

تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام

داریوش فروغی*

دانشیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

امین ساکیانی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه اصفهان

چکیده

یکی از عواملی که منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود اقدامات مدیران در راستای نگهداشت اخبار بد و عملکرد منفی در داخل شرکت است. در صورتی که مدیر شرکت دارای نقش دوگانه باشد با توجه به نفوذ و قدرتی که خواهد داشت بهتر می‌تواند اخبار بد شرکت را در راستای منافع خود انباشت نماید که این امر خود موجب افزایش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردد. نقش دوگانه مدیرعامل اشاره به وضعیتی دارد که مدیرعامل شرکت رئیس هیئت مدیره یا نایب رئیس هیئت مدیره نیز باشد. هدف پژوهش حاضر تعیین تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام است. به منظور دست یابی به اهداف پژوهش تعداد ۹۸ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ انتخاب گردید. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از دو معیار ریسک سقوط قیمت سهام از الگوی رگرسیون چند متغیره و داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر هر دو معیار ریسک سقوط قیمت سهام تأثیری مثبت و معنادار دارد. به بیان دیگر مدیران با نقش دوگانه باعث افزایش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردند.

واژگان کلیدی: دوگانگی وظایف مدیرعامل، ریسک سقوط آتی قیمت سهام، انباشت اخبار بد

تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۵/۴/۲۴

* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۵/۱/۱۸

ایمیل نویسنده عهده‌دار مکاتبات: foroghi@ase.ui.ac.ir

۱- مقدمه

یکی از موضوعاتی که در ارتباط با رفتار قیمت سهام به طور گسترده مورد توجه پژوهشگران مالی بوده است، تغییرات ناگهانی قیمت سهام است که به دو صورت سقوط^۱ و جهش^۲ در قیمت سهام رخ می دهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده سهام می شود در مقایسه با جهش، بیشتر مورد توجه قرار می گیرد. سقوط قیمت سهام یک تغییر منفی بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می دهد و به عنوان پدیده ای مترادف با چولگی منفی در بازده سهام در نظر گرفته می شود (هاتن^۳ و همکاران، ۲۰۰۹). بسیاری از پژوهشگران بر این باور هستند که سقوط قیمت سهام از مدیریت اطلاعات داخلی آن ناشی می شود. مدیران واحد اقتصادی به همان اندازه که به انتشار اخبار خوب^۴ در خصوص شرکت تمایل دارند؛ سعی در پنهان نمودن اخبار بد^۵ نیز دارند (کوتاری^۶ و همکاران، ۲۰۰۹). وجود یک سری شرایط خاص می تواند انگیزه مدیران را در مخفی نمودن اخبار بد شرکت دو چندان کند. مدیرانی که دارای وظایف دوگانه می باشند با توجه به قدرتی که در هیئت مدیره یک شرکت دارند بهتر می توانند اخبار بد شرکت را مخفی نمایند.

در واقع در شرکتی که رئیس هیئت مدیره یا نایب رئیس هیئت مدیره خود مدیرعامل باشد نقش نظارت بر امور مدیرعامل توسط رئیس هیئت مدیره یا نایب رئیس مدیره ضعیف شده و باعث می گردد مدیران با توجه به قدرتی که دارند بهتر اخبار بد شرکت را مخفی نمایند اما در یک سطحی به دلیل ملاحظات متفعت هزینه مخفی نمودن اخبار بد شرکت امکان پذیر نبوده و در یک چنین مرزی با افشای اخبار بد و مطلع شدن سرمایه گذاران قیمت سهام شرکت به شدت کاهش پیدا می کند. بررسی تاثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ارزش شرکت چه بصورت منفی یا مثبت در پژوهش حاضر می تواند باعث افزایش آگاهی سهامداران یا اعضای هیئت مدیره شرکت در افزایش میزان تصدی مدیران در شرکت گردد. در واقع در پژوهش حاضر بصورت نظری و تجربی به پیامدهای تعدد وظیفه مدیرعامل شرکت پرداخته می شود که این موضوع می تواند به عنوان رهنمودی و راهنمایی برای سهامداران شرکت و هیئت مدیره به منظور تفویض اختیار بیش تر به مدیرعامل شرکت مورد توجه قرار گیرد. در واقع با توجه به نتایج این پژوهش سهامداران و هیئت مدیره می توانند به این سوال پاسخ دهند که دوگانگی وظیفه مدیرعامل باعث حداکثر نمودن ثروت سهامداران می گردد یا باعث هدررفت منابع و ثروت سهامداران می گردد. با توجه به مطالب بیان شده پژوهش حاضر درصدد پاسخگویی به این سوال است که آیا دوگانگی وظایف مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام تاثیر دارد؟

۲- مبانی نظری و پیشینه

بسیاری از پژوهشگران نظیر چن^۷ و همکاران (۲۰۰۱) برای باورند که تغییرات قیمت سهام یک شرکت از مدیریت داخلی آن ناشی می شود. در شرایطی که اطلاعات به صورت تصادفی وارد بازار می شود و فرآیند انتشار اطلاعات بدون توجه به خوب یا بد بودن آن به صورت سیستماتیک انجام می گیرد، می توان گفت که اطلاعات منتشر شده دارای توزیع نامتقارن است. به عبارت دیگر، اگر مدیران همه ی اطلاعات را به سرعت افشا کنند، این عمل سبب می شود که بازده سهام دارای توزیع متقارن باشد. بدین معنی که متوسط حجم بازده مثبت در مورد اخبار خوب، بایستی با متوسط حجم بازده منفی در رابطه با اخبار بد برابر باشد (کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹) مدیران انگیزه دارند تا به جهت حفظ شغل و دست یابی به پاداش حداکثری عملکرد مالی خود را خوب جلوه دهند که این امر از طریق انباشت اخبار بد از سرمایه گذاران تا زمانی که امکان دارد صورت می پذیرد (بال^۸، ۲۰۰۹؛ گراهام^۹ و همکاران، ۲۰۰۵؛ کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹).

برای مثال، ممکن است از طریق منظور نمودن هزینه های یک دوره به عنوان دارایی باعث کاهش هزینه ها و گزارش بیش تر سود در صورت های مالی شوند. نتیجه ی این عملیات منجر به این می شود که تصویر واحد تجاری بهتر از وضعیت واقعی به نظر رسیده و انگیزه های افراد برون سازمانی برای سرمایه گذاری در واحد تجاری افزایش یابد (بال، ۲۰۰۹). این تمایل از انگیزه های مدیریتی متعددی از جمله قراردادهای پاداش مبتنی بر ارقام حسابداری و مسائل مربوط به دوره تصدی و اعتبار مدیران ناشی می شود (واتس^{۱۰}، ۲۰۰۹). تلاش مدیران برای خوب جلوه دادن عملکرد واحد تجاری در واقع نیازمند مخفی نمودن اطلاعات و اخبار آن می باشد. چنانچه مدیران برای مدت زمان طولانی از افشای اخبار بد خودداری کنند، اخبار منفی در داخل شرکت انباشته می شود. از سوی دیگر حجم اخبار بدی که مدیران می توانند انباشته کنند، محدود است. علت این موضوع آن است وقتی که حجم اخبار منفی انباشته به آستانه معینی می رسد نگره داری و افشای آن برای مدت طولانی تر غیر ممکن و پر هزینه خواهد شد. در نتیجه توده ی اخبار نامطلوب پس از رسیدن به نقطه ی اوج خود به یکباره وارد بازار شده و این موضوع به سقوط قیمت سهام منجر می شود (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹). در واقع در یک چنین سطح و آستانه ای، به دلیل ملاحظات منفعت هزینه و یا سایر شرایط مخفی نمودن اخبار بد امکانپذیر نبوده و مدیران در مقابل مخفی نمودن اخبار بد تسلیم می گردند. در این مرز با افشای اخبار بد شرکت همگان از اخبار بد شرکت آگاه شده و در نهایت کاهش شدید قیمت سهام اتفاق می افتد. یکی از مواردی که می تواند منجر به افزایش احتمال ریزش قیمت سهام شرکت گردد وجود نقش دوگانه مدیر عامل می باشد. دوگانگی نقش مدیرعامل به وضعیتی

اشاره دارد که مدیرعامل یک شرکت رئیس هیئت مدیره یا نایب رئیس هیئت مدیره نیز باشد (یانگ و زاو^{۱۱}، ۲۰۱۴). اگر مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیئت نیز باشد در این حالت مدیرعامل بطور بالقوه اختیار بیش تری دارد. همچنین، ساختار دوگانه به مدیرعامل اجازه می دهد تا اطلاعات در دسترس دیگر اعضای هیئت مدیره را به طور موثری کنترل کند. نقش رئیس هیات مدیره، نظارت بر مدیرعامل است. رئیس هیئت مدیره قدرت کنترل دستور جلسات و هدایت جلسات هیئت مدیره را دارد. اگر منافع مدیرعامل با منافع سهامداران متفاوت باشد. در این صورت نفوذ مدیرعامل مشکل ساز می شود. یک مدیرعامل با نقش دوگانه انتظارات بیش تری نسبت به مدیرعامل با نقش غیر دوگانه دارد که می تواند این انگیزه را در او ایجاد کند که عملکرد مالی خود را بیش از اندازه بیان کرده و اقدام به انباشت اخبار بد نماید (داویدسون^{۱۲} و همکاران، ۲۰۰۴). علاوه بر این بر اساس چارچوب تئوری نمایندگی، هیئت مدیره شرکت به عنوان صف مقدم شرکت در مقابله با بی صلاحیتی مدیریت تلقی می گردد (ویسبک^{۱۳}، ۱۹۸۸).

اگر رئیس هیئت مدیره یا نایب رئیس هیئت مدیره، خود مدیرعامل باشد نظارت اولیه بر اقدامات مدیرعامل کاهش پیدا می کند که این امر منتهی به این امر می شود که مدیرعامل از توانایی بیش تری جهت کنترل افشای شرکت و همچنین انباشت اخبار بد شرکت خواهد داشت (چن و همکاران، ۲۰۱۵). علاوه بر این 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^{۱۴}، ۲۰۱۰).

مدیران تمایل به حفظ و ادامه دادن به پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی تا سرحد امکان را دارند. مدیران مانع از پی بردن و نقد و تحلیل پروژه های سرمایه گذاری در مراحل اولیه توسط سرمایه گذاران از طریق مخفی نمودن اخبار بد مرتبط با عملکرد ضعیف این پروژه ها می گردند. آنها اقدام به ادامه دادن پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی می کنند که در نهایت موجب کاهش شدید قیمت سهام می گردد. مدیران با نقش دوگانه باعث افزایش احتمال ریزش قیمت سهام به دلیل انتخاب پروژه های ناکارای سرمایه گذاری می گردند. در واقع چنین مدیرانی با توجه به قدرتی که از نقش دوگانه خود کسب می کند انگیزه بیش تری برای شروع و ادامه دادن به پروژه های دارای خالص ارزش فعلی منفی پیدا می کنند. در واقع در چنین حالتی مدیران به دنبال منافع نقدی و غیر نقدی مرتبط با اندازه بزرگ تر شرکت هستند در نتیجه اقدام به انتخاب پروژه های دارای خالص ارزش فعلی منفی می کنند (جنسن و مکلینگ^{۱۵}، ۱۹۷۶). مدیرعامل با نقش دوگانه با توجه به قدرتی که در چنین هیئت مدیره ای

دارد بهتر می تواند اخبار بد مرتبط با پروژه های سرمایه گذاری دارای خالص ارزش فعلی را مخفی نموده و از افشای اطلاعات آن خودداری نماید اما حتی وجود چنین نقشی نمی تواند مانع از افشای اخبار بد گردد چون در یک مرزی به دلیل ملاحظات منفعت هزینه و یا سایر شرایط اخبار بد شرکت افشا شده و موجب ریزش شدید قیمت سهام می گردد.

علاوه بر این در یک محیط غیر شفاف که نشات گرفته از مشکل عدم تقارن اطلاعات بوده اثر دوگانگی مدیرعامل بر کاهش قیمت سهام می تواند دو چندان باشد. در واقع مشکل عدم تقارن اطلاعاتی باعث تسهیل در انباشت اخبار بد شده که می تواند باعث تشدید مسئله کاهش شدید قیمت سهام گردد. دوگانگی نقش مدیرعامل باعث خواهد که مدیران از توانایی و انگیزه ی بیش تری جهت مخفی نمودن اخبار بد شرکت در راستای منافع شخصی خود برخوردار گردد که این امر در نهایت باعث ریزش قیمت سهام شرکت می گردد. مدیر یک شرکت با توجه به نفوذ و قدرت خود می تواند تاثیر مهمی بر ویژگی های شرکتی از قبیل اندازه شرکت، اهرم مالی، بازده شرکت و شفافیت اطلاعات، داشته باشد که این ویژگی های شرکتی خود تاثیر مهمی بر ریسک سقوط قیمت سهام دارند. برای مثال، شرکت های با اندازه بزرگ تر نسبت به سایر شرکت ها، عملکرد و کارایی بهتری دارند و اخبار بد در خصوص آنها کمتر است. از این رو، غالباً در این شرکت ها اخبار بد محرمانه ای وجود ندارد که مدیر برای پنهان نمودن آنها انگیزه داشته باشد. از طرفی فعالان بازار سرمایه به شرکت های با اندازه بزرگ، اعتماد بیش تری دارند و احتمالاً اخبار در خصوص این شرکت ها، واکنش منفی کمتری در مقایسه با شرکت های با اندازه کوچکتر در سرمایه گذاران ایجاد می کند (جنسن و مک لینگ، ۱۹۹۶).

از دیگر موارد موثر بر ریسک سقوط می توان به اهرم مالی اشاره کرد. به اعتقاد هاتن (۲۰۰۹) افزایش میزان بدهی شرکت می تواند منجر به افزایش هزینه بهره گردد. بنابراین افزایش نسبت اهرم مالی می تواند منجر به کاهش سود ارائه شده گردد. پس حجم بالای بدهی در ساختار سرمایه یک شرکت می تواند زمینه ای برای ایجاد چولگی منفی در بازده سهام باشد. بازده سهام نیز از طریق نوسان های (انحراف معیار بازده) خود بر ریسک سقوط قیمت سهام اثرگذار است. به اعتقاد هاتن (۲۰۰۹) شرکت هایی که بازده آن ها در سال جاری نوسان های بیش تری را شاهد بوده است با احتمال زیادتری در سال بعد در معرض ریزش قیمت سهام قرار خواهند گرفت. در مورد شفافیت اطلاعات، شفافیت بیشتر در گزارشگری به سرمایه گذاران امکان می دهد که تصمیمات آگاهانه تری اخذ کنند و قانونگذار، رفتارهای غیر قانونی و فرصت طلبانه را راحت تر شناسایی کرده و از منافع سرمایه گذاران حمایت بیشتری به عمل می آورند (نیک بخت، ۱۳۹۴) از آنجایی که مدیرعامل شرکت بر سیستم گزارشگری مالی شرکت نظارت داشته از این فرآیند به عنوان ابزاری در جهت مخفی نمودن اخبار بد شرکت استفاده کرده و موجب ریسک سقوط قیمت می گردد.

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

ارسلان^{۱۶} و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی «تاثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل و کمیته حسابرسی بر عملکرد شرکت» پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین کمیته حسابرسی و عملکرد شرکت (بازده حقوق صاحبان سهام و حاشیه سود) یک رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. علاوه بر این یافته های پژوهش بیانگر عدم تاثیر معنادار بین دوگانگی وظایف مدیرعامل با عملکرد شرکت می باشد.

چانگ^{۱۷} و چن (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی «تاثیر نقدشوندگی سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام» پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین نقد شوندگی سهام و ریسک سقوط آتی قیمت سهام یک رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بطور کلی هرچقدر نقدشوندگی سهام بیشتر باشد باعث تشدید انباشت اخبار بد در داخل شرکت از طریق تسهیل تهدید به خروج سرمایه گذاران با افق کوتاه مدت می گردد.

یانگ و ژاو (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی «تاثیر دوگانگی نقش مدیرعامل بر ارزش شرکت» پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است دوگانگی وظایف مدیرعامل باعث بهبود عملکرد شرکت خصوصا در زمانی که رقابت در بازار شدید است، می گردد. به بیان دیگر، این تاثیر گذاری برای شرکت های که دارای سیستم حاکمیت شرکتی مطلوب، و همچنین سطح بالای از هزینه اطلاعات می باشند، بیشتر است.

ژانگ^{۱۸} و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی تحت عنوان «تاثیر اجتناب مالیاتی بر ریسک سقوط قیمت سهام» به بررسی رابطه بین فرار از مالیات و پدیده سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که فرار از مالیات فرصتهایی را برای مدیران در مورد انجام فعالیت هایی که برای پنهان ساختن اخبار بد و در نهایت گمراه ساختن سرمایه گذاران طراحی شده است ایجاد می نماید، که این مسأله در نهایت می تواند به پدیده کاهش قیمت سهام منجر گردد.

هاتن و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی تحت عنوان «گزارشگری مالی غیر شفاف، R2 و ریسک سقوط قیمت سهام» رابطه ی بین عدم شفافیت گزارشگری مالی و ریسک سقوط قیمت سهام» را بررسی کردند. آن ها با استفاده از مدیریت سود به عنوان معیار عدم شفافیت اطلاعات مالی، به این نتیجه رسیدند که عدم شفافیت اطلاعات مالی با افشای اطلاعات کم تر

در ارتباط است. به علاوه شرکت هایی که دارای صورت های مالی غیر شفاف هستند، بیش تر در معرض ریسک سقوط قیمت سهام قرار می گیرند.

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

عباسی و کلاتری (۱۳۹۳) در پژوهشی به «بررسی تاثیر نظام راهبری شرکتی بر دوگانگی وظیفه مدیرعامل» پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین تمرکز مالکیت، درصد مالکیت نهادی و نسبت بدهی با دوگانگی وظیفه مدیرعامل، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. همچنین بین درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل رابطه منفی و معناداری وجود دارد. این در حالی که بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و اندازه شرکت رابطه معناداری وجود ندارد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۱) پژوهشی تحت عنوان «تاثیر فرار مالیاتی بر ریسک سقوط آتی سهام» را در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که فرار از پرداخت مالیات، منجر به افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام می شود. همچنین در شرکت هایی که از نظام راهبری قوی تر برخوردارند، اثر فرار مالیاتی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام کمتر است.

فروغی و میرزایی (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی «تأثیر محافظه کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام» پرداختند. شواهد بیانگر این است که بین محافظه کاری شرطی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، رابطه معکوس وجود دارد. علاوه بر این، در شرایطی که بین مدیران و سرمایه گذاران عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، توانایی محافظه کاری شرطی جهت کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیش تر است.

عباسی و احمدی (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی «تاثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ارزش شرکت» پرداختند. یافته ها نشان می دهد که رابطه معنادار مشخصی بین تفکیک نقش مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره و ارزش شرکت وجود ندارد. یافته های دیگر، وجود رابطه معنادار و مثبت بین نسبت بدهی با ارزش شرکت را نشان می دهد؛ این در حالی است که بین اندازه شرکت و ارزش واحد تجاری رابطه منفی وجود دارد.

آقایی و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهشی تحت عنوان «ویژگی های حاکمیتی شرکتی و محتوای اطلاعاتی با تاکید بر نقش مدیریت سود» یافته های پژوهش نشان که ویژگی های حاکمیت

شرکتی از جمله دوگانگی وظیفه مدیرعامل از نظر سهامداران تأثیری در بهبود محتوای اطلاعاتی سود چه در زمان وجود انگیزه مدیریت سود بالا و چه در زمان وجود انگیزه مدیریت سود پایین ندارد.

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش فرضیه پژوهش به این شرح تدوین شده است: دوگانگی نقش مدیرعامل تأثیری مثبت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد.

۳- روش پژوهش

با توجه به اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می تواند در فرایند تصمیم گیری استفاده شود، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است همچنین از آنجایی که به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر است از لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی می باشد. برای جمع آوری مبانی نظری و ادبیات موضوع از روش کتابخانه ای و به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های رگرسیونی چند متغیره با استفاده از داده های ترکیبی استفاده شده است. داده های مورد نیاز و اطلاعات مالی، از طریق مراجعه به صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و بانک های اطلاعاتی تدبیر پرداز و ره آورد نوین جمع آوری و برای جمع بندی و انجام محاسبات و تجزیه و تحلیل آنها از نرم افزارهای Excell، Eviews، Stata نسخه ۸ و Stata نسخه ۱۲ استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ است. در این پژوهش، نمونه گیری با استفاده از روش حذف سیستماتیک انجام شده است. لذا نمونه انتخابی شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شرایط زیر را دارا باشد:

- ۱- سال مالی شرکت عضو نمونه پژوهش منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
 - ۲- کلیه داده های مورد نیاز پژوهش برای شرکت های مورد بررسی موجود باشد.
 - ۳- قبل از سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
 - ۴- جزو شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی (بانک ها و لیزینگ) نباشند
- با توجه به این محدودیت تعداد ۹۸ شرکت از شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردیده است.

مدل پژوهش

به منظور آزمون فرضیه و به استناد پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۵) از مدل رگرسیونی (۱) که مبتنی بر داده های ترکیبی است استفاده گردیده است.

$$\text{Crashrisk}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DUAL}_{i,t} + \alpha_2 \text{ACCM}_{i,t} + \alpha_3 \text{ACCM}^2_{i,t} + \alpha_4 \text{RET}_{i,t} + \alpha_5 \text{SIGMA} + \alpha_6 \text{SIZ}_{i,t} + \alpha_7 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_8 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_9 \text{MTB}_{i,t} + \alpha_{10} \text{NCSKEW}_{i,t} + \varepsilon \quad \text{مدل (۱)}$$

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته این پژوهش، ریسک سقوط قیمت سهام است که با استفاده از دو معیار چولگی منفی بازده سهام و نوسان‌های پائین به بالا اندازه‌گیری شده است به منظور اندازه‌گیری چولگی منفی بازده سهام به استناد پژوهش حبیب (۲۰۱۴) و هاتن (۲۰۰۹) از رابطه (۱) استفاده شده است:

$$NCSKEW_{j,\theta} = -\frac{[n(n-1)^3 \sum W_{j,\theta}]^2}{[n(n-1)(n-2)(\sum W_{j,\theta})^3]^2} \quad \text{رابطه (۱)}$$

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

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

$$W_{j,\theta} = \ln(1 + \varepsilon_{j,\theta}) \quad \text{رابطه (۲)}$$

$\varepsilon_{j,\theta}$: بازده باقیمانده ی سهام شرکت j در ماه θ است و عبارتست از باقی مانده یا پسماند مدل در مدل (۲)

$$r_{j,\theta} = \beta_0 + \beta_1 r_{m,\theta-2} + \beta_2 r_{m,\theta-1} + \beta_3 r_{m,\theta} + \beta_4 r_{m,\theta+1} + \beta_5 r_{m,\theta+2} + \varepsilon_{j,\theta} \quad \text{مدل (۲)}$$

که در آن $r_{j,\theta}$ بازده سهام شرکت j در ماه θ می‌باشد.

$r_{m,\theta}$: بازده بازار در ماه θ است برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود.

مدل (۲) با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و شیوه داده‌های ترکیبی برآورد شده و باقی مانده آن به شرح رابطه (۲) برای محاسبه بازده ماهانه خاص شرکت استفاده می‌شود.

برای اندازه‌گیری معیار دوم (Duvol) مطابق با پژوهش حبیب (۲۰۱۴) و هاتن و همکاران (۲۰۰۹) ابتدا میانگین بازده خاص شرکت‌ها محاسبه و سپس داده‌های مربوط به آن به دو دسته کمتر از میانگین و بیشتر از میانگین تفکیک شده و انحراف معیار هر کدام به طور مجزا محاسبه شده است

سپس برای محاسبه $DuVol_{i,t}$ از رابطه (۳) استفاده شده است.

$$DuVol_{i,t} = \log\left(\frac{Down_{i,t}}{Up_{i,t}}\right) \quad \text{رابطه (۳)}$$

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

متغیر مستقل پژوهش

دوگانگی وظیفه مدیرعامل ۱۹ (Duality): اگر مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره نیز باشد به این وضعیت دوگانگی وظیفه مدیرعامل اطلاق می شود. در صورتی که در شرکتی مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیات مدیره نیز باشد، از متغیر موهومی یک و چنانچه مدیرعامل رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره نباشد متغیر موهومی صفر می پذیرد. این متغیر در پژوهش احمد خلیف ۲۰ (۲۰۰۸)، عباسی و کلانتری (۱۳۹۳) و آقایی و همکاران (۱۳۸۸) نیز بدین صورت تعریف شده است لازم به ذکر است که این متغیر با مراجعه به یادداشت صورت های مالی استخراج گردیده است. (لازم به ذکر است که براساس دستور العمل های جدید بورس اوراق بهادار تهران مدیرعامل شرکت نمی تواند بصورت همزمان مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره باشد که البته در پژوهش حاضر، دوره پژوهش دستورالعمل فوق را در بر نمی گیرد)

متغیرهای کنترلی

مهم ترین متغیر کنترلی این پژوهش مدیریت سود است که هم شاخصی از انگیزه های نمایندگی و هم معیاری برای شفاف نبودن اطلاعات محسوب می گردد. برای اندازه گیری مدیریت سود از معیار اقلام تعهدی اختیاری براساس مدل جونز تعدیل شده استفاده شده است. در این مدل اقلام تعهدی اختیاری از تفاوت کل اقلام تعهدی و اقلام تعهدی غیر اختیاری بدست می آید. بدین منظور ابتدا مدل رگرسیونی (۳) برآورد شده و سپس با استفاده پارامترهای برآورد شده از آن، اقلام تعهدی اختیاری براساس رابطه (۴) محاسبه می گردد.

مدل (۳)

$$\frac{TA_{j,t}}{Assets_{j,t-1}} = \hat{\alpha}_0 \frac{1}{Assets_{j,t-1}} + \hat{\beta}_1 \frac{\Delta Sales_{j,t} - \Delta Receivables_{j,t}}{Assets_{j,t-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{PPE_{j,t}}{Assets_{j,t-1}} + \varepsilon_{j,t}$$

لازم به ذکر است که مدل فوق برای تمامی شرکت های عضو نمونه پژوهش برآورد شده است

$$DiscAcc_{jt} = \frac{TA_{jt}}{Assets_{jt-1}} - \left(\hat{\alpha}_0 \frac{1}{Assets_{jt-1}} + \hat{\beta}_1 \frac{\Delta Sales_{jt} - \Delta Receivables_{jt}}{Assets_{jt-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{PPE_{jt}}{Assets_{jt-1}} \right) \quad \text{رابطه (۴)}$$

در این روابط:

$TA_{j,t}$: مجموع اقلام تعهدی شرکت ز در پایان سال t بوده و مجموع اقلام تعهدی نیز از تفاوت سود خالص و جریان نقد وجوه عملیاتی محاسبه شده است.

$Asset_{j,t-1}$: مجموع دارایی های شرکت زدر پایان سال $t-1$.

$\Delta Sale_{j,t}$: تغییر در فروش خالص شرکت زدر سال t نسبت به سال قبل.

$\Delta Receivable_{j,t}$: تغییر در حساب های دریافتی شرکت زدر سال t نسبت به سال قبل.

$PPE_{j,t}$: خالص دارایی های ثابت شرکت زدر پایان سال t .

$DisAcc_{j,t}$: جمع اقلام تعهدی اختیاری شرکت زدر سال t .

پس از محاسبه اقلام تعهدی اختیاری، میزان مدیریت سود به عنوان معیار عدم شفافیت اطلاعات مالی از طریق رابطه (۵) اندازه گیری شده است.

$$OPAQUE_{j,t} = Abs(DiscACC_{j,t-1}) + Abs(DiscACC_{j,t-2}) + Abs(DiscACC_{j,t-3}) \quad (5)$$

که در رابطه فوق:

$OPAQUE_{j,t}$: معیار عدم شفافیت اطلاعات مالی شرکت زدر پایان سال مالی t .

Abs : نماد قدرمطلق.

$DiscACC_{j,t-1}$: اقلام تعهدی اختیاری شرکت زدر پایان سال مالی $t-1$.

$DiscACC_{j,t-2}$: اقلام تعهدی اختیاری شرکت زدر پایان سال مالی $t-2$.

$DiscACC_{j,t-3}$: اقلام تعهدی اختیاری شرکت زدر پایان سال مالی $t-3$.

رابطه مذکور بدین معنی است که معیار عدم شفافیت اطلاعات از مجموع قدرمطلق (Abs) اقلام تعهدی اختیاری طی سه سال گذشته حاصل شده است.

با استناد به نتایج هاتن و همکاران (۲۰۰۹) مبنی بر رابطه غیر خطی بین مدیریت سود و سقوط قیمت سهام، علاوه بر مدیریت سود، توان دوم این متغیر نیز در مدل نهایی کنترل شده است.

مطابق با پژوهش فروغی و قاسم زاد (۱۳۹۴) و چن (۲۰۱۵)، کیم (۲۰۱۴) و حبیب (۲۰۱۴)، هاتن (۲۰۱۴) مجموعه ای از متغیرهای کنترلی نیز در این پژوهش استفاده شده است که در ادامه نحوه محاسبه آن بیان شده است

$SIZE_{i,t}$: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها شرکت i در سال t . انتظار می رود اندازه شرکت از دو طریق باعث کاهش ریسک سقوط قیمت سهام گردد:

۱- شرکت های با اندازه بزرگ تر نسبت به سایر شرکت ها، عملکرد و کارایی بهتری دارند و اخبار بد در خصوص آنها کمتر است. از این رو، غالباً در این شرکت ها اخبار بد محرمانه ای وجود ندارد که مدیر برای پنهان نمودن آنها انگیزه داشته باشد.

۲- فعالان بازار سرمایه به شرکت های با اندازه بزرگ، اعتماد بیش تری دارند و احتمالاً اخبار در خصوص این شرکت ها، واکنش منفی کمتری در مقایسه با شرکت های با اندازه کوچکتر در سرمایه گذاران ایجاد می کند (جنسن و مک لینگ، ۱۹۹۶).

$MTB_{i,t}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t . هرچه میزان فرصت های رشد بیش تر باشد شرکت به منظور از دست ندادن پروژه های با ارزش وجه

نقد بیش تری را نگهداری نماید. بنابراین هرچقدر شرکتی فرصت سرمایه گذاری بیش تری داشته باشد سود تقسیمی کمتری پرداخت می کند و به صورت عملی برای ارزیابی سرمایه گذاری می توان بازده ارزش ویژه را با هزینه سرمایه ارزش ویژه یا هزینه فرصت سهامداران مقایسه کنیم. وجود فرصت های رشد در شرکت ها غالباً منافع کوتاه مدت سهامداران اقلیت را به خطر می اندازد. از این رو بازار سرمایه اخبار بد مربوط به این شرکت را به دقت رصد نموده و واکنش های شدیدی به آن نسبت می دهد. (مرادی و همکاران، ۱۳۹۰)

ROA_{i,t}: نسبت سود خالص بر مجموع دارایی ها شرکت i در سال t.
 SIGMA_{i,t}: عبارتست از انحراف استاندارد از بازده ماهانه خاص شرکت i طی سال t که از طریق رابطه (۶) به دست می آید.

$$SIGMA_{j,t} = \left(\frac{\sum_{\theta=1}^{\theta=12} (r_{j,\theta} - RET_{j,t})^2}{N} \right)^{1/2} \quad \text{رابطه (۶)}$$

در روابط فوق

R_{i,θ}: بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه θ می باشد.

N: تعداد بازده ماهانه مشاهده شده در طی سال مالی می باشد.

چن و همکاران (۲۰۰۱) به این نتیجه دست یافتند که شرکت هایی که بازده آن ها در سال جاری نوسانات بیش تری را شاهد بوده است با احتمال زیادتری در سال بعد در معرض ریزش قیمت سهام قرار دارد.

RET_{j,t}: میانگین بازده ماهانه خاص شرکت i طی سال مالی t که از طریق رابطه (۷) محاسبه می شود.

$$RET_{j,t} = \frac{\sum_{\theta=1}^{\theta=12} r_{j,\theta}}{N} \quad \text{رابطه (۷)}$$

که در این رابطه بازده هر ماه در طول سال محاسبه شده و سپس بر تعداد بازده ماهانه مشاهده شده تقسیم شده تا میانگین بازده ماهانه خاص شرکت بدست آید. چن و همکاران (۲۰۰۱) شواهدی را نیز ارائه نمودند که بیان می داشت ریزش های آتی قیمت سهام در سهامی که دوره بلندمدت مثلاً ۱۲ تا ۳۶ ماهه بازده های بالا را تجربه نموده است بیش تر می باشد.

LEV_{i,t}: نسبت کل بدهی بلندمدت بر کل دارایی ها شرکت i در سال t. به اعتقاد هاتن (۲۰۰۹) افزایش میزان بدهی شرکت می تواند منجر به افزایش هزینه بهره گردد. بنابراین افزایش نسبت اهرم مالی می تواند منجر به کاهش سود ارائه شده گردد. پس حجم بالای بدهی در ساختار سرمایه یک شرکت می تواند زمینه ای برای ایجاد چولگی منفی در بازده سهام باشد.

NCSKEW_{i,t}: چولگی منفی بازده سهام

۴- یافته‌ها

آمار توصیفی

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

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف استاندارد
چولگی منفی بازده سهام	۰/۴۲۴۵	۰/۶۰۹۶	۳/۹۷۹۹	۳/۸۸۳۳	۱/۵۲۶۱
NCSKEW	-	-	-	-	-
نوسان های پائین به بالا	۰/۰۸۳۲	۰/۱۰۴۷	۲/۳۵۷۰	۱/۶۰۶۱	۰/۴۹۷۳
DULVOL	-	-	-	-	-
عدم شفافیت	۰/۳۰۳۲	۰/۲۴۸۷	۱/۳۷۷۵	۰/۰۳۴۸	۰/۲۲۰۰
توان دوم عدم شفافیت	۰/۱۴۰۳	۰/۰۶۱۸	۱/۸۹۷۶	۰/۰۰۱۲	۰/۲۳۹۰
OPAQUE	-	-	-	-	-
OPAQUE ²	-	-	-	-	-
میانگین بازده	۰/۰۳۳۴	۰/۰۲۵۰	۰/۲۹۱۳	۰/۰۹۰۱	۰/۰۴۸۹
RET	-	-	-	-	-
انحراف معیار بازده	۱/۰۵۵۱	۱۰	۳۴۲۰۰	۰/۰۰۰۰	۷/۷۶۶۸
SIGMA	۱۲	۱۰	۶۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۵/۸۴۷۶	۵/۷۹۱۵	۸/۰۰۷۳	۴/۲۹۱۱	۰/۶۲۷۷
SIZE	-	-	-	-	-
اهرم مالی	۰/۰۸۰۶	۰/۰۴۸۰	۰/۴۹۳۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۸۹۷
LEVERAGE	-	-	-	-	-
بازده دارایی	۰/۱۴۱۱	۰/۱۱۶۴	۰/۹۲۹۹	۰/۲۱۰۰	۰/۱۴۳۳
ROA	-	-	-	-	-
فرصت های رشد	۱/۶۵۲۵	۱/۴۹۷۷	۱۶/۴۲۸۱	۱/۹۰۵۹	۱/۶۰۱۷
MTB	-	-	-	-	-

همانگونه که جدول ۱ نشان می‌دهد بطور متوسط میانگین بازده شرکت‌ها برابر با ۰/۰۳ است. همچنین نتایج جدول نشان می‌دهد که میانگین دو معیار ریسک سقوط آتی قیمت سهام منفی می‌باشد. علاوه بر این براساس نتایج آمار توصیفی پژوهش، شرکت‌های عضو نمونه پژوهش در ساختار سرمایه خود به نسبت کل دارایی‌های بدهی‌های غیرجاری نسبتاً کمی دارند زیرا میانگین اهرم مالی شرکت‌ها برابر با ۰/۰۸ است.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی و مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده شده است. با توجه به اینکه از داده‌های ترکیبی استفاده شده است، لذا با انجام آزمون F لیمر و هاسمن مشخص گردید که برای هر دو فرضیه‌ها پژوهش داده‌ها از نوع تابلویی و از نوع اثرات ثابت هستند. در پژوهش حاضر از آزمون دوربین واتسون برای تشخیص خود همبستگی عوامل اخلاص مدل استفاده شده است. از آنجایی که مقدار آماره t محاسبه شده بین $1/5$ تا $2/5$ است لذا خود همبستگی مرتبه اول بین اجزای باقیمانده وجود ندارد. همچنین در این پژوهش جهت بررسی ناهمسانی واریانس باقیمانده از آزمون والد تعدیل شده استفاده شده است. و سپس برای رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است.

آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از معیار چولگی منفی بازده سهام

فرضیه پژوهش به بررسی تاثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام (با استفاده از معیار چولگی منفی بازده سهام) بر اساس مدل (۱) پژوهش می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش با معیار چولگی منفی بازده سهام در جدول (۲) نشان داده شده است.

جدول (۲) نتایج برآورد مدل فرضیه پژوهش با استفاده از چولگی منفی

بازده سهام

VIF	P-value	آماره T	خطای استاندارد	ضرایب	متغیر	توضیح
-	۰/۰۵۱۹	۱/۹۵۲۲	۲/۹۱۸۷	۵/۶۹۸۰	α	عرض از مبدا
۱/۰۲	۰/۰۰۰۲	۳/۸۱۸۶	۰/۱۱۵۳	۰/۴۴۰۴	DUALITY	دوگانگی وظایف مدیرعامل
۷/۹۵	۰/۵۸۷۳	۰/۵۴۳۳	۰/۵۸۸۴	۰/۳۱۹۷	OPAQUE	عدم شفافیت
۷/۶۵	۰/۷۹۴۸	۰/۲۶۰۳	۰/۶۲۱۹	۰/۱۶۱۹	OPAQUE ²	توان دوم عدم شفافیت
۱/۷۶	۰/۲۹۹۳	-۱/۰۳۹۸	۰/۰۱۲۴	-۰/۰۱۲۹	RET	میانگین بازده
۱/۷۰	۰/۰۲۵۳	۲/۲۴۸۲	۰/۰۱۳۵	۰/۰۳۰۴	SIGMA	انحراف معیار بازده
۱/۰۳	۰/۰۲۹۷	-۲/۱۸۵۱	۰/۵۰۳۲	-۱/۰۹۹۶	SIZE	اندازه شرکت
۱/۱۴	۰/۷۳۹۰	۰/۳۳۳۵	۱/۱۵۲۷	۰/۳۸۴۴	LEVERAGE	اهرم مالی
۱/۲۱	۰/۰۰۰۰	-۵/۸۸۱۱	۰/۳۳۱۸	-۱/۹۵۱۴	ROA	بازده دارایی

۱/۱۹	۰/۷۶۹۵	-۰/۲۹۳۳	۰/۰۴۰۱	-۰/۰۱۱۷	MTB	فرصت های رشد
۱/۱۴	۰/۰۰۶۲	-۲/۷۵۹۱	۰/۱۰۶۹	-۰/۲۹۴۹	NCSKEW	چولگی منفی بازده سهام
					۲/۹۴۹۱	آماره F
					۰/۰۰۰۰	P-value
					۰/۳۴۷۸	ضریب تعیین تعدیل شده
					۲/۳۲۸۸	دوربین-واتسون

همانگونه که نتایج جدول (۲) نشان می دهد سطح معناداری p-value برای دوگانگی وظایف مدیرعامل برابر با (۰/۰۰۰۲) است. از آنجائیکه معناداری این ضریب کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، می توان نتیجه گرفت که دوگانگی وظایف مدیرعامل تاثیر معناداری بر چولگی منفی بازده سهام (معیار اول ریسک سقوط قیمت سهام) دارد. از طرفی وجود ضریب مثبت (۰/۴۴۰۴) نشان می دهد که دوگانگی وظایف مدیرعامل تاثیری مثبت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد. بنابراین می توان ادعا نمود که مدیران با نقش دوگانه ریسک سقوط آتی قیمت سهام را افزایش می دهند. همچنین نتایج آزمون هم خطی با استفاده از عامل تورم واریانس بیانگر عدم هم خطی بین متغیرهای توضیحی پژوهش می باشد. با توجه به نتایج جدول شماره (۲) در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه پژوهش با استفاده از معیار چولگی منفی بازده سهام رد نخواهد شد.

آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از معیار نوسان های پائین به بالا

فرضیه پژوهش به بررسی تاثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام (با استفاده از معیار نوسان های پائین به بالا) بر اساس مدل (۱) پژوهش می پردازد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از معیار نوسان های پائین به بالا در جدول (۳) نشان داده شده است.

جدول (۳) نتایج برآورد مدل فرضیه پژوهش با استفاده از معیار نوسان های پائین به بالا

VIF	P-value	آماره T	خطای استاندارد	ضرایب		متغیر
-	۰/۷۸۲۳	۰/۲۷۶۵	۰/۶۰۰۲	-۰/۱۶۶۰	α	عرض از مبدا
۱/۰۲	۰/۰۰۰۰	۴/۱۶۵۸	۰/۰۲۶۳	۰/۱۰۹۸	DUALITY	دوگانگی وظایف مدیرعامل
۸/۲۳	۰/۰۰۰۴	۳/۵۹۳۹	۰/۱۷۸۲	-۰/۶۴۰۶	OPAQUE	عدم شفافیت

۷/۸۴	۰/۰۲۰۳	۲/۳۳۰۷	۰/۲۱۱۹	۰/۴۹۳۹	OPAQUE ^۲	توان دوم عدم شفافیت
۱/۸۷	۰/۰۰۱۲	۳/۲۶۸۴	۰/۰۰۲۳	-۰/۰۰۷۸	RET	میانگین بازده
۱/۸۸	۰/۴۸۳۶	۰/۷۰۱۲	۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۲	SIGMA	انحراف معیار بازده
۱/۰۴	۰/۷۷۲۴	۰/۲۸۹۳	۰/۱۰۰۵	۰/۰۲۹۰	SIZE	اندازه شرکت
۱/۱۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۷۶۱	۰/۱۲۰۷	۱/۲۱۶۶	LEVERAGE	اهرم مالی
۱/۲۱	۰/۹۷۳	۱/۶۶۲۳	۰/۰۵۳۸	۰/۰۸۹۵	ROA	بازده دارایی
۱/۱۸	۰/۸۱۳۲	۰/۲۳۶۴	۰/۰۱۱۴	-۰/۰۰۲۷	MTB	فرصت های رشد
۱/۰۵	۰/۰۰۰۰	۱/۵۶۶	۰/۰۰۲۷	۰/۱۴۸۱	NCSKEW	چولگی منفی بازده سهام
		۵۴				
					۵/۶۳۶۶	آماره F
					۰/۰۰۰۰	P-value
					۰/۵۰۳۶	ضریب تعین تعدیل شده
					۲/۲۷۱۸	دوربین-واتسون

همانگونه که نتایج جدول (۳) نشان می دهد سطح معناداری p-value برای دوگانگی وظایف مدیرعامل برابر با (۰/۰۰۰۰) است. از آنجاییکه معناداری این ضریب کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، می توان نتیجه گرفت که دوگانگی وظایف مدیرعامل تاثیر معناداری بر نوسان های پائین به بالا (معیار دوم ریسک سقوط قیمت سهام) دارد. از طرفی وجود ضریب مثبت (۰/۱۰۹۸) نشان می دهد که دوگانگی وظایف مدیرعامل تاثیری مثبت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد. بنابراین می توان ادعا نمود که، در شرکت های که مدیران با نقشی دوگانه فعالیت می کنند احتمال ریسک سقوط آتی قیمت سهام در این شرکت ها افزایش پیدا می کند. همچنین نتایج آزمون هم خطی با استفاده از عامل تورم واریانس بیانگر عدم هم خطی بین متغیرهای توضیحی پژوهش می باشد. با توجه به نتایج جدول (۲) در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه فرضیه دوم پژوهش رد نخواهد شد.

جدول ۴ نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

عنوان فرضیه	معیار	نتیجه
دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام تاثیر مثبت دارد	چولگی منفی بازده سهام	رد نمی شود
	نوسان های پائین به بالا	رد نمی شود

جدول (۵) تفکیک شرکت های دارای مدیران با وظایف دوگانه و غیر دوگانه

سال	شرکت های دارای مدیران با وظایف دوگانه	شرکت های دارای مدیران با وظایف غیر دوگانه	جمع
۸۷	۳۳	۶۵	۹۸
۸۸	۲۷	۷۱	۹۸
۸۹	۳۱	۶۷	۹۸
۹۰	۲۶	۷۲	۹۸
۹۱	۲۳	۷۵	۹۸
۹۲	۲۸	۷۰	۹۸
۹۳	۳۶	۶۲	۹۸

۵- نتیجه گیری و پیشنهادها

در پژوهش حاضر تاثیر نقش دوگانه مدیر عامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام بررسی شد. دوگانگی نقش مدیرعامل بدین معنی بیان گردید که مدیرعامل شرکت رئیس هیئت مدیره و یا نایب رئیس هیئت مدیره نیز باشد. در این پژوهش دوگانگی وظایف مدیر عامل بر دو معیار ریسک سقوط آتی قیمت سهام مورد آزمون قرار گرفت. نتایج فرضیه های پژوهش بیانگر تاثیر مثبت مدیران با وظایف دوگانه بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام می باشد. به بیان دیگر نتایج پژوهش نشان داد که مدیران با نقش دوگانه به دلیل قدرت و نفوذی که در پی این جایگاه بدست می آورند پاسخگویی کمتری به هیئت مدیره خواهند داشت در نتیجه از آزادی عمل بیشتری برخوردار خواهند بود. این مدیران به دلیل منافع شخصی خود و یا حفظ منافع و جایگاه خود اقدام به مخفی نمودن اخبار بد شرکت می نمایند اما به دلیل ملاحظات منفعت هزینه و یا سایر شرایط در سطحی معینی در مقابل مخفی نمودن اخبار تسلیم شده و اخبار بد شرکت افشا شده و موجب کاهش شدید قیمت سهام می گردد. نتایج این پژوهش با مبانی نظری مطرح شده مطابقت دارد. نتایج این پژوهش در چارچوب انگیزه های نمایندگی قابل تبیین است به بیان دیگر براساس مبانی تئوری نمایندگی بین منافع مدیران و سهامداران همسویی وجود ندارد در نتیجه مدیران شرکت در وهله اول به دنبال دست یابی به منافع خود می باشند که این امر

ممکن است موجب زیان سهامداران گردد. در واقع مدیرعامل شرکت با توجه به اولویت در اهداف و منافع خود و همچنین براساس قدرتی که بر اثر دوگانگی وظایف بدست آورده است ممکن است اقدام به اخذ تصمیماتی نمایند که در کوتاه مدت اهداف خود را تامین نماید اما در بلند مدت به ثروت سهامداران لطمه وارد کند. چنین مدیری به منظور به تاخیر انداختن افشای اخبار بد شرکت اقدام به مخفی نمودن این اخبار می نماید اما قدرت و توانایی مدیر در این زمینه به دلایل ملاحظات منفعت هزینه و سایر عوامل محدود بوده و در نتیجه در چنین مرزی با افشای اخبار بد شرکت که متاثر از تصمیمات منفعت طلبانه مدیر بوده تمامی گروه ها از وضعیت شرکت باخبر گردید و نتیجه آن کاهش شدید قیمت سهام شرکت است.

یافته های پژوهش حاضر با نتایج پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۵)، کیم و همکاران (۲۰۱۴) و هاتن (۲۰۰۹) سازگاری داشته، و همچنین مشابه با نتایج بدست آمده در پژوهش های فروغی و قاسم زاد (۱۳۹۴)، عباسی و همکاران (۱۳۹۳)، مرادی و همکاران (۱۳۹۰) و دیانتی و همکاران (۱۳۹۱) فروغی و همکاران (۱۳۹۰) مطابقت دارد.

در ارتباط با موضوع پژوهش پیشنهادهای زیر ارائه می شود:

- با توجه به اینکه وجود کمیته حسابرسی و یا سهامداران نهادی می تواند باعث کاهش رفتار فرصت طلبانه مدیرعامل گردد پیشنهاد می شود به بررسی تاثیر دوگانگی وظایف مدیرعامل بر ریسک سقوط قیمت سهام در حضور کمیته حسابرسی و سهامداران نهادی پرداخته شود.

- پیشنهاد می شود به بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی بر شدت اثرگذاری دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداخته شود.

- پیشنهاد می شود به بررسی تاثیر دوگانگی وظیف مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های داری جریان نقد آزاد بالا و همچنین دارای عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته شود.

یادداشت‌ها

- 1-Crash
- 2-Jump
- 3-Hutton
- 4-Good News
- 5-Bad News
- 6-kothari
- 7-Chen
- 8- Ball
- 9-Graham
- 10-Watts
- 11-Yang & Zhao
- 12-Davidson

- 13-Weisback
- 14-Benmweleck
- 15-Jensen & Meckling
- 16-Chang
- 17-Zhang
- 18-Chief Executive Office Duality
- 19-Kholif

کتابنامه

۱. آقایی، محمد علی، اعتمادی، حسین آذر، عادل، و چالاکی، پری (۱۳۸۸). ویژگی های حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر نقش مدیریت سود، فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۴ (۱۶): ۲۷-۵۸.
۲. دیانتی دیلمی، لطفی، محسن، آزادبخش، کسری (۱۳۹۱). تاثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی «گیتمان» بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱(۴): ۴۴-۵۵.
۳. عباسی، مجید، احمدی، موسی (۱۳۹۰). بررسی تاثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ارزش شرکت، فصلنامه روند پژوهش های اقتصادی، ۱۹(۶۰): ۱۵-۱۱۳.
۴. عباسی، مجید، کلانتری، الهام (۱۳۹۳). بررسی تاثیر نظام راهبری شرکتی بر دوگانگی وظیفه مدیرعامل، فصلنامه روند، ۲۱(۶۵): ۱۴۵-۱۷۴.
۵. عباسی، ابراهیم، شهرتی، علی، قدک فروشان، مریم (۱۳۹۳). بررسی تاثیر محافظه کاری بر خطر ریزش قیمت سهام در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، دانش حسابداری، ۵(۱۹): ۱۴۱-۱۶۲.
۶. فروغی، داریوش، میرزایی، منوچهر، رسائیان، امیر (۱۳۹۱). تاثیر فرار مالیاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، پژوهشنامه مالیات، ۱۳(۶۱): ۷۱-۹۹.
۷. فروغی، داریوش، میرزایی، منوچهر، (۱۳۹۱). تاثیر محافظه کاری شرطی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، مجله پیشرفت های حسابداری، ۴(۲): ۷۷-۱۱۷.
۸. فروغی، داریوش، امیری، هادی، میرزایی، منوچهر، (۱۳۹۰). تاثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، مجله پژوهش های حسابداری مالی، ۳(۴): ۱۵-۴۰.
۹. فروغی، داریوش، قاسم زاد، پیمان (۱۳۹۴). تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام. دانش حسابداری مالی، ۲(۲): ۵۵-۷۱.

۱۰. مرادی، جواد، ولی پور، هاشم، قلمی، مرجان. (۱۳۹۰). تاثیر محافظه کاری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ۴(۱۱): ۹۳-۱۰۶.
۱۱. نیک بخت، محمدرضا، پورحسینی، جلیل (۱۳۹۴). رابطه بین ساختار هیئت مدیره با افشای اختیاری و شفافیت مالی. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۴(۱۶): ۶۹-۷۶.
12. Arslan.,M, Zaman., R, Malik., R,K, Mehmood, A,(2014). Impact of CEO Duality and Audit Committee on Firm Performance: A Study of Oil & Gas Listed Firms of Pakistan, *Research Journal of Finance and Accounting*,47:151-156.
13. Ball, R., 2009. Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals. *Journal of Accounting Research* 47: 277-323.
14. Benmelech, E., Kandel, E., Veronesi, P., 2010. Stock-Based Compensation and CEO (Dis) Incentives. *The Quarterly Journal of Economics* 125, 1769-1820.
15. Chen,x.,Zhanf.,F,Zhang.,s.(2015).CEO Duality and stock price crash risk. , *Available at:www. ssrn.com*
16. 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.
17. Chang, x. and y.chen "Stock Liquidity and Stock Price Crash Risk"working paper,[online]. *Www.Ssrn.Com*
18. Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S., 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40, 3-73.
19. Davidson, W.N., Jiraporn, P., Kim, Y.S., Nemeč, C., 2004. Earnings management following duality-creating successions: Ethnostatistics, impression management, and agency theory. *Academy of Management Journal* 47, 267-275.
20. Graham, J., C. Harvey, Puri, M. (2013). Managerial Attitudes and Corporate Actions. *Journal of Financial Economics*, 119(1): 103-121.
21. Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1): 67-86.
22. Habib, e. 2014. managerial Ability, Investment Efficiency and stock price crash risk. Working paper, *Available at:www. ssrn.com*
23. Jensen, M., Meckling, W. (1996),"Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*,vol.3.No 4, pp305-360.
24. Kim, J. B., Wang, Z., Zhang, L. (2014). CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk, Working Paper, Available: [Http://www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

25. Kholief, Ahmed. (2008). CEO Duality and Accounting-Based Performance in Egyptian Listed Companies: A Re-examination of Agency Theory Predictions. *School of Accounting, Finance and Management* , pp 1-24.
26. Kim, J.-B., Li, Y., Zhang, L. (2011). Corporate Tax Avoidance and Stock price Crash Risk: Firm-level Analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3): 639–662.
27. Kothari, S.P., Shu, S., Wysocki, P.D. (2009). Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, 47(1): 241–276.
28. Yang, T., Zhao, S., 2014. CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of Banking & Finance* 49, 534-552.
29. Weisbach, M.S., 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.
30. Watts, R.L., 2003. Conservatism in accounting part I: *Explanations and implications*. *Accounting Horizons* 17, 207-221.