



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۲ / شماره ۳ (پیاپی ۴۷) / پائیز ۱۴۰۲
صفحه ۵۰۵ تا ۵۲۰

تبیین تأثیر مخاطره نکول بر مخاطره ریزش قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران

عباس شامی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران
shami_ac@yahoo.com

یوسف تقی پوریان

استادیار گروه حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران (نویسنده مسئول)
ytaghipouryan@gmail.com

مهدی مران جوری

استادیار گروه حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران
Mr.maranjory@gmail.com

رضا فلاح

استادیار گروه حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران
rezafallah@iauc.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۹/۰۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۰/۱۴

چکیده

هدف اصلی پژوهش بررسی تأثیر مخاطره نکول بر مخاطره ریزش قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای هدف اصلی پژوهش اطلاعات از صورتهای مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۹ گردآوری گردید. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندگانه با داده‌های تابلویی استفاده گردید. نتایج حاصله بیان گر تأثیر معنی داری معیارهای چهارگانه مخاطره نکول بر معیار چولگی منفی بازده سهام مخاطره ریزش قیمت سهام است.

واژه‌های کلیدی: چولگی منفی بازده سهام، مخاطره نکول، مخاطره ریزش قیمت سهام.

۱- مقدمه

ادبیات مالی، ریسک سقوط را در ارتباط با چولگی منفی در توزیع بازده‌های سهام تعریف می‌کند (چن و همکاران، ۲۰۰۱؛ کیم و همکاران، ۲۰۱۴؛ کالن و فانگ، ۲۰۱۵ الف). تعدادی معیار برای رویکرد اندازه‌گیری چولگی در ادبیات ریسک سقوط استفاده شده است و قسمت عمده ادبیات این برآوردها را به متغیرهای توضیحی گوناگون جهت شناسایی ریسک سقوط قیمت سهام مرتبط می‌کند. ریسک سقوط گشتاورهای بالاتر توزیع بازده سهام - یعنی بازده‌های منفی بیش از اندازه (کیم و همکاران، ۲۰۱۴؛ کالن و فانگ، ۲۰۱۵ الف) - را به دست آورده و استدلالات مهمی را برای تئوری‌های پرتفوی و مدل‌های دارایی و قیمت‌گذاری اختیار معامله دارد (کیم و ژانگ، ۲۰۱۵). سرمایه‌گذاران بازده‌های بالاتر سهام را با چولگی منفی انتظار دارند که بیان می‌کند چولگی، عامل ریسک قیمت‌گذاری شده‌ای است (هاروی و سیدیکو، ۲۰۰۰؛ کانراد و همکاران، ۲۰۱۳). در سال‌های اخیر، آشوب در بازار سرمایه اهمیت ریسک سقوط را به سرمایه‌گذاران نشان داده است. سرمایه‌گذاران خرد تمایل دارند سرمایه‌گذاری‌ها را در تعداد کمی از شرکت‌ها متمرکز کنند (باربر و اودیئن، ۲۰۱۳) و به تبع این تصمیم سقوط قیمت سهام شرکت‌های موجود در پرتفوی‌های شان می‌تواند برای ثروت شخصی‌شان بسیار زیان‌بار باشد. بنابراین درک این‌که چه چیزی بر ادراک ریسک سقوط سرمایه‌گذاران مؤثر است، پتانسیل این را دارد که سهم به‌سزایی در حفاظت از ارزش سهام‌داران داشته باشد.

قسمت عمده مطالعات تجربی اخیر درباره علل تعیین‌کننده ریسک سقوط از چارچوب تئوری نمایندگی جین و میرز (۲۰۰۶) تبعیت می‌کند. آن‌ها استدلال می‌کنند وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین ذی‌نفعان درون‌سازمانی و ذی‌نفعان برون‌سازمانی می‌تواند در ریسک سقوط مؤثر باشد. اطلاعات نامتقارن به مدیران امکان مخفی کردن اخبار بد را به مدت طولانی جهت به حداکثر رساندن پاداش، حفظ موقعیت شغلی و به حداقل رساندن دعوای ناشی از افشای اخبار بد فراهم می‌سازند (کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹). زمانی که اخبار بد انباشته بلافاصله در بازار افشا شوند، قیمت سهام افت کرده و در نتیجه سقوط روی می‌دهد. علی‌رغم افزایش تحقیقات ریسک سقوط طی ۷ الی ۸ سال گذشته، تحقیقات بسیار کمی درباره پیامدهای ریسک سقوط وجود دارد. اعتقاد بر این است که تحقیقات تجربی درباره این موضوع مهم می‌توانند سهم به‌سزایی در ادبیات در افزایش درک‌مان از بعضی از آن پاسخ‌ها و موفقیت نهایی شان داشته باشند (حاجیها و چناری، ۱۳۹۷).

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

هدف اصلی سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری کسب سود است؛ بنابراین احتمال خطر سقوط قیمت سهام بر تصمیم‌گیری‌های آن‌ها تأثیر به‌سزایی دارد. چن و همکاران (۲۰۰۱) معتقدند که نشانه‌های سقوط قیمت سهام از یک سال قبل از وقوع این پدیده شکل می‌گیرد. وجود چولگی منفی در بازده سهام یکی از آن نشانه‌ها است؛ پس شرکت‌هایی که در سال گذشته چولگی منفی بازده سهام را تجربه کرده‌اند، با احتمال بیشتری در سال آینده با پدیده سقوط قیمت سهام مواجه خواهند شد. با توجه به اهمیتی که خطر سقوط سهام دارد بررسی تأثیر ریسک نکول (ورشکستگی) بر خطر سقوط سهام (هی و ران، ۲۰۱۷) از اهمیت قابل ملاحظه‌ای برخوردار است. ریسک

نکول (ورشکستگی) در حالت کلی محدودیتی برای تأمین وجوه برای سرمایه گذاری های مطلوب است. عدم توانایی در تأمین وجوه برای سرمایه گذاری ممکن است ناشی از شرایط بد اعتباری و عدم توانایی در گرفتن وام و یا عدم توانایی در انتشار سهام جدید باشد که همچنین شرایطی منجر به افزایش هزینه تأمین منابع مالی است (فرهمند و همکاران، ۱۳۹۴). بنابراین مدیریت برای کاهش هزینه های تأمین مالی و عواقب آن به پنهان کردن اخبار بد مبادرت می کنند. میزان اطلاعات منفی که مدیران می توانند انباشت و پنهان کنند در شرکت های مختلف متفاوت است؛ علاوه بر این، توانایی ها و فرصت های مدیران برای انباشت و افشا نکردن اخبار منفی به هزینه ها و منافع آن بستگی دارد. برای مثال در شرایطی که هیچگونه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران وجود ندارد، مدیران انگیزه ای برای افشای نامتقارن اطلاعات ندارند، چرا که در چنین شرایطی هزینه های نگهداری و افشا نکردن اخبار منفی بیش از منافع آن خواهد بود؛ اما در شرایطی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بالاست، هزینه های افشا نکردن اخبار منفی و انباشت آن ها در داخل شرکت، کمتر از منافع آن خواهد بود. بنابراین مدیران انگیزه پیدا می کنند تا اخبار منفی را که داخل شرکت انباشت کرده است، افشا نکنند (کاساری و همکاران، ۲۰۰۹). از آن جا که احتمال دارد شرکت با نگهداشتن بخشی از اخبار بد صدمه ببیند، رخداد سقوط قیمت سهام نشان می دهد که انباشت خبرهای بد، آستانه ای دارد که مدیران نمی توانند اطلاعات بد را بیشتر از آن نگهداری کنند. بر طبق دیدگاه جین و مایرز (۲۰۰۶) مدیران تمایل دارند بعضی از هزینه های پنهان کردن عملکرد شرکت های درمانده را تقبل کنند تا موقعیت شغلی خودشان را نجات دهند. اگرچه نگهداشتن اخبار بد مانع می شود که مدیران کارشان را از دست ندهند اما ورود یک باره اخبار بد باعث سقوط قیمت سهام می شود. حداکثر میزانی که مدیران می توانند اخبار بد را انباشت کنند، در شرایط پیش بینی نشده با محیط های متغیر شرکت تفاوت دارد و این مشکل را برای مدیران به وجود می آورد که نتواند آستانه نگهداشتن اخبار بد را پیش بینی کنند و از سقوط قیمت سهام جلوگیری کنند (هی، ۲۰۱۵). آن چیزی که باعث می شود تا مدیران پروژه های زیان ده را نگهداشته و اخبار منفی را انباشت کنند، تضاد منافع و انگیزه های شخصی شان است (بلک و لئو، ۲۰۰۷). با توجه به این که انگیزه های مدیریتی باعث نگهداشتن اخبار بد می شود، هر چه انگیزه ها برای پنهان کردن اخبار نامساعد بیشتر باشد احتمال خطر سقوط سهام بیشتر است. با توجه به مبانی نظری مطرح شده فرضیه های پژوهش به شرح زیر است:

فرضیه اول: معیار آلتمن مخاطره نکول بر چولگی منفی بازده سهام تأثیر معنی داری دارد.

فرضیه دوم: معیار اسپرین گیت مخاطره نکول بر چولگی منفی بازده سهام تأثیر معنی داری دارد.

فرضیه سوم: معیار فالمر مخاطره نکول بر چولگی منفی بازده سهام تأثیر معنی داری دارد.

فرضیه چهارم: معیار زیمسکی مخاطره نکول بر چولگی منفی بازده سهام تأثیر معنی داری دارد.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی و از نظر هدف کاربردی می باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلال های قیاسی - استقرایی صورت می پذیرد، بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه ای،

مجلات و سایر سایت‌های معتبر در قالب قیاسی، و گردآوری داده‌ها برای تأیید و رد فرضیه‌ها از راه استقرایی صورت می‌پذیرد.

به‌دلیل نوع داده‌های مورد مطالعه، مقایسه هم‌زمان داده‌های مقطعی و طولی از روش الگوهای داده‌های ترکیبی (پانل دیتا) برای برآورد ضرایب و آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. ابتدا برای تعیین روش به‌کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها از آزمون چاو استفاده شده است. فرضیه‌های آماری این آزمون به شرح زیر است:

$H_0 = \text{Pooled Data}$

$H_1 = \text{Panel Data}$

در این آزمون فرض صفر مبنی بر همگن بودن داده‌هاست و در صورت تأیید، می‌بایست کلیه داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرد و به‌وسیله یک رگرسیون کلاسیک تخمین پارامترها را انجام داد، در غیر این‌صورت داده‌ها را به‌صورت داده‌های پانلی در نظر گرفت. در صورتی‌که نتایج این آزمون مبنی بر به‌کارگیری داده‌ها به‌صورت داده‌های پانلی شود، می‌بایست برای تخمین مدل پژوهش از یکی از مدل‌های اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده شود. برای انتخاب یکی از دو مدل باید آزمون هاسمن اجرا شود. فرض صفر آزمون هاسمن مبنی بر مناسب بودن مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل‌های رگرسیونی داده‌های تابلویی است.

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش در برگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۹ تا سال ۱۳۹۹ در نظر گرفته شده است. همچنین در این پژوهش نمونه‌ای از شرکت‌ها براساس معیارهای زیر از جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است:

(الف) با توجه به دوره زمانی دسترسی به اطلاعات (۱۳۹۹-۱۳۹۴)، شرکت قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد و نام آن تا پایان سال ۱۳۹۹ از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشد؛
(ب) به‌منظور افزایش توان هم‌سنجی و هم‌سان‌سازی شرایط شرکت‌های انتخابی، سال مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفند ماه هر سال منتهی شود؛

(پ) به‌دلیل شفاف نبودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تأمین مالی شرکت‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و ...)، این شرکت‌ها از نمونه حذف شده‌اند؛

(ت) شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای محاسبه متغیرهای اولیه صورت‌های مالی ناقص بوده‌اند از نمونه حذف شده‌اند.

متغیرهای پژوهش

در این پژوهش متغیر وابسته مخاطره ریزش قیمت سهام است. برای اندازه‌گیری این متغیر از چهار معیار چولگی منفی بازده سهام، سیگمای حداکثری، نوسان پایین به بالا و دوره سقوط قیمت سهام استفاده می‌شود. برای اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام، ابتدا با استفاده از رابطه (۱) بازده ماهانه خاص شرکت محاسبه می‌شود:

$$W_{j,\theta} = Ln(1 + \varepsilon_{j,\theta}) \quad \text{رابطه (۱)}$$

در رابطه فوق داریم:

$$W_{j,\theta}: \text{بازده ماهانه خاص شرکت ز در ماه } \theta$$

$$\varepsilon_{j,\theta}: \text{بازده باقی‌مانده سهام شرکت ز در ماه } \theta \text{ و عبارت است از باقی‌مانده یا پسماند مدل در رابطه (۲)}$$

رابطه (۲)

$$r_{jt} = \alpha_j + \beta_1 j r_{m,t-2} + \beta_2 j r_{m,t-1} + \beta_3 j r_{m,t} + \beta_4 j r_{m,t+1} + \beta_5 j r_{m,t+2} + \varepsilon_{jt}$$

در رابطه فوق داریم:

$$r_{jt}: \text{بازده سهام شرکت ز در ماه } \theta \text{ طی سال مالی}$$

$r_{m,\theta}$: 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.

سپس با استفاده از بازده ماهانه خاص شرکت، چولگی منفی بازده سهام و سقوط به شیوه‌های زیر محاسبه می‌شود: الف- چولگی منفی بازده سهام: چن و همکاران (۲۰۰۱) معتقدند که نشانه‌های ریزش قیمت سهام از یک سال قبل از وقوع این پدیده شکل می‌گیرد و یکی از این نشانه‌ها وجود چولگی منفی در بازده سهام شرکت است. بنابراین شرکت‌هایی که در سال گذشته چولگی منفی بازده سهام را تجربه کرده‌اند، با احتمال بیشتری در سال آینده با پدیده ریزش قیمت سهام مواجه خواهند بود. هانگ و استین (۲۰۰۳) نیز بیان کردند که چولگی منفی بازده سهام یک راه جایگزین برای اندازه‌گیری عدم تقارن در توزیع بازده است. برای محاسبه چولگی منفی بازده سهام از رابطه (۳) استفاده می‌شود:

$$NCSKEW_{j,t} = - \frac{\frac{3}{[n(n-1)^2 \sum W_{j,t}^3]}}{[(n-1)(n-2) (\sum w_{j,t}^2 \frac{3}{2})]} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در رابطه فوق:

$$NCSKEW_{jt}: \text{چولگی منفی بازده ماهانه سهام شرکت ز طی سال مالی } t$$

$$W_{j,\theta}: \text{بازده ماهانه خاص شرکت ز در ماه } \theta$$

N : تعداد ماه‌هایی که بازده آن‌ها محاسبه شده است.

در این پژوهش معیارهای ریسک نکول متغیر مستقل است. معیارهای فوق به شرح زیر هستند:

معیار نخست: آلتمن

طبق تعریف این ریسک، به واحدهای تجاری که عملیات خود را به علت واگذاری یا ورشکستگی یا توقف انجام عملیات تجاری یا زیان توسط بستانکاران متوقف نمایند، گفته می‌شود. در این پژوهش برای اندازه‌گیری سلامت مالی از مدل تعدیل شده آلتمن (۱۹۸۳) به شرح زیر استفاده شد:

$$Z' = 0.717 X_1 + 0.847 X_2 + 3.107 X_3 + 0.420 X_4 + 0.998 X_5$$

Z': شاخص کل ورشکستگی؛ X₁: نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها؛ X₂: نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها؛ X₃: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها؛ X₄: نسبت ارزش دفتری سهام شرکت به ارزش دفتری کل بدهی‌ها؛ X₅: نسبت فروش به کل دارایی‌ها.

اگر شاخص کل محاسبه شده کمتر از ۱/۹ باشد شرکت‌ها با بحران مالی روبرو هستند، و زمانی که بیشتر از ۱/۹ باشد، پدیده بحران مالی آن‌ها را تهدید نمی‌کند. با توجه به این که مدل تعدیل شده آلتمن در اکثر پژوهش‌ها پذیرفته شده است و با استناد به این که ضرایب مدل آلتمن در پژوهش‌های مشابهی مانند نمازی و قدیریان آرانی (۱۳۹۳)؛ نوری‌فرد و چناری (۱۳۹۵) به کار گرفته شده، در این پژوهش نیز از ضرایب همان مدل استفاده شد. برای عملیاتی کردن متغیر فوق برای شرکت‌های با محدودیت مالی عدد ۱ و برای سایر شرکت‌ها عدد صفر داده شد.

معیار دوم: اسپرین گیت

فکر اولیه این مدل برای نخستین بار در دانشگاه سیمون فریزر توسط گوردون ال وی اسپرین گیت مطرح شد. وی همانند آلتمن از تحلیل تشخیصی چندگانه برای انتخاب بهترین نسبت‌ها در راستای تشخیص شرکت‌های سالم و ورشکسته استفاده کرد.

$$Z = 1.3 X_1 + 3.07 X_2 + 0.66 X_3 + 0.4 X_4$$

Z: شاخص کل ورشکستگی؛ X₁: نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها؛ X₂: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها؛ X₃: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به بدهی جاری؛ X₄: نسبت کل فروش به کل دارایی. طبق مدل فوق، اگر مقدار محاسبه شده کم‌تر از ۰/۸۶۲ باشد، شرکت با بحران مالی مواجه و ورشکسته طبقه‌بندی خواهد شد. برای عملیاتی کردن متغیر فوق برای شرکت‌های با محدودیت مالی عدد ۱ و برای سایر شرکت‌ها عدد صفر داده شد.

معیار سوم: فالمر

یکی دیگر از اشخاصی که در مورد پیش‌بینی ورشکستگی با استفاده از نسبت‌های مالی تحقیق انجام داد، فالمر (۱۹۸۴) بود. وی در سال ۱۹۸۴ با استفاده از تجزیه و تحلیل چند متغیره، مدل فوق را ارائه کرد. طبق محاسبات صورت گرفته است.

$$Z = 5.52 X_1 + 0.212 X_2 + 0.073 X_3 + 1.27 X_4 - 0.12 X_5 + 2.335 X_6 + 5.575 X_7 + 1.082 X_8 + 0.894 X_9 - 6.075$$

Z: شاخص کل ورشکستگی؛ X_1 : نسبت سود انباشته به کل دارایی؛ X_2 : نسبت فروش به کل دارایی‌ها؛ X_3 : نسبت سود قبل از بهره و مالیات به حقوق صاحبان سهام؛ X_4 : نسبت جریان های نقدی به کل بدهی؛ X_5 : نسبت کل بدهی به کل دارایی؛ X_6 : نسبت بدهی جاری به کل دارایی؛ X_7 : لگاریتم کل دارایی‌های مشهود؛ X_8 : نسبت سرمایه در گردش به کل بدهی؛ X_9 : نسبت لگاریتم سود قبل از بهره و مالیات به بهره. اگر مقدار محاسبه شده برای واحد انتفاعی کم‌تر از صفر باشد، شرکت با بحران مالی مواجه و در گروه ورشکسته طبقه‌بندی می‌شود. برای عملیاتی کردن متغیر فوق برای شرکت‌های با محدودیت مالی عدد ۱ و برای سایر شرکت‌ها عدد صفر داده شد.

معیار چهارم: زیمسکی

زیمسکی نسبت‌های مالی که نقدینگی، عملکرد و اهرم های مالی شرکت را اندازه گیری می‌کنند برای ایجاد مدل مورد استفاده قرار داد. زیمسکی از تجزیه و تحلیل پروبیت برای ایجاد مدل استفاده کرد.

$$Z = -4.3 - 4.5 X_1 + 5.7 X_2 + 0.004 X_3$$

Z: شاخص کل ورشکستگی؛ X_1 : نسبت سود خالص به کل دارایی؛ X_2 : نسبت کل بدهی به کل دارایی؛ X_3 : نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری. اگر مقدار محاسبه شده برای واحد انتفاعی کم‌تر از صفر باشد، شرکت با بحران مالی مواجه و در گروه ورشکسته طبقه‌بندی می‌شود. برای عملیاتی کردن متغیر فوق برای شرکت‌های با محدودیت مالی عدد ۱ و برای سایر شرکت‌ها عدد صفر داده شد. متغیرهای کنترلی پژوهش به شرح زیر هستند:

- اندازه شرکت

اندازه شرکت عمدتاً معرف وضعیت شرکت از نظر سودآوری، حجم فعالیت و ارزش شرکت است و از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

رابطه (۴) (ارزش دفتری کل دارایی‌ها) = LN = اندازه شرکت

- اهرم مالی

نماینده ریسک مالی شرکت است و از طریق نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

رابطه (۵) کل دارایی‌ها / کل بدهی‌ها = اهرم مالی

- رشد فروش

بیان‌گر وضعیت سودآوری شرکت است و از نسبت تفاضل مبلغ فروش امسال و مبلغ فروش سال قبل بر مبلغ فروش سال قبل حاصل می‌شود.

رابطه (۶) $\text{فروش سال قبل} / (\text{فروش سال قبل} - \text{فروش امسال}) = \text{رشد فروش}$

- نرخ بازده دارایی

بیان‌گر عملکرد شرکت است و از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

رابطه (۷) $\text{کل دارایی‌ها} / \text{سود خالص} = \text{نرخ بازده دارایی‌ها}$

آمار توصیفی

توصیف آماری متغیرهای پژوهش به شرح زیر هستند:

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی
چولگی منفی بازده سهام	۰/۱۶۹۴۷۸	۰/۱۶۷۸۷۴	۳/۰۹۹۴۳۳	-۲/۳۴۸۲۵۹	۰/۶۷۵۹۸۸	۰/۰۳۴۲۶۴
اندازه شرکت	۱۴/۳۹۵۱۰	۱۴/۱۷۰۰۳	۲۰/۷۶۸۶۹	۱۰/۰۳۱۲۲	۱/۶۶۳۹۵۶	۰/۷۶۸۳۳۸
اهرم مالی	۰/۵۷۶۳۲۰	۰/۵۸۰۳۴۷	۲/۰۷۷۵۰۶	۰/۰۳۱۴۳۱	۰/۲۱۲۱۳۱	۰/۵۰۱۷۱۶
نرخ بازده دارایی	۰/۱۸۰۰۰۰	۰/۱۲۵۱۶۳	۱/۹۷۴۶۳۲	-۰/۶۰۵۴۴۹	۰/۲۳۶۲۰۵	۲/۰۴۲۰۳۶
رشد فروش	۰/۱۶۱۶۷۷	۰/۰۵۴۵۴۳	۱/۰۰۰۰	۴/۰۷E-۰۵	۰/۲۵۵۴۷۶	۲/۲۱۳۳۱۴
فراوانی مشاهدات معیار آلتمن: ۸۰۴ مشاهده فراوانی مشاهدات معیار اسپرین گیت: ۵۱۶ مشاهده فراوانی مشاهدات معیار فالمر: ۱۰۱۴ مشاهده فراوانی مشاهدات معیار زیمسکی: ۱۵۵۸ مشاهده						

آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

آزمون مانایی عمدتاً به منظور جلوگیری از رگرسیون‌های کاذب انجام می‌گیرد. برای جلوگیری از رگرسیون کاذب بایستی متغیرها مانا باشند. در غیر این صورت بایستی از تفاضل متغیرها که معمولاً مانا هستند، استفاده نمود. مانایی یا نامانایی یک سری زمانی می‌تواند تأثیر جدی بر رفتار و خواص آن داشته باشد. اگر متغیرهای مورد استفاده در برآورد مدل، نامانا باشند در عین حالی که ممکن است هیچ رابطه منطقی بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود نداشته باشد؛ ضریب تعیین به دست آمده آن می‌تواند بسیار بالا باشد و باعث شود تا محقق استنباط-های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام دهد بنابراین استفاده از داده‌های نامانا می‌تواند منجر به رگرسیون‌های کاذب شود. در این آزمون، فرض صفر مبنی بر وجود ریشه واحد و فرض مقابل مانا بودن حداقل یک عضو پانل می‌باشد.

H_0 : ریشه واحد وجود دارد و متغیر مورد نظر نامانا است.

H_1 : ریشه واحد وجود ندارد و متغیر مورد نظر مانا است.

آزمون مانایی بر اساس آزمون ریشه واحد برای متغیرهای پژوهش در جدول ۲ ارائه گردیده است:

جدول ۲. آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

سطح معناداری	آماره تی	نام متغیر	نام آزمون
۰/۰۰۰۰	-۴۲/۶۷۵۲۷	چولگی منفی بازده سهام	آزمون ریشه واحد
۰/۰۰۰۰	-۲۳/۱۶۷۱۱	معیار آلتمن	
۰/۰۰۰۰	-۲۴/۹۴۸۱۹	معیار اسپرین گیت	
۰/۰۰۰۰	-۱۷/۲۷۵۹۶	معیار فالمر	
۰/۰۰۰۰	-۲۲/۳۰۸۴۲	معیار زیمسکی	
۰/۰۰۰۰	-۱۷/۰۹۷۴۵	ارتباطات سیاسی	
۰/۰۰۰۰	-۱۸/۵۴۴۷۰	استراتژی تجاری	
۰/۰۰۰۰	-۸/۴۷۷۶۷۸	اندازه شرکت	
۰/۰۰۰۰	-۱۷/۱۴۰۷۰	اهرم مالی	
۰/۰۰۰۰	-۶/۸۳۸۲۰۲	نرخ بازده دارایی	
۰/۰۰۰۰	-۶/۵۸۶۹۳۳	رشد فروش	

مطابق یافته حاصل از آزمون پایایی، به دلیل این که سطح معنی داری کمتر از ۵٪ است، می توان گفت این متغیرها طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده است. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس (پراکندگی) متغیرهای پژوهش در طول زمان ثابت بوده است.

آزمون فرضیه اول پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش به شرح زیر است:

جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش

سطح معناداری	آماره تی	انحراف استاندارد	ضرایب	نام متغیر
۰/۰۰۸۳	۲/۶۴۸۱۸۵	۰/۰۰۱۳۸۰	۰/۰۰۳۶۵۳	معیار آلتمن مخاطره در ماندگی مالی
۰/۰۱۸۷	۲/۳۵۳۳۰۵	۰/۰۱۰۱۰۸	۰/۰۲۳۷۸۷	اندازه شرکت
۰/۱۹۳۱	۱/۳۲۰۱۳۴	۰/۰۹۴۷۱۳	۰/۱۲۵۰۳۴	اهرم مالی
۰/۸۱۶۹	-۰/۲۳۱۵۲۵	۰/۰۸۹۹۵۷	-۰/۰۲۰۸۲۷	نرخ بازده دارایی
۰/۷۱۸۴	-۰/۳۶۰۵۹۳	۰/۰۶۳۷۰۲	-۰/۰۲۲۹۷۰	رشد فروش
۰/۱۲۲۲	-۱/۵۴۶۲۰۴	۰/۱۴۶۳۵۱	-۰/۲۲۶۲۸۹	مقدار ثابت

سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که ۱۰/۴۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته فرضیه اول پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون محاسبه شده (۱/۹۹۸) که بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره تی برای متغیر معیار آلتمن، اسپرین گیت، فالمر و زیمسکی مخاطره در ماندگی مالی از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است، بنابراین وجود تأثیرگذاری معنادار بین متغیر فوق و معیار چولگی منفی بازده سهام تأیید می‌شود. تأثیرگذاری معناداری متغیر کنترلی اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری محاسبه شده و این که از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است به لحاظ آماری تأیید می‌شود.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر است:

جدول ۴. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش

نام متغیر	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح معناداری
معیار اسپرین گیت مخاطره در ماندگی مالی	۰/۰۵۰۳۴۳	۰/۰۱۲۰۸۰	۴/۱۶۷۴۲۳	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۲۲۰۹۹	۰/۰۱۰۱۲۰	۲/۱۸۳۷۲۶	۰/۰۲۹۱
اهرم مالی	۰/۰۷۹۹۷۰	۰/۰۹۳۰۲۳	۰/۸۵۹۶۷۶	۰/۳۹۰۱
نرخ بازده دارایی	۰/۰۴۹۴۷۶	۰/۰۸۹۱۶۶	۰/۵۵۴۸۶۹	۰/۵۷۹۱
رشد فروش	-۰/۰۲۴۰۸۵	۰/۰۶۳۶۵۲	-۰/۳۷۸۳۹۱	۰/۷۰۵۲
مقدار ثابت	-۰/۲۱۸۹۸۷	۰/۱۴۶۳۲۹	-۱/۴۹۶۵۳۹	۰/۱۳۴۷
ضریب تعیین: ۰/۱۰۵۸۰۹	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۱۰۳۰۹۴	آماره اف: ۱/۹۹۸۷۲۷ (۰/۰۵۸۱۹۷)	آماره اف لیمر: ۱/۱۳۴۹۳۹ (۰/۱۲۵۱)	آماره دوربین واتسون: ۱/۹۹۸۷۲۷

سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که ۱۰/۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته فرضیه اول پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون محاسبه شده (۱/۹۹۹) که بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول ۴

مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره تی برای متغیر معیار اسپرین گیت مخاطره درماندگی مالی از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است، بنابراین وجود تأثیرگذاری معنادار بین متغیر فوق و معیار چولگی منفی بازده سهام تأیید می‌شود. تأثیرگذاری معناداری متغیر کنترلی اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری محاسبه شده و این که از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است به لحاظ آماری تأیید می‌شود.

آزمون فرضیه سوم پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر است:

جدول ۵. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش

نام متغیر	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح معناداری
معیار فالمر مخاطره درماندگی مالی	۰/۰۹۹۶۰۳	۰/۰۲۴۵۹۳	۴/۰۴۹۹۹۹	۰/۰۰۰۱
اندازه شرکت	۰/۰۲۵۸۷۳	۰/۰۱۰۴۲۲	۲/۴۸۲۵۳۴	۰/۰۱۳۱
اهرم مالی	۰/۰۸۳۹۱۳	۰/۰۹۵۲۸۵	۰/۸۸۰۶۵۴	۰/۳۷۸۶
نرخ بازده دارایی	۰/۰۳۴۲۷۱	۰/۰۹۱۸۵۰	۰/۳۷۳۱۲۰	۰/۷۰۹۱
رشد فروش	-۰/۰۲۱۹۸۳	۰/۰۶۳۷۱۱	-۰/۳۴۵۰۳۶	۰/۷۳۰۱
مقدار ثابت	-۰/۲۷۵۹۳۷	۰/۱۵۵۴۳۸	-۱/۷۷۵۲۱۷	۰/۰۷۶۰
ضریب تعیین: ۰/۱۰۴۷۴۸	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۱۰۲۰۳۱	آماره اف: ۱/۷۴۷۱۵۷ (۰/۱۲۰۶۷۳)	آماره اف لیمر: ۱/۱۴۳۴۳۱ (۰/۱۱۱۸)	آماره دوربین واتسون: ۱/۹۹۷۷۷۱

سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که ۱۰/۴۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته فرضیه اول پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون محاسبه شده (۱/۹۹۷) که بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول ۵ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره تی برای متغیر معیار فالمر مخاطره درماندگی مالی از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است، بنابراین وجود تأثیرگذاری معنادار بین متغیر فوق و معیار چولگی منفی بازده سهام تأیید می‌شود. تأثیرگذاری معناداری متغیر کنترلی اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری محاسبه شده و این که از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است به لحاظ آماری تأیید می‌شود.

آزمون فرضیه چهارم پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم پژوهش به شرح زیر است:

جدول ۶. نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم پژوهش

نام متغیر	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح معناداری
معیار زیمسکی مخاطره درماندگی مالی	۰/۱۲۵۲۲۲	۰/۰۵۶۰۱۴	۲/۲۳۵۵۷۳	۰/۰۲۵۵
اندازه شرکت	۰/۰۲۱۸۱۵	۰/۰۱۰۱۰۸	۲/۱۵۸۰۸۶	۰/۰۳۱۱
اهرم مالی	-۰/۰۱۶۱۵۳	۰/۱۰۷۱۲۱	-۰/۱۵۰۷۹۲	۰/۸۸۰۲
نرخ بازده دارایی	۰/۰۱۰۴۴۷	۰/۰۸۴۲۵۶	۰/۱۲۳۹۹۰	۰/۹۰۱۳
رشد فروش	-۰/۰۲۵۹۹۴	۰/۰۶۳۶۲۳	-۰/۴۰۸۵۵۹	۰/۶۸۲۹
مقدار ثابت	-۰/۰۲۶۷۱۵	۰/۱۷۱۴۲۵	-۰/۱۵۵۸۳۸	۰/۸۷۶۲
ضریب تعیین: ۰/۱۰۶۹۸۴	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۱۰۴۲۷۲	آماره اف: ۲/۵۷۵۵۸۸ (۰/۰۲۴۸۹۲)	آماره اف لیمر: ۱/۱۲۵۷۶۴ (۰/۱۴۰۸)	آماره دوربین واتسون: ۲/۰۰۸۳۴۸

سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که ۱۰/۶۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته فرضیه اول پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین- واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون محاسبه شده (۲/۰۰۸) که بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول ۶ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره تی برای متغیر معیار زیمسکی مخاطره درماندگی مالی از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است، بنابراین وجود تأثیرگذاری معنادار بین متغیر فوق و معیار چولگی منفی بازده سهام تأیید می‌شود. تأثیرگذاری معناداری متغیر کنترلی اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری محاسبه شده و این که از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است به لحاظ آماری تأیید می‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

از جمله دغدغه‌های دائم مدیران مالی شرکت‌ها، تأمین مالی است. مدیران مالی شرکت‌ها، اغلب برای انجام طرح‌های توسعه‌ای یا تأمین سرمایه در گردش روزمره خود، به تأمین مالی نیاز دارند. همچنین مؤسسه‌ها و بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین سرمایه خود به شدت به بازارهای مالی وابسته‌اند. نقش این بازارها در اختیار گذاشتن سرمایه‌های لازم برای مؤسسه‌ها و شرکت‌هاست. شرکت‌ها در تصمیمات تأمین مالی با دو منبع تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی مواجه‌اند. منابع مالی داخلی، شامل جریان‌های وجوه نقد حاصل از

فعالیت‌های عملیاتی، فروش دارایی‌ها و سود انباشته می‌شود و منابع مالی خارجی دربرگیرندهٔ وجوه تحصیل شده از طریق بازار مالی مانند انتشار اوراق مشارکت، صدور سهام جدید و دریافت تسهیلات مالی از بانک است. مدیران باید تصمیم بگیرند وجوه مورد نیاز خود را چگونه تأمین کرده و منابع مالی در دسترس را چگونه مصرف کنند. آن‌ها می‌توانند این منابع مالی را صرف پرداخت سود به سهامداران، اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور، تسویهٔ بدهی‌های موعده رسیده و افزایش سرمایه در گردش کنند. یکی از نکات اساسی که مدیران مالی بنگاه‌های اقتصادی به آن توجه می‌کنند، روش‌های تأمین مالی است. از طرفی شرکت‌ها برای تأمین مالی از این منابع، همواره با محدودیت‌هایی مواجه‌اند که به آن‌ها محدودیت‌های مالی می‌گویند. منظور از اصطلاح محدودیت مالی این است که در تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری‌های مطلوب، مانعی وجود داشته باشد. ناتوانایی در تأمین وجه برای سرمایه‌گذاری‌ها، ممکن است به دلیل شرایط بد اعتباری و ناتوانی در دریافت وام، ناتوانی در انتشار سهام جدید و وجود دارایی‌های غیرنقدشونده باشد.

بررسی مبانی نظری پژوهش مبین وجود مدل‌های مختلفی در توضیح ریزش ارزش سهام است. در عمده پژوهش‌ها نظریه نمایندگی توضیح دهنده ریزش ارزش سهام در نظر گرفته شده است. پژوهش‌گرانی نظیر جین و مایرز (۲۰۰۶)، هاتن و همکاران (۲۰۰۹) و بنملج و همکاران (۲۰۱۰) با اشاره به نظریه نمایندگی انباشت اثرگذاری در نتیجه عدم افشای اخبار بد را عامل ریزش یکباره ارزش سهام دانسته‌اند. بلک و لیو (۲۰۰۷) نیز کمابیش نظر مشابهی اعلام داشته‌اند. هانگ و استین (۲۰۰۳) ناهمگونی دیدگاه سرمایه‌گذاران را مطرح کرده و ساو و همکاران (۲۰۰۲) انسداد اطلاعات را عامل بروز ریزش ارزش سهام دانسته‌اند. فرنچ و همکاران (۱۹۸۷) و کمپل و هنسچل (۱۹۹۲) معتقدند اثرات بازخورد دایمی و غلبه چشم‌انداز بد اقتصادی بر وضعیت جاری ریزش ارزش سهام را پدید می‌آورد. در این بین حبیب و همکاران (۲۰۱۷) با اشاره به ماهیت بنیادین فعالیت شرکت‌ها عواملی نظیر اقدام‌های قانونی را عاملی برای وقوع ریزش ارزش سهام موثر عنوان نموده‌اند. در راستای تعریف عملیاتی ریزش ارزش سهام و بر مبنای مبانی نظری ارائه شده چند نکته حایز اهمیت است. در واقع از مبانی نظری این‌گونه استنباط می‌شود که ریزش ارزش سهام تغییری منفی و بزرگ است که در روند عادی حرکتی بازده خاص شرکت رخ نداده و به صورت ناگهانی به وقوع می‌پیوندد. با این حال بررسی مدل‌های عملیاتی در این خصوص مبین آن است که صرفاً وجود تغییری بزرگ و منفی مورد عنایت قرار گرفته و تغییری غیرعادی و ناگهانی چندان مورد توجه نبوده است. هدف اصلی پژوهش بررسی تأثیر مخاطره نکول بر مخاطره ریزش قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای این هدف، فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون آماری قرار گرفتند و نتایج حاصله به شرح زیر ارائه می‌شود. نتایج حاصله مطابق با دانگ (۲۰۱۶)، و مغایر با کیم و همکاران (۲۰۱۴) است.

فرضیه	شرح	یافته
اول	معیار آلتمن مخاطره نکول بر چولگی منفی بازده سهام تأثیر معنی‌داری دارد.	رد فرض H ₀ ، مطابق با
دوم	معیار اسپرین گیت مخاطره نکول بر چولگی منفی بازده سهام تأثیر معنی‌داری دارد.	دانگ (۲۰۱۶)، و مغایر
سوم	معیار فالمر مخاطره نکول بر چولگی منفی بازده سهام تأثیر معنی‌داری دارد.	با کیم و همکاران
چهارم	معیار زیمسکی مخاطره نکول بر چولگی منفی بازده سهام تأثیر معنی‌داری دارد.	(۲۰۱۴)

فهرست منابع

- * حاجیها، زهره؛ چناری، حسن (۱۳۹۷). قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و خطر سقوط مورد انتظار قیمت سهام، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۳، شماره ۳۹، صص: ۴۸ - ۳۷.
- * حاجیها، زهره (۱۳۹۶). راهبرد تجاری تدافعی و اکتشافی، عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط قیمت سهام، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره ۸، شماره ۳۱، صص: ۹۴ - ۷۵.
- * دیانتی دیلمی، زهرا؛ بنی مهد، بهمن؛ رووستایی دره میانه، الهام؛ (۱۳۹۴). رابطه بین استراتژی تجاری شرکت و سطح اجتناب مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه مالیات، دوره ۲۳، شماره ۲۵، صص: ۱۵۶ - ۱۲۳.
- * صفری گرایلی، مهدی؛ رضایی پسته نوئی، یاسر (۱۳۹۷). توانایی مدیریت و خوانایی گزارشگری مالی: آزمون نظریه علامت دهی، دانش حسابداری، دوره ۹، شماره ۲، صص: ۲۱۸ - ۱۹۱.
- * فرهمند، علی؛ مرادی، غلامعلی؛ اصلانی، عظیم (۱۳۹۴). بررسی تأثیر محدودیت مالی بر هزینه های تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی مدیریت و علوم اجتماعی. نمازی، محمد؛ دهقانی سعدی، علی اصغر؛ قوهستانی، سمانه (۱۳۹۶). خودشیفتگی مدیران و استراتژی تجاری شرکت‌ها، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال ۶، دوره ۲۲، صص: ۵۱ - ۳۷.
- * Barber, B. M., and T. Odean, 2013, The Behavior of individual investors, Handbook of the Economics of Finance 2, 1533-1570.
- * Bentley, K. A., T. C. Omer, and N. Y. Sharp. 2013. Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. Contemporary Accounting Research 30 (2): 780-817.
- * Bentley, K. A., T. C. Omer., B. J. Twedt. 2014. Does Business Strategy Impact a Firm's Information Environment? Working Paper. University of New South Wales.
- * Bleck, A., Liu, X., (2007). Market transparency and the accounting regime. Journal of Accounting Research. 45(2), 229-256.
- * Chen, J., H. Hong, and J. C. Stein, 2001, Forecasting crashes, trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices, Journal of Financial Economics 61 , 345-381.
- * Callen, J. L., and X. Fang, 2015a, Short interest and stock price crash risk, Journal of Banking & Finance 60, 181-194.
- * Conrad, J., R. F. Dittmar, and F. Ghysels, 2013, Ex ante skewness and expected stock returns, The Journal of Finance 68, 85-124.
- * Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. Research in International Business and Finance, 39, 389-405.
- * Harvey, C. R., and A. Siddique, 2000, Conditional skewness in asset pricing tests, The Journal of Finance 55, 1263-1295.
- * He, G., Ren, H. (2017). Financial constraints and future stock price crash risk. www.ssrn.com
- * Higgins, D., Omer, T. C., & Phillips, J. D. (2015). The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness. Contemporary Accounting Research, 32(2), 674-702.
- * Jin, L., and S. C. Myers, 2006, R2 around the world: new theory and new tests, Journal of Financial Economics 79, 257-292.
- * Kim, J.-B., and L. Zhang, 2015, Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence, Contemporary Accounting Research 33, 412-441.

- * Kim, Y., H. Li, and S. Li, 2014, Corporate social responsibility and stock price crash risk, *Journal of Banking and Finance* 43, 1–13.
- * Kothari, S. P., S. Shu, and P. D. Wysocki, 2009, Do managers withhold bad news?, *Journal of Accounting Research* 47, 241–276.
- * Lim, E. K., Chalmers, K., & Hanlon, D. (2018). The influence of business strategy on annual report readability. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(1), 65-81.
- * March, J. G. (1991). Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization science*, 2(1), 71-87.
- * Miles, R. E., and C. C. Snow. 1978. *Organizational Strategy, Structure, and Process*. New York, NY: McGraw-Hill.
- * Miles, R. E., & Snow, C. C. (2001). *Organizational Strategy, Structure, and Process*: 11-33.
- * Navissi, F., Sridharan, V. G., Khedmati, M., Lim, E. K., & Evdokimov, E. (2017). Business strategy, over-(under-) investment, and managerial compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 29(2), 63-86.
- * Porter, M. E. (1996). What is strategy?. *Harvard business review*, 74(6), 61-78.
- * Treacy, M., & Wiersema, F. (1997). *The Discipline of Market Leaders*, Addison-Wesley. Reading, MA.
- * Zhang, R. (2016). Business strategy and firm performance: the moderating role of product market competition. Available at SSRN 2820147.

Explaining the effect of default risk on the risk of falling stock prices in Tehran Stock Exchange

Abbas Shami

Department of Accounting, Chalous Branch, Islamic Azad University, Chalous, Iran
shami_ac@yahoo.com

Yousef Taghipourian

department of accounting, chalus branch, islamic azad university chalus iran
ytaghipouryan@gmail.com

Mehran Maranjori

Department of Accounting, Chalous Branch, Islamic Azad University, Chalous, Iran
Mr.maranjory@gmail.com

Reza Falah

Department of Accounting, Chalous Branch, Islamic Azad University, Chalous, Iran
rezafallah@iauc.ac.ir

Abstract

The main purpose of the research is to investigate the impact of default risk on the risk of stock price fall in companies listed on the Tehran Stock Exchange. In line with the main objective of the research, information was collected from the financial statements of companies admitted to the Tehran Stock Exchange in the period of 2009-2019. Multiple regression with panel data was used to test the hypotheses. The obtained results show a significant effect of the four criteria of default risk on the negative skewness of stock returns and the risk of stock price fall.

The main purpose of the research is to investigate the impact of default risk on the risk of stock price fall in companies listed on the Tehran Stock Exchange. In line with the main objective of the research, information was collected from the financial statements of companies admitted to the Tehran Stock Exchange in the period of 2009-2019. Multiple regression with panel data was used to test the hypotheses. The obtained results show a significant effect of the four criteria of default risk on the negative skewness of stock returns and the risk of stock price fall.

Keywords: Negative skewness of stock returns, risk of default, risk of falling stock price