



## بررسی رابطه بین مدیریت سود و میزان اجتناب از مالیات با ریسک سقوط قیمت

### سهام با در نظر گرفتن نقش قدرت مدیر عامل

رضا غزنوی قصونی<sup>۱</sup>

مهناز آهنگری<sup>۲</sup>

سیدحسام وقفی<sup>۳</sup>

مهرداد غزنوی<sup>۴</sup>

#### چکیده

قدرت مدیرعامل اجازه می‌دهد تا اطلاعات در دسترس سایر اعضای هیئت مدیره به‌نحو مؤثری کنترل شده و از نظارت اثربخش بر خود مدیرعامل جلوگیری گردد. در این شرایط، اگر منافع مدیرعامل همسو با منافع سهامداران نباشد، آثار نامطلوبی چون مدیریت سود نمایان شده و منافع سهامداران به خطر می‌افتد. از طرفی دیگر، در شرکت‌ها به‌طور معمول مدیران به دنبال منافع شخصی خود هستند و تا مادامی که منافع اضافی حاصل از کاهش بدهی‌های احتمالی بیشتر از هزینه‌های اضافی مورد انتظار برای آن‌ها باشد، به دنبال کاهش بدهی‌های مالیاتی و افزایش اجتناب مالیاتی می‌باشند. پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین مدیریت سود و میزان اجتناب از مالیات با ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش قدرت مدیر عامل می‌پردازد. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ (یک دوره پنج‌ساله) می‌باشد. نتایج پژوهش بیانگر آن است که مدیریت سود و اجتناب از مالیات بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری ندارد. همچنین نتایج بیانگر آنست که قدرت مدیرعامل تأثیر معناداری بر رابطه بین مدیریت سود و ریسک سقوط قیمت سهام ندارد در حالی که قدرت مدیرعامل شرکت بر ارتباط اجتناب از مالیات و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری دارد. این امر بیانگر آن است که مدیرعامل قدرتمند خود انگیزشی بوده و منابع شرکت را برای منافع خود به کار می‌گیرند و تأثیر منفی بر ارزش و سودآوری شرکت دارند.

**واژه‌های کلیدی:** ریسک سقوط قیمت سهام، قدرت مدیرعامل، اجتناب از مالیات، مدیریت سود

JEL: H20, H25, G30, G32, M40

<sup>۱</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد شاهرود، شاهرود، ایران. qaznavi69@gmail.com

<sup>۲</sup> دانشجوی دکتری، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران. mahangary@ut.ac.ir

<sup>۳</sup> دانشجوی دکتری حسابداری و مربی حسابداری و عضو هیأت علمی دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)  
h.vaghfi2012@gmail.com

<sup>۴</sup> استادیار، دانشگاه صنعتی شاهرود، شاهرود، ایران. Ghaznavi@shahroodut.ac.ir

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۱/۱۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۸/۲۱

## مقدمه

از موضوعاتی که در ارتباط با رفتار قیمت سهام به‌طور گسترده مورد توجه پژوهشگران مالی بوده است، تغییرات ناگهانی قیمت سهام است که به دو صورت سقوط<sup>۱</sup> و جهش<sup>۲</sup> در قیمت سهام رخ می‌دهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده سهام می‌شود در مقایسه با جهش، بیشتر مورد توجه قرار می‌گیرد (هاتن، مارکوس و تهرانیان<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹). بسیاری از پژوهشگران بر این باور هستند که سقوط قیمت سهام از مدیریت اطلاعات داخلی آن ناشی می‌شود. مدیران واحد اقتصادی به‌همان اندازه که به انتشار اخبار خوب<sup>۴</sup> درخصوص شرکت تمایل دارند؛ سعی در پنهان نمودن اخبار بد<sup>۵</sup> نیز دارند (کوتاری، شو و ویسوکي<sup>۶</sup>، ۲۰۰۹). وجود یک سری شرایط خاص می‌تواند انگیزه مدیران را در مخفی نمودن اخبار بد شرکت‌ها دوچندان کند. مدیران دارای وظایف دوگانه با توجه به قدرتی که در هیئت‌مدیره شرکت دارند بهتر می‌توانند اخبار بد شرکت را مخفی نمایند. در واقع در شرکتی که رئیس هیئت‌مدیره یا نایب رئیس هیئت‌مدیره خود مدیرعامل باشد نقش نظارت بر امور مدیرعامل توسط رئیس هیئت‌مدیره یا نایب رئیس هیئت‌مدیره ضعیف شده و باعث می‌گردد مدیران با توجه به قدرتی که دارند بهتر اخبار بد شرکت را مخفی نمایند اما در یک سطح به‌دلیل ملاحظات منفعت هزینه مخفی نمودن اخبار بد شرکت امکان‌پذیر نبوده و در یک چنین مرزی با افشای اخبار بد و مطلع شدن سرمایه‌گذاران قیمت سهام شرکت به‌شدت کاهش پیدا می‌کند. مطالعات اخیر در رابطه با قدرت مدیرعامل نشان می‌دهند که مدیران قدرتمند منابع شرکت را در راستای منافع خود به‌کار گرفته و تأثیری منفی بر ارزش و سودآوری شرکت دارند. افزون بر آن، شواهد نشان می‌دهند که برخی از مدیرعاملان قدرتمند، با فرستادن پیام‌های گمراه‌کننده به بازار، محیط اطلاعاتی مبهمی برای حفظ حباب قیمت سهام ایجاد می‌کنند. قدرت موجود در دستان مدیرعاملان به آن‌ها ابزار و توجیه لازم را برای معطوف نمودن منابع شرکت برای دستیابی به منافع خود و نگاه‌داشتن اخبار بد از سرمایه‌گذاران را داده و این امر منجر به سقوط قیمت سهام می‌گردد (آل مأمون، بالاچندران و نان دانگ<sup>۷</sup>، ۲۰۱۶). هاتن، مارکوس و تهرانیان<sup>۱</sup> (۲۰۰۹)، کیم، لی و ژانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۱)، هاتن، مارکوس و

<sup>۱</sup> Crash

<sup>۲</sup> Jump

<sup>۳</sup> Hutton, Marcus and Tehranian

<sup>۴</sup> Good News

<sup>۵</sup> Bad News

<sup>۶</sup> Kothari, Shu and Wysocki

<sup>۷</sup> Al Mamun, Balachandran and Nhan Duong

تهرانیان (۲۰۰۹) و کیم، لی و ژانگ<sup>۳</sup> (۲۰۱۱) نشان دادند مدیران به ترتیب از مدیریت سود و اجتناب از پرداخت مالیات استفاده می‌کنند تا اخبار بد را انباشت نمایند و در عوض منجر به سقوط ناگهانی قیمت سهام می‌گردند. دیچو، گراهام، هاروی و راجگوپال<sup>۴</sup> (۲۰۱۳) با مدیران ارشد مالی شرکت‌های آمریکایی مصاحبه نموده و دریافتند مدیریت سود به دلیل وجود فشارهای داخلی و خارجی در تلاش برای تأثیرگذاری بر قیمت رخ می‌دهد و هدف از آن ضربه زدن به مقادیر سود و همچنین اجتناب از پیامدهای شغلی و پولی معکوس برای مدیران اجرایی ارشد می‌باشد. آثار علمی اندکی در رابطه با نقش قدرت مدیرعامل بر سقوط قیمت سهام وجود دارد. با توجه به اینکه از یک طرف افراد داخل سازمان مدیر مالی را تحت فشار قرار داده تا سود را مدیریت نماید و از طرفی دیگر نیز مدیران مالی معتقدند حل مدیریت سود توسط افراد خارج از سازمان کار دشواری است چرا که سود سازمانی با استفاده از انتخاب‌های غیرقابل مشاهده زیرکانه یا اقدامات واقعی مدیریت می‌شود، در این تحقیق فرض بر آن است که قدرت مدیرعامل، اقدامات غیرقابل مشاهده مدیرعامل برای ذخیره کردن اخبار بد را تسخیر خواهد نمود و در نتیجه، سقوط قیمت سهام اتفاق خواهد افتاد (آل مأمون، بالاچندران و نان دانگ، ۲۰۱۶).

در این تحقیق، تلاش می‌شود دیدگاه جدیدی در زمینه نقش مدیرعامل بر ریسک سقوط قیمت سهام ارائه گردد. در ادامه پیشینه پژوهش و مبانی نظری فرضیه‌ها، روش پژوهش و نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش بیان شده است. در انتها نیز نتایج به دست آمده مورد بحث و بررسی قرار گرفته‌اند.

### مبانی نظری فرضیه‌ها

بسیاری از پژوهشگران نظیر چن، هانگ و استین<sup>۵</sup> (۲۰۱۰) بر این باورند که تغییرات قیمت سهام شرکت از مدیریت داخلی آن ناشی می‌شود. در شرایطی که اطلاعات به صورت تصادفی وارد بازار می‌شود و فرآیند انتشار اطلاعات بدون توجه به خوب یا بد بودن آن به صورت سیستماتیک انجام می‌گیرد، می‌توان گفت که اطلاعات منتشر شده دارای توزیع نامتقارن است؛ به عبارت دیگر، اگر مدیران همه اطلاعات را به سرعت افشا کنند، این عمل سبب می‌شود که بازده سهام دارای توزیع

<sup>1</sup> Hutton, Marcus, and Tehranian

<sup>2</sup> Kim, Li and Zhang

<sup>3</sup> Kim & et al

<sup>4</sup> Dichev, Graham, Harvey and Rajgopal

<sup>5</sup> Chen, Hong and Stein

متقارن باشد. بدین معنی که متوسط حجم بازده مثبت در مورد اخبار خوب، باید با متوسط حجم بازده منفی در رابطه با اخبار بد برابر باشد (کوتاری، شو و ویسوک، ۲۰۰۹).

مدیران با به کارگیری منابع قدرت می‌توانند زمینه رشد و تعالی یا زمینه انحراف و فساد سازمان را فراهم آورند و این امر به ماهیت وجودی و چگونگی استفاده از قدرت و منابع آن بستگی دارد (پورقاز و محمدی، ۱۳۹۰). چهار منبع قدرت، دربرگیرنده قدرت ساختاری، قدرت مالکیت، قدرت خبرگی و قدرت وضعیت می‌باشد. منظور از قدرت ساختاری توانایی بالقوه شرکت برای متعادل کردن رابطه بین مدیریت مؤسس و نتایج اقتصادی در بازار برای کنترل شرکت می‌باشد. ساختار قدرت شرکت تا حد زیادی توسط ابزار قدرت مدیرعامل شرکت نسبت به هیئت‌مدیره مانند ترکیب هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیرعامل و تصدی سازمانی تعیین می‌شود؛ به عبارت دیگر، اگر رئیس هیئت‌مدیره یا نایب رئیس هیئت‌مدیره خود مدیرعامل باشد نظارت اولیه بر اقدامات مدیرعامل کاهش پیدا می‌کند و این امر منتهی به این امر می‌شود که مدیرعامل از توانایی بیشتری برای کنترل افشای اطلاعات شرکت و همچنین انباشت اخبار بد شرکت خواهد داشت (چن، هانگ و استین، ۲۰۱۰).

به عبارت دیگر، اگر مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیئت‌مدیره نیز باشد در این حالت مدیرعامل به طور بالقوه اختیار بیشتری دارد و این ساختار دوگانه به مدیرعامل اجازه می‌دهد تا اطلاعات در دسترس دیگر اعضای هیئت‌مدیره را به طور مؤثری کنترل کند (داویدسون، جیراپون، کیم و نیمک<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴). در اینجا، تلاش مدیران برای خوب جلوه دادن عملکرد واحد تجاری در واقع نیازمند مخفی نمودن اطلاعات و اخبار آن می‌باشد. چنانچه مدیران برای مدت زمان طولانی از افشای اخبار بد خودداری کنند، اخبار منفی در داخل شرکت انباشته می‌شود. از سوی دیگر، حجم اخبار بدی محدود است که مدیران می‌توانند انباشته کنند. علت این موضوع آن است وقتی که حجم اخبار منفی انباشته به آستانه معینی می‌رسد نگهداری و افشای آن برای مدت طولانی‌تر غیرممکن و پرهزینه خواهد شد. در نتیجه توده اخبار نامطلوب پس از رسیدن به نقطه اوج خود به یکباره وارد بازار شده و این موضوع به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود (هاتن، مارکوس و تهرانیان، ۲۰۰۹). در واقع در یک چنین سطح و آستانه‌ای، به دلیل ملاحظات منفعت هزینه و یا سایر شرایط مخفی نمودن اخبار بد امکان‌پذیر نبوده و مدیران در مقابل مخفی نمودن اخبار بد تسلیم می‌گردند. در این مرز با افشای اخبار بد شرکت همگان از اخبار بد شرکت آگاه شده و در نهایت کاهش شدید قیمت سهام اتفاق می‌افتد. مدیرعامل با نقش دوگانه با توجه به قدرتی که در چنین هیئت‌مدیره‌ای دارد بهتر می‌تواند اخبار بد مرتبط با

<sup>1</sup> Davidson, Jiraporn, Kim and Nemec

پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارای خالص ارزش فعلی را مخفی نموده و از افشای اطلاعات آن خودداری نماید اما حتی وجود چنین نقشی نمی‌تواند مانع از افشای اخبار بد گردد چون در یک مرزی به‌دلیل ملاحظات منفعت-هزینه و یا سایر شرایط اخبار بد شرکت افشا شده و موجب ریزش شدید قیمت سهام می‌گردد. سودها نقش قابل‌توجهی در تعیین قیمت سهام دارند، به‌ویژه اگر واکنش قیمت سهام به‌نوعی تحت تأثیر اعلام سود به‌طور متوالی باشد. حال اگر سودها به‌عنوان اطلاعات مهم در نظر گرفته شوند، طبیعی است که مدیران برای جلب نظر سرمایه‌گذاران سودها را دست‌کاری کنند که ممکن است این دست‌کاری برای سالی منجر به انتقال هزینه به سال بعد شده و یا منجر به ایجاد درآمد در سال‌های آتی گردد. این عمل باعث انتقال غلط اطلاعات به بازار شده و در صورت افشا، قیمت سهام را به‌شدت کاهش می‌دهد. به بیانی دیگر، در شرایطی که در گزارشگری مالی شفافیت کامل وجود نداشته باشد و شرایط برای اقدام به مدیریت سود آماده باشد، برای مدیران این فرصت فراهم می‌شود تا برای حفظ شغل و اعتبار حرفه‌ای خود، اطلاعات منفی را در داخل شرکت پنهان کنند. از این‌رو، این اطلاعات منفی در داخل شرکت انباشته می‌شود. هنگامی که توده اطلاعات منفی انباشته به نقطه اوج خود می‌رسد، نگهداری آن برای مدت زمانی طولانی تر غیرممکن و پرهزینه می‌شود. در نتیجه توده اطلاعات منفی به یکباره وارد بازار شده، به سقوط قیمت سهام منجر می‌گردد (هاتن، مارکوس و تهرانیان، ۲۰۰۹). علاوه بر این، در محیط گزارشگری غیرشفاف، سرمایه‌گذاران قادر به شناسایی و کشف پروژه‌های زیان‌ده شرکت نیستند. ناتوانی سرمایه‌گذاران در تمایز بین پروژه‌های سودده و زیان‌ده در مراحل اولیه آن‌ها باعث می‌شود که پروژه‌های زیان‌ده ادامه یابد و با گذر زمان زیان‌دهی آن‌ها افزایش یابد. بازده منفی این نوع پروژه‌ها در طول زمان در داخل شرکت انباشت می‌شود و هنگامی که اطلاعات مربوط به آن‌ها افشا می‌شود، قیمت سهام به‌شدت کاهش پیدا خواهد کرد (هاتن، مارکوس و تهرانیان، ۲۰۰۹).

از طرفی دیگر، اجتناب از پرداخت مالیات منجر به کاهش سود و وجوه نقد باقیمانده برای سایر ذینفعان شرکت از جمله سهامداران می‌شود. از این‌رو به‌طور طبیعی این انگیزه وجود دارد تا شرکت و سهامداران آن اقداماتی را برای اجتناب از پرداخت مالیات انجام دهند. در رویکردهای گسترده نظام راهبردی شرکت، دولت نیز به‌عنوان یکی از ذینفعان اصلی شرکت ایفای نقش می‌کند. بدین ترتیب که چنانچه عملیات شرکت به سودی منتهی شود، قبل از هر تصمیمی در رابطه با این سود، سهم دولت از آن باید محاسبه و تحت عنوان مالیات پرداخت شود (عبدی و باباجانی، ۱۳۸۹). مدیران عامل به شهرت و اعتبار خود علاقه‌مند می‌باشند و همین امر منجر به عملکرد محافظه‌کارانه آنان در ارتباط

با میزان هزینه مالیاتی شرکت می‌شود. از گذشته تاکنون مدیران در پی کمینه‌سازی نرخ مؤثر مالیاتی در بلندمدت، در راستای مدیریت مالیات بوده‌اند. چنانچه مدیر بتواند نرخ مؤثر مالیات را در بلندمدت کاهش داده و مالیات کمتری پرداخت کند، این امر منجر به افزایش سود خالص پس از مالیات و همچنین کاهش جریان‌های نقدی خروجی از بابت مالیات خواهد شد. در واقع، پرداخت مالیات منجر به کاهش سود و وجوه نقد باقیمانده برای سایر ذینفعان شرکت از جمله سهامداران می‌شود. از این رو به‌طور طبیعی این انگیزه وجود دارد تا شرکت و سهامداران آن اقداماتی را برای اجتناب از پرداخت مالیات انجام دهند (فروغی، میرزایی و رسائیان ۱۳۹۱). در واقع می‌توان گفت اگر چه اقدام به اجتناب از پرداخت مالیات منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود، لکن فعالیت‌های مربوط به اجتناب مالیاتی این فرصت را برای مدیران فراهم می‌سازد تا اقدامات خود را به‌منظور عدم افشا و نگهداری اخبار بد در داخل شرکت توسعه دهند (دسای و دارماپالا، ۲۰۰۹).

مدیر شرکت با توجه به نفوذ و قدرت خود می‌تواند تأثیر مهمی بر ویژگی‌های شرکتی از قبیل اندازه شرکت، بازده دارایی‌های شرکت، اهرم مالی و فرصت‌های رشد داشته باشد که این ویژگی‌های شرکتی خود تأثیر با اهمیتی بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. برای مثال، شرکت‌های با اندازه بزرگتر نسبت به سایر شرکت‌ها عملکرد و کارایی بهتری دارند و اخبار بد درخصوص آن‌ها کمتر است. از این رو، غالباً در این شرکت‌ها اخبار بد محرمانه‌ای وجود ندارد که مدیر برای پنهان نمودن آن‌ها انگیزه داشته باشد. از طرفی فعالان بازار سرمایه به شرکت‌های با اندازه بزرگ اعتماد بیشتری دارند و احتمالاً اخبار درخصوص این شرکت‌ها، واکنش منفی کمتری در مقایسه با شرکت‌های با اندازه کوچک‌تر در سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند (جنسن و مک لینگ، ۱۹۹۶). از دیگر موارد مؤثر بر ریسک سقوط می‌توان به اهرم مالی اشاره کرد. به اعتقاد هاتن، مارکوس و تهرانیان (۲۰۰۹) افزایش میزان بدهی شرکت می‌تواند منجر به افزایش هزینه بهره گردد؛ بنابراین افزایش نسبت اهرم مالی می‌تواند منجر به کاهش سود ارائه شده گردد. پس حجم بالای بدهی در ساختار سرمایه شرکت می‌تواند زمینه‌ای برای ایجاد چولگی منفی در بازده سهام باشد. بازده سهام نیز از طریق نوسان‌های خود (انحراف معیار بازده) بر ریسک سقوط قیمت سهام اثرگذار است.

با توجه به مبانی اشاره شده در بالا این تحقیق به دنبال یافتن پاسخ برای سؤالات زیر است:

- ۱. آیا مدیریت سود و میزان اجتناب از مالیات می‌تواند تأثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام بگذارد؟
- ۲. آیا قدرت مدیرعامل بر رابطه مدیریت سود و ریسک سقوط قیمت سهام و همچنین بر رابطه اجتناب از مالیات و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری دارد؟

## پیشینه پژوهش پژوهش‌های داخلی

بادآورن‌پندی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۶) نشان دادند زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران زیاد است، تأثیر منفی پرداخت سود سهام بر خطر سقوط قیمت سهام تشدید می‌شود. نتیجه دیگر این تحقیق آن است که عدم انتشار اخبار بد تأثیر مثبت و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد و این تأثیر در شرکت‌هایی شدیدتر است که عدم تقارن اطلاعاتی زیادی دارند، بنابراین انباشت اخبار بد، بازده منفی و شدیدتر سهام را به شکل سقوط قیمت سهام در پی دارد.

طاهری و نیکبخت (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین برخی سازوکارهای راهبری شرکتی و ناهنجاری اقلام تعهدی پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که بین سازوکارهای راهبری شرکتی درصد مالکان نهادی، عدم وجود مدیر عامل به عنوان رئیس هیئت مدیره و نوع حسابرسان با ناهنجاری اقلام تعهدی رابطه معناداری وجود دارد اما بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره با ناهنجاری اقلام تعهدی رابطه معناداری وجود ندارد.

ایزی (۱۳۹۶) در تحقیقی با عنوان قدرت مدیران اجرایی و ریسک سقوط قیمت سهام نشان دادند که بین دوگانگی نقش مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما بین دوره تصدی وی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

فروغی (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. 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.

مرادزاده فرد (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و ریسک سقوط قیمت سهام پرداخت. نتایج نشان می‌دهد که توانایی مدیریت، سرمایه‌گذاری کمتر از حد را کاهش، سرمایه‌گذاری بیش از حد را تقویت و در مجموع سبب افزایش انحراف در سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار می‌شود. همچنین نتایج مبین این امر است که کیفیت گزارشگری مطلوب، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را کاهش می‌دهد اما در این رابطه شواهدی مبنی بر رابطه تعاملی مدیران توانمند و کیفیت گزارشگری بالا با ریسک سقوط آتی سهام مشاهده نشد.

فروغی و قاسم‌زاد (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی با ریسک سقوط قیمت سهام نشان دادند که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر تمام معیارهای ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد.

خواجوی، ولی‌پور و عسگری (۱۳۸۹) نشان دادند کارآیی مدیریت در استفاده از منابعی است که در اختیار وی گذاشته شده است و پایداری سود می‌تواند این کارآیی را نشان دهد. هر چه سودهای کسب شده از طریق دارایی‌های عملیاتی باشد، پایداری سود بیشتر خواهد بود.

### پژوهش‌های خارجی

آل مأمون، بالاچندران و نان دانگ (۲۰۱۶) نشان دادند شرکت‌هایی با قدرت مدیرعامل بالاتر، توانایی بالاتری در هدایت ریسک سقوط قیمت سهام دارند. همچنین آن‌ها نشان دادند که تأثیر مدیریت سود، اجتناب از مالیات، انگیزه‌های حق اختیارات مدیرعامل و اعتماد به نفس کاذب مدیرعامل بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌هایی با قدرت مدیرعامل بالاتر بیشتر است.

ژو، لی، یان، کام و چان<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) نشان دادند که برای استفاده از قدرت پردازش اضافی، مدیران عالی شرکت‌ها با مالکیت دولتی، انگیزه کافی برای نگهداشتن اخبار بد برای دوره طولانی را دارا هستند که این امر خود در نهایت منجر به سقوط قیمت سهام بیشتر در آینده می‌شود.

علی و زانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۳)، دریافتند سود به احتمال زیاد در ابتدای دوره تصدی مدیرعامل در مقایسه با دوره پایانی خدمت مدیرعامل بیشتر مورد اغراق قرار می‌گیرد. این نتیجه‌گیری با این فرض سازگار است که مدیرعاملان در ابتدای دوره تصدی خود در مقایسه با مابقی زمان خدمتشان برای بیش از حد نشان دادن سود انگیزه بیشتری دارند. آن‌ها همچنین نشان دادند در مقایسه با سود در آخرین سال دوره تصدی مدیرعامل در مقایسه با مابقی سال‌های خدمتش به میزان بیشتری بیش از واقع نمایش داده می‌شود. چوی، واک و چو<sup>۳</sup> (۲۰۱۲)، رابطه بین مدیریت سود و جابجایی مدیرعامل را بررسی کردند. یافته‌های تحقیق آن‌ها نشان داد زمانی که مدیرعامل از روی اجبار جابجا می‌شود، مدیریت سود افزایش می‌یابد.

<sup>1</sup> Xu, Li, Yuan, Kam and Chan

<sup>2</sup> Ali and Zhang

<sup>3</sup> Choi, Kwak and choe



### روش پژوهش

در این پژوهش به منظور تدوین مبانی نظری تحقیق از مطالعات کتابخانه‌ای و بخشی نیز از طریق جستجو در اینترنت و مراجعه به آرشیو مراکز علمی و دانشگاهی و داده‌های مالی مورد نیاز از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران استخراج گردیده است، همچنین برای ایجاد پایگاه داده‌های مورد نیاز از نرم‌افزار اکسل استفاده شده است.

### قلمرو پژوهش

قلمرو مکانی پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی پژوهش سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۴ (یک دوره پنج‌ساله) است.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که شرایط زیر را دارا باشند، می‌باشد.

- ۱- در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداشته باشند.
  - ۲- شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، بانک و لیزینگ نباشند.
  - ۳- داده‌های مورد نظر آن‌ها در دسترس باشد.
  - ۴- شرکت‌هایی که در دوره تحقیق فعال نبوده‌اند.
- در نهایت با توجه به محدودیت‌های ذکر شده تعداد ۱۰۳ شرکت (۵۱۵ سال - شرکت) به عنوان جامعه آماری پژوهش و همچنین نمونه آماری مورد آزمون قرار گرفت.

### تعریف متغیرها

#### متغیر وابسته

#### ریسک سقوط قیمت سهام

به منظور اندازه‌گیری این متغیر، از معیار هاتن، مارکوس و تهرانیان (۲۰۰۹) استفاده شده است. براساس مطالعه هاتن، مارکوس و تهرانیان (۲۰۰۹) دوره سقوط در یک سال مالی معین، دوره‌ای است که طی آن بازده ماهانه خاص شرکت  $\frac{3}{2}$  انحراف معیار کمتر از میانگین بازده ماهانه خاص آن باشد. اساس این تعریف بر این مفهوم آماری قرار دارد که با فرض نرمال بودن توزیع بازده ماهانه

خالص شرکت، نوسان‌هایی که در فاصله میانگین به‌علاوه ۳/۲ انحراف معیار و میانگین منهای ۳/۲ انحراف معیار قرار می‌گیرند از جمله نوسان‌های عادی محسوب می‌شود و نوسان‌های خارج از این فاصله، جزء موارد غیرعادی قلمداد می‌شود. با توجه به اینکه سقوط قیمت سهام یک نوسان غیرعادی است، عدد ۳/۲ به‌عنوان مرز بین نوسانات عادی و غیرعادی مطرح است. در این پژوهش، ریسک سقوط قیمت سهام، متغیری مجازی است که اگر شرکت طی سال مالی حداقل یک دوره سقوط را تجربه کرده باشد، مقدار آن یک و در غیر این صورت، صفر خواهد بود (کیم، لی و ژانگ، ۲۰۱۱).

Crit: ریسک سقوط قیمت سهام

بازده ماهانه خاص شرکت با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$5Wjtt(((( (+ejtt) \quad (1)$$

در رابطه‌ی فوق:

$Wj,t$  = بازده ماهانه خاص شرکت  $j$  در ماه  $t$  طی سال مالی.

$ej,t$  = بازده باقیمانده سهام شرکت  $j$  در ماه  $t$  و عبارت است از باقیمانده یا خطای مدل در رابطه زیر:

$$t_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 rm_{t-2} + \beta_2 rm_{t-1} + \beta_3 rm_{t+1} + \beta_4 rm_{t+1} + \beta_5 rm_{t+2} + e_{it} \quad (2)$$

که در این رابطه:

$r_{i,t}$  = بازده سهام شرکت  $i$  در ماه  $t$  طی سال مالی.

$rm_t$  = بازده بازار در ماه  $t$  است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص

پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود. رابطه شماره (۲) با استفاده از روش

رگرسیون چندمتغیره و شیوه داده‌های ترکیبی برآورد شده و باقیمانده آن به‌شرح رابطه شماره (۱)

جهت محاسبه بازده ماهانه خاص شرکت استفاده می‌شود بازده ماهانه خاص شرکت، با توجه به

تعریف مذکور به‌منظور اندازه‌گیری ریسک سقوط آتی قیمت سهام استفاده می‌شود.

### متغیر میانجی

#### قدرت مدیرعامل

آدامز و فریرا<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) استدلال می‌کنند قدرت مدیرعامل با افزایش دامنه تصمیم‌گیری توسط آن‌ها در شرکت افزایش می‌یابد. به عنوان مثال، دوگانگی وظیفه مدیرعامل می‌تواند به طور بالقوه ریسک تصمیم‌گیرنده نهایی بودن مدیرعامل در زمینه گزارشگری مالی را افزایش دهد. در این پژوهش، قدرت مدیرعامل با در نظر گرفتن سمت وی به عنوان رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره اندازه‌گیری شده است. اگر مدیرعامل رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره باشد از متغیر مصنوعی ۱ و در غیر این صورت از متغیر مصنوعی صفر استفاده می‌گردد (کاشفی‌پور، ۲۰۱۵).

### متغیر کنترلی

با بررسی پژوهش‌های انجام شده پیرامون ریسک سقوط قیمت سهام چون پژوهش فروغی، میرزایی و رسائیان (۱۳۹۱)، فروغ‌نژاد، شریفی و طالبی (۱۳۹۵) متغیرهای زیر برای کنترل مدل انتخاب شده‌اند:

LEV = اهرم مالی (کنترل)

برای محاسبه اهرم مالی از نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها استفاده شده است.

Size = اندازه شرکت (متغیر کنترل)

برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم کل دارایی شرکت در پایان دوره مالی استفاده شده است.

MTB = فرصت رشد (متغیر کنترل)

برای محاسبه فرصت رشد از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شده است.

ROA = بازده دارایی‌ها (متغیر کنترل)

برای محاسبه بازده دارایی‌ها از نسبت سود خالص به کل دارایی استفاده شده است.

### متغیر مستقل

#### EM مدیریت سود

در مدل تعدیل شده جونز ابتدا کل اقلام تعهدی به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

<sup>1</sup> Adams & Ferreira

$$AA_{it} = E_{it} - \quad \quad \quad it \quad (3)$$

TA<sub>it</sub>: کل ارقام تعهدی شرکت i در سال t

E<sub>it</sub>: سود قبل از ارقام غیر مترقبه برای شرکت i در سال t

OCF<sub>it</sub>: جریان‌های نقدی حاصل از عملیات برای شرکت i در سال t

پس از محاسبه کل ارقام تعهدی، پارامترهای  $\alpha_1, \beta_4, IE_3$  به منظور تعیین ارقام تعهدی غیراختیاری، از طریق فرمول زیر برآورد می‌شوند:

$$\frac{AA_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_1 \frac{\quad}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta VVV}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{EEE_t}{i -} \quad (4)$$

که در آن:

i : کل ارقام تعهدی شرکت i در سال t

t-1 : ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t-1

$\Delta RVV_{it}$ : تغییر در درآمد فروش شرکت i بین سال t و t-1

EEE<sub>it</sub>: اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات ناخالص شرکت i در سال t

$\varepsilon_i$ : اثرات نامشخص عوامل تصادفی

$a_1, b_3$ : پارامترهای برآورد شده شرکت i

پس از محاسبه پارامترهای  $\alpha_2, \alpha_1$  از طریق روش حداقل مربعات طبق فرمول ذیل ارقام تعهدی غیراختیاری، به شرح زیر تعیین می‌شود:

$$AAA_{it} = \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + I_2 \frac{D_i VV_{it} AC_{it}}{I_{i+1}} E_3 \frac{EEE_{it}}{A_{it-1}} \quad \text{رابطه (5)}$$

که در آن:

III<sub>it</sub>: ارقام تعهدی غیر اختیاری شرکت i در سال t

RCC<sub>it</sub>: تغییر در حساب‌های دریافتنی شرکت i بین سال t و t-1

در نهایت ارقام تعهدی اختیاری (DA) پس از تعیین NDA به صورت زیر محاسبه می‌شود (جونز، ۱۹۹۱).

$$NDA = \frac{AA}{A_{it-1}} \quad (۶)$$

Tax: میزان اجتناب از مالیات

نرخ مؤثر هزینه مالیات؛ از تقسیم هزینه مالیات شرکت  $i$  در سال  $t$  بر درآمد قبل از مالیات شرکت  $i$  در سال  $t$  به دست می آید (گلستانی، دلدار، سیدی و جعفری شورچه، ۱۳۹۳؛ خانی، ایمانی و یوسفی، ۱۳۹۳). هرگونه تلاش غیرقانونی برای پرداخت نکردن مالیات مانند ندادن اطلاعات لازم در مورد عواید و منافع مشمول مالیات به مقامات مسئول، فرار مالیاتی خوانده می شود. برای محاسبه میزان اجتناب از مالیات از نسبت زیر استفاده می گردد (خانی، ایمانی و یوسفی، ۱۳۹۳). نرخ مؤثر هزینه مالیات؛ از تقسیم هزینه مالیات شرکت  $i$  در سال  $t$  بر درآمد قبل از مالیات شرکت  $i$  در سال  $t$  به دست می آید.

### فرضیه ها و مدل پژوهش

در این پژوهش با توجه به مبانی نظری بیان شده و همچنین پژوهش آل مأمون، بالاچندران و نان دانگ (۲۰۱۶) فرضیه ها و مدل زیرارائه می گردد:

**فرضیه اول:** مدیریت سود بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

**فرضیه دوم:** میزان اجتناب از مالیات بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

**فرضیه سوم:** قدرت مدیرعامل بر رابطه مدیریت سود و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معنادار دارد.

**فرضیه چهارم:** قدرت مدیرعامل بر رابطه اجتناب از مالیات و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معنادار دارد.

(۷)

$$RR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CPP_{it} + \alpha_2 R_{it} + \alpha_3 AAX_{it} + \alpha_4 X3333_{it} + \alpha_5 COOOORR_{it} + \alpha_6 AAX_{it} + \alpha_7 VVV_{it} + \alpha_8 ZE_{it} + \alpha_9 AAA_{it} + \alpha_{10} BBB_{it} + \epsilon_{it}$$

CRit = ریسک سقوط قیمت سهام (متغیر وابسته)

CEOPOWER = قدرت مدیرعامل (متغیر مستقل)

EM = مدیریت سود (متغیر تعدیل گر)

Tax = میزان اجتناب از مالیات (متغیر تعدیل گر)

LEV = اهرم مالی (کنترل)  
 Size = اندازه شرکت (متغیر کنترل)  
 MTB = فرصت رشد (متغیر کنترل)  
 ROA = بازده دارایی‌ها (متغیر کنترل)

### یافته‌های پژوهش

نتایج آماره‌های توصیفی متغیرهای کمی و کیفی پژوهش به شرح نگاره شماره‌های (۱) و (۲) ارائه شده است:

نگاره شماره ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

| ویژگی<br>متغیر   | میانگین | میان   | حداقل   | حداکثر | انحراف<br>معیار | چولگی  | کشدگی  |
|------------------|---------|--------|---------|--------|-----------------|--------|--------|
| مدیریت سود       | ۰/۰۷۲   | ۰/۰۵۹  | -۰/۳۷۸  | ۱/۳۳۶  | ۰/۱۶۷           | ۱/۳۸۱  | ۸/۳۹۱  |
| اجتناب از مالیات | -۰/۲۷۳  | -۰/۱۲۴ | -۱۸/۷۴۴ | ۱۴/۸۶۵ | ۱/۵۲۴           | -۵/۵۰۷ | ۹۶/۶۴۹ |
| اهرم مالی        | ۰/۰۷۸   | ۰/۰۴۴  | ۰/۰۰۰   | ۰/۹۳۹  | ۰/۰۹۵           | ۳/۲۷۲  | ۱۸/۰۴۴ |
| اندازه شرکت      | ۶/۱۹۲   | ۶/۰۵۹  | ۴/۴۹۶   | ۸/۲۹۸  | ۰/۶۸۳           | ۰/۷۴۴  | ۰/۶۸۳  |
| بازده دارایی‌ها  | ۰/۱۳۳   | ۰/۱۱۸  | -۰/۴۵۱  | ۰/۶۳۱  | ۰/۱۳۰           | ۰/۵۳۵  | ۱/۸۷۶  |
| نسبت ارزش دفتری  | ۳/۰۳۵   | ۲/۴۹۵  | -۲۶/۴۴۶ | ۱۷/۹۹۹ | ۲/۷۳۰           | -۱/۷۰۲ | ۳۰/۵۹۵ |

منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره شماره ۲: آمار توصیفی متغیرهای کیفی پژوهش

| ویژگی<br>متغیر                    | تعداد | درصد |
|-----------------------------------|-------|------|
| ریسک سقوط قیمت سهام<br>بلی<br>خیر | ۲۷۰   | ۵۲/۴ |
|                                   | ۲۴۵   | ۴۷/۶ |
| قدرت مدیرعامل<br>بلی<br>خیر       | ۹۸    | ۱۹   |
|                                   | ۴۱۷   | ۸۱   |

منبع: یافته‌های پژوهش

### آزمون وایف (شدت هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی)

برای بررسی شدت هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق از عامل تورم واریانس و تولرانس<sup>۱</sup> استفاده شده است. وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل سبب می شود که با وجود بالا بودن ضریب تعیین، اعتبار مدل زیر سؤال برود. همان طور که در نگاره شماره (۳) مشخص است، عامل تورم واریانس کلیه متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق زیر ۵ می باشد که بیانگر عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل تحقیق می باشد.

نگاره شماره ۳: آزمون VIF (شدت هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی)

| متغیر            | تولرانس | عامل تورم واریانس |
|------------------|---------|-------------------|
| قدرت مدیرعامل    | ۰/۹۴۱   | ۱/۰۶۲             |
| مدیریت سود       | ۰/۶۸۹   | ۱/۴۵۱             |
| اجتناب از مالیات | ۰/۹۸۹   | ۱/۰۱۱             |
| اهرم مالی        | ۰/۹۰۷   | ۱/۱۰۳             |
| اندازه شرکت      | ۰/۹۸۳   | ۱/۰۱۸             |
| بازده دارایی ها  | ۰/۶۲۱   | ۱/۶۰۹             |
| نسبت ارزش دفتری  | ۰/۹۰۳   | ۱/۱۰۷             |

منبع: یافته های پژوهش

### آزمون ریشه واحد پایایی

مهم ترین بحث در به کارگیری روش های اقتصادسنجی بررسی روش هایی است که از عدم کاذب بودن رگرسیون برآوردی اطمینان حاصل شود. عدم کاذب بودن رگرسیون برآوردی را به روش های متفاوتی مورد بررسی قرار می دهند. عمدتاً نا مانایی متغیرها یا به عبارتی تصادفی بودن سری زمانی متغیرها منجر به کاذب شدن رگرسیون برآوردی می شود. پیش از برآورد مدل، لازم است ایستایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین ها، مورد آزمون قرار گیرد، زیرا نایستایی متغیرها چه در مورد داده های سری زمانی و چه داده های پانل، باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می شود. برخلاف آنچه در مورد داده های سری زمانی مطرح است، در مورد داده های پانلی نمی توان برای آزمون ایستایی از

<sup>1</sup> Tolerance

آزمون‌های دیکی- فولر و دیکی فولر تعمیم یافته (ADF)<sup>۱</sup> بهره جست، بلکه لازم است به‌نحوی ایستایی جمعی متغیرها آزمون شود. برای این منظور، باید از آزمون لوین، لین و چو<sup>۲</sup> استفاده شود.

نگاره شماره ۴: نتایج آزمون ریشه واحد متغیرهای پژوهش در سطح

| متغیر               | تفاضل | آماره    | سطح احتمال |
|---------------------|-------|----------|------------|
| ریسک سقوط قیمت سهام | سطح   | -۱۰/۰۷   | <۰/۰۰۱     |
| قدرت مدیرعامل       | سطح   | -۱۰/۱۷   | <۰/۰۰۱     |
| مدیریت سود          | سطح   | -۱۴/۵۱   | <۰/۰۰۱     |
| اجتناب از مالیات    | سطح   | -۴۲۶۳/۳۳ | <۰/۰۰۱     |
| اهرم مالی           | سطح   | -۳۳/۵۵   | <۰/۰۰۱     |
| اندازه شرکت         | سطح   | -۳۲/۲۶   | <۰/۰۰۱     |
| بازده دارایی‌ها     | سطح   | -۷۱/۶۷   | <۰/۰۰۱     |
| نسبت ارزش دفتری     | سطح   | -۴۲/۴۴   | <۰/۰۰۱     |

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌گونه که از نگاره شماره (۴) قابل مشاهده است، براساس روش لین و چو، فرضیه صفر آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و بر این اساس متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در سطح مانا می‌باشند.

### آزمون ناهمسانی واریانس

ماهیت داده‌های پانلی ایجاب می‌نماید تا در بسیاری از مطالعات مبتنی بر این نوع از داده‌ها، مشکل ناهمسانی واریانس بروز نماید. با توجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس بر برآورد، انحراف معیار و استنباط آماری، لازم است تا قبل از پرداختن به هرگونه تخمین وجود و یا عدم وجود ناهمسانی واریانس تحقق یابد. نگاره شماره (۵) نتیجه آزمون ناهمسانی واریانس مدل مورد استفاده در این پژوهش را نمایش می‌دهد.

<sup>۱</sup> Augmented Dicky Fuller

<sup>۲</sup> Levin, Lin & Chu



نگاره شماره ۵: نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس

| نتیجه آزمون | احتمال | آماره وایت | مدل رگرسیونی                                                                                                                                                                                               |
|-------------|--------|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| همسانی      | ۰/۱۱۷  | ۲/۵۱       | $CR_{it}\alpha_0 + 1CEOPower_{it} + 2EM_{it}\alpha_3TAX_{it}\alpha_4CEOPower_{it} * EM_{it}\alpha_5CEOPower_{it} * TAX_{it}\alpha_6LEV_{it} + 7SIZE_{it}\alpha_8ROA_{it}\alpha_9 MTB_{it} + \epsilon_{it}$ |

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون وایت (آماره F) در نگاره شماره (۵) نشان می‌دهد که بررسی آماره آزمون انجام شده برای مدل‌های مورد مطالعه کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد و مدل‌های مذکور دارای همسانی واریانس می‌باشند.

### مدل مناسب برای تخمین مدل

به دلیل باینری بودن متغیر وابسته استفاده از رگرسیون پانل معمولی برای مدل این مطالعه مناسب نمی‌باشد. لذا از رگرسیون باینری استفاده شد و هر دو مدل لجیت و پروبیت آزمون شد و در نهایت مدل پروبیت به دلیل برازش بهتر مورد استفاده قرار گرفت.

### آزمون فرضیه‌ها

در این قسمت از پژوهش با توجه به آزمون‌های صورت گرفته و همچنین بررسی ناهمسانی واریانس برای مدل پژوهش و مشخص شدن روش تخمین، به تخمین مدل و آزمون فرضیه‌های تحقیق پرداخته خواهد شد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## نتایج تخمین مدل اول

نگاره شماره ۶: نتایج حاصل از مدل اول

| $CR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEOPOWER_{it} + \alpha_2 EM_{it} + \alpha_3 TAX_{it} + \alpha_4 CEOPOWER_{it} * EM_{it} + \alpha_5 CEOPOWER_{it} * TAX_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 SIZE_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 MTB_{it} + \varepsilon_{it}$ |            |                  |         |               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------------|---------|---------------|
| متغیر                                                                                                                                                                                                                                                           | ضریب متغیر | انحراف استاندارد | آماره z | سطح معنی داری |
| قدرت مدیرعامل                                                                                                                                                                                                                                                   | -۰/۴۸۱     | ۰/۴۱۵            | -۱/۱۶۰  | ۰/۲۴۶         |
| مدیریت سود                                                                                                                                                                                                                                                      | -۰/۰۸۴     | ۰/۴۰۹            | -۰/۲۰۴  | ۰/۸۳۸         |
| اجتناب از مالیات                                                                                                                                                                                                                                                | ۰/۰۶۳      | ۰/۰۴۵            | ۱/۴۰۴   | ۰/۱۶۰         |
| قدرت مدیرعامل × مدیریت سود                                                                                                                                                                                                                                      | ۱/۱۹۵      | ۱/۴۳۷            | ۰/۸۳۲   | ۰/۴۰۶         |
| قدرت مدیرعامل × اجتناب از مالیات                                                                                                                                                                                                                                | -۳/۶۷۴     | ۰/۹۸۴            | -۳/۷۳۰  | ۰/۰۴۴         |
| اهرم مالی                                                                                                                                                                                                                                                       | ۰/۲۴۰      | ۰/۰۶۵            | ۳/۶۹۱   | ۰/۰۴۱         |
| اندازه شرکت                                                                                                                                                                                                                                                     | -۰/۰۴۶     | ۰/۰۰۸۲           | -۵/۶۰   | ۰/۰۰۵         |
| بازده دارایی‌ها                                                                                                                                                                                                                                                 | -۰/۲۸۹     | ۰/۰۵۳۰           | -۵/۴۶   | ۰/۰۰۸         |
| نسبت ارزش دفتری                                                                                                                                                                                                                                                 | ۰/۰۰۹      | ۰/۰۰۲            | ۴/۵۰    | ۰/۰۰۳         |
| عرض از مبدأ                                                                                                                                                                                                                                                     | ۰/۳۴۷      | ۰/۰۸۲۲           | ۴/۲۲    | ۰/۰۰۵         |
| ضریب تبیین مک فادن                                                                                                                                                                                                                                              | -۰/۰۱۳     |                  |         |               |
| آماره نسبت درست‌نمایی                                                                                                                                                                                                                                           | ۹/۳۷۵      |                  |         |               |
| مقدار احتمال                                                                                                                                                                                                                                                    | ۰/۰۴۰      |                  |         |               |
| آماره دوربین واتسون                                                                                                                                                                                                                                             | ۱/۷۸۸      |                  |         |               |

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از مدل اول در نگاره شماره (۶) نشان داد در سطح ۵ درصد، قدرت مدیرعامل تأثیر معنی‌دار و منفی بر ارتباط بین اجتناب از مالیات و ریسک سقوط قیمت سهام دارد ( $P=0/044$ ). به‌طوری‌که اگر مدیرعامل دارای قدرت باشد اثر اجتناب از مالیات بر ریسک سقوط قیمت سهام کمتر می‌شود مقدار ضریب تبیین مک فادن ۰/۰۱۳ و مقدار احتمال مدل ۰/۰۴۰ بود؛ یعنی مدل مذکور در حالت کلی معنی‌دار بوده است. مقدار آماره دوربین واتسون با اندازه ۱/۷۸۸ حاکی از عدم خودهمبستگی بین اجزا مدل داشت.

## بحث و نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول و دوم نشان داد که مدیریت سود و اجتناب از مالیات بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری ندارد. رد شدن این فرضیه‌ها را می‌توان ناشی از به‌کارگیری نامناسب یا ضعیف بودن شفافیت و ناتوانی کارایی و یا ضعیف بودن کارایی اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران دانست. بینش‌های کاربردی این پژوهش حاکی از اهمیت نقش مدیریت سود و فرایند اجتناب از مالیات در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام است. از این‌رو شفافیت اطلاعات مالی، به‌عنوان عنصر تعیین‌کننده مزیت رقابتی خواهند توانست ضمن بهبود عملکرد شرکت‌ها ریسک سقوط قیمت سهام آن‌ها را نیز کاهش دهد و بدین‌ترتیب از پیامدهای اقتصادی، اجتماعی و سیاسی این رویداد ناگوار بکاهد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم بیانگر آنست که قدرت مدیرعامل تأثیر معناداری بر رابطه بین مدیریت سود و ریسک سقوط قیمت سهام ندارد. این نتیجه برخلاف ادبیات نظری موجود می‌باشد. براساس مبانی نظریه نمایندگی بین منافع مدیران و سهامداران همسویی وجود ندارد در نتیجه مدیران شرکت در وهله اول به دنبال دستیابی به منافع خود می‌باشند 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 به‌دست آورده است ممکن است اقدام به اخذ تصمیماتی نمایند که در کوتاه‌مدت اهداف خود را تأمین نماید اما در بلندمدت به ثروت سهامداران لطمه وارد کند. چنین مدیری به‌منظور به تأخیر انداختن افشای اخبار بد شرکت اقدام به مخفی نمودن این اخبار می‌نمایند 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 متأثر از تصمیمات منفعت‌طلبانه مدیر بوده تمام گروه‌ها از وضعیت شرکت باخبر گردید و نتیجه آن کاهش شدید قیمت سهام شرکت است. این نتایج برخلاف یافته‌های نتایج پژوهش چن و ژانگ (۲۰۱۴)، کیم، لی و ژانگ (۲۰۱۱) و هاتن، مارکوس و تهرانیان (۲۰۰۹) و همچنین نتایج به‌دست آمده در پژوهش‌های ایزی (۱۳۹۶) و فروغی و قاسم‌زاد (۱۳۹۴) می‌باشد. یکی از دلایل رد فرضیات اشاره شده در این تحقیق را می‌توان در نحوه اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل جستجو کرد. منظور از قدرت مدیرعامل، کسانی هستند که می‌توانند بر تصمیم‌گیری‌های مهم شرکت تأثیر داشته باشند. برخی از متداول‌ترین متغیرها در اندازه‌گیری قدرت تصمیم‌گیری مدیران عامل در ایران شامل میزان تملک سهام توسط مدیرعامل، مدیرعامل شرکت، تنها عضو موظف شرکت باشد، دوگانگی نقش مدیرعامل و دوره تصدی مدیریت است که در این تحقیق از مورد سوم استفاده شده است.

از طرفی دیگر نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم نشان داد که قدرت مدیرعامل تأثیر معنی‌دار و منفی بر ارتباط بین اجتناب از مالیات و ریسک سقوط قیمت سهام دارد به‌طوری‌که اگر مدیرعامل دارای قدرت باشد اثر اجتناب از مالیات بر ریسک سقوط قیمت سهام کمتر می‌شود. در واقع اینگونه می‌توان گفت در شرایطی که شرکت دارای یک نظام راهبری قدرتمند است، نظارت بر فعالیت‌های مدیران بیشتر می‌باشد و به‌دلیل برقراری یک جریان روان اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران به راحتی می‌توانند عملکرد شرکت را مورد ارزیابی قرار دهند. در نتیجه توانایی‌ها و فرصت‌های مدیران برای عدم افشای اخبار بد و نگهداری آن‌ها در داخل شرکت کاهش خواهد یافت و از این‌رو اثر اجتناب از مالیات بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام کمتر خواهد بود. این نتیجه با یافته‌های فروغی، میرزایی و رسائیان (۱۳۹۱) و کیم، لی و ژانگ (۲۰۱۱) همسو می‌باشد.

### محدودیت‌های پژوهش

همواره، گام نهادن در راه رسیدن به هدف، با محدودیت‌هایی همراه است که باعث می‌شود رسیدن به هدف مورد نظر با کندی همراه شود. پژوهش، به‌عنوان فرآیندی در جهت نیل به هدف حل مسئله‌ی پژوهش، از این امر مستثنی نیست. از این‌رو، در این قسمت با ارائه محدودیت‌های پژوهش، سعی بر آن است که به خواننده این پیام داده شود تا بتواند در تعمیم نتایج پژوهش با آگاهی بیشتری عمل کند و در مورد فرآیند پژوهش قضاوت عادلانه‌ای داشته باشد.

در این راستا محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر قابل ذکر است:

- ۱- در پژوهش حاضر داده‌های مربوط به شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ و بیمه به‌علت ماهیت خاص فعالیت آن‌ها از جامعه آماری کنار گذاشته شده‌اند، از این‌رو، نتایج به‌دست آمده قابلیت تعمیم به تمام شرکت‌ها را ندارد.
- ۲- داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها، از بابت تورم تعدیل نگردیده است. در صورت تعدیل اطلاعات مذکور، ممکن است نتایج متفاوتی از نتایج فعلی حاصل شود.

### پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

- ۱- با توجه به اینکه وجود کمیته حسابرسی و یا سهامداران نهادی می‌تواند باعث کاهش رفتار فرصت‌طلبانه و قدرت مدیرعامل گردد پیشنهاد می‌شود به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر ریسک سقوط قیمت سهام در حضور کمیته حسابرسی و سهامداران نهادی پرداخته شود.

۲- پیشنهاد می‌شود به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های دارای جریان نقد آزاد بالا و همچنین دارای عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته شود.



## منابع و مأخذ

- 1- Abdi. M. J. & Babajani.(2010). Relationship between Corporate Governance and Enterprises Taxable Profit, *Financial Accounting Reasurches*, Volume 2, Issue 3, Page 65-86. **(In Persian)**
- 2- Al Mamun, B., Balachandran, H. & Nhan Duong. (2016). Powerful CEOs and Stock Price Crash Risk, aDepartment of Economics and Finance, *La Trobe University*, Bundoora.
- 3- Ali,A. Zhang, W .(2013). CEO tenure and earning management. <http://ssrn.com/abstract: 2060119>.
- 4- Adams, R. & Ferreira, D. (2007), A Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance*, Vol. 62, pp. 217-25.
- 5- Badavar Nahandi1,Y., & Taghizadeh Khanqh,V. (2017). The Effect of Dividend Payments and Bad News Hoarding on Stock Price Crash Risk with an Emphasis on Information Asymmetry, *Journal of the accounting and auditing review*: 24(1), 19-40. **(In Persian)**
- 6- Chen, D., & Zheng, Y. (2014). CEO Tenure and Risk-Taking. *Global Business and Finance Review*, 19(1): 1-27.
- 7- Chen, J., Hong, H., Stein, J. (2010). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices, *Journal of Financial Economics*, 61, 345-381.
- 8- Choi, J.,Kwak, Y, M., & choe C. (2012), Earnings management surrouding CEO Turnover: evidence from Korea, *A journal of accounting, finance and business studies*:50(1), 25-55.
- 9- Davidson, W.N., Jiraporn, P., Kim, Y.S., & Nemec, C. (2004). Earnings management following duality-creating successions: Ethnostatistics, impression management, and agency theory. *Academy of Management Journal* 47, 267-275.

- 10- Desai, M. & Dharmapala, D. (2009a). Corporate Tax Avoidance and Firm Value, *Review of Economics and Statistics*, 91, 537–546.
- 11- Dichev, I.D., Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S.( 2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics* 56(2-3), 1–33.
- 12- Eezi, S. (2017). Power of executives and risk of falling of stock prices, aa ster's thesis, *Islamic Azad University of Sabzevar, (In Persian)*
- 13- Foroghi D. & ghasemzad P. (2015). The Effect of Management Overconfidence on Future Stock Price Crash Risk, *Volume & Issue: 2(2),7-147. (In Persian)*
- 14- Foroghi D, Mirzaei M., & Rasaiian A. (2012). The Impact of Tax Avoidance on the Future Stock Price Crash Risk of the Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *tax research*; 20 (13). *(In Persian)*
- 15- Foroghi, D. (2016). The Effect of CEO Duality on Future Stock Price Crash Risk, *empirical research of financial accounting*: 3(2),31-52. *(In Persian)*
- 16- Golestani, Sh., Deldar, M., Seyedi, S. J., & Jafari. H. (2014), The Relation of the Effective Tax rate with Dividend Policy and the Future Stock Return in Listed Companies in Tehran Stock Exchange, *Quarterly Journal of Economic Research and Policies*, Volume 22, Issue 7, Page 181-204. *(In Persian)*
- 17- foroughnejad, H. Sharifi. M. J., & Talebi, A. R. (2016). The Impact of Information Asymmetry on the Future Stock Price Crash Risk of Listed Companies in the Tehran Stock Exchange, *Asset management & Financing*, Volume 4, Issue 3 - Issue Serial Number 14, Page 39-58. *(In Persian)*
- 18- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk, *Journal of Financial Economics*, (94), 67- 86.
- 19- Jensen, M., & Meckling, W. (1996). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial*.
- 20- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations, *Journal of Accounting Reaserch*. 29. pp.193-228.

- 21- KashefiPour . . . su viv l d s' decision-making power: The evidence of China, **Research in International Business and Finance**, 33, 247-267.
- 22- Khajavi, Sh., Valipour, H., & Askari, S. (2010). Investigating the impact of conservatism on earnings sustainability in companies listed in Tehran Stock Exchange, **Accounting and Audit Research**, 2<sup>nd</sup> year, 8. 90-103. **(In Persian)**
- 23- Khani, A., Imanim K., & Yosefi, A. (2015). Tax Avoidance, How to Measure and Factors Affecting it, **Journal of Accounting Research**, Volume 4, Issue 3, Page 121-142. **(In Persian)**
- 24- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011b). CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes, **Journal of Financial Economics** 101(3), 713–730.
- 25- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news? **Journal of Accounting Research** 47(1), 241–276.
- 26- Moradzadeh Fard, M. (2016). Managerial Talent, Investment Efficiency and Stock Price Crash Risk, **Volume & Issue: 50(13)**, 1-195. **(In Persian)**
- 27- Pourghaz, A., Mohammadi, A. (2011). A Study of Relationship Between Managers Sources of Power and Personality Characteristics of Staff Entrepreneurship. **(A case study in Melli Bank)**, **Public management Reasurches**, Volume 4, Issue 12, Summer 2011, Page 111-130. **(In Persian)**
- 28- Taheri, M., & Nikbakht, M. R. (2017). Investigating the relationship between corportte governnnce mechnnisms d accruals' abror mality **Modern Researches in Accounting and Auditing: 1(1)** 9-28. **(In Persian)**
- 29- Xu, N., Li, X., Yuan, Q., & Kam C. Chan. (2014). Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China, **Journal of Corporate Finance** 25, 419-434. **(In Persian)**