

## تأثیر محدودیت در تامین مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام با تاکید بر نقش تعدیل کننده اجتناب مالیاتی

مرجان دامن کشیده<sup>۱</sup>

امیررضا کیقبادی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۰/۰۱

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۵/۰۸

### چکیده

یکی از عوامل موثر و تشدید کننده نوسان قیمت سهام، وجود محدودیت در تامین مالی است، ضمن آنکه اجتناب مالیاتی، توسعه و گسترش مدیریت سود و فعالیت های نگهداری و منتشر نکردن اخبار منفی در بازه زمانی طولانی تر را برای مدیریت تسهیل کرده و این احتمال که روزی این اخبار در بازار منتشر شود وجود داشته و می تواند منجر به افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام گردد. بر این اساس در پژوهش حاضر به منظور بررسی تأثیر محدودیت در تامین منابع مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در بازار و نقشی که اجتناب مالیاتی به عنوان یک متغیر میانجی می تواند در این میان داشته باشد، داده های ۱۶۵ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سالهای ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ به عنوان نمونه پژوهش انتخاب و سپس از رگرسیون چند متغیره از نوع مدل پانل دیتا و روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) جهت آزمون فرضیه های پژوهش استفاده گردیده است. یافته های پژوهش حاکی از آن است که محدودیت در تامین مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مستقیم داشته و اجتناب مالیاتی نیز در کنار این محدودیت می تواند باعث افزایش ریسک سقوط قیمت سهام گردد.

واژه های کلیدی: محدودیت در تامین مالی، ریسک سقوط قیمت سهام، اجتناب مالیاتی، شاخص KZ

۱- گروه اقتصاد، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. [m.damankeshideh@yahoo.com](mailto:m.damankeshideh@yahoo.com)  
۲- گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران، نویسنده مسئول. [a.keyghobadi@iauctb.ac.ir](mailto:a.keyghobadi@iauctb.ac.ir)

## ۱- مقدمه

حرفه ای را به خود جلب کرده است. همواره در تحقیقات انجام شده در زمینه سقوط قیمت سهام دو جزء اصلی شناخته میشود: اول مدیریت شرکت که به دلیل انگیزه های خودخواهانه (در جهت منافع شخصی خود) و یا خیرخواهانه (در جهت اهداف سازمان) اقدام به بیشنمایی عملکرد شرکت از طریق به تعویق انداختن در انتشار اخبار بد و نیز تسریع در انتشار اخبار خوب مینماید (که این روند ایجاد حباب در قیمت سهام شرکت را در پی دارد) و دوم سیستم حسابداری و استفاده از آن در جهت این اقدام مدیریت می باشد، که به مدیریت اجازه انجام اقدامات فوق را میدهد. همواره محققین مالی و حسابداری به دلیل اهمیت این موضوع برای گروههای متفاوت سرمایه گذاران، تحلیلگران بازار سرمایه، انجمن های حرفه ای حسابداری و اداره کنندگان بورس اوراق بهادار در پی پاسخ به سه سؤال مهم در این زمینه می باشند: اول علل وقوع این پدیده چیست؟ دوم چه راهکارهایی باعث پیشگیری از این پدیده میشود؟ و سوم چه علائم هشدار دهندهای برای پیش بینی این پدیده وجود دارد؟ تحقیق حاضر درصدد پاسخ به سوالات فوق بر آمده است.

## مبانی نظری

یکی از موضوعاتی که در ارتباط با رفتار قیمت سهام به طور گسترده مورد توجه پژوهشگران مالی بوده است، تغییرات ناگهانی قیمت سهام است که به دو صورت سقوط و جهش در قیمت سهام رخ میدهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده سهام میشود، در مقایسه با جهش، بیشتر مورد توجه قرار میگیرد. سقوط قیمت سهام یک تغییر منفی بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ میدهد و به عنوان پدیدههای مترادف با چولگی منفی در بازده سهام در نظر گرفته میشود. (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹)

خطر سقوط قیمت سهام، رخداد نامطلوبی است که به شکل بازده منفی شدید سهام، تعریف میشود (کیم، لئو و شی، ۲۰۱۶). چنین رخدادی به زیان شایان توجه ثروت سرمایه گذاران و کاهش اعتماد سرمایه گذاران در بازار سرمایه می انجامد. مطالعات پیشین دو علت اساسی را برای سقوط قیمت سهام شناسایی کرده اند؛ یکی به دلیل تضادهای نمایندگی، انگیزه عدم انتشار اخبار بد به مدت طولانی در مدیران ایجاد میشود (بال، ۲۰۰۹؛ کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹). زمانی که انباشت اخبار بد به اوج خود رسید، مدیران اخبار بد را یکباره منتشر میکنند که نتیجه آن، افت ناگهانی قیمت سهام در مقیاس بزرگ است (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹؛ کیم و ژانگ، ۲۰۱۵). دوم به دلیل تضادهای نمایندگی، مدیران برای انجام سرمایه گذاری بیشتر از حد و همچنین پنهان کردن عملکرد ضعیف پروژه های نامطلوب، انگیزه زیادی دارند. همچنین به عقیده هاتن و همکارانش (۲۰۰۹) شرکتهایی که عدم تقارن اطلاعاتی زیادی دارند، سقوط قیمت سهام را با شدت بیشتری تجربه می کنند. عدم تقارن اطلاعاتی ممکن است پیامدهای نامطلوبی از قبیل افزایش هزینه معاملات، کاهش کارایی بازار، کاهش نقدینگی و به طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات را در بازار سرمایه به همراه داشته باشد و به نوسانات زیاد در قیمت سهام منجر شود (قائمی و تقی زاده، ۱۳۹۵)

یکی از عوامل موثر و تشدید کننده نوسان قیمت سهام، وجود محدودیت در تامین مالی می باشد. عدم توانایی جذب سرمایه جهت سرمایه گذاری در پروژه هایی نظیر تحقیق و توسعه سبب تضعیف جایگاه شرکت نزد سهامداران و بطور کلی مشارکت کنندگان بازار می شود که عواقب نامطلوبی نظیر ریزش قیمت سهام شرکت را بدنبال دارد. موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام، طی سالهای اخیر، و به ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸ توجه بسیاری از دانشگاهیان و افراد

ارزش یک شرکت باشد، آن وقت تغییرات در شدت آنها، باید در بازده های سهامشان و در نهایت قیمت سهامشان منعکس گردد. به هر حال، اگر شرکت های دارای محدودیت مالی در معرض شوک قرار گیرند، آنگاه واریانس در بازده های سهام شرکت ها با سطوح مشابه محدودیت های مالی وجود خواهد داشت. به عنوان مثال، اگر "شرایط اعتباری" به نحوی باشد که بعضی شرکت ها در تامین وجوه برای سرمایه گذاری دچار مشکل شوند، آنگاه جریان وجوه نقد آتی مورد انتظار این شرکت ها و بنابراین قیمت های سهام شان باهم پایین خواهد آمد. از سوی دیگر این پژوهش به بررسی نقش تعدیل کنندگی اجتناب مالیاتی بر رابطه بین محدودیت در تامین مالی و ریسک سقوط سهام می پردازد.

در اکثر کشورها، بخش عمده ای از منابع درآمدی دولت از طریق مالیات تأمین می شود. سهم مالیات از کل درآمدهای عمومی در میان کشورها متفاوت است. در این میان، اجتناب و فرار مالیاتی در کشورها باعث شده است تا درآمدهای مالیاتی کشورها همواره از آنچه برآورد شده است کمتر باشد. بنابراین، از جمله موضوعات بسیار مهم که در حال حاضر در اکثر پژوهش ها مورد توجه است، بحث اجتناب و فرار مالیاتی و عوامل مؤثر بر آن و نتایجی است که از آن حاصل می شود. شرکتها همواره دارای این انگیزه هستند تا با پرداختن به برنامه ریزی های مالیاتی در موقعیتی قرار گیرند که مالیات کمتری را پرداخت نمایند. چنانچه شرکتها و اشخاص حقوقی به عنوان واحدهایی تلقی شوند که در راستای کسب سود و انتفاع فعالیت می کنند، می توان انتظار داشت که به دنبال راهکارهایی در جهت کاهش مالیات پرداختی خود باشند. از دیدگاه نظری، منظور از اجتناب مالیاتی، تلاش در جهت کاهش مالیات های پرداختی است. (خانی و همکاران، ۱۳۹۲) اجتناب مالیاتی یک نوع سوءاستفاده رسمی از قوانین مالیاتی است و با یافتن راه های گریز از پرداخت مالیات در قوانین مالیاتی یا تلاش در جهت یافتن راههای قانونی به

یکی از مهم ترین روش های دستکاری اطلاعات حسابداری تسریع در شناسایی اخبار خوب در مقابل به تاخیر انداختن شناسایی اخبار بد در سود می باشد. اما همواره یک سطح نهایی برای انباشته ساختن اخبار بد در شرکت وجود دارد، و با رسیدن به آن سطح نهایی به یک باره این اخبار بد منتشر خواهد شد و سرمایه گذاران را به تغییر در باورهای خود درباره ارزش شرکت و در نتیجه آن قیمت سهام شرکت ملزم می سازد، که این قضیه باعث سقوط قیمت سهام شرکت میشود (هاتن، ۲۰۰۹). از عوامل مؤثر بر رفتار قیمتی سهم وجود محدودیت در تامین مالی می باشد.

در این خصوص سوالی که میتوان مطرح نمود این است که آیا شرکت های با محدودیت در تامین مالی قادر به سرمایه گذاری می باشند؟ منظور از اصطلاح "محدودیت مالی" این است که مانع تامین وجوه برای همه سرمایه گذاری های مطلوب می شود.

در زمان حاضر محیطی که شرکت ها در آن فعالیت می کنند، محیط در حال رشد و رقابتی می باشد و شرکت ها نیز جهت پیشرفت و رشد نیاز به توسعه فعالیت های خود از طریق سرمایه گذاری جدید دارند. انجام پروژه های صنعتی نیازمند تامین منابع مالی و وجوه نقد مورد نیاز است و در این راستا شرکت ها ناگزیر به استفاده از مکانیزم های تامین مالی می باشند. بنابر این می توان گفت تامین مالی یکی از مهم ترین حوزه های تصمیم گیری مدیران شرکت ها در راستای رشد و توسعه شرکت ها است. از این رو رشد و ادامه فعالیت شرکت ها نیازمند منابع مالی است. عدم توانایی سرمایه گذاری در پروژه هایی نظیر تحقیق و توسعه سبب تضعیف جایگاه شرکت نزد سهامداران و بطور کلی مشارکت کنندگان بازار می شود که عواقب نامطلوبی نظیر ریزش قیمت سهام شرکت را بدنبال دارد. (هیرو و ویسواناتا، ۲۰۱۱)

واریانس قیمت سهام شرکت هایی که با محدودیت های مالی مواجهند، به طور منطقی می تواند در بازده سهام آن ها منعکس شود. اگر محدودیت های مالی، به عنوان یک علامت مشخصه

منظور کاهش میزان مالیات پرداختی مرتبط است. (ضیائی بیگدلی و طهماسبی، ۱۳۸۳)

ادبیات مالی نشان می دهد که اجتناب مالیاتی، توسعه و گسترش رانت های مدیریتی و فعالیتهای نگهداری و منتشر نکردن اخبار منفی در بازه زمانی طولانی تر را برای مدیریت تسهیل میکند، یعنی مدیران از طریق رفتارهای فرصت طلبانه خود اجتناب های مالیاتی را توجیه می کنند. به گونه ای که زمانی که اخبار منفی مربوط به سازمان پنهان و انباشته شود. این احتمال که روزی این اخبار در بازار منتشر شود وجود داشته و می تواند منجر به افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام شود (کیم و همکاران، ۲۰۱۱).

از دیدگاه تئوری های سنتی اجتناب مالیاتی ابزاری برای انتقال ثروت از دولت به سهام داران تلقی می شود. علی رغم وجود این ادبیات، تئوری های موجود یکی از مهم ترین ویژگی های شرکت های مدرن امروز را در نظر نگرفته اند، و آن جدایی بین مالکیت و حق کنترل است. بر طبق تئوری نمایندگی جدید، اجتناب مالیاتی موجب تسهیل فرصت طلبی مدیران می شود و همین موضوع سبب می گردد، اجتناب مالیاتی هم چون مدیریت سود، احتمال ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش دهد. خصوصاً زمانی که این اخبار به بازار سهام منتقل شود. بر طبق این تئوری، با جمع و مخفی شدن اخبار بد، احتمال قیمت گذاری بالای اوراق بهادار ایجاد شده، و این قیمت گذاری سبب حباب قیمتی، و در نهایت منجر به سقوط قیمت سهام میشود (کیم و همکاران، ۲۰۱۱).

از سوی دیگر وقتی شرکت با محدودیت در تامین مالی مواجه می شود، تامین مالی خارجی (برون سازمانی) سخت تر و نیز هزینه آن بیشتر می شود. در نتیجه شرکت باید متکی به تامین مالی داخلی برای نیازهای نقدینگی خود باشد. مدیران برای تامین نقدینگی مورد نیاز از درون شرکت خود، باید دست به اجتناب مالیاتی بزنند. وجه نقدی که به سبب اجتناب مالیاتی ذخیره شده، شرکت را در مقابله با ریسک محدودیت در تامین مالی مصون کرده و نهایتاً موجب

کاهش ریسک سقوط قیمت سهام خواهد شد. بدین ترتیب انتظار بر این است که رابطه محدودیت در تامین مالی و ریسک سقوط قیمت سهام برای شرکت هایی که دست به اجتناب مالیاتی می زنند ضعیف تر باشد.

حال با توجه به مطالب مطرح شده این سوال مطرح می شود که آیا وجود محدودیت در تامین مالی می تواند تأثیری بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت داشته باشند و آیا اجتناب مالیاتی بر آن اثرگذار است؟ مطالعه حاضر در پی یافتن به پاسخ این سوال می باشد. از این رو در پژوهش پیش رو به تبیین تأثیر محدودیت در تامین مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام و نیز اثر تعدیل کنندگی اجتناب مالیاتی بر آن پرداخته خواهد شد.

#### پیشینه پژوهش

بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته است. نتایج به دست آمده در این پژوهش نشان میدهد پرداخت سود سهام تأثیر منفی و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. همچنین زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران زیاد است، تأثیر منفی پرداخت سود سهام بر خطر سقوط قیمت سهام تشدید می شود. نتیجه دیگر اینکه عدم انتشار اخبار بد تأثیر مثبت و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد و این تأثیر در شرکتهایی که عدم تقارن اطلاعاتی زیادی دارند، شدیدتر است. بنابراین انباشت اخبار بد، بازده منفی و شدیدتر سهام را به شکل سقوط قیمت سهام در پی دارد.

حمیدیان و اسدی مشیزی (۱۳۹۵) به بررسی سنجش رابطه چرخه عمر و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش درماندگی مالی و عملکرد مالی انجام دادند. نتایج به دست آمده در این پژوهش نشان می دهد، میانگین ریسک سقوط قیمت سهام شرکتها در

دارد، توانایی محافظه کاری مشروط جهت کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است.

لیو و همکاران (۲۰۱۸) مطالعه ای با عنوان ساختار مالی و محدودیت در تامین مالی انجام دادند. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۶۱ شرکت کوچک و متوسط بورسی چین در قلمرو زمانی سال ۲۰۰۹ تا سال ۲۰۱۳ است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که با افزایش میزان بدهی های شرکت، محدودیت در تامین مالی افزایش می یابد. همچنین در شرکت های کوچک رابطه بین میزان بدهی و محدودیت در تامین مالی قوی تر است.

هیو و وانگ (۲۰۱۷) پژوهشی تحت عنوان ارتباطات سیاسی و ریسک سقوط قیمت سهام انجام داد. نتایج حاکی از آن است که ارتباطات سیاسی سبب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام می شود.

کیم و همکاران (۲۰۱۶) مطالعه ای با عنوان پرداخت سود سهام و خطر سقوط قیمت سهام انجام دادند. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۱۵۰ شرکت بورسی آمریکا در قلمرو زمانی سال ۱۹۹۱ تا سال ۲۰۱۱ است. آنها در این پژوهش نشان دادند که پرداخت سود سهام کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری را افزایش داده و خطر سقوط قیمت سهام را از طریق محدود کردن عدم انتشار اخبار بد و محدودیت سرمایه گذاری بیشتر از حد کاهش می دهد.

کیم و ژانگ (۲۰۱۵) پژوهشی با عنوان محافظه کاری شرطی و خطر سقوط قیمت سهام آتی انجام دادند. نتایج حاکی از آن بود که محافظه کاری شرطی به احتمال کمی با خطر سقوط قیمت سهام آتی مرتبط است. علاوه بر این، شواهد حاکی از آن است که رابطه بین محافظه کاری و خطر سقوط قیمت سهام برای شرکت هایی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، بیشتر است.

کیم و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان "اطمینان بیش از حد مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام" نشان دادند که پس از کنترل مدیریت

مراحل چرخه عمر شرکتها، تفاوت معناداری دارند و میانگین ریسک سقوط قیمت سهام در مرحله افول، دارای بیشترین مقدار است. به علاوه، نتایج بیانگر آن است که میانگین ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت های زیان ده و ورشکسته و در مرحله افول، دارای بیشترین مقدار است و شرکت های واقع در مرحله بلوغ و رشد و سودآور، و نیز شرکت های واقع در مرحله بلوغ و ورشکست نشده، در گروه های یکسان و دارای کمترین ریسک سقوط قیمت سهام هستند.

علیزاده و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی رابطه نقدشوندگی سهام و اجتناب مالیاتی با در نظر گرفتن اهمیت حاکمیت شرکتی و محدودیتهای مالی پرداخته است. نتایج به دست آمده در این پژوهش نشان می دهد بین نقدشوندگی سهام و اجتناب از پرداخت مالیات در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معناداری وجود دارد. ارتباط بین نقدشوندگی سهام و اجتناب از پرداخت مالیات در شرکتهایی که از محدودیتهای مالی بیشتری برخوردارند، قویتر از شرکت هایی است که محدودیت های مالی کمتری دارند. همچنین تأثیر نقدشوندگی سهام بر اجتناب از پرداخت مالیات، در شرکتهایی که در سطوح پایین حاکمیت شرکتی قرار دارند، تقویت می شود.

فروغی و قاسم زاده (۱۳۹۴) به بررسی تعیین تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداخته است. نتایج به دست آمده در این پژوهش نشان می دهد که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر هر سه معیار ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد. به عبارتی وجود اطمینان بیش از حد در مدیران، ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می دهد.

فروغی و میرزایی (۱۳۹۱) نشان دادند بین محافظه کاری مشروط و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه معکوس وجود دارد. علاوه بر این در شرایطی که بین مدیران و سرمایه گذاران نامتقارنی اطلاعات وجود

تجزیه و تحلیل نهایی به منظور واکاوی داده‌ها از نرم‌افزار ایوبوز استفاده می‌شود.

در این پژوهش سعی بر آن است که با توجه به شرایطی که در مطالعات دیگر برای نمونه در نظر گرفته شده و نیز شرایطی که منطبق بر وضعیت بازار سرمایه ایران می‌باشد، نمونه‌ای از مجموعه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که در واقع به‌عنوان جامعه آماری شناخته می‌شود، انتخاب گردد. معیارها و شروط مدنظر برای انتخاب نمونه به شرح ذیل است:

(۱) شرکت موردنظر از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا پایان سال ۱۳۹۷ عضو بورس اوراق بهادار تهران باشد.

(۲) سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.  
(۳) شرکت‌ها نباید سال مالی خود را تغییر داده باشند.

(۴) شرکت‌های غیرمالی همچون بانک‌ها و کلیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ (مادر) از پژوهش حذف می‌شوند، زیرا ماهیت فعالیت این‌گونه شرکت‌ها متفاوت می‌باشد.

(۵) در طول دوره مطالعاتی از بورس حذف نشده باشد.

در نتیجه فرآیند انتخاب نمونه آماری ۱۶۵ شرکت به‌عنوان شرکت‌های عضو نمونه آماری انتخاب شدند. علاوه بر موارد ذکرشده در بالا در این پژوهش دو فرضیه با توجه به اهداف و عنوان تحقیق تدوین شد. مدل‌ها و متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها به شرح زیر می‌باشند:

#### مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش به ترتیب از رابطه ۱ و ۲ استفاده می‌شود:

رابطه (۱)

$$\text{Crashrisk}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Cons}_{it} + \alpha_2 \text{SIZE}_{it} + \alpha_3 \text{MTB}_{it} + \alpha_4 R_{it} + \alpha_5 \text{LEV}_{it} + \epsilon_{i,t}$$

سود برگرفته از مسائل نمایندگی، وجود ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیریت، احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

بیدل و همکاران (۲۰۱۳) بیان نمودند محافظه کاری نامشروط نیز ممکن است برای کاهش ریسک مفید باشد زیرا از طریق کاهش جریان خروجی وجه نقد و افزایش جریان نقدی ورودی باعث کاهش مدیریت سود و افزایش موقعیت‌های مالی شرکت می‌شود. در نتیجه انتظار می‌رود محافظه کاری نامشروط با احتمال کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در آینده مرتبط باشد.

#### فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اول:** بین محدودیت در تامین مالی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معنادار وجود دارد.

**فرضیه دوم:** اجتناب مالیاتی بر رابطه محدودیت در تامین مالی و ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر دارد.

#### روش شناسی پژوهش

به دلیل اینکه نتایج حاصل از پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری استفاده شود، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. همچنین این پژوهش، از لحاظ ماهیت توصیفی - همبستگی می‌باشد. پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) است که بر اساس اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و گزارش هیئت‌مدیره به مجمع عمومی انجام می‌شود. داده‌های موردنیاز در بخش ادبیات پژوهش از کتب، مجلات تخصصی فارسی و لاتین، مقالات، رسانه‌ها و در مواردی از پژوهش‌های انجام‌شده مرتبط استخراج‌شده (روش کتابخانه‌ای) و برای جمع‌آوری داده‌های پژوهش از بانک اطلاعاتی نرم‌افزار رهاورد نوین، تدبیر پرداز و سایت بورس اوراق بهادار تهران استفاده خواهد شد. برای آزمون فرضیه پژوهش از روش رگرسیون خطی چند متغیره و برای

رابطه ۲)

$$\text{Crashrisk}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Cons}_{it} + \alpha_2 \text{TA}_{it} + \alpha_3 \text{Cons}_{it} \times \text{TA}_{it} + \alpha_4 \text{LEV}_{it} + \alpha_5 \text{SIZE}_{it} + \alpha_6 \text{MTB}_{it} + \alpha_7 \text{ROE}_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

Cash: وجه نقد به علاوه سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت تقسیم بر کل دارایی‌ها

بر اساس شاخص KZ بالا، شرکت‌هایی که از یکسو جریان‌های نقدی، سود تقسیمی و مانده وجه نقد کمتری دارند و از سوی دیگر، کیوتوبین و نسبت اهرمی بزرگ‌تری به دست آورده‌اند، بالاترین KZ و در نتیجه بیشترین محدودیت را در تأمین مالی دارند. با توجه به اینکه مدل مذکور بر اساس فضای اقتصادی آمریکا می‌باشد بنابراین مدل حاضر باید تعدیل شود، در این تحقیق از مدل تعدیل‌شده‌ای که تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) از آن استفاده نموده استفاده می‌شود:

رابطه ۴)

$$\text{KZ}_{\text{IR}} = 17/330 - 37/486 \text{C} - 15/216 \text{Div} + 3/139 \text{Lev} + 1/420 \text{Q-Tobin}$$

که در آن  $\text{KZ}_{\text{IR}}$  محدودیت تأمین مالی بومی شده است؛ بقیه متغیرها مانند رابطه ۵ است.

روش استفاده از این شاخص به این ترتیب است؛ ابتدا مقادیر واقعی در معادله شاخص KZ جایگزین می‌شوند و مقدار KZ به دست می‌آید. با مرتب کردن مقادیر از کوچکترین (پنجک اول) به بزرگترین (پنجک آخر)، می‌توان شرکت‌هایی که محدودیت تأمین مالی دارند را تعیین کرد (مطابق جدول ۱). همانطور که جدول ۱ نشان می‌دهد، در این پژوهش برای تشخیص شرکت‌هایی که در تأمین مالی محدودیت دارند، از روش ایجاد متغیرهای مصنوعی (دو وجهی) استفاده شده است.

## الف) متغیر مستقل

### ➤ محدودیت در تأمین مالی (Constraint)

در این تحقیق برای محاسبه محدودیت در تأمین مالی از شاخص KZ استفاده شده است. دنگمی (۲۰۰۹) با بسط مطالعه کپلن و زینگالس (۱۹۹۷) شاخصی معرفی کرد که بر اساس آن می‌توان شرکت‌هایی را که در تأمین مالی محدودیت دارند، شناسایی کرد (تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸). بر این اساس، شرکت‌هایی که از این شاخص بیشترین مقدار را داشته باشند، شرکت‌هایی با بیشترین محدودیت در تأمین مالی شناخته می‌شوند. در رابطه ۳ نمونه‌ای از شاخص KZ طبق پژوهش آلمیدا، کمپلو و ویسباج (۲۰۰۴) نمایش داده شده است.

رابطه ۳)

$$\text{KZ} = -1/002 \text{Cfo} + 0/383 \text{Q-Tobin} + 3/139 \text{Lev} - 39/368 \text{Div} - 1/315 \text{C}$$

که در آن:

KZ: شاخص محدودیت در تأمین مالی  
Cfo: جریان‌های نقد تقسیم بر کل دارایی‌ها  
Q-Tobin: شاخص کیوتوبین که از تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها به دست می‌آید.  
Lev: نسبت بدهی بر کل دارایی‌ها  
Div: سود تقسیمی بر کل دارایی‌ها

جدول ۱- روش تمییز شرکت‌های محدود در تأمین مالی با استفاده از شاخص KZ (منبع یافته‌های پژوهش)

پنجک اول	پنجک دوم	پنجک سوم	پنجک چهارم	پنجک پنجم	احتمال محدودیت در تأمین مالی
صفر تا ۲۰٪	۲۰٪ تا ۴۰٪	۴۰٪ تا ۶۰٪	۶۰٪ تا ۸۰٪	۸۰٪ تا ۱۰۰٪	
					شرکت‌هایی که در این پژوهش به عنوان محدود در تأمین مالی در نظر گرفته شده‌اند.
					*

**ب: متغیر وابسته****➤ ریسک سقوط قیمت سهام (Crash risk)**

متغیر وابسته پژوهش ریسک سقوط قیمت سهام است. براساس مطالعه هاتن و همکاران (۲۰۰۹) دوره سقوط در یک سال مالی معین، دوره‌های است که طی آن بازده ماهانه خاص شرکت ۳/۲ انحراف معیار کمتر از میانگین بازده ماهانه خاص آن باشد. اساس این تعریف بر این مفهوم آماری قرار دارد که با فرض نرمال بودن توزیع بازده ماهانه خاص شرکت، نوسانهایی که در فاصله میانگین به علاوه ۳/۲ انحراف معیار و میانگین منهای ۳/۲ انحراف معیار قرار میگیرند از جمله نوسان‌های عادی محسوب میشود و نوسان‌های خارج از این فاصله، جز موارد غیرعادی قلمداد می‌شود. با توجه با این که سقوط قیمت سهام یک نوسان غیرعادی است، عدد ۳/۲ به عنوان مرز بین نوسانات عادی و غیرعادی مطرح است. در این پژوهش، ریسک سقوط قیمت سهام، متغیری ساختگی است که اگر شرکت طی سال مالی حداقل یک دوره سقوط را تجربه کرده باشد، عدد یک و در غیر این صورت برابر با صفر خواهد بود.

بازده ماهانه خاص شرکت با استفاده از رابطه (۵) محاسبه می‌شود:

رابطه (۵)

$$RET_{F_{it}} = LN(1 + \omega_{it})$$

RET-F<sub>it</sub>: بازده ماهانه خاص شرکت در ماه t طی سال مالی است.

$\omega_{it}$  باقیمانده مدل (۵)

رابطه (۶)

$$RET - M_{it} = \delta_0 + \delta_1 RM_{it+2} + \delta_2 RM_{it+1} + \delta_3 RM_{it} + \delta_4 RM_{it-1} + \delta_5 RM_{it-2} + \omega_{it}$$

RET - Mit بازده سهام شرکت در ماه t طی سال مالی است. RM: بازده بازار در ماه t است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم

میشود (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱). در این مدل به این دلیل بازده چند ماه قبل و بعد استفاده شده است که نشان داده شود بازده یک سهم در یک دوره خاص چگونه تغییر میکند و روند بازده آن چگونه است (دیانتی و همکاران، ۱۳۹۱) پس از برآورد مدل (۶) و استفاده از باقیمانده آن در رابطه (۵) ریسک سقوط آتی قیمت سهام اندازه گیری می‌شود.

**ج) متغیر تعدیل کننده****➤ اجتناب مالیاتی (TA)**

الگوی مورد استفاده برای عملیاتی کردن اجتناب مالیاتی، الگوی معرفی شده توسط مهرانی و سیدی (۱۳۹۲) می‌باشد که به صورت ذیل تعریف گردیده است:

رابطه (۷)

نرخ واقعی مالیات - نرخ قانونی مالیات = اجتناب مالیاتی

نرخ واقعی مالیات شرکت از تقسیم هزینه مالیات بر عملکرد بر درآمد قبل از کسر مالیات به دست می‌آید. این نرخ نشان می‌دهد مالیات بر درآمد شرکت چند درصد درآمد قبل از کسر مالیات می‌باشد. با توجه به اینکه تمام درآمد‌های شرکت ممکن است مشمول مالیات نباشند، در نتیجه این نرخ تحت تاثیر فعالیت‌های اجتناب مالیاتی شرکت قرار می‌گیرد. برای محاسبه نرخ قانونی مالیات شرکت، با توجه به ماده ۶ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی که در سال ۱۳۸۸ تصویب و در سال ۱۳۸۹ دستورالعمل مربوطه تصویب و ابلاغ گردید، اقدام به تعیین نرخ مالیات می‌شود. نرخ مالیاتی شرکت‌ها چنانچه سهام شناور شرکت حداقل ۲۰ درصد بوده باشد، با نرخ ۲۰ درصد و در غیر این صورت با نرخ ۲۲/۵ درصد تعیین می‌گردد. در این خصوص، یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی شرکت‌ها مطالعه و بررسی می‌گردد تا با نرخ قانونی مالیات شرکت تطبیق یابد. اختلاف بین نرخ قانونی مالیات و نرخ واقعی مالیات مبین آن است که شرکت



چه میزان اجتناب مالیاتی داشته است (مهرانی و سیدی، ۱۳۹۲).

➤ **ROA**: سود خالص تقسیم بر مجموع دارایی ها

### نتایج تحقیق

در بخش نخست به بیان آمار توصیفی متغیرهای تحقیق پرداخته شده است. در جدول (۲) میانگین، میانه، کمترین، بیشترین و انحراف معیار کلیه متغیرها نمایش داده شده است:

### د) متغیرهای کنترلی

➤ **SIZE**: لگاریتم طبیعی دارایی ها

➤ **MTB**: ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

➤ **LEV**: مجموع بدهی ها به مجموع دارایی ها

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش (منبع یافته های پژوهش)

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
Crash risk	۹۹۰	۰,۵۴	۰,۴۷	۱	۰	۰,۶۱
Cons	۹۹۰					شرکت های فاقد محدودیت در تامین مالی ۶۰٪ شرکتهای دارای محدودیت در تامین مالی ۴۰٪
TA	۹۹۰	۰,۲۰	۰,۱۰	۲۵,۰	-۰,۲۲	۱۱,۰
lev	۹۹۰	۰,۶۴	۰,۶۱	۲,۶۵	۰,۰۹	۰,۲۳
Size	۹۹۰	۱۴,۱۰	۱۳,۸۶	۱۹,۱۴	۱۰,۱۶	۰,۰۴
ROA	۹۹۰	۰,۰۹	۰,۰۸	۰,۶۲	۱,۱۵-	۰,۱۴
MTB	۹۹۰	۲,۶۲	۲,۲۳	۸,۵۶	۰,۵۴	۱,۸۹

### نتایج آزمون فرضیات تحقیق

در این بخش فرضیه های پژوهش برای کل نمونه در هر سال با استفاده از مدل پانل دیتا و با استفاده از نرم افزار Eviews9 و در قالب مدل زیر، مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

**فرضیه اول:** بین محدودیت در تامین مالی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معنادار وجود دارد.

در جدول (۳)، مقدار آماره نسبت راستنمایی (LR) برابر با ۱۰۲,۲۷۷ بوده و مقدار احتمال آن ۰,۰۰۰ می باشد که حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۵٪ کلی مدل پژوهش معنادار است. نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می دهد، تقریباً

۰,۲۱ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای توضیحی مدل، توضیح داده می شوند. در این جدول، احتمال آماره Z مربوط به متغیر محدودیت در تامین مالی (Cons) کمتر از ۵ درصد می باشد. همچنین از آنجا که ضریب برآوردی مربوط به این متغیر عددی مثبت است، در نتیجه می توان گفت بین محدودیت در تامین مالی و متغیر وابسته (ریسک سقوط قیمت سهام) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. با این نتیجه فرضیه اول تحقیق تایید می شود.

**فرضیه دوم:** اجتناب مالیاتی بر رابطه محدودیت در تامین مالی و ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر دارد.

جدول (۳): نتایج تخمین مدل ۱ (منبع یافته های پژوهش)

$Crashrisk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cons_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر وابسته: ریسک سقوط قیمت سهام (Crashrisk) روش: رگرسیون لجیت					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره z	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	C	۳,۰۱۸	۱,۷۵۷	۱,۷۱۶	۰,۰۸۶
محدودیت در تامین مالی	Cons	۳,۴۸۰	۱,۳۱۸	۲,۶۳۹	۰,۰۰۸
اندازه شرکت	Size	-۶,۲۵۲	۰,۸۸۱	-۷,۰۹۲	۰,۰۰۰
اهرم مالی	lev	۰,۴۳۷	۰,۲۸۱	۱,۵۵۲	۰,۱۲۰
بازده دارایی ها	ROA	-۱۳,۸۵۲	۲,۷۱۸	-۵,۰۹۵	۰,۰۰۰
ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MTB	-۰,۲۲۴	۰,۱۰۷	-۲,۰۸۸	۰,۰۳۶
ضریب تعیین مک فادن			۲۱۳,۰		
آماره LR			۲۷۷,۱۰۲		
احتمال (آماره LR)			۰,۰۰۰		

جدول (۴): نتایج تخمین مدل ۲ (منبع یافته های پژوهش)

$Crashrisk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cons_{it} + \beta_2 TA_{it} + \beta_3 Cons_{it} \times TA_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره z	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	C	۵,۳۶۵	۱,۵۶۲	۳,۴۳۳	۰,۰۰۰
محدودیت در تامین مالی	Cons	۰,۳۵۸	۰,۰۹۶	۳,۷۰۷	۰,۰۰۰
اجتناب مالیاتی	TA	۲,۶۴۴	۱,۱۳۱	۲,۳۳۷	۰,۰۱۹
محدودیت در تامین مالی × اجتناب مالیاتی	Cons × TA	۰,۲۱۶	۰,۰۵۴	۳,۹۷۲	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	Size	-۰,۰۹۷	۰,۰۲۳	-۴,۰۸۲	۰,۰۰۰
اهرم مالی	lev	۲,۳۶۶	۱,۳۵۱	۱,۷۵۱	۰,۰۸۳
بازده دارایی ها	ROA	-۰,۰۷۱	۰,۰۲۶	-۲,۷۱۹	۰,۰۰۷
ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MTB	-۰,۰۱۱	۰,۰۳۱	-۰,۳۷۶	۰,۰۲۴
ضریب تعیین مک فادن			۰,۲۷۴		
آماره LR			۳۵,۶۲۲		
احتمال (آماره LR)			۰,۰۰۰		

متغیر وابسته به وسیله متغیرهای توضیحی مدل، توضیح داده می شوند.

در این جدول، احتمال آماره Z مربوط به متغیر محدودیت در تامین مالی × اجتناب مالیاتی (Cons × TA) کمتر از ۵ درصد می باشد. همچنین از آنجا که ضریب برآوردی مربوط به این متغیر عددی مثبت

در جدول (۴)، مقدار آماره نسبت راستنمایی (LR) برابر با ۳۵,۶۲۲ بوده و مقدار احتمال آن ۰,۰۰۰ می باشد که حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۵٪ کلی مدل پژوهش معنادار است. نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می دهد، تقریباً ۰,۲۷۴ تغییرات

انتظار این شرکت ها و بنابراین قیمت های سهام شان باهم پایین خواهد آمد.

از طرف دیگر، ادبیات مالی نشان می دهد که اجتناب مالیاتی، توسعه و گسترش رانت های مدیریتی و فعالیتهای نگهداری و منتشر نکردن اخبار منفی در بازه زمانی طولانی تر را برای مدیریت تسهیل میکند، یعنی مدیران از طریق رفتارهای فرصت طلبانه خود اجتناب های مالیاتی را توجیه می کنند. به گونه ای که زمانی که اخبار منفی مربوط به سازمان پنهان و انباشته شود. این احتمال که روزی این اخبار در بازار منتشر شود وجود داشته و می تواند منجر به افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام شود (کیم و همکاران، ۲۰۱۱).

از دیدگاه تئوری های سنتی اجتناب مالیاتی ابزاری برای انتقال ثروت از دولت به سهام داران تلقی می شود. علی رغم وجود این ادبیات، تئوری های موجود یکی از مهم ترین ویژگی های شرکت های مدرن امروز را در نظر نگرفته اند، و آن جدایی بین مالکیت و حق کنترل است. بر طبق تئوری نمایندگی جدید، اجتناب مالیاتی موجب تسهیل فرصت طلبی مدیران می شود و همین موضوع سبب می گردد، اجتناب مالیاتی هم چون مدیریت سود، احتمال ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش دهد. خصوصا زمانی که این اخبار به بازار سهام منتقل شود. بر طبق این تئوری، با جمع و مخفی شدن اخبار بد، احتمال قیمت گذاری بالای اوراق بهادار ایجاد شده، و این قیمت گذاری سبب حباب قیمتی، و در نهایت منجر به سقوط قیمت سهام میشود (کیم و همکاران، ۲۰۱۱).

از سوی دیگر وقتی شرکت با محدودیت در تامین مالی مواجه می شود، تامین مالی خارجی (برون سازمانی) سخت تر و نیز هزینه آن بیشتر می شود. در نتیجه شرکت باید متکی به تامین مالی داخلی برای نیازهای نقدینگی خود باشد. مدیران برای تامین نقدینگی مورد نیاز از درون شرکت خود، باید دست به اجتناب مالیاتی بزنند. وجه نقدی که به سبب اجتناب مالیاتی ذخیره شده، شرکت را در مقابله با ریسک

است، در نتیجه می توان بیان نمود اجتناب مالیاتی نیز در کنار محدودیت در تامین مالی می تواند نقش تشدید کننده ای در ریسک سقوط قیمت سهام داشته باشد با این نتیجه فرضیه دوم تحقیق تایید می شود.

### بحث و نتیجه گیری

در زمان حاضر محیطی که شرکت ها در آن فعالیت می کنند، محیط در حال رشد و رقابتی می باشد و شرکت ها نیز جهت پیشرفت و رشد نیاز به توسعه فعالیت های خود از طریق سرمایه گذاری جدید دارند. انجام پروژه های صنعتی نیازمند تامین منابع مالی و وجوه نقد مورد نیاز است و در این راستا شرکت ها ناگزیر به استفاده از مکانیزم های تامین مالی می باشند. بنابر این می توان گفت تامین مالی یکی از مهم ترین حوزه های تصمیم گیری مدیران شرکت ها در راستای رشد و توسعه شرکت ها است. از این رو رشد و ادامه فعالیت شرکت ها نیازمند منابع مالی است. عدم توانایی سرمایه گذاری در پروژه هایی نظیر تحقیق و توسعه سبب تضعیف جایگاه شرکت نزد سهامداران و بطور کلی مشارکت کنندگان بازار می شود که عواقب نامطلوبی نظیر ریزش قیمت سهام شرکت را بدنبال دارد. (هیتر و ویسواناتا، ۲۰۱۱)

واریانس قیمت سهام شرکت هایی که با محدودیت های مالی مواجهند، به طور منطقی می تواند در بازده سهام آن ها منعکس شود. اگر محدودیت های مالی، به عنوان یک علامت مشخصه ارزش یک شرکت باشد، آن وقت تغییرات در شدت آنها، باید در بازده های سهامشان و در نهایت قیمت سهامشان منعکس گردد. به هر حال، اگر شرکت های دارای محدودیت مالی در معرض شوک قرار گیرند، آنگاه واریانس در بازده های سهام شرکت ها با سطوح مشابه محدودیت های مالی وجود خواهد داشت. به عنوان مثال، اگر "شرایط اعتباری" به نحوی باشد که بعضی شرکت ها در تامین وجوه برای سرمایه گذاری دچار مشکل شوند، آنگاه جریان وجوه نقد آتی مورد

عدم تقارن اطلاعاتی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۲۴، شماره ۱، صص ۴۰-۱۹.

\* حمیدیان، محسن؛ اسدی مشیزی، محمدحسین. (۱۳۹۵). چرخه عمر و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش درماندگی مالی و عملکرد مالی، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، سال ۷، شماره ۱۳، صص ۱۳-۲۸

\* خانی، عبدالله؛ ایمانی، کریم و مهنام ملایبی (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین تخصص حسابرس در صنعت و اجتناب مالیاتی شرکتهای پذیرفته شده در بور اوراق بهادار تهران. دانش حسابرسی. سال ۱۳. شماره ۵۱

\* ضیایی بیگدلی، محمدتقی و فرهاد طهماسبی بلادجی (۱۳۸۳) مالیات بر ارزش افزوده مالیاتی مدرن. ناشر: پژوهشکده امور اقتصادی. تهران

\* علیزاده، امیرخادم؛ حنجری، سارا؛ امینی، محمدعلی؛ رسایان، امیر. (۱۳۹۴). نقدشوندگی سهام و اجتناب مالیاتی با در نظر گرفتن اهمیت حاکمیت شرکتی و محدودیتهای مالی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال ۲۲، شماره ۴، صص ۴۶۱-۴۷۸

\* فروغی، داریوش؛ قاسم زاده، پیمان؛ (۱۳۹۴). "تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام"، دانش حسابداری مالی، سال ۱، دوره ۲، شماره ۲، صص ۵۵-۷۱

\* فروغی، داریوش؛ میرزایی، منوچهر. (۱۳۹۱). تأثیر محافظه کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، سال ۴، شماره ۲، صص ۷۷-۱۱۷

\* مهرانی، ساسان؛ سیدی، سیدجلال. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر مالیات بر درآمد و حسابداری محافظه کارانه بر اجتناب مالیاتی شرکتهای، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال ۳، شماره ۱۰، صص ۱۳-۴۴

محدودیت در تامین مالی مصون کرده و نهایتاً موجب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام خواهد شد. بدین ترتیب انتظار بر این است که رابطه محدودیت در تامین مالی و ریسک سقوط قیمت سهام برای شرکت هایی که دست به اجتناب مالیاتی می زنند ضعیف تر باشد. نتایج این پژوهش با یافته های هی و رن<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) و کیم و همکاران (۲۰۱۱) سازگار است.

### پیشنهادهای مبتنی بر نتایج تحقیق

- با توجه به یافته های پژوهش به سهامداران، سرمایه گذاران، اعتباردهندگان، تحلیلگران مالی و کارگزاران پیشنهاد می شود در زمان سرمایه گذاری به رابطه مثبت محدودیت در تامین مالی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت ها توجه نمایند.
- به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود اطلاعات لازم در زمینه محدودیت های تامین مالی شرکت ها را جهت بهره برداری بهتر استفاده کنندگان صورتهای مالی افشا نمایند.
- به مدیران و مسئولان مالی شرکت ها توصیه می شود بر پیامدهای منفی محدودیت های تامین مالی توجه بیشتری نمایند و جهت رفع آن اقدامات لازم را مبذول دارند.
- به سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان متولی بازار سرمایه توصیه می شود که در تدوین و تصویب آیین نامه هایی در راستای حمایت از سرمایه گذاران قبل و بعد از سقوط قیمت سهام، موجب تشویق آنها به سرمایه گذاری در بورس و نیز رونق بازار بورس شود.

### فهرست منابع

\* بادآور نهندی، یونس؛ تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۶). تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر

- \* Biddle, G, Ma, M, & Song, F, (2013). Accounting conservatism and bankruptcy risk, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1621272>
- \* Callen, J. L. and X. Fang. (2011). Institutional Investors and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?. Vol 5 Issue: 3, pp.125-143
- \* Hutton, A,P, Marcus, A, J, & Tehranian, H, (2009), Opaque financial reports, R2, and crash risk, Journal of Financial Economics, 94(1), PP. 67-86.
- \* Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. Journal of Financial Economics, 100(3), PP 639-66.
- \* Kim, J.-B. & Zhang, L. (2015). Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence. Contemporary Accounting Research, 33(1), PP. 412-441.
- \* Kim, J.B. & Zhang, L. (2016). CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk, Contemporary Accounting Research, 33(4), PP. 1720-1749.
- \* Kim, J.B., Luo, L. & Xei, H. (2016). Dividend Payments and Stock Price Crash Risk, available in: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

#### یادداشت‌ها

---

<sup>1</sup> He and Ren