

تأثیر فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در ایران

مائده السادات محمودیان^۱

کارشناسی ارشد، گروه مدیریت، دانشکده مدیریت و نوآوری، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، اصفهان، ایران

چکیده

مهمترین نگرانی سرمایه گذاران و سهامداران شرکت، سقوط قیمت سهام است که با آگاهی از عوامل مؤثر بر آن، از منابع خود محافظت می کنند. سقوط قیمت سهام یک تغییر منفی بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می دهد و به عنوان پدیده ای مترادف با چولگی منفی در بازده سهام در نظر گرفته می شود. هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در ایران است. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی است و از لحاظ روش، پس رویدادی و از نوع همبستگی می باشد. جامعه آماری این پژوهش شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، برای انتخاب نمونه از روش سیستماتیک و برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه ها نشان داد فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبتی دارد. همچنین فساد مالی در شرکتهای دولتی و خصوصی نیز تأثیر مثبت بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

واژگان کلیدی: ریسک سقوط قیمت سهام، فساد مالی، شرکتهای دولتی، شرکتهای خصوصی

^۱ نویسنده مسئول: soleil_am6@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۲/۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۳/۴

مقدمه

در گزارشی با عنوان شفافیت بین‌المللی که در سال ۲۰۰۹ از میان کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا انجام گرفت، کشور ایران در پایین‌ترین و بدترین جایگاه از لحاظ فساد مالی قرار گرفت که به نظر می‌رسد برخی نتایج به دست آمده، واقعیت‌های موجود در جامعه را به درستی منعکس نکرده است. در این شرایط، عکس‌العمل افراد جامعه نسبت به گزارش فوق می‌تواند به دو شکل صورت گیرد. گروهی ممکن است این مطالعات را کاملاً مغرضانه قلمداد کرده و آن‌ها را فاقد اهمیت و اعتبار بدانند و گروهی نیز این گزارش‌ها را با حساسیت بیشتری مورد بررسی قرار دهند و درصدد رفع نواقص آن برآیند. در حالت اول با بی‌توجهی به این مطالعات، نه تنها مشکلات و معضلات فساد در جامعه برطرف نخواهد شد، بلکه تأثیر نامطلوبی بر دیدگاه افرادی همچون سرمایه‌گذاران و سهامداران نسبت به شرایط اقتصادی، مالی، اجتماعی و اخلاقی خواهد گذاشت (خسروآبادی و همکاران، ۱۳۹۴).

فساد مالی معمولاً از طرف مدیران اتفاق افتاده و در برخی موارد انگیزه‌های کسب پول‌های هنگفت، مدیران را وادار می‌دارد که اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها را وارونه وار نشان دهند. در برخی موارد ارزش بازار سهام شرکت‌ها تحت نوسان شدید قیمت قرار می‌گیرد و در این مواقع مدیران سودجو بر مبنای جابجایی برخی از متغیرها و اعداد و ارقام صورت‌های مالی ارزش شرکت‌ها در نقطه بهینه مدنظر خود نشان داده و از اختلاف بین صورت‌های مالی واقعی و اعداد موجود در صورت‌های مالی به نمایش داده شده سوءاستفاده کرده و فساد مالی را به وقوع می‌پیوندد (Kim et al., 2016).

در سال‌های اخیر در پی رسوایی‌های گسترده مالی در سطح شرکت‌های بزرگ مثل انرون و ورلدکام^۲ و عدم اطمینان به اعداد و ارقام حسابداری که مهم‌ترین بخش گزارش‌های مالی را تشکیل می‌دهد؛ اعتماد سرمایه‌گذاران به صورت‌های مالی تهیه‌شده توسط مدیریت کم شده است یکی از زمینه‌هایی که می‌تواند باعث نبود اطمینان از سرمایه‌گذاران شود، پدیده سقوط قیمت سهام است سقوط قیمت سهام پدیده‌ای است که 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 (Kim et al., 2016).

سرمایه‌گذاران به امید دستیابی به ثروت بیشتر اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. از عوامل مهمی که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری خود مدنظر قرار می‌دهند، نرخ بازدهی سهام است. بازده در جریان سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. (تنانی و همکاران، ۱۳۹۴). هدف اصلی سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، کسب سود است که این امر از طریق شناسایی قیمت صحیحی از بازار سهام به دست می‌آید؛ ولی گاهی شناسایی قیمت صحیح شرکت‌ها بدون توجه به روندهای بازار، کمکی به کسب سود سهامداران نمی‌کند. بازارها عموماً روندهای متفاوتی به خود می‌گیرند؛ از رسیدن به بالاترین قیمت در حباب قیمت تا رسیدن به کف قیمت.

افزایش پدیده سقوط قیمت سهام، سبب بدبینی سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌شود که این مسأله در نهایت می‌تواند سبب خارج ساختن منبع سرمایه‌گذاران توسط آن‌ها از بورس اوراق بهادار شود (تنانی و همکاران، ۱۳۹۴). در حقیقت هر سرمایه‌گذار ابتدا باید این اطمینان و اعتماد را به دست آورد که در مرحله اول اصل سرمایه برگشت خواهد شد و سپس بازده مورد انتظارش تحصیل می‌شود تا قادر به تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری باشد. بازده سهام خود تابع عوامل متعددی است، یکی از این عوامل می‌تواند تأثیر فساد باشد. به لحاظ نظری نا اطمینانی در خصوص فساد می‌تواند بخش داخلی اقتصاد به خصوص بازار سهام را تحت تأثیر قرار دهد. بنابراین اگر فساد کنترل شود، می‌تواند محیط مناسب و مساعدتری را برای تولید، تجارت و سرمایه‌گذاری فراهم سازد (جلایی و همکاران، ۱۳۹۴).

² Enron & World Com

مستفاد از گفتار فوق این مقاله به دنبال آن است که تأثیر فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نماید؛ بنابراین، سوال اصلی مقاله حاضر این است که فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در ایران چه تأثیری می‌گذارد؟

دانستن علل ریسک سقوط قیمت سهام، راه‌کارهایی که از بروز این پدیده در بازارهای سرمایه جلوگیری به عمل می‌آورد و نیز مدل‌هایی که بتواند این پدیده را پیش‌بینی کند از اهمیت بسزایی برای اداره‌کنندگان بازار سرمایه که همواره در پی رونق این بازار از طریق جذب سرمایه‌های راکد است، برخوردار است. از آنجا که فساد مالی آثار سوئی بر اعتماد مردم به نظام مالی کشور داشته که در نتیجه، آثار مخربی به کل اقتصاد کشور منتقل می‌شود، لذا با توجه به مطالعه ذکر شده، هدف این مقاله بررسی تأثیر فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که این موضوع تاکنون در داخل کشور انجام نشده، لذا نوآوری این مقاله بیش از پیش نمایان می‌گردد. مقاله حاضر دست کم از دو جنبه با پژوهش‌های پیشین انجام شده در ایران متفاوت است. اول، برخلاف پژوهش‌های پیشین که بیشتر به بررسی عوامل فساد مالی و ریسک سقوط قیمت سهام پرداخته‌اند، ضمن در نظر داشتن موارد قبلی به بررسی تأثیر فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. دوم، این مقاله از معیارهای متفاوت و جدیدی برای محاسبه متغیرهای تحقیق استفاده می‌کند که باعث شده تا این موضوع به نوبه خود جدید و نوآورانه باشد. بنابراین توضیحات فوق، فرضیات مقاله به شرح زیر بیان می‌گردد:

• فرضیه اصلی:

فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معناداری دارد.

• فرضیه‌های فرعی:

فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دولتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معناداری دارد.

فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های خصوصی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معناداری دارد.

مبانی تحقیق

فساد مالی

رایج‌ترین تعریف ارائه‌شده از فساد تعریفی است که توسط سازمان غیردولتی شفافیت بین‌الملل³ در سال ۲۰۰۷ ارائه گردیده که مطابق آن «فساد سوءاستفاده از اختیار سپرده‌شده برای کسب منفعت شخصی است» این تعریف مورد توافق عمومی در جهان است (عباس‌زادگان، ۱۳۸۷). فساد مالی یعنی سوءاستفاده از قدرت و اختیارات دولتی به منظور تأمین منافع شخصی (Shafieezadeh, 2009). فساد مالی عارضه‌ای است که اغلب از کنش متقابل دولت و اقتصاد بازار سرچشمه می‌گیرد؛ به‌ویژه اگر خود دولت نیز به‌ناچار نقشی درون‌زا بر عهده داشته باشد. نمودهای عینی فساد مالی تا حدود زیادی پیچیده، چندوجهی و دارای شکل‌ها و شیوه‌های متفاوت است. عارضه فساد مالی از فعل ساده پرداخت غیرقانونی به یک کارمند دولت تا ناکارکردی فراگیر یک نظام سیاسی یا اقتصادی را در بر می‌گیرد. فساد مالی هم به‌عنوان یک مشکل ساختاری سیاسی یا اقتصادی و هم به‌عنوان معضل اخلاقی یا تربیتی فردی قابل تأمل است (صادقی و همکاران، ۱۳۸۸).

³ international transparency

سنجش همه مفاهیم در علوم اجتماعی با دشواری‌هایی روبرو است، اما سنجش فساد از آن جهت که این پدیده اساساً به صورت مخفیانه و با پنهانکاری عمدی کنشگران آن صورت می‌گیرد، دشواریهای بیشتری دارد. کنشگران می‌کوشند تا سند و مدرکی از فساد خود به جا نگذارند، از همین رو دنبال کردن اقدامات فاسد و سنجش میزان وقوع آن بسیار دشوار است. بنابراین به ناچار سنجش فساد با روش‌های غیرمستقیم صورت می‌گیرد. اگر نتوان چیزی را اندازه‌گیری نمود، نمیتوان نسبت به بهبود و ارتقای آن اقدام نمود، به همین دلیل نیز این تصور کلیشه‌ای که فساد قابل سنجش نیست، افسانه‌ای بیش نیست (Kaufmann et al., 2006).

واقعیت این است که تاکنون سنجش فساد حداقل با سه شیوه کلی صورت گرفته است:

۱. پیمایش دیدگاه‌ها و نظرات شرکت‌ها، مقامات دولتی، شهروندان، متخصصان و ناظران خارجی و بخش خصوصی.
۲. روشهای خرد که فساد را در سطح سازمان‌ها و با توجه به ویژگیهای نهادی آنها بررسی می‌کنند.
۳. حسابرسی دقیق پروژه‌ها، اینگونه حسابرسی‌ها با بررسی اسناد مالی و همچنین مقایسه میان ارزش مادی واقعی پروژه‌ها و هزینه‌های مصرف شده برای آنها انجام می‌شود. علاوه بر شیوه‌های اشاره شده، دسته‌بندی‌های دیگری نیز از انواع روش‌های پیمایشی سنجش فساد توسط محققان ارائه شده است. پیلیونایت^۴ به دسته‌بندی چهارگانه Lesli holms استناد می‌کند: رویکرد مبتنی بر ادراک فساد^۵؛ رویکرد مبتنی بر تجربه فساد^۶؛ دنبال کردن فرآیند فساد^۷؛ آمارهای رسمی^۸ (صادقی و همکاران، ۱۳۹۱).

جانسون از سنجش‌های مبتنی بر ادراک فساد با عنوان نسل اول و از ابزارهای مبتنی بر تجربه فساد با عنوان نسل دوم یاد می‌کند. مؤسسه گالوب^۹ (۱۹۹۹) نیز که ارزیابی فساد به صورت دوره‌ای در کشورهای مختلف را انجام می‌دهد از سه شیوه یاد می‌کند: اندازه‌گیری ادراک افراد و گروه‌های هدف از میزان شیوع گسترش فساد؛ اندازه‌گیری شاخص‌های رفتاری بروز فساد؛ و ارزیابی نظرات متخصصان درباره سطح رواج فساد. نوع اول برشناخت دیدگاه‌های مردم درباره میزان رواج فساد متمرکز است و اندازه‌گیری خود فساد مطرح نیست. در نوع دوم از مردم پرسیده می‌شود که چه کسی رشوه داده و چه کسانی رشوه می‌گیرند. بنابراین می‌توان دریافت که در کدام عرصه‌ها یا نهادها رشوه بیشتر شایع است. در نوع سوم، از نظر متخصصان برای برآورد میزان فساد در یک عرصه یا کشور استفاده می‌شود. به نظر میرسد روش‌های سنجش فساد در همین دسته‌بندی قرار گرفته و تنها در برخی جزئیات با یکدیگر تفاوت دارند (Vito and Davoodi, 1999).

برخی از منابع مالی مشتقه مانند منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده توسط شرکت‌های بزرگ صادر می‌شود و به صورت استاندارد و تضمین شده در بورس سازمان یافته و معامله می‌شوند و برخی در حاشیه بورس و به صورت خارج از بورس با توافق و مذاکره دو طرف معامله صورت می‌پذیرد. فساد مالی از اندازه شرکت نیز می‌تواند نشأت بگیرد در برخی موارد که اندازه شرکت بیش از حد بزرگ بوده و عواملی مانند نسبت اهرم مالی و نسبت بازده دارایی‌ها نوسانات شدیدی دارند، فرصت مناسبی برای مدیران سودجو ایجاد شده تا اقدام به فساد مالی نمایند (Kim et al., 2016). همچنین مخارج سرمایه‌ای یکی دیگر از عوامل ایجادکننده فساد مالی می‌باشد که در بلندمدت تاثیر بسیار زیادی بر روی ارزش شرکت‌ها می‌گذارد. فساد مالی نشأت گرفته از مخارج سرمایه‌ای تحت تاثیر عواملی مانند نسبت جاری، سیاست‌های تقسیم سود و نسبت فروش نیز می‌تواند قرار گیرد (Yahaya et al., 2020). در حالت کلی فساد مالی ناشی از منابع مالی مشتقه

⁴ Piliunait

⁵ Perception-Based Approach

⁶ Experience-Based Approach

⁷ Tracking Approach

⁸ Legal Statistics

⁹ Hungarian Gallup Institute

سودآوری شرکت را تحت تاثیر قرار داده و نسبت بازده دارایی ها در بلند مدت رو به سمت نزولی خواهد آورد و در نهایت سیاست های تقسیم سود شرکت ها را تحت تاثیر قرار داده و یک نوع بدبینی از طرف سرمایه گذاران بر روی ارزش شرکت ها را ایجاد خواهد کرد. در ارزشیابی شرکت ها معمولاً قیمت بازار که بر مبنای ارزش قراردادهای به وجود می‌آید توسط شاخص صنعت مورد فعالیت و ارزش بازار سهام مورد تعدیل قرار می‌گیرد (Ameer, 2009).

سقوط قیمت سهام

موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام، طی سال‌های اخیر و به ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری از دانشگاهیان و افراد حرفه‌ای را به خود جلب کرده است. این تغییرات، به دو صورت سقوط و جهش قیمت سهام رخ می‌دهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده‌ی سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده می‌شود، در مقایسه با جهش بیش‌تر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱). تعریف سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است: ۱. سقوط قیمت سهام، یک تغییر بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد؛ ۲. این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی هستند؛ ۳. سقوط قیمت سهام، یک پدیده واگیردار در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود، بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود (فروغی و همکاران، ۱۳۹۱).

بر اساس تحقیقات حسابداری همواره مدیران واحدهای تجاری قادر خواهند بود در انجام سیاست «تأخیر در انتشار اخبار بد و انباشته ساختن آن به صورت اطلاعات محرمانه» حجم معینی از اخبار بد را در شرکت انباشته سازند که این به دلیل عواملی نظیر پرهزینه بودن این سیاست و یا به طور کلی عدم توانایی مدیریت برای ادامه این اقدام (نظیر تغییر مدیریت واحد تجاری) می‌باشد. در نهایت با رسیدن حجم اطلاعات منفی انباشته شده به آن مقدار نهایی، دیگر مدیران قادر نخواهند بود که از انتشار این اخبار به بازار و سرمایه‌گذاران جلوگیری نمایند. با انتشار این اخبار در بازار، سرمایه‌گذاران با اطلاعات جدید بدست آمده در باورهای پیشین خود که مبنای قیمت جاری سهام شرکت بوده تجدیدنظر کرده و انتظار خود را بر اساس اطلاعات جدید بنیان می‌گذارند که این امر موجب تعدیل یکباره و منفی قیمت سهام شرکت خواهد شد که در ادبیات مالی از آن به عنوان ریزش قیمت سهام یا سقوط قیمت سهام یاد می‌شود (Hutton et al., 2009). بسیاری از پژوهشگران نظیر 2010, Chen et al بر این باورند که تغییرات قیمت سهام یک شرکت از مدیریت اطلاعات داخلی آن ناشی می‌شود. در شرایطی که اطلاعات به صورت تصادفی وارد بازار می‌شود و فرایند انتشار اطلاعات بدون توجه به خوب یا بد بودن آن، به صورت سیستماتیک انجام می‌گیرد، می‌توان گفت که اطلاعات منتشر شده دارای توزیع متقارن است (فروغی و مظاهری، ۱۳۹۲). به عبارت دیگر، اگر مدیران همه اطلاعات را به سرعت افشا کنند، این عمل سبب می‌شود که بازده سهام دارای توزیع متقارن باشد. بدین معنی که متوسط حجم بازده مثبت در مورد اخبار خوب، بایستی با متوسط حجم بازده منفی در رابطه با اخبار بد برابر باشد (Kothari et al., 2009). اما مدیران همواره انگیزه دارند تا اطلاعات و اخبار منفی را از سرمایه‌گذاران پنهان کرده و آنها را در داخل شرکت انباشت کنند. این تمایل از انگیزه‌های مدیریتی متعددی از جمله قراردادهای پاداش مبتنی بر ارقام حسابداری و مسائل مربوط به دوره‌ی تصدی و اعتبار مدیران ناشی می‌شود (Watts, 2003). چنانچه مدیران بتوانند برای مدت طولانی از افشای اخبار بد خودداری کنند، اخبار منفی در داخل شرکت انباشته می‌شود. از سوی دیگر حجم اخبار بدی که مدیران میتوانند انباشته کنند، محدود است. علت این موضوع آن است که وقتی که حجم اخبار منفی انباشته به آستانه معینی می‌رسد، نگهداری و عدم افشای آن برای مدت زمان طولانی‌تر غیرممکن و پرهزینه خواهد شد. در نتیجه توده اخبار نامطلوب پس از رسیدن به نقطه اوج خود به یکباره وارد بازار شده و این موضوع به آفت شدید بازده سهام یا سقوط قیمت سهام منجر می‌شود (Hutton et al., 2009).

پیشینه تحقیق

مرادزاده فرد (۱۳۹۹) در پژوهشی دریافت که تمرکز بالای صنعت، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را برای شرکت‌های آن صنعت افزایش می‌دهد. همچنین قدرت بازار و اندازه بیش از حد از شرکت، یک اثر تعاملی بر ریسک سقوط قیمت آتی سهام دارد؛ بدان معنی که اندازه بیش از حد شرکت تأثیر قدرت بازار بر ریسک ریزش قیمتی سهام را تشدید می‌کند. فروغی و ساکیانی (۱۳۹۷) نشان دادند که مدیران توانا تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارند. در واقع این مدیران از طریق دستکاری کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارند. علیپور و همکاران (۱۳۹۶) نشان دادند که بین دستکاری سود و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین مدیران با استفاده از ارقام تعهدی اختیاری، تصمیمات نادرست سرمایه‌گذاری را اتخاذ می‌کنند و منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود. دیگر یافته‌های پژوهش حاکی از این است که اندازه بزرگ موسسه حسابرسی باعث کاهش ارتباط میان دستکاری سود و سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود. این دلایل ناشی از ارائه کیفیت بالای مؤسسات بزرگ حسابرسی می‌باشد که باعث کاهش ارقام تعهدی نشان داده شد که اندازه اهمیت صاحبکار اثر معکوسی بر رابطه میان دستکاری سود و سرمایه‌گذاری بیش از حد دارد. در واقع، صاحبکاران با اهمیت به دلیل انتخاب حسابرسان شایسته‌تر، امکان استفاده از فرصت‌هایی که باعث کاهش تصمیمات سرمایه‌گذاران می‌شوند را کاهش می‌دهند. بهمنی و همکاران (۱۳۹۶) نشان دادند که فساد مالی بر ارزش شرکت‌ها تأثیر معنادار و مستقیمی دارد و اینکه منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای سلف بر ارزش شرکت‌ها تأثیر معنادار و مستقیمی دارد و در نهایت منابع مالی مشتقه ناشی از قراردادهای آینده بر ارزش شرکت‌ها تأثیر معنادار و مستقیمی دارد. خدارحمی و همکاران (۱۳۹۵) نشان دادند که بین عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، رابطه مستقیم وجود دارد و می‌توان نتیجه گرفت با افزایش میزان عدم تقارن اطلاعاتی، ریسک سقوط آتی قیمت سهام افزایش می‌یابد. جلایی و همکاران (۱۳۹۴) نشان دادند که هرچه شرایط حکمرانی خوب به سمت بهبود حرکت کند بازدهی سهام نیز افزایش می‌یابد. این مسئله از آنجا دارای اهمیت است که شاخص‌های حکمرانی خوب عاملی برای ایجاد ثبات و امنیت در بازار بوده و می‌توان شرایط معاملات و در نتیجه رونق بازار را مهیا نمایند؛ بنابراین بر اساس نتایج این مطالعه می‌توان گفت که برای ایجاد شرایط باثبات در بازار و ایجاد بازدهی بلندمدت باید شاخص‌های فساد را به سمت حکمرانی خوب بهبود بخشید که در این صورت است که بورس تنها بر اساس نمادهای اقتصاد واقعی حرکت خواهد کرد. صادقی و فشاری (۱۳۹۱) بیان داشتند که شاخص‌های ادراک فساد تأثیر منفی بر نرخ تورم داشته و متغیرهای درجه بازبودن اقتصاد و درآمد سرانه نیز تأثیر منفی و معنی‌دار بر نرخ تورم در کشورهای مورد بررسی داشته است. علاوه بر این متغیر نرخ رشد نقدینگی دارای تأثیر مثبت و معنی‌دار بر نرخ تورم بوده و متغیر مخارج مصرفی نهایی نیز دارای تأثیرگذاری مثبت و معنی‌دار بر نرخ تورم می‌باشد. از این رو مهم‌ترین توصیه سیاستی این پژوهش آن است که سیاست‌گذاران اقتصادی این کشورها با بهره‌گیری از سیاست‌های مناسب به کاهش فساد اداری مبادرت ورزیده و همچنین با افزایش سطح تولید و درآمد سرانه و به تبع آن تقویت رشد اقتصادی به کاهش نرخ تورم کمک نمایند. همچنین تقوی و همکاران (۱۳۹۰) نشان دادند که رابطه بین فساد و رشد اقتصادی در کشورهای عضو اپک معکوس و معنادار است و ضریب تأثیر فساد اداری در بین متغیرهای دیگر مدل بر رشد اقتصادی بیشتر است. همچنین زمان تأثیر فساد در کشورهای عضو اپک بلندمدت است و در کوتاه‌مدت خود را نشان نمی‌دهد. به‌علاوه رابطه بین موجودی سرمایه و رشد نیروی کار در کشورهای اپک با رشد اقتصادی آن کشورها مستقیم و معنادار است. محمودآبادی و مهتری (۱۳۹۰) نشان دادند که بین محافظه‌کاری حسابداری و سرمایه‌گذاری آتی، در سطح شرکت‌ها و در سطح ۷ گروه از صنایع، ارتباط معنی‌دار وجود دارد. همچنین بین اندازه‌ی شرکت و سرمایه‌گذاری آتی در سطح کل شرکت‌ها و در صنایع شیمیایی، غذایی و دارویی، ارتباط معنی‌دار منفی، بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و سرمایه‌گذاری آتی در سطح کل شرکت‌ها و در

صنایع چوب و نساجی، شیمیایی، فلزی و کاشی و سرامیک، ارتباط معنی‌دار مثبت و بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری آتی در سطح کل شرکت‌ها و در صنایع غذایی و دارویی، ارتباط معنی‌دار منفی وجود دارد. ثقفی و همکاران (۱۳۹۰) نشان دادند هر چه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مساله سرمایه‌گذاری بیش از حد، کمتر به وجود می‌آید. تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها با جریان‌های نقد آزاد بالا به مراتب بیشتر است. کریمی پتانلار (۱۳۹۰) بیان کرد که در پی افزایش فساد مالی سهم نسبی درآمدهای مالیاتی در تولید ناخالص داخلی کاهش می‌یابد که به معنای اثر منفی آن بر درآمدهای مالیاتی دولت می‌باشد و همچنین در پی افزایش شاخص فساد مخارج دولتی به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی افزایش می‌یابد. اصغرپور (۱۳۹۰) نشان داده که متغیر نرخ تورم تأثیر منفی و متغیرهای درآمد سرانه و رابطه مبادله تأثیر مثبت و معنی‌دار بر نرخ پس‌انداز ملی در این کشورها داشتند.

Ullah (2020) دریافت که این محدودیت‌های مالی هم بر رشد فروش شرکت و هم بر رشد اشتغال تأثیر منفی می‌گذارد در حالی که فساد تأثیری مستقیم بر رشد ندارد. شرکت‌های قدیمی، بزرگتر و متعلق به شرکت‌های خارجی با تمرکز مالکیت بالاتر گزارش محدودیت‌های مالی پایین‌تر در حالی که شرکت‌های صادرکننده محدودیت‌های مالی بالاتر است. Cao et al., (2018) نشان داده‌اند که شرکت‌هایی که مقر آن در مناطق با سطح بالای فساد اداری هستند بیشترین ریسک سقوط قیمت سهام آتی را دارند. این ارتباط بیشتر برای شرکت‌های دولتی محلی مشهود است و فساد محلی با سوق دادن شرکت‌ها برای تعامل در سرمایه‌گذاری بیش از حد ناکارآمد باعث ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود و همچنین اخبار بد یا عملکرد بد انباشت شده و به نقطه اوج می‌رسد، مقدار زیادی از اطلاعات منفی شرکت مشخص می‌شود و در نتیجه باعث سقوط قیمت سهام می‌گردد. Chen et al., (2016) نشان دادند که بین جریان نقدی آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. دیگر یافته‌های پژوهش آنها حاکی از این بود، تمرکز مالکیت دولتی و اندازه هیات مدیره، جریان بیش سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش می‌دهد. Wang et al., (2016) نشان دادند که کاهش عدم اطمینان تورمی، سرمایه‌گذاری بیش از حد را افزایش می‌دهد و اعتماد بنفش زیاد مدیریت، رابطه بین عدم اطمینان تورمی و سرمایه‌گذاری بیش از حد را منفی می‌کند. همچنین، عدم اطمینان تورمی اثرات نامتقارنی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد بر در طول چرخه‌های مختلف اقتصادی می‌گذارد. Huang et al., (2015) در تحقیق خود نشان دادند سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه منفی با ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد دارد و وجود سرمایه‌گذاران نهادی و اعضای مستقل هیات مدیره اثرات منفی بر نگهداشت وجه نقد می‌گذارند. Petrou, 2015 نشان داد که الگوهای مربوط به فساد مالی در بلندمدت بر عملکرد شرکت تأثیر منفی گذاشته و در برخی موارد این الگوها در کوتاه مدت تأثیر مثبتی بر روی عملکرد شرکت می‌گذارند یعنی عملکرد شرکت را در کوتاه مدت وارونه نمایش می‌دهند. King and Chen, 2014 نشان دادند که استفاده از منابع مالی مشتقه باعث کاهش هزینه بدهی شرکت‌ها شده و در نهایت باعث کاهش فساد مالی شده و تأثیر منفی بر روی الگوهای فساد مالی خواهد گذاشت. Enikolopov et al., 2014 نشان دادند که ارزش شرکت بر روی سطوح افشا تأثیر مثبتی گذاشته، به این صورت که هرچقدر شفافیت اطلاعات بیشتر شود، ارزش شرکت نیز در جهت مثبت حرکت خواهد کرد و در نهایت از بروز فساد مالی جلوگیری خواهد شد. Azam et al., 2013 نشان دادند که رابطه معنی‌داری بین فساد اداری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی وجود دارد و فساد مانع رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای کمتر توسعه‌یافته می‌شود. Alemu, 2012 نشان داد که یک درصد افزایش در سطح فساد، ۹/۱ درصد کاهش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را دربر خواهد داشت. Rajgopal and Venkatachalam, 2011 به این نتیجه رسیدند که در دوره زمانی ۱۹۶۲-۲۰۰۱ با کاهش کیفیت گزارشگری مالی، نوسان‌پذیری تصادفی بازده سهام افزایش یافته است. Damir, 2011 نشان داد که بین نرخ ارز و قیمت سهام در این کشورها رابطه بلندمدت وجود دارد. نتایج وجود تأثیر مثبت فساد بر نرخ تورم را نشان می‌دهد. همچنین تأثیر فساد بر تورم تا حد زیادی غیرمستقیم است و با یک تأخیر زمانی رخ می‌دهد.

روش تحقیق

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال مالی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. در این پژوهش به منظور انجام آزمون‌های مورد نظر و با توجه به اطلاعات موجود، دوره زمانی پژوهش در بازه زمانی ۷ ساله، از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا انتهای سال ۱۳۹۶ است و همچنین، نمونه-گیری پژوهش نمونه به روش سیستماتیک و بر این اساس انتخاب می‌شود که:

- اطلاعات مالی شرکت در دوره زمانی پژوهش منتهی به پایان اسفند سال ۹۶ در دسترس باشد؛
- شرکت در بورس در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ حضور داشته باشد؛
- و جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری هلدینگ و بانک‌ها نباشند.

تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای و مطالعه کتاب‌ها، مقالات و پایان‌نامه‌ها استفاده خواهد شد و در مرحله دوم داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای پژوهش به روش اسناد کاوی از آرشیوهای اطلاعاتی بانک مرکزی گردآوری می‌شود. در این پژوهش از سه نوع متغیر وابسته، مستقل و متغیرهای کنترلی استفاده می‌شود که در جدول شماره ۱ به تفصیل بیان شده است.

جدول شماره ۱- متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	نام متغیر	نماد	روش اندازه‌گیری	پیش بینی اثر بر متغیر وابسته	منبع داده‌ها
وابسته	ریسک سقوط قیمت سهام	Crash Risk	اگر شرکت طی سال مالی حداقل یک دوره سقوط را تجربه کرده باشد، مقدار آن یک و در غیر این صورت صفر	-	بانک مرکزی و صورت‌های مالی
مستقل	فساد مالی	CORRUP T	در صورت وجود فساد کد یک و در غیر اینصورت کد صفر	مثبت	بانک مرکزی و صورت‌های مالی
کنترلی	بازده دارایی	ROA	درآمد خالص تقسیم بر کل دارایی	مثبت	بانک مرکزی و صورت‌های مالی
	اهرم	LEV	کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها	منفی	بانک مرکزی و صورت‌های مالی
	رشد شرکت	MB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	مثبت	بانک مرکزی و صورت‌های مالی
	سابقه شرکت	FRMAGE	لگاریتم سال‌های ثبت شرکت	منفی	بانک مرکزی و صورت‌های مالی
	اندازه شرکت	FRMSIZE	لگاریتم کل دارایی‌های شرکت	منفی	بانک مرکزی و صورت‌های مالی
	سرمایه‌گذاری پیش از حد	OVER-INV	باقیمانده مدل رگرسیون $INV_{i,t} = a_0 + a_1 * controls_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$	مثبت	بانک مرکزی و صورت‌های مالی

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل Cao et al., (2018) بهره گرفته می‌شود:

(۱) مدل آزمون فرضیه اصلی:

$$\text{Crash Risk}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CORRUPT}_{i,t-1} + \beta_2 \gamma \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_3 \gamma \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_4 \gamma \text{MB}_{i,t-1} + \beta_5 \gamma \text{FRMAGE}_{i,t-1} + \beta_6 \gamma \text{FRMSIZE}_{i,t-1} + \beta_7 \gamma \text{OVER-IN}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

(۲) مدل آزمون فرضیه فرعی اول:

$$\text{CR}_{(\text{GOV-Firm})i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CORRUPT}_{i,t-1} + \beta_2 \gamma \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_3 \gamma \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_4 \gamma \text{MB}_{i,t-1} + \beta_5 \gamma \text{FRMAGE}_{i,t-1} + \beta_6 \gamma \text{FRMSIZE}_{i,t-1} + \beta_7 \gamma \text{OVER-IN}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

(۳) مدل آزمون فرضیه فرعی دوم:

$$\text{CR}_{(\text{Private-Firm})i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CORRUPT}_{i,t-1} + \beta_2 \gamma \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_3 \gamma \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_4 \gamma \text{MB}_{i,t-1} + \beta_5 \gamma \text{FRMAGE}_{i,t-1} + \beta_6 \gamma \text{FRMSIZE}_{i,t-1} + \beta_7 \gamma \text{OVER-IN}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

آمار توصیفی استفاده شده در این پژوهش شامل آماره‌های حداکثر، حداقل، میانه، میانگین، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی است. سایر روش‌های آماری مورد استفاده شامل رگرسیون خطی چند متغیره، ضریب تعیین، آزمون‌های t ، F ، اف لیمر و هاسمن است.

یافته‌ها

جدول شماره ۲ آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، بیشینه و کمینه، چولگی و کشیدگی و... است.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای مدل‌ها

نوع متغیر	نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
وابسته	ریسک سقوط آتی قیمت سهام	CRASHR ISK	۰/۲۷۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۴۶	۱/۰۱۴	۲/۰۲۸
مستقل	فساد مالی	CORRUP T	۰/۲۲۵	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۱۸	۱/۳۱۵	۲/۷۲۹
	بازده دارایی	ROA	۰/۱۰۸	۰/۰۹۰	۰/۶۳۱	۱/۰۶۳-	۰/۱۵۱	۰/۶۹۶-	۱۱/۵۴۶
	اهرم	LEV	۰/۵۹۰	۰/۶۱۲	۱/۹۴۱	۰/۰۸۱	۰/۲۱۹	۰/۱۹۲	۴/۷۱۲
	رشد شرکت	MB	۲/۴۱۶	۲/۰۷۸	۵۱/۲۲۶	۳۲/۹۵۳-	۳/۷۲۶	۰/۳۹۱	۷۴/۵۶۹
کنترلی	سابقه شرکت	FRMAGE	۱/۱۹۶	۱/۲۱۷	۱/۷۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۱۱	۰/۷۵۲-	۵/۴۶۹
	اندازه شرکت	FRMSIZE	۶/۲۲۵	۶/۰۸۷	۸/۴۱۴	۴/۴۱۵	۰/۷۲۷	۰/۶۲۷	۳/۳۴۰
	سرمایه‌گذاری بیش از حد	OVER- INV	۰/۰۶۵	۰/۰۳۸	۰/۸۵۳	۰/۰۰۰	۰/۰۸۸	۳/۷۵۰	۲۳/۸۹۸

با توجه به مقدار سطح معنی داری آماره Z برای متغیر فساد مالی که برابر ۰/۰۰۰ است و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، فرض صفر (فرض عدم تأثیر فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام) رد می‌شود و در نتیجه فساد مالی بر ریسک سقوط

قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. در نتیجه فرضیه اصلی پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به اینکه ضریب متغیر فساد مالی مثبت است، می‌توان گفت احتمال ریسک سقوط قیمت سهام، در شرکت‌هایی با فساد مالی، بیشتر است.

با توجه به مقدار سطح معنی داری آماره Z برای متغیر فساد مالی که برابر $۰/۰۵۴$ است و تقریباً برابر سطح خطای $۰/۰۵$ است، فرض صفر (فرض عدم تأثیر فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دولتی) رد می‌شود و در نتیجه فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دولتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. در نتیجه فرضیه فرعی اول پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به اینکه ضریب متغیر فساد مالی مثبت است، می‌توان گفت احتمال ریسک سقوط قیمت سهام، در شرکت‌های دولتی با فساد مالی بیشتر است.

با توجه به مقدار سطح معنی داری آماره Z برای متغیر فساد مالی که برابر $۰/۰۰۰$ است و کمتر از سطح خطای $۰/۰۵$ است، فرض صفر (فرض عدم تأثیر فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های خصوصی) رد می‌شود و در نتیجه فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های خصوصی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. در نتیجه فرضیه فرعی دوم پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به اینکه ضریب متغیر فساد مالی مثبت است، می‌توان گفت احتمال ریسک سقوط قیمت سهام، در شرکت‌های خصوصی با فساد مالی بیشتر است.

جهت آزمون نیکویی برازش مدل در رگرسیون لجستیک از آزمون هاسمر-لمشو استفاده می‌شود. فرض صفر در این آزمون خوبی برازش مدل است. جدول ۳ آماره هاسمر-لمشو را برای این مدل نشان می‌دهد. با توجه به مقدار سطح معنی داری که برابر $۰/۴۳$ است و بیشتر از سطح خطای $۰/۰۵$ است، فرض صفر پذیرفته می‌شود و نتیجه می‌شود مدل به خوبی برازش داده شده است. به عبارت دیگر متغیرهای مستقل قدرت توضیح دهنده ریسک سقوط قیمت سهام را دارند.

جدول ۳- آزمون هاسمر-لمشو

سطح معنی داری	آماره هاسمر-لمشو
$۰/۴۳$	$۸/۰$

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج نشان می‌دهد وجود فساد مالی تأثیر مثبتی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دولتی و خصوصی دارد. شواهد حاصل از این بررسی نشان دهنده رابطه مثبت بین فساد مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام است. بدین ترتیب در شرکت‌هایی که فساد مالی آن‌ها بیشتر مشاهده شود، احتمال ریسک سقوط قیمت سهام بیشتر می‌شود. بسیاری از پژوهشگران بر این باور هستند که سقوط قیمت سهام از مدیریت اطلاعات داخلی و ضعف کنترل داخلی آن ناشی می‌شود شرایط نبود شفافیت کامل در گزارشگری مالی، برای مدیران این فرصت فراهم می‌شود تا برای حفظ شغل و اعتبار حرفه‌ای خود، اطلاعات منفی را در داخل شرکت پنهان کنند. از این رو این اطلاعات منفی در داخل شرکت انباشته و به نقطه اوج خود می‌رسد. در این صورت نگهداری آن برای مدت‌زمان طولانی‌تر غیرممکن و پرهزینه می‌گردد و در نتیجه به یک‌باره وارد بازار شده و منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود.

یک محیط با فساد مالی این پتانسیل را دارد که رویه‌ها و برآوردهای اشتباه، مدیریت سود توسط مدیران فرصت‌طلب و تمایل به پنهان کردن اخبار بد با توجه به انگیزه‌های مختلف در آن صورت گیرد و بر همین اساس چانگ و همکاران^{۱۰} معتقدند که

¹⁰ Chang et al., 2013

در شرایط نبود شفافیت کامل در گزارشگری مالی، حجم عظیمی از زیان‌های افشاء نشده وارد بازار شده، به سقوط قیمت سهام منتج می‌شود.

هاتن و همکاران^{۱۱} معتقدند که در شرایط نبود شفافیت کامل در گزارشگری مالی (اقدام به مدیریت سود)، مدیران انگیزه دارند برای حفظ شغل خود، بخشی از زیان‌ها را پنهان کنند. این فرایند؛ یعنی افشا نکردن زیان‌های واقعی تا زمان حضور مدیر در شرکت ادامه می‌یابد. پس از ترک شرکت توسط مدیر، حجم عظیمی از زیان‌های افشاء نشده وارد بازار شده، منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود. علاوه بر این، در یک محیط گزارشگری غیر شفاف همراه با فساد مالی مدیران و عدم پاسخگویی شفاف، سرمایه‌گذاران قادر به شناسایی و کشف پروژه‌های زیان ده شرکت نیستند. ناتوانی سرمایه‌گذاران در تمایز بین پروژه‌های سود ده و زیان ده در مراحل اولیه آن‌ها باعث می‌شود که پروژه‌های زیان ده ادامه یابد و با گذر زمان زیان دهی آن‌ها افزایش یابد. بازده منفی این نوع پروژه‌ها در طول زمان در داخل شرکت انباشت می‌شود و هنگامی که اطلاعات مربوط به آن‌ها افشاء می‌شود، قیمت سهام به شدت کاهش پیدا خواهد کرد.

فساد مالی معمولاً از طرف مدیران اتفاق افتاده و در برخی موارد انگیزه های کسب پول های هنگفت، مدیران را وادار می‌دارد که اطلاعات مربوط به صورت های مالی شرکت ها را وارونه وار نشان دهند. در برخی موارد ارزش بازار سهام شرکت ها تحت نوسان شدید قیمت قرار می‌گیرد و در این مواقع مدیران سودجو بر مبنای جابجایی برخی از متغیرها و اعداد و ارقام صورت های مالی ارزش شرکت ها در نقطه بهینه مدنظر خود نشان داده و از اختلاف بین صورت های مالی واقعی و اعداد موجود در صورت های مالی به نمایش داده شده سوءاستفاده کرده و فساد مالی را به وقوع می‌پیوندد. فساد مالی نشأت گرفته از یک سری عواملی مانند تفاوت بین جریان های نقدی مورد انتظار و جریان های نقدی واقعی نیز می‌باشد. در برخی موارد مدیران جریان های نقدی مورد انتظار را به عنوان جریان های نقدی واقعی نیز نشان داده و از اختلاف این دو مورد در راستای اهداف سودجویانه خود استفاده می‌کنند. فساد مالی از اندازه شرکت نیز می‌تواند نشأت بگیرد در برخی موارد که اندازه شرکت بیش از حد بزرگ بوده و عواملی مانند نسبت اهرم مالی و نسبت بازده دارایی ها نوسانات شدیدی دارند، فرصت مناسبی برای مدیران سودجو ایجاد شده تا اقدام به فساد مالی نمایند.

منابع

- اصغرپور، حسین (۱۳۹۰). تأثیر فساد اداری بر نرخ پس‌انداز ناخالص تأثیر فساد اداری بر نرخ پس‌انداز ناخالص MENA «رهیافت داده‌های تابلویی پویا». فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی، ۱ (۳)، ۹۹-۱۲۱.
- بهمنی، معصومه؛ امیری، علی و سالاری، حجت‌الله (۱۳۹۶). بررسی تأثیر فساد مالی و منابع مالی مشتقه بر ارزش شرکت‌ها. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۳ (۳): ۳۱۸-۳۰۴.
- تقوی، مهدی؛ نیکومرام، هاشم، غفاری، فرهاد و طوطیان، صدیقه (۱۳۹۰). رابطه فساد اداری و رشد اقتصادی در کشورهای عضو اپک. فصلنامه مدیریت (پژوهشگر)، ۸ (۲۱)، ۸۱-۱۰۳.
- تنانی، محسن و رجبی، مجید (۱۳۹۴). نقش اندازه شرکت و ساختار مالکیت در بهره‌وری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. اولین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، اقتصاد، حسابداری و علوم تربیتی، ساری، شرکت علمی پژوهشی و مشاوره‌ای آینده‌ساز، دانشگاه پیام نور نکا.
- ثقفی، علی؛ بولو، قاسم و محمدیان، محمد (۱۳۹۰). کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد. پیشرفت های حسابداری، (۲): ۳۷-۶.

¹¹ Hutton et al., 2009

- جلایی، سیدعبدالمجید؛ میر، هدیه و رحیمی پور، اکبر (۱۳۹۴). تأثیر حکمرانی خوب بر بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۸ (۲۷)، ۱۳-۱.
- خداحمی، بهروز؛ فروغ‌نژاد، حیدر؛ شریفی، محمدجواد و طالبی، علیرضا (۱۳۹۵). تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۴ (۳): ۵۸-۳۹.
- خسروآبادی، طاهره و بنی مهد، بهمن (۱۳۹۴). پیشینی بی اخلاقی و فساد مالی با توجه به اعتماد اجتماعی در حرفه حسابرسی. فصلنامه اخلاق در علوم و فناوری ۱۰ (۴): ۵۳-۴۵.
- صادقی، حسین؛ عصار، عباس و شقاقی شهری، وحید (۱۳۸۸). اندازه‌گیری فساد مالی در ایران با استفاده از منطق فازی (رویکرد اقتصادی). پژوهشنامه اقتصادی، ۱۰ (۴): ۱۷۴-۱۳۹.
- صادقی، سید کمال و فشاری، مجید (۱۳۹۱). بررسی تأثیر شاخص ادراک فساد بر نرخ تورم مطالعه موردی: کشورهای منطقه (MENA). فصلنامه تحقیقات اقتصادی راه اندیشه، ۱ (۴)، ۱۵۸-۱۴۱.
- عباس‌زادگان، سید محمد (۱۳۸۷). فساد اداری، دفتر پژوهش‌های فرهنگی.
- علیپور، صفدر؛ امیری، اسماعیل و همتی، حسن (۱۳۹۶). تأثیر شاخص‌های کیفیت حسابرسی بر ارتباط بین دستکاری سود و سرمایه‌گذاری بیش از حد. دانش حسابرسی، ۱۷ (۶۸): ۱۹۱-۱۶۹.
- فروغی، داریوش؛ امیری، هادی و میرزایی، منوچهر (۱۳۹۱). تأثیر محافظه‌کاری اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۴ (۲): ۱۱۷-۷۷.
- فروغی، داریوش و میرزایی، منوچهر (۱۳۹۱). تأثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۴ (۲)، ۱۱۷-۷۷.
- کریمی پتانلار، سعید (۱۳۹۰). اثر فساد مالی بر درآمدهای مالیاتی و مخارج دولت: مطالعه موردی کشورهای منتخب در حال توسعه. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۱۹ (۵۷)، ۱۷۰-۱۵۷.
- فروغی، داریوش و مظاهری، مرضیه (۱۳۹۲). بررسی تأثیر اهرم و ریسک درماندگی مالی بر بازده واقعی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۵ (۱۸): ۶۱-۴۶.
- فروغی، داریوش و ساکیانی، امین. (۱۳۹۷). تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام. دانش حسابداری مالی، ۳ (۲)، ۳۱-۵۲.
- محمودآبادی، حمید و مهتری، زینب (۱۳۹۰). رابطه‌ی بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۳ (۲): ۱۴۰-۱۱۳.
- مرادزاده فرد، مهدی. (۱۳۹۹). ساختار رقابت صنعت، قدرت بازار و ریسک سقوط آتی قیمت سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲ (۴۷)، ۲۱۵-۲۳۸.
- Alemu, A. M. (2012). Effects Of Corruption on FDI Inflow in Asian Economies. Seoul Journal of Economics, 2(1), 387-412.
- Ameer, R., (2009). Value-relevance of foreign exchange and interest rate derivatives disclosure: the case of Malaysian firms. J.Risk Finance 10 (1), 79-90.
- Azam, M., & Ahmad, S. A. (2013). The effects of corruption on foreign direct investment inflows: some empirical evidence from less developed countries. Journal of Applied Sciences Research, 9(6), 3462-3467.
- Cao, P., Qin L., & Hongquan Zhu. (2018). Local corruption and stock price crash risk: Evidence from China. International Review of Economics and Finance, 1-35.

- Chen.X, Sun.Y, Xu.X. (2016). Free cash flow, over-investment and corporate governance in China, 37, PP 81-103.
- Chen, J., King, T.H.D., (2014). Corporate hedging and the cost of debt. *J. Corp. Finance* 29, 221-245.
- Damir, Piplica. (2011). Corruption and Inflation In Transition Eu Member Countries. *Ekon. Misa O I Praksa Dbk*, vol 2, pp 469–506.
- Enikolopov, R., Petrova, M., Stepanov, S., (2014). Firm value in crisis: effects of firm-level transparency and country-level institutions. *J. Bank. Finance* 46, 72–84.
- Huang, C. J., Liao, T. L., & Chang, Y. S. (2015). Over-investment, the marginal value of cash holdings and corporate governance. *Studies in Economics and Finance*.
- Hutton, a. p. Marcus, A. J., Tehranian. H., (2009). Opaque financial reports, R2, and stock crash risk. *J. Financial Econ.* 94. 67-86
- Kaufmann D. et al (2006). "Governance Matters: World Bank Policy Research,," Working Paper, 2196.
- Kim T., Papanastassiou M., Nguyen Q., (2016). Linking governance quality and derivatives use: Insights from firms' hedging behavior. Working paper.
- Kothari, S. P., Shu, S. & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47, 241-276.
- Petrou, A.P., (2015). Arbitrariness of corruption and foreign affiliate performance: a resource dependence perspective. *J. World Bus.* 50, 826–837
- Shafieezadeh H. (2009). Promotion in public culture & education to comfort corruption. *Journal of Specialized Scientific Evaluation Knowledge*; 2(3): 143.
- Song, C. Q., Chang, C. P., & Gong, Q. (2021). Economic growth, corruption, and financial development: Global evidence. *Economic Modelling*, 94, 822-830.
- Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 1-20.
- Tanzi, Vito and Hamid Davoodi. (1999). Corruption Public Investment and Growth. IMF Working Paper, 97/139, Washington D.C.
- Ullah, B. (2020). Financial constraints, corruption, and SME growth in transition economies. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 75, 120-132.
- Wang, X., Zhang, M. & Yu. (2016). Managerial overconfidence and over-investment: Empirical evidence from China, 3 (3), pp 453–469.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17, 207-221.
- Yahaya, N. S., Mohd-Jali, M. R., & Raji, J. O. (2020). The role of financial development and corruption in environmental degradation of Sub-Saharan African countries. *Management of Environmental Quality: An International Journal*.