فصلنامه حسابداری مالی/سال نهم/ شماره ۳۵ /پاییز ۹۶/صفحات ۷۲- ۴۹

ارائه مدل رابطه دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی

مهدی صفری گرایلی *
یاسر رضائی پیته نوئی**

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۴/۱۸ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۱/۱۴

چکیده

بر اساس نظریه‌های روانشناسی، رفتار مدیران تحت تأثیر برخی ویژگی‌های شخصیتی است که یکی از مهم‌ترین این ویژگی‌ها، سطح دینداری آنان می‌باشد. نتایج پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهد که دینداری مدیران موجب کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه آن‌ها در پنهان نمودن اخبار بد شرکت و در نتیجه کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌گردد. لذا بر پایه این استدلال، پژوهش حاضر با استفاده از رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری به بررسی رابطه بین سطح دینداری مدیران با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت و مطالعه اثر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر این رابطه می‌پردازد. بدین منظور، برای سنجش ریسک سقوط قیمت سهام از چولگی منفی بازده سهام و برای اندازه‌گیری سطح دینداری از پرسشنامه خدایاری فرد و همکاران (۱۳۸۹) استفاده گردید. پرسشنامه مذکور برای ۱۲۴ شرکت ارسال گردید که در نهایت تعداد ۹۱ شرکت به پرسشنامه‌ها پاسخ دادند و در تحلیل‌های آماری لحاظ شدند. پس از اطمینان یافتن از برازش قابل‌قبول مدل‌های اندازه گیری و ساختاری پژوهش، یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که سطح دینداری مدیران موجب تمایل کمتر آن‌ها به پنهان نمودن اخبار بد شرکت شده که بروز چنین رفتاری، ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. علاوه بر این مطابق با

*استادیار گروه حسابداری، واحد بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندر گز، ایران (نویسنده مسئول)
Email: Mehdi.safari83@yahoo.com
**عضو هیئت علمی مؤسسه آموزش عالی گلستان، گروه حسابداری، گرگان، ایران
Email: Rezaei.yasser@gmail.com

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

پیش‌بینی نظریه جایگزینی، نتایج نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی رابطه منفی بین دینداری و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را کاهش می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: دینداری مدیران، ریسک سقوط قیمت سهام، حاکمیت شرکتی.

۱- مقدمه

دینداری را می‌توان پذیرش تمام یا بخشی از عقاید، اخلاقیات و احکام دینی به نحوی که شخص دیندار خود را ملزم به تبعیت و رعایت از این مجموعه بداند، دانست (خدایاری فرد و همکاران، ۱۳۸۹). دینداری می‌تواند در متن زندگی روزمره افراد ظهور و بروز داشته باشد و به همه افکار، احساسات و رفتار فرد جهت خاصی اعطاء کند (سپاسی و حسنی، ۱۳۹۵) و با تقویت باورهای دینی مؤثر بر ویژگی‌های شخصی افراد از جمله صداقت و اخلاق کسب و کار، به نتایج اقتصادی مطلوب منجر شود. پژوهش‌های تجربی صورت گرفته اخیر پیرامون نقش دینداری در تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها دریافتند از آنجا که دینداری بر اهمیت رفتار اخلاقی تأکید داشته و هرگونه سوءاستفاده و فرصت‌طلبی افراد را نهی می‌کند (ایروانی، ۱۳۹۲)؛ لذا عاملی بازدارنده در بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران و تمایل کمتر آنان به افشای اخبار بد شرکت به شمار می‌آید (بارو و مک کلیری[1]،۲۰۰۳؛ لی و کای[2]، ۲۰۱۶؛ کالن و فانگ[3]، ۲۰۱۵). از سوی دیگر، عمده پژوهش‌های مالی اذعان دارند که برخی مدیران به لحاظ دغدغه‌هایی که پیرامون پاداش‌های شغلی و البته کوتاه‌مدت خود دارند؛ اقدام به پنهان نمودن اخبار بد از چشم سرمایه‌گذاران می‌کنند؛ اما همواره یک سطح نهایی برای انباشته ساختن اخبار بد در شرکت وجود دارد و با رسیدن به آن سطح نهایی به یک‌باره این اخبار بد منتشر خواهد شد که این موضوع باعث سقوط قیمت سهام شرکت می‌شود (هاتون و همکاران[4]، ۲۰۰۹؛ دیانتی دیلمی و همکاران،۱۳۹۱). بر پایه مطالب فوق مبنی بر این‌که انباشت اخبار بد باعث ایجاد ریسک سقوط قیمت سهام شرکت گشته و هنجارهای اجتماعی حاصل از دینداری نیز تأثیر بسزایی بر کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران در پنهان نمودن اخبار بد شرکت دارد، بنابراین انتظار می‌رود که سطح دینداری مدیران منجر به کاهش انباشت اخبار بد و در نتیجه کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها گردد. از سوی دیگر بر پایه نظریه نمایندگی، حاکمیت شرکتی باعث کاهش بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه از سوی مدیران شده و بر رابطه بین سطح دینداری و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت اثرگذار

1 Barro & McCleary
2 Li & Cai
3 Callen & Fang
4 Hutton et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

است (جنسن و مکلینگ[1]، ۱۹۷۶؛ کالن و فانگ، ۲۰۱۵). نظر به این‌که نقش نظارتی حاکمیت شرکتی، ممکن است جایگزین یا مکمل نقش نظارتی هنجارهای دینی باشد، لذا انتظار بر این است که رابطه بین سطح دینداری مدیر و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت، تحت تأثیر حاکمیت شرکتی قرارگرفته و تعدیل گردد (کالن و فانگ، ۲۰۱۵؛ لی و کای، ۲۰۱۶). با این‌حال در عمده مطالعات داخلی صورت گرفته این موضوع نادیده انگاشته شده و یک فضای خالی در متون حسابداری رفتاری برای پژوهش در این‌باره وجود دارد که این خود، انگیزه‌ای جهت انجام پژوهش حاضر می‌باشد. لذا، در این پژوهش سعی بر آن است که رابطه بین سطح دینداری مدیران با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها و همچنین اثر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر این رابطه، مورد بررسی قرار گیرد. نتایج پژوهش حاضر می‌تواند دستاوردها و ارزش افزوده علمی زیر را به همراه داشته باشد:

اول اینکه نتایج پژوهش می‌تواند موجب بسط مبانی نظری پژوهش‌های گذشته در ارتباط با اقتصاد دینی و حسابداری رفتاری شود. دوم اینکه، شواهد پژوهش نشان خواهد داد که تا چه اندازه، سطح دینداری مدیران شرکت‌ها می‌تواند بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام اثرگذار باشد که این موضوع به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری قرار دهد. درنهایت، نتایج پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی را برای انجام پژوهش‌های جدید در حوزه حسابداری رفتاری و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها پیشنهاد نماید. در ادامه مقاله پس از بیان مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش و سپس روش پژوهش و یافته‌ها ارائه خواهد شد.

۲- مبانی نظری پژوهش

۲-۱- دینداری و ریسک سقوط قیمت سهام

دین به‌عنوان یک نوع جهان‌بینی نه فقط معیار و داور رفتارهای فردی و جمعی انسان است، بلکه در عین حال و به طریقی دیگر، در اصل شکل‌گیری رفتارهای انسان نیز مؤثر است (سپاسی و حسنی، ۱۳۹۵). پژوهش‌های روانشناسی نیز نشان می‌دهند که دینداری افراد تأثیر مثبت و سازنده‌ای بر شخصیت، شناخت، نگرش و رفتار آن‌ها در محیط‌های تجاری و غیر تجاری دارد (اسمیت[2]، ۲۰۰۳؛ لهرر[3]، ۲۰۰۴). ارتباط بین دینداری و اخلاق کسب و کار به طور گسترده در

1 Jensen & Meckling
2 Smith
3 Lehrer

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ادبیات روانشناسی و مدیریت مورد مطالعه قرار گرفته است. به‌طور مثال، ترنر[1] (۱۹۹۷) و کالکینز[2] (۲۰۰۰) معتقدند که اخلاق کسب و کار ریشه در اعتقادات دینی دارد. کندی و لاوتون[3] (۱۹۹۸) و آگل و وان بورن[4] (۱۹۹۹) نیز دریافتند که بین دینداری فرد و اصول اخلاقی در کسب و کار از جمله نگرش نسبت به مسئولیت اجتماعی شرکت، رابطه وجود دارد. در مجموع، پژوهش‌های انجام شده در حوزه روانشناسی و اخلاق بیان می‌کنند که هرچه افراد دیندارتر باشند: پایبندی بیشتری به قوانین و مقررات داشته و بیشتر مراقب رفتار خود هستند، از نیات اخلاقی بیشتری برخوردار بوده و در نهایت، به تصمیمات مغایر با اصول اخلاقی در محیط کسب و کار بیشتر واکنش نشان می‌دهند (مک کالاف و ویلاگبی[5]، ۲۰۰۹؛ ویتل[6]،۲۰۰۹). علاوه براین، پژوهش‌های تجربی صورت گرفته اخیر پیرامون نقش دینداری در تصمیم‌گیری شرکت‌ها دریافتند که دینداری عاملی بازدارنده در بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران بوده و حتی تا حد زیادی مانع از ارتکاب اعمال غیرقانونی توسط آنان هنگام اتخاذ تصمیمات مربوط به گزارشگری مالی می‌گردد (آکرز[7]، ۲۰۱۰؛ جانسون و جانگ[8]، ۲۰۱۰).

عمده مطالعات انجام شده اذعان دارند که مدیران به دلیل دغدغه‌هایی که پیرامون پاداش‌های شغلی و کوتاه‌مدت خود دارند تا حد امکان از افشای اخبار بد شرکت به سهامداران پرهیز می‌کنند (انباشت اخبار بد). در همین راستا، گراهام و همکاران[9] (۲۰۰۵) و کوتاری و همکاران[10] (۲۰۰۹) دریافتند مدیرانی که دارای اخبار بد هستند، بیشتر از مدیران حامل اخبار خوب، تمایل به انباشت و پنهان نمودن اخبار شرکت دارند. این فرآیند یعنی پنهان نمودن اخبار بد تا زمان حضور مدیر در شرکت ادامه می‌یابد. پس از ترک شرکت توسط مدیر، حجم عظیمی از زیان‌های افشاء نشده وارد بازار شده که در نهایت، به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود (دیانتی دیلمی و همکاران، ۱۳۹۱). بر پایه ادبیات نظری موجود، دینداری مدیران از دو طریق مانع انباشت اخبار بد و در نتیجه، کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت می‌گردد. نخست، مدیران متدین بیشتر از سایر مدیران درصدد نهادینه کردن هنجارهای دینی و اخلاقی در شرکت بوده و لذا، کمتر از سایرین

1 Turner
2 Calkins
3 Kennedy & Lawton
4 Agle & Van Buren
5 McCullough & Willoughby
6 Vitell
7 Akers
8 Johnson & Jang
9 Graham
10 Kothari et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

اقدام به پنهان نمودن و تحریف اطلاعات شرکت می‌کنند (بارو و مک کلیری، ۲۰۰۳؛ لی و کای، ۲۰۱۶). دوم، از آنجا که پاداش مدیران منوط به سود گزارش شده می‌باشد و افشای اخبار بد نیز بر سودآوری شرکت تأثیرگذار است، بنابراین در محیط‌هایی با سطح دینداری بالا، به دلیل وجود هنجارهای اجتماعی حاکم بر محیط این شرکت‌ها، حتی اگر مدیرانی پیدا شوند که برای تأمین منافع شخصی خود اقدام به انباشت اخبار بد نمایند، هزینه‌های احتمالی ناشی از نقض هنجارهای دینی و اجتماعی (نظیر از دست دادن اعتبار، لطمات عاطفی و سایر ناهنجاری‌های اجتماعی) عاملی بازدارنده در برابر انباشت اخبار بد توسط این مدیران است (جاورز[1]، ۲۰۱۱). بدین ترتیب، استدلال می‌شود که ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دارای مدیران متدین، به‌مراتب پایین‌تر از سایر شرکت‌ها باشد. بر پایه این استدلال، کالن و فانگ (۲۰۱۵) شواهدی مبنی بر وجود رابطه منفی بین سطح دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها ارائه نمودند. به‌طور مشابه، لی و کای (۲۰۱۶) نیز دریافتند که دینداری مدیران، سبب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌گردد.

۲-۲- حاکمیت شرکتی، دینداری و ریسک سقوط قیمت سهام

شواهد تجربی موجود نشان می‌دهد که سازوکارهای نظارتی، تمایل مدیران به انباشت و عدم افشای اخبار بد شرکت را محدود نموده و بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیرگذار است. از جمله سازوکارهای نظارتی که به‌طور گسترده در ادبیات مورد استفاده قرار گرفته، حاکمیت شرکتی می‌باشد (تنانی و همکاران، ۱۳۹۴). بدین ترتیب حاکمیت شرکتی را می‌توان مکانیزمی مؤثر دانست که ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش داده و بر رابطه بین سطح دینداری و ریسک سقوط قیمت سهام اثرگذار است (گرولن و همکاران[2]، ۲۰۱۰؛ مک گویر و همکاران[3]، ۲۰۱۲).

در خصوص چگونگی تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها، دو نظریه رقیب (نظریه جایگزینی و نظریه مکمل) در ادبیات مالی و حسابداری مطرح شده است. از یک‌سو، نظریه جایگزینی بیان می‌کند که حاکمیت شرکتی و هنجارهای دینی دو مکانیزم نظارتی جایگزین جهت کنترل رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در پنهان کردن اخبار بد شرکت می‌باشند. به‌طوری‌که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از طریق اعمال نظارت مؤثر بر رفتار فرصت‌طلبانه مدیران، نقش نظارتی هنجارهای دینی را کم‌رنگ‌تر نموده و رابطه بین دینداری مدیران و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را تضعیف می‌کند (لی و

1 Javers
2 Grullon et al
3 McGuire et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

کای،۲۰۱۶). کالن و فانگ (۲۰۱۵) نیز شواهدی را در پشتیبانی از این نظریه، ارائه نموده و دریافتند که حاکمیت شرکتی اثر منفی سطح دینداری مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر بر اساس نظریه مکمل، نقش نظارتی حاکمیت شرکتی مکمل نقش هنجارهای دینی بوده و در نتیجه انتظار می‌رود که حاکمیت شرکتی، رابطه بین دینداری مدیران و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را تشدید کند. همسو با این دیدگاه لی و کای (۲۰۱۶) نشان دادند که حاکمیت شرکتی اثر منفی سطح دینداری مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را افزایش می‌دهد؛ بنابراین با توجه به مطالب مطروحه فوق و نظر به این‌که نقش نظارتی حاکمیت شرکتی ممکن است جایگزین یا مکمل نقش هنجارهای دینی باشد، لذا انتظار می‌رود که رابطه بین دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت، تحت تأثیر حاکمیت شرکتی قرارگرفته و تعدیل (تضعیف یا تقویت) گردد.

۳- پیشینه پژوهش

لی و همکاران (۲۰۱۷) رابطه بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام را برای نمونه‌ای متشکل از ۲۰۲۷۲ شرکت - سال مشاهده در بازار سرمایه چین مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که اعتماد اجتماعی باعث کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌گردد. مونتنگرو[1] (۲۰۱۷) به بررسی رابطه دینداری و گزارشگری مالی شرکت‌های حاضر در کشور پرتغال بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۸ پرداخت. با انتخاب نمونه‌ای مشتمل بر ۷۸۱۷۷ شرکت -سال مشاهده، نتایج پژوهش نشان داد بین دینداری و مدیریت سود اقلام تعهدی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. علاوه براین، دینداری همراه با سایر روش‌های نظارت خارجی می‌تواند مکانیزمی برای کاهش رویه‌های حسابداری متهورانه باشد. کیم و همکاران[2] (۲۰۱۶) در پژوهش خود تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های چینی را بررسی نمودند. آن‌ها در این پژوهش برای سنجش ریسک سقوط قیمت سهام از دو معیار چولگی منفی بازده سهام و نوسان‌های پایین به بالا استفاده نمودند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای مدیران بیش اطمینان، ریسک سقوط بیشتری را متحمل می‌شوند. لی و کای (۲۰۱۶) به بررسی ارتباط بین دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های چینی پرداختند. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۱۱۷۱ شرکت - سال مشاهده طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۳ بوده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که دینداری مدیران باعث کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌گردد. همچنین حاکمیت شرکتی رابطه منفی بین دینداری مدیران با ریسک سقوط قیمت

1 Montenegro
2 Kim et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سهام شرکت‌ها را تشدید می‌کند. کالن و فانگ (۲۰۱۵) تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح دینداری مدیران با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را برای نمونه‌ای متشکل از ۸۰۴۰۴ شرکت - سال مشاهده در بازار سرمایه چین بررسی نمودند. یافته‌های پژوهش آنان نشان داد که بین دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت رابطه منفی معناداری وجود دارد. علاوه براین، آن‌ها دریافتند که در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر، رابطه بین دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام قوی‌تر است. دئو و همکاران[1] (۲۰۱۵) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا دین منجر به کاهش مدیریت سود می‌شود. نتایج پژوهش بیانگر آن است دین می‌تواند به عنوان مجموعه‌ای از هنجارهای اجتماعی منجر به کاهش رفتارهای غیراخلاقی مدیران شرکت‌ها نظیر مدیریت سود شود. مک گویر و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر دین بر تخلفات گزارشگری مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه آمریکا پرداختند و دریافتند که احتمال تخلفات گزارشگری مالی در شرکت‌هایی که در مناطق مذهبی فعالیت می‌کنند، نسبت به سایر شرکت‌ها کمتر است. دیرنگ و همکاران[2] (۲۰۱۲) با انتخاب نمونه‌ای متشکل از ۵۷۳۴ شرکت حاضر در بورس سهام نیویورک طی سال‌های ۲۰۰۸-۱۹۹۶ به بررسی ارتباط بین هنجارهای اجتماعی دین و گزارشگری مالی شرکت‌ها پرداختند و به این نتیجه رسیدند که اعتقادات دینی منجر به کاهش تجدید ارائه صورت‌های مالی شرکت‌ها می‌گردد. گرولن و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر دینداری بر رفتارهای نادرست شرکت بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۰ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که دینداری، رفتار غیراخلاقی مدیران شرکت را کاهش می‌دهد.

حاجیها و چناری (۱۳۹۵) ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را بررسی نمودند و دریافتند که با افزایش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، چولگی منفی بازده و در نتیجه ریسک سقوط قیمت سهام کاهش می‌یابد. ودیعی نوقابی و رستمی (۱۳۹۳) در پژوهش خود به بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط قیمت سهام بر اساس داده‌های ۸۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۱ در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد که مالکیت نهادی تأثیر مثبت معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام (متغیر نوسان پایین به بالا) دارد. لیکن با تقسیم مالکیت نهادی به فعال و غیرفعال نتایج نشان می‌دهد که اثر مثبت مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، ناشی از مالکیت نهادی غیرفعال است و مالکان نهادی فعال نقش نظارتی در کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارند. دیانتی دیلمی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر

1 Du et al
2 Dyreng et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

کاهش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش از مدل محاسبه تعداد دفعات سقوط قیمت سهام هاتن[1] (۲۰۰۹) به منظور اندازه‌گیری سقوط قیمت سهام برای ۵۶ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۹ استفاده گردید. نتایج این پژوهش نشان داد که وجود سرمایه‌گذاران نهادی، احتمال رخ دادن سقوط قیمت سهام را به طور معناداری کاهش می‌دهد. سپاسی و حسنی (۱۳۹۵) رابطه سطح دینداری مدیران با رفتار مدیریت سود را برای نمونه‌ای متشکل از ۱۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند. نتایج بیانگر آن است که سطح دینداری مدیران با مدیریت سود اقلام تعهدی رابطه منفی و با مدیریت سود واقعی، رابطه مثبت معناداری دارد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطرح شده، این پژوهش به دنبال بررسی رابطه بین سطح دینداری مدیران با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت و مطالعه اثر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر این رابطه می‌باشد. از این‌رو فرضیه‌های پژوهش عبارت‌اند از:

فرضیه اول: با افزایش دینداری مدیران، ریسک سقوط قیمت سهام کاهش می‌یابد.

فرضیه دوم: حاکمیت شرکتی، رابطه بین سطح دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت را تعدیل می‌کند.

۵- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نگاه ماهیت و روش، از نوع همبستگی است. همچنین، از نظر شیوه استدلال قیاسی- استقرایی بوده و به دلیل مطالعه داده‌های مربوط به یک مقطع زمانی خاص، روش تحلیل داده‌ها به‌صورت مقطعی و مبتنی بر روش تحلیل مسیر است. داده‌های پژوهش از لوح‌های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران[2]، نرم‌افزار ره‌آورد نوین و داده‌های مربوط به سطح دینداری مدیران نیز با ارسال پرسشنامه به مدیران مالی شرکت‌های نمونه گردآوری گردید. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

1 Hutton
2 http://www.tse.ir/

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تهران در سال ۱۳۹۴ است. نمونه انتخابی پژوهش نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

۱. شرکت‌هایی که از ابتدا تا انتهای سال ۱۳۹۴ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.
۲. به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
۳. طی سال مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).
۵. طول وقفه انجام معاملات در این شرکت‌ها بیشتر از سه ماه نباشد.

پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۲۴ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند و پرسشنامه مذکور برای مدیران مالی این شرکت‌ها ارسال گردیدکه در نهایت پس از پیگیری‌های فراوان، ۹۱ پرسشنامه تکمیل و برگشت داده شد و به عنوان نمونه نهایی برای تجزیه‌وتحلیل استفاده گردید. تجزیه‌وتحلیل نهایی داده‌های گردآوری شده نیز با استفاده از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری و نرم‌افزارهای AMOS و SPSS صورت گرفته است. در رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری، مدل معادله ساختاری، ترکیبی از مدل‌های اندازه‌گیری (مدل‌های عاملی تأییدی) و مدل‌های ساختاری (مدل‌های مسیر) است. بدین منظور، آزمون مدل اندازه‌گیری مقدم بر آزمون مدل ساختاری است. بنابراین برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، یک فرایند دومرحله‌ای طی می‌شود. ابتدا باید از برازش قابل‌قبول مدل اندازه‌گیری اطمینان حاصل شود و سپس برازش مدل ساختاری موردبررسی قرار گیرد.

۶- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

متغیر وابسته: متغیر وابسته پژوهش حاضر ریسک سقوط قیمت سهام است که برای اندازه‌گیری آن مطابق با پژوهش کالن و فانگ (۲۰۱۵) و لی و کای (۲۰۱۶) از چولگی منفی بازده سهام استفاده شده که از طریق رابطه (۱) محاسبه می‌گردد:

$$NCSKEW_i = -[\mathrm{nn}-1)^{\frac{3}{2}} \sum W_{i,}{}^{3}] / [(\mathrm{n\text{-}1})(\mathrm{n\text{-}2})(\sum W_{i,\theta})^{\frac{3}{2}}] \qquad (۱)$$

در رابطه فوق:

NCSKEW: چولگی منفی بازده سهام؛ $W_{i,\theta}$: بازده ماهانه خاص شرکت i در ماه θ و n: تعداد بازده ماهانه مشاهده شده طی سال مالی می‌باشد. در این مدل هرچه مقدار ضریب چولگی منفی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض سقوط قیمت سهام بیشتری خواهد بود. بازده ماهانه خاص

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

شرکت که با $W_{i,\theta}$ نشان داده می‌شود، برابر است با لگاریتم طبیعی عدد ۱ به‌علاوه عدد باقی مانده ($\varepsilon_{i,\theta}$) که از رابطه (۲) محاسبه می‌گردد:

$$W_{i,\theta} = \ln(1+\varepsilon_{i,\theta}) \qquad (۲)$$

در رابطه فوق،$\varepsilon_{i,\theta}$: بازده باقی‌مانده سهام شرکت i در ماه θ است که از طریق مقادیر باقی‌مانده حاصل از برآورد مدل زیر محاسبه می‌شود:

$$r_{i,\theta} = \alpha + \beta_{1i}\, r_{m,\theta-2} + \beta_{2i}\, r_{m,\theta-1} + \beta_{3i}\, r_{m,\theta} + \beta_{4i}\, r_{m,\theta+1} + \beta_{5i}\, r_{m,\theta+2} + \varepsilon_{i,\theta} \qquad (۳)$$

در رابطه بالا:

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

متغیر مستقل: متغیر مستقل این پژوهش سطح دینداری مدیران است که برای سنجش آن از پرسشنامه خدایاری فرد و همکاران (۱۳۸۹) استفاده شده است. پرسشنامه مذکور شامل ۳۶ سؤال بوده که نمره‌گذاری آن بر اساس طیف شش گزینه‌ای لیکرت (هرگز=۱، به‌ندرت=۲، گاهی اوقات=۳، معمولاً=۴، اکثر اوقات=۵ و همیشه=۶) انجام شده است. به‌طوری‌که، حداقل و حداکثر نمره قابل اکتساب از این پرسشنامه به ترتیب برابر با ۳۶ و ۲۱۶ است. در نهایت، با تقسیم جمع امتیاز متعلق به هر پرسشنامه به کل امتیاز قابل اکتساب (۲۱۶)، شاخص سطح دینداری مدیران شرکت‌ها محاسبه می‌شود.

متغیر تعدیل‌گر: متغیر تعدیل‌گر مورد استفاده در این پژوهش، حاکمیت شرکتی می‌باشد که به پیروی از حیدری و همکاران (۱۳۹۵) برای اندازه‌گیری آن از متغیرهای مشاهده‌پذیر زیر استفاده‌شده است:

سهامداران نهادی: سهامداران نهادی در ادبیات مالی به‌عنوان سازوکاری مهم محسوب می‌شود که می‌تواند مسائل نمایندگی را تحت کنترل قرار داده و حمایت از منافع سهامداران را بهبود بخشد. این دسته از سهامداران، انگیزه و توانایی بیشتری برای دریافت اطلاعات به‌موقع و نیز ارزیابی افشای اطلاعات مالی شرکت دارند. از این‌رو، می‌توانند نظارت بهتری بر مدیریت شرکت اعمال نمایند (شلیفر و ویشنی[1]،۱۹۹۷؛ سبزعلی پور و همکاران،۱۳۹۱). در این پژوهش برای سنجش میزان مالکیت سهامداران نهادی مجموع سهام تحت تملک بانک‌ها و بیمه‌ها، شرکت‌های

1 Shleifer & Vishny

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سازمان‌ها و نهادهای دولتی، بر کل تعداد سهام منتشره شرکت تقسیم می‌گردد.

نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره: مدیران غیرموظف نسبت به مدیران موظف هیئت‌مدیره از نظر نظارت بر مدیریت شرکت در جایگاه بهتری قرار دارند، زیرا آن‌ها از کارکنان شرکت نبوده و درنتیجه از انگیزه بیشتری برای نظارت بر رفتار مدیران برخوردارند (فاما و جنسن[1]، ۱۹۸۳؛ حیدری و همکاران، ۱۳۹۵). در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری این متغیر، از نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره شرکت استفاده‌شده است.

اندازه هیئت‌مدیره: اندازه هیئت‌مدیره که به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های با اهمیت حاکمیت شرکتی محسوب می‌شود، عبارت از تعداد مدیران (اعم از موظف یا غیرموظف) شرکت است. بیشتر بودن تعداد اعضا، تعادل بیشتر، سرعت بخشیدن به تصمیم‌گیری‌های مؤثرتر و افزایش هماهنگی بین سهامداران شرکت را به دنبال دارد. همچنین، هیئت‌مدیره بزرگ‌تر با افزایش امکان پردازش بیشتر اطلاعات، کیفیت اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت را افزایش می‌دهد (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۴). از این‌رو، نقشی حیاتی در اتخاذ تصمیمات راهبردی شرکت‌ها دارد.

کیفیت حسابرسی: عمده ادبیات موجود در حوزه پژوهش‌های حسابداری بیان می‌کند که کیفیت خدمات حسابرس مستقل می‌تواند منبع اصلی سهامداران برای نظارت بر فعالیت و تصمیم‌های مدیران باشد (بوشمن و اسمیت[2]،۲۰۰۱). ازاین‌رو، در این پژوهش کیفیت حسابرسی به‌عنوان یکی دیگر از مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده است. متغیر مذکور، متغیری مجازی بوده که اگر حسابرس شرکت، سازمان حسابرسی باشد به‌عنوان موسسه حسابرسی باکیفیت در نظر گرفته شده و به آن شرکت عدد یک و در غیر این صورت، عدد صفر اختصاص داده می‌شود (ثقفی و معتمد فاضل،۱۳۹۰؛ حیدری و همکاران، ۱۳۹۵).

حسابرسی داخلی: حسابرسی داخلی به عنوان زیربنای وجود نظام راهبری قوی در سازمان است و پل ارتباطی میان مدیریت ارشد و هیئت‌مدیره شرکت محسوب می‌شود (جلیلی و همتی،۱۳۹۰). براین اساس انتظار می‌رود که وجود واحد حسابرسی داخلی در شرکت از طریق نظارت بر فعالیت مدیران منجر به اثربخشی حاکمیت شرکتی گردد. در پژوهش حاضر به‌منظور اندازه‌گیری این متغیر، در صورت وجود واحد حسابرسی داخلی در شرکت عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

1 Fama & Jensen
2 Bushman & Smith

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیرهای کنترلی: در این پژوهش برخی از مهم‌ترین متغیرهایی که بر مبنای مطالعات قبلی به عنوان عوامل مؤثر بر ریسک سقوط قیمت سهام شناخته شده‌اند، به عنوان متغیرهای کنترلی مد نظر قرار گرفتند که عبارت‌اند از:

- **اندازه شرکت:** شرکت‌های بزرگ‌تر تمایل کمتری برای انباشت و عدم افشای اخبار بد خود دارند که این موضوع از ورود ناگهانی توده اخبار بد به بازار جلوگیری نموده و در نتیجه، ریسک سقوط قیمت سهام این شرکت‌ها را کاهش می‌دهد (لی و کای، ۲۰۱۶). از این رو در این پژوهش، اندازه شرکت که از طریق از لگاریتم خالص فروش سالیانه شرکت اندازه‌گیری می‌شود، به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است.

- **اهرم مالی**: کالن و فانگ (۲۰۱۵) و کائو و همکاران[1] (۲۰۱۶) استدلال می‌کنند که در شرکت‌های اهرمی احتمال بیشتری برای اقامه دعاوی حقوقی وجود دارد که این به نوبه خود می‌تواند احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش دهد. بر این اساس در پژوهش حاضر، اهرم مالی نیز به عنوان متغیر کنترلی مدنظر قرار گرفته شده که از تقسیم مجموع بدهی بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

- **فرصت‌های رشد:** شرکت‌های با فرصت رشد بالا بازده سهام آن‌ها پر نوسان‌تر است و احتمال بیشتری وجود دارد که زیان‌های بزرگی را تجربه کنند که این موارد احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد (خان و واتز[2]، ۲۰۰۹)؛ بنابراین، در این پژوهش نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان معیار فرصت‌های رشد و یکی دیگر از متغیرهای کنترلی لحاظ شده است.

سودآوری: در رابطه با سودآوری انتظار می‌رود که شرکت‌های سودآور، ریسک سقوط قیمت سهام پایین‌تری را تجربه کنند (لی و کای، ۲۰۱۶؛ ودیعی نوقابی و رستمی، ۱۳۹۳). لذا در پژوهش حاضر، بازده حقوق صاحبان سهام نیز به عنوان سنجه سودآوری و یکی دیگر از متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده که از تقسیم سود خالص بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.

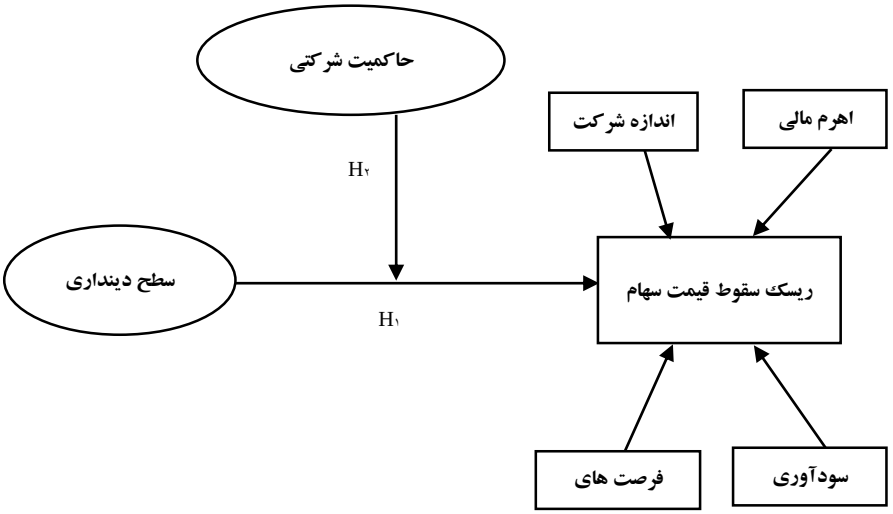
۷- مدل مفهومی پژوهش

چارچوب مدل مفهومی پژوهش حاضر بر اساس رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری در شکل (۱) ترسیم شده است. در این مدل، سطح دینداری مدیران و حاکمیت شرکتی به‌عنوان متغیرهای پنهان و همچنین، ریسک سقوط قیمت سهام به‌عنوان متغیر مشاهده‌پذیر تعریف‌شده‌اند. در

1 Cao et al
2 Khan & Watts

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تحلیل آماری بر اساس معادلات ساختاری، شکل بیضی یا دایره معرف متغیرهای پنهان و شکل مستطیل یا مربع نیز معرف متغیرهای مشاهده‌پذیر می‌باشد.



شکل (۱). مدل مفهومی پژوهش

۸- یافته‌های پژوهش

۸-۱- جمعیت‌شناسی پژوهش

به منظور آشنایی با خصوصیات نمونه آماری، اطلاعات جمعیت‌شناسی پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که تعداد مدیران مالی مرد در شرکت‌های نمونه، بیشتر از تعداد مدیران مالی زن است. با توجه به سن مدیران مالی نیز می‌توان گفت که بیشتر مدیران مالی نمونه مورد بررسی بین ۴۰ تا ۵۰ سال را دارند. در ارتباط با میزان تجربه کاری مدیران مالی نیز حدود ۳۴ درصد مدیران مالی کمتر از ۱۰ سال و ۶۶ درصد آنان بیش از ۱۰ سال سابقه دارند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول (۱). جمعیت شناختی پژوهش

متغیر	متغیر فرعی	تعداد	درصد
جنسیت	مرد	۷۶	٪۸۳
	زن	۱۵	٪۱۷
سن	کمتر از ۳۰ سال	۸	٪۹
	بین ۳۰ تا ٤۰ سال	۲۹	٪۳۲
	بین ٤۰ تا ۵۰ سال	٤۲	٪٤٦
	بیشتر از ۵۰ سال	۱۲	٪۱۳
تجربه کاری	کمتر از ۱۰ سال	۳۱	٪۳٤
	بین ۱۰ تا ۲۰ سال	۳۹	٪٤۳
	بیشتر از ۲۰ سال	۲۱	٪۲۳

۸-۲- آماره‌های توصیفی

جدول (۲)، آماره‌های توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را نشان می‌دهد. مقایسه میانگین مشاهدات با میانه آن‌ها و اختلاف اندک آن‌ها، بیانگر نرمال بودن توزیع مشاهدات می‌باشد. همان‌گونه که در این جدول ملاحظه می‌شود، میانگین متغیر چولگی منفی بازده سهام ۰/۴۷۲- است که بیشتر از مقادیر گزاش شده در پژوهش لی و کای (۲۰۱۶) می‌باشد. این موضوع بیانگر آن است که شرکت‌های نمونه در این مطالعه، برای سقوط قیمت سهام مستعدتر هستند. همچنین مقادیر میانگین و میانه مربوط به سطح دینداری به ترتیب برابر با ۰/۸۳۱ و ۰/۸۶۱ بوده که نشان می‌دهد میزان دینداری مدیران شرکت‌های مورد بررسی در سطح بالایی قرار دارد. ملاحظه مقدار میانگین متغیر اهرم مالی نیز حکایت از آن دارد که به طور متوسط حدود ۶۲ درصد از دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی از طریق استقراض، تأمین مالی شده‌اند. نکته قابل توجه دیگر این نگاره، بیشتر بودن ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اغلب شرکت‌های نمونه از ارزش دفتری آن است که ملاحظه مقدار میانگین متغیر فرصت‌های رشد (۲/۱۶۴) در نگاره فوق، گواه این مدعاست.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول (۲). آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
ضریب چولگی منفی بازده	CRASH	-۰/٤۷۲	-۰/٥۱۹	-۳/٦۱٦	۳/۹٥۷	۱/٤۰۲
سطح دینداری	RELIG	۰/۸۳۱	۰/۸٦۱	۰/٥٤۱	۰/۹۸۱	۰/۰۷٥
مالکیت نهادی	INST	۰/٦۳٦	۰/٦۱۸	۰/۰۰۰	۰/۹۹۱	۰/٦٤۸
نسبت اعضای غیرموظف	IND	۰/٦۷۰	۰/٦۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۱۹۲
اندازه هیئت‌مدیره	BSIZE	٥/۱۱٥	٥/۰۰۰	۳/۰۰۰	۷/۰۰۰	۰/۳٥۹
اندازه شرکت	SIZE	۱۲/۱۱٦	۱۲/۰۰۲	۱۰/۳۰۸	۱٤/٤۳۱	۰/۷۷۲
اهرم مالی	LEV	۰/٦۱۸	۰/٦۱٤	۰/۰۹۱	۱/۸۲۷	۰/۲۲۹
فرصت‌های رشد	GWTH	۲/۱٦٤	۱/۸۳۲	-۳/۳۰٥	۱۰/٦۱۲	۱/۹۳۳
سودآوری	ROE	۰/۰۸۳	۰/۰۷٦	-۱/۰۰۹	۰/٤۰۱	۰/۱٥۳

جدول (۳) شاخص‌های درصد فراوانی و نما (مد) را برای متغیرهای دو وجهی ارائه می‌کند:

جدول (۳). درصد فراوانی و نما (مد) برای متغیرهای دو وجهی

متغیر	نماد متغیر	درصد فراوانی ۱	درصد فراوانی ۰	مد
کیفیت حسابرسی	AUDQ	٪۳۲/۹	٪٦۷/۱	۰
وجود حسابرسی داخلی	INT AUD	٪۸۷/۹	٪۱۲/۱	۱

با توجه به جدول فوق می‌توان دریافت که اکثر شرکت‌های نمونه دارای واحد حسابرسی داخلی می‌باشند.

۸-۳- نتایج تجزیه‌وتحلیل داده‌ها

در این پژوهش برای دستیابی به روایی پرسشنامه، از روایی محتوایی و سازه استفاده شده است. برای اطمینان از صحت روایی محتوایی، پرسشنامه یادشده در اختیار صاحب‌نظران و متخصصان در این زمینه قرار گرفت که بر اساس نظر آنان روایی پرسشنامه مورد تائید قرار گرفت. برای بررسی روایی سازه‌ای پرسشنامه و تائید عامل‌های در نظر گرفته شده، از روش تحلیل عاملی تأییدی استفاده شد. در تحلیل عاملی تائیدی، بار عاملی استاندارد و آماره tمحاسبه می‌گردند که قدرت رابطه بین مؤلفه‌های مدل وگویه‌های پرسشنامه، توسط بار عاملی نشان داده می‌شوند. بار عاملی مقداری بین صفر و یک است. اگر بار عاملی کمتر از ۰/۳ باشد، رابطه ضعیف در نظر گرفته شده و از آن گویه صرف‌نظر می‌شود. بار عاملی بین ۰/۳ تا ۰/۶ قابل‌قبول است و اگر بزرگ‌تر از ۰/۶ باشد، خیلی مطلوب است (هومن،۱۳۸۹). طبق نتایج تحلیل عاملی تائیدی پرسشنامه، بار عاملی استاندارد گویه‌های پرسشنامه در تمامی موارد بزرگ‌تر از ۰/۳ به‌دست‌آمده، لذا روایی سازه قابل تائید است. همچنین جهت بررسی پایایی و آزمون ثبات نتایج اندازه‌گیری پرسشنامه مورد

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

استفاده در این پژوهش، آلفای کرونباخ با استفاده از نرم‌افزار SPSS محاسبه شد. نتیجه این آزمون نشان می‌دهد که ضریب آلفای کرونباخ برابر ۰/۹۲ بوده و پرسشنامه از پایایی کافی و مطلوب برخوردار است. قبل از آزمون فرضیه‌ها و مدل مفهومی پژوهش، باید از صحت مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش اطمینان حاصل شود. برای تائید برازش مناسب و قابل‌قبول مدل‌های اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش، شاخص‌های متعددی تعیین شده است که مهم‌ترین آن‌ها در جدول (۴) نشان داده شده است:

جدول (٤). شاخص‌های نیکویی برازش مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش

شاخص‌ها	مقدار مطلوب	مدل‌های اندازه‌گیری	
		سطح دینداری	حاکمیت شرکتی
نسبت کای دو به درجه آزادی (CMIN/df)	کمتر از ۳	۱/٦۱	۱/۷۳
شاخص برازندگی تطبیقی (CFI)	بیشتر از ۰/۹	۰/۹۳	۰/۸۷
شاخص نیکویی برازش (GFI)	بیشتر از ۰/۹	۰/۹٤	۰/۹۵
شاخص برازش افزایشی (IFI)	بیشتر از ۰/۹	۰/۹۷	۰/۹۸
شاخص برازش هنجار شده (NFI)	بیشتر از ۰/۹	۰/۹۲	۰/۹٦
شاخص برازش هنجار نشده (NNFI)	بیشتر از ۰/۹	۰/۸۹	۰/۹۰
ریشه میانگین مربعات خطای برآورد (RMSEA)	کمتر از ۰/۱	۰/۰٦۸	۰/۰۵۹
شاخص هلتر (Hoelter)	بیشتر از ۲۰۰	۱۳۰٤	۱۳۷۱

با توجه به این‌که نتایج مربوط به اغلب شاخص‌های مذکور در بازه مقادیر مطلوب قرار دارند، مشخص می‌شود که مدل‌های پیشنهادی برای اندازه‌گیری سطح دینداری و حاکمیت شرکتی از لحاظ شاخص‌های کلی برازش، مورد تائید قرار می‌گیرد و این یعنی آن‌که متغیرهای آشکار به خوبی متغیرهای مکنون را تبیین می‌کنند.

پس از تائید مدل‌های اندازه‌گیری برای آزمون مدل مفهومی و فرضیه‌های پژوهش، مدل‌سازی معادلات ساختاری بکار گرفته شد که رویکرد آماری جامعی برای آزمون فرضیه‌هایی است که روابط متغیرهای مشاهده شده و مکنون را می‌سنجد. برای بررسی مدل پژوهش، قبل از تائید روابط ساختاری باید از مناسب بودن و برازش مطلوب مدل اطمینان حاصل نمود.

مناسب بودن مدل ساختاری برازش شده با استفاده از معیارهای مختلف ارزیابی گردیدکه نتایج آن، در جدول (۵) نشان داده شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

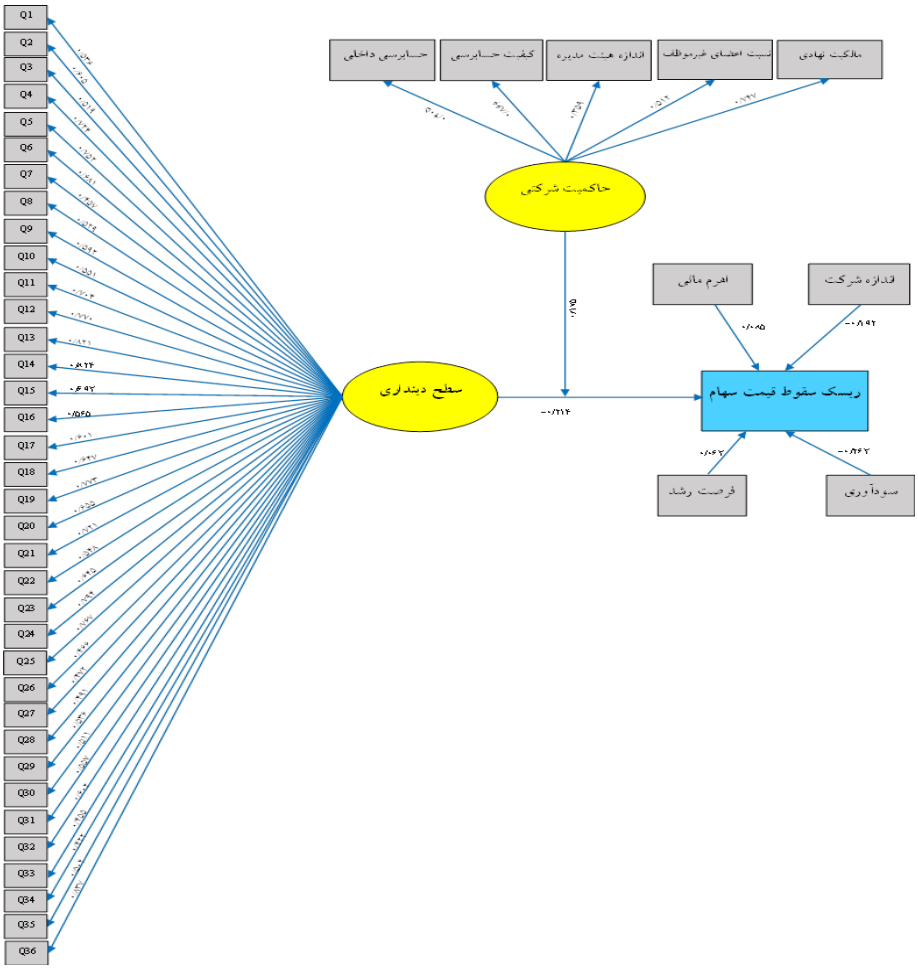
جدول (۵). شاخص‌های نیکویی برازش مدل ساختاری پژوهش

شاخص‌ها	مقدار مطلوب	نتیجه
نسبت کای دو به درجه آزادی (CMIN/df)	کمتر از ۳	۱/۵۷
شاخص برازندگی تطبیقی (CFI)	بیشتر از ۰/۹	۰/۹٤
شاخص نیکویی برازش (GFI)	بیشتر از ۰/۹	۰/۹۷
شاخص برازش افزایشی (IFI)	بیشتر از ۰/۹	۰/۹۲
شاخص برازش هنجار شده (NFI)	بیشتر از ۰/۹	۰/۹۱
شاخص برازش هنجار نشده (NNFI)	بیشتر از ۰/۹	۰/۸٦
ریشه میانگین مربعات خطای برآورد (RMSEA)	کمتر از ۰/۱	۰/۰٤۸
شاخص هلتر (Hoelter)	بیشتر از ۲۰۰	۱٤۵۵

همان‌طورکه در این جدول ملاحظه می‌شود، نسبت کای‌دو به درجه آزادی به عنوان مهم‌ترین شاخص در تعیین برازش مدل، در این الگو در دامنه مناسبی قرار داشته (معادل ۱/۵۷ که از مقدار مجاز ۳ کمتر است)، ضمن این‌که مقادیر شاخص‌های CFI، GFI، IFI و NFI بالاتر از ۰/۹ بوده که سطح رضایت‌بخش برازش مدل را نشان می‌دهد؛ به عبارت دیگر، اعتبار و برازندگی مناسب مدل ساختاری پژوهش، طبق برآورد انجام شده برای شاخص‌های برازش مدل تائید می‌گردد.

پس از بررسی برازش مدل‌های اندازه‌گیری و مدل ساختاری و داشتن برازش مناسب مدل‌ها و با توجه به شکل (۲) به بررسی نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود که نتایج آن در جدول (۶) ارائه شده است:

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]



شکل (۲). مدل ساختاری (تحلیل مسیر) در حالت تخمین استاندارد

جدول (٦). نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش

مسیر	ضریب مسیر	آماره t	سطح معناداری	نتیجهٔ آزمون فرضیه
سطح دینداری مدیر← ریسک سقوط قیمت سهام	-۰/۲۱٤	-۳/۷٤٦	۰/۰۰۰	عدم رد فرضیه
حاکمیت شرکتی× سطح دینداری مدیر← ریسک سقوط قیمت سهام	۰/۱۷۵	۲/٦۲۱	۰/۰۰۹	عدم رد فرضیه

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

همان‌طور که در جدول فوق ملاحظه می‌شود ضریب مسیر سطح دینداری مدیر و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت، منفی (۰/۲۱۴-) و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) کمتر از ۵ درصد بوده که حاکی از وجود رابطه منفی معنادار بین سطح دینداری مدیر و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت می‌باشد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که سطح معناداری مربوط به اثر تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح دینداری و ریسک سقوط قیمت سهام (۰/۰۰۹) کمتر از ۵ درصد و ضریب مسیر آن (۰/۱۷۵) مثبت به‌دست آمده است. بدین ترتیب، فرضیه دوم پژوهش نیز در سطح خطای ۵ درصد تائید می‌گردد.

۹- نتیجه‌گیری

دین به عنوان یک نوع جهان‌بینی نه فقط معیار و داور رفتارهای فردی و جمعی انسان است، بلکه در شکل‌گیری رفتارهای انسان نیز مؤثر است. پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهد که دینداری، اخلاق کسب و کار و همچنین گزارشگری مالی را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. بر این اساس، پژوهش‌های مختلف صورت گرفته در حوزه‌های حسابداری و مالی رفتاری به بررسی تأثیر مثبت دینداری بر رفتار مدیران و همچنین پیامدهای اقتصادی آن از جمله، کاهش ریسک سقوط قیمت سهام پرداخته‌اند. از این‌رو در پژوهش حاضر رابطه بین سطح دینداری مدیران با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت و همچنین تأثیر حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از مکانیزم‌های نظارتی بر رابطه بین آن‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش حاکی از آن است که ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دارای مدیران متدین، به‌مراتب پایین‌تر از سایر شرکت‌ها می‌باشد. تائید فرضیه مذکور مبین آن است از آنجا که مدیران متدین بیشتر از سایر مدیران درصدد نهادینه کردن هنجارهای دینی و اخلاقی در شرکت هستند، لذا کمتر اقدام به پنهان نمودن اخبار بد شرکت می‌کنند. بدین ترتیب، میزان انتشار یک‌باره اخبار بد به بازار و در نتیجه ریسک سقوط قیمت سهام شرکت کاهش می‌یابد. علاوه براین، هزینه‌های احتمالی ناشی از نقض هنجارهای دینی و اجتماعی در محیط‌هایی با سطح دینداری بالا نیز عاملی بازدارنده در برابر انباشت اخبار بد توسط مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت است. نتیجه به‌دست‌آمده در این پژوهش با یافته‌های پژوهش کالن و فانگ (۲۰۱۵) مبنی بر وجود رابطه منفی بین دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت، مطابقت دارد. لی و کای (۲۰۱۶) نیز در پژوهش خود به نتایج مشابهی با این پژوهش دست یافتند و اذعان داشتند که دینداری مدیران باعث کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌گردد. در فرضیه دوم پژوهش، اثر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح دینداری مدیر و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که حاکمیت

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

شرکتی، بر رابطه بین سطح دینداری مدیران شرکت‌ها و ریسک سقوط قیمت سهام اثرگذار بوده و رابطه منفی بین آن‌ها را تضعیف می‌کند. این یافته مطابق با پیش‌بینی نظریه جایگزینی است که بیان می‌دارد هنجارهای اجتماعی دینی می‌توانند جایگزینی مناسب برای مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در امر نظارت بر رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در فرآیند گزارشگری مالی شرکت باشند. به‌طوری‌که در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف به دلیل عدم اعمال نظارت مؤثر، نقش نظارتی مدیران متدین پررنگ‌تر شده و بنابراین، سطح دینداری مدیران در این شرکت‌ها تأثیر بیشتری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام دارد. این نتیجه با یافته‌های پژوهش کالن و فانگ (۲۰۱۵) نیز همخوانی دارد. چرا که آن‌ها نیز دریافتند حاکمیت شرکتی اثر منفی سطح دینداری مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را کاهش می‌دهد.

۱۰- پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش

بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر از آنجا که سطح دینداری مدیران، عاملی برای بروز رفتارهای صادقانه و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها محسوب می‌شود، لذا به سازمان بورس اوراق بهادار و مسئولان فرهنگی کشور پیشنهاد می‌شود که با برگزاری کارگاه‌های آموزشی، بسترهای لازم را در جهت ارتقای آموزه‌های دینی و مذهبی مدیران شرکت‌های بورسی فراهم آورند. همچنین بر اساس نتایج فرضیه دوم، به مجمع عمومی صاحبان سهام و هیئت‌مدیره شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد که با انتخاب مدیران متدین، به‌ویژه در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر، ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش دهند. علاوه بر این با توجه به نتایج پژوهش، از آنجا که مدیران مذهبی‌تر، تمایل کمتری به پنهان نمودن اخبار بد در شرکت و عدم افشاء آن دارند؛ لذا به مؤسسات حسابرسی پیشنهاد می‌گردد که در ارزیابی خود از سطح ریسک شرکت صاحب‌کار و برنامه‌ریزی عملیات حسابرسی در کنار سایر عوامل، دینداری مدیران را نیز مدنظر قرار دهند. در ارزیابی نتایج حاصل از این پژوهش، برخی از محدودیت‌ها بایستی در نظر گرفته شود که می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

یکی از محدودیت‌های اصلی پژوهش حاضر، محدودیت ذاتی پرسشنامه است که برای جمع‌آوری داده‌های پژوهش از آن استفاده شده است. از مهم‌ترین محدودیت‌های پرسشنامه، می‌توان به میزان ادراک، تفسیر و تحلیل پاسخ‌دهندگان از موضوع اشاره نمود. همچنین، روش پژوهش به لحاظ بعد زمانی از نوع مقطعی است، لذا برای تبیین روابط علی از استحکام پژوهش‌های تداومی برخوردار نیست.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

در ادامه این پژوهش، برخی از موضوعات مهمی که می‌توانند در پژوهش‌های آتی مورد بررسی قرار گیرند عبارت‌اند از:

۱. بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین سطح دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت.
۲. بررسی تأثیر سطح دینداری مدیران بر شفافیت گزارشگری مالی.

۱۱- منابع و مأخذ

ایروانی، جواد. (۱۳۹۲)، **اسلام درباره اخلاق کار و تجارت چه می‌گوید؟**، انتشارات دانشگاه علوم اسلامی رضوی، مشهد.

تنانی، محسن؛ علی‌رضا صدیقی و عباس امیری. (۱۳۹۴). بررسی نقش برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **مدیریت دارایی و تأمین مالی** ۳(۴): ۵۰-۳۱.

ثقفی، علی و مجید معتمدی فاضل. (۱۳۹۰). رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارآیی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا. **پژوهش‌های حسابداری مالی** ۳(۱۰): ۱۴-۱.

جلیلی، آرزو و هدی همتی. (۱۳۹۰). حاکمیت شرکتی و عملکرد سرمایهٔ فکری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران .**حسابداری مدیریت** ۴(۱۱): ۲۴-۱۳.

حاجیها، زهره و حسن چناری بوکت. (۱۳۹۵). مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و چولگی بازده سهام. **فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری** ۱(۱): ۹۸-۷۷.

حیدری، مهدی؛ بهمن قادری و مهدی کفعمی. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی در تقلیل هزینه‌های نمایندگی: رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری. **پژوهش‌های حسابداری مالی** ۸(۲): ۱۲۴-۱۰۱.

خدایاری‌فرد، محمد؛ عباس رحیمی‌نژاد؛ باقر غباری بناب؛ محسن شکوهی یکتا؛ علی فقیهی؛ مسعود آذربایجانی؛ غلامعلی افروز؛ حیدرعلی هومن؛ مرتضی منطقی؛ محسن پاک‌نژاد؛ سیدحسین سراج‌زاده؛ سیدمحسن فاطمی؛ سعید اکبری زردخانه؛ ولی‌اله فرزاد و خسرو باقری. (۱۳۸۹). مدل سنجش دینداری و ساخت مقیاس آن در سطح ملی، **مجله پژوهش‌های کاربردی روان‌شناختی** ۱(۱): ۲۴-۱.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

خواجوی، شکرالله؛ محمدحسین قدیریان آرانی و حسن فتاحی نافچی. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر تجدید ارائهٔ صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش‌های حسابداری مالی** ۷(۱): ۷۰-۵۵.

دیانتی دیلمی، زهرا؛ مهدی مرادزاده و سعید محمودی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام. **دانش سرمایه‌گذاری** ۱(۲): ۱۸-۱.

سبزعلی‌پور، فرشاد؛ روح‌اله قیطاسی و سلمان رحمتی. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و دقت پیش‌بینی سود. **پژوهش‌های حسابداری مالی** ۴(۴): ۱۴۰-۱۲۳.

سپاسی، سحر و حسن حسنی. (۱۳۹۵). رابطه باورهای دینی مدیران با رفتار مدیریت سود. **فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری** ۱(۲): ۴۰-۱۷.

ودیعی نوقابی، محمدحسین و امین رستمی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه حسابداری مالی** ۶(۲۳): ۶۶-۴۳.

هومن، حیدرعلی. (۱۳۸۹)، **مدل‌یابی معادلات ساختاری با کاربرد نرم‌افزار لیزرل**، انتشارات سمت.

Agle, B.R., and H. Van Buren. (1999). God and Mammon: The Modern Relationship. **Business Ethics Quarterly** 9: 563–582.

Akers, R. L. (2010). Religion and Crime, **Criminologist**, 35, 1–6

Barro, R., and R. McCleary. (2003). Religion and Economic Growth. **American Sociological Review** 68: 760–781.

Bushman, R., and A. Smith. (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance, **Journal of Accounting and Economics** 32: 237-333.

Calkins, M. (2000). Recovering Religion's Prophetic Voice for Business Ethics. **Journal of Business Ethics** 23: 339–352.

Callen, J.L., and X. Fang. (2015). Religion and Stock Price Crash Risk. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 50(1/2): 169–195.

Cao, C., C. Xia, and K.C. Chan. (2016). Social trust and stock price crash risk: Evidence from China. **International Review of Economics and Finance** 46: 148-165.

Du, X., W. Jian, S. Lai, W. Du, and H. Pei. (2015). Does religion mitigate earnings management? Evidence from China. **Journal of Business Ethics** 131(3): 699–749.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Dyreng, S.D., W.J. Mayew, and C.D. Williams. (2012). Religious Social Norms and Corporate Financial Reporting. **Journal of Business Finance & Accounting** 39(8): 845-875.

Fama, E.F. and M.C. Jensen. (1983). The Separation of ownership and control. **The Journal of Law and Economics** 26: 301-325.

Graham, J.R., C.R. Harvey, and S. Rajgopal. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. **Journal of Accounting and Economics** 40: 3–73.

Grullon, G., G. Kanatas, and J. Weston. (2010). **Religion and Corporate (Mis) Behavior**. Working paper**,** Rice University.

Hutton, A.P., A.J. Marcus, and H. Tehranian. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. **Journal of Financial Economics** 94: 67-86.

Javers, E. (2011). **Religion, Not Money, Often Motivates Corporate Whistleblowers**. Available at http:// www.cnbc.com/id/ 41494697.

Jensen, M.C., W.H. and Meckling. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics** 3: 305–360.

Johnson, B. R., and S. J. Jang. (2010). **Crime and Religion: Assessing the Role of the Faith Factor**, Paper Presented in a Presidential Panel Session of the American Society of Criminology Annual Meeting, San Francisco, CA.

Kennedy, E.J., and L. Lawton. (1998). Religiousness and Business Ethics. **Journal of Business Ethics** 17: 163–175.

Khan, M., and R.L. Watts. (2009). Estimation and empirical properties of a firm–year measure of accounting conservatism. **Journal of Accounting and Economics** 48: 132–150.

Kim, J. B., Z. Wang, and L. Zhang. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. **Contemporary Accounting Research** http://dx.doi.org/10.1111/19113846.12217.

Kothari, S.P., S. Shu, and P.D. Wysocki. (2009). Do Managers Withhold Bad News? **Journal of Accounting Research** 47: 241–276.

Lehrer, E.L. (2004). Religion as a Determinant of Economic and Demographic Behavior in the United States. **Population and Development Review** 30: 707–726.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Li, W., and G. Cai. (2016). Religion and stock price crash risk: Evidence from China. **China Journal of Accounting Research** 9(3): 235–250.

Li, X., S.S. Wang, and X. Wang. (2017). Trust and stock price crash risk: Evidence from China. **Journal of Banking and Finance** 76: 74 –91

McCullough, M.E., and B.L.B. Willoughby. (2009). Religion, Self-Regulation and Self-Control: Association, Explanation and Implications, **Psychological Bulletin** 135: 69–93.

McGuire, S.T., T.C. Omer, and N.Y. Sharp. (2012). The Impact of Religion on Financial Reporting Irregularities. **Accounting Review** 87: 645–673.

Montenegro, T.M. (2017). Religiosity and corporate financial reporting: evidence from a European country. **Journal of Management, Spirituality & Religion** 14 (1): 48-80.

Shleifer, A., and R. Vishny. (1997). A survey of corporate governance. **Journal of Finance** 52: 737–783.

Smith, C. (2003). Theorizing Religious Effects among American Adolescents. **Journal for the Scientific Study of Religion** 42: 17–30.

Turner, J.H. (1997). **The Institutional Order**. New York, NY: Addison-Wesley Educational Publishers.

Vitell, S.J. (2009). The Role of Religiosity in Business and Consumer Ethics: A Review of the Literature. **Journal of Business Ethics** 90: 155–167.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]