

بررسی تاثیر قدرت شخصیتی مدیرعامل بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت های بورسی

زلیخا امان الهی^۱

نادیا احد نژاد^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۶/۱۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۹/۲۳

چکیده

موضوع تغییرهای ناگهانی قیمت سهام، طی سالهای اخیر توجه بسیاری از دانشگاهیان و افراد حرفه ای را به خود جلب کرده است. با توجه به اهمیتی که سرمایه گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط قیمت سهام که به کاهش شدید بازده منجر می شود، حال این تحقیق به دنبال، بررسی نقش قدرت شخصیتی مدیرعامل بر ریسک سقوط قیمت سهام می باشد. قلمرو تحقیق حاضر که از نظر مکانی محدود به بورس اوراق بهادار تهران می باشد همچنین این پژوهش کاربردی است و از رویکرد پس رویدادی استفاده می کند. دوره زمانی مورد مطالعه سالهای ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ و نمونه انتخابی شامل ۱۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است. برای آزمون فرضیه های پژوهش نیز از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق بیانگر این است که بین قدرت شخصیتی مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی

قدرت شخصیتی مدیرعامل، ریسک سقوط قیمت سهام، شرکت های بورسی

۱. دانشجوی دکتری، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تبریز، تبریز، ایران. (مدرس دانشگاه)

۲. کارشناسی ارشد حسابداری، مدرس آموزشگاه آزاد فنی و حرفه ای استان اردبیل، اردبیل، ایران.

مقدمه

در مقایسه با جهش بیشتر توجه پژوهشگران برانگیخته است. تعریف سقوط قیمت سهام سه ویژگی مشخص دارد: الف- سقوط قیمت سهام یک تغییر بااهمیت و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد؛ ب- این تغییرهای بااهمیت به صورت منفی هستند؛ ج- سقوط قیمت سهام، پدیده‌ای واگیردار در سطح بازار است. بدین معنا که کاهش قیمت سهام، تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود، تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود. در برخی شرکت‌ها، مدیرعامل شرکت قدرتش بر تصمیم‌های مهم شرکت غلبه کرده است که تا حد زیادی بر آینده شرکت تأثیر می‌گذارد. این موضوع به‌ویژه در شرکت‌های بزرگ که دارای توزیع پیچیده قدرت بین مدیران هستند، بسیار رایج است. در همین حال در سایر شرکت‌ها، چنین تصمیم‌هایی براساس توزیع قدرت بین مدیران ارشد از طریق رأی‌گیری گرفته می‌شوند.

بیان مسئله

هدف کلیدی سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در سهام کمپانی‌ها بدست آوردن سود است که این امر بوسیله‌ی شناسایی قیمت درستی از بازار سهام به دست می‌آید، اما گاهی شناسایی قیمت صحیح کمپانی‌ها بدون توجه به روندهای بازار، کمکی به بدست آوردن سود برای سهامداران نمی‌کند. بازارها عموماً روندهای گوناگونی به خود می‌گیرند، از رسیدن به بالاترین قیمت در حباب قیمتی تا رسیدن به کف قیمت. بعضی اوقات در بازار شاهدیم که قیمت سهام تعدادی از کمپانی‌ها ناگهان به زیر قیمت حقیقی آن‌ها می‌رسد و سهامداران بدون شناخت، سهام را در صف فروش قرار می‌دهند. مدیران بوسیله‌ی پنهان کردن اخبار بد موجب تجمع آنجا شده و موقعی که این تجمع به نقطه‌ی اوج می‌رسد حجم فراوانی از اطلاعات منفی در بازار پخش و باعث کاهش فوری در قیمت سهام یا همان ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردد. مدیران جهت نگهداری سمت و اعتبار خود، جهت افشا نکردن اطلاعات و اخبار منفی انگیزه دارند. هنگامی که اطلاعات منفی به یکباره وارد بازار می‌گردد، به افت شدید یا سقوط آتی قیمت سهام منجر می‌شود. قابلیت‌ها و فرصت‌های مدیران بمنظور انباشت و افشا نکردن اخبار منفی به شکل مذکور، به هزینه‌ها و منافع آن‌ها وابسته است (کیم و ژانگ، ۲۰۱۰). خیلی از محققان معتقدند که سقوط قیمت سهام از مدیریت اطلاعات داخلی آن نشأت می‌گیرد (کوتاری و همکاران، ۲۰۱۰).

از سوی دیگر مدیران عامل نه تنها قدرت مطلق در تصمیم‌گیری عملیات شرکت را دارند بلکه قدرت قابل توجه و تأثیرگذار در تصمیمات استراتژیک شرکت را دارند. بنابر این مدیران رده بالا بخصوص مدیران عامل در سطوح بالای ساختار سازمانی ایستاده‌اند که قدرت تصمیم‌گیری آنان به وضوح اثرات قابل توجهی در عملیات شرکت را دارد (ووشیتونگ، ۲۰۱۰). هرچه مدیر عامل تعداد سال‌های بیشتری در سمت مدیریت باشد، تأثیرگذاری او بر عملیات شرکت بیشتر بوده و با توجه به موقعیت راهبردی خود، کنترل بیشتری بر تصمیمات حاکمیت شرکتی دارد (والنتی و همکاران، ۲۰۱۱). در مواردی که مدیر عامل دارای قدرت بالا باشد، دارای اثرگذاری بیشتری بر تصمیم‌گیری‌هاست؛

بنابراین تصمیم نهایی بیشتر به صلاحدید و رأی مدیر عامل نزدیک است و نتیجه ای برخاسته از رأی گروهی از مدیران ارشد تلقی نمی گردد (آلمیدا و آدامز، ۲۰۰۵).

در این پژوهش، این موضوع بررسی می شود که آیا اثر قدرت مدیر عامل بر ریسک سقوط قیمت سهام اهمیت دارد. استدلال ما بر این حقیقت می باشد که ساختار و منابع قدرت مدیران به دلیل تأثیر مستقیم بر فعالیت های سازمان و کارکنان از اهمیت خاصی برخوردار است، زیرا مدیران میتوانند با بکارگیری مناسب از ابزار و منابع قدرت، زمینه رشد خلاقیت و کارآفرینی در کارکنان فراهم آورند. مطالعه حاضر، به وسعت اطلاعات پژوهشی می افزاید. در این تحقیق بطور دقیق به بیان ارتباطات موجود بین قدرت مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام پرداخته شده است و با نگاه به آنچه میتواند این ارتباطات را دستخوش تغییر کند، موشکافانه به تحلیل این عوامل پرداخته شده است. این تحقیق در پی بررسی همبستگی میان قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام می باشد. در حقیقت با آزمون پارامتر قدرت مدیرعامل، قصد داریم اثر آن را بر ریسک سقوط قیمت سهام بررسی نموده و مشخص نماییم قدرت مدیر عامل چه اثری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. پژوهش های فراوانی در زمینه ی ساختار مالکیت در ایران انجام شده ولی با توجه به وجود خلأ در حوزه ی بررسی قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام، انجام چنین پژوهشی ضروری به نظر می رسد. افزون بر این با توجه به اینکه طی سالیان اخیر توجه به مقوله ی ساختار مالکیت گسترش یافته، در نتیجه شواهد این تحقیق می تواند دیدگاه نوینی در حوزه ی ساز و کارهای راهبری شرکتی ارائه دهد.

با توجه به مطالب گفته شده سوال پژوهش به این شکل مطرح می شود که تا چه اندازه بین قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد؟

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

مقوله ی دگرگونی یکباره ی قیمت سهام در خلال سالیان اخیر، توجه خیلی از محققان و افراد حرفه ای را به خود معطوف نموده است. این تغییرات، به ۲ شکل سقوط و جهش قیمت سهام به وقوع می پیوندد. با توجه به اهمیتی که سرمایه گذاران برای بازده سهام خود قائل می باشند، پدیده ی سقوط قیمت سهام که باعث کاهش شدید بازده می گردد، در قیاس با جهش بیشتر مورد توجه محققان قرار گرفته است. موقعیت مدیر عامل بعنوان یک منبع قدرت به حساب می آید و متصدی اصلی راهبرد نوآوری کمپانی و بعنوان رهبر در بوجود آوردن ارزش برای سهامداران به حساب می آیند. هر مقدار درصد مالکیت مدیر عامل در واحد کسب و کار بیشتر باشد، تمایل به افزایش منافع شخصی به هزینه ی سهامداران خرد در مدیران عامل افزایش پیدا می کند. بر این اساس می توان گفت هر مقدار درصد مالکیت سهام مدیر عامل در کمپانی بیشتر باشد، نشان دهنده ی قدرت بیشتر او در کمپانی است. افزون بر این، هر مقدار درصد مالکیت مدیر عامل در کمپانی بیشتر باشد، اثرگذاری او بر عملیات کمپانی بیشتر بوده و با توجه به موقعیت استراتژیک خود بر تصمیم گیری های حاکمیتی کنترل بیشتری دارند (توانگر حمزه کلایی و اسکافی اصل، ۱۳۹۷). بر طبق تئوری نمایندگی، جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) معتقدند که افزایش قدرت مدیر عامل، به طور حتمی پدیده ای با وجود این که

قدرت مدیر عامل و ارتباط آن با ریسک سقوط قیمت سهام اهمیت بسیاری دارد حوزه و در این زمینه مطالعات اندکی صورت گرفته؛ از این رو لازم است در خصوص قدرت مدیر عامل و ارتباط آن با ریسک سقوط قیمت سهام در گام نخست آگاهی کافی حاصل شود و بر اساس اطلاعات حاصله، اقدامات لازم انجام پذیرد به این علت این پژوهش به دنبال این می باشد تا وضعیت قدرت مدیر عامل را در کمپانی های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده و ارتباط آن را با ریسک سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار دهد. از این رو با توجه به نکات مطروحه، بررسی وضعیت قدرت مدیر عامل کمپانی جامعه آماری ذکر شده و ارتباط آن با ریسک سقوط قیمت سهام ضرورت پیدا می کند. آزادی و همکاران (۱۴۰۰) در تحقیقی اثر خوانائی صورت های مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام و رفتار سهامداران پرداختند. جامعه آماری پژوهش حاضر، بورس تهران است. داده های مورد نیاز از پایگاه اطلاعاتی رهاورد نوین، سایت سازمان بورس و سامانه کدال استخراج شده است. بر اساس غربالگری صورت گرفته، ۸۸ واحد طی بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ انتخاب و مطالعه شدند. نتایج نشان می دهد بین خوانائی گزارشهای مالی با ریسک سقوط قیمت سهام و همچنین رفتار سهامداران، ارتباط معناداری وجود دارد؛ اما نتایج آزمون فرضیه سوم نشان داد که خوانایی تأثیر معنیداری بر رابطه بین ریسک نوسان قیمت سهام و رفتار سهامداران ندارد. کاشی (۱۳۹۹) به بررسی رابطه بین قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. روش تحقیق حاضر با توجه به هدف، کاربردی و طرح آن از نوع شبه تجربی است و با استفاده از رویکرد پس رویدادی انجام می شود؛ و با توجه به روش پژوهش، بر اساس روش های توصیفی و همبستگی صورت گرفته است. جهت آزمون فرضیه ها با استفاده از روش حذف سیستماتیک؛ نمونه ای متشکل از ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ انتخاب گردید و مدل رگرسیونی چند متغیره به روش داده های تلفیقی به کار برده شد و همچنین نرم افزار ایویوز ۱۰ برای تحلیل آماری استفاده شد. نتایج حاصل از تحقیق نشان می دهد که بین قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد. همچنین حضور مدیران زن در هیئت مدیره بر رابطه بین قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری دارد؛ اما مالکیت متمرکز و مالکیت نهادی بر رابطه قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری ندارد. اصلانی مناره بازاری و همکاران (۱۳۹۹) به تحلیل رابطه غیرخطی قدرت مدیر عامل و ساختار سرمایه پرداختند. پژوهش حاضر رابطه غیرخطی قدرت مدیر عامل و ساختار سرمایه ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ بر مبنای تئوری نمایندگی مورد بررسی قرار می دهد. شاخص قدرت مدیر عامل از روش تحلیل مؤلفه های اساسی ساخته شده است. سه بعد قدرت مدیر عامل (قدرت خبرگی، قدرت مالکیت و قدرت وضعیت) برای ساخت متغیر قدرت مدیر عامل در نظر گرفته شده اند. برای آزمون فرضیه پژوهش از رهیافت اقتصادسنجی پانل دیتا با اثرات ثابت و روش برآورد استوار استفاده شد. در نهایت مشاهده شد رابطه قدرت مدیر عامل و ساختار سرمایه به U شکل است و این دو متغیر یک رابطه غیرخطی با یکدیگر دارند. نجاراف در سال (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان تنوع جنسیتی در هیئت مدیره و ریسک سقوط قیمت سهام انجام داد.

یافته‌ها نشان داد میان تنوع جنسیتی در هیئت مدیره و ریسک سقوط قیمت سهام همبستگی معکوسی وجود دارد و این همبستگی معنادار هم می‌باشد. کائوو و همکاران^۱ (۲۰۲۱) در تحقیقی به بررسی تاثیر نوسانات بازار بر روی ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های چینی پرداختند. برای این منظور با بررسی ۵۹۲ شرکت در بازه زمانی ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۸ به این نتیجه رسیدند که هر چه مقدار نوسانات در بازار به ویژه ریسک سیستماتیک بیشتر باشد ریسک سقوط قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. شهاب و همکاران^۲ (۲۰۲۰) تحقیقی تحت عنوان قدرت مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام در چین: آیا ساختار و مالکیت و حضور مدیران زن در هیئت مدیره اهمیت دارد؟ پرداختند. طی سال‌های ۲۰۰۵ الی ۲۰۱۵، با استفاده از داده‌های ۱۲۴۰ سال-شرکت، مورد بررسی قرار دادند. رویکرد مورد استفاده در این تحقیق رگرسیون چند متغیر با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته است. نتایج نشان داد که قدرت مدیرعامل برای افزایش احتمال سقوط قیمت سهام به طور قابل توجهی کاهش می‌یابد. همچنین نتایج نشان داد که حضور مدیران زن در هیئت مدیره، مالکیت متمرکز، مالکیت نهادی و مالکیت خارجی، اثر قدرت مدیرعامل بر ریسک سقوط سهام را تعدیل می‌کنند.

ژانگ و همکاران^۳ (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین دستکاری جریان نقد عملیاتی و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های هنگ کنگ پرداختند. در این تحقیق برای برازش الگو از روش حداقل مربعات معمولی و رگرسیون چند متغیره استفاده شده است و برای ۵۶۲۶ سال شرکت در بازه زمانی ۱۹۸۸ تا ۲۰۱۳ استفاده شده است. نتایج نشان داد که هر چه مقدار دست کاری جریان نقد عملیاتی بیشتر باشد موجب افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردد. بدین معنا که بین دست کاری جریان نقد عملیاتی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مستقیم وجود دارد. نیکولو و فیلیپو^۴ (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و گزارشگری پایداری در شرکت پرداختند. نمونه مورد مطالعه متشکل از ۱۰۸۱۹ سال شرکت از شرکت‌های چندملیتی فعال در اروپا برای دوره زمانی ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۷ است؛ و با استفاده از الگوهای رگرسیونی چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت. نتایج نشان داد که قدرت مدیرعامل باعث کاهش انگیزه‌های افشای پایداری شرکتی شده و بین این دو متغیر یک رابطه معکوس وجود دارد.

فرضیه‌های تحقیق:

- بین قدرت شخصیتی مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد.

روش تحقیق و جامعه آماری تحقیق:

تحقیق حاضر از لحاظ هدف از نوع تحقیقات کاربردی محسوب می‌شود، زیرا باهدف برخورداری از نتایج یافته‌ها برای حل مسائل مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس صورت خواهد گرفت و به لحاظ طبقه‌بندی برحسب ماهیت و روش، از نوع توصیفی همبستگی است، چراکه در آن، ارتباط بین چند متغیر مورد مطالعه قرار می‌گیرند. از سوی دیگر

¹ Cao

² Shahab, Y

³ Zhang E

⁴ Nicola Raimo and Filippo V

تحقیق حاضر از نوع تحقیقات پس رویدادی (نیمه تجربی) است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته و تاریخی (صورت‌های مالی شرکت‌ها) انجام می‌گیرد.

جامعه‌ی آماری این پژوهش کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به سبب زیاد بودن حجم جامعه‌ی آماری و پیچیدگی‌های خاص به وجود آمده از آن و بعلاوه ناهم‌هنگی‌هایی بین اعضای جامعه در پیوند با داده‌های مورد نیاز، وضعیت زیر جهت گزینش نمونه‌ی آماری قرار داده شده و نمونه‌ی آماری به شیوه‌ی حذف سیستماتیک انتخاب شده: جامعه آماری این مطالعه، کلیه‌ی شرکت‌هایی می‌باشند که حداقل از شروع سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۴۰۰ حضور داشته باشند.

روش گردآوری و تجزیه تحلیل داده‌های تحقیق:

برای گردآوری اطلاعات نظری و پیشینه تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است و در این راستا از نشریات و کتب، مقاله‌ها، کتاب‌ها و پایان‌نامه‌های مرتبط با موضوع پژوهش و همچنین پایگاه‌های اطلاعاتی در دسترس استفاده می‌شود. همچنین، داده‌های مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌های تحقیق، از اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده و گزارش هیئت‌مدیره به مجمع عمومی عادی شرکت‌ها استخراج می‌شود. به این منظور، بخش عمده‌ای از اطلاعات از طریق پایگاه‌های اطلاعاتی سازمان فرا بورس و بورس اوراق بهادار تهران و سامانه اطلاع‌رسانی ناشران کدال و سایر اطلاعات نیز از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج می‌شود. در این پژوهش بمنظور آنالیز داده‌ها، از آزمون‌های گوناگونی استفاده خواهد شد، از جمله شاخص‌های توصیفی در بخش آمار توصیفی و آزمون‌های آماری در بخش آمار استنباطی. آزمون‌های آماری که در بخش آمار استنباطی استفاده شده است شامل آزمون رابطه‌ای، آزمون‌های t و رگرسیون خطی چند متغیره می‌باشد. با استفاده از ضریب رابطه‌ای، همچنین بر آزمون فرضیات، همبستگی میان پارامترهای پژوهش، یعنی ضریب تأثیرگذاری متغیر یا متغیرهای مستقل و نوع رابطه مثبت یا منفی نیز تخمین زده خواهد شد. از شیوه‌ی رگرسیون کمترین مربعات معمولی، بمنظور شناسایی دقت ضرایب و مهم بودن هر یک از متغیرهای مستقل استفاده می‌شود. در این روش آماره t جهت تشخیص معناداری هر یک از متغیرها، آزمون F جهت تشخیص معناداری تمام رگرسیون و ضریب تعیین، بمنظور شناسایی اثربخشی و مقدار توضیح‌دهی متغیر وابسته توسط متغیر یا متغیرهای مستقل استفاده می‌شود. در این پژوهش با توجه به گونه داده‌ها و شیوه‌های تجزیه تحلیل موجود، شیوه‌ی داده‌های ترکیبی یا تلفیقی را به کار می‌بریم. در تمام شیوه‌های آماری، از نرم‌افزارهای EXCEL و EViews استفاده می‌شود. بمنظور معین کردن فرض نرمال بودن متغیرهای پژوهش و ایضاً باقی‌مانده‌های رگرسیونی، در نرم‌افزار EViews از آزمون جاکرک - برا استفاده می‌شود. در این آزمون اگر احتمال آزمون بدست آمده برای متغیری از ۵٪ بیشتر باشد، توزیع آن متغیر نرمال و در غیر این صورت غیر نرمال می‌باشد.

متغیرهای تحقیق

متغیر مستقل

(۱) قدرت شخصیتی مدیر عامل: چنانچه مدیر دارای مدرک تحصیلی فوق لیسانس یا بالاتر باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر.

متغیر وابسته:

بمنظور اندازه گیری ریسک سقوط قیمت سهام از مدل ضریب منفی چولگی چن و همکاران (۲۰۰۱) استفاده شده و هر مقدار مقدار ضریب منفی چولگی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض ریزش قیمت سهام بیشتری خواهد بود. معیار ضریب منفی چولگی بر مبنای بازده ماهانه خاص شرکت محاسبه می شود که با استفاده از رابطه ۱ محاسبه می گردد:

(۱)

$$W_{j,\theta} = \ln(1 + \sum_{l,\theta})$$

در رابطه فوق:

$W_{j,\theta}$ = بازده ماهانه خاص شرکت j در ماه θ طی سال مالی

$\sum_{l,\theta}$ = بازده باقیمانده سهام شرکت j در ماه θ و عبارتست از باقیمانده یا پسماند مدل در رابطه ۲:

(۲)

$$r_{j,\theta} = \beta_0 + \beta_{1j}r_{m,\theta-2} + \beta_{2j}r_{m,\theta-2} + \beta_{3j}r_{m,\theta} + \beta_{4j}r_{m,\theta+1} + \beta_{5j}r_{m,\theta+2} + \sum_{l,\theta}$$

که در این رابطه:

$r_{j,\theta}$ = بازده سهام شرکت j در ماه θ طی سال مالی.

$r_{m,\theta}$ = بازده بازار در سال θ می باشد. بمنظور محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می گردد.

رابطه (۲) با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و شیوه داده های ترکیبی برآورد شده و باقیمانده آن به شرح رابطه

(۱) جهت محاسبه بازده ماهانه خاص شرکت مورد استفاده قرار می گیرد. بازده ماهانه خاص شرکت هم با توجه به

تعریف مذکور جهت اندازه گیری ریسک سقوط آتی قیمت سهام مورد استفاده قرار می گیرد.

متغیرهای کنترلی:

در این تحقیق از سه متغیر کنترلی به شرح زیر استفاده می کنیم:

۱- اهرم مالی (LEV): که از طریق نسبت کل بدهی ها به ارزش دفتری کل دارایی ها اندازه گیری می رود.

$$Lev = \frac{TL}{TA}$$

TL: مجموع کل بدهی شرکت

TA: مجموع کل دارایی های شرکت

۲- اندازه شرکت (Size): که از لگاریتم دارایی به دست می‌آید.

۳- عمر شرکت (Age): به عنوان زمان بین تأسیس اولیه یک شرکت و زمان حال شرکت (برحسب لگاریتم سال) اندازه گیری می‌گردد.

۴- بازده دارایی (ROA): بازده دارایی‌ها نشان‌دهنده شاخص سودآوری و توانایی مدیریت در استفاده کارا از دارایی شرکت می‌باشد و طبق فرمول زیر به دست می‌آید:

$$\text{دارایی بازده} = \frac{\text{سودخالص}}{\text{کل دارایی}}$$

تجزیه تحلیل داده‌های تحقیق

آمار توصیفی

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه‌ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شود. همچنین توصیف آماری داده‌ها گامی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آن‌ها و پایه‌ای برای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار می‌رود. تحلیل توصیفی به بررسی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی داده‌های تحقیق می‌پردازد به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا لازم است آمارهای توصیفی داده‌های تحت بررسی محاسبه شود. آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که برای جمع‌آوری، خلاصه کردن، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. در واقع این آمار، داده‌ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می‌کند و طرح یا الگوی کلی از داده‌ها برای استفاده سریع و بهتر از آن‌ها به دست می‌دهد. در یک جمع‌بندی با استفاده مناسب از آمار توصیفی می‌توان ویژگی‌های یک دسته از اطلاعات را بیان کرد. پارامترهای مرکزی و پراکندگی به همین منظور به کار می‌روند. کارکردهای این معیارها این است که می‌توان خصوصیات اصلی مجموعه‌ای از داده‌ها را به صورت یک عدد بیان کنند و بدین ترتیب افزون بر آن که به فهم بهتر نتایج یک آزمون کمک می‌کنند، مقایسه نتایج آن آزمون را با آزمون‌ها و مشاهدات دیگر نیز تسهیل می‌نماید. خلاصه آمار توصیفی استفاده شده در جدول نشان داده شده است.

جدول ۱ خلاصه آمار توصیفی

معرف	نوع آزمون استفاده شده
مقدار متوسط اعداد	میانگین
عدد وسط مجموعه اعداد منظم	میانه
میزان پراکندگی داده‌ها	انحراف معیار
بالا ترین میزان داده‌ها	ماکزیمم
پایین ترین میزان داده‌ها	مینیمم
ارتفاع توزیع داده‌ها	کشیدگی
تقارن توزیع داده‌ها	چولگی

در جدول ۲ شاخص‌های مرکزی و پراکندگی مربوط به متغیرهای تحقیق نشان داده شده است.

جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

پنل الف: متغیرهای پیوسته								
متغیر	تعداد مشاهده	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ریسک سقوط قیمت سهام	۱۱۰۴	۰.۷۴	۰.۳۸	۶.۵۶	-۴.۰۴	۱.۵۱	۰.۴۸	۵.۵۳
عمر شرکت	۱۱۰۴	۲.۰۶	۲.۱۶	۳.۱۹	۰.۳۰	۰.۴۴	-۱.۰۶	۴.۳۴
اهرم مالی	۱۱۰۴	۰.۵۵	۰.۵۶	۱.۰۸	۰.۰۱	۰.۲۱	-۰.۱۸	۲.۸۷
بازده دارایی	۱۱۰۴	۰.۹۵	۰.۱۶	۱۴.۹۹	-۱.۷۲	۲.۶۱	۳.۷۹	۱۶.۶۷
اندازه شرکت	۱۱۰۴	۶.۳۰	۶.۲۳	۹.۱۸	۴.۴۲	۰.۶۷	۰.۴۷	۳.۴۶
پنل ب: متغیرهای گسسته								
متغیر	نوع طبقه		فراوانی		درصد			
قدرت شخصیتی	۰		۶۸۵		٪۶۱/۵۰			
	۱		۴۱۹		٪۳۸/۵۰			

منبع: یافته‌های پژوهش

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی انجام پذیرفته است. در این ارتباط میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد، به طوری که اگر داده‌ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد. چولگی نیز از پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی بوده و شاخص تقارن داده‌هاست. در صورتی که جامعه از توزیع متقارن برخوردار باشد، ضریب چولگی مساوی صفر، در صورتی که جامعه چوله به چپ باشد، ضریب چولگی منفی و در صورتی که دارای چوله به راست باشد، ضریب چولگی مثبت خواهد بود. کشیدگی نیز شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال می‌باشد. با توجه به جدول میانگین متغیرهای ریسک سقوط قیمت سهام، قدرت مالکیتی، عمر شرکت، اهرم مالی، بازده دارایی و اندازه شرکت به ترتیب برابر ۰,۷۴، ۰,۴۲، ۰,۰۶، ۲,۵۵، ۰,۹۵، ۶,۳۰ می‌باشد. بیشترین و کمترین مقدار متغیرهای ریسک سقوط قیمت سهام، عمر شرکت، اهرم مالی، بازده دارایی و اندازه شرکت (بیشترین: ۶,۵۶، ۳,۱۹، ۱,۰۸، ۱۴,۹۹، ۹,۱۸ و کمترین: ۴,۰۴، ۰,۰۱، ۰,۳۰، ۰,۰۱، ۱,۷۲، ۴,۴۲) می‌باشد. بررسی میزان چولگی و کشیدگی متغیر ریسک سقوط قیمت سهام که به ترتیب برابر با ۰,۴۸ و ۵,۵۲ می‌باشند، نشان‌دهنده این است که متغیر وابسته تحقیق در بازه اعداد ۰ و ۳ نبوده و این متغیر دارای توزیع نرمال نیست. با توجه به پل ب نیز نتایج نشان می‌دهد درصد فراوانی متغیر قدرت شخصیتی ۳۸/۵۰٪ می‌باشد که نشان‌دهنده این است که تقریباً ۳۸/۵۰٪ یعنی حدود ۴۴۷ شرکت مورد بررسی دارای قدرت شخصیتی هستند.

آزمون‌های فرض کلاسیک

آزمون ایستایی

قبل از برآورد هر رگرسیون جهت حصول اطمینان از رگرسیون غیر کاذب و در پی آن نتایج نامطمئن، لازم است که چگونگی ساکن پذیری متغیرها را مورد آزمون قرار دهیم. پایایی متغیرها به معنی ثابت بودن میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف است. بدین منظور در این تحقیق از روش لوین، لین و چو استفاده شده است.

جدول ۱۳ ایستایی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	آماره	P_value	نتیجه
ریسک سقوط قیمت سهام	-۲۳/۷۰	۰/۰۰۰۰	مانا
قدرت شخصیتی	-۳/۳۱	۰/۰۰۰۵	مانا
اهرم مالی	-۱۴/۷۴	۰/۰۰۰۰	مانا
عمر شرکت	-۲۱/۳۴	۰/۰۰۰۰	مانا
بازده دارایی	-۱۳/۷۲	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	-۵/۰۸	۰/۰۰۰۰	مانا

نتایج آزمون ایستایی نمایان گر این است که در مورد تمامی متغیرها، سطح معناداری آن‌ها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد و تمامی متغیرها مانا هستند.

نتایج آزمون F لیمر

اولین آزمون تشخیصی در داده‌های مقطع عرضی، سری زمانی، آزمون F- لیمر است. در روش پانل دیتا برای اینکه تعیین کنیم که تخمین مدل از روش داده‌های تلفیقی (pool) یا داده‌های تابلویی (panel) صورت بگیرد، از آزمون F- لیمر استفاده شده است. تفاوت روش رگرسیون pool و panel در این است که pool برای همه شرکت‌ها دارای یک عرض از مبدأ است اما در روش panel به ازای هر مقطع که در اینجا شرکت است می‌تواند یک عرض از مبدأ به ما بدهد.

جدول ۴ نتایج آزمون F لیمر در سطح ۵ درصد

معادله مربوط به	F لیمر محاسباتی	P_value
فرضیه	۱/۸۷۴	۰,۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

از آنجایی که سطح معناداری برای فرضیه‌های تحقیق که در این جدول با P_value نمایش داده می‌شود از ۰,۰۵ کمتر شده است، در نتیجه فرضیه صفر رد و فرضیه مقابل آن تائید می‌شود؛ یعنی فرضیه امکان وجود داده‌های تلفیقی به نفع داده‌های تابلویی رد می‌شود.

نتایج آزمون هاسمن

بعد از مشخص شدن نوع مدل داده‌ها، باید مشخص شود که از کدام روش اثرات ثابت و یا روش اثرات تصادفی برای تخمین استفاده شود؛ بنابراین برای تشخیص این موضوع از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول ۵ نتایج آزمون هاسمن

معادله مربوط به	مقدار آماره کای دو	P_value
فرضیه	۶/۳۵	۰/۲۷۳۰

از آنجایی که سطح معناداری در این جدول که با P_value نمایش داده می‌شود در فرضیه‌های تحقیق، از ۰,۰۵ بیشتر شده است، در نتیجه فرضیه صفر تائید و فرضیه مقابل آن رد می‌شود؛ و روش مناسب برآورد مدل‌های تحقیق، اثرات تصادفی می‌باشد.

بررسی فرضیه تحقیق

بین قدرت شخصیتی مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۶: نتایج برازش مدل با استفاده از روش اثرات تصادفی

متغیر وابسته: ریسک سقوط قیمت سهام						
متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t	خطای استاندارد	ضریب تورم واریانس	سطح معناداری	رابطه
قدرت شخصیتی	-۰.۲۰	-۱.۹۷	۰.۱۰	۱.۰۵	۰.۰۴	معنی‌دار
عمر شرکت	-۰.۲۸	-۲.۴۷	۰.۱۱	۱.۰۲	۰.۰۱	معنی‌دار
اهرم مالی	-۰.۰۲	-۰.۰۹	۰.۲۶	۱.۰۱	۰.۹۳	بی‌معنی
بازده دارایی	۰.۰۱	۰.۳۸	۰.۰۲	۱.۰۴	۰.۷۱	بی‌معنی
اندازه شرکت	-۰.۱۷	-۲.۵۵	۰.۰۷	۱.۰۵	۰.۰۱	معنی‌دار
ضریب تعیین						
۰,۵۳						
ضریب تعیین تعدیل شده مدل						
۰,۵۰						
آماره WHITE						
F						
۱,۲۱						
سطح معناداری						
۰,۲۳۸۱						
آماره DURBIN-WATSON						
۱,۸۴						
آماره F جدول						
۴۶۶,۴۳						
سطح معناداری						
۰,۰۰۰						

منبع: یافته‌های تحقیق

یکی از مفروضات رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها است. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون وایت استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که بزرگ‌تر از ۰,۰۵ می‌باشد (۰,۲۳) فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس تأیید شده و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس نمی‌باشد. همچنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خودهمبستگی نامیده می‌شود از آزمون دوربین و واتسون استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین و واتسون مابین ۱,۵ و ۲,۵ بوده، می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. مقدار آماره دوربین و واتسون برابر با ۱,۸۴ می‌گردد. ضریب تعیین مدل (۰/۵۳) معرف قدرت توضیح کنندگی مدل برآورد شده می‌باشد. با افزایش مشاهدات و هم‌چنین با افزایش متغیرهای مستقل میزان ضریب تعیین افزایش می‌یابد و این افزایش ممکن است

کاذب باشد. ضریب تعیین تعدیل شده (۰,۵۰)، نشان‌دهنده تأثیر واقعی متغیرهای مستقل مدل بر وابسته است. در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه به جدول ۷ از آنجایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر قدرت شخصیتی مدیرعامل (۰,۰۴) کوچک‌تر از ۰,۰۵ می‌باشد، در نتیجه وجود تأثیر معناداری این متغیر بر ریسک سقوط قیمت سهام در سطح اطمینان ۰,۹۵ رد نمی‌گردد. منفی بودن ضریب متغیر قدرت شخصیتی مدیرعامل (۰,۲۰-)، نشان‌دهنده میزان تأثیر منفی این متغیر بر ریسک سقوط قیمت سهام می‌باشد. در بررسی سطح معنی‌داری متغیرهای کنترلی عمر شرکت و اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد رابطه معناداری ریسک سقوط قیمت سهام دارند و همچنین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و بازده دارایی با توجه به سطح معناداری بزرگ‌تر از ۵ درصد رابطه معناداری با ریسک سقوط قیمت سهام ندارد.

پیشنهادهای مبتنی بر فرضیه

بین قدرت شخصیتی مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه به جدول ۷، از آنجایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر قدرت شخصیتی مدیرعامل (۰,۰۴) کوچک‌تر از ۰,۰۵ می‌باشد، در نتیجه وجود تأثیر معناداری این متغیر بر ریسک سقوط قیمت سهام در سطح اطمینان ۰,۹۵ رد نمی‌گردد. منفی بودن ضریب متغیر قدرت شخصیتی مدیرعامل (۰,۲۰-)، نشان‌دهنده میزان تأثیر منفی این متغیر بر ریسک سقوط قیمت سهام می‌باشد. یکی از مهم‌ترین مشکلات هر پژوهشگر، دسترسی به اطلاعات اولیه و جمع‌آوری آن‌ها می‌باشد تا بتواند بر اساس آن‌ها فرضیه‌های پژوهش را مورد آزمایش قرار دهد. لذا، در صورت دقیق و کامل بودن اطلاعات به همان میزان نتایجی که از پژوهش حاصل می‌شود دقیق بوده و تعمیم نتایج آن به جامعه از قابلیت بیشتری برخوردار می‌باشد. در نهایت می‌توان گفت که چنین پژوهشی اعتبار و روایی مناسب خواهد داشت. بیان محدودیت‌های پژوهش باعث جلوگیری از برداشت‌های غلط و قضاوت‌های نادرست می‌شود. همچنین گام نهادن در راه رسیدن به هدف، با محدودیت‌هایی همراه است که باعث می‌شود رسیدن به هدف موردنظر با کندی همراه شود. پژوهش حاضر نیز به عنوان فرآیندی در جهت نیل به هدف حل مسئله پژوهش، از این امر مستثنی نیست. در این راستا، محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر قابل ذکر است

۱- با توجه به اینکه این پژوهش در طی دوره ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ انجام گرفته است، لذا در تعمیم نتایج به سایر سال‌ها باید با احتیاط عمل شود.

۲- نظر به اینکه جامعه آزمونی (آماري) این تحقیق، شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران است، تعمیم نتایج به شرکت‌های خارج از بورس به محدودیت‌هایی روبه‌رو خواهد شد. این محدودیت در شرکت‌هایی که در بورس حضور داشتند ولی از نمونه حذف شدند نیز صدق می‌کند.

۳- و نهایت باید به محدودیت در حیطه جمع‌آوری داده‌ها اشاره کرد که دسترسی به اطلاعات شرکت‌ها با مشکلات زیاد و صرف زمان طولانی همراه بود. بورس اوراق بهادار تهران بانک اطلاعاتی جامعی ندارد و گزارش‌های مالی شرکت‌ها به‌صورت منسجم (به‌ویژه اطلاعات سنوات قبل) نگهداری نمی‌شود. نرم‌افزارهای موجود در بازار همه اطلاعات را پوشش نمی‌دهند بنابراین این محدودیت موجب حذف تعدادی از شرکت‌ها از نمونه گردید. متناسب با نتایج و شفاف‌سازی موضوع تحقیق می‌توان موضوعات زیر را در جهت بررسی بیشتر برای دیگر پژوهشگران پیشنهاد کرد:

- بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر استراتژی متنوع سازی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
- تعیین ارتباط بین خصوصی سازی و قدرت مدیرعامل با تأکید بر جایگاه و عنصر تعدیلی رفتار نامتقارن هزینه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
- بررسی تأثیر رفتار نامتقارن هزینه بر ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر اثربخشی کنترل داخلی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
- بررسی رابطه بین ریسک سقوط قیمت سهام و ارتباطات سیاسی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
- تأثیر محدودیت مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر خوانائی صورت‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

منابع و مآخذ

- اصلانی مناره بازاری، مریم؛ میر عسکری، سید رضا و محفوظی، غلامرضا. (۱۳۹۹). تحلیل رابطه غیرخطی قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه. دانش سرمایه‌گذاری، ۹(۳۵)، ۶۵-۸۳.
- توانگر حمزه کلایی، افسانه، اسکافی اصل، مهدی (۱۳۹۷)، ارتباط بین قدرت مدیر عامل، ویژگی های کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال دهم، ش ۲۱، ۲۰۷-۱۸۷.
- کاشی، حدیث (۱۳۹۹)، رابطه بین قدرت مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیل کننده ی ساختار مالکیت و مدیران زن در هیئت مدیره، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال چهارم، شماره ۲۳، جلد دوم، ۱۳۹-۱۱۸.
- قصونی، رضا غزنوی؛ آهنگری، مهناز؛ وقفی، سید حسام و غزنوی، مهرداد (۱۳۹۸)، رابطه بین مدیریت سود و میزان اجتناب از مالیات با ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش قدرت مدیر عامل، فصلنامه پژوهش های نوین در حسابداری و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۱، ۱۳۴-۱۱۱.
- نجاراف، فرشته (۱۳۹۸)، تنوع جنسیتی در هیئت مدیره و ریسک سقوط قیمت سهام، پایان نامه ی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی.

- Chen, J., Hong, H., Stein, J. (2001). Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3): 345–381
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). R&D Expenditures and stock price crash risk. *Journal Banking and Finance*. 43(1): 1–13
- Kothari, S.P., Shu, S., Wysocki, P.D. (2010). Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*. 47:241 -276
- Nicola Raimo and Filippo Vitolla. (2020). *Meditari Accountancy Research*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108>
- Shahab, Y. Ntim, C. G., Ullah, F. Yugang, Ch. Ye, Z (2020), CEO power and stock price crash risk in China: Do female directors' critical mass and ownership structure matter? *International Review of Financial Analysis*, 68, 101457.
- Zhang Eliza Xia & Agnes Cheng and Shuo Li. (2020). Operating cash flow opacity and stock price crash risk, *J. Account. Public Policy*, <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2020.106717>
- Wing Him Yeung, Camillo Lento. (2018). Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China. *Global Finance Journal*. [Volume 37](#), August 2018, Pages 1-24

Investigating the effect of the CEO's personality on the risk of falling stock prices of listed companies

Abstract

The issue of sudden changes in stock prices has attracted the attention of many academics and professionals in recent years. Considering the importance that investors attach to their stock returns, the phenomenon of falling stock prices, which leads to a sharp reduction in returns, this research seeks to investigate the role of the CEO's personality on the risk of falling stock prices. The scope of the present research, which is geographically limited to the Tehran Stock Exchange, is also practical and uses a post-event approach. The studied time period is 1393 to 1400 and the selected sample includes 138 companies admitted to the stock exchange. Ordinary least squares regression method was also used to test the research hypotheses. The results of the research hypothesis test show that there is an inverse and significant relationship between the CEO's personality and the risk of falling stock prices in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Keywords

Personality strength of the CEO, the risk of falling stock prices, listed companies
