

**Investigating the Role of Management Characteristics  
On Stock Price Crash Risk in Companies Listed on Tehran Stock Exchange**

**Afsaneh Delshad<sup>1</sup>, Reza Tehrani<sup>2</sup>**

**Abstract**

This research addresses the identification and evaluation of management characteristics including management Optimism, management myopia, management Conservatism, management forecast accuracy, management structure and management ability on stock price crash risk

in the companies listed on Tehran Stock Exchange for the first time. In order to meet the research objective and to test the hypothesis, 165 companies listed during the years 2006-2017 were selected.

The panel data set was analyzed based on a multi-variable regression. Findings showed that among the various management characteristics, two characteristics, namely managerial myopia and management forecast accuracy enjoyed the greatest impact on stock price crash in the listed companies. Furthermore, any increase in the management myopia gave rise to an exponential and significant increase at

the level of stock price crash companies. Capital market has also shown a significant reaction to the management myopia of the company when the stock price crash increased. Other findings also indicated that the stock price crash is reduced with an increase in management forecast accuracy. Any increase in management optimism led to improving management structure. With an increase in management ability, the level of stock price crash companies reduced and the higher conservatism of managers was followed by increases in Stock Price Crash Risk though these results were not statistically significant.

**Keywords:** Management Characteristics, Stock Price Crash Risk, Behavioral Finance, Bias.

**JEL:** G41, G40, O16, G41.

---

1 . PhD. Candidate, Financial management, Faculty of International Campus-kish Island, Tehran University, Kish, Iran. Corresponding Author: afsaneh.delshad@yahoo.com

2 . Professor. Of Financial Management, Faculty of Management and Accounting, Tehran University, Tehran, Iran. Email: rtehrani@ut.ac.ir

## بررسی نقش ویژگی‌های مدیریت بر ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های

### پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

افسانه دلشاد<sup>۲</sup>، رضا تهرانی<sup>۳</sup>

#### چکیده

در این پژوهش برای نخستین بار، به شناسایی و سنجش ویژگی‌های مدیریت که عبارت‌اند از خوش‌بینی مدیریت، کوتاه‌بینی مدیریت، محافظه‌کاری مدیریت، دقت پیش‌بینی مدیریت، ساختار مدیریت و توانایی مدیریت بر ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته خواهد شد. برای دستیابی به هدف پژوهش، تعداد ۱۶۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ انتخاب شد و روش آزمون فرضیه‌ها، مدل رگرسیون چند متغیره در مجموعه داده‌های ترکیبی می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که از میان ویژگی‌های مختلف مدیریت، دو ویژگی کوتاه‌بینی مدیران و دقت پیش‌بینی مدیریت بیشترین تأثیرگذاری را بر ریزش قیمت سهام در شرکت‌های بررسی شده داشته است. علاوه بر این، با افزایش کوتاه‌بینی مدیریت بر میزان ریزش قیمت سهام شرکت‌های بررسی شده به شکل معناداری افزوده شده و بدین ترتیب بازار سرمایه از طریق افزایش ریزش قیمت سهام شرکت و انکس معناداری نسبت به ویژگی کوتاه‌بینی مدیریت نشان داده است. سایر یافته‌ها نشان می‌دهد که ریزش قیمت سهام با افزایش دقت پیش‌بینی مدیریت کاهش یافته است. همچنین با افزایش خوش‌بینی مدیریت، بهبود ساختار مدیریت و افزایش توانایی مدیریت از میزان ریزش قیمت سهام شرکت‌های نمونه کاسته شده است و اعمال محافظه‌کاری بالاتر مدیران با افزایش ریسک ریزش قیمت سهام همراه بوده است، هرچند که هیچ‌یک از این نتایج از لحاظ آماری معنادار نیست.

**واژه‌های کلیدی:** ویژگی‌های مدیریت، ریسک ریزش قیمت سهام، مالی رفتاری، سوگیری.

طبقه‌بندی موضوعی: G41, G40, O16, G41

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2019.23897.1921

۲. دانشجوی دکتری، مدیریت مالی، دانشکده پردیس بین‌الملل کیش، دانشگاه تهران، کیش، ایران. نویسنده مسئول،

Email: afsaneh.delshad@yahoo.com

۳. استاد گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران. Email: rtehrani@ut.ac.ir

## مقدمه

مدیریت یکی از مؤثرترین عوامل توسعه کشورهاست و توسعه جامعه به مدیریت کارآمد نهادها، شرکت‌ها و سازمان‌های آن وابسته است. به عبارت دیگر توسعه و پیشرفت هر کشوری به عوامل مختلفی، از جمله اقتصادی، اجتماعی و جمعیتی بستگی دارد و بدون آن، امکان توسعه مشکل به نظر می‌رسد. مدیران شرکت‌های بورسی باید باهدف تخصیص بهینه منابع مالی کمیاب و جذب سرمایه در سودآورترین پروژه‌های با بازدهی و سودآوری بیشتر، در بهبود عملکرد آتی سازمان‌ها نقش مؤثری را ایفا می‌کنند. از طرفی موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام و به خصوص ریزش قیمت سهام، همواره مورد توجه تحلیلگران بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران و اداره‌کنندگان بورس اوراق بهادار قرار گرفته است. در بحث تغییرات قیمت سهام، ویژگی‌های مدیریت شرکت به عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار بر جهش یا سقوط قیمت و بازدهی سهام در نظر گرفته می‌شود.

یکی از ویژگی‌های مدیریت، خوش‌بینی مدیریت<sup>۱</sup> می‌باشد که وودنبرگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) رابطه بین خوش‌بینی مدیریت و ریزش قیمت سهام شرکت‌های ایالات متحده آمریکا را در طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۶ مورد مطالعه قرار داده است. او نشان داد که بین خوش‌بینی مدیریت و ریزش قیمت سهام ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد و خوش‌بینی مدیریت به افزایش ریسک ریزش قیمت سهام منجر می‌گردد. همچنین صنایع تولیدی، تجهیزات تجاری و بهداشتی نسبت به سایر صنایع نسبت به سوگیری خوش‌بینی مدیریت حساس‌تر بوده‌اند به طوری که ساختار مدیریت صنایع تجهیزات تجاری و بهداشتی، بیشتر متشکل از مدیران خوش‌بین بوده و صنایع تولیدی دارای کمترین سطح از خوش‌بینی مدیریت بوده‌اند. از دیگر ویژگی‌های مدیریت، محافظه‌کاری مدیریت<sup>۳</sup> است که دیو<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی در بورس اوراق بهادار چین، رابطه بین عملکرد زیست‌محیطی شرکت<sup>۵</sup>، محافظه‌کاری مدیریت و ریسک سقوط قیمت سهام را مورد مطالعه قرار داده است. یافته‌های پژوهش با استفاده از نمونه‌ای شامل ۸۱۷۳ سال-شرکت برای دوره زمانی ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۴ حاکی از آن است که عملکرد زیست‌محیطی شرکت رابطه منفی و معناداری با ریزش قیمت سهام دارد به طوری که

- 
- 1 . Management Optimism
  - 2 . Woudenberg
  - 3 . Management Conservatism
  - 4 . Du
  - 5 . Corporate Environmental Performance

شرکت‌های سازگار با محیط‌زیست با سقوط قیمت سهام کمتری مواجه هستند. همچنین محافظه-کاری مدیریت باعث کاهش ریسک ریزش قیمت سهام خواهد شد و تأثیر منفی عملکرد زیست‌محیطی بر ریزش قیمت سهام را کاهش خواهد داد.

در ویژگی کوتاه‌بینی مدیریت<sup>۱</sup>، مدیران اغلب پروژه‌هایی را انتخاب می‌کنند که درآمد و قیمت سهم در کوتاه‌مدت را به حداکثر خواهد رساند. این مدیران عملکرد بلندمدت را از طریق کاهش سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت قربانی انگیزه‌های مرتبط با سود کوتاه‌مدت می‌کنند. مدیران با دست‌کاری تغییر جریان درآمدها و هدایت عایدات سعی بر آن دارند تا سودهای آینده را به دوره جاری انتقال دهند. یافته‌های پژوهش لیائو و کیو<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) نشان می‌دهد؛ مدیران کوتاه‌بین در اداره شرکت از استراتژی تهاجمی<sup>۳</sup> استفاده می‌کنند و به احتمال بیشتر به کاهش یا قطع هزینه‌های تحقیق و توسعه روی می‌آورند و مدیران شرکت‌های رشدی، به احتمال کمتری هزینه‌های تحقیق و توسعه را کاهش می‌دهند. علاوه بر این؛ حاکمیت شرکتی ضعیف با افزایش رفتارهای کوتاه‌بینانه مدیریت و ریزش قیمت سهام همراه خواهد بود.

با توجه به اینکه سودهای پیش‌بینی‌شده توسط مدیریت در ارزیابی شرکت‌ها و تصمیم‌گیری‌های مالی و تجاری مورد استفاده قرار می‌گیرد، لذا بررسی ویژگی دقت پیش‌بینی مدیریت<sup>۴</sup> که به یک برآورد صحیح از سودهای آینده در هنگام برخورد با عدم اطمینان از رخدادهای آتی منجر می‌گردد، حائز اهمیت است. مدیرانی که از دقت پیش‌بینی پایین‌تری برخوردارند بالطبع سودآوری پایین‌تری داشته و از انگیزه بیشتری برای هموارسازی سود برخوردارند و سهام آن‌ها با سقوط قیمت بیشتر و بازدهی کمتری در آینده مواجه خواهد بود (چن، کیم، یائو<sup>۵</sup>؛ ۲۰۱۶). هام، لی و ان‌جی<sup>۶</sup> (۲۰۱۸) در مطالعات خود نشان دادند، مدیرانی که اقدام به پنهان کردن و انباشت اخبار بد از سرمایه‌گذاران می‌نمایند منجر به ریزش بیشتر قیمت سهام می‌شوند. علاوه بر این، آن‌ها دریافتند که خوش‌بینی مدیریت و مدیریت سود منجر به افزایش ریسک ریزش قیمت سهام خواهد شد. یکی دیگر از ویژگی‌های مدیریت توانایی مدیریت<sup>۷</sup> است که به معنای ایجاد و خلق

- 
- 1 . Management Myopia
  - 2 . Liao & Kuo
  - 3 . Prospector Strategies
  - 4 . Management Forecast Accuracy
  - 5 . Chen, Kim & Yao
  - 6 . Hamm, Li & Ng
  - 7 . Managerial Ability

در آمد می‌باشد. (هوانگ و سان<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). در پژوهشی حبیب و حسن<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) تأثیر توانایی مدیریت بر بازده سرمایه‌گذاری و ریسک سقوط قیمت سهام را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها نشان دادند که توانایی مدیران منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد و ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌شد که این به نوبه خود ریسک سقوط قیمت سهام را در پی داشت.

آخرین ویژگی مدیریت بررسی شده در این پژوهش، ساختار مدیریت است. منظور از ساختار مدیریت<sup>۳</sup>؛ استقلال، ثبات و استحکام و تنوع جنسیتی مدیریت می‌باشد. از دیدگاه نظریه نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف در هیأت‌مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آن‌ها به منزله افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود مدیران و ذینفعان کمک زیادی می‌کند. داه<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) نشان می‌دهد که اجرای قانون سارینز آکسلی منجر به افزایش میزان مدیران مستقل در ایالات متحده آمریکا شده است که این به نوبه خود می‌تواند منجر به تحمیل هزینه‌های اضافی گردد، در حالی که ممکن است مزیتی برای شرکت به ارمغان نیاورد. همچنین رابطه مثبتی بین استقلال هیأت‌مدیره و جبهه‌گیری مدیریت وجود دارد و الزامات ترکیب هیأت‌مدیره موجب کاهش کارایی هیأت‌مدیره و افزایش تسلط مدیرعامل و کنترل شرکت شده است. یافته‌های پژوهش نگوین و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) بیانگر آن است که ثبات مدیرعامل در شرکت‌های با رشد بالا تأثیر منفی بر رشد دارد و در شرکت‌های با رشد کم تأثیر مثبت بر رشد دارد. همچنین؛ مدیرعامل باثبات و با دوره تصدی بلندمدت در زمانی که محیط از ثبات بیشتری برخوردار است مفید می‌باشد، اما در زمانی که شرایط بحرانی و بی‌ثبات می‌شود؛ می‌تواند زیان‌آور باشد و به کاهش عملکرد آتی شرکت منجر گردد. از طرفی با توجه به اینکه در هر جامعه‌ای زنان نیمی از جمعیت هر کشوری را به خود اختصاص می‌دهند، حضور یا عدم حضورشان در سازمان‌ها و نهادها بر امکان استفاده مؤثر از تمامی ظرفیت بالقوه کشور تأثیر می‌گذارد. گالبریث<sup>۶</sup> (۲۰۱۶) بیان می‌دارد که زنان منجر به سطح بالایی از مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها<sup>۷</sup> می‌شوند و حضور زنان در هیأت‌مدیره با مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها مرتبط می‌باشد و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به نوبه خود با عملکرد مالی ارتباط مثبت است.

- 
- 1 . Huang & Sun
  - 2 . Habib & Hasan
  - 3 . Management Structure
  - 4 . Dah
  - 5 . Nguyen et al
  - 6 . Galbreath
  - 7 . Corporate Social Responsibility

از آنجا که تاکنون هیچ پژوهش جامعی در خصوص بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت نگرفته است، لذا شناسایی و بررسی این موضوع در حوزه مالی رفتاری از اهمیت و نوآوری بالایی برخوردار است. از جمله ویژگی‌های مدیریت که عملکرد و تصمیم‌گیری‌های مدیریت را تحت تأثیر قرار می‌دهد می‌توان به خوش‌بینی مدیریت، محافظه‌کاری مدیریت، کوتاه‌بینی مدیران، دقت پیش‌بینی‌های مدیران، ساختار مدیریت و توانایی مدیریت اشاره نمود. در این پژوهش به بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ریزش قیمت سهام شرکت پرداخته خواهد شد. در ادامه در بخش اول مبانی نظری و پیشینه پژوهش، در بخش دوم فرضیه‌های پژوهش و مدل پژوهش، در بخش سوم روش‌شناسی و متغیرهای پژوهش، در بخش چهارم نتایج پژوهش و ندر بخش پنجم بحث و نتیجه‌گیری مورد توجه قرار می‌گیرد.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

با توجه به اینکه بازارهای مالی شرکت‌های ناموفق یعنی شرکت‌هایی که بازده سالانه و سودآوری آن‌ها کمتر از میانگین است و قادر به برآوردن انتظارات، سهامداران و تحلیلگران نمی‌باشند را از طریق سقوط قیمت سهام آن‌ها مجازات می‌کنند؛ لذا می‌توان گفت که مدیریت شرکت در مواجهه با رشد، سودآوری و افزایش ارزش آتی تحت فشار قرار دارد (بانسل و گارل، ۲۰۱۶). گیگلر و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) معتقدند که شرکت‌ها به دلیل مزیت افزایش تکرار گزارشگری مالی که باعث جلوگیری از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش خالص فعلی منفی و بالطبع جلوگیری از ریزش قیمت سهم می‌گردند، باید مکلف گردند تا تعداد دفعات گزارشگری نتایج عملیات خود را در بازار سرمایه افزایش دهند. در داخل کشور نیز تهرانی و دلشاد (۱۳۹۷) نشان دادند، شرکت‌هایی که مدیریت کوتاه‌بین داشته‌اند، با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه آن‌ها کاهش یافته است و نتایج پژوهش تأثیر مثبت و معنادار کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را نشان می‌دهد. از طرفی در شرکت‌های بورسی این موضوع قابل توجه است که مدیران خوش‌بین بازده آتی پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت را بیش از حد برآورد می‌کنند و موجب سرعت بخشیدن به شناسایی درآمدها و تأخیر در شناسایی زیان‌ها می‌گردند. آن‌ها همچنین دارایی‌های شرکت را بیشتر از حد و

1 . Bancel & Garel

2 . Gigler et al

بدهی‌های شرکت را کمتر از حد ارزیابی می‌نمایند و باعث محافظه‌کاری مدیریتی کمتری می‌شوند. در همین راستا؛ کیم، وانگ و ژانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای رابطه بین خوش‌بینی مدیریت و ریسک سقوط آتی قیمت سهام را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها با بررسی ۹۰۲ بنگاه اقتصادی درج شده در بانک اطلاعاتی ExecuComp مؤسسه استاندارد اند پورز (S&P) برای دوره ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۰ به این نتیجه رسیدند که خوش‌بینی مدیریت منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردد و محافظه‌کاری مدیریتی با کاهش ریسک سقوط قیمت سهام همراه است و این رابطه به صورت مکمل است. همچنین بیش اعتمادی مدیران منجر به نوآوری بیشتر شرکت می‌گردد و این نوآوری اثر مثبت بر رشد اقتصادی دارد و ایجاد مکانیسم‌های نظارتی هیأت‌مدیره و اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره نیز با کاهش بیش اطمینانی مدیریت همراه خواهند بود.

بورس اوراق بهادار، پیش‌بینی سود توسط مدیریت را یکی از الزامات خود می‌داند. هرچقدر میزان سود پیش‌بینی شده هر سهم به سود واقعی هر سهم نزدیک‌تر باشد حاکی از توانایی و دقت بالای پیش‌بینی مدیریت دارد. هاتیرا<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی تأثیر دقت پیش‌بینی مدیریت را در صنایع مختلف ایالات متحده آمریکا در طی دوره ۲۰۰۰-۲۰۱۳ مورد مطالعه قرار داد، او نشان داد که دقت پیش‌بینی مدیران در طی ۱۳ سال گذشته کاهش یافته است که این امر بحران مالی، ریسک سیستمیک و سقوط سیستم مالی را به همراه داشت. همچنین دقت پیش‌بینی مدیران در دو صنعت «کشاورزی، معدن و ساخت‌وساز» و «مالی، بیمه، املاک و مستغلات» از اهمیت بالایی برخوردار است.

شرکت‌ها برای اینکه بتوانند موفقیت دست یابند، باید از ساختار مدیریت قوی و اثرگذار برخوردار باشند. حسینی (۲۰۱۷) نشان داد که افزایش استقلال هیأت‌مدیره منجر به عملکرد آتی بهتر شده و ارزش بالاتری را برای شرکت ایجاد خواهد کرد. برخی از مطالعات همچون جل، کور و کوپر<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) و فوزی، حالیم و جولیزارما<sup>۴</sup> (۲۰۱۶)؛ هیچ ارتباطی بین استقلال و نسبت مدیران مستقل و ثبات هیأت‌مدیره بر عملکرد شرکت نیافتند. نویل و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۸) نیز به بررسی رابطه بین استقلال هیأت‌مدیره و سوء رفتارهای شرکتی پرداختند. آن‌ها دریافتند که این رابطه منفی است و بر اساس نوع اجرای استقلال (استقلال در بین اعضای هیأت‌مدیره، استقلال در کمیته حسابرسی و یا استقلال در عضویت مدیرعامل در هیأت‌مدیره) متفاوت است و در کشورهایی که از فساد کمتری

---

1 . Kim, Wang & Zhang

2 . Hutira

3 . Johl, Kaur & Cooper

4 . Fuzi, Halim & Julizaerma

5 . Neville

برخوردارند منفی تر می‌باشد. لذا باید با به کارگیری حاکمیت شرکتی قوی منجر به افزایش استقلال هیأت‌مدیره شویم تا از نفوذ قدرتمند شرکت‌های بزرگ و سوء رفتار مدیران آن‌ها جلوگیری گردد. در پژوهش جنتر و لیونل<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) ارتباط بین عملکرد شرکت و تغییر مدیرعامل را مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌ها حاکی از آن است که ۳۸ تا ۵۵ درصد تغییر مدیران عامل ناشی از کاهش عملکرد و بازدهی سهام شرکت‌هاست که اگر عملکرد مدیرعامل شرکت مورد نظر خوب ارزیابی می‌گردید، این امر در عدم تغییر او مؤثر واقع می‌شد. واچودی و ام‌بویا (۲۰۱۲) نیز تأثیر تنوع جنسیتی هیأت‌مدیره بر بانک‌های تجاری کشور کنیا را مورد پژوهش قرار دادند و نتیجه گرفتند که تنوع هیأت‌مدیره هیچ تأثیری بر عملکرد بانک‌های تجاری کنیا ندارد. علاوه بر این هیأت‌مدیره تحت سلطه مردان قرار داشت و مفهوم سقف شیشه‌ای برقرار بود و به‌طور متوسط، در یک هیأت‌مدیره با ۸ عضو، تنها ۱ مدیر زن یافت می‌شد.

از طرفی مدیرانی که از توانایی بالاتری برخوردارند از قدرت درک و تحلیل بیشتری نسبت به شرایط داخلی و خارجی بهره‌مندند و نسبت به سایر مدیران سرمایه‌گذاری کارآمدتری دارند و در طرح‌هایی که ارزش فعلی خالص مثبت بالاتری دارند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. اندرو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) با انجام پژوهشی به وجود روابط مثبت و معنادار بین توانایی‌های مدیریتی قبل از بحران و سرمایه‌گذاری شرکت در دوره بحران پی بردند. نتایج بیانگر آن است که توانایی مدیریت مشکل کمبود منابع تأمین مالی ناشی از بحران مالی و کم سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد که این امر به نوبه خود منجر به افزایش ارزش افزوده شرکت‌های نمونه می‌گردد.

### پیشینه پژوهش

شاه و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) ارتباط بین سوگیری خوش‌بینی مدیران و سرمایه‌گذاران را با ارزش آتی ۴۳۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس پاکستان را در طی سال‌های ۲۰۱۳-۲۰۱۷ را مورد مطالعه قرار داده‌اند. یافته‌ها نشان می‌دهد که بین خوش‌بینی سرمایه‌گذاران و ارزش شرکت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. علاوه بر این؛ بین خوش‌بینی مدیران و ارزش شرکت ارتباط معناداری یافت نشد. همچنین آن‌ها نشان دادند که حضور مدیران و سرمایه‌گذاران خوش‌بین در شرکت، سودآوری

1 . Jenter & Lewellen

2 . Andreou et al

3 . Shah et al



و بازدهی بیشتر و جریانات نقدی بالاتر را به همراه خواهد داشت و مدیریت سازمان تأمین مالی از طریق بدهی را ترجیح خواهند داد.

عبدالله، اسماعیل و ایزاه<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) تأثیر تنوع جنسیتی، سن و قومیت هیأت مدیره را بر شاخص عملکرد حقوق صاحبان سهام (ROA) را در ۱۰۰ شرکت غیرمالی مالزی را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها نشان دادند که تنوع جنسیتی ارتباط منفی با Q توپین و بازده حقوق صاحبان سهام دارد و سن مدیر و تنوع قومیتی نیز به ترتیب ارتباط منفی و مثبت با بازده حقوق صاحبان سهام دارد.

ایندراواتی، دارلیس و اظهر<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی در سال ۲۰۱۵ بر روی شرکت‌های غیرمالی بورس اوراق بهادار اندونزی به این نتیجه دست یافتند که عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۳</sup>؛ کاهش دقت پیش‌بینی مدیریت و ریسک سقوط سهام را به همراه خواهد داشت. علاوه بر این؛ ساختار مدیریت شرکت‌های بزرگ و فعال در عرصه‌های بین‌المللی را بیشتر؛ مدیران باتجربه، با سابقه و با توانایی پیش‌بینی بالا تشکیل می‌دادند.

کنیون و هی<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) تأثیر جنسیت و استقلال هیأت مدیره بر عملکرد بیش از ۲۰۰۰ شرکت آمریکایی را در سال ۲۰۱۳ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهند که استقلال و تنوع جنسیتی هیأت مدیره تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها دارند و این تأثیر در شرکت‌های با عملکرد و سودآوری بالا نسبت به شرکت‌های با عملکرد پایین و کم بازده بیشتر است.

دلشاد و صادقی شریف (۱۳۹۷) در پژوهشی واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران ۱۷۰ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان می‌دهد وجود یا عدم وجود سهامداران نهادی میان سهامداران، بر رابطه بین بازده غیرعادی و کوتاه‌بینی مدیران تأثیر معناداری ندارد و نمی‌تواند بر واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران نیز تأثیرگذار باشد. بازار سرمایه نیز به کوتاه‌بینی مدیران واکنش معناداری نشان نداده و کوتاه‌بینی بر بازدهی غیرعادی تأثیری معنادار و منفی ندارد.

بشکوه و کشاورز (۱۳۹۷) رابطه بین بیش اعتمادی مدیریت و ریسک سقوط قیمت سهام را مورد مطالعه قرار داده‌اند. نتایج این پژوهش نشان داد که بیش اعتمادی مدیران با معیار پیش‌بینی سود و رشد غیرعادی دارایی‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام بر اساس نوسان بالا به پایین و سیگمای

1 . Abdullah, Ismail & Izah

2 . Indrawati, Darlis & Azhar

3 . Information Asymmetry

4 . Conyon & He

حداکثری تأثیر مستقیم و معناداری دارد. به عبارت دیگر با افزایش بیش اعتمادی مدیران، شرکت‌ها در معرض ریسک سقوط قیمت سهام بیشتری قرار می‌گیرند.

محمدی و کرم‌صالحی (۱۳۹۶) با بررسی ۱۵۲ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ نشان دادند که بین توانایی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد؛ در حالی که بین توانایی مدیریت و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

اکبری، قلیزاده و فرخنده (۱۳۹۶) در پژوهشی نشان دادند که درصد مدیران غیرموظف در رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی نقش تعدیل‌گری ایفا می‌کند. همچنین، مدیران غیرموظف با نظارت بیشتر، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده و از این طریق تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد مالی را در شرکت‌های مورد مطالعه افزایش خواهند داد.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه	شرح فرضیه
فرضیه اصلی ۱	کوتاه‌بینی مدیران تأثیری مثبت و معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد.
فرضیه اصلی ۲	خوش‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد.
فرضیه اصلی ۳	محافظه‌کاری تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد.
فرضیه اصلی ۴	دقت پیش‌بینی مدیریت تأثیری منفی و معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد.
فرضیه اصلی ۵	ساختار مدیریت تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد.
فرضیه فرعی ۱-۵	میزان استقلال هیأت‌مدیره تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد.
فرضیه فرعی ۲-۵	تنوع جنسیت هیأت‌مدیره تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد.
فرضیه فرعی ۳-۵	ثبات مدیریت تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد.
فرضیه اصلی ۶	توانایی مدیریت تأثیری منفی و معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

**گردآوری داده‌ها:** در این پژوهش به منظور تدوین مبانی نظری، روش کتابخانه‌ای مورد استفاده قرار گرفته است و به منظور جمع‌آوری داده‌های مالی روش میدانی مورد استفاده

قرار گرفته است و از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم-افزارهای تدبیر پرداز، ره‌آورد نوین، سایت اطلاع‌رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است. برای دسته‌بندی، تلخیص و ایجاد پایگاه داده‌ها از نرم‌افزار Excel و به‌منظور آزمون فرضیه از نرم‌افزار Eviews نسخه ۹ استفاده شده است.

**جامعه و نمونه آماری:** شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دسترسی آسان به اطلاعات، همچنین استاندارد بودن و همگن بودن اطلاعات آن‌ها دلیل انتخاب این شرکت‌ها به‌عنوان جامعه آماری پژوهش است. نمونه انتخابی این پژوهش شامل شرکت‌هایی می‌شود که دارای شرایط زیر باشند که شرکت‌ها به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند؛

۱. اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش یعنی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ موجود باشد.

۲. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

۳. شرکت‌هایی که حداکثر تا تاریخ ۱۳۸۶/۱/۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته‌شده باشند و نام

شرکت در دوره موردبررسی از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.

۴. در دوره موردبررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.

۵. عدم شمول مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... به دلیل ماهیت خاص

فعالیت و ویژگی خاص درآمد و چرخه فعالیت آن‌ها.

۶. عدم وجود وقفه معاملاتی بالاتر از ۶ ماه

پس از اعمال محدودیت‌ها تعداد ۱۶۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ شرایط فوق را دارا

بوده و با توجه به این امر نمونه‌گیری انجام نگردیده و تمامی شرکت‌ها جهت بررسی انتخاب شده‌اند.

لازم به ذکر است که با توجه به نحوه محاسبه برخی از متغیرهای پژوهش، از اطلاعات سال ۱۳۸۵

نیز استفاده شده است.

## متغیرهای پژوهش

### متغیرهای وابسته

**ریزش قیمت سهام:** ریزش قیمت سهام پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام شرکت دچار

تعدیل شدید، منفی و ناگهانی می‌گردد. جهت اندازه‌گیری ریزش قیمت سهام از دو معیار ضریب

منفی چولگی (NCSKEW) و نوسان بازده پایین و بالا (DUVOL) استفاده می‌گردد (در اندازه-گیری ریزش قیمت سهام از داده‌های ماهیانه استفاده شده و نتیجه نهایی که ریزش قیمت سهام به دست آمده است، ریزش قیمت سهام سالیانه می‌باشد) (کیم، وانگ و ژانگ، ۲۰۱۶). به این منظور ابتدا بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رابطه ۱ به دست می‌آید. منظور از بازده، مجموعه مزایایی است که در طول دوره موردنظر به سهم تعلق می‌گیرد و نسبت به قیمت ابتدای دوره محاسبه می‌گردد (راعی، ۱۳۸۳). سپس مقدار بازده خاص شرکت با استفاده از رابطه‌های ۲ و ۳ مورد سنجش قرار خواهد گرفت.

$$R_{it} = \frac{(1+\alpha_{it}) \times P_{it} - P_{i(t-1)} + D_{it} - M}{P_{i(t-1)}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1i}R_{m,t-2} + \beta_{2i}R_{m,t-1} + \beta_{3i}R_{m,t} + \beta_{4i}R_{m,t+1} + \beta_{5i}R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در آن:

$R_{it}$ : بازده سهام شرکت  $i$  در دوره  $t$ ،  $P_{it}$ : قیمت سهام  $i$  در دوره  $t$ ،  $D_{it}$ : سود تقسیمی سهام  $i$  در دوره  $t$ ،  $M$ : آورده نقدی صاحبان سهام و  $\alpha_{it}$ : نسبت افزایش سرمایه شرکت  $i$  در دوره  $t$  می‌باشد.

$R_{m,t}$ : بازده ماهانه بازار (بر اساس شاخص بازار)

$W_{i,t}$ : نشان‌دهنده بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  برای ماه  $t$  است که با استفاده از لگاریتم طبیعی عدد یک به علاوه عدد باقیمانده  $\varepsilon_t$  حاصل می‌گردد. پس از محاسبه بازده خاص ماهیانه شرکت با استفاده از رابطه ۳، ریسک ریزش قیمت سهام سالیانه بر اساس هر یک از شاخص‌های گفته شده به شرح رابطه‌های ۴ و ۵ مورد سنجش قرار می‌گیرد.

رابطه (۴)

$$NCSKEW_{i,t} = - \left[ \frac{n(n-1)^{3/2} \sum_{\tau=1}^n (W_{i,\tau,t} - \bar{W}_{i,t})^3}{(n-1)(n-2) (\sum_{\tau=1}^n (W_{i,\tau,t} - \bar{W}_{i,t})^2)^{3/2}} \right]$$

$$DUVOL_{i,t} = \log \left[ \frac{(n_{up} - 1) \sum_{down} W_{i,\tau,t}^2}{(n_{down} - 1) \sum_{up} W_{i,\tau,t}^2} \right] \quad \text{رابطه (۵)}$$

$W_{i,t}$ : بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  برای ماه  $t$  که با استفاده از لگاریتم طبیعی عدد یک به علاوه عدد باقیمانده  $\varepsilon_t$  حاصل می‌گردد؛  $n$ : تعداد بازده ماهانه مشاهده شده در طی سال مالی؛  $n_{up}$ :

تعداد روزهای با بازده خاص بالاتر از میانگین بازار؛  $n_{down}$ : تعداد روزهای با بازده خاص پایین از میانگین بازار. در رابطه ۴ هر چه مقدار ضریب منفی چولگی بیشتر باشد، شرکت در معرض ریزش قیمت سهام بیشتری خواهد بود.

### متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل پژوهش عبارت‌اند از ویژگی‌های مدیریتی که به شرح زیر قابل تعریف و اندازه‌گیری می‌باشند.

۱) **کوته‌بینی مدیریت:** در این پژوهش شرکت‌هایی که به‌طور هم‌زمان بازدهی (سودآوری) بیش از حد معمول و هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه‌ای کمتر از حد مورد انتظار را گزارش می‌کنند، به‌احتمال زیاد مشمول ویژگی مدیریت عامل کوتاه‌بینانه خواهند بود. برای شناسایی و تعیین شرکت‌های کوتاه‌بین، ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه را برای هر شرکت با استفاده از روابط ۶، ۷ و ۸ برآورد می‌نماییم (آندرسون و هسیو، ۱۹۸۲).

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۶)}$$

$$Mktg_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mktg_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۷)}$$

$$R\&D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۸)}$$

$ROA_{i,t}$ : نرخ بازده دارایی‌هاست که بر اساس نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها سنجیده می‌شود.

$Mktg_{i,t}$ : نسبت هزینه‌های بازاریابی و فروش به جمع دارایی‌ها؛

$R\&D_{i,t}$ : نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به جمع دارایی‌ها

پس از محاسبه مقادیر مورد انتظار (برآوردی) بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه‌های تحقیق و توسعه با استفاده از رابطه‌های ۶، ۷ و ۸، مقادیر واقعی با مقادیر پیش‌بینی شده مقایسه می‌گردد و با توجه به میزان تفاوت موجود ( $\varepsilon_{i,t}$ )، شرکت‌ها در چهار گروه اصلی به شرح جدول ۱ تقسیم‌بندی می‌شوند.

جدول ۱. تفاوت موجود ( $\epsilon_{i,t}$ ) بین  $ROA_{i,t}$ ،  $Mktg_{i,t}$  و  $R\&D_{i,t}$

گروه ۱	گروه ۲	گروه ۳	گروه ۴
اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش‌بینی شده و واقعی	اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش‌بینی شده و واقعی	اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش‌بینی شده و واقعی	اختلاف منفی بین بازده دارایی پیش‌بینی شده و واقعی
اختلاف منفی هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه پیش‌بینی شده و واقعی	فقط اختلاف یکی از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه منفی	اختلاف مثبت هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه پیش‌بینی شده و واقعی	

شرکت‌های حاضر در گروه ۱ به‌عنوان شرکت‌های دارای مدیران عامل کوتاه‌بین در نظر گرفته خواهد شد، چراکه با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه شرکت کاهش یافته است.

**(۲) خوش‌بینی مدیریت:** برای سنجش خوش‌بینی مدیریت از روش‌های مبنی بر میزان سرمایه‌گذاری گذاری انجام شده استفاده می‌شود. یکی از روش‌های رایج در این خصوص انجام سرمایه‌گذاری بیشتر از رشد فروش است. در این روش، برای شناسایی خوش‌بینی مدیرعامل از میزان سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد نرمال صنعت) استفاده خواهد شد. سرمایه‌گذاری بیشتر از حد به این صورت مورد محاسبه قرار گرفت که پس از مشخص شدن سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، میزان سرمایه‌گذاری صنعتی که آن شرکت فعالیت می‌کند نیز مشخص شده، سپس تفاوت میزان سرمایه‌گذاری شرکت از میانه صنعت به معنی سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در نظر گرفته خواهد شد. روش شناسایی سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد به شرح رابطه ۹ می‌باشد (شراند و زچمن، ۲۰۱۲).

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sale\_Growth_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۹)}$$

$Sale\_Growth_{i,t-1}$ : رشد فروش دوره گذشته شرکت نسبت به سال ماقبل آن  
 $Investment_{i,t}$ : مخارج سرمایه‌ای (وجوه نقد پرداختی) جهت تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، نامشهود و سایر دارایی‌هاست.

چنانچه سرمایه گذاری آتی بیشتر از رشد فروش باشد (مقدار باقیمانده های  $(\varepsilon_{i,t})$  رابطه ۹، مثبت باشد)، بدان معناست که سرمایه گذاری بیش از حد (بیشتر از حد نرمال صنعت) انجام شده و اگر منفی باشد بیانگر سرمایه گذاری کمتر از حد (کمتر از حد نرمال صنعت) است؛ بنابراین اگر سرمایه گذاری بیش از حد رخ داده باشد، نشان دهنده وجود خوش بینی مدیریت است و به این متغیر مقدار ۱ اختصاص داده خواهد شد و در غیر این صورت مقدار ۰ می گیرد.

۳) **محافظه کاری مدیریت:** محافظه کاری در مباحث مالی عبارت است از شتاب در انتشار اخبار بد و خودداری از انتقال سریع اخبار خوب. جهت سنجش محافظه کاری اعمال شده توسط مدیرعامل از روش سنجش محافظه کاری مدل باسو<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) به شرح رابطه های ۱۰ و ۱۱ استفاده خواهد شد.

$$NI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{i,t} + \beta_2 DR_{i,t} + \beta_3 DR_{i,t} \times R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

$$R_{i,t} = \frac{(1+\alpha_{i,t}) \times P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t} - M}{P_{i,t-1}} \quad \text{رابطه (۱۱)}$$

$NI_{i,t}$ : نسبت سود هر سهم به قیمت سهام در ابتدای دوره

$R_{i,t}$ : بازده سهام  $i$  در دوره  $t$  است؛  $P_{i,t}$ : قیمت سهام  $i$  در دوره  $t$ ؛  $D_{i,t}$ : سود تقسیمی سهام  $i$  در

دوره  $t$ ؛  $M$ : آورده نقدی صاحبان سهام و  $\alpha_{i,t}$ : نسبت افزایش سرمایه شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$DR_{i,t}$ : متغیر مجازی است و در صورتی که بازده سهام شرکت منفی باشد، مقدار ۱ و در غیر این صورت مقدار صفر خواهد گرفت. در رابطه ۱۰،  $\beta_1$  نشان دهنده سرعت تأثیر گذاری اخبار خوب بر بازده سهام می باشد و  $\beta_3$  بیانگر سرعت نهایی فزاینده شناسایی و تأثیر گذاری اخبار بد بر بازده سهام نسبت به اخبار خوب می باشد. اگر مقدار این ضریب به شکل مثبت و معنادار مشاهده شود نشان دهنده آن است که سرعت تأثیر گذاری اخبار بد بر قیمت سهام بیشتر از اخبار خوب می باشد و به عبارتی وجود محافظه کاری در اطلاعات مالی را نشان می دهد. در نهایت شاخص محافظه کاری به شرح رابطه ۱۲ اندازه گیری می شود:

$$CONSER_{i,t} = \frac{-(\beta_1 + \beta_3)}{\beta_1} \quad \text{رابطه (۱۲)}$$

۴) دقت پیش‌بینی مدیریت: برای اندازه‌گیری این متغیر ابتدا خطای پیش‌بینی سود به پیروی از چن، کروسلند و لیو<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) و فنگک، لی و مک‌وی<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) به شرح رابطه ۱۳ به دست می‌آید:

$$MFE_{it} = \frac{|AE_{it} - FE_{it}|}{SP_{it-1}} \quad \text{رابطه (۱۳)}$$

$MFE_{it}$ : خطای پیش‌بینی سود شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $AE_{it}$ : سود واقعی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $FE_{it}$ : سود پیش‌بینی شده شرکت  $i$  در سال  $t$  است. سود پیش‌بینی شده شرکت در رابطه ۱۲، اولین سود پیش‌بینی شده حسابرسی شده شرکت است.  $SP_{it}$ : ارزش بازار سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t - 1$  است.

پس از محاسبه خطای پیش‌بینی سود با استفاده از رابطه ۱۳، دقت سود پیش‌بینی شده توسط مدیرعامل به شرح رابطه ۱۴ به پیروی از چن، کروسلند و لیو (۲۰۱۵) به دست می‌آید که در این رابطه  $MFE_{it}$ : دقت پیش‌بینی سود شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

$$IMFA_{it} = (MFE_{it} - MFE_{it-1}) * -1 \quad \text{رابطه (۱۴)}$$

#### ۵) ساختار مدیریت

۱-۵) استقلال هیأت مدیره: میزان استقلال هیأت مدیره از طریق نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره به جمع تعداد اعضای هیأت مدیره، تعریف عملیاتی می‌شود.

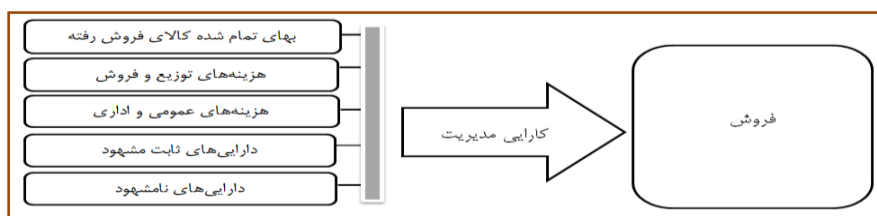
۲-۵) تنوع جنسیت هیأت مدیره: تئوری‌های مربوط به مسائل نمایندگی عنوان می‌کنند که تنوع جنسیتی در هیأت مدیره، به واسطه ایجاد دیدگاه‌های مختلف، کنترل بهتر مدیریت و تصمیم‌سازی‌هایی که منافع سهامداران را تأمین می‌کند، در پی دارد (آدامز، گری و نولند<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰). چنانچه در سال مورد رسیدگی در هیأت‌مدیره شرکت هم زنان و هم مردان حضورداشته باشند، هیأت مدیره دارای تنوع جنسیت تشخیص داده می‌شود (سعید و سامر<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷).

1 . Chen, Crossland & Luo  
 2 . Feng, Li & McVay  
 3 . Adams, Gray & Nowland  
 4 . Saeed & Sameer



۳-۵) ثبات و استحکام مدیریت: در ابتدای دوره تصدی مدیریت، کسب تجارب و مهارت‌های لازم برای پست جدید احساس می‌شود و ثبات و استحکام مدیریت با گذشت زمان ایجاد می‌گردد. لذا با توجه به مطالعات پیرس و پاتل (۲۰۱۸)، پس از طی دوره گذار که مطابق پژوهش‌های گذشته حداقل ۳ سال می‌باشد مدیریت به اقتدار و ثبات می‌رسد؛ بنابراین در پژوهش حاضر چنانچه دوره تصدی مدیرعامل در سال موردنظر حداقل سه‌ساله باشد، مدیریت باثبات تلقی می‌گردد و بدان مقدار اختصاص داده می‌شود و در غیر این صورت مقدار صفر خواهد گرفت.

۶) توانایی مدیریت: کارایی مدیران عامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها<sup>۱</sup> (DEA) به شرح الگوی مفهومی و متغیرهای زیر موردسنجش قرار می‌گیرد (هوانگ و سان، ۲۰۱۷ و دمریجان، لیو و مک‌وی، ۲۰۱۲).



شکل ۱. توانایی مدیریت با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها

در این روش کارایی مدیریت با استفاده از تابع تولید سنجیده می‌شود. این تابع نشان‌دهنده حداکثر مقدار خروجی هاست که با ترکیبی از مقادیر ورودی به دست می‌آید. الگوی تحلیل پوششی داده‌ها به تفکیک هر صنعت سال موردبررسی قرار می‌گیرد. مقادیر به‌دست‌آمده از الگوی یادشده بین ۰ تا ۱ خواهد بود که عدد یک بیانگر بالاترین کارایی مدیریت است. سپس مقادیر به‌دست‌آمده از تحلیل پوششی داده‌ها به‌عنوان متغیر وابسته در رابطه رگرسیونی ۱۵ وارد می‌شود که مقادیر باقیمانده ( $\varepsilon_{i,t}$ ) به‌دست‌آمده بیانگر توانایی مدیریت است.

$$\text{FrimEff} = \beta_0 + \beta_1 \text{Assets}_{i,t} + \beta_2 \text{MShare}_{i,t} + \beta_3 \text{PosFCF}_{i,t} + \beta_4 \text{Age}_{i,t} + \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (15) \text{رابطه}$$

1 . Data Envelopment Analysis  
2 . Demerjian, Lev & MacVay

$Assets_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت می‌باشد.

$MShare_{i,t}$ : میزان سهم بازار شرکت که با استفاده از نسبت فروش شرکت به فروش صنعت موردسنجش قرار می‌گیرد.

$PosFCF_{i,t}$ : اگر جریان نقدی آزاد به صورت مثبت مشاهده شود مقدار ۱ و در غیر این صورت مقدار صفر اختصاص داده می‌شود.

$Age_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی سن شرکت از زمان تأسیس.

### متغیرهای کنترلی

در این پژوهش، اثر متغیرهای زیر را به شرح جدول ۲ کنترل خواهیم نمود که در ادامه علل استفاده برخی از این متغیرها آورده شده است.

جدول ۲. متغیرهای کنترلی پژوهش

عنوان متغیر	نماد	نحوه سنجش
اندازه شرکت	Size	لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	نسبت ارزش بازار (ارزش بازار سهام به علاوه ارزش دفتری بدهی) به ارزش دفتری شرکت (جمع دارایی‌ها).
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها
نسبت قیمت به سود هر سهم	PE	نسبت قیمت به سود هر سهم در پایان سال
اهرم مالی	Lev	اهرم مالی که با استفاده از نسبت جمع بدهی به جمع دارایی‌ها سنجیده می‌شود.
ناهمگنی گردش سهام	DTURN	این متغیر از تفاضل میانگین حجم معاملات ماهانه سهام در سال جاری و میانگین حجم معاملات ماهانه در سال قبل اندازه‌گیری می‌شود (حجم معاملات ماهانه سهام از تقسیم سهام دادوستد شده در هرماه بر تعداد سهام در جریان شرکت در آن ماه به دست می‌آید).
ریسک بازده خاص	Sigma	میزان نوسان (ریسک) بازده ماهانه شرکت است و با استفاده از انحراف معیار سالیانه بازده ماهانه موردسنجش قرار گرفته است.

اندازه شرکت (Size): برای کنترل اثر اندازه شرکت از لگاریتم جمع دارایی‌ها در پایان دوره استفاده نموده‌ایم.

اهرم مالی شرکت (Lev): به اعتقاد هوتن و همکاران (۲۰۰۹) افزایش نسبت اهرم مالی در شرکت‌ها می‌تواند نشانه‌ای از افزایش میزان بدهی‌های شرکت باشد و این افزایش منجر به افزایش هزینه بهره گردد؛ بنابراین افزایش نسبت اهرم مالی می‌تواند منجر به کاهش سود ارائه‌شده گردد، پس حجم بالای بدهی در ساختار سرمایه یک شرکت می‌تواند زمینه‌ای برای ایجاد چولگی منفی در بازده سهام باشد.

ناهمگنی گردش سهام (DTURN): چن و همکاران (۲۰۰۱) در پژوهش خود به این نتیجه دست یافتند که ناهمگنی گردش سهام در سال جاری رابطه مستقیمی با چولگی منفی بازده سهام یا همان ریزش قیمت سهام در سال بعد دارد. این پژوهشگران در پژوهش خود برای اندازه‌گیری این متغیر از تفاضل میانگین حجم معاملات ماهانه سهام در سال جاری و میانگین حجم معاملات ماهانه در سال قبل استفاده نمودند.

انحراف معیار بازده ماهانه خاص شرکت (Sigma): شرکت‌هایی که سهام آن‌ها در سال جاری بازده آن‌ها نوسانات بیشتری را شاهد بوده است با احتمال زیادتری در سال بعد در معرض تجربه ریزش قیمت سهام قرار دارند. به پیروی از نتیجه فوق، برای کنترل اثر این متغیر ما انحراف معیار بازده ماهانه خاص شرکت را به‌عنوان یک متغیر کنترلی در مدل اصلی خود وارد نموده‌ایم (کیم، وانگ و ژانگ، ۲۰۱۶ و چن و همکاران؛ ۲۰۰۱).

### مدل پژوهش

در این پژوهش به بررسی نقش ویژگی‌های مدیریت بر ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته خواهد شد. به این منظور ابتدا با استفاده از آمار توصیفی همچون میانگین، میانه، انحراف معیار و... به بررسی وضعیت کلی متغیرهای پژوهش پرداخته می‌شود. در ادامه با استفاده از مدل رگرسیونی ۱ به بررسی تأثیر متغیرهای مستقل بر ریزش قیمت سهام خواهیم پرداخت.

$$\text{Crash}_{it} = \varphi_0 + \varphi_i \sum_{i=1}^8 \text{MANCH}_{it} + \varphi_9 \text{DTURN}_{it-1} + \varphi_{10} \text{Sigma}_{it-1} + \varphi_{11} \text{MB}_{it} + \varphi_{12} \text{SIZE}_{it} + \varphi_{13} \text{ROA}_{it} + \varphi_{14} \text{PE}_{it} + \varphi_{15} \text{lev}_{it} + \sum \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$MANCH_{it}$ : ویژگی‌های مدیریت است که بر اساس هر یک از معیارهای گفته شده در قسمت متغیرهای مستقل، به ترتیب موردسنجش قرار خواهند گرفت.

$DTURN_{it-1}$ : ناهمگنی گردش سهام که از تفاضل میانگین حجم معاملات ماهانه سهام در سال جاری و میانگین حجم معاملات ماهانه در سال به دست می‌آید.

$Sigma_{it-1}$ : میزان ریسک بازده ماهانه شرکت که با استفاده از انحراف معیار سالیانه بازده ماهانه موردسنجش قرار خواهد گرفت.  $lev_{it}$ : اهرم مالی که با استفاده از نسبت جمع بدهی به جمع دارایی‌ها سنجیده می‌شود.

$MB_{it}$ : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت؛  $SIZE_{it}$ : لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت؛

$ROA_{it}$ : نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها؛  $PE_{it}$ : نسبت قیمت به سود هر سهم در پایان سال؛

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی متغیرهای 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. لازم به ذکر است که در مرحله نخست در برخی از متغیرهای پژوهش داده‌های پرت وجود داشته که با استفاده از تکنیک پیراستن، اقدام به حذف داده‌های پرت گردید. همچنین بررسی‌های به عمل آمده در خصوص نرمال بودن توزیع متغیر وابسته پژوهش نشان‌دهنده برخورداری متغیر ریزش قیمت سهام از توزیعی نزدیک به نرمال می‌باشد.

جدول ۳. فراوانی متغیرهای مجازی پژوهش

درصد فراوانی		فراوانی		تعداد نمونه	متغیرهای پژوهش	
۱	۰	۱	۰		نماد	عنوان
۰/۲۹۵	۰/۷۰۵	۵۳۶	۱۲۷۹	۱۸۱۵	Myopia	کوتاه‌بینی مدیریت
۰/۳۲۱	۰/۶۷۹	۵۸۳	۱۲۳۲	۱۸۱۵	Optimism	خوش‌بینی مدیریت
۰/۰۵۹	۰/۹۴۱	۱۰۷	۱۷۰۸	۱۸۱۵	Gender	تنوع جنسیتی هیأت‌مدیره
۰/۵۰۱	۰/۴۹۹	۹۱۰	۹۰۵	۱۸۱۵	Entrench	ثبات و استحکام مدیریت

جدول ۴. آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

پیشینه	کمیته	ضریب کشیدگی	ضریب چولگی	انحراف معیار	میانه	میانگین	تعداد نمونه	متغیرهای پژوهش	
								نماد	عنوان
۲۲/۴۳	-۲۲/۸۶۹	۱/۰۹۸	۰/۳۰۲	۸/۶۴۷	-۱/۸۶۴	-۱/۶۷۷	۱۸۱۵	NCSKEW	ریزش قیمت سهام- چولگی منفی
۱/۱۳۰	-۰/۹۵۴	۰/۸۵۴	۰/۴۹۲	۰/۴۱۶	-۰/۰۶۹	-۰/۰۵۰	۱۸۱۵	DUVOL	ریزش قیمت سهام- نوسان بازده
۲۰/۳۹	-۲۰/۶۰۷	۲/۱۹۷	-۰/۰۵۹	۷/۹۹۴	۰/۰۷۴	۰/۴۵۶	۱۸۱۵	Conser	محافظه کاری مدیریت
۰/۴۹۱	-۰/۴۳۹	۲/۷۰۵	۰/۳۶۱	۰/۱۵۳	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۱۸۱۵	Correct	دقت پیش‌بینی مدیریت
۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۰۲۲	-۰/۴۴۱	۰/۱۸۸	۰/۶۰۰	۰/۶۷۳	۱۸۱۵	Indep	استقلال هیأت مدیره
۰/۳۶۱	-۰/۳۶۱	-۰/۴۰۴	۰/۴۴۳	۰/۱۴۹	-۰/۰۲۱	۰/۰۰۱	۱۸۱۵	Ability	توانایی مدیریت
۸/۴۰۴	۴/۲۹۱	۰/۹۲۵	۰/۶۹۹	۰/۶۶۲	۵/۹۳۳	۶/۰۲۸	۱۸۱۵	Size	اندازه شرکت
۳/۵۹۱	۰/۷۰۸	۲/۱۲۲	۱/۴۸۷	۰/۶۲۰	۱/۳۳۵	۱/۵۰۹	۱۸۱۵	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۴۴۰	-۰/۱۶۸	۰/۵۱۳	۰/۴۹۴	۰/۱۲۲	۰/۰۹۵	۰/۱۱۲	۱۸۱۵	ROA	نرخ بازده دارایی‌ها
۶۹/۵۶	-۹/۹۸۸	۵/۹۲۸	۲/۴۲۹	۱۶/۴۹۸	۶/۱۴۲	۱۰/۶۶۰	۱۸۱۵	PE	نسبت قیمت به سود
۱/۰۶۱	۰/۱۱۸	-۰/۳۶۶	-۰/۱۸۳	۰/۲۰۹	۰/۶۰۳	۰/۵۸۱	۱۸۱۵	lev	اهرم مالی
۰/۰۹۱	-۰/۰۷۵	۴/۳۳۰	۰/۶۵۶	۰/۰۲۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۱۸۱۵	DTURN	ناهمگنی گردش سهام
۰/۶۷۴	۰/۰۱۲	۴/۷۰۰	۲/۱۸۴	۰/۱۳۹	۰/۱۰۵	۰/۱۵۰	۱۸۱۵	Sigma	ریسک بازده سهام

نتایج به دست آمده در خصوص جدول فراوانی متغیرهای مجازی پژوهش (متغیرهای دارای مقادیر ۰ و ۱) نشان می‌دهد که درصد فراوانی شرکت‌های دارای کوتاه‌بینی مدیریت (Myopia) و شرکت‌های دارای خوش‌بینی مدیریت (Optimism) به ترتیب برابر با ۰/۲۹۵ و ۰/۳۲۱ بوده است و این بدان معناست که ۳۰ درصد از شرکت‌های نمونه دارای مدیران کوتاه‌بین و نزدیک به ۳۲ درصد شرکت‌های نمونه دارای مدیران خوش‌بین بوده‌اند. دیگر نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که درصد فراوانی متغیر مجازی تنوع جنسیتی هیأت‌مدیره (GenDiv)، در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۰۵۹ بوده و بیانگر آن است که در میان شرکت‌های بررسی شده، فقط در ۶ درصد این شرکت‌ها، زنان در هیأت‌مدیره شرکت حضور داشته‌اند. سایر نتایج نشان می‌دهد که درصد فراوانی متغیر ثبات مدیریت (Entrench) در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۵۰۱ است و این نتیجه حاکی از آن است که در نیمی از شرکت‌های بررسی شده، مدیرعامل شرکت طی حداقل سه سال دوره تصدی مدیریت شرکت را بر عهده داشته است.

نتایج به‌دست آمده در خصوص متغیرهای کمی پژوهش نشان می‌دهد که میانگین ریزش قیمت سهام بر اساس معیار چولگی منفی سهام (NCSKEW) در شرکت‌های نمونه برابر با ۱/۶۷۷- است و با توجه به نحوه سنجش متغیر (که مقادیر بزرگ‌تر نشان‌دهنده ریسک ریزش قیمت سهام بالاتر است)، این نتیجه نشانگر ریسک ریزش قیمت سهام پایین در شرکت‌های نمونه است. علاوه بر این در این پژوهش، میانگین ریزش قیمت سهام بر اساس معیار نوسان بازده بالا و پایین سهام (DUVOL) در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۰۵۰- به‌دست آمده است که نشان‌دهنده میانگین پایین ریزش قیمت سهام در شرکت‌های نمونه می‌باشد.

میانگین متغیر محافظه‌کاری (Conser) در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۴۵۶ می‌باشد. هر چه این مقدار بزرگ‌تر باشد، نشان‌دهنده محافظه‌کاری اعمال‌شده بالاتر مدیریت است. میانگین متغیر دقت پیش‌بینی مدیریت (Correct) که با استفاده از تفاوت دقت پیش‌بینی سود طی سال جاری و سال گذشته حاصل می‌شود، برابر با ۰/۰۰۱ است که بیانگر بهبود اندک در دقت مدیریت در پیش‌بینی سود می‌باشد. دیگر یافته‌ها حاکی از آن است که میانگین میزان استقلال اعضای هیأت‌مدیره (Indep) در شرکت‌های بررسی شده برابر با ۰/۶۷۳ می‌باشد و بدان معناست که حدود ۶۷ درصد اعضای هیأت‌مدیره شرکت‌ها از اعضای غیرموظف تشکیل شده است. همچنین بر اساس نتایج به‌دست آمده، میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB) در میان شرکت‌های بررسی شده برابر با ۱/۵۰۹ است. این نتیجه بیان می‌دارد که در شرکت‌های نمونه ارزش بازار نزدیک به ۵۰ درصد بیشتر از ارزش دفتری بوده است. سایر یافته‌ها نشان می‌دهند که نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۱۱۲ بوده است و بیانگر آن است که بازدهی کسب‌شده در شرکت‌های بررسی شده نزدیک به ۱۱ درصد جمع‌داری این شرکت‌ها بوده است. همچنین میانگین نسبت قیمت به سود هر سهم (PE) در شرکت‌های نمونه برابر با ۱۰/۶۶۰ است. این نتیجه نشان‌دهنده آن است که قیمت سهام در شرکت‌های نمونه بیش از ۱۰ برابر سود هر سهم آن‌ها بوده که نتیجه قابل توجهی است. سایر یافته‌ها حاکی از آن است که میانگین اهرم مالی شرکت (Lev) برابر با ۰/۵۸۱ است و این بدان معناست که حدود ۵۸ درصد منابع مالی شرکت‌ها از محل بدهی و استقراض تأمین شده است. همچنین میانگین ناهمگنی گردش سهام شرکت (DTURN) که بیانگر تفاوت میانگین گردش سهام ماهیانه نسبت به سال گذشته است، برابر با ۰/۰۰۲ است که عدم تغییرات گسترده در میزان معاملات ماهیانه سهام را نشان می‌دهد.

### نتایج مدل پژوهش

قبل از تخمین مدل پژوهش ابتدا بررسی‌های لازم در خصوص پیش‌فرض‌های رگرسیون صورت گرفته و نتایج به‌دست آمده در جدول ۵ نشان داده شده است (جهت حفظ اختصار از ارائه جداول آماری آزمون‌های پیش‌فرض خودداری گردیده است).

جدول ۵. نتایج آزمون‌های پیش فرض رگرسیون

نتیجه	نوع آزمون	شرح پیش فرض
نرمال بودن باقیمانده‌ها	آزمون کولموگوروف اسمیرنوف <sup>۱</sup>	در اکثر سال‌های پژوهش، توزیع متغیر نرمال و یا نزدیک به نرمال بوده است و نیازی به نرمال‌سازی توزیع این متغیر نمی‌باشد (با توجه به اینکه سطح معناداری به‌دست‌آمده بزرگتر از ۵٪ بوده است).
همسانی واریانس	آزمون بروش-پاگان <sup>۲</sup>	بر اساس معیار چولگی منفی سهام بیانگر تأیید همسانی واریانس‌ها در این مدل می‌باشد. بر اساس معیار نوسان بازده بالا و پایین سطح معناداری به‌دست‌آمده کوچک‌تر از ۵٪ می‌باشد و این بدان معناست که واریانس‌های باقیمانده مدل‌های پژوهش ناهمسان می‌باشد.
خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها	آزمون دورین - واتسون	مقادیر به‌دست‌آمده نزدیک به ۲ بوده و لذا عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها را نشان می‌دهد.
آزمون نرمال بودن خطاها	مقایسه‌ای بین دو نمودار توزیع داده‌ها و نمودار توزیع نرمال	نمودارهای توزیع خطاها بیانگر آن است که مقادیر باقیمانده بسیار نزدیک به توزیع نرمال می‌باشد.
آزمون هم خطی	آماره‌ی عامل تورم واریانس <sup>۳</sup> و تولرانس <sup>۴</sup>	با توجه به اینکه مقادیر آماره‌ی علل تورم واریانس و تولرانس در مدل نزدیک ۱ می‌باشد لذا مشکل هم خطی در مدل پژوهش وجود ندارد.
آزمون مانایی (ایستایی)	آزمون دیکی - فولر تعمیم‌یافته <sup>۵</sup>	آماره آزمون در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار بوده است و نشان می‌دهد که متغیرهای پژوهش دارای مانایی هستند و رابطه بین متغیرها به‌صورت منطقی (غیر کاذب) می‌باشد.
آزمون همگرایی	آزمون همگرایی انجیل-گرانجر <sup>۶</sup> و آماره تاو <sup>۷</sup>	در سطح اطمینان ۹۹٪ بین متغیرهای توضیحی و متغیر وابسته روابط غیرعادی و رگرسیون کاذب وجود ندارد.

ضریب همبستگی بین متغیرهای پژوهش

همبستگی مدلی آماری است که به‌وسیله آن می‌توان درجه و جهت رابطه بین متغیرها را نشان داد. همبستگی بین متغیرهای پژوهش با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون بررسی می‌شود که در واقع ریشه دوم ضریب تعیین در برازش مدل‌های رگرسیون تک متغیره است. فرض صفر ( $H_0$ ) نشان‌دهنده عدم وجود همبستگی معنادار بین دو متغیر است و فرض مقابل آن نیز بیانگر وجود همبستگی معنادار می‌باشد. چنانچه سطح معناداری همبستگی بین دو متغیر موردنظر کمتر از ۵٪ باشد می‌توان گفت فرض صفر فوق در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و همبستگی

- 1 . Kolmogorov-Smirnov test
- 2 . Breusch – Pagan test
- 3 . variance inflation factor
- 4 . tolerance
- 5 . augmented Dicky Fuller test
- 6 . Engel-Granger Cointegration test
- 7 . Tau Statistic

معناداری بین دو متغیر وجود دارد. مجموع نتایج به دست آمده از آزمون ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل و متغیرهای وابسته پژوهش به شرح جدول ۶ و مجموع نتایج به دست آمده از آزمون ضریب همبستگی بین متغیرهای کنترلی و متغیرهای وابسته پژوهش به شرح جدول ۷ نشان داده شده است.

جدول ۶. ضرایب همبستگی بین متغیرهای مستقل و متغیرهای وابسته پژوهش

متغیرهای پژوهش	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰
۱ NCSKEW	۱/۰۰۰									
۲ DUVOL	۰/۸۹۹	۱/۰۰۰								
۳ Myopia	-۰/۱۲۹	-۰/۱۱۸	۱/۰۰۰							
۴ Optimism	-۰/۰۴۵	-۰/۰۴۵	۰/۰۰۵	۱/۰۰۰						
۵ Conser	-۰/۰۱۰	۰/۰۰۷	۰/۰۱۹	-۰/۰۳۰	۱/۰۰۰					
۶ Correct	-۰/۰۱۲	-۰/۰۱۲	-۰/۰۳۶	۰/۰۰۷	-۰/۰۰۸	۱/۰۰۰				
۷ Indep	۰/۰۰۷	۰/۰۰۶	۰/۰۵۷	-۰/۰۱۳	۰/۰۳۲	-۰/۰۰۴	۱/۰۰۰			
۸ GenDiv	-۰/۰۶۵	-۰/۰۷۰	-۰/۰۱۳	۰/۰۵۳	۰/۰۳۳	۰/۰۰۶	۰/۰۱۵	۱/۰۰۰		
۹ Entrench	-۰/۰۴۹	-۰/۰۵۵	۰/۰۳۲	۰/۰۲۳	۰/۰۱۷	۰/۰۲۶	-۰/۰۸۱	۰/۰۳۰	۱/۰۰۰	
۱۰ Ability	۰/۰۱۶	-۰/۰۰۲	۰/۰۱۱	۰/۰۱۶	-۰/۰۱۳	-۰/۰۰۴	-۰/۰۸۲	۰/۰۲۲	۰/۰۲۹	۱/۰۰۰
	[۰/۴۹۴]	[۰/۹۳۱]	[۰/۱۵۴]	[۰/۴۸۴]	[۰/۵۸۲]	[۰/۸۵۲]	[۰/۰۰۰]	[۰/۳۵۰]	[۰/۲۲۴]	—

[سطح معناداری ضریب همبستگی]

مجموع نتایج به دست آمده از جدول ۶ نشان می‌دهد که همبستگی منفی و معناداری بین کوتاه‌بینی مدیریت، خوش‌بینی مدیریت، دقت پیش‌بینی مدیریت، توقع جنسیتی هیأت‌مدیره و متغیر ثبات مدیریت و ریزش قیمت سهام بر اساس معیارهای چولگی منفی سهام و نوسان بازده وجود دارد. همچنین بین محافظه‌کاری مدیریت و ریزش قیمت سهام بر اساس معیارهای چولگی منفی سهام همبستگی منفی و معنادار و بر اساس نوسان بازده همبستگی مثبت و معنادار مشاهده شد. از سایر نتایج قابل توجه می‌توان به وجود همبستگی مثبت و معنادار بین استقلال هیأت‌مدیره و ریزش قیمت سهام بر اساس معیارهای



چولگی منفی سهام و نوسان بازده اشاره نمود. علاوه بر این؛ بین توانایی مدیریت و ریزش قیمت سهام بر اساس معیارهای چولگی منفی سهام همبستگی مثبت و معنادار و بر اساس نوسان بازده همبستگی منفی و معنادار وجود دارد.

جدول ۷. ضرایب همبستگی بین متغیرهای کنترلی و متغیرهای وابسته پژوهش

متغیرهای پژوهش	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹
۱ NCSKEW	۱/۰۰۰								
۲ DUVOL	—	۱/۰۰۰							
	[۰/۰۰۰]	—							
۳ Size	—	—	۱/۰۰۰						
	[۰/۴۳۲]	[۰/۳۸۸]	—						
۴ MB	—	—	—	۱/۰۰۰					
	[۰/۰۰۰]	[۰/۰۰۰]	[۰/۰۰۰]	—					
۵ ROA	—	—	—	—	۱/۰۰۰				
	[۰/۰۰۰]	[۰/۰۰۰]	[۰/۰۰۰]	[۰/۰۰۰]	—				
۶ PE	—	—	—	—	—	۱/۰۰۰			
	[۰/۰۳۹]	[۰/۰۲۰]	[۰/۲۴۶]	[۰/۰۰۰]	[۰/۰۰۰]	—			
۷ LEV	—	—	—	—	—	—	۱/۰۰۰		
	[۰/۰۰۰]	[۰/۰۰۰]	[۰/۱۸۷]	[۰/۰۰۰]	[۰/۰۰۰]	[۰/۱۲]	—		
۸ DTURN	—	—	—	—	—	—	—	۱/۰۰۰	
	[۰/۰۰۲]	[۰/۰۰۱]	[۰/۰۴۴]	[۰/۰۱۹]	[۰/۶۴۰]	[۰/۱۶۶]	[۰/۱۵۲]	—	
۹ Sigma	—	—	—	—	—	—	—	—	۱/۰۰۰
	[۰/۰۰۱]	[۰/۰۰۰]	[۰/۰۶۲]	[۰/۰۰۰]	[۰/۶۴۰]	[۰/۰۳۵]	[۰/۰۷۱]	[۰/۰۰۰]	—

[سطح معناداری ضریب همبستگی]

مجموع نتایج به دست آمده از جدول ۷ نشان دهنده آن است که همبستگی منفی و معناداری بین اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها و ریزش قیمت سهام بر اساس معیارهای چولگی منفی سهام و نوسان بازده وجود دارد. همچنین بین نسبت قیمت به سود هر سهم، اهرم مالی، ناهمگنی گردش سهام، ریسک بازده خاص و ریزش قیمت سهام بر اساس همبستگی منفی و معناداری بر اساس معیارهای چولگی منفی سهام و نوسان بازده وجود دارد.

لذا در این پژوهش سعی شده تا با استفاده از رویکرد داده‌های ترکیبی (پانل) به بررسی وجود رابطه و تأثیر ویژگی‌های مدیریتی بر ریزش قیمت سهام در شرکت‌های نمونه پرداخته شود. برای آزمون تأثیر متغیرهای مستقل بر ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیون مبتنی بر داده‌های

ترکیبی، قبل از هر چیز ابتدا آزمون‌های F (لیمر) و سپس آزمون هاسمن جهت تعیین الگوی مناسب جهت برازش مدل انجام شده که نتایج این آزمون‌ها به شرح بخش پایانی جدول ۸ می‌باشد.

جدول ۸. نتایج به دست آمده از مدل پژوهش

متغیرهای پژوهش	نماد	معیار چولگی منفی بازده سهام			معیار نوسان بازده سهام			عامل تورم واریانس VIF
		ضرب	آماره F	سطح معناداری	ضرب	آماره F	سطح معناداری	
عرض از مبدأ	C	۷/۳۳۰	۱/۲۶۶	۰/۲۰۲	۰/۳۹۱	۱/۴۴۲	۰/۱۵۰	
کوتاه بینی مدیریت	Myopia	۱/۰۰۳	۲/۲۰۰	۰/۰۲۸	۰/۰۳۶	۲/۸۰۳	۰/۰۰۵	
خوش بینی مدیریت	Optimism	-۱/۱۱۲	-۰/۲۵۲	۰/۸۰۱	-۰/۰۱۷	-۱/۸۳۷	۰/۴۰۳	
محافظة کاری مدیریت	Conser	۰/۰۱۴	۰/۶۶۵	۰/۵۰۶	۰/۰۰۲	۱/۸۲۴	۰/۰۶۸	
دقت پیش بینی مدیریت	Correct	-۲/۰۶۷	-۱/۹۷۵	۰/۰۴۸	-۰/۱۱۰	-۲/۱۴۳	۰/۰۳۲	
استقلال هیأت مدیره	Indep	-۲/۷۵۱	-۱/۹۳۱	۰/۰۵۴	-۰/۰۳۷	-۰/۵۲۸	۰/۵۹۸	
تنوع جنسیتی هیأت مدیره	GenDiv	-۰/۰۳۶	-۰/۰۳۲	۰/۹۷۵	-۰/۰۲۸	-۰/۵۶۵	۰/۵۷۲	
ثبات و استحکام مدیریت	Entrench	-۰/۰۸۱	-۰/۲۳۳	۰/۸۲۴	-۰/۰۱۴	-۰/۸۳۷	۰/۴۰۳	
توانایی مدیریت	Ability	-۱/۵۳۵	-۰/۰۸۷	۰/۹۳۱	-۱/۲۱۱	-۱/۴۱۸	۰/۱۵۶	
ناهمگنی گردش سهام	DTURN	-۱۵/۹۵۴	-۲/۳۹۷	۰/۰۱۷	-۰/۸۷۱	-۲/۸۰۳	۰/۰۰۵	
ریسک بازده سهام	Sigma	-۰/۵۲۸	-۰/۳۹۸	۰/۶۹۰	-۰/۰۲۲	-۰/۳۳۳	۰/۸۳۹	
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	-۱/۹۲۸	-۴/۶۸۳	۰/۰۰۰	-۰/۰۷۴	-۳/۷۰۵	۰/۰۰۰	
اندازه شرکت	Size	-۱/۰۵۲	-۱/۱۵۲	۰/۲۴۹	-۰/۰۶۷	-۱/۵۳۳	۰/۱۳۶	
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۱/۳۵۵	۰/۴۹۵	۰/۶۲۱	۰/۰۲۴	۰/۱۷۹	۰/۸۵۸	
نسبت قیمت سود	PE	۰/۰۴۲	۳/۷۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۳/۸۹۳	۰/۰۰۰	
اهرم مالی	Lev	۳/۸۱۰	۲/۳۸۰	۰/۰۱۷	۰/۱۶۸	۲/۱۳۷	۰/۰۳۳	

آزمون F / سطح معناداری	۲/۰۱۴	۰/۰۰۰	۲/۳۳۹	۰/۰۰۰
ضرب تعیین آماره دوربین - واتسون	۰/۱۹۷	۲/۱۰۶	۰/۲۱۴	۲/۰۸۵
آزمون F لیمر / سطح معناداری	۱/۱۶۹	۰/۰۸۱	۱/۶۴۷	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن / سطح معناداری	-	-	۵۶/۶۳۳	۰/۰۰۰

نتایج آزمون F (آزمون لیمر) در بخش انتهایی جدول ۸ نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون در بخش نخست برابر با ۱/۱۶۹ و سطح معناداری آن ۰/۰۸۱ می‌باشد و این بدان معناست که مدل

پژوهش در بخش نخست فاقد اثرات ثابت می‌باشد و مدل پژوهش از نوع تجمعی است. نتایج به‌دست آمده در بخش دوم جدول ۸ حاکی از آن است که الگوی مدل دارای اثرات ثابت است و بیانگر نوع فعالیت شرکت (به‌عنوان یک نوع مقطع) است که بر ریزش قیمت سهام اثرگذار بوده است. جهت بررسی تصادفی بودن اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده شده که نتایج این آزمون بیانگر وجود اثرات ثابت غیر تصادفی می‌باشد؛ بنابراین مدل پژوهش در بخش نخست با استفاده از الگوی داده‌های تجمعی و در بخش دوم با استفاده از الگوی اثرات ثابت غیر تصادفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته که نتایج به‌دست آمده به شرح بخش‌های زیر می‌باشد.

مقدار آماره F مدل در هر دو بخش جدول ۸ نشان‌دهنده معناداری مدل است و این بیانگر آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. یافته‌ها حاکی از آن است که ضریب تعیین مدل در بخش‌های مختلف به ترتیب نزدیک به ۲۰ و ۲۱ درصد است. همچنین نتایج به‌دست آمده در خصوص آماره دوربین واتسون بیانگر عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها و تائید یکی دیگر از فروض رگرسیون است. همچنین از آزمون تورم واریانس، جهت بررسی وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل انجام گرفته است که بیانگر عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش است.

### نتایج فرضیه‌های پژوهش

- متغیر کوتاه‌بینی مدیریت (Myopia) تأثیری مثبت و معنادار بر ریزش قیمت سهام (بر اساس هر دو معیار چولگی منفی سهام و نوسان بازده سهام)، داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری به‌دست آمده در بخش نخست برابر با  $2/200$  و  $0/28$  و در بخش دوم به ترتیب برابر با  $2/803$  و  $0/005$  بوده است). این نتیجه نشان می‌دهد که با افزایش کوتاه‌بینی مدیریت بر میزان ریزش قیمت سهام شرکت‌های بررسی شده به شکل معناداری افزوده شده است. نتیجه به‌دست آمده بیانگر آن است که بازار سرمایه از طریق افزایش ریزش قیمت سهام شرکت واکنش معناداری نسبت به ویژگی کوتاه‌بینی مدیریت نشان داده و در شرکت‌های با مدیران کوتاه‌بین، افزایش معنادار ریزش قیمت سهام دیده شده است. این نتیجه حاکی از آن است که؛

- ✓ فرضیه نخست پژوهش مبنی بر اینکه کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری مثبت و معنادار بر ریزش قیمت سهام داشته است، بر اساس هر دو معیار ریزش قیمت سهام و در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

- مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری به دست آمده در خصوص متغیر خوش بینی مدیریت (Optimism) در هر دو بخش جدول ۸ نشان می‌دهد که این متغیر تأثیری منفی اما بی‌معنا بر ریزش قیمت سهام شرکت‌های نمونه داشته است. نتایج به دست حاکی از آن است که با افزایش خوش بینی مدیریت از میزان ریزش قیمت سهام هر چند به صورت بی‌معنا کاسته شده است. به عبارت دیگر این نتیجه نشان می‌دهد که ریزش قیمت سهام (بر اساس هر دو معیار استفاده شده) در شرکت‌های دارای خوش بینی مدیریت کاهش یافته هر چند که این نتیجه از لحاظ آماری معنادار نیست. نتیجه به دست آمده بیانگر آن است که؛

✓ فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه خوش بینی مدیریت تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام داشته است، بر اساس هر دو معیار ریزش قیمت سهام در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.  
- متغیر محافظه کاری (Conser) تأثیری مثبت بر ریزش قیمت سهام داشته و این تأثیر گذاری صرفاً در معیار دوم و در سطح اطمینان ۹۰٪ معنادار بوده است. یافته‌ها نشان می‌دهند که با افزایش اعمال محافظه کاری بر میزان ریزش قیمت سهام، بر اساس هر دو معیار ریزش قیمت سهام، شرکت‌های بررسی شده افزوده شده است. نتیجه به دست آمده بیانگر آن است که ریزش قیمت سهام با افزایش میزان محافظه کاری مدیریت افزایش یافته هر چند که این افزایش از لحاظ آماری معنادار نیست و محافظه کاری تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام نداشته است. این نتیجه بیان می‌دارد که؛

✓ فرضیه سوم پژوهش مبنی بر اینکه محافظه کاری مدیریت تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام داشته است، بر اساس هر دو معیار ریزش قیمت سهام و در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.  
- مقادیر به دست آمده در خصوص آماره  $t$  و سطح معناداری متغیر دقت پیش بینی مدیریت (Correct) در هر دو بخش جدول ۸ نشان می‌دهد که این متغیر تأثیری منفی و معنادار بر ریزش قیمت سهام داشته است. یافته‌ها حاکی از آن است که ریزش قیمت سهام با افزایش دقت پیش بینی مدیریت کاهش یافته و شرکت‌های با دقت پیش بینی بالاتر، ریزش قیمت سهام کمتری را تجربه نموده‌اند. به عبارت دیگر بازار سرمایه با کاهش ریزش قیمت سهام واکنش معناداری نسبت به افزایش دقت پیش بینی مدیریت نشان داده است. این نتیجه بیانگر آن است که؛

✓ فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر اینکه دقت پیش بینی مدیریت تأثیری منفی و معنادار بر ریزش قیمت سهام داشته است، بر اساس هر دو معیار ریزش قیمت سهام و در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد.  
- مقدار به دست آمده از آماره  $t$  و سطح معناداری متغیر استقلال هیأت مدیره (Indep)، به عنوان یکی از متغیرهای مربوط به ساختار مدیریت، نشان دهنده آن است که این متغیر تأثیری منفی و معنادار (در سطح اطمینان

۹۰٪) بر ریزش قیمت سهام مبتنی بر معیار چولگی منفی سهام داشته و تأثیر آن بر دیگر معیار ریزش قیمت سهام به صورت منفی و بی معنا مشاهده شده است. به عبارت دیگر با افزایش استقلال هیأت مدیره از میزان ریزش قیمت سهام کاسته شده و این بدان معناست که ریزش قیمت سهام با افزایش استقلال هیأت مدیره کاهش یافته هر چند که این نتیجه از معناداری لازم برخوردار نیست. این نتیجه حاکی از آن است که؛

✓ فرضیه فرعی ۵-۱ پژوهش مبنی بر اینکه میزان استقلال هیأت مدیره تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد، بر اساس معیارهای مختلف ریزش قیمت سهام و در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود.

- متغیر تنوع جنسیت هیأت مدیره (GenDiv) که نشان دهنده وجود زنان در هیأت مدیره شرکت و یکی دیگر از متغیرهای سنجش ساختار مدیریت شرکت می باشد، تأثیری منفی و بی معنا بر معیارهای مختلف ریزش قیمت سهام داشته است. این نتیجه نشان می دهد که با وجود تنوع جنسیت در اعضای هیأت مدیره از میزان ریزش قیمت سهام (بر اساس هر دو معیار ریزش قیمت سهام) شرکت های بررسی شده کاسته شده اما این کاهش از لحاظ آماری معنادار نیست. یافته ها بیانگر آن است که ریزش قیمت سهام، به شکل معناداری تحت تأثیر وجود تنوع جنسیتی هیأت مدیره شرکت قرار نگرفته است. این نتیجه نشان دهنده ی آن است که؛

✓ فرضیه فرعی ۵-۲ پژوهش مبنی بر اینکه تنوع جنسیت هیأت مدیره تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد، بر اساس معیارهای مختلف ریزش قیمت سهام و در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود.

- مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری متغیر ثبات و استحکام مدیریت (Entrench)، به عنوان یکی دیگر از معیارهای سنجش ساختار مدیریت، در بخش نخست جدول ۸ به ترتیب برابر با  $-۰/۲۲۳$  و  $۰/۸۲۴$  و در بخش دوم برابر با  $-۰/۸۳۷$  و  $۰/۴۰۳$  می باشد و این نتایج بدان معناست که این متغیر تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام شرکت نداشته است. یافته ها نشان دهنده آن است که با افزایش ثبات مدیریت، ریزش قیمت سهام شرکت کاسته شده هر چند که این کاهش از لحاظ آماری معنادار نبوده و ریزش قیمت سهام به شکل معناداری تحت تأثیر ویژگی ساختار مدیریت قرار نداشته است. نتیجه به دست حاکی از آن است که؛

✓ فرضیه فرعی ۵-۳ پژوهش مبنی بر اینکه ثبات مدیریت تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد، بر اساس معیارهای ریزش قیمت سهام و در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود.

✓ مجموع نتایج به دست آمده از فرضیه های فرعی مربوط به فرضیه پنجم نشان می دهد که فرضیه پنجم پژوهش مبنی بر اینکه ساختار مدیریت تأثیری معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود.

- متغیر توانایی مدیریت (Ability)، تأثیری منفی اما بی‌معنا بر معیارهای مختلف ریزش قیمت سهام شرکت‌های نمونه داشته است. این نتیجه نشان می‌دهد که با افزایش توانایی مدیریت از میزان ریزش قیمت سهام در شرکت‌های بررسی شده کاسته شده و بازار سرمایه از طریق کاهش ریزش قیمت سهام واکنشی منفی اما بی‌معنا نسبت به توانایی مدیریت نشان داده است. این نتیجه بیان می‌دارد که؛

✓ فرضیه ششم پژوهش مبنی بر اینکه توانایی مدیریت تأثیری منفی و معنادار بر ریزش قیمت سهام دارد، بر اساس هر دو معیار ریزش قیمت سهام و در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

### نتایج به‌دست آمده از متغیرهای کنترلی

یافته‌های به‌دست آمده از متغیرهای کنترلی بررسی شده حاکی از آن است که ناهمگنی گردش سهام (DTURN) که نشان‌دهنده تغییرات در حجم معاملات سهام می‌باشد، تأثیری منفی بر ریزش قیمت سهام شرکت داشته و با افزایش ناهمگنی گردش سهام از میزان ریزش قیمت سهام کاسته شده است. دیگر نتایج نشان می‌دهد نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت (MB) که بیانگر فرصت‌های رشد شرکت می‌باشد، تأثیری منفی و معنادار بر ریزش قیمت سهام داشته و ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با نسبت ارزش بازار بالاتر، به شکل قابل توجهی کمتر بوده است. سایر یافته‌ها بیان می‌دارند که نسبت قیمت به سود (PE) و اهرم مالی (Lev) تأثیری مثبت و معنادار بر ریزش قیمت سهام داشته است و ریزش قیمت سهام با افزایش اهرم مالی و نسبت قیمت به سود هر سهم به شکل معناداری افزایش داشته است. همچنین در این پژوهش؛ اندازه شرکت و ریسک بازده سهام تأثیری منفی و نرخ بازده دارایی‌ها تأثیری مثبت اما بی‌معنا بر ریزش قیمت سهام شرکت‌های نمونه داشته است.

### نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش در پی بررسی تأثیر ویژگی‌های مختلف مدیریت از جمله کوتاه‌بینی مدیریت، خوش-بینی مدیریت، محافظه‌کاری مدیریت، دقت پیش‌بینی مدیریت، ساختار مدیریت و توانایی مدیریت بر ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. با استفاده از نمونه-ای شامل شرکت‌های بورس اوراق بهادار در طی سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۶ و روش‌های آماری به‌کارگیری شده، نتایج به‌دست آمده بیانگر آن است که از میان ویژگی‌های مختلف مدیریت، دو ویژگی کوتاه‌بینی و دقت پیش‌بینی مدیریت بیشترین تأثیرگذاری را بر ریزش قیمت سهام در شرکت‌های بررسی شده داشته است. این نتایج نشان می‌دهد که با افزایش کوتاه‌بینی مدیریت بر میزان ریزش

قیمت سهام شرکت‌های بررسی شده به شکل معناداری افزوده شده و بدین ترتیب بازار سرمایه از طریق افزایش ریزش قیمت سهام شرکت واکنش معناداری نسبت به ویژگی کوتاه‌بینی مدیریت نشان داده و در شرکت‌های با مدیران کوتاه‌بین، افزایش معنادار ریزش قیمت سهام مشاهده شده است. این نتیجه با یافته‌های پژوهش لیائو و کیو (۲۰۱۴) و بانسل و گارل (۲۰۱۶) مطابقت دارد چراکه در این پژوهش‌ها نیز شاهد ریزش قیمت سهام با افزایش کوتاه‌بینی مدیریت بوده‌ایم. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که ریزش قیمت سهام با افزایش دقت پیش‌بینی مدیریت کاهش یافته و شرکت‌های با دقت پیش‌بینی مدیریت بالاتر، ریزش قیمت سهام کمتری را تجربه نموده‌اند. به عبارت دیگر بازار سرمایه با کاهش ریزش قیمت سهام واکنش معناداری نسبت به افزایش دقت پیش‌بینی مدیریت نشان داده است که این نتیجه با پژوهش چن، کیم، یائو (۲۰۱۶) و ایندراواتی، دارلیس و اظهار (۲۰۱۷) سازگار است.

سایر یافته‌ها حاکی از آن است که با افزایش خوش‌بینی مدیریت از میزان ریزش قیمت سهام شرکت‌های نمونه کاسته شده است که نتایج به دست آمده برخلاف یافته‌های پژوهش وودنبرگ (۲۰۱۷)، کیم، وانگ و ژانگ (۲۰۱۶) و بشکوه و کشاورز (۱۳۹۷) است، چراکه در این پژوهش‌ها با افزایش خوش‌بینی مدیریت، شاهد افزایش ریسک ریزش قیمت سهام خواهیم بود. همچنین با افزایش اعمال محافظه‌کاری مدیریت بر میزان ریزش قیمت سهام، افزوده شده است که نتایج حاصله در تضاد با مطالعات دیو (۲۰۱۸)، و کیم، وانگ و ژانگ (۲۰۱۶) است. از سوی دیگر با بهبود ساختار مدیریت، توسط افزایش استقلال هیأت‌مدیره، وجود تنوع جنسیتی اعضای هیأت‌مدیره و ثبات و استحکام مدیریت، از میزان ریزش قیمت سهام شرکت‌های نمونه کاسته شده و مطابق با پژوهش حسینی (۲۰۱۷) می‌باشد. در نهایت با افزایش توانایی مدیریت، شاهد کاهش ریزش قیمت سهام در شرکت‌های بررسی شده بوده‌ایم، هرچند که هیچ‌یک از این نتایج از لحاظ آماری معنادار نیست که این نتیجه با مطالعات اندرو و همکاران (۲۰۱۷) و محمدی و کرم صالحی (۱۳۹۶) مطابقت دارد و با پژوهش‌های مرادزاده فرد (۱۳۹۵) و حبیب و حسن (۲۰۱۷) ناسازگار است.

از نتایج قابل توجه به دست آمده در خصوص متغیرهای کنترلی پژوهش می‌توان به تأثیر منفی و معنادار ناهمگنی گردش سهام بر ریزش قیمت سهام اشاره کرد و این بدان معناست که با افزایش ناهمگنی گردش سهام از میزان ریزش قیمت سهام کاسته شده است. همچنین ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با نسبت ارزش بازار بالاتر، به شکل قابل توجهی کمتر بوده است. علاوه بر این؛ ریزش قیمت سهام با افزایش اهرم مالی و نسبت قیمت به سود هر سهم به شکل معناداری افزایش داشته است.

## منابع

- اکبری، محسن؛ قلی‌زاده، محمدحسن و فرخنده، مهسا. (۱۳۹۶). "بررسی نقش تعدیل‌گر درصد مدیران غیرموظف بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی". *پژوهش حسابداری*، ۷(۲)، صص. ۸۸-۱۰۳.
- بشکوه، مهدی و کشاورز، فاطمه. (۱۳۹۷). "بیش اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام". *راهبرد مدیریت مالی*، ۶(۲)، صص. ۱۹۲-۲۱۷.
- تهرانی، رضا و دلشاد، افسانه. (۱۳۹۷). "بررسی تأثیر کوتاه‌بینی مدیران بر عملکرد مالی آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *پژوهش حسابداری*، ۸(۲)، صص. ۲۳-۴۶.
- دلشاد، افسانه و صادقی شریف، سیدجلال. (۱۳۹۷). "بررسی واکنش بازار سرمایه به کوتاه‌بینی مدیران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۲۰(۱)، صص. ۹۱-۱۰۶.
- راعی، رضا و تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). "مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته". تهران، انتشارات سمت.
- مرادزاده فرد، مهدی. (۱۳۹۵). "توانایی مدیریتی، کارآیی سرمایه‌گذاری و ریسک سقوط آتی قیمت سهام". *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۳(۵۰)، صص. ۳۳-۶۴.
- محمدی، سجاد و صالحی، اله‌کرم. (۱۳۹۶). "بررسی رابطه بین توانایی مدیریت با کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک کاهش قیمت سهام". *پیشرفت‌های حسابداری*، ۹(۲): ۹۳-۱۱۹.
- Abdullah, S. N. Ismail, K. & Izah, K. N. (2017). "Gender, Ethnic and Age Diversity of the Boards of Large Malaysian Firms and Performance". *Journal of Pengurusan*, 38(7), pp. 27-40.
- Adams, R. S. Gray & J. Nowland. (2010). "is there a business case for female directors? Evidence from the market reaction to all new director appointments". *Working paper*, City University of Hong Kong.
- Akbari, M. Gholizdeh, M-H & Farkondeh, M. (2017). "The Moderating Role of Non-executive Director Board Presence on the Relation between Investment Opportunity and Financial Performance". *Accounting Research*, 7(2), pp.88-103. (In Persian).
- Anderson, T.W. & Hsiao, C. (1982). "Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data". *Journal of Econometrics*, 18 (1), pp. 47-82.
- Andreou, P. C. Karasamani, I. Louca, C. & Ehrlich, D. (2017). "The impact of managerial ability on crisis-period corporate investment". *Journal of Business Research*, 79, pp. 107-122.



- Bancel, F. & Garel, G. (2016). "Managerial Myopia: Do Managers Privilege Short-term Decisions or Value Creation". *Bankers Markets*, 135(2) , pp. 50-58.
- Basu, S. (1997). "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings". *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1) , pp. 3-37.
- Beshkooh, M & Keshavarz, F. (2018). "The Relationship between the Managerial Overconfidence and Stock Price Crash Risk in Firms Listed in Tehran Stock Exchange." *Financial Management Strategy*. 6(2) , pp.192-217. (In Persian).
- Chen, G. Crossland, C. & Luo, S. (2015). "Making the same mistake all over again: CEO overconfidence and corporate resistance to corrective feedback". *Strategic Management Journal*, 36(10) , pp. 1513-1535.
- Chen, C. Kim, J. B. & Yao, L. (2017). "Earnings smoothing: Does it exacerbate or constrain stock price crash risk". *Journal of Corporate Finance*, 42, pp. 36-54.
- Chen, J. H. Hong, et al. (2001). "Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional Skewness in stock prices". *Journal of financial Economics*, 61(3) , pp. 345-38.1
- Chowdhury, J. & Fink J D. (2012). "Managerial myopia: Tests and implications. College of Business". *James Madison University*, available at: <http://ssrn.com/abstract=1991429>.
- Conyon, M. J. & He, L. (2017). "Firm performance and boardroom gender diversity: A quintile regression approach". *Journal of Business Research*, 79(12) , pp. 198-211.
- Dah, M. (2017). "Board Independence and Managerial Authority". *Benchmarking: An International Journal*, 25(3) , pp.838-853.
- Delshad, A & Sadeqi Sharif, S-J. (2018). "Investigating the Reaction of Capital Market on Managerial Myopia in Companies Listed on Tehran Stock Exchange". *Financial Research Journal*, 20(2) , pp.91-106. (In Persian).
- Demerjian, P. B. Lev, and S. MacVay. (2012). "quantifying managerial ability: A new measure and validity test". *Management Science*, 58(7) , pp. 1229-1248.
- Du, X. (2018). "Corporate Environmental Performance, Accounting Conservatism, and Stock Price Crash Risk: Evidence from China". *China Accounting and Finance Review*, 20(1) , pp. 1-43.
- Feng, M. Li, C. & McVay, S. (2009). "Internal control and management guidance". *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3) , pp. 190-209.

- Fuzi, S. F. S. Halim, S. A. A. & Julizaerma, M. K. (2016). "Board independence and firm performance". *Procedia Economics and Finance*, 37, pp. 460-465.
- Galbreath, J. (2016). Is Board Gender Diversity Linked to Financial Performance? The Mediating Mechanism of CSR. *Business and Society*, 57(5), pp.863-889.
- Gigler, F. Kanodia, C. Sapra, H. & Venugopalan, R. (2014). "How frequent financial reporting can cause managerial short-termism: An analysis of the costs and benefits of increasing reporting frequency". *Journal of Accounting Research*, 52(2), pp. 357-387.
- Habib, A & Hasan, M. (2017). "Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk". *Research in International Business and Finance*, 42(11), pp. 262-274.
- Hamm, S. J. Li, E. X. & Ng, J. (2016). "Earnings Guidance, Bias, and Stock Price Crash Risk". *Baruch– SWUFE Accounting Conference*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2055008>.
- Huang, X. S. & Sun, L. (2017). "Managerial ability and real earnings management". *Advances in accounting*, 39, pp. 91-104.
- Husaini, S. (2018). "Enterprise Risk Management, Corporate Governance and Firm Value: Empirical Evidence from Indonesian Public Listed Companies". *International Journal of Advances in Management and Economic*, 6(6), pp.16-23.
- Hutton, A. A. Marcus, et al. (2009). "Opaque financial reports and the distribution of stock returns". *Journal of financial Economics*, 94: 67-86.
- Hutira, S. (2016). "Determinants of Analyst Forecasting Accuracy". *Joseph Wharton Scholars*, Available at [https://repository.upenn.edu/joseph\\_wharton\\_scholars/15](https://repository.upenn.edu/joseph_wharton_scholars/15).
- Indrawati, N. Darlis, E. & Azhar L. (2017). "The Accuracy of Earning Forecast Analysis, Information Asymmetry and Integrated Reporting – Case of Indonesia". *Journal Dinamika Akuntansi dan Bisnis*, 4(1), pp. 19-32.
- Jenter D & Lewellen, k. (2017). "Performance-induced CEO turnover". Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3035268>.
- Johl, S. K. Kaur, S. & Cooper, B. J. (2015). "Board characteristics and firm performance: Evidence from Malaysian public listed firms". *Journal of Economics, Business and Management*, 3(2), pp. 239-243
- Kim, J.B. Luo, L. & Xei, H. (2016). "Dividend Payments and Stock Price Crash Risk". Available in: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Kim, J. B. Wang, Z. & Zhang, L. (2016). "CEO overconfidence and stock price crash risk". *Contemporary Accounting Research*, 33(4), pp. 1720-1749.

- Liao, S. H. & Kuo, F. I. (2014). "The study of relationships between the collaboration for supply chain, supply chain capabilities and firm performance: a case of the Taiwan' tft-lcd industry". *International Journal of Production Economics*, 156, pp. 295-304.
- Mohammadi, s & Salehi, A-K. (2017). "Investigate the relationship between managerial ability with investment efficiency and Stock Price Crash Risk". *Accounting Advances*, 9(2) , pp.93-119. (In Persian).
- Moradzadeh Fard. (2016). " Managerial Talent, Investment Efficiency and Stock Price Crash Risk". *Empirical Research in Accounting*, 13(50) , pp.33-64. (In Persian).
- Nguyen, P. Rahman, N. Tong, A & Zhao, R. (2016). "Board size and firm value: evidence from Australia". *Journal of Management & Governance*, 20(4) , pp. 851-873
- Neville, F. Byron, k. Post, c & Ward, A. (2018). "Board Independence and Corporate Misconduct: A Cross-National Meta-Analysis". *Journal of Management*, 2(1) , pp.1-32.
- Pearce, J.A & Patel, P.C. (2018). "Board of director efficacy and firm performance". *Variability Long Range Planning*, 51(6) , pp. 911-926.
- Raei, R. and Talangi, A. (2008). "Advanced investment management". *Samt public Tehran, Iran*, (In Persian).
- Saeed, A. & Sameer, M. (2017). "Impact of board gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies". *International Business Review*, 26(6) , pp. 1100-1113.
- Scherand, C.M, & Zechman, S.L. (2012). "Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting". *Accounting and Economics*, 53(2) , pp.311-329.
- Shah, S. S. H. Xinping, X. Khan, M. A. & Harjan, S. A. (2018). "Investor and Manager Overconfidence Bias and Firm Value: Micro-Level Evidence from the Pakistan Equity Market". *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(5) , pp. 190-199.
- Tehrani, R & Delshad, A. (2018). "Investigation of Managerial Myopia on Future Financial Performance in Companies Listed on Tehran Stock Exchange". *Accounting Research*, 8(2) , pp.23-46. (In Persian).
- Woudenberg, J. (2017). "The Effect of CEO Overconfidence on Stock Price Crash Risk". *Financial Economics*, Radboud University. Available at: <https://theses.ubn.ru.nl/handle/123456789/4437>.