مجله نخبگان علوم و مهندسی
Journal of Science and Engineering Elites
جلد ۶- شماره ۶ - سال ۱۴۰۰
www.ElitesJournal.ir



رابطه بین محدودیت مالی و سقوط قیمت سهام بر حاکمیت شرکتی

وحید اسماعیل فام بهی

کارشناسی حسابداری، دانشگاه علمی کاربردی مراغه

vahidesmaeilfam@yahoo.com

ارسال: مهر ماه ۱۴۰۰ پذیرش: بهمن ماه ۱۴۰۰

چکیده

هدف پژوهش بررسی محدودیت مالی و سقوط قیمت سهام بر حاکمیت شرکتی است. داده‌های مورد استفاده از نمونه آماری ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در طی بازه زمانی سالهای ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹ استخراج شده برای تحلیل استفاده شده Eviews اطلاعات و آزمون فرضیه ها از تحلیل رگرسیون چند متغیره و آزمون همبستگی از طریق نرم افزار آماری است. نتایج نشان داد که بین محدودیت مالی و سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد مالکیت نهادی بر رابطه محدودیت مالی و سقوط قیمت سهام تاثیر معنی دار و منفی دارد. و اندازه هیئت مدیره بر رابطه محدودیت مالی و خطر سقوط قیمت سهام تاثیر معنی دار ندارد.

کلمات کلیدی: جابجایی محدودیت مالی، سقوط قیمت سهام، حاکمیت شرکتی، تامین مالی بهینه

۱–مقدمه

یکی از مسائلی که سازه‌هایی چون ساختمان‌های مسکونی، کارخانه‌ها و مجتمع‌های اداری و صنعتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، آتش سوزی است. این امر در مورد سازه‌های فولادی از اهمیّت و حساسیت بیشتری برخوردار است، چرا که در اعضای فولادی به علت قابلیت هدایت گرمایی بالا و ضخامت کم، آتش سوزی باعث کاهش مقاومت و سختی می‌شود. آزمایشات مختلف نشان می‌دهد که اتصالات به دلیل توانایی در توزیع نیروها، تأثیر قابل توجهی روی دمای انهدام اعضای سازه‌ای در دماهای بالا دارند. در طراحی سازه‌های فلزی در برابر آتش، سازه های مورد نیاز باید دارای قدرت کافی برای مقاومت در برابر بارهای سرویس و نیروی حرارتی القاء شده در طول آتش سوزی باشند. نکته‌ای که توجه محققان را در برابر عملکرد آتش بر روی اتصالات تیر به ستون به خود جلب کرده است، نیروهای حرارتی القاء شده بر روی تیرها و ستون ها به شدت توسط جزئیات اتصالات تیر به ستون، مانند نوع اتصال (ساده، نیمه گیردار، گیردار) و تنظیمات پیچ و مهره و غیره تحت تاثیر قرار می گیرد. با این حال، عدم آگاهی از این نوع اتصال تحت آتش سوزی نیز وجود دارد. برای جلوگیری از فروپاشی سازه های ساختمانی تحت حوادث آتش سوزی نیاز به آگاهی از نوع اتصال خمشی تیر به ستون وجود دارد. علاوه بر این، بسیاری از پژوهش‌های قبلی با هدف یافتن دمای بحرانی برای اعضای ساختمانی

www.SID.ir

Archive of SID

بارگذاری شده در معرض آتش انجام شده‌اند. تعدادی از تحقیقات و آیین‌نامه‌های طراحی آتش سوزی به بررسی استحکام اعضای فولادی حفظ شده تحت آتش سوزی پرداخته‌اند. قدرت سازه های فلزی در دماهای بالا نادیده گرفته شده و ممکن است منجر به دستکم گرفتن مقاومت در برابر آتش از سازه‌های فلزی و یا استفاده بیش از حد، از مواد ضد حریق شود. اخیرا، طراحی مبتنی بر عملکرد به عنوان یک روش طراحی. امروزه یکی از مهم‌ترین موضوعات مورد علاقه اقتصاددانان و تحلیل گران مالی، تعیین چگونگی و روند نوسان قیمت‌هاست. بحث قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران و دامنه تغییرات آن امروزه یکی از جدی‌ترین و محوری‌ترین مباحث بازار سرمایه را تشکیل می‌دهد. بحران مالی اخیر سبب ایجاد انگیزه بیشتری در خصوص بررسی و پیش بینی مناسب فرآیند خطر سقوط قیمت سهام شده است. مدل‌های متعدد تئوریکی مشخص می‌سازند که مدیران شرکت جهت مخفی‌سازی خبرهای بد و تعویق اطلاع رسانی در خصوص پایان پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی انگیزه زیادی دارند. به هنگام انباشتگی این گونه خبرها و فراتر رفتن آنها از یک آستانه خاص، تخلیه به یک باره اخبار بد انباشته شده به بازار سبب سقوط قیمت سهام خواهد شد (بتملچ[1] و همکاران ،۲۰۱۰: جین و مایرز[2]، ۲۰۰۶). خطر سقوط قیمت سهام، رخداد نامطلوبی است که به شکل بازده منفی شدید سهام، تعریف می‌شود (کیم، لئو و شی[3]، ۲۰۱۶). چنین رخدادی به زیان شایان توجه ثروت سرمایه‌گذاران و کاهش اعتماد سرمایه گذاران در بازار سرمایه می‌انجامد یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود آن است که شرکت‌های مو اجه با محدودیت تأمین مالی، ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت، صرف نظر نمایند که این امر، به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. که در این میان کاملترین و صریح ترین تعریف از محدودیت مالی این است که شرکتها زمانی در محدودیت تامین مالی هستند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف روبرو باشند (فازاری و همکاران[4] ، ۱۹۸۸). بنابراین با استفاده از این تعریف، تمام شرکتها را می‌توان به عنوان شرکتهای با محدودیت مالی تلقی کرد، اما سطوح محدودیتهای مالی متفاوت است. استفاده از وجوه خارجی، یک چارچوب مناسب برای جدا کردن شرکتها بر اساس محدودیت مالی آنها است. وقتی که تفاوت بین مصارف داخلی و خارجی وجوه سرمایه‌گذاری در یک شرکت زیاد وبالا است، آن شرکت از نظر مالی محدودیت بیشتر دارد. در حالت کلی، شرکت‌های بدون محدودیت مالی ویا محدودیت مالی کمتر، آنهایی هستند که به طور نسبی از دارایی‌های با قابلیت نقد شوندگی بالا برخوردارند و خالص دارایی آنها بالا است. بنابراین منظور از محدودیت‌های مالی، محدودیت‌هایی است که مانع تامین همه وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری‌های مطلوب برای شرکتها می‌گردد. شرکت‌های محدودیت دارای خطر بالای سقوط قیمت سهام هستند (گوایمی و هلن[5]، ۲۰۱۶). افت قیمت، یعنی سقوط قیمت سهام شرکت‌هایی که دارای محدودیت‌های مالی هستند، بیشتر است. بخش قابل توجهی از سابقه مطالعاتی نشان می‌دهد که معیارهای راهبری شرکت با نظم بخشیدن به سرمایه گذاری (مازیالر و وانگ[6]، ۲۰۰۷)، جلوگیری از مدیریت سود و بهبود اطلاعاتی به طور موثر می‌توانند از چنین تصمیمات نامطلوب مدیریتی جلوگیری کنند. این یافته‌ها نشان می‌دهد که ایجاد راهبری شرکت به طور موثر به کاهش رفتار فرصت طلبانه مدیریتی کمک می‌کند از این‌رو باعث کاهش سقوط قیمت سهام شرکت می‌شود (مینیک،و نوگا ۲۰۱۰). بواجراج و سنگوپتا (۲۰۰۳) نیز دریافتند که کیفیت حاکمیت شرکتی، از طریق کاهش ریسک نمایندگی سبب بهبود رتبه اوراق قرضه و کاهش نرخ بازده تا سررسید اوراق می‌گردد. علاوه بر این، بر پایه پژوهش‌های صورت گرفته اجرای اصول صحیح و با کیفیت حاکمیت شرکتی، باعث بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود. در ادبیات مالی نظریه‌ها و دیدگاه‌های متعددی پیرامون توضیح پدیده سقوط قیمت سهام ارائه شده است. بلک و کریستی[7](۲۰۰۷)، در توضیح چگونگی بروز پدیده سقوط قیمت سهام، نظریه اثرات اهرمی را ارائه کردند. این نظریه بیان می‌کند که کاهش (افزایش) در قیمت سهام یک

[1] Benmelech
[2] Jin & Myers
[3] Kim, Luo, & Xei
[4] Fazzari and et all
[5] Guanming He, Helen
[6] Masulis, R., Wang
[7] Keristi

www.SID.ir

Archive of SID

شرکت، اهرم‌های مالی و عملیاتی آن را افزایش (کاهش) می‌دهد و متقابلاً منجر به نوسان بازده سهام می‌شود و این واکنش نامتقارن، چولگی منفی بازده سهام را به همراه دارد .

بلانچارد و واتسون[1] (۱۹۸۲)، در توضیح پدیده چولگی منفی بازده سهام، مدل حباب تصادفی قیمت سهام را مطرح کردند. بر اساس نظریه‌های مالی نوین، ارزش یک سهم با جمع ارزش فعلی جریانات نقدی آتی آن برابر است. همچنین بر اساس فرضیه بازار کارا، قیمت سهام در یک بازار کارا برابر یا در محدوده ارزش ذاتی آن در نوسان است. اما در بعضی مواقع براثر یک شوک (انتشار اطلاعات جدید وغیره...)، قیمت‌ها بدون هیچ توجیه بنیادی و اقتصادی افزایش می‌یابند و به عبارت دیگر قیمت سهام به‌گونه چشمگیری افزایش می‌یابد. از این فرآیند در ادبیات مالی تحت عنوان حباب قیمتی یاد می‌شود و ریزش قیمت سهام عموماً به علت وجود حباب در قیمت سهام شرکت رخ می‌دهد و این مسأله به علت اقدامات مدیریتی نظیر تعویق در انتشار اخبار بد و تسریع در انتشار اخبار خوب، فرار از مالیات، استمرار پروژه‌های با ارزش فعلی منفی و عدم شفافیت اطلاعات مالی صورت می‌پذیرد (کیم و همکاران، ۲۰۱۱، هاتن و تهرانیان، ۲۰۰۹). مدیران ممکن است در کوتاه‌مدت به دنبال رویه‌هایی باشند که در بلندمدت برای سهامداران بهینه نباشد. در غیاب قراردادهای بهینه، مدیران می‌توانند از مزایای اطلاعاتی خود استفاده کنند و درگیر رفتارهای کوته‌بینانه و فرصت‌طلبانه شوند. بطورکلی، چنین رفتارهایی ممکن است به دو شکل باشد:

۱ . تصمیمات سرمایه‌گذاری که هدف آن‌ها ارزش‌گذاری‌های بالای موقتی است.

۲ . درگیر شدن در مدیریت سود برای حفظ قیمت متورم سهام.

با این حال، این اعمال و رویه‌ها، غیرقابل تحمل است و سرانجام، زمانیکه اصول واقعی آشکار شود، منجر به سقوط قابل توجه قیمت سهام خواهد شد (کیم و ژانگ[2]، ۲۰۱۰). همواره محققین مالی و حسابداری به دلیل اهمیت موضوع ریزش قیمت سهام برای گروه های متفاوت سرمایه‌گذاران، تحلیلگران بازار سرمایه، انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری و اداره‌کنندگان بورس اوراق بهادار در پی پاسخ به سه سؤال مهم در این زمینه می‌باشند: اول علل وقوع این پدیده چیست؟ دوم چه راهکار هایی باعث پیشگیری از این پدیده می‌شود؟ و سوم چه علائم هشدار دهنده‌ای برای پیش‌بینی این پدیده وجود دارد؟ تحقیقات این محققین در پاسخ به سؤال اول دلایلی نظیر تمرکز سهامداران بر اثرات بازخورد نوسانات بازار، ناهمگنی عقاید سرمایه‌گذاران، مدیریت سود، شستشوی حساب‌ها، ارزیابی غیرواقعی تحلیل گران از عملکرد شرکت، عدم شفافیت اطلاعات مالی، فرار از مالیات، استمرار پروژه‌هایی باارزش فعلی منفی و نگرانی‌های شغلی مدیران را به‌عنوان پاره‌ای از دلایل وقوع این پدیده معرفی می‌نمایند. این محققین در کنار عوامل ایجادکننده پدیده ریزش قیمت سهام و در جهت پاسخ به سؤال دوم مواردی را به عنوان عواملی که سبب کاهش وقوع این پدیده می‌شود معرفی می‌نمایند. از جمله این عوامل می‌توان به حضور مشارکان آگاه و مطلع در بازار مانند مالکان نهادی و تحلیلگران بازار، شفافیت اطلاعات مالی، نبود عدم تقارن اطلاعاتی بین اعضای داخلی سازمان با افراد خارجی اشاره نمود. در این بین مواردی همچون افزایش در حجم معاملات سهام نسبت به روند آن در طی شش ماه گذشته، تجربه بازده‌هایی مثبت در بیش از ۳۶ ماه قبل، خرید و فروش سهام شرکت توسط اعضای داخلی سازمان و غیره به عنوان علائمی هشدار دهنده که وقوع ریزش قیمت سهام را پیش‌بینی می‌نماید، معرفی می‌شود. با بررسی این تحقیقات و تمرکز بر علل وقوع ریزش قیمت سهام می‌توان به این نکته پی برد که تمامی عوامل فوق باعث ایجاد حباب در قیمت سهام شرکت می‌گردد، که این رویداد همواره در نتیجه اقداماتی نظیر: انباشته ساختن اخبار بد در شرکت و تسریع در شناسایی اخبار خوب در سود، مدیریت سود، عدم شفافیت اطلاعات مالی و غیره رخ می‌دهد (دیانتی و همکاران، ۱۳۹۱). هانگ و استین[3] (۲۰۰۳)، در رابطه با سقوط قیمت سهام به این بحث پرداختند که ناهمگنی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران خود دلیلی برای سرعت بخشیدن به سقوط قیمت سهام است. مدل آن‌ها نشان می‌دهد که اگر تفاوت نظر در بین سرمایه‌گذاران در ابتدا زیاد باشد سرمایه‌گذار تندرو با شنیدن کوچکترین اخبار بد نا مطلوب به فروش سریع سهام خود مبادرت می‌ورزد، و سعی می‌کند هر چه

[1] Blanchard & Watson
[2] Kim & zhang
[3] Hong & Stein

www.SID.ir

Archive of SID

سریع تر از بازار خارج شود، که این حرکت در نهایت به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود. به علاوه نتایج آنها اثبات می کند که اخبار نهانی انباشته شده در شرکت در زمان تنزل بازار تمایل بیشتری به آشکار شدن پیدا می کند، که نتیجه آن تعدیل شدید و منفی بازده سهام است، که آن را سقوط سهام نامیده اند. این دو محقق از سوی دیگر با این تحقیق عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران را نیز یاد آور شده اند

۲- سهامداران و سرمایه گذاران

امروز اطلاعات واقعی به عنوان یک منبع مهم استراتژیک برای سهامداران و سرمایه‌گذاران است. تحقیق حاضر این امکان را برای سهامداران و سرمایه‌گذاران فراهم می کند که بتوانند با اطلاع از رابطه محدودیت مالی و خطر سقوط قیمت سهام با تاکید بر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و با توجه به اهداف‌شان از سرمایه گذاری، در مورد سرمایه‌گذاری تصمیم گیری کنند.

۳- سازمان بورس اوراق بهادار

یکی از نهادهای مهم فعال در بخش مالی اقتصاد، بورس اوراق بهادار است که از طریق فراهم کردن و تسهیل امکان داد و ستد دارائی‌های مالی برای فعالان در بورس نقش قابل ملاحظه‌ای در تحقق کارکردهای بخش مالی اقتصاد ایفا می کند و با توجه به اینکه این روزها مسئله جذب سرمایه‌گذاران خارجی و داخلی در بورس مطرح است، نیاز به امر تحقیق در مورد رابطه محدودیت مالی و خطر سقوط قیمت سهام با تاکید بر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی افزایش می‌یابد.

۴- تعاریف مفهومی متغیرهای پژوهش

۴-۱- متغیر مستقل: محدودیت های مالی

کاملترین و صریح ترین تعریف از محدودیت مالی این است که شرکتها زمانی در محدودیت تامین مالی هستند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف روبرو باشند (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸).

۴-۲- متغیر وابسته: خطر سقوط قیمت سهام

خطر سقوط قیمت سهام به سقوط شدید در ارزش حقوق صاحبان سهام اشاره دارد که موجب کاهش
شدید ثروت سهامداران می‌شود. این حرکت نزولی نگرانی‌های جدی را برای سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها ایجاد می کند، زیرا خطر سقوط قیمت سهام مدیریت ریسک و تصمیم‌های مدیریت را تحت تاثیر قرار می دهد.

۴-۳- متغیر تعدیل کننده: حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از مکانیزمهای کنترلی درون شرکتی و برون شرکتی می‌باشد که تعادل مناسب میان حقوق صاحبان سهام از یک سو و نیازها و اختیارات هیئت مدیره را از سوی دیگر برقرار می‌نماید و در نهایت این مکانیسم‌ها اطمینان معقولی را برای صاحبان سهام و تهیه کنندگان منابع مالی و سایر گروههای ذینفع فراهم می‌نماید مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاری‌شان با سود معقولی برگشت شده و مکانیزم ارزش آفرینی لحاظ خواهد شد (مشایخ و اسماعیلی، ۱۳۸۵). بررسی‌ها نشان می‌دهد هیچ تعریف مورد توافقی در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد. تعاریف موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع قرار می گیرند. دیدگاههای محدود در یک سو و دیدگاههای گسترده در سوی دیگر طیف قرار می گیرند. در دیدگاههای محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود. این الگو در قالب نظریه نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می‌توان بصورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و سهامداران بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذینفعان دیده می‌شود. با توجه به نظریه‌های مذکور، حاکمیت شرکتی عبارت است از فرآیند نظارت و کنترل برای تضمین عملکرد مدیر شرکت مطابق با منافع سهامداران (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۵). معیارهای حاکمیت شرکتی که در این پژوهش استفاده شده است عبارتند از:

www.SID.ir

Archive of SID

تمرکز مالکیت، ترکیب هیات مدیره (مدیران غیر موظف وغیر اجرایی)، مالکیت نهادی، دولتی یا خصوصی بودن شرکت، نوع حسابرس، مادر (اصلی) یا فرعی بودن شرکت.

۵- روش گردآوری داده‌ها

در این تحقیق با توجه به ماهیت آن از روش کتابخانه‌ای و روش میدانی استفاده می‌شود. مبانی نظری و تحقیقات انجام شده به عنوان مبنای کتابخانه‌ای مورد استفاده قرار می‌گیرد. همچنین، مطالعات کتابخانه‌ای به منظور کشف متغیرها، عوامل مؤثر و ارائه فرضیه‌ها انجام می‌شود در روش میدانی به سازمان بورس اوراق بهادار تهران مراجعه و بر اساس اطلاعات مشاهده شده در آن با استدلال و تکنیک‌های آماری رابطه محدودیت مالی و خطر سقوط قیمت سهام با تاکید بر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در دوره پژوهش، مورد بررسی و نتایج حاصله از نمونه به کل جامعه تعمیم داده می‌شود به منظور تهیه و تدوین مبانی نظری و پیشینه تحقیق از کتاب‌ها، پایان‌نامه‌ها و مقالات داخلی و خارجی استفاده خواهد شد. همچنین اطلاعات لازم جهت محاسبه متغیر مستقل و وابسته از نرم‌افزارهای تدبیر پرداز و ره‌آور نوین و سایت رسمی بورس و ... استخراج و پس از محاسبات لازم برای متغیرهای تحقیق، به وسیله نرم‌افزار Eviews آزمون‌های آماری مورد نیاز بر روی آن‌ها انجام می گیرد.

۶- قیمت سهام

قیمت سهام قیمتی است که خریداران و فروشندگان در معاملات بورس سهام بر آن توافق می‌کنند. برعکس قیمت کالاهایی که در یک مغازه وجود دارد و غالباً به سرعت تغییر نمی‌کند، قیمت سهام معمولاً در نوسان است و حتی طی یک روز نیز با تغییرات متعددی همراه است.

تغییر قیمت سهام از قانون ساده عرضه و تقاضا تبعیت می‌کند. یعنی اگر سهامداران زیادی قصد خرید (تقاضا) سهمی را بنمایند قیمت بازار آن سهم افزایش می‌یابد زیرا فروشندگان نیز از عرضه سهام به قیمت های کمتر خودداری خواهند کرد. همچنین اگر افراد متعددی اقدام به فروش (عرضه) سهامی بنمایند قیمت بازار کاهش می‌یابد. این رابطه بین عرضه و تقاضا مرتبط با نوع اخبار، گزارشات و اعلامیه‌هایی است که درباره شرکت مربوطه در بازار سهام انتشار می‌یابد. اخبار مربوط به شرکت‌ها می‌تواند به صورت کتبی یا شفاهی باشد. از این رو می‌توان تغییرات قیمت سهام را ناشی از انتشار اخبار منفی و مثبت دانست.

اخبار منفی عموما موجب فشار فروشندگان (عرضه) برای فروش سهام و مآلا کاهش قیمت سهام می‌گردد. اخبار مثبت غالباً موجب فشار خریداران (تقاضا) برای خرید سهام و از این رو افزایش قیمت سهام می‌گردد، اخبار منفی و مثبت مثل گزارشات افزایش یا کاهش سود هرسهم، رخدادهای غیرمنتظره نامساعد یا مساعد همچون فسخ یا انعقاد قرارداد فروش کالای شرکت وغیره می‌باشد.

۷- انواع مدل‌های قیمت گذاری سهام

قیمت گذاری سهام به طرق مختلفی انجام می شود و مدلهای متفاوتی دارد که به صورت زیر می باشد:

۷-۱- مدل های عمومی

به‌طور کلی هرسهم دو نوع جریان نقدی ایجاد می‌کند. اول سود سهام که به‌طور منظم (مثلاً سالانه) پرداخت می‌گردد و دوم قیمت فروش سهام در تاریخ واگذاری آن چنانچه سهم برای یک دوره‌ی طولانی نگهداری شود، ارزش فعلی قیمت آتی با توجه به افق زمانی کاهش می‌یابد و مقدار آن تقریباً برای مدت پنجاه سال یا صد سال صفر می‌شود (پاندی[1]،۲۰۰۴). بنابراین، قمیت سهام در زمان صفر برابر با ارزش فعلی جریان سود سهام برای یک دوره نامحدود می‌باشد. بنابراین قیمت سهام طبق معادله زیر محاسبه می شود:

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{Div_3}{(1+r)^3} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+r)^t} \qquad (۱)$$

[1] Pandy

www.SID.ir

Archive of SID

به طوری که:

P_0= (ارزش فعلی سرمایه گذاری سهام عادی) Div= (سود سهام پرداختنی در زمان t ام)

مدل‌های مختلفی برای ارزشگذاری سهام با توجه به الگوی پرداخت سود سهام متفاوت وجوددارد. این سیاست که شرکتی تمام سود کسب شده را به عنوان سود سهام نقدی به سهاداران خویش پرداخت کند، در اکثر اوقات مطلوب به نظر نمی‌رسد. شرکت‌ها همواره فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوبی دارند و یک مدیر کارامد باید ازفرصت‌های ایجاد شده استفاده کند و از طریق ارزش شرکت را افزایش دهد. چناچه شرکتی سود سهام را در یک پروژه سرمایه‌گذاری نکند، ارزش فعلی خالص هر سهم این پروژه در تاریخ صفر برابر با «ارزش فعلی خالص[1] (هر سهم) و فرصت‌های رشد» خواهد بود از آنجا که با انجام سرمایه‌گذاری توسط شرکت، ارزش سهم پروژه مورد نظر به قیمت اصلی هر سهم شرکت اضافه می‌شود، قیمت هر سم پس از انجام سرمایه گذاری به این قرار خواهد بود:

$$\frac{EPS}{r} + NPVGO \qquad (۲)$$

در این فرمول:

NPV= ارزش فعلی خالص GO= فرصت های رشد

معادله (۲) نشان می‌دهد که قیمت یک سهم می تواند به دو عامل ارزش شرکت وارزش مازاد بستگی داشته باشد. به منظور افزایش ارزش، تحقق دو شرط زیر ضروری است:

۱- سودهای کسب شده باید به منظور سرمایه گذاری در پروژه های آتی انباشته شود.

۲- پروژه ها باید دارای ارزش فعلی خالص مثبت باشد.

۷-۲- مدل ارزشگذاری MVA

از مدل‌هایی که امروزه برای قیمت گذاری سهام کاربرد فراوانی پیدا کرده است مدل قیمت گذاری ارزش افزوده بازار می‌باشد. این مدل می گوید که ارزش شرکت عبارت است از:

$$\text{ارزش شرکت} = \text{سرمایه} + \frac{EVA}{K_W}$$

که EVA[2] عبارت است از ارزش افزوده اقتصادی.

۷-۳- مدل گوردن

گوردن[3] با استفاده از روش سرمایه‌گذاری سود انباشته مدلی را برای ارزشگذاری سهام پیشنهاد کرده است. او نیز از مکتب بازار ناقص پیروی می کرده و مدل وی بر اساس مفروضات زیر است:

۱- سودهای انباشته تنها منبع تأمین مالی شرکت‌ها هستند. (به همین علت گوردن، تقسیم سود و تصمیمات سرمایه‌گذاری را مانند مدل والتر فرض می کند). ۲- نرخ بازده سرمایه‌گذاری شرکت ثابت باقی می‌ماند. ۳- نرخ رشد شرکت تابعی از سود نگهداری شده و نرخ بازدهی آن است. این فرض وابسته به دو فرض اول است. ۴- هزینه سرمایه برای شرکت ثابت، ولی بزرگ‌تر از نرخ رشد است. ۵- شرکت دارای عمر نامحدود است. ۶- مالیات بر درآمد وجود ندارد.

گوردون ابتدا مدل زیر را برای ارزش گذاری سهام پیشنهاد، ولی بعدها آن را برای ریسک تجدید نظر کرد:

$$P_0 = \frac{E_0(1-b)}{K-br} \qquad (۳)$$

که در آن:

[1] - Net Present Value
[2] - Economic Value Added
[3] - Gordon

www.SID.ir

Archive of SID

P_0 (قیمت هر سهم در آغاز سال صفر)، E0 (سود هر سهم در پایان سال صفر)،
b (درصد سود نگهداری شده)، k (نرخ بازده مورد توقع سهامداران)،
r (نرخ بازده سرمایه گذاری) و br (نرخ رشد سود هر سهم و سود تقسیمی)،
در خصوص مدل گوردون باید گفت:

۱- وقتی نرخ بازده با نرخ تنزیل برابر باشد (r > k)، به مجرد این که نسبت سود پرداختی (D/E) کاهش یابد، قیمت هر سهم هم افزایش می یابد.

۲- وقتی نرخ بازده از نرخ تنزیل کمتر باشد (r = k)، قیمت هر سهم از تغییرات نسبت سود پرداختی متأثر نخواهد گردید.

۳- وقتی نرخ بازده از نرخ تنزیل کمترل باشد (r < k)، به محض افزایش نسبت سود پرداختی قیمت هر سهم کاهش می‌یابد. بنابر موارد فوق، مدل گوردون با منطقی دیگر عاملاً بکارگیری خط مشی‌هایی مشابه با مدل والتر را تجویز می کند:

۱- نسبت بهینه پرداخت سود سهام برای یک شرکت روبه رشد(r > k) صفر می باشد (D = 0).

۲- نسبت سود پرداختی برای یک شرکت معمولی تأثیری بر ارزش سهام ندارد $(0 \le b \le 1)$.

۳- نسبت بهینه سود پرداختی برای یک شرکت روبه تحلیل (r < k) صد درصد یا یک است. (b = 1).

گوردن بعدها مدل اولیه خود را با وارد کردن ریسک اصلاح کرد.

۷-۴- مدل میلر و مودیگلیانی

این دو محقق دو نظریه درباره ارزش شرکت ارائه کرده‌اند. طبق نظریه اول آن‌ها یک واحد تجاری نمی‌تواند ارزش کل سهام صادره اش را با تغییر در ساختار سرمایه تغییر دهد که به آن قضیه نامربوط بودن نیز اطلاق می گردد. هم چنین براساس نظریه ی دوم، هزینه سرمایه تابع خطی از نسبت بدهی به سرمایه یک واحد تجاری است. به نظر این دو محقق ارزش شرکت مطلقاً به سیاست تقسیم سود سهام بستگی ندارد. آن‌ها به بازار کامل اعتقاد داشتند و ویژگی‌های بازار کار را برای تئوری‌های خود در نظر می گرفتند. آنها برای اثبات نظریه خود، ابتدا مدل ساده ارزشگذاری زیر را مطرح کردند:

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + r} \qquad (۴)$$

که در آن:

P_0 (قیمت هر سهام در زمان صفر)، D_1 (سود هر سهم در زمان یک)، P_1 (قیمت هر سهم در زمان یک) و r (نرخ تنزیل) (فرض بر این است که این نرخ ثادبت می ماند).

از معادله فوق عبارت زیر برای تعیین ارزش سهام شرکت در زمان صفر به دست می آید:

$$nP_0 = \frac{1}{1 + r}\left(nD_1 + (n + m)\,P_1 - mP_1\right) \qquad (۵)$$

که در آن:

n (تعداد سهام که در زمان صفر منتشر شده)، npo (ارزش کل سهام در زمان صفر)، nD1 (کل سود سهام نقدی قابل پرداخت به سهامداران سهام در سال صفر m) [تعداد سهامی که در زمان (t1) به قیمت (P1) [قیمت بازار در زمان یک (t1)] منتشر شده است. (n+m) P1 ارزش کل سهام در بازار در زمان یک (t1) ، r (نرخ تنزیل)، M P1 (ارزش سهام منتشره در زمان یک در بازار و در همان زمان یک).

این مبلغ برابر با کل افزایش در خالص دارایی‌ها در زمان یک (کل سرمایه گذاری ها در t1) پس از کسر مبلغ سودهای انباشته شده از عملکرد همان سال است. این رابطه را می توان به صورت زیر بیان کرد:

$$mP1=I(X-nD1) \qquad (۶)$$

www.SID.ir

Archive of SID

که در آن:

I = کل سرمایه گذاری انجام شده در زمان یک (t1)، X = کل سود خالص شرکت.

آن‌ها با جایگزینی طرف راست رابطه فوق به جای (mP1) در معادله (۲) خویش معادله زیر را ارائه کردند:

$$nP_0 = \frac{1}{1+r}\left[(n+m)P_1 - l + X\right] \quad (۷)$$

از آن جا که (D1) در این معادله جایی ندارد و چون P , X , I (n+m)P1 مستقل از D1 می‌باشند، لذا آن‌ها به این نتیجه رسیدند که ارزش شرکت به تقسیم سود بستگی ندارد.

۸- تامین مالی بهینه

تامین مالی بهینه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که ارزش بازاری واحد انتفاعی را حداکثر می‌کنند (صنعت کار، ۱۳۹۰). عوامل زیر در تعیین تامین مالی یا ساختار سرمایه بهینه نقش دارند (همان منبع).

۱- مالیات: بدهی مالیات کاه است و افزایش در بدهی درآمد مشمول مالیات را به شرطی که شرکت در موقعیت پرداخت مالیات باشد، کاهش می‌دهد.

۲- ریسک: ریسک مالی با افزایش بدهی در ساختار سرمایه کاهش می یابد.

۳- هزینه‌های کمبود مالی: کمبود مالی به وجوهی اطلاق می‌شود که شرکت برای سرمایه‌گذاری بدون مراجعه به بازارهای مالی خارجی (بعد از پرداخت هزینه بهره و قبل از پرداخت سود سهام و استهلاک) در دسترس دارد. تجربه گذشته در انجام سرمایه‌گذاری‌های خوب در تصمیم‌گیری راجع به اینکه شرکت از حقوق صاحبان سهام بیشتر کمبود مالی یا بدهی بیشتر استفاده کند، تاثیر می‌گذارد. از دیگر مواردی که شرکت در تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه مدنظر قرار می‌دهند، مزیت بدهی در افزودن انظباطی به مدیریت و عیب آن در ایجاد هزینه‌های نمایندگی و تضاد بین مدیران و سهامداران و تضاد بین سهامداران و کارکنان می باشند.

۴- نوع دارایی: که تعیین‌کننده فرصت‌های رشد و هزینه‌های مختلف است وجود فرصت‌های رشد و هزینه های انحلال و تصفیه برای شرکت‌ها دارای دارایی‌های نامحسوس به افزایش حقوق صاحبان سهام و مزایای مالیاتی قابل توجه و جریانات نقدی ثابت منجربه افزایش بدهی می‌شود.

۹- اهمیت حاکمیت شرکتی

در اهمیت حاکمیت شرکتی برای موفقیت شرکتها و ایجاد رفاه اجتماعی شکی نیست. این موضوع با توجه به رخدادهای اخیر اهمیت بیشتری یافته است. فروپاشی شرکتهای بزرگ از قبیل انرون[1]، ورلدکام[2] و... (که موجب زیان بسیاری از سرمایه‌گذاران و ذینفعان و ناشی از سیستم‌های ضعیف حاکمیت شرکتی بود) موجب تاکید بیش از پیش بر ضرورت ارتقاء و اصلاح حاکمیت شرکتی در سطح بین المللی شده است.

برگزاری جلسات متوالی کمیسیون خدمات مالی وبیمه‌ای[3]درباره موضوع حاکمیت شرکتی در کشورهای فرانسه، چین، ترکیه، انگلستان نشان از اهمیت بالای این موضوع نزد این سازمان بین المللی است و بحث در مورد نقش حاکمیت شرکتی در اداره شرکتها و سازمانها و چاپ کتابی با همین مضمون توسط این سازمان نشان دهنده آن است که حاکمیت شرکتی در آینده نزدیک به صورت قوانین و یا میثاق‌های تعیین کننده‌ای تدوین خواهد شد که شرکتها و سازمانها موظف به اجرای آن هستند. مسیرهایی که حاکمیت شرکتی می‌تواند از طریق آن بر رشد و توسعه اقتصادی اثر گذارد عبارتند از (ملاحسینی و قربان نژاد ،۱۳۸۷):

[1] Enron
[2] Werledcom
[3] ICC

www.SID.ir

Archive of SID

۱۰- گونه شناسی علمی حاکمیت شرکتی

گونه شناسی حاکمیت شرکتی، مبتنی بر هشت مورد زیر صورت می گیرد.

۱. نوع شرکت

۲. ساختار هیات مدیره

۳. میزان قدرت ذینفعان برای تاثیر بر تصمیمات مدیریت

۴. اهمیت بازار سرمایه در اقتصاد ملی هر کشور

۵. وجود یا فقدان بازاری جهت اعمال کنترل های لازم برای شرکت ها

۶. ترکیب سهامداران

۷. میزان وابستگی پاداش مدیران به بازده عملیاتی شرکت ها

۸. وجود افق زمانی برای تبیین روابط اقتصادی بین شرکت‌ها

۱۱-هزینه نمایندگی

واژه هزینه نمایندگی، دیگر واژه آشنا در ادبیات حاکمیت شرکتی می‌باشد که در راستای هماهنگی منافع مدیرا ن سهامداران عنوان شده است. به عبارتی، هزینه‌های نمایندگی ناشی از تلاش‌های سهامداران برای کنترل مدیران می‌باشد. این تلاش‌ها شامل طرح‌ها و قراردادهایی است که بین مدیر یا مدیران و سهامداران منعقد می‌شود. با یک بررسی اجمالی متوجه می‌شویم که طرفین این قراردادها هرگز خود را بی نیاز از انعقاد چنین قراردادی نمی‌بینند. چرا که از یک سو، سهامداران برای کنترل عملکرد مدیران و از سوی دیگر، مدیران برای اثبات این امر که به دنبال افزایش ثروت شرکت بوده اند و شفافیت مالی را در عملکرد خود پی نموده‌اند، هر دو تراضی کامل به انعقاد قراردادها دارند. لازم به ذکر است که طرح پاداش مدیران یکی از این نوع قراردادها محسوب می شود.

به عبارتی بر اساس طبیعت انسانی، در حقیقت اگر اعضای هیات مدیره عملکرد کارکنان شرکت را کنترل

ننمایند، تا ارزش افزوده شرکت افزایش یابد، بدیهی است که سهامداران با دید تردید به آنان خواهند نگریست. در نتیجه حاکمیت شرکتی به عنوان مکانیزمی برای محدود نمودن هزینه‌های نمایندگی قابل تبیین خواهد بود. به عقیده باینبریج[1]،۲۰۰۷ فرهنگ‌های حاکمیت شرکتی با هزینه‌های نمایندگی در ارتباطند. در حالت اول مدیران شرکت در یک چارچوب کلی با استفاده از مکانیزم‌های پاسخگویی به کنترل بازارهای سرمایه و جذب سرمایه‌های خارجی می‌پردازند. در حالت دوم، هزینه‌های نمایندگی نتیجه اجتناب ناپذیر استقرار ساز و کارهای موثر حاکمیت شرکتی می‌باشد. ما می‌توانیم هزینه‌های نمایندگی را در درازمدت با بهبود ساز وکارهای نظارتی کاهش دهیم. مکانیزم‌های پاسخگویی می‌بایستی قادر به تصحیح خطاها باشند، اما نبایستی طوری باشند که قضاوت حرفه ای مدیران را از بین ببرند. و این مفهوم تعادل اصول گرایی و قائده گرایی مطروحه توسطSEC[2]،۲۰۰۳ می باشد (ملاحسینی و قربان نژاد ،۱۳۸۷).

[1]. Bainbridge ,2007

[2]. Stock Exchange Commission,2003

www.SID.ir

Archive of SID

جدول۱- آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی
استقلال هیئت مدیره	BIND	۰.۶۷۵	۰.۶۰۰	۱.۰۰۰	۰.۲۰۰	۰.۱۹۱	-۰.۲۰۷
اندازه هیئت مدیره	BIRD	۱.۶۱۵	۱.۶۰۹	۱.۹۴۵	۱.۶۰۹	۰.۰۴۳	۷.۴۳۶
خطر سقوط قیمت سهام	W	-۰.۰۰۲	-۰.۰۱۱	۰.۹۰۸	-۰.۶۸۱	۰.۱۶۸	۱.۴۱۸
اندازه شرکت	SIZE	۱۳.۹۹۱	۱۳.۸۶۹	۱۹.۰۶۶	۱۰.۱۶۶	۱.۳۹۴	۰.۵۹۸
اهرم مالی	LEV	۰.۵۹۵	۰.۶۱۰	۱.۷۹۰	۰.۰۱۰	۰.۲۱۰	۰.۲۲۳
سهامداران نهادی	OWN	۰.۷۳۳	۰.۷۸۰	۰.۹۸۰	۰.۱۱۰	۰.۱۷۰	-۱.۳۶۶
فرصت رشد	MTB	۱.۵۴۱	۱.۳۳۵	۶.۲۵۰	۰.۱۲۰	۰.۷۳۷	۲.۲۱۷

جدول ۲- تحلیل فراوانی داده اسمی تحقیق

متغیر	علامت	تعداد مشاهدات	جواب	فراوانی	درصد فراوانی
محدودیت مالی	KZ	۸۱۶	بلی (۱)	۲۹۹	۳۶.۶۴

از بین شاخص‌های مرکزی بیان شده میانگین مهم ترین آن ها محسوب می‌شود که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. میانگین شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال میانگین متغیر وابسته، خطر سقوط قیمت سهام برابر(۰/۰۰۲ -) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است. همانگونه که در جدول (۱)، مشاهده می‌شود میانه همین متغیر برابر با (۰/۰۱۱-) است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌های این متغیر کمتر از این و نیمی دیگر بیشتراز این مقدار می باشد.

نکته مهمی که از مقایسه میانگین و میانه متغیرها می توان استدلال نمود، وضعیت توزیع متغیرها و نرمال بودن نسبی آنها است. با توجه به اینکه مقادیر میانگین و میانه متغیر ها به هم نزدیک هستند می توان چنین برداشت نمود که توزیع متغیرها به توزیع نرمال بسیار نزدیک است.

شاخص‌های پراکندگی به طور کلی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن ها نسبت به میانگین است. از جمله مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی که شرط مطلوب برای وارد کردن متغیر به مدل رگرسیونی می‌باشد، انحراف معیار است. همانطورکه در جدول (۱)، نیز قابل مشاهده است، انحراف معیار متغیرها صفر نبوده و حائز این شرط می باشند.

۱۲- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول بیان می‌کند بین محدودیت مالی و خطر سقوط آتی قیمت سهام رابطه وجود دارد. برای آزمون این فرضیه از مدل شماره (۱) استفاده شده است.

$$W_{it} = \beta_0 + \beta_1 KZ_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۸)$$

نتایج آزمون انتخاب نوع داده ها :

جدول ۳- نتایج ازمون F لیمیر وازمون هاسمن

ازمون	اماره	معناداری	نتیجه
ازمون F- لیمیر(چاو)	۱.۰۹۷	(۰.۲۳۲)	تایید مدل تلفیقی در برابر مدل ترکیبی(پانل)
ازمون هاسمن	-	-	-

www.SID.ir

Archive of SID

۱۳- نتایج

۱- در نمونه با ارتفاع تیر ۳۲۰ میلیمتر مشاهده می‌شود که تقریبا در ۱۰۰ درصد ورق و بولت‌ها مقدار تنش از حد تسلیم فراتر رفته است. در ورق انتهایی نیز کمانش‌های موضعی موجداری ناشی از توزیع حرارت کاملا مشهود می‌باشد.

۲- در اغلب نمونه‌ها مقدار تنش و کرنش ایجاد شده در جان تیر در محدوده‌ای کمتر از ارتفاع تیر ایجاد شده است.

۳- در صورت بارگذاری حرارتی، در ستون مشاهده می‌شود مقادیر تنش ایجاد شده در اثر آتش علاوه بر قسمت‌هایی از محل اتصال تیر به ورق انتهایی، در محل چشمه اتصال و ستون بیشتر از سایر نقاط بوده است.

۱۴- تحلیل نتایج آزمون

شرکت‌هایی که در محدودیت‌های مالی دارای ریسک بالقوه در آینده هستند، احتمالا با در نظر گرفتن توانایی سرمایه گذار برای تفسیر پیامدهای محدودیت‌های مالی برای ریسک سقوط قیمت سهام، به طور قابل ملاحظه‌ای مورد استدلال قرار می‌گیرد. محدودیت مالی، بر اساس تعریف، تعیین می‌شود که آیا و به چه میزان بودجه موجود قابل دسترسی برای یک شرکت بیش از بودجه مورد نیاز شرکت برای سرمایه گذاری مورد نظر خود است. بنابراین، برای درک محدودیت مالی شرکت، سرمایه‌گذاران نیاز به اندازه‌گیری توانایی شرکت برای به دست آوردن منابع مالی خارجی، میزان بودجه داخلی و میزان بودجه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری مورد نظر خود را دارد (دچو و همکاران[1]، ۱۹۹۶) این کار دشوار و چالش برانگیز برای سرمایه‌گذاران است که به‌طور کلی به اطلاعات شخصی دسترسی ندارند. حتی اگر سرمایه‌گذاران محدودیت های مالی را شناسایی کنند، ممکن است نتوانند پیامدهای محدودیت‌های مالی را برای ریسک سقوط آینده بدست آورند؛ چرا که میزان اطلاعات بد پنهان و احتمال پیش بینی به سختی می‌تواند توسط خارجیان مورد ارزیابی قرار گیرد (گریفین و لمون[2]، ۲۰۰۲؛ کمپبل[3] و همکاران، ۲۰۰۸). با این حال، این شرایط بعید به نظر می‌رسد. هیچ شواهدی وجود ندارد که نشان دهد سرمایه‌گذاران قادر به مشاهده وضعیت مالی محدود یک شرکت هستند. فارمنسا و لینگکیست[4] (۲۰۱۶) توجه داشته باشید که محدودیت‌های مالی مستقیما قابل مشاهده نیستند. به طوری که باعث کاهش خطر سقوط قیمت سهام در آینده شود. ما انتظار داریم رابطه بین محدودیت‌های مالی و خطر سقوط آینده مثبت باشد(گوانمینگ و هلن[5]، ۲۰۱۷).

(P-Value) آماره T از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_1 با توجه به پایین بودن سطح احتمال (نتایج آزمون نشان می‌دهد بین محدودیت مالی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معنی دار وجود دارد. بنابراین فرضیه پژوهش تحقیق را در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان قبول نمود.

با توجه به اینکه ضریب بتا یک مثبت می‌باشد بنابراین بین محدودیت مالی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت وجود دارد. بدین معنی که با افزایش محدودیت مالی خطر سقوط قیمت سهام افزایش می‌یابد که با مبانی نظری تحقیق هم خوانی دارد و با نتایج تحقیق گوانمینگ و هلن(۲۰۱۷)، در یک راستا می‌باشد

۱۵- منابع

۱. احمدی، محمد رمضان، و درسه، صابر (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال هشتم، شماره سوم، پیاپی ۲۹، صفحه ۴۲-۱۹.

۲. بادآور نهندی، یونس، طالب‌نیا، قدرت‌اله، و خانلاری، مرتضی (۱۳۹۰)، بررسی محتوای اطلاعاتی عایدات حسابداری محافظه‌کارانه و غیرمحافظه‌کارانه، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۴، شماره پیاپی (۱۰)، صفحه ۱۱۴-۱۰۳.

۳. بازرگان، و حجازی (۱۳۷۹)، روشهای تحقیق در علوم رفتاری، موسسه انتشارات آگاه، تهران، چاپ چهاردهم

[1] Dechow et al
[2] Griffin, and Lemmon
[3] Campbell,
[4] Farre-Mensa, and Ljungqvist
[5] Guanming , Helen

www.SID.ir

Archive of SID

۴. باقرزاده، سعید (۱۳۸۲)، تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه تحقیقات مالی، دوره ۵، شماره ۲، صفحه ۲۳-۴۷.

۵. پوریانسب، امیر، و حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۴)، نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکت های سهامی، نشریه حسابدار، شماره ۱۶۵.

6. Andreou, P.C, Antoniou, C, Horton, J, Louca, C (2012), Corporate Governance and Stock Price Crashes. Working Paper. Cyprus University of Technology and Exeter University Business School.

7. Arslan, O., Ozkan, A., (2006), The Role of Cash Holdings in Reducing Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from a Financial Crisis Period in an Emerging Market. Emerging Markets Review. 7, PP. 320-338.

8. Ball, R. (2009). Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals, Journal of Accounting Research, 47 (2), 277-323.

9. Beasley,M (1996),An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud.TheAccounting Review 71: 443-465.

10. Benmelech, E., Kandel, E. & Veronesi, P. (2010). Stock-based compensation and CEO (dis) incentives. Quarterly Journal of Economics, 125 (4), 1769-1820.

11. Bhojraj, S, Sengupta, P (2003), Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors, The Journal of Business, 76 (3), 455-475.

12. Blanchard, O.J., Watson, M.W., (1982), "Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets, in Paul Wachtel, ed., Crises in Economic and Financial Structure", Lexington MA: Lexington Books, PP. 295-315.

13. Bleck, A. & Liu, X. (2007). Market transparency and the accounting regime. Journal of Accounting Research, 45 (2), 229-256.

14. Bokpin, G.A. and Arko, A.C. (2009)." Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms". Studies in Economics and Finance, Vol. 26, No. 4, pp. 246-256.

15. Callen, J. L. & X. Fang. (2015)." Religion and Stock Price Crash Risk", 169-195, Journal of Financial and Quantitative Analysis,Vol 50,Issue 1-2.

16. Callen, J.L., Fang, X., (2013). Institutional Investors and Crashes: Monitoring or Expropriation? Journal of Banki ng and Finance. For thcoming.

17. Chen, x, Zhanf, F, Zhang, s (2015), CEO Duality and stock price crash risk, Available at: www. ssrn.com

www.SID.ir