به افزایش اطمینان نمی‌گردد، بلکه این عدم ابهام (شفافیت) اطلاعات است که عدم اطمینان را کاهش می‌دهد. عدم ابهام (شفافیت) باعث بهبود تخصیص منابع می‌گردد و به‌طور مستقیم با کارایی و رشد اقتصادی سروکار دارد. ارائه اطلاعات با ابهام کمتر (شفاف‌تر) باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌گردد (کیم و همکاران، ۲۰۱۴).<sup>۴</sup> در شرایط نبود شفافیت کامل در گزارشگری مایی (اقدام به مدیریت سود) مدیران انگیزه دارند برای حفظ شغل خود، بخشی از زیان‌ها

<sup>۱</sup> Hutton et al and Jane and Myers

<sup>۲</sup> - Haley et al

<sup>۳</sup> Armstrong et al

<sup>۴</sup> Kim et al.

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 سود ده و زیان ده در مراحل اولیه آن ها باعث می شود که پروژه های زیان ده ادامه یابد و با گذر زمان زیان دهی آن ها 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).<sup>۱</sup>

نیکومرام و محمدزاده (۱۳۸۹) به بررسی ارائه الگویی برای تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود پرداختند. در این تحقیق از نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیار اندازه گیری کفایت حاکمیت شرکتی استفاده شده است. برای اندازه گیری توانایی حاکمیت شرکتی نیز، از یک شاخص ترکیبی استفاده گردیده که متشکل از شش عامل می باشد. در بررسی ارتباط تک به تک هر یک از عوامل شش گانه حاکمیت شرکتی با شاخص های کیفیت سود مشخص گردید که هیچ گونه رابطه خطی معنادار بین عوامل توانایی حاکمیت شرکتی (درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره، درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، نوع حسابرس، نوع مالکیت شرکت، اصلی بودن شرکت و درصد سهام شناور آزاد) و شاخص های کیفیت سود وجود ندارد. از طرفی نتایج تحقیق بیانگر این است که شرکت های با حاکمیت شرکتی کافی در مقایسه با شرکت های با حاکمیت شرکتی ناکافی، علیرغم در نظر گرفتن یا بدون در نظر گرفتن توانایی حاکمیت شرکتی، دارای کیفیت سود بیشتری هستند. علاوه بر این، شرکت های با حاکمیت شرکتی ضعیف نسبت به شرکت های با حاکمیت شرکتی قوی، لزوماً کیفیت سود کمتری ندارند. بطور کلی، نتایج بیانگر این مطلب است که

کفایت حاکمیت شرکتی نسبت به توانایی حاکمیت شرکتی، رابطه معناداری با کیفیت سود دارد.

مرادی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر محافظه کاری حسابداری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. یافته های تحقیق نشان می دهد که بین وجود و یا عدم وجود رویداد سقوط سهام در طول دوره تحقیق با سطح محافظه کاری حسابداری، یک رابطه معکوس و معنی دار وجود دارد. به عبارت دیگر، یافته ها حاکی از تأثیر مثبت محافظه کاری حسابداری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام است. همچنین نتایج حاکی از آن است که رابطه بین محافظه کاری با وجود یا عدم وجود رویداد سقوط قیمت سهام در شرکت های دارای سطح عدم تقارن اطلاعاتی بالا، به لحاظ آماری معنی دار نیست. همچنین نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد که عدم تقارن اطلاعاتی، نتوانسته است تأثیر محافظه کاری در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش دهد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه مستقیم وجود دارد. بدین معنی که با افزایش عدم شفافیت در گزارشگری مالی، ریسک

<sup>1</sup> Hutton et al

سقوط آتی قیمت سهام افزایش می‌یابد. همچنین در شرایطی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، اثر عدم شفافیت اطلاعات مالی برافزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است.

شعری و سمواتی (۱۳۹۰) به بررسی ابهام گزارشگری مالی و توزیع بازده سهام پرداختند. در این تحقیق برای ارزیابی ابهام گزارشگری مالی از معیار مدیریت سود استفاده شده است. نظر به این که بخش قابل توجهی از سود را اقلام تعهدی تشکیل می‌دهند با استفاده از مدل تعدیل شده جونز پدیده مدیریت سود در شرکت‌های نمونه آزمون، سپس رابطه توزیع بازده سهام با سه متغیر ریسک غیر متعارف شرکت، ریسک سقوط و جهش قیمت آزمون گردید. برای بررسی ارتباط بین متغیرهای مورد نظر از رگرسیون چندگانه و رگرسیون لجستیک استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که بین ابهام گزارشگری مالی و ریسک انتقالی به سرمایه‌گذاران رابطه معنی داری وجود ندارد.

دیانتی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی (گیتمان) بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) قیمت سهام پرداختند. در این پژوهش برای اندازه‌گیری مدیریت سرمایه در گردش از چرخه تبدیل نقدی گیتمان (۱۹۷۴) و از مدل ضریب منفی چولگی بازده سهام چن (۲۰۰۱)<sup>۱</sup> به منظور اندازه‌گیری ریزش قیمت سهام برای ۵۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۷۸ الی ۱۳۹۰ استفاده شده است. در این پژوهش شواهدی قوی ارائه می‌گردد که مدیریت سرمایه در گردش احتمال ریسک ریزش قیمت سهام را به صورتی معنادار کاهش می‌دهد.

فولاد و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی محافظه‌کاری و کاهش خطر سقوط قیمت سهم پرداختند. مبانی نظری و نتایج پژوهش‌های خارجی دلالت بر این دارد که محافظه‌کاری می‌تواند از احتمال سقوط قیمت سهم در آینده بکاهد. شواهد فراهم آمده در این پژوهش نشان می‌دهد، محافظه‌کاری با سقوط قیمت سهم در بورس تهران رابطه منفی و معنادار دارد و این بدان معنی است که محافظه‌کاری در گزارشگری مالی می‌تواند منجر به کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت در آینده شود. نتیجه این آزمون با نتایج پژوهش‌های کیم و ژانگ (۲۰۱۰)<sup>۲</sup>، مرادی و همکاران (۱۳۹۰) سازگار است.

جین و میرز (۲۰۰۶)<sup>۳</sup> رابطه بین عدم شفافیت اطلاعاتی و ریزش قیمت سهام را در بازار سرمایه کشورهای مختلف بررسی نمودند. آن‌ها در تحقیق خود به این نتیجه دست یافتند که همواره در بازارهایی که عدم شفافیت اطلاعات مالی در آن‌ها بالاتر است به این دلیل که به مدیران فرصت بیشتری برای پوشاندن اخبار بد از ذینفعان شرکت می‌دهد تعدد ریزش قیمت سهام نیز در آن‌ها بیشتر است.

هاتن و همکاران (۲۰۰۹)<sup>۴</sup> طی مطالعه‌ای، 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. بعلاوه، شرکت‌هایی که دارای صورت‌های مالی غیر شفاف هستند، بیشتر در معرض ریسک سقوط قیمت سهام قرار می‌گیرند.

<sup>1</sup> Chen

<sup>2</sup> Kim and Zhang

<sup>3</sup> Jane and Mirz

<sup>4</sup> Hutton et al

پاناویتز و همکاران (۲۰۱۳)<sup>۱</sup> به بررسی حاکمیت شرکتی و سقوط قیمت سهام خاص شرکت ها پرداختند. هدف این تحقیق بررسی این موضوع است که آیا سیستم های حاکمیت شرکتی در شرکت ها می تواند سقوط قیمت سهام خاص شرکت ها را پیش بینی نماید؟ نتایج تحقیق نشان می دهد، ابعاد حاکمیت شرکتی شامل ساختار مالکیت شرکت، ابهام حسابداری، ساختار هیئت مدیره با سقوط آتی قیمت سهام در ارتباط می باشد. نتایج تحقیق همچنین نشان می دهد که این ارتباط برای شرکت های با مشکلات نمایندگی بیشتر، قوی تر می باشد.

کیم و همکاران (۲۰۱۴)<sup>۲</sup> طی تحقیقی با عنوان مسئولیت های اجتماعی و خطر ریزش قیمت سهام به بررسی اینکه آیا کاهش مسئولیت اجتماعی شرکت ها منجر به خطر سقوط قیمت سهام می شود، پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که اگر شرکت ها مسئولیت اجتماعی را به استانداردهای بالای شفافیت نزدیک سازند و کمتر درگیر اخبار بد شوند، خطر ریزش قیمت سهام پایین می آید و مسئولیت های اجتماعی منجر به کاهش خطر ریزش قیمت سهام می گردد. عملکرد مسئولیت های اجتماعی شرکت ها با خطر ریزش قیمت سهام آتی رابطه منفی دارد. علاوه بر این، رابطه منفی مسئولیت های اجتماعی بر خطر ریزش قیمت سهام در شرکت های دارای حاکمیت شرکتی با تأثیر کمتر یا سطح پایین تر مالکیت نهادی برجسته تر است. این نقش مسئولیت های اجتماعی زمانی که سازوکارهای حاکمیت شرکتی، مانند نظارت توسط هیئت مدیره و یا سرمایه گذاران نهادی، ضعیف است، با اهمیت می باشد.

### ۳. فرضیه های پژوهش

با توجه به مطالبی که در تبیین موضوع تحقیق در مقدمه اشاره گردید و به پشتوانه مبانی نظری و پیشینه، فرضیه های زیر مطرح می شود تا اطلاعات بر مبنای آنها جمع آوری و سپس نسبت به رد یا قبولی فرضیه ها اقدام گردد.

فرضیه اصلی اول: بین اجزای حاکمیت شرکتی و سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی اول: بین درصد مالکیت سهامداران نهادی در شرکت ها و سقوط قیمت سهام آنها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین نسبت تمرکز مالکیت سهام در شرکت ها و سقوط قیمت سهام آنها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین درصد سهام مدیران و هیئت مدیره و سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین استقلال هیئت مدیره و سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی پنجم: بین اندازه هیئت مدیره و سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ششم: بین نفوذ مدیرعامل و سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی هفتم: بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی هشتم: بین درصد سهام شناور آزاد شرکت ها و سقوط قیمت سهام آنها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: بین ابهام گزارشگری مالی و سقوط قیمت سهام رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

<sup>۱</sup> Panaiotiz et al

<sup>۲</sup> Kim et al

#### ۴. روش پژوهش

روش پژوهش این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است که با استفاده از داده‌های ثانویه مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به تحلیل رابطه‌ی همبستگی می‌پردازد. انجام این پژوهش در چهارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت خواهد گرفت. علت استفاده از روش همبستگی کشف روابط همبستگی بین متغیرها است. تحقیق همبستگی یکی از انواع تحقیقات توصیفی است. در پژوهش حاضر ابتدا همبستگی بین متغیرهای پژوهش را مورد آزمون قرار داده و در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش اقدام به برآورد مدل‌های رگرسیونی چندگانه خواهیم نمود. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نوع پس رویدادی (نیمه تجربی) است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته و تاریخی (صورت‌های مالی شرکت‌ها) انجام می‌گیرد. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه‌ای کتابخانه‌ای و تحلیلی - علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) نیز می‌باشد.

#### ۵. جامعه و نمونه آماری و دوره زمانی پژوهش

جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه مورد بررسی شامل ۹۵ شرکت برای بازه زمانی ۵ ساله ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ می‌باشد. نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک و براساس معیارهای زیرانتخاب می‌شود:

۱. پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفندماه باشد.

۲. جزو شرکت‌های مالی (مثل بانک‌ها، مؤسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.

۳. در طی دوره موردبررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.

جدول (۱) روش نمونه گیری

| شرح                                                                                       | تعداد |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده                                                             | ۵۷۷   |
| کسر می‌شود: شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند نباشد                        | ۷۷    |
| تعداد شرکت‌هایی که جزء صنایع سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ می‌باشد. | ۶۲    |
| تعداد شرکت‌هایی که تغییر سال مالی داشته‌اند.                                              | ۳     |
| تعداد جامعه آماری                                                                         | ۴۳۵   |

تعداد نمونه انتخابی در این تحقیق از طریق فرمول کوکران و با توجه به جامعه آماری تعیین گردیده است؛ که در این فرمول تعداد نمونه به صورت زیر به دست می‌آید.

$$d = z_{\frac{\alpha}{2}} * \sqrt{\frac{pq}{N}}$$

$$n = \frac{N * \frac{Z_{\alpha}^2}{2} * pq}{(N * d^2) + (\frac{Z_{\alpha}^2}{2} * pq)}$$

که در این تحقیق  $p = 0.5$  و  $q = 0.5$  فرض گردیده و با سطح اطمینان ۹۵٪، خطای نمونه گیری معادل ۰.۰۱ در نظر گرفته می شود؛ و بر همین اساس

$$n = \frac{435 * 1.96^2 * (0.5 * 0.5)}{(435 * (0.01)) + (1.96^2 * (0.5 * 0.5))} = \frac{417.774}{5.3104} = 79$$

تعداد نمونه برابر با ۷۹ شرکت می باشد که جهت امکان تعمیم بیشتر نتایج تعداد نمونه به ۹۵ شرکت افزایش می یابد.

## ۶. روش تجزیه و تحلیل داده ها

داده های جمع آوری شده از صورت های مالی شرکت های انتخاب شده با استفاده از نرم افزار اکسل محاسبه و برای بررسی روابط بین متغیرها از نرم افزار Eviews 6 استفاده خواهد شد. در نخستین مرحله از بررسی های خود آمار توصیفی متغیرهای تحقیق شامل پارامترهای میانه، میانگین، انحراف معیار، ضریب کشیدگی و حداقل و حداکثر مورد بررسی قرار می گیرد، سپس با استفاده از ضریب همبستگی به بررسی وجود رابطه بین متغیرهای مستقل و متغیرهای وابسته تحقیق پرداخته می شود. سپس با استفاده از مدل های رگرسیونی چندمتغیره به بررسی و آزمون فرضیات تحقیق پرداخته می شود.

## ۷. مدل و متغیرهای پژوهش

مدل کلی تحقیق حاضر به شکل زیر است:

$$CRASH_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 GOVERNANCE_{i,t-1} + \beta_2 OPAQUE_{i,t-1} + \beta_3 CONTROL_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته:

**سقوط قیمت سهام:** برای اندازه گیری سقوط قیمت سهام از مدل ضریب منفی چولگی (چن، ۲۰۰۱) استفاده می گردد:

$$NCSKEW_{it} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{it}] / [(n-1)(n-2)(\sum W_{it})^{3/2}] \quad (۱)$$

$W_{it}$  نشان دهنده بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  برای ماه  $t$  می باشد و  $n$  تعداد بازده ماهانه مشاهده شده در طی سال مالی می باشد.

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 آن را با  $W$  نشان می دهیم (فرمول شماره یک) برابر است با لگاریتم طبیعی عدد یک به علاوه عدد باقیمانده  $\epsilon_t$  که از فرمول شماره دو محاسبه می گردد.

$$W_{j,t} = \ln(1 + \epsilon_{j,t}) \quad (۲)$$

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t+1} + \beta_5 r_{m,t+2} + \epsilon_{j,t} \quad (۳)$$

در فرمول شماره دو  $r_{j,t}$  بازده سهام شرکت  $j$  در ماه  $t$  می باشد و  $r_{m,t}$  بازده ماهانه بازار (بر اساس شاخص بازار) خواهد بود.

## متغیرهای مستقل: اجزای حاکمیت شرکتی:

### ۱. ساختار مالکیت:

INST: درصد مالکیت سهامداران نهادی (پانایوتیز و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳).

سهامداران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... هستند که حجم بزرگی از عملیات آن‌ها به معامله سهامشان برمی‌گردد. مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده ۱ قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، از سرمایه‌گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز جزو این گروه از سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند. لذا با بررسی یادداشت‌های همراه در صورت‌های مالی، درصد مالکیت این سرمایه‌گذاران از سهام شرکت مشخص گردیده است.

INSIDER: درصد سهام مدیران و هیئت‌مدیره (همان منبع).

### ۲. رتبه تمرکز مالکیت:

تمرکز مالکیت برابر با مجموع درصد تملک سهامدارانی است که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیاردارند. برای محاسبه تمرکز مالکیت نهادی از شاخص هرفیندال-هریشتن استفاده شده است. شاخص هرفیندال - هریشتن شاخصی اقتصادی است که برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده می‌شود. رتبه تمرکز مالکیت برابر است با جمع مربعات درصدهای بالاتر از ۳ درصد هر شرکت که بر اساس رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$(OCON) = \sum (P_i / p * 100)^2 \quad (4)$$

در این رابطه P بیانگر درصد کل سهام و  $P_i$  بیانگر جمع درصدهای سهام بالاتر از ۳ درصد متعلق به سهامداران است. (درصد سهام هر یک از مالکان نهادی به توان دو رسیده و باهم جمع می‌شوند) حاصل بین ۰ تا ۱ بوده و هرچقدر به ۱ نزدیک‌تر باشد، تمرکز بیشتر است درواقع هر چه این نسبت بالاتر باشد، تمرکز مالکیت در شرکت بیشتر است (بوگشان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵).

### ۳. ساختار هیئت‌مدیره:

BRD\_IND: استقلال هیئت‌مدیره (پانایوتیز و همکاران، ۲۰۱۳).

این متغیر نشان‌دهنده نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل اعضای هیئت‌مدیره می‌باشد. مدیر غیرموظف؛ عضو پاره‌وقت هیئت‌مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت می‌باشد. به منظور اندازه‌گیری این متغیر، ابتدا تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره از صورت‌جلسات مجامع عمومی برای کلیه شرکت‌های موردبررسی جمع‌آوری و سپس به کل تعداد اعضای هیئت‌مدیره تقسیم شده تا درصد اعضای غیرموظف محاسبه شود.

Size of Borad: تعداد اعضای هیئت‌مدیره شرکت است برابر با اندازه هیئت‌مدیره است (پانایوتیز و همکاران، ۲۰۱۳)<sup>۳</sup>.

<sup>1</sup> Panaiotis et al

<sup>2</sup> Bokshan

<sup>3</sup> Panaiotis et al

#### ۴. قدرت و نفوذ مدیرعامل:

**نفوذ مدیرعامل:** به وضعیتی اطلاق می گردد که رئیس هیئت مدیره عضو موظف باشد. قانون گذاران حاکمیت شرکتی به این موضوع رسیده اند که مدیرعامل به عنوان منبعی از قدرت اجرایی بر هیئت مدیره نفوذ دارد (ددمن، ۲۰۰۰).<sup>۱</sup>

**Influence:** نفوذ مدیرعامل است. اگر رئیس هیئت مدیره، موظف باشد برابر یک و در غیر این صورت صفر می باشد (پانایوتیز و همکاران، ۲۰۱۳).

**دوگانگی مدیرعامل:** اگر مدیرعامل رئیس هیئت مدیره نیز باشد، به این وضعیت دوگانگی وظیفه مدیرعامل اطلاق می گردد و در این حالت مدیرعامل به طور بالقوه اختیار بیشتری دارد. ساختار دوگانه همچنین به مدیرعامل اجازه می دهد تا اطلاعات در دسترس سایر اعضای هیئت مدیره را به طور مؤثری کنترل کند و بنابراین ممکن است از نظارت مؤثر جلوگیری به عمل آورد (جنسن، ۱۹۹۳).

**Duality:** دوگانگی وظیفه مدیرعامل است. اگر مدیرعامل، رئیس هیئت مدیره باشد برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر می باشد (پانایوتیز و همکاران، ۲۰۱۳).

#### ۵. درصد سهام شناور آزاد:

یکی از سازوکارهای برون سازمانی حاکمیت شرکتی، نظارت سهامداران اقلیت است که معیار سنجش آن میزان سهام در دست این سهامداران است. نظارت سهامداران اقلیت، احترام به حقوق آنها و بیانگر مجاز بودن نظارت اقلیت بر فعالیت شرکت است (حساس یگانه، ۱۳۸۵). منظور از سهام شناور آزاد مقدار سهمی است که انتظار می رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد، یعنی در مالکیت دارندگانی است که آماده اند در صورت اخذ قیمت مناسب، آن را برای فروش عرضه نمایند. درواقع درصد سهام شناور آزاد مورد معامله شرکت به صورت درصدی از سهام متعلق به سرمایه گذاران خرد که در بازار مورد معامله قرار می گیرد، محاسبه می شود و در روزنامه دنیای اقتصاد روزانه نوشته می شود.

#### ابهام (عدم شفافیت) گزارش های مالی:

متغیر مستقل این پژوهش، ابهام (عدم شفافیت) گزارش های مالی است که برای اندازه گیری آن از معیار مدیریت سود استفاده شده است. دیچاو و دیچو (۲۰۰۲) اعتقاد داشتند که مدیران عموماً یک تا سه سال قبل از کشف مدیریت سود، سود را دست کاری می کنند. آنها همچنین بیان کردند که مدیران برای دست کاری سود، عمدتاً از اقلام تعهدی اختیاری استفاده می کنند. در مطالعه حاضر، برای اندازه گیری اقلام تعهدی اختیاری، از مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۷) استفاده شده است. بر اساس این مدل، اقلام تعهدی اختیاری معادل تفاوت بین مجموع اقلام تعهدی و اقلام تعهدی غیر اختیاری است.

به منظور سنجش ابهام گزارشگری مالی مطابق با تحقیق پانایوتیز و همکاران (۲۰۱۳) از مجموع قدر مطلق اقلام تعهدی اختیاری طی سه سال گذشته استفاده می شود.

**OPAQUE:** مجموع قدر مطلق اقلام تعهدی اختیاری می باشد، در این تحقیق به منظور محاسبه اقلام تعهدی اختیاری از مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۷) به شرح زیر استفاده می شود:

<sup>1</sup> Dedman

(۵)

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

در این رابطه،

 $TA_{i,t}$ : مجموع اقلام تعهدی (تفاوت سود خالص و وجوه نقد حاصل از عملیات) $A_{i,t-1}$ : مجموع دارایی‌ها $\Delta Sales_{i,t}$ : تغییرات فروش $\Delta AR_{i,t}$ : تغییرات حساب‌های دریافتنی $PPE_{i,t}$ : اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات ناخالص $CFO_{i,t}$ : جریان نقد عملیاتی $\varepsilon_{i,t}$ : اقلام تعهدی اختیاری

اقلام تعهدی غیر اختیاری به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

(۶)

$$NDA_{i,t} = \alpha_0 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$$

 $\alpha_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$  پارامترهای خاص شرکت می‌باشد که در معادله برآورد می‌شوند.

پارامترهای خاص هر شرکت، بر اساس صنعت مربوط شرکت از مدل تعدیل شده جونز گرفته شده است. در مرحله آخر، اقلام تعهدی اختیاری به شرح زیر محاسبه می‌شود:

(۷)

$$DA_{i,t} = \left[ \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] - NDA_{i,t}$$

(۸)

$$OPAQUE_{i,t} = Abs(DA_{i,t-1}) + Abs(DA_{i,t-2}) + Abs(DA_{i,t-3})$$

متغیرهای کنترلی:

 $DTURN$ : بیانگر حجم معاملات است. منظور از حجم معاملات سهام، حجم گردش معاملاتی سهام یک شرکت به صورت نسبت سهام معامله شده به کل سهام منتشر شده در سال مورد نظر در نظر گرفته می‌شود (پور ابراهیمی و سید خسروشاهی، ۱۳۹۱). $SIZE$ : بیانگر اندازه شرکت است که برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها می‌باشد (اسدی و جلالیان، ۱۳۹۱). $MB$ : بیانگر نسبت ارزش بازار به دفتری سهام می‌باشد و برابر با نسبت حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است (پانایوتیز و همکاران، ۲۰۱۳). $LEV$ : بیانگر اهرم مالی شرکت است که برابر با نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها است (نوروش و یزدانی، ۱۳۸۹).

ROE: بیانگر بازده حقوق صاحبان سهام است و برابر با نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام است (صحت و همکاران، ۱۳۹۰).

## ۸. تجزیه و تحلیل یافته های پژوهش

به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه داده ها، آماره های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه، محاسبه شده است.

جدول (۲) آمار توصیفی

| متغیر                  | میانگین  | میانه  | انحراف معیار | چولگی  | کشدگی  |
|------------------------|----------|--------|--------------|--------|--------|
| سقوط قیمت سهام         | ۰,۱۷۸    | ۰,۱۴۲  | ۰,۱۵۲        | ۱,۴۲۲  | ۲,۳۹۲  |
| تمرکز مالکیت           | ۷۳۰۱,۹۷۹ | ۷۸۶۸   | ۲۱۲۳,۷۳۸     | -۰,۷۷۲ | -۰,۱۰۱ |
| درصد سهام شناور آزاد   | ۱۵,۵۶۵   | ۱۱,۳۰۰ | ۱۳,۵۴۴       | ۱,۱۱۵  | ۰,۹۲۸  |
| دوگانگی مدیرعامل       | ۰,۱۵۴    | ۰      | ۰,۳۶۱        | ۱,۹۲۷  | ۱,۷۱۹  |
| اندازه هیئت مدیره      | ۵,۱۶۸    | ۵      | ۰,۴۲۲        | ۲,۵۰۵  | ۵,۸    |
| استقلال هیئت مدیره     | ۰,۷۱۲    | ۰,۸    | ۰,۱۸۰        | -۰,۶۳۱ | ۰,۰۷۲  |
| نفوذ مدیرعامل          | ۰,۰۶۵    | ۰      | ۰,۲۴۷        | ۳,۵۳۱  | ۱۰,۵۱۵ |
| درصد سهامداران نهادی   | ۴۸,۹۱۷   | ۵۱,۹۲۰ | ۳۲,۵۸۴       | -۰,۱۰۴ | -۱,۴۶۳ |
| درصد سهامداران مدیریتی | ۶۶,۵۲۵   | ۷۱,۵۹۰ | ۲۳,۵۰۵       | -۰,۷۹۳ | -۰,۱۶۵ |
| ابهام گزارشگری مالی    | ۰,۹۵۹    | ۰,۶۸۳  | ۱,۰۱۷        | ۲,۹۸۹  | ۱۲,۲۲۷ |

بررسی نتایج توصیفی متغیرهای تحقیق نشان می دهد میانگین متغیر وابسته سقوط قیمت سهام برابر ۰,۱۷۸ است. همچنین میانگین متغیر ابهام گزارشگری مالی برابر ۰,۹۵۹ است. میانگین متغیر نفوذ مدیرعامل ۰,۰۶۵ می باشد که حاکی از آن است که در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، مدیرعامل به عنوان منبعی از قدرت اجرایی بر هیئت مدیره نفوذ کمی دارد.

بررسی دیگر متغیرهای مستقل تحقیق نشان می دهد چون میانگین درصد سهامداران نهادی تقریباً ۴۹٪ و درصد سهامداران مدیریتی ۶۶,۵٪ به دست آمده می توان نتیجه گرفت که اکثر شرکت های تحقیق دارای سهامداران نهادی و مدیریتی می باشند. هم چنین در مورد استقلال هیئت مدیره شرکت ها نیز به همین ترتیب می باشد به طوری که میانگین آن ۰,۷۱۲ به دست آمده که نشانگر آن است که در اکثر شرکت ها بیشتر اعضای هیئت مدیره را اعضاء غیرموظف تشکیل می دهند.

## آزمون فرضیه های پژوهش

در این قسمت به منظور آزمون فرضیات (تاثیر متغیرها) از آماره  $t$  و سطح معنی داری آن استفاده می کنیم. در صورتی که قدرمطلق  $t$  محاسبه شده از  $t$  جدول بزرگ تر باشد، فرضیه صفر رد می شود و ضریب مورد نظر معنی دار خواهد بود و در غیر این صورت نمی توان فرضیه صفر را رد کرد. همچنین سطح معنی داری نیز نشان دهنده حداقل احتمال تایید فرض صفر

مبنی بر صفر بودن ضریب مورد نظر را بیان می‌کند که اگر این احتمال از ۵ درصد بزرگتر باشد، فرض صفر را نمی‌توان رد کرد و در غیر این صورت، ضریب مورد نظر معنی‌دار است.

**فرضیه اصلی اول:** بین اجزای حاکمیت شرکتی و سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد.

بررسی نتایج معنی‌داری مدل رگرسیونی برازش شده فرضیه اصلی اول تحقیق نشان می‌دهد سطح معنی‌داری مقدار آماره  $F$  (۰,۷۰۵) بزرگ‌تر از ۵ درصد و معنی‌دار نمی‌باشد ( $\text{sig} > 0/05$ ). این نتایج نشان می‌دهد فرضیه اصلی اول تحقیق رد می‌گردد یعنی اجزای حاکمیت شرکتی تاثیر معنی‌داری بر سقوط ریزش سهام ندارند از این رو فرض صفر رد نمی‌گردد.

### بررسی فرضیات فرعی فرضیه اصلی اول

**فرضیه فرعی اول:** بین درصد سهامداران نهادی در شرکت‌ها و سقوط قیمت سهام آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

بررسی فرضیه فرعی هفتم نشان می‌دهد سطح معنی‌داری مقدار آماره  $t$  متغیر درصد سهامداران نهادی (۰,۷۷۸-) نشان می‌دهد که این متغیر در سطح خطای ۵ درصد دارای تاثیر معنی‌داری بر سقوط ریزش سهام نمی‌باشد؛ بنابراین می‌توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد نمی‌گردد؛ یعنی ارتباط معنی‌داری بین درصد سهامداران نهادی در شرکت‌ها و سقوط قیمت سهام آن‌ها وجود ندارد (جدول ۳).

**فرضیه فرعی دوم:** بین نسبت تمرکز مالکیت سهام در شرکت‌ها و سقوط قیمت سهام آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

بررسی فرضیه فرعی اول نشان می‌دهد سطح معنی‌داری مقدار آماره  $t$  متغیر نسبت تمرکز مالکیت سهام (۱,۴۷۸) نشان می‌دهد که این متغیر در سطح خطای ۵ درصد دارای تاثیر معنی‌داری بر سقوط ریزش سهام نمی‌باشد؛ بنابراین می‌توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد نمی‌گردد؛ یعنی ارتباط معنی‌داری بین نسبت تمرکز مالکیت سهام در شرکت‌ها و سقوط قیمت سهام آن‌ها وجود ندارد (جدول ۳).

**فرضیه فرعی سوم:** بین درصد سهامداران مدیریتی در شرکت‌ها و سقوط قیمت سهام آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

بررسی فرضیه فرعی هشتم نشان می‌دهد سطح معنی‌داری مقدار آماره  $t$  متغیر درصد سهامداران مدیریتی (۱,۵۸۶-) نشان می‌دهد که این متغیر در سطح خطای ۵ درصد دارای تاثیر معنی‌داری بر سقوط ریزش سهام نمی‌باشد؛ بنابراین می‌توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد نمی‌گردد؛ یعنی ارتباط معنی‌داری بین درصد سهامداران مدیریتی در شرکت‌ها و سقوط قیمت سهام آن‌ها وجود ندارد (جدول ۳).

**فرضیه فرعی چهارم:** بین استقلال هیئت مدیره در شرکت‌ها و سقوط قیمت سهام آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

بررسی فرضیه فرعی پنجم نشان می‌دهد سطح معنی‌داری مقدار آماره  $t$  متغیر استقلال هیئت مدیره (۰,۳۰۵) نشان می‌دهد که این متغیر در سطح خطای ۵ درصد دارای تاثیر معنی‌داری بر سقوط ریزش سهام نمی‌باشد؛ بنابراین می‌توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد نمی‌گردد؛ یعنی ارتباط معنی‌داری بین استقلال هیئت مدیره در شرکت‌ها و سقوط قیمت سهام آن‌ها وجود ندارد (جدول ۳).

**فرضیه فرعی پنجم:** بین اندازه هیئت مدیره در شرکت‌ها و سقوط قیمت سهام آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

بررسی فرضیه فرعی چهارم نشان می دهد سطح معنی داری مقدار آماره  $t$  متغیر اندازه هیئت مدیره ( $-۰,۶۶۷$ ) نشان می دهد که این متغیر در سطح خطای ۵ درصد دارای تاثیر معنی داری بر سقوط ریزش سهام نمی باشد؛ بنابراین می توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد نمی گردد؛ یعنی ارتباط معنی داری بین اندازه هیئت مدیره در شرکت ها و سقوط قیمت سهام آن ها وجود ندارد (جدول ۳).

**فرضیه فرعی ششم:** بین نفوذ مدیر عامل در شرکت ها و سقوط قیمت سهام آن ها رابطه معناداری وجود دارد. بررسی فرضیه فرعی ششم نشان می دهد سطح معنی داری مقدار آماره  $t$  متغیر نفوذ مدیر عامل ( $-۰,۶۰۸$ ) نشان می دهد که این متغیر در سطح خطای ۵ درصد دارای تاثیر معنی داری بر سقوط ریزش سهام نمی باشد؛ بنابراین می توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد نمی گردد؛ یعنی ارتباط معنی داری بین نفوذ مدیر عامل در شرکت ها و سقوط قیمت سهام آن ها وجود ندارد (جدول ۳).

**فرضیه فرعی هفتم:** بین دوگانگی مدیر عامل در شرکت ها و سقوط قیمت سهام آن ها رابطه معناداری وجود دارد. بررسی فرضیه فرعی سوم نشان می دهد سطح معنی داری مقدار آماره  $t$  متغیر دوگانگی مدیر عامل ( $۰,۰۹۷$ ) نشان می دهد که این متغیر در سطح خطای ۵ درصد دارای تاثیر معنی داری بر سقوط ریزش سهام نمی باشد؛ بنابراین می توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد نمی گردد؛ یعنی ارتباط معنی داری بین دوگانگی مدیر عامل در شرکت ها و سقوط قیمت سهام آن ها وجود ندارد (جدول ۳).

**فرضیه فرعی هشتم:** بین درصد سهام شناور آزاد در شرکت ها و سقوط قیمت سهام آن ها رابطه معناداری وجود دارد. بررسی فرضیه فرعی دوم نشان می دهد سطح معنی داری مقدار آماره  $t$  متغیر درصد سهام شناور آزاد ( $۰,۲۰۷$ ) نشان می دهد که این متغیر در سطح خطای ۵ درصد دارای تاثیر معنی داری بر سقوط ریزش سهام نمی باشد؛ بنابراین می توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد نمی گردد؛ یعنی ارتباط معنی داری بین درصد سهام شناور آزاد در شرکت ها و سقوط قیمت سهام آن ها وجود ندارد (جدول ۳).

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه های فرعی اصلی اول تحقیق (متغیر وابسته: سقوط قیمت سهام)

| متغیر                    | ضریب رگرسیونی  | خطای استاندارد | آماره t       | سطح معنی داری |
|--------------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| عرض از مبدأ              | -۴,۶۵۳         | ۲,۹۴۷          | -۱,۵۷۹        | ۰,۱۱۵         |
| تمرکز مالکیت             | ۰,۴۷۰          | ۰,۳۱۸          | ۱,۴۷۸         | ۰,۱۴۰         |
| درصد سهام شناور آزاد     | ۰,۰۲۲          | ۰,۱۰۵          | ۰,۲۰۷         | ۰,۸۳۶         |
| دوگانگی مدیرعامل         | ۰,۰۲۲          | ۰,۲۲۷          | ۰,۰۹۷         | ۰,۹۲۳         |
| اندازه هیئت مدیره        | -۰,۰۹۳         | ۰,۱۴۰          | -۰,۶۶۷        | ۰,۵۰۵         |
| استقلال هیئت مدیره       | ۰,۰۹۷          | ۰,۳۱۹          | ۰,۳۰۵         | ۰,۷۶۱         |
| نفوذ مدیرعامل            | -۰,۱۱۶         | ۰,۱۹۲          | -۰,۶۰۸        | ۰,۵۴۳         |
| درصد سهامداران نهادی     | -۰,۰۳۹         | ۰,۰۴۹          | -۰,۷۸۸        | ۰,۴۳۱         |
| درصد سهامداران مدیریتی   | -۰,۲۱۱         | ۰,۱۳۳          | -۱,۵۸۶        | ۰,۱۱۳         |
| اندازه شرکت              | -۰,۰۲۳         | ۰,۰۴۲          | -۰,۵۵۴        | ۰,۵۸۰         |
| اهرم مالی                | -۰,۱۰۹         | ۰,۲۳۱          | -۰,۴۷۴        | ۰,۶۳۶         |
| ارزش بازار به دفتری سهام | ۰,۰۱۴          | ۰,۰۲۹          | ۰,۴۸۵         | ۰,۶۲۸         |
| بازده حقوق صاحبان سهام   | -۰,۰۵۱         | ۰,۰۶۰          | -۰,۸۵۲        | ۰,۳۹۵         |
| حجم معاملات              | ۰,۲۳۱          | ۰,۲۰۴          | ۱,۱۳۳         | ۰,۲۵۸         |
| ضریب تعیین               | ۰,۰۱۹          | آماره F        | ۰,۷۰۵ (۰,۷۵۹) |               |
| ضریب تعیین تعدیل شده     | کمتر از ۱ درصد | دوربین واتسون  | ۱,۹۸۰         |               |

**فرضیه اصلی دوم:** بین ابهام گزارشگری مالی در شرکت ها و سقوط قیمت سهام آن ها رابطه معناداری وجود دارد.

بررسی نتایج معنی داری مدل رگرسیونی برازش شده فرضیه اصلی دوم تحقیق نشان می دهد سطح معنی داری مقدار آماره F (۲,۵۱۱) کوچکتر از ۵ درصد و معنی دار است ( $\text{sig} < ۰/۰۵$ ). این نتایج نشان می دهد فرضیه اصلی دوم تحقیق رد نمی گردد. همچنین ضریب تعیین مدل برازش شده بیان می کند متغیرهای وارد شده به مدل توانسته اند ۳,۱۱ درصد کل تغییرات سقوط قیمت سهام شرکت های مورد بررسی را تبیین نمایند.

از طرفی بررسی سطح معنی داری مقدار آماره t متغیر ابهام گزارشگری مالی (۳,۶۵۳) نشان می دهد که این متغیر در سطح خطای ۵ درصد دارای تاثیر مثبت (مستقیم) معنی داری بر سقوط قیمت سهام می باشد؛ بنابراین می توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد می گردد؛ یعنی ارتباط معنی داری بین سقوط قیمت سهام و ابهام گزارشگری مالی در نمونه تحقیق حاضر وجود دارد. این نتایج نشان می دهد هرچه ابهام گزارشگری مالی در شرکت ها بالاتر رود (پایین آید) میزان سقوط قیمت سهام شرکت ها نیز افزایش پیدا می کند (کاهش می یابد) (جدول ۴).

جدول (۴) نتایج آزمون فرضیه اصلی دوم تحقیق (متغیر وابسته: سقوط قیمت سهام)

| متغیر                    | ضریب رگرسیونی | خطای استاندارد | آماره t       | سطح معنی داری |
|--------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| عرض از مبدأ              | -۲,۱۸۴        | ۰,۵۹۵          | -۳,۶۷۰        | ۰,۰۰۰         |
| ابهام گزارشگری مالی      | ۰,۳۳۱         | ۰,۰۹۱          | ۳,۶۵۳         | ۰,۰۰۰         |
| اندازه شرکت              | -۰,۰۱۶        | ۰,۰۴۰          | -۰,۳۸۸        | ۰,۶۹۸         |
| اهرم مالی                | -۰,۱۱۸        | ۰,۲۱۹          | -۰,۵۴۰        | ۰,۵۸۹         |
| ارزش بازار به دفتری سهام | ۰,۰۰۸         | ۰,۰۲۹          | ۰,۲۷۲         | ۰,۷۸۶         |
| بازده حقوق صاحبان سهام   | -۰,۰۵۸        | ۰,۰۵۸          | -۰,۹۹۷        | ۰,۳۱۹         |
| حجم معاملات              | ۰,۰۸۸         | ۰,۱۹۷          | ۰,۴۴۵         | ۰,۶۵۷         |
| ضریب تعیین               | ۰,۰۳۱         | آماره F        | ۲,۵۱۱ (۰,۰۲۱) |               |
| ضریب تعیین تعدیل شده     | ۰,۰۱۹         | دوربین واتسون  | ۱,۹۸۵         |               |

## ۹. نتیجه گیری

هدف این پژوهش بررسی رابطه بین اجزای حاکمیت شرکتی و سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. در فرضیه اصلی اول، پیش بینی شده بود که بین اجزای حاکمیت شرکتی و سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد. نتایج آزمون نشان داد که اجزای حاکمیت شرکتی بر سقوط قیمت سهام تأثیر ندارد، در نتیجه می توان بیان نمود که بین اجزای حاکمیت شرکتی بر سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود ندارد. این نتیجه با نتایج تحقیق پانایوتیز و همکاران (۲۰۱۳) مبنی بر "ابعاد حاکمیت شرکتی با سقوط آتی قیمت سهام در ارتباط می باشد"، مطابقت ندارد.

در فرضیه های فرعی فرضیه اول، پیش بینی شده بود که بین درصد مالکیت سهامداران نهادی، نسبت تمرکز مالکیت سهام، درصد سهامداران مدیریتی، استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی مدیر عامل و درصد سهام شناور آزاد با سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد. نتایج آزمون نشان داد که بین هیچ کدام از اجزای حاکمیت شرکتی با سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود ندارد. این نتایج با نتیجه تحقیقات پانایوتیز و همکاران (۲۰۱۳) مبنی بر "ابعاد حاکمیت شرکتی شامل ساختار مالکیت شرکت، ساختار هیئت مدیره با سقوط آتی قیمت سهام در ارتباط می باشد"، مطابقت ندارد.

بنابراین در یک نتیجه گیری کلی، می توان بیان داشت که فرضیه اول تحقیق در ارتباط با رابطه اجزای حاکمیت شرکتی و سقوط قیمت سهام در آزمون رگرسیون با عدم تایید مواجه گردیده است و این بدین معناست که بر اساس یافته ها و شواهد تجربی، در یک نتیجه گیری کلی می توان گفت که بین اجزای حاکمیت شرکتی با سقوط قیمت سهام شرکت ها رابطه معناداری وجود ندارد. مطابق با نتایج فرضیه ها و مقایسه آن با تحقیق های گذشته به نظر می رسد عوامل دیگری به جز اجزای حاکمیت شرکتی بر سقوط قیمت سهام شرکت ها دخیل هستند، بنابراین برای ارزیابی سقوط قیمت سهام شرکت ها، معیارها

و متغیرهای دیگری غیر از اجزای حاکمیت شرکتی بررسی شود؛ بنابراین شناسایی این عوامل نیازمند به کارهای تحقیقاتی بیشتر است که در پژوهش‌های آتی می‌توان به این موضوع پرداخت.

در فرضیه اصلی دوم، پیش‌بینی شده بود که بین ابهام گزارشگری مالی در شرکت‌ها و سقوط قیمت سهام آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد، نتایج حاصل از آزمون فرضیه نشان می‌دهد که بین ابهام گزارشگری مالی در شرکت‌ها و سقوط قیمت سهام معناداری وجود دارد؛ این نتیجه با نتایج تحقیقات فروغی و همکاران (۱۳۹۰) مبنی بر "رابطه مستقیم و معنادار بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام" و نتایج تحقیق جین و میرز (۲۰۰۶) مبنی بر "در بازارهای با عدم شفافیت اطلاعات مالی بیشتر، تعدد ریزش قیمت سهام بیشتر است." و نتایج تحقیقات هاتن و همکاران (۲۰۰۹) مبنی بر "شرکت‌های دارای صورت‌های مالی غیر شفاف، بیشتر در معرض ریسک سقوط قیمت سهام قرار دارند." و نتیجه تحقیقات پانایوتیز و همکاران (۲۰۱۳) مبنی بر "ابعاد حاکمیت شرکتی شامل ابهام حسابداری با سقوط آتی قیمت سهام در ارتباط می‌باشد."، مطابقت دارد.

بنابراین در یک نتیجه‌گیری کلی، می‌توان بیان نمود که فرضیه دوم تحقیق در ارتباط با رابطه ابهام گزارشگری مالی در شرکت‌ها و سقوط قیمت سهام در آزمون رگرسیون مورد تایید واقع شد و این بدان معنی است که زمانی ابهام گزارشگری مالی در شرکت‌ها رخ می‌دهد، احتمال سقوط قیمت سهام شرکت در آینده افزایش می‌یابد. نتایج این تحقیق نشان داد که اقدامات مدیریت در جهت ابهام گزارشگری مالی، سقوط آتی قیمت سهام را افزایش می‌دهد. به بیان دیگر، مدیران به علل متعدد، از جمله حفظ شغل خود، از افشای اخبار منفی خودداری می‌کنند. با ادامه روند عدم افشای اخبار منفی، این نوع اطلاعات در داخل شرکت انباشته شده و هنگامی که به یکباره وارد بازار می‌شود، به سقوط قیمت سهام منجر می‌گردد. از این رو، ابهام گزارشگری مالی احتمال ورود ناگهانی توده اخبار بد به بازار و در نتیجه، خطر سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد. این نتایج با نتایج تحقیقات گذشته و مبانی نظری در این راستا همچون تئوری نمایندگی سازگار است. تئوری نمایندگی بیان می‌دارد: این احتمال وجود دارد که مدیران ترجیح دهند منافع خود، مثل کسب بیشترین پاداش ممکن را تعقیب کنند. مدیران احتمالاً به افزایش "منفعت شخصی" تمایل دارند. این امر منجر به تمرکز و سرمایه‌گذاری آن‌ها بر طرح‌هایی می‌شود که منافع کوتاه مدت دارند- به ویژه در مواردی که حقوق، مزایا و پاداش مدیران با سود مرتبط است- و توجهی به منافع بلند مدت سهامداران ندارند. در واژگان تئوری نمایندگی، کاهش رفاه سهامدار زیان باقی مانده نامیده می‌شود. این مشکل نمایندگی، ضرورت کنترل مدیریت شرکت‌ها توسط سهامداران را نشان می‌دهد.

مطابق با نتایج حاصل از آزمون فرضیات، مبانی نظری و نتایج تحقیقات گذشته در یک نتیجه‌گیری کلی می‌توان گفت، فایده‌مندی مطالعه سقوط قیمت سهام از طرف سرمایه‌گذاران از این جهت است که آن‌ها خطر سقط قیمت سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند و همچنین خط‌مشی‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند از این معیار به عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام استفاده نمایند.

## پیشنهادهای حاصل از یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج فرضیه‌های تحقیق، می‌توان پیشنهادهای زیر را در این ارتباط ارائه نمود:

- ❖ به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که به منظور تبیین رفتار قیمت سهام و به منظور پیش‌بینی قیمت سهام، به عامل ابهام در گزارشگری مالی در شرکت‌ها مورد توجه قرار دهند.
- ❖ به سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان متولی بازار سرمایه توصیه می‌شود که در تدوین و تصویب آیین‌نامه اصول راهبری شرکت، نتایج حاصل از آزمون این فرضیه را مبنی بر وجود رابطه معنادار میان ابهام در گزارشگری مالی و سقوط قیمت سهام در شرکت‌ها مورد توجه قرار دهد. همچنین سازمان بورس اوراق بهادار و سازمان حسابرسی، مقررات و استانداردهایی را در جهت کاهش ابهام گزارشگری مالی و افزایش شفافیت گزارشگری مالی، تدوین نمایند.
- ❖ سازمان حسابرسی و دیگر نهادهای قانون‌گذار و نظارتی و انجمن‌های حسابداری و حسابرسی در تدوین استانداردهای حسابداری و قوانین مالی، مقوله ابهام گزارشگری مالی و یا عدم شفافیت گزارشگری مالی را مورد عنایت بیشتر قرار دهند و با ارائه رهنمودهای لازم در این جهت، استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی را به‌منظور اتخاذ تصمیمات بهینه و آگاهانه بیش از پیش، یاری نمایند که این امر به نوبه خود کاهش سقوط قیمت سهام در شرکت‌ها را در پی خواهد داشت.

## پیشنهادهای موضوعی برای انجام تحقیقات آتی

موضوعاتی را که می‌توان در حیطه این تحقیق به‌منظور انجام تحقیقات آتی پیشنهاد کرد عبارت‌اند از:

۱. رابطه بین ویژگی‌های شرکت، نظیر اندازه و چرخه عمر شرکت و سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۲. بررسی سایر عوامل مؤثر بر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۳. بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی با سقوط قیمت سهام بین صنایع مختلف در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۴. بررسی تأثیر مدیریت ریسک بر کاهش خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران.

## محدودیت‌های پژوهش

در انجام هر پژوهش محدودیت‌هایی بر سر راه پژوهشگر قرار می‌گیرد که این پژوهش نیز از آن مستثنی نیست. در زیر برخی از عمده‌ترین محدودیت‌های این پژوهش بیان می‌شود:

- ❖ صورت‌های مالی ارائه‌شده توسط شرکت‌ها بر اساس اطلاعات تاریخی هستند، درحالی‌که تصمیم‌گیرندگان برای اتخاذ تصمیم‌های صحیح باید اطلاعات جاری شرکت‌ها یا اطلاعات تعدیل‌شده بر اساس تورم را نیز در اختیار داشته باشند. چه بسا، نتایج تحقیق با اطلاعات تعدیل‌شده بر اساس تورم، با نتایج فعلی متفاوت شود.

❖ عدم کنترل بعضی از عوامل مؤثر بر نتایج تحقیق ازجمله تأثیر متغیرهایی مانند عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی، قوانین و مقررات و... است که خارج از دسترس محقق بوده و ممکن است بر بررسی روابط اثرگذار باشد.

## منابع و مآخذ

۱. اسدی، غلامحسین؛ جلالیان، رامین (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر ساختار سرمایه، سهامداران و بزرگی شرکت بر میزان اعمال محافظه کاری در شرکت‌ها، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۷، صص ۱۴-۱.
۲. باباجانی، جعفر و عبدی، مجید (۱۳۸۹)، رابطه حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکت‌ها، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره سوم، صص ۸۶-۶۵.
۳. پورابراهیمی، محمدرضا و سیدخسروشاهی، سید علی، (۱۳۹۱)، بررسی رابطه سود تقسیمی و حجم معاملات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۴، شماره ۲، صص ۱۵-۳۰.
۴. حساس یگانه، یحیی، مداحی، آزاده (۱۳۸۸)، اثربخشی فرآیند حسابرسی در کشف اشتباهات و تحریف‌های بااهمیت در صورت‌های مالی، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی زمستان ۱۳۸۸؛ ۱(۴)، صص ۴۹-۷۶.
۵. دیانتی دیلمی، زهرا، لطفی، محسن، آزادبخش، کسری (۱۳۹۱)، تأثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی (گیتمان)، بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) قیمت سهام، فصلنامه علمی پژوهشی، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال اول، شماره چهارم، صص ۶۱-۵۵.
۶. شعری، صابر و سمواتی، پیمان (۱۳۹۰)، بررسی ابهام گزارشگری مالی و توزیع بازده سهام، پژوهش حسابداری، سال اول، شماره دوم، صص ۱۷-۳۴.
۷. صحت، سعید؛ شریعت پناهی، سید سعید؛ مسافری راد، فراز (۱۳۹۰)، رابطه بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی در صنعت بیمه، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال نهم، شماره ۲۲، صص ۱۲۱-۱۴۰.
۸. فروغی، داریوش؛ امیری، هادی؛ میرزایی، منوچهر (۱۳۹۰)، تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره چهارم، صص ۱۵-۴۰.
۹. فولاد، فرزانه، یعقوب نژاد، احمد و تالانه، عبدالرضا (۱۳۹۱)، محافظه کاری و کاهش سقوط قیمت سهام، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۳، صص ۱۱۸-۹۹.
۱۰. قالیباف اصل، حسن و رضایی، فاطمه (۱۳۸۶)، بررسی تأثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۳، صص ۳۳-۴۸.
۱۱. مرادی، جواد؛ ولی پور، هاشم؛ قلمی، مرجان (۱۳۹۰)، تأثیر محافظه کاری حسابداری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال چهارم، شماره یازدهم، صص ۹۳-۱۰۶.
۱۲. نرووش، ایرج و یزدانی، سیما (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، صص ۳۵-۴۸.

۱۳. نیکومرام، هاشم و محمدزاده، حیدر (۱۳۸۹)، ارائه الگویی برای تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود، مجله

حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره چهارم، صص ۵۹-۸۰.

14. Armstrong, C., Balakrishnan, K, Cohen, D., (2012). Corporate governance and the information environment: Evidence from state antitakeover laws. *Journal of Accounting and Economics* 53, PP.185-204.
15. Dechow, P.M. and I. Dichev. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77, PP.35-60.
16. Dedman, E. (2000). An investigation into the determinants of UK board structure before and after Cadbury. *Corporate Governance*, Vol. 8, PP.133-153.
17. Fama, E. F., & French, K. R. (1997). Industry Costs of Equity. *Journal of financial economics*, 43(2), PP. 153-193.
18. Healy, P., Hutton, A., Palepu, K., (1999). Stock performance and intermediation changes
19. Hutton, A., Marcus, A., Tehranian, H., 2009. Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics* 94, PP.67-86.
20. Jensen, M.C, (1993). "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of the Internal Control Systems ", *Journal of Finance*, Vol. 48, PP. 831-880.
21. Jin, L., Myers, S., (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics* 79, PP.257-292.
22. Kim, Yongtae. Li, Haidan. Li, Siqi. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2397629>.
23. Panayiotis C. Andreou, Constantinos Antoniou, Joanne Horton and Christodoulos Louca, (2013), Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2029719>.

## Investigating the Relationship between Corporate Governance, Financial Reporting Ambiguity and Falling Stock Prices in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Mohsen Arab Yarmohammadi<sup>1</sup>  
Farhad Dehdar<sup>2</sup>

Date of Receipt: 2020/08/06 Date of Issue: 2020/08/20

### Abstract

The risk of falling stock prices in the market is one of the main concerns of investors and research in this field can be important for the capital market. This study seeks to investigate the relationship between corporate governance, financial reporting ambiguity and falling stock prices in companies listed on the Tehran Stock Exchange. The components of corporate governance used in this study include institutional shareholder ownership percentage, stock ownership concentration ratio, management shareholder percentage, board independence, board size, CEO influence, CEO duality, and free float percentage. The statistical sample of the study includes 95 companies listed on the Tehran Stock Exchange in the 5-year period from 2009 to 2013. Multiple regression tests were used to test the hypotheses. The results of testing the hypotheses show that there is no significant relationship between any of the components of corporate governance and falling stock prices; but there is a significant relationship between financial reporting ambiguity and falling stock prices in companies. The method used in this research is correlational. This method is useful for studies that aim to discover the relationship between different variables. The present study is a quasi-experimental or post-event research (using past information) which is based on real stock market information and financial statements of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Because this study studies data related to five consecutive years and specific time periods, it is in the form of time series and cross-sectional research, and since the results can be used in the decision-making process, this research is an applied research.

### Keywords

Corporate governance, ambiguity in financial reporting, falling stock prices

<sup>1</sup> Ph.D Student in Accounting, Department of Accounting, Islamic Azad University, Shahroud Branch, Iran (arabyarmohsen@yahoo.com)

<sup>2</sup> Assistant Professor of Accounting, Department of Accounting, Islamic Azad University, Shahroud Branch, Iran (f.dehdar1971@gmail.com)