



The Impact of Business Strategy on Stock Price Crash Risk with Regard to the Mediating Role of Financial Constraints

Reza Ghadimi Miyavaghi ¹, Maryam Yokhaneh Alghyani ^{*1}

1. Department of Accounting, Ur. C., Islamic Azad University, Urmia, Iran.

Ma.Yokhaneh@iau.ac.ir

ABSTRACT

Received: 25 Sep 2025
Revised: 10 Nov 2025
Accepted: 18 Nov 2025
Available Online: 18 Dec 2025

Article type: Research Paper
DOI:

The purpose of the present study was to investigate the impact of business strategy on stock price crash risk with regard to the mediating role of financial constraints at listed firms in Tehran stock exchange. Accordingly, this study sought to achieve this goal by analyzing the data of 76 sample firms during the period of 10 years from 2014 to 2023. In order to analyze the data, multiple and logit regression and sobel test and panel data were applied. The analysis of the data showed that prospectors strategy has a significantly positive effect on stock price crash risk. Also, defenders strategy has a significantly negative effect on stock price crash risk. On the other hand, prospectors strategy has a significantly positive effect on financial constraints. Also, defenders strategy has a significantly negative effect on financial constraints. On the other hand, financial constraints have a significantly positive effect on stock price crash risk. Finally, prospectors strategy through affecting financial constraints, has a significantly positive effect on stock price crash risk and defenders strategy through affecting financial constraints, has a significantly negative effect on stock price crash risk.

Keywords: Business Strategy, Stock Price Crash Risk, and Financial Constraints.

^{*}Corresponding author: Maryam Yokhaneh Alghyani

E-mail address: Ma.Yokhaneh@iau.ac.ir

Extended Abstract

Introduction

Stock price crash risk has become a critical issue in financial markets due to its adverse consequences for investors, market stability, and overall economic confidence. A stock price crash typically occurs when managers accumulate and withhold adverse information over time, which is eventually released in a concentrated manner, leading to a sudden and severe decline in stock prices. Prior studies have identified firm-level transparency, corporate governance mechanisms, and managerial incentives as key determinants of crash risk. However, the role of firms' strategic orientations in shaping crash risk remains insufficiently explored, particularly in emerging markets.

Business strategy reflects the fundamental choices firms make in response to competitive environments and resource constraints. According to the Miles and Snow typology, firms can be broadly classified into prospector and defender strategies. Prospectors emphasize innovation, market expansion, and risk-taking, while defenders focus on efficiency, cost control, and operational stability. These strategic orientations influence managerial behavior, financial policies, and information disclosure practices, thereby potentially affecting stock price crash risk. Financial constraints represent another critical factor influencing firms' strategic behavior and risk exposure. Firms facing tighter financial constraints often experience limited access to external financing, which may intensify managerial pressure to conceal negative information or engage in opportunistic reporting. Despite the theoretical relevance of financial constraints, limited empirical research has examined their mediating role in the relationship between business strategy and stock price crash risk.

Addressing this gap, the present study investigates the impact of business strategy on stock price crash risk while explicitly considering the mediating role of financial constraints in firms listed on the Tehran Stock Exchange. By integrating strategic management theory with financial risk analysis, this research aims to provide a more comprehensive understanding of how strategic choices translate into asymmetric information accumulation and crash risk in emerging capital markets.

Theoretical Foundations

The theoretical framework of this study is grounded in agency theory, information asymmetry theory, and strategic management theory. Agency theory posits that conflicts of interest between managers and shareholders may lead managers to withhold unfavorable information to protect their private benefits. Such behavior increases the likelihood of sudden information releases and, consequently, stock price crashes. Information asymmetry theory further explains how opaque disclosure environments enable managers to accumulate bad news over time.

Strategic management theory, particularly the Miles and Snow strategic typology, provides a useful lens for examining how different strategic orientations influence managerial decision-making. Prospector firms, characterized by aggressive growth

strategies and high levels of innovation, tend to operate in uncertain environments and rely heavily on external financing. These conditions may exacerbate financial constraints and incentivize managers to delay the disclosure of negative information. In contrast, defender firms prioritize operational efficiency and stable cash flows, which can reduce financial constraints and enhance transparency.

Financial constraints act as a critical transmission mechanism linking business strategy to crash risk. Firms with limited financial flexibility are more vulnerable to external shocks and face stronger incentives to manage earnings or suppress bad news. By conceptualizing financial constraints as a mediating variable, this study integrates strategic and financial perspectives to explain variations in stock price crash risk within an emerging market context.

Methodology

This study employs a quantitative, explanatory research design. The sample consists of 76 firms listed on the Tehran Stock Exchange over a ten-year period from 2014 to 2023. Firm-level financial and market data were collected from audited financial statements and official stock exchange databases.

Business strategy was classified using financial indicators consistent with the Miles and Snow framework. Stock price crash risk was measured using established econometric proxies based on firm-specific weekly returns. Financial constraints were operationalized through commonly used indices reflecting firms' financing limitations. Panel data techniques, including multiple regression and logistic regression models, were applied to test the research hypotheses. The Sobel test was used to examine the mediating effect of financial constraints. As the study relied solely on archival data, informed consent was not applicable.

Discussion and Results

The empirical results indicate that prospector strategy has a significantly positive effect on stock price crash risk, whereas defender strategy has a significantly negative effect. These findings suggest that aggressive, innovation-oriented strategies increase firms' exposure to information asymmetry and downside risk, while efficiency-oriented strategies contribute to greater stability and transparency.

The results further reveal that prospector strategy is positively associated with financial constraints, while defender strategy is negatively associated with financial constraints. Moreover, financial constraints are found to have a significant positive effect on stock price crash risk. Mediation analysis confirms that financial constraints partially mediate the relationship between business strategy and crash risk. Specifically, prospector firms experience higher crash risk partly due to increased financial constraints, whereas defender firms benefit from reduced crash risk through improved financial flexibility.

Overall, the findings support the theoretical argument that strategic orientation influences crash risk both directly and indirectly through financial constraints.



Conclusion

This study demonstrates that business strategy is a significant determinant of stock price crash risk, with financial constraints playing a critical mediating role. The findings highlight the importance of aligning strategic choices with financial flexibility to mitigate crash risk. The results offer valuable insights for managers, investors, and policymakers in emerging capital markets.

Contribution of Authors

All authors have participated in this research in equal proportion.

Conflict of Interest

No conflicts of interest are declared by the authors.

تأثیر استراتژی تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام با توجه به نقش میانجی محدودیت

مالی

رضا قدیمی میاوقی^۱، ماریام یوخنه القیانی^{*}

۱. گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران

Ma.Yokhaneh@iau.ac.ir

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر استراتژی تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام با توجه به نقش میانجی محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. بر همین اساس، این پژوهش با تجزیه و تحلیل اطلاعات مربوط به ۷۶ شرکت نمونه در دوره زمانی ۱۰ ساله از سال‌های ۱۳۹۳ لغایت ۱۴۰۲ بدنبال دستیابی به این هدف بود. برای تجزیه و تحلیل داده‌های مربوطه، رگرسیون چندمتغیره، لاجیت و آزمون سوبل به همراه داده‌های ترکیبی به کار گرفته شد. تجزیه و تحلیل اطلاعات نشان داد که استراتژی تهاجمی، به طور مثبت و معنادار، بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیرگذار است. از سوی دیگر، استراتژی تدافعی، به طور منفی و معنادار، بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیرگذار است. همچنین، استراتژی تهاجمی، به طور مثبت و معنادار، بر محدودیت مالی تأثیرگذار است. از سوی دیگر، استراتژی تدافعی، به طور منفی و معنادار، بر محدودیت مالی تأثیرگذار است. همچنین، محدودیت مالی، به طور مثبت و معنادار، بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد. در نهایت، استراتژی تهاجمی، از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی، تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام داشته و استراتژی تدافعی نیز، از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی، تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۷/۰۳

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۸/۱۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۸/۲۷

تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۰۹/۲۷

مقاله علمی پژوهشی

واژگان کلیدی: استراتژی تجاری، ریسک سقوط قیمت سهام و محدودیت مالی.

^{*} نویسنده مسئول: ماریام یوخنه القیانی

آدرس پست الکترونیک: Ma.Yokhaneh@iau.ac.ir

مقدمه

پژوهشگران عقیده بر این دارند که تغییرات قیمت سهام یک شرکت از مدیریت اطلاعات داخلی آن شرکت ناشی می‌شود. چنانچه مدیریت یک شرکت اطلاعات را به نحو مطلوب به بازار سرمایه افشا نماید، تغییرات قیمت سهام و بازده سهام آن شرکت از توزیع متقارنی برخوردار خواهد بود. اما اگر اطلاعات منفی در داخل شرکت انباشت و پنهان شود، پس از آنکه نگهداشت اخبار بد به نقطه اوج رسید، افشای یکباره آن موجب کاهش شدید قیمت سهام خواهد شد. ادبیات نظری موجود بیانگر این است که استراتژی تجاری که شرکت‌ها در راستای دستیابی به اهداف و چشم اندازهای عملیاتی و سرمایه گذاری خود پیگیری می‌نمایند، می‌تواند به شکل مستقیم ریسک سقوط قیمت سهام را تحت تأثیر قرار دهد. از سوی دیگر، استراتژی تجاری از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی، به شکل غیرمستقیم نیز بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر می‌گذارد. در این خصوص، محدودیت مالی، در قالب مانعی برای دسترسی شرکت به منابع مالی ارزان، می‌تواند شرکت‌ها را ترغیب به انباشت اطلاعات نامطلوب پیرامون فعالیت‌های شرکت نموده و در نتیجه بر ریسک سقوط قیمت سهام بیافزاید. از این‌رو، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر استراتژی تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام با توجه به نقش میانجی محدودیت مالی پرداخته است.

پیشینه پژوهش

۱. پیشینه نظری پژوهش

اصطلاح استراتژی تجاری، اشاره به رویکرد انتخابی شرکت برای رقابت و انواع استراتژی‌هایی دارد که نشأت گرفته از تصمیم شرکت‌ها برای حل سه مسئله اساسی مدیریتی است: مسئله کارآفرینی، مسئله مهندسی و مسئله اجرایی (حبیب و حسن^۱، ۲۰۱۷). مسئله کارآفرینی، مربوط به این موضوع است که یک شرکت، چگونه باید کالا یا خدماتی را که ارائه می‌دهد و بازارهای هدف یا حوزه‌های رقابتی را که در آن به رقابت

1- Habib and Hasan

می‌پردازد، تعریف کند. مسئله مهندسی، مربوط به خلق و اجرای راهکار عملیاتی برای حل مسائل کارآفرینی است. مسئله اجرایی، به این مقوله می‌پردازد که یک شرکت چگونه باید فعالیت‌های سازمانی ایجادشده برای حل مسائل کارآفرینی و مهندسی را به‌شکلی منطقی توجیه کرده و تثبیت نماید.

شرکت‌ها از استراتژی‌های مختلف کسب‌وکار برای رقابت در صنایع استفاده می‌کنند. در حالی که طبقه‌بندی‌های مختلف استراتژی کسب‌وکار وجود دارد، نوع‌شناسی مایلز و اسنو^۱ (۲۰۰۳)، بر مبنای نرخ تغییری است که یک شرکت در ترکیب بازار محصول خود ایجاد می‌کند. سه نوع استراتژی عملی در یک صنعت خاص ظاهر می‌شود. شرکت‌هایی که در نقطه انتهایی از زنجیره استراتژی^۲ قرار دارند، مکرراً ترکیب محصول خود را تغییر می‌دهند (شرکت‌های تهاجمی^۳)؛ این در حالی است که شرکت‌های واقع در انتهای دیگر این زنجیره، به‌ندرت در ترکیب محصول خود تغییر ایجاد می‌نمایند (شرکت‌های تدافعی^۴). شرکت‌های تحلیلگر^۵، با قرار گرفتن در میانه زنجیره استراتژی، براساس یک استراتژی ترکیبی به رقابت می‌پردازند که در آن، بر کارایی در برخی از بخش‌ها و نوآوری در بخش‌های دیگر تأکید می‌گردد. بنابراین، تحلیلگران بسته به استفاده آنها از فناوری، بازاریابی و قابلیت‌های مدیریت، در برخی از ویژگی‌های شرکت‌های تهاجمی و تدافعی، سهم می‌شوند (سلیم^۶ و همکاران، ۲۰۱۸؛ دی ساربو^۷ و همکاران، ۲۰۰۵). از آنجایی که شرکت‌های تهاجمی و تدافعی از دیدگاه ویژگی‌های سازمانی، قابلیت تشخیص بیشتری دارند، ادبیات استراتژیک،

-
- 1- Miles and Snow
 - 2- Strategy Continuum
 - 3- Prospector
 - 4- Defender
 - 5- Analyzer
 - 6- Saleem
 - 7- DeSarbo

به‌طور کلی بر پایه‌های توزیع استراتژی شرکت‌های تهاجمی و تدافعی تمرکز دارد (چنهال^۱، ۲۰۰۳؛ فیشر^۲، ۱۹۹۵).

منظور از اصطلاح محدودیت مالی، این است که در تأمین مالی برای تمامی سرمایه‌گذاری‌های مطلوب، مانعی وجود داشته باشد که می‌تواند به دلیل شرایط بد اعتباری و عدم توانایی در گرفتن وام یا انتشار سهام جدید باشد (یی^۳ و همکاران، ۲۰۲۳). یکی از دلایل عمده محدودیت مالی را می‌توان عدم تقارن اطلاعاتی نام برد. عدم تقارن اطلاعاتی، موجب ایجاد ریسک اطلاعاتی برای تأمین‌کنندگان منابع مالی (سهامداران و اعتباردهندگان بالقوه) و ریسک گزینش مغایر می‌گردد. تأمین‌کنندگان منابع مالی، در قبال ریسک اطلاعاتی که تحمل می‌کنند، مبلغ صرف ریسکی برای تأمین مالی در نظر می‌گیرند. تحت چنین شرایطی هزینه تأمین مالی خارجی افزایش یافته و محدودیت مالی نیز بیشتر خواهد بود (لی^۴ و همکاران، ۲۰۲۲؛ مایرز و ماجلوف^۵، ۱۹۸۴).

یکی از موضوعاتی که در ارتباط با رفتار قیمت سهام به‌طور 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 سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط یا ریزش 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 پدیده‌ای مترادف با چولگی منفی در بازده سهام در نظر گرفته می‌شود (هاتن و همکاران^۶، ۲۰۰۹).

1- Chenhall

2- Fisher

3- Ye

4- Li

5- Majluf

6- Hutton, et al

بسیاری از پژوهشگران بر این باور هستند که سقوط قیمت سهام از مدیریت اطلاعات داخلی آن ناشی می‌شود. مدیران واحدهای اقتصادی به همان اندازه که به انتشار اخبار خوب در خصوص شرکت تمایل دارند؛ سعی در پنهان نمودن اخبار بد نیز دارند (کوتاری^۱ و همکاران، ۲۰۰۹). در مدل تئوریکی جین و مایرز^۲ (۲۰۰۶) چنین بیان می‌شود که مدیران به دلیل انگیزه‌هایی نظیر پاداش و حفظ جایگاه شغلی خود، اخبار بد مربوط به شرکت را از سهامداران و سرمایه‌گذاران مخفی می‌کنند. با این حال میزان اخبار بدی که مدیران قادر به پنهان کردن آن هستند، محدود است و زمانی که حجم اخبار پنهان شده به یک نقطه اوج رسید دیگر پنهان‌سازی و عدم افشای این اخبار غیرممکن خواهد بود. بنابراین، این اخبار بد یک دفعه افشا شده و وارد بازار خواهد شد که این مورد باعث افت ناگهانی و کاهش قیمت سهام می‌شود و با عنوان پدیده سقوط قیمت سهام شناخته شده است (کیم^۳ و همکاران، ۲۰۱۶).

استراتژی تجاری یکی از عواملی که می‌تواند بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیرگذار باشد. شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی که در مرزهای دانش در صنعت خود حرکت می‌کنند و دست به فعالیت‌های با درجه ابهام بالاتری نسبت به شرکت‌های تدافعی یا تحلیلی‌گر و میانه‌رو می‌زنند، استعداد بیشتری برای گزارشگری مالی انحراف‌آمیز داشته و بدایلی مانند انگیزه‌ها، فرصت‌ها و در مجموع به‌خاطر محیط اطلاعاتی ضعیف، این شرکت‌ها بیشتر احتمال دارد که با سقوط سهام در آینده مواجه شوند (حبیب و حسن، ۲۰۱۷). به عبارت بهتر، شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی، به شدت بر ایده‌های نوآورانه هزینه می‌کنند که از یک سو، موجبات رشد سریع را فراهم کرده و از دیگر سو، احتمال بی‌نظمی و ایجاد اطلاعات نادرست به دلیل ریسک عدم اطمینان آتی را افزایش می‌دهد. چنین عدم شفافیتی، یکی از عوامل کلیدی مؤثر بر ریسک سقوط قیمت سهام است. در نقطه مقابل، شرکت‌های دارای استراتژی تدافعی، گزارشگری مالی شفاف‌تری داشته و بنابراین، ریسک سقوط قیمت

1- Kothari

2- Jin and Myers

3- Kim

سهام کمتری را تجربه خواهند کرد (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹). مکانیزم‌های ضعیف‌تر کنترل داخلی در شرکت‌های دارای استراتژی تجاری تهاجمی، شناسایی بی‌نظمی‌های گزارشگری و تقلب‌های احتمالی را دشوار ساخته و در نتیجه، انباشت و پنهان سازی اخبار نامطلوب و بد در این شرکت‌ها، تسهیل می‌گردد. زمانی که اخبار نامطلوب، به یکباره به بازار عرضه می‌شود، ریسک سقوط قیمت سهام نیز افزایش خواهد یافت. وجود گردش شفاف اطلاعات و نیز محیط کنترلی بهینه در شرکت‌های دارای استراتژی تجاری تدافعی، مانع از گزارشگری مالی متقلبانه و در نتیجه تضعیف کیفیت آن می‌شود. بنابراین، به دلیل وجود شفافیت اطلاعاتی، ریسک سقوط قیمت سهام در چنین شرکت‌هایی، پایین‌تر خواهد بود (جیا^۱، ۲۰۱۸؛ اومارا و راشد^۲، ۲۰۲۴).

استراتژی تجاری می‌تواند بر محدودیت مالی نیز تأثیرگذار باشد. شرکت‌های پیرو استراتژی تهاجمی، با توجه به عدم اطمینان‌های بالقوه موجود در محیط فعالیت خود، با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری مواجه هستند (شهاتا و راشد^۳، ۲۰۲۱). در این راستا، عدم افشای به موقع اطلاعات و نیز نابرابری در توزیع اطلاعات خاص شرکت، موجب کاهش رتبه اعتباری شرکت در بازار شده و تأمین‌کنندگان اعتبار، نرخ بهره بالاتری برای چنین شرکت‌هایی در نظر می‌گیرند. این امر، موجب محدودیت در دسترسی به منابع تأمین مالی جهت انجام سرمایه‌گذاری‌های برای شرکت‌های دارای استراتژی تجاری تهاجمی خواهد شد (زو^۴ و همکاران، ۲۰۲۲). در نقطه مقابل، به دلیل سطح بالای شفافیت اطلاعاتی موجود در محیط گزارشگری شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی، تأمین‌کنندگان ریسک اعتباری و نیز ریسک نکول کمتری برای این شرکت‌ها در نظر می‌گیرند و بنابراین، محدودیت مالی در شرکت‌های دارای استراتژی تدافعی، کمتر خواهد بود (اومارا و راشد، ۲۰۲۴).

1- Jia

2- Omara and Rashed

3- Shehata and Rashed

4- Xu

از سوی دیگر، استراتژی تجاری از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی نیز، می تواند به شکل غیرمستقیم ریسک سقوط قیمت سهام را تحت تأثیر قرار دهد. با عنایت به وجود فعالیت های تحقیق و توسعه وسیع در شرکت های دارای استراتژی تهاجمی، اجرای این نوآوری ها نیازمند منابع مالی می باشد. با این حال، به دلیل عدم اطمینان ناشی از مبهم بودن نتیجه این فعالیت ها، تأمین کنندگان اعتبار، ریسک عدم پرداخت بالایی برای اعتبارهای اعطایی به این شرکت ها تخصیص داده و در این حالت، توانایی استقراض و تأمین مالی در این شرکت ها تضعیف می گردد (سافی^۱ و همکاران، ۲۰۲۱). برای مقابله با این وضعیت، شرکت ها سعی در پنهان سازی و انباشت اطلاعات نامطلوب در خصوص نتایج عملیات تحقیق و توسعه کرده و با افشای نهایی اطلاعات در گزارش های مالی سالانه، احتمال سقوط قیمت سهام در این دسته از شرکت ها افزایش می یابد (اومارا و راشد، ۲۰۲۴).

در نقطه مقابل، به دلیل پایین بودن سطح فعالیت های تحقیق و توسعه در شرکت های پیرو استراتژی تدافعی و در نتیجه نبود عدم اطمینان نسبت به عملکرد، وضعیت اعتباری مطلوبی برای این شرکت از جانب تأمین کنندگان متصور بوده و در نتیجه این شرکت ها توانایی دسترسی به منابع مالی با شرایط بهینه تری را دارند. در نقطه مقابل، وجود منابع مالی برای پیاده سازی برنامه های عملیاتی و سرمایه گذاری، منجر به افزایش سطح کیفی گردش اطلاعات شده و این شرکت ها به منظور جلوگیری از ریزش مشتریان بالفعل خود، سطح بالایی از افشای اطلاعات در محیط گزارشگری را دارند. بنابراین، با عنایت به سطح شفافیت اطلاعاتی و در نتیجه کاهش انباشت اطلاعات نامطلوب پیرامون عملیات شرکت، ریسک سقوط در سطح پایینی قرار خواهد داشت (اومارا و راشد، ۲۰۲۴).

با عنایت به تفاسیر فوق، ملاحظه می گردد که استراتژی تجاری، می تواند بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مستقیم داشته باشد. از طرف دیگر، استراتژی تجاری، بر محدودیت مالی نیز تأثیرگذار است. از سوی دیگر، محدودیت مالی نیز می تواند بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر بگذارد. همچنین، استراتژی تجاری، از طریق محدودیت مالی، می تواند بر ریسک

1- Safi

سقوط قیمت سهام تأثیر بگذارد. بنابراین، سؤالی که پژوهش حاضر، به دنبال یافتن پاسخ آن است، عبارت است از اینکه: استراتژی تجاری، از طریق محدودیت مالی، چه تأثیری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد؟

در همین راستا، فرضیه‌های اصلی پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردد:

۱. استراتژی تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد.
۲. استراتژی تجاری بر محدودیت مالی تأثیر دارد.
۳. محدودیت مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد.
۴. استراتژی تجاری از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی، بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد.

همچنین، فرضیه‌های فرعی پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

- ۱-۱. استراتژی تهاجمی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد.
- ۲-۱. استراتژی تدافعی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد.
- ۱-۲. استراتژی تهاجمی بر محدودیت مالی تأثیر دارد.
- ۲-۲. استراتژی تدافعی بر محدودیت مالی تأثیر دارد.
- ۱-۴. استراتژی تهاجمی از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی، بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد.
- ۲-۴. استراتژی تدافعی از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی، بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد.

۲. پیشینه تجربی پژوهش

شاکر طاهری و خداویسی (۱۴۰۴) به بررسی تأثیر عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک نقدشوندگی و سقوط قیمت سهام پرداختند. در این پژوهش تعداد ۱۴ بانک پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۴۰۲ بررسی شد. یافته‌های پژوهش نشان

داد که عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک نقدشوندگی و سقوط قیمت سهام، تأثیر مثبت و معناداری دارد.

طهماسبی (۱۴۰۳) به بررسی تأثیر اندازه حسابرس بر رابطه بین محدودیت مالی و خطر سقوط قیمت سهام پرداخت. با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۵۲ شرکت پذیرفته شده طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ انتخاب شد و مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه نشان داد که اندازه حسابرس بر رابطه بین محدودیت مالی و خطر سقوط قیمت سهام تأثیر منفی و معناداری دارد.

جهان تیغ و همکاران (۱۴۰۲) به بررسی تأثیر عدم اطمینان اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام با توجه به نقش میانجی سرمایه فکری پرداختند. اطلاعات ۱۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران در دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۱ انتخاب و آزمون شد. نتایج نشان داد عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر معنی‌داری دارد. همچنین، سرمایه فکری دارای نقش میانجی بر رابطه عدم اطمینان اقتصادی و خطر سقوط قیمت سهام می‌باشد.

فلاح کهن (۱۴۰۱) به بررسی تأثیر مدیریت سود واقعی در افزایش ریسک سقوط قیمت سهام با لحاظ کردن نقش بیش اعتمادی مدیران پرداخت. با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۴۶ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده و در دوره زمانی ۶ ساله بین سال‌های ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۱، مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که مدیریت سود بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیرگذار بوده و بیش اعتمادی مدیران این رابطه را تعدیل می‌کند.

حاجی علیزاده و جعفرزاده بی شک (۱۴۰۰) به بررسی ارتباط بین استراتژی نوآوری شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر عامل رفتاری مدیران پرداختند. با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۱۴ شرکت در دوره زمانی ۵ ساله بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ مورد تحقیق و بررسی قرار گرفتند. نتایج نشان داد که بین استراتژی نوآوری شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. همچنین، افزایش

مخارج سرمایه گذاری، بر رابطه بین استراتژی نوآوری شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معکوس و معنادار دارد و نیز سرمایه-گذاری بیش از حد، بر رابطه بین استراتژی نوآوری شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معکوس و معنادار دارد.

حسینی و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیلی اجتناب مالیاتی و حاکمیت شرکتی پرداختند. بدین منظور، ۱۴۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ انتخاب و آزمون گردید. نتایج پژوهش نشان داد که محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارد. نتایج آزمون فرضیات نشان داد که تأثیر مثبت محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکتهایی که حاکمیت شرکتی ضعیفی دارند -یا فاقد اجتناب مالیاتی هستند، شدیدتر است.

برادران حسن زاده و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر استراتژی متنوع سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر هزینه های نمایندگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای دستیابی به اهداف پژوهش تعداد ۱۲۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۴ انتخاب گردید. نتایج نشان داد که استراتژی متنوع سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معنی داری دارد. همچنین، شرکت های مورد بررسی به دو گروه شرکت های با هزینه های نمایندگی بالا و پایین تقسیم شد و تأثیر استراتژی متنوع سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام در این شرکت ها بصورت جداگانه بررسی گردید. نتایج نشان داد که تأثیر مثبت استراتژی متنوع سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت های با هزینه های نمایندگی بالا، شدید است. حاجیها و رنجبر ناوی (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر استراتژی تجاری و بیش ارزش گذاری سهام بر ریسک ریزش پرداختند. در این راستا، از اطلاعات مالی ۷۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی دوره ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که استراتژی تجاری و بیش ارزش گذاری سهام، اثر مثبت و معناداری بر ریسک ریزش قیمت سهام دارد.

همچنین، نتایج پژوهش نشان داد که بیش‌ارزش‌گذاری سهام اثر معناداری بر رابطه استراتژی با ریسک ریزش سهام ندارد.

آچیمپونگ^۱ و همکاران (۲۰۲۵) به بررسی تأثیر محدودیت مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام از طریق تحلیل متنی پردازد. نمونه آماری شامل شرکت‌های بریتانیایی در دوره ۲۰۰۵-۲۰۲۱ بود. یافته‌ها نشان داد که وجود نشانه‌های متنی قوی‌تر از محدودیت مالی، با افزایش معنادار و مثبت ریسک سقوط قیمت سهام همراه است. همچنین، نویسندگان نشان می‌دهند که پذیرش استانداردهای گزارشگری بین‌المللی (IFRS) این اثر مثبت را تضعیف می‌کند.

اومارا و راشد (۲۰۲۴) به بررسی تأثیر استراتژی تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام با توجه به نقش میانجی محدودیت مالی پرداختند. این پژوهش بر روی ۹۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مصر در بازه زمانی ۲۰۱۴-۲۰۲۱ انجام پذیرفت. نتایج بیانگر تأثیر مثبت (منفی) استراتژی تهاجمی (تدافعی) بر ریسک سقوط سهام بود. همچنین، محدودیت مالی، نقش میانجی در تأثیرگذاری استراتژی تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام ایفا می‌نماید.

فالاوینگنا^۲ و همکاران (۲۰۲۴) به بررسی تأثیر استراتژی بین‌المللی-سازی (نوعی از استراتژی تجاری) بر محدودیت مالی پرداختند. به‌طور خاص، تمرکز بر صنعت تولیدی ایتالیا در بازه زمانی ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۹ بود. مطابق با نتایج بدست آمده، مشاهده شد که شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی بالا هستند، کمترین شدت جریان صادرات و واردات را دارند؛ شرکت‌هایی با محدودیت مالی متوسط بیشترین شدت جریان صادرات را دارند و شرکت‌هایی با محدودیت مالی پایین، بیشترین شدت جریان واردات را دارند.

1- Acheampong

2- Falavigna

ژائو^۱ و همکاران (۲۰۲۳) به بررسی تأثیر استراتژی تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر اثر عدم-تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج بررسی-های صورت گرفته در نمونه-ای از شرکت-های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین در بازه زمانی ۲۰۱۱-۲۰۲۱، حاکی از آن بود که استراتژی تهاجمی، موجب افزایش ریسک سقوط قیمت سهام شده و استراتژی تدافعی، موجب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام می-گردد.

ژو و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر استراتژی تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج بررسی-های انجام شده بر روی نمونه-ای از شرکت-های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین در بازه زمانی ۱۹۸۵ تا ۲۰۱۷، حاکی از آن بود که استراتژی تهاجمی (تدافعی)، موجب افزایش (کاهش) ریسک سقوط قیمت سهام می-گردد.

سافی و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر استراتژی تجاری و قدرت بازار بر ریسک ریزش قیمت سهام پرداختند. نتایج بررسی-ها در بازه زمانی ۲۰۰۶-۲۰۱۹ نشان از این داشت که قدرت بازار، تأثیر مثبتی بر ریسک ریزش قیمت سهام دارد. از سوی دیگر، استراتژی تهاجمی و تدافعی، به ترتیب تأثیر مثبت و منفی بر ریسک ریزش قیمت سهام دارند.

لیانگ^۲ و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر ریسک ریزش قیمت سهام با تأکید بر اثر شفافیت اطلاعاتی پرداختند. نتایج **بررسی-های** بررسی-های صورت گرفته در نمونه-ای از شرکت-ها چینی در بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲، نشان داد که بیش اطمینانی مدیران، موجب افزایش انباشت اخبار نامطلوب و در نتیجه ریسک ریزش قیمت سهام می-شود. با این-حال، در محیط-های با شفافیت اطلاعاتی بالا، تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر ریسک ریزش قیمت سهام، تضعیف می-شود.

کائو^۳ و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی **تأثیر** تجربه خارجی هیئت مدیره بر ریسک ریزش قیمت سهام پرداختند. نتایج نشان داد که تجربه خارجی هیئت مدیره، منجر به کاهش ریسک ریزش قیمت سهام می-شود. علاوه-بر-این، نتایج نشان داد توانایی-های مدیریتی و

1- Zhao

2- Liang

3- Cao

حاکمیت شرکتی، بر این رابطه اثرگذار هستند. یافته‌ها نشان داد که ویژگی‌های هیئت مدیره، بر ریسک ریزش قیمت سهام تأثیر می‌گذارد.

۳. روش پژوهش

با توجه به اینکه نتایج حاصل از این پژوهش، می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری مورد استفاده شود قرار گیرد، لذا این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی است. همچنین، از آنجایی که با استفاده از مدل‌های رگرسیونی، همبستگی بین دو یا چند متغیر بررسی می‌شود، از لحاظ ماهیت، توصیفی-همبستگی است. همچنین، از آنجایی که با استفاده از داده‌های واقعی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام می‌شود، از نوع پس‌رویدادی است. در نهایت، به‌منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، از الگوی رگرسیونی چندمتغیره، لاجیت، آزمون سوبل و نرم‌افزارهای EViews و STATA بهره گرفته شده است.

۱. سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
 ۲. طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
 ۳. کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی، موجود و در دسترس باشد.
 ۴. جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک، بیمه، سرمایه‌گذاری و لیزینگ) نباشد.
 ۵. معاملات سهام آنها طی بازه زمانی مورد نیاز بیش از ۶ ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.
 ۶. در بازه زمانی پژوهش در بورس فعالیت داشته‌اند.
- با اعمال شرایط فوق، تعداد ۷۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲، به‌عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شد.

۴. متغیرهای پژوهش

۴-۱. متغیر وابسته: ریسک سقوط قیمت سهام

طبق تعریف هاتن و همکاران (۲۰۰۹) اگر قیمت سهم شرکتی در دوره تحت بررسی دچار کاهش شدید شده باشد، قیمت سهم آن شرکت در آن دوره سقوط کرده است. از آنجا که ممکن است کاهش‌های شدید قیمت سهم در نتیجه کاهش عمومی قیمت‌ها در بازار باشد، باید به وضعیت عمومی بازار نیز توجه داشت و کاهش شدید بازده سهم را باید در مقایسه با بازدهی بازار معنی کرد. به همین منظور برای محاسبه بازده خاص شرکت از مدل رگرسیون سری زمانی به شرح رابطه (۱) استفاده می‌شود:

رابطه (۱):

$$R_{(i,\theta)} = \alpha_1 R_{(m,\theta-2)} + \alpha_2 R_{(m,\theta-1)} + \alpha_3 R_{(m,\theta)} + \alpha_4 R_{(m,\theta+1)} + \alpha_5 R_{(m,\theta+2)} + \varepsilon_{(i,\theta)}$$

در این رابطه R_i معرف بازدهی ماهانه شرکت، R_m معرف بازدهی ماهانه بازار و θ معرف ماه‌های سال است. باقیمانده‌های رابطه (۱) بازده خاص شرکت نسبت به بازار را نشان می‌دهند که برای نزدیک کردن توزیع آن‌ها به توزیع نرمال از رابطه (۲) استفاده می‌شود:

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

در رابطه (۲)، $W_{i,\theta}$ معرف بازده خاص شرکت است.

این پژوهش برای اندازه‌گیری ریسک سقوط قیمت سهام از معیار $NcSkew_{i,t}$ برای افق زمانی یکسال آتی استفاده خواهد شد. معیار $(NcSkew_{i,t})$ معرف چولگی منفی بازده ماهانه خاص شرکت i در یک سال آتی بوده و از رابطه (۳) زیر محاسبه می‌شود.

$$NcSkew_{i,t+1} = -[n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum_1^n W_{i,\theta}^3] / [(n-1)(n \quad \text{رابطه (۳)}$$

در این رابطه n تعداد ماه‌هایی است که بازده آن‌ها محاسبه شده است.

۴-۲. متغیر مستقل: استراتژی تجاری

این متغیر، به دو صورت استراتژی (راهبرد) تجاری تهاجمی و تدافعی، سنجیده می‌شود. به منظور تفکیک استراتژی‌های تجاری شرکت‌ها، به پیروی از تحقیق یوان^۱ و همکاران (۲۰۱۷) نسبت‌های اولیه بیانگر نوع راهبرد، از تحقیقات یامین^۲ و همکاران (۱۹۹۹)، اورتگا^۳ (۲۰۱۰)، بنتلی و همکاران (۲۰۱۳) و با توجه به محیط تجاری ایران از تحقیق حاجی‌ها (۱۳۹۶)، رضایی و همکاران (۱۳۹۲) و رضایی و عازم (۱۳۹۱)، دو شاخص که در همه تحقیقات تکرار شده، شامل "توانایی کسب حاشیه سود" و "نسبت گردش حساب‌ها و اسناد دریافتنی" استفاده خواهد شد. شاخص اول، از طریق نسبت سود ناخالص به فروش کل و شاخص دوم از نسبت فروش کل به میانگین حساب‌ها و اسناد دریافتنی اندازه‌گیری می‌شود. از طریق سنجش این دو نسبت، راهبرد تجاری شرکت با یک متغیر مجازی تبیین می‌گردد.

به پیروی از تحقیق حبیب و حسن (۲۰۱۷) که با استفاده از نسبت‌ها، شاخص ترکیبی مناسب برای ارزیابی راهبرد تجاری شرکت ارائه دادند، هر دو نسبت برای همه مشاهدات (سال-شرکت) محاسبه گردیده، سپس به مقادیر بالای میانگین در هر نسبت، مقدار ۱ و مقادیر زیر آن، عدد ۰ اختصاص خواهد یافت. برای استراتژی اکتشافی، همزمان نسبت حاشیه سود بالا (مقادیر ۱ برای این نسبت) و نسبت گردش حساب‌های دریافتنی پایین (مقادیر ۰) جستجو خواهد شد و شرکت‌های دارای این ویژگی به‌طور همزمان، در گروه راهبرد اکتشافی دسته‌بندی خواهند شد. دربارهٔ **مورد** راهبرد تدافعی نیز، دو شرط همزمان نسبت گردش حساب‌های دریافتنی بالا (مقدار ۱) و نسبت حاشیه سود پایین (مقادیر ۰) در

1- Yuen
2- Yamin
3- Ortega

کل نمونه بررسی شده و شرکت‌های دارای این دو شرط همزمان، در گروه راهبرد تدافعی طبقه‌بندی خواهند گردید. سایر شرکت‌ها نیز در گروه میانه‌روی تحلیلگر دسته‌بندی می‌-- گردند که راهبرد خاصی را دنبال نکرده و ممکن است خصوصیتی از راهبرد تدافعی و خصوصیات دیگری از راهبرد اکتشافی را همزمان داشته باشند و مقدار ۰ می‌گیرند.

۳-۴. متغیر میانجی: محدودیت مالی

برای اندازه‌گیری این متغیر، به پیروی از پژوهش کاکس^۱ (۲۰۱۶) و با استناد به پژوهش پورعلیرضا و همکاران (۱۳۹۶) در محیط ایران، از شاخص FC استفاده خواهد شد. مدل این شاخص به شرح رابطه (۴) است:

رابطه (۴)

$$FC = 1.773771 - 1.831414 * ROA_{it} - 0.212055 * SIZE_{it} + 0.071841 * Q_{it} + 4.036668 * Cash_{it} - 0.191792 * SG_{it} - 0.544125 * WC_{it} + 4.522426 * OP_{it} + 0.395674 * SALE_{it} + 2.307683 * INT_{it}$$

بسیار محدودیت مالی است.

ROA_{it} : بازده دارایی‌ها که عبارت است از نسبت سود خالص به میانگین مجموع دارایی‌ها.

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت که عبارت است از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها.

Q_{it} : ارزش شرکت که عبارت است از مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها.

$Cash_{it}$: سطح نگهداشت وجه نقد که عبارت است از نسبت وجه نقد به مجموع دارایی‌ها.

SG_{it} : رشد فروش که عبارت است از تغییرات فروش سال جاری نسبت به سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل.

1- Cox

WC_{it} : سرمایه در گردش که عبارت است از دارایی جاری منهای بدهی جاری تقسیم بر مجموع دارایی‌ها.

OP_{it} : سود عملیاتی که عبارت است از نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها.

$SALE_{it}$: فروش شرکت که عبارت است از نسبت درآمد حاصل از فروش و خدمات به مجموع دارایی‌ها.

INT_{it} : هزینه‌های مالی که عبارت است از نسبت هزینه‌های مالی به مجموع بدهی‌ها. نحوه تخمین این مدل براساس پژوهش پورعلیرضا و همکاران (۱۳۹۶)، به این ترتیب است که با مرتب کردن مقادیر محاسبه شده این شاخص در چارک‌ها، شرکت‌ها به دو گروه با محدودیت مالی بالا و پایین تقسیم می‌شوند. شرکت‌هایی که در چارک اول (محدودیت مالی بالا) قرار بگیرند، عدد ۱ و در غیر این صورت، عدد صفر می‌گیرند.

۴-۴. متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی پژوهش حاضر، به شرح زیر می‌باشند:

۱. بازده فروش (ROS) : عبارت است از نسبت سود عملیاتی به مجموع فروش شرکت.
۲. اندازه هیئت مدیره $(BSIZE)$: عبارت است از تعداد کل اعضای هیئت مدیره شرکت.

۳. اهرم مالی (LEV) : عبارت است از نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌های شرکت.

۴. سن شرکت (AGE) : عبارت است از لگاریتم سال‌های سپری شده از زمان تأسیس شرکت.

۵. مدل‌های آزمون فرضیه‌های پژوهش

پس از آنکه متغیرها محاسبه شد، برای آزمون فرضیه اصلی اول پژوهش، از مدل رگرسیون به شرح رابطه (۵) استفاده خواهد شد.

$$\text{Risk}_{(i,t)} = \beta_0 + \beta_1 \text{BS}_{(i,t)} + \text{Controls}_{(i,t)} + \varepsilon_{(i,t)} \quad \text{رابطه (۵)}$$

که در این رابطه:

$\text{Risk}_{i,t}$: ریسک سقوط قیمت سهام شرکت i برای سال t می-باشد.

$\text{BS}_{i,t}$: استراتژی تجاری شرکت i برای سال t می-باشد که در فرضیه-های فرعی مربوط به فرضیه اصلی اول، متغیرهای استراتژی اکشنافای (Pros) و استراتژی تدافعی (DeFe) جایگزین این مؤلفه خواهند شد.

Controls_{it} : متغیرهای کنترلی مدل می-باشد.

ε_{it} : مقدار باقیمانده مدل می-باشد.

در رابطه فوق، برای آزمون فرضیه-های فرعی مربوط به فرضیه اصلی اول پژوهش، ضرایب β_1 بررسی خواهند شد. چنانچه این ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار باشند، فرضیه-های فرعی مزبور، رد نخواهند شد.

برای آزمون فرضیه اصلی دوم پژوهش، از مدل رگرسیون به شرح رابطه (۶) استفاده خواهد شد.

$$\text{FC}_{(i,t)} = \beta_0 + \beta_1 \text{BS}_{(i,t)} + \text{Controls}_{(i,t)} + \varepsilon_{(i,t)} \quad \text{رابطه (۶)}$$

که در این رابطه:

$\text{FC}_{i,t}$: محدودیت مالی شرکت i در سال t .

در رابطه فوق، برای آزمون فرضیه-های فرعی مرتبط با فرضیه اصلی دوم پژوهش، ضرایب β_1 بررسی خواهند شد. چنانچه این ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار باشند، فرضیه-های فرعی مزبور، رد نخواهند شد.

به منظور آزمون فرضیه اصلی سوم پژوهش، از مدل رگرسیون به شرح رابطه (۷) استفاده شده است.

$$\text{Risk}_{(i,t)} = \beta_0 + \beta_1 \text{FC}_{(i,t)} + \text{Controls}_{(i,t)} + \varepsilon_{(i,t)} \quad (\gamma)$$

در رابطه فوق، برای آزمون فرضیه اصلی سوم پژوهش، ضریب β_1 بررسی خواهد شد. چنانچه این ضریب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار باشد، فرضیه مزبور، رد نخواهد شد. به منظور آزمون فرضیه اصلی چهارم پژوهش، از مدل رگرسیون به شرح رابطه (۳-۸) استفاده شده است.

$$\text{Risk}_{(i,t)} = \beta_0 + \beta_1 \text{BS}_{(i,t)} + \beta_1 \text{FC}_{(i,t)} + \text{Controls}_{(i,t)} + \varepsilon_{(i,t)} \quad (\delta)$$

در رابطه فوق، برای آزمون فرضیه-های فرعی مرتبط با فرضیه اصلی چهارم پژوهش، ضرایب β_1 و β_2 بررسی خواهند شد. چنانچه مقدار ضریب β_1 در این فرضیه، نسبت به ضریب مزبور در فرضیه اصلی اول، کاهش یافته و از سوی دیگر، مقدار ضریب β_2 نیز در سطح اطمینان ۹۵ معنی-دار باشد، نقش میانجی متغیر محدودیت مالی تأیید شده و فرضیه های فرعی مزبور، رد نخواهند شد.

۶. یافته های پژوهش

۶-۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه-ای که برای پژوهش انتخاب شده است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه-و-تحلیل داده-های آماری، خلاصه-ای از آمار توصیفی متغیرها در جدول (۱) نشان داده شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	مقدار	آزمون جاک برای معناداری
Risk	-۰/۲۴۵	-۰/۲۲۳	۲/۴۳۱	-۳/۰۶۳	۱/۱۵۲	۱/۰۳۵	۰/۵۹۵
BSize	۶/۱۱۷	۶	۷	۵	۰/۳۲۱	۱۱۴۵/۴۲۰	۰/۰۰۰

LEV	۰/۵۷۷	۰/۵۵۶	۱/۲۴۹	۰/۱۵۵	۰/۲۲۸	۴۸/۱۱۶	۰/۰۰۰
ROS	۰/۱۶۷	۰/۱۴۶	۰/۵۳۱	-۰/۱۹۵	۰/۱۶۱	۸/۲۴۰	۰/۰۱۶
Age	۱/۶۳۵	۱/۶۷۲	۱/۸۱۱	۱/۳۴۲	۰/۱۲۰	۵۴/۸۸۳	۰/۰۰۰
متغیرهای صفر و یک							
متغیر	تعداد مشاهدات با عدد صفر	تعداد مشاهدات با عدد یک	کل مشاهدات				
Pros	۴۵۶ (۰/۶۰)	۳۰۴ (۰/۴۰)	۷۶۰				
Defe	۶۶۳ (۰/۸۷)	۹۷ (۰/۱۳)	۷۶۰				
FC	۵۷۰ (۰/۷۵)	۱۹۰ (۰/۲۵)	۷۶۰				

از بین شاخص‌های مرکزی بیان شده میانگین مهم‌ترین آن‌ها محسوب می‌شود که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. میانگین شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال، میانگین متغیر ریسک سقوط قیمت سهام (Risk) برابر با ۰/۲۴۵ - می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر، حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه نیز یکی از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانگونه که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، میانه متغیر اندازه هیئت مدیره (BSize) برابر با ۷ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌های این متغیر کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار می‌باشد. از سوی دیگر، معیار بیشینه و کمینه، به ترتیب، نشان‌دهنده بزرگترین و کوچکترین داده جمع‌آوری شده برای هر متغیر است. به عنوان مثال، بیشینه متغیر اهرم مالی (LEV)، برابر با ۱/۲۴۹ و مربوط به شرکت ایران خودرو در سال ۱۴۰۲ بوده و نشان می‌دهد که بدهی‌های شرکت مزبور، حدود یک و دو دهم برابر دارایی‌های آن بوده و شرکت با زیان انباشته مواجه است. کمینه متغیر بازده فروش (ROS) نیز، برابر با -۰/۱۹۵ و مرتبط با پارس خودرو در سال ۱۴۰۲ بوده و نشان می‌دهد که بازده شرکت (صرفاً) ناشی از فعالیت‌های عملیاتی، با رشد منفی در بازار مواجه بوده است. همچنین، آمار توصیفی متغیر دو ارزشی محدودیت مالی (FC)، حاکی از آن است که در ۱۹۰ مشاهده سال - شرکت، شرکت‌ها دچار محدودیت در دسترسی به منابع مالی هستند. از سوی دیگر، در ۳۰۴ مشاهده سال - شرکت، شرکت‌ها پیرو استراتژی تهاجمی

(Pros) بوده و در ۹۷ مشاهده سال - شرکت، شرکت-ها پیرو استراتژی تدافعی (DeFe) می باشند.

آزمون جاک-برا آزمونی است که برای بررسی نرمال بودن و یا نرمال نبودن توزیع داده‌ها بیشتر عمومیت دارد. همان‌طور که در جدول (۱) مشاهده می‌گردد، سطح معنی-داری در اکثریت متغیرها، کمتر از ۵ درصد هستند؛ پس در سطح اطمینان ۹۵ درصد، می-توان گفت این متغیرها دارای توزیع نرمال نیستند؛ ولی طبق قضیه حد مرکزی، ضرایب در داده‌های با تعداد مشاهدات بالا، نرمال محسوب می‌شوند، هرچند توزیع اجزا نرمال نباشد. به بیانی دیگر، مادامی که اندازه نمونه به اندازه کافی بزرگ باشد، نقض فرض نرمال بودن، مشکلی در نتایج برازش ایجاد نمی‌کند.

۶-۲. آزمون همبستگی بین متغیرهای پژوهش

جدول (۲)، ماتریس ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش را برای تمامی مشاهدات به‌صورت یکجا نشان می‌دهد. جهت بررسی همبستگی بین متغیرهای پژوهش، از همبستگی اسپیرمن استفاده شده است.

جدول (۲): همبستگی اسپیرمن بین متغیرهای تحقیق

متغیرها	Pros	DeFe	FC	BSize	LEV	ROS	Age
Pros	۱						
DeFe	-۰/۳۱۲	۱					
FC	۰/۰۵۵	-۰/۰۱۱	۱				
BSize	۰/۰۱۱	-۰/۰۰۴	-۰/۰۱۱	۱			
LEV	-۰/۲۰۷	۰/۰۳۰	۰/۰۲۶	-۰/۱۷۶	۱		
ROS	۰/۴۷۰	-۰/۰۷۵	۰/۰۰۵	۰/۰۶۴	-۰/۴۴۲	۱	
Age	۰/۰۸۸	-۰/۰۵۳	۰/۰۸۹	۰/۰۳۵	۰/۰۵۶	۰/۰۳۷	۱

نتایج مندرج در جدول (۲) نشان می‌دهد که بیشترین ضریب همبستگی، متعلق به همبستگی بین متغیرهای بازده فروش (ROS) و استراتژی تهاجمی (Pros)، با ضریب ۰/۴۷۰ است. از طرف دیگر، کمترین ضریب همبستگی نیز، متعلق به همبستگی بین متغیرهای استراتژی تدافعی (Defe) و اندازه هیئت مدیره (BSize)، با ضریب ۰/۰۰۴ - می‌باشد.

به‌طور کلی، با توجه به ضرایب احتمال و میزان همبستگی بین متغیرهای پژوهش در جدول (۲) می‌توان نتیجه گرفت که همبستگی معنادار شدیدی (بالای ۷۰٪) بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد. بنابراین، می‌تواند نشان از عدم وجود مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش نیز باشد.

۳-۶. یافته‌های پژوهش

۳-۶-۱. نتایج آزمون فروض کلاسیک و نوع داده‌های ترکیبی

۳-۶-۱-۱. آزمون همسانی واریانس‌ها

جهت بررسی همسانی واریانس، از آزمون ناهمسانی واریانس (LR) استفاده شده است، که نتایج این آزمون بشرح جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (LR)

مدل	مقدار آماره	معناداری	نتیجه
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی اول - استراتژی تهاجمی	۱۵۹/۵۳	۰/۰۰۰	ناهمسان
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی اول - استراتژی تدافعی	۱۶۰/۸۶	۰/۰۰۰	ناهمسان
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی سوم	۱۵۷/۸۲	۰/۰۰۰	ناهمسان
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی چهارم - استراتژی تهاجمی	۱۵۶/۶۶	۰/۰۰۰	ناهمسان
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی چهارم - استراتژی تدافعی	۱۵۷/۸۰	۰/۰۰۰	ناهمسان

با توجه به نتایج مندرج در جدول فوق، مشکل ناهمسانی واریانس‌ها در بین باقی مانده‌های مدل وجود داشته و بنابراین برای رفع مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) در مدل نهایی رگرسیون فرضیه‌های مزبور استفاده می‌شود.

۶-۳-۱-۲. آزمون عدم خودهمبستگی

جهت بررسی مشکل خودهمبستگی بین باقی مانده‌های مدل از آزمون وولدریج بشرح جدول (۴) استفاده شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون وولدریج (Wooldridge)

مدل	مقدار آماره	معناداری	نتیجه
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی اول - استراتژی تهاجمی	۲۰/۰۴۸	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی اول - استراتژی تدافعی	۱۹/۷۸۱	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی سوم	۲۱/۷۵۰	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی چهارم - استراتژی تهاجمی	۲۲/۰۵۸	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی چهارم - استراتژی تدافعی	۲۱/۷۴۸	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی

براساس نتیجه آزمون وولدریج، ملاحظه می‌گردد که مشکل خودهمبستگی میان باقی‌مانده‌های مدل فرضیه اول و سوم وجود دارد. برای رفع این مشکل، در تخمین مدل نهایی فرضیه اصلی اول، جمله $AR(1)$ به مدل افزوده شده و تخمین زده می‌شود.

۶-۳-۱-۳. انتخاب نوع مدل و الگوی مناسب از طریق آزمون F لیمر و هاسمن

جهت تعیین نوع داده‌های ترکیبی (تابلویی یا تلفیقی) از آزمون F لیمر و همچنین جهت تعیین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی داده‌های تابلویی نیز از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج این آزمون‌ها در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول (۵): نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون	F لیمر		هاسمن		نتیجه
	مقدار آماره	معناداری	نتیجه	مقدار آماره	معناداری
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی اول - استراتژی تهاجمی	۱/۸۱۱	۰/۰۰۰	تابلویی	۲۶/۶۲۴	۰/۰۰۰
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی اول - استراتژی تدافعی	۱/۸۲۶	۰/۰۰۰	تابلویی	۲۶/۶۸۳	۰/۰۰۰
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی سوم	۱/۷۹۲	۰/۰۰۰	تابلویی	۲۷/۴۸۶	۰/۰۰۰
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی چهارم - استراتژی تهاجمی	۱/۷۷۲	۰/۰۰۰	تابلویی	۲۴/۹۲۹	۰/۰۰۰
مدل رگرسیونی فرضیه اصلی چهارم - استراتژی تدافعی	۱/۷۸۵	۰/۰۰۰	تابلویی	۲۹/۴۱۷	۰/۰۰۰

با توجه به نتایج آزمون F لیمر و هاسمن، مشخص است که داده‌ها، تابلویی و از نوع اثرات ثابت می‌باشند.

۳-۲. نتایج نهایی آزمون فرضیه های پژوهش

۳-۲-۱. نتیجه نهایی آزمون فرضیه اصلی اول پژوهش

فرضیه اصلی اول پژوهش حاضر، به بررسی تأثیر استراتژی تجاری (تهاجمی و تدافعی) بر ریسک سقوط قیمت سهام می‌پردازد که نتایج نهایی آزمون این فرضیه، در جدول (۶) شرح زیر ارائه شده است.

جدول (۶): تأثیر استراتژی تجاری (تهاجمی و تدافعی) بر ریسک سقوط قیمت سهام

Risk				متغیر وابسته مدل: ریسک سقوط قیمت سهام			
فرضیه: فرعی اول		فرضیه: فرعی دوم		فرضیه: فرعی اول		فرضیه: فرعی دوم	
متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری	مقدار	ضریب	آماره t	معناداری

VIF				VIF				
-	۰/۹۴۷	۰/۰۶۵	۰/۱۷۰	-	۰/۸۸۹	۰/۱۳۹	۰/۳۷۶	β_0
-	-	-	-	۱/۲۴	۰/۰۱۹	۲/۳۴۷	۰/۰۷۶	Pros
۱/۰۱	۰/۰۱۱	-۲/۵۲۵	-۰/۱۲۳	-	-	-	-	Defe
۱/۰۴	۰/۱۳۰	۱/۵۱۵	۰/۱۵۵	۱/۰۴	۰/۱۲۴	۱/۵۳۸	۰/۱۴۹	BSize
۱/۳۷	۰/۰۰۰	۶/۲۹۲	۰/۱۱۶	۱/۳۷	۰/۰۰۰	۶/۶۷۲	۰/۱۰۳	LEV
۱/۳۴	۰/۰۰۹	-۲/۵۸۸	-۰/۰۷۴	۱/۵۵	۰/۰۱۶	-۲/۴۱۷	-۰/۱۱۸	ROS
۱/۰۱	۰/۶۵۵	-۰/۴۴۶	-۰/۷۶۷	۱/۰۱	۰/۶۲۵	-۰/۴۸۸	-۰/۸۷۶	Age
	(۰/۰۰۰) ۲/۴۸۲				(۰/۰۰۰) ۲/۴۸۳			آماره F
								(معناداری)
	۰/۶۰۵				۰/۵۹۳			ضریب تعیین
	۰/۵۹۵				۰/۵۸۴			ضریب تعیین
								تعدیل شده
	۱/۸۷۵				۱/۸۷۰			آماره دوربین - واتسون

نتایج حاصل از تخمین مدل مربوط به فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی اول پژوهش مبنی بر تأثیر استراتژی تهاجمی بر ریسک سقوط قیمت سهام با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته، نشان می‌دهد که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده (P-Value = ۰/۰۰۰) و مقدار R2 تعدیل شده برابر ۰/۵۸۴ می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی بیان می‌گردد. ضریب برآوردی **مورد-نظر-موردنظر** در این مدل β_1 (Pros) است که نشان می‌دهد به ازای یک واحد افزایش در میزان استراتژی تهاجمی، احتمال ریسک سقوط قیمت سهام، به اندازه ۰/۰۷۶ افزایش خواهد یافت. از سوی دیگر، این متغیر در سطح اطمینان **مورد-نظر-موردنظر**، معنی‌دار می‌باشد (P-Value = ۰/۰۱۹) و ضریب مثبت این متغیر، گویای آن است که استراتژی تهاجمی شرکت، منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردد. در نتیجه فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی اول تحقیق رد نمی‌شود. همچنین، مقدار آماره آزمون VIF برای تمامی متغیرهای توضیحی، زیر ۵ بوده و حاکی از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای پژوهش است. از طرف دیگر، از بین متغیرهای کنترلی، ملاحظه می‌گردد

که متغیر اهرم مالی (LEV)، تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام داشته و متغیر بازده فروش (ROS) نیز، تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل مربوط به فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی اول پژوهش مبنی بر تأثیر استراتژی تدافعی بر ریسک سقوط قیمت سهام با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته، نشان می‌دهد که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده ($P\text{-Value} = ۰/۰۰۰$) و مقدار R^2 تعدیل شده برابر ۰/۵۹۵ می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۶۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی بیان می‌گردد. ضریب برآوردی **مورد-نظر-موردنظر** در این مدل β_1 (Defe) است که نشان می‌دهد به ازای یک واحد افزایش در میزان استراتژی تدافعی، احتمال ریسک سقوط قیمت سهام، به اندازه ۰/۱۲۳ کاهش خواهد یافت. از سوی دیگر، این متغیر در سطح اطمینان **مورد-نظر-موردنظر**، معنی‌دار می‌باشد ($P\text{-Value} = ۰/۰۱۱$) و ضریب منفی این متغیر، گویای آن است که استراتژی تدافعی شرکت، منجر به کاهش ریسک سقوط قیمت سهام می‌گردد. در نتیجه فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی اول تحقیق رد نمی‌شود. همچنین، مقدار آماره آزمون VIF برای تمامی متغیرهای توضیحی، زیر ۵ بوده و حاکی از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای پژوهش است. از طرف دیگر، از بین متغیرهای کنترلی، ملاحظه می‌گردد که متغیر اهرم مالی (LEV)، تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام داشته و متغیر بازده فروش (ROS) نیز، تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

۲-۳-۶. نتیجه نهایی آزمون فرضیه اصلی دوم پژوهش

فرضیه اصلی دوم پژوهش حاضر، به بررسی تأثیر استراتژی تجاری بر محدودیت مالی می‌پردازد که نتایج نهایی آزمون این فرضیه، در جدول (۷) بشرح زیر ارائه شده است.

جدول (۷): تأثیر استراتژی تجاری بر محدودیت مالی

متغیر وابسته مدل: محدودیت مالی				FC	
فرضیه: فرعی اول		فرضیه: فرعی دوم			
ضریب	آماره t	معناداری	مقدار	ضریب	آماره t
متغیرها					

VIF				VIF				
-	۰/۰۶۸	-۱/۸۱۹	-۳/۳۲۷	-	۰/۰۶۶	-۱/۸۳۸	-۳/۳۵۸	β_0
-	-	-	-	۱/۲۴	۰/۰۳۵	۲/۱۰۲	۰/۰۳۹	Pros
۱/۰۱	۰/۰۰۱	-۳/۲۸۶	-۰/۰۴۱	-	-	-	-	Defe
۱/۰۴	۰/۸۰۴	-۰/۲۴۸	-۰/۰۶۷	۱/۰۴	۰/۸۴۰	-۰/۲۰۱	-۰/۰۵۴	BSize
۱/۳۷	۰/۰۰۹	۲/۵۹۷	۰/۳۳۲	۱/۳۷	۰/۰۰۰	۴/۰۳۵	۰/۳۶۱	LEV
۱/۳۴	۰/۰۰۰	-۳/۷۹۴	-۰/۰۶۹	۱/۵۵	۰/۰۰۱	-۳/۱۴۶	-۰/۵۴۱	ROS
۱/۰۱	۰/۰۴۱	۲/۰۳۵	۱/۴۶۱	۱/۰۱	۰/۰۵۴	۱/۹۲۶	۱/۳۸۲	Age
(۰/۰۰۰) ۱۵/۵۱۱				(۰/۰۰۰) ۱۸/۹۴۲				آماره LR
								(معناداری)
۰/۵۸۴				۰/۵۲۲				ضریب تعیین مک
								فادن
(۰/۱۲۴) ۱۲/۶۵۵				(۰/۱۷۴) ۱۰/۵۸۷				آماره هاسمر -
								لمشو (معناداری)
(۰/۱۰۰) ۱۵/۹۵۹				(۰/۱۲۱) ۱۴/۰۹۷				آماره اندروز
								(معناداری)

نتایج حاصل از تخمین مدل مربوط به فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی دوم پژوهش مبنی بر تأثیر استراتژی تهاجمی بر محدودیت مالی با استفاده از رگرسیون لاجیت، نشان می‌دهد که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده ($P\text{-Value} = ۰/۰۰۰$) و مقدار R^2 مک فادن برابر ۰/۵۲۲ می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۵۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی توسط تبیین می‌شود. عدم معناداری آزمون‌های هاسمر-لمشو ($P\text{-Value} = ۰/۱۷۴$) و اندروز ($P\text{-Value} = ۰/۱۲۱$)، نشان از نیکویی برازش مدل داشته و اعتبار نتایج مدل را تأیید می‌نماید. ضریب برآوردی مورد-نظر در این مدل β_1 (Pros) است که نشان می‌دهد به ازای یک واحد افزایش در میزان استراتژی تهاجمی، سطح محدودیت مالی شرکت، به اندازه ۰/۰۳۹ افزایش خواهد یافت. از سوی دیگر، این متغیر در سطح اطمینان **مورد-نظر مورد نظر**، معنی‌دار می‌باشد ($P\text{-Value} = ۰/۰۳۵$) و ضریب مثبت این متغیر گویای آن است که استراتژی تهاجمی، منجر به افزایش محدودیت مالی می‌گردد. در نتیجه فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی دوم پژوهش رد نمی‌شود. همچنین، مقدار آماره آزمون VIF برای تمامی متغیرهای توضیحی، زیر ۵

بوده و حاکی از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای پژوهش است. از سوی دیگر، از بین متغیرهای کنترلی، ملاحظه می-گردد که متغیر اهرم مالی (LEV)، تأثیر مثبت و معناداری بر محدودیت مالی داشته و متغیر بازده فروش (ROS) نیز، تأثیر منفی و معناداری بر محدودیت مالی دارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل مربوط به فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی دوم پژوهش مبنی بر تأثیر استراتژی تدافعی بر محدودیت مالی با استفاده از رگرسیون لاجیت، نشان می-دهد که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده ($P\text{-Value} = ۰/۰۰۰$) و مقدار R^2 مک فادن برابر $۰/۵۸۴$ می باشد که نشان می-دهد حدود ۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی توسط تبیین می-شود. عدم معناداری آزمونهای هاسمر-لمشو ($P\text{-Value} = ۰/۱۲۴$) و اندروز ($P\text{-Value} = ۰/۱۰۰$)، نشان از نیکویی برازش مدل داشته و اعتبار نتایج مدل را تأیید می-نماید. ضریب برآوردی **مورد-نظر مورد نظر** در این مدل β_1 (Defe) است که نشان می-دهد به ازای یک واحد افزایش در میزان استراتژی تدافعی، سطح محدودیت مالی شرکت، به اندازه $۰/۰۴۱$ کاهش خواهد یافت. از سوی دیگر، این متغیر در سطح اطمینان **مورد-نظر مورد نظر**، معنی دار می باشد ($P\text{-Value} = ۰/۰۰۱$) و ضریب منفی این متغیر گویای آن است که استراتژی تدافعی، منجر به کاهش محدودیت مالی می-گردد. در نتیجه فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی دوم پژوهش رد نمی-شود. همچنین، مقدار آماره آزمون VIF برای تمامی متغیرهای توضیحی، زیر ۵ بوده و حاکی از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای پژوهش است. از سوی دیگر، از بین متغیرهای کنترلی، ملاحظه می-گردد که متغیر اهرم مالی (LEV)، تأثیر مثبت و معناداری بر محدودیت مالی داشته و متغیر بازده فروش (ROS) نیز، تأثیر منفی و معناداری بر محدودیت مالی دارد.

۳-۲-۳-۶. نتیجه نهایی آزمون فرضیه اصلی سوم پژوهش

فرضیه اصلی سوم پژوهش حاضر، به بررسی تأثیر محدودیت مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام می-پردازد که نتایج نهایی آزمون این فرضیه، در جدول (۸) بشرح زیر ارائه شده است.

جدول (۸): تأثیر محدودیت مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام

Risk	متغیر وابسته مدل: ریسک سقوط قیمت سهام
------	---------------------------------------

متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری	مقدار VIF
β_0	-۰/۱۹۰	-۰/۰۷۶	۰/۹۳۹	-
FC	۰/۱۳۰	۲/۱۸۱	۰/۰۲۹	۱/۰۱
BSize	۰/۱۴۰	۱/۴۴۴	۰/۱۴۹	۱/۰۴
LEV	۰/۰۶۹	۲/۹۴۸	۰/۰۰۴	۱/۳۷
ROS	-۰/۰۴۱	-۲/۷۴۱	۰/۰۰۶	۱/۳۳
Age	-۰/۴۶۹	-۰/۲۸۲	۰/۷۷۷	۱/۰۱
آماره F (معناداری)	۲/۴۹۹ (۰/۰۰۰)			
ضریب تعیین	۰/۵۶۴			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۵۰			
آماره دوربین - واتسون	۱/۸۸۲			

نتایج حاصل از تخمین مدل مربوط به فرضیه اصلی سوم پژوهش مبنی بر تأثیر محدودیت مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته، نشان می دهد که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بوده ($P\text{-Value} = ۰/۰۰۰$) و مقدار R^2 تعدیل شده برابر ۰/۵۵۰ می باشد که نشان می دهد حدود ۵۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی بیان می گردد. ضریب برآوردی مورد نظر در این مدل β_1 (Defe) است که نشان می دهد به ازای یک واحد افزایش در میزان محدودیت مالی، احتمال ریسک سقوط قیمت سهام، به اندازه ۰/۱۳۰ افزایش خواهد یافت. از سوی دیگر، این متغیر در سطح اطمینان مورد نظر در نظر می باشد ($P\text{-Value} = ۰/۰۲۹$) و ضریب مثبت این متغیر، گویای آن است که محدودیت مالی، منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می گردد. در نتیجه فرضیه اصلی سوم تحقیق رد نمی شود. همچنین، مقدار آماره آزمون VIF برای تمامی متغیرهای توضیحی، زیر ۵ بوده و حاکی از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای پژوهش است. از طرف دیگر، از بین متغیرهای کنترلی، ملاحظه می گردد که متغیر اهرم مالی (LEV)، تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام داشته و متغیر بازده فروش (ROS) نیز، تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

۶-۳-۲-۴. نتیجه نهایی آزمون فرضیه اصلی چهارم پژوهش

فرضیه اصلی چهارم پژوهش حاضر، به بررسی تأثیر استراتژی تجاری (تهاجمی و تدافعی) بر ریسک سقوط قیمت سهام از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی می‌پردازد که نتایج نهایی آزمون این فرضیه، در جداول (۹) و (۱۰) بشرح زیر ارائه شده است.

جدول (۹): تأثیر استراتژی تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی

متغیر وابسته مدل: ریسک سقوط قیمت سهام								Risk
فرضیه: فرعی اول				فرضیه: فرعی دوم				
ضریب	آماره t	معناداری	مقدار VIF	ضریب	آماره t	معناداری	مقدار VIF	متغیرها
-۰/۱۱۱	-۰/۰۴۴	-	-	-۰/۳۰۸	-۰/۱۲۷	-	-	β_0
-۰/۰۳۴	۳/۲۲۱	-	۱/۲۵	-	-	-	-	Pros
-	-	-	-	-۰/۱۰۹	-۳/۵۲۸	-	۱/۰۱	Defe
-۰/۱۱۵	۶/۳۱۰	-	۱/۰۱	-۰/۱۲۱	۴/۹۷۰	-	۱/۰۱	FC
-۰/۱۳۷	۱/۴۹۴	-	۱/۰۴	-۰/۱۴۲	۱/۴۶۸	-	۱/۰۴	BSize
-۰/۰۶۴	۳/۰۷۰	-	۱/۳۷	-۰/۰۷۷	۲/۳۳۲	-	۱/۳۷	LEV
-۰/۰۶۸	-۳/۴۹۳	-	۱/۵۵	-۰/۰۲۱	-۳/۰۲۳	-	۱/۳۴	ROS
-۰/۵۰۰	-۰/۲۹۷	-	۱/۰۱	-۰/۳۹۶	-۰/۲۴۵	-	۱/۰۱	Age
(۰/۰۰۰) ۲/۴۶۱				(۰/۰۰۰) ۲/۴۶۱				آماره F (معناداری)
۰/۶۶۱				۰/۶۵۱				ضریب تعیین
۰/۶۵۱				۰/۶۴۹				ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۸۸۲				۱/۸۸۷				آماره دوربین - واتسون

جدول (۱۰): نتایج آزمون سوبل

متغیر مستقل	متغیر میانجی	متغیر وابسته	آماره t	معناداری	نتیجه
استراتژی تهاجمی	محدودیت مالی	ریسک سقوط قیمت سهام	۱/۹۹۴	۰/۰۴۶	تأیید نقش میانجی
استراتژی تدافعی	محدودیت مالی	ریسک سقوط قیمت سهام	۲/۷۴۶	۰/۰۰۶	تأیید نقش میانجی

نتایج حاصل از تخمین مدل مربوط به فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی چهارم پژوهش مبنی بر تأثیر استراتژی تهاجمی بر ریسک سقوط قیمت سهام از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته، نشان می‌دهد که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده ($P\text{-Value} = ۰/۰۰۰$) و مقدار R^2 تعدیل شده برابر $۰/۶۵۱$ می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۶۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی بیان می‌گردد. ضرایب برآوردی **مورد نظر مورد نظر** در این مدل، $\beta 1$ (Pros) و $\beta 2$ (FC) هستند که نشان می‌دهند تأثیر استراتژی تهاجمی (Pros) و محدودیت مالی (FC) بر ریسک سقوط قیمت سهام، معنی‌دار بوده و از طرف دیگر، با توجه به اینکه مقدار ضریب استراتژی تهاجمی (Pros) در این مدل ($۰/۰۳۴$)، نسبت به مقدار ضریب این متغیر در مدل آزمون فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی اول ($۰/۰۷۶$)، کاهش یافته است، در نتیجه نقش میانجی جزئی محدودیت مالی تأیید می‌گردد. در حقیقت در حضور متغیر محدودیت مالی، بخشی از تأثیر استراتژی تهاجمی بر ریسک سقوط قیمت سهام، از طریق محدودیت مالی قابل تبیین خواهد بود. همچنین، معناداری آزمون سوبل نیز، تأیید-کننده نقش میانجی متغیر محدودیت مالی می‌باشد. در نتیجه فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی چهارم پژوهش رد نمی‌شود. همچنین، مقدار آماره آزمون VIF برای تمامی متغیرهای توضیحی، زیر ۵ بوده و حاکی از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای پژوهش است. از سوی دیگر، از بین متغیرهای کنترلی، ملاحظه می‌گردد که متغیر اهرم مالی (LEV)، تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام داشته و متغیر بازده فروش (ROS) نیز، تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل مربوط به فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی چهارم پژوهش مبنی بر تأثیر استراتژی تدافعی بر ریسک سقوط قیمت سهام از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته، نشان می‌دهد که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده ($P\text{-Value} = ۰/۰۰۰$) و مقدار R^2 تعدیل شده برابر $۰/۶۴۹$ می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۶۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته،

توسط متغیرهای توضیحی بیان می-گردد. ضرایب برآوردی **مورد-نظر-مدل** در این مدل، β_1 (Defe) و β_2 (FC) هستند که نشان می-دهند تأثیر استراتژی تدافعی (Defe) و محدودیت مالی (FC) بر ریسک سقوط قیمت سهام، معنی دار بوده و از طرف دیگر، با توجه به اینکه مقدار ضریب استراتژی تدافعی (Defe) در این مدل (۰/۱۰۹)، نسبت به مقدار ضریب این متغیر در مدل آزمون فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی اول (۰/۱۲۳)، کاهش یافته است، در نتیجه نقش میانجی جزئی محدودیت مالی تأیید می-گردد. در حقیقت در حضور متغیر محدودیت مالی، بخشی از تأثیر استراتژی تدافعی بر ریسک سقوط قیمت سهام، از طریق محدودیت مالی قابل تبیین خواهد بود. همچنین، معناداری آزمون سوبل نیز، تأیید-کننده نقش میانجی متغیر محدودیت مالی می-باشد. در نتیجه فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی چهارم پژوهش رد نمی-شود. همچنین، مقدار آماره آزمون VIF برای تمامی متغیرهای توضیحی، زیر ۵ بوده و حاکی از عدم-وجود همخطی شدید بین متغیرهای پژوهش است. از سوی دیگر، از بین متغیرهای کنترلی، ملاحظه می-گردد که متغیر اهرم مالی (LEV)، تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام داشته و متغیر بازده فروش (ROS) نیز، تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

۷. بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش به بررسی تأثیر استراتژی تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام با توجه به نقش میانجی محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است.

فرضیه اصلی اول تحقیق به این صورت بیان شد که استراتژی تجاری (تهاجمی/تدافعی) بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد. نتایج حاصل از تحلیل‌های آماری، بیانگر این موضوع بود که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، استراتژی تهاجمی (تدافعی)، تأثیر مثبت (منفی) و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. در حقیقت، شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی که در مرزهای دانش در صنعت خود حرکت می-کنند و دست به فعالیت‌های با

درجه ابهام بالاتری نسبت به شرکت-های تدافعی و یا تحلیلگر و میانه-رو می-زنند، استعداد بیشتری برای گزارشگری مالی انحراف-آمیز داشته و بدلالی مانند انگیزه-ها، فرصت-ها و در مجموع به-خاطر محیط اطلاعاتی ضعیف، این شرکت-ها بیشتر احتمال دارد که با سقوط سهام در آینده مواجه شوند. به عبارت بهتر، شرکت-های دارای استراتژی تهاجمی، به شدت بر روی ایده-های نوآورانه هزینه می-کنند که از یک سو، موجبات رشد سریع را فراهم کرده و از دیگر سو، احتمال بی-نظمی و ایجاد اطلاعات نادرست به دلیل ریسک عدم-اطمینان آتی را افزایش می-دهد. چنین عدم-شفافیتی، همسو با تئوری علامت-دهی، یکی از عوامل کلیدی مؤثر بر ریسک سقوط قیمت سهام است. در نقطه مقابل، شرکت-های دارای استراتژی تدافعی، گزارشگری مالی شفاف-تری داشته و بنابراین، ریسک سقوط قیمت سهام کمتری را تجربه خواهند کرد. مکانیزم‌های ضعیف‌تر کنترل داخلی در شرکت-های دارای استراتژی تجاری تهاجمی، شناسایی بی-نظمی‌های گزارشگری و تقلب‌های احتمالی را دشوار ساخته و در نتیجه، انباشت و پنهان-سازی اخبار نامطلوب و بد در این شرکت-ها، تسهیل می‌گردد. زمانی-که اخبار نامطلوب، به یکباره به بازار عرضه می‌شود، ریسک سقوط قیمت سهام نیز افزایش خواهد یافت. وجود گردش شفاف اطلاعات و نیز محیط کنترلی بهینه در شرکت-های دارای استراتژی تجاری تدافعی، مانع از گزارشگری مالی متقلبانه و در نتیجه تضعیف کیفیت آن می‌شود. بنابراین، به دلیل وجود شفافیت اطلاعاتی، ریسک سقوط قیمت سهام در چنین شرکت-هایی، پایین-تر خواهد بود. نتایج حاصل از این پژوهش، با نتیجه بدست آمده از پژوهش‌های اومارا و راشد (۲۰۲۴)، ژائو همکاران (۲۰۲۳)، ژو و همکاران (۲۰۲۲)، سافی و همکاران (۲۰۲۱) و حاجیها و رنجبر ناوی (۱۳۹۷) همراستا می‌باشد.

فرضیه اصلی دوم تحقیق به این صورت بیان شد که استراتژی تجاری (تهاجمی/تدافعی) بر محدودیت مالی تأثیر دارد. نتایج حاصل از تحلیل-های آماری، بیانگر این موضوع بود که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، استراتژی تهاجمی (تدافعی)، تأثیر مثبت (منفی) و معناداری بر محدودیت مالی دارد. در این راستا، شرکت-های پیرو استراتژی تهاجمی، با توجه به عدم-

اطمینان-های بالقوه موجود در محیط فعالیت خود، با عدم-تقارن اطلاعاتی بالاتری مواجه هستند. در این راستا، عدم-افشای به موقع اطلاعات و نیز نابرابری در توزیع اطلاعات خاص شرکت، موجب کاهش رتبه اعتباری شرکت در بازار شده و تأمین-کنندگان اعتبار، نرخ بهره بالاتری برای چنین شرکت-هایی در نظر می-گیرند. این امر، موجب محدودیت در دسترسی به منابع تأمین مالی جهت انجام سرمایه-گذاری-های برای شرکت-های دارای استراتژی تجاری تهاجمی خواهد شد. در نقطه مقابل، به دلیل سطح بالای شفافیت اطلاعاتی موجود در محیط گزارشگری شرکت-های پیرو استراتژی تدافعی، تأمین-کنندگان ریسک اعتباری و نیز ریسک نکول کمتری برای این شرکت-ها در نظر می-گیرند. بنابراین، محدودیت مالی در شرکت-های دارای استراتژی تدافعی، کمتر خواهد بود. نتایج حاصل از این پژوهش، با نتیجه بدست آمده از پژوهش-های اومارا و راشد (۲۰۲۴) و فالاوینگنا و همکاران (۲۰۲۴) همراستا می-باشد.

فرضیه اصلی سوم تحقیق به این صورت بیان شد که محدودیت مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد. نتایج حاصل از تحلیل-های آماری، بیانگر این موضوع بود که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، محدودیت مالی، تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. در این راستا، با توجه به فرضیه عدم-تقارن اطلاعاتی و با افزایش میزان محدودیت در تأمین منابع مالی، نیاز این شرکت-ها به تأمین مالی خارجی شدت گرفته و در نتیجه احتمالاً مدیران این شرکت-ها برای خوب جلوه دادن وضعیت شرکت، اقدام به انباشت اخبار بد کنند. این اقدام، باعث کاهش کیفیت اطلاعات شده و مسبب عدم-تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران خواهد شد. با این حال، نگهداشت اخبار بد در شرکت برای مدیران، تا آستانه معینی قابل انجام بوده و در زمان انتشار این اخبار در بازار، رخداد محتمل، خطر ریزش قیمت سهام شرکت های دارای محدودیت مالی می-باشد. نتایج حاصل از این پژوهش، با نتیجه بدست آمده از پژوهش های آچیمپونگ و همکاران (۲۰۲۵)، اومارا و راشد (۲۰۲۴)، طهماسبی (۱۴۰۳) و حسینی و همکاران (۱۳۹۹) همراستا می-باشد.

فرضیه اصلی چهارم تحقیق به این صورت بیان شد که استراتژی تجاری (تهاجمی/تدافعی) از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی، بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد. نتایج حاصل از تحلیل-های آماری، بیانگر این موضوع بود که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، استراتژی تهاجمی (تدافعی) از طریق اثرگذاری بر محدودیت مالی، تأثیر مثبت (منفی) و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. در حقیقت، با عنایت به وجود فعالیت-های تحقیق و توسعه وسیع در شرکت های دارای استراتژی تهاجمی، اجرای این نوآوری-ها نیازمند منابع مالی می-باشد. با این-حال، به دلیل عدم-اطمینان ناشی از مبهم بودن نتیجه این فعالیت-ها، تأمین-کنندگان اعتبار، ریسک عدم-پرداخت بالایی برای اعتبارهای اعطایی به این شرکت-ها تخصیص داده و در این حالت، توانایی استقراض و تأمین مالی در این شرکت ها تضعیف می گردد. برای مقابله با این وضعیت، شرکت-ها سعی در پنهان-سازی و انباشت اطلاعات نامطلوب در خصوص نتایج عملیات تحقیق و توسعه کرده و با افشای نهایی اطلاعات در گزارش-های مالی سالانه، احتمال سقوط قیمت سهام در این دسته از شرکت-ها افزایش می یابد. در نقطه مقابل، به دلیل پایین بودن سطح فعالیت-های تحقیق و توسعه در شرکت های پیرو استراتژی تدافعی و در نتیجه نبود عدم-اطمینان نسبت به عملکرد، وضعیت اعتباری مطلوبی برای این شرکت از جانب تأمین-کنندگان متصور بوده و در نتیجه این شرکت-ها توانایی دسترسی به منابع مالی با شرایط بهینه-تری را دارند. در نقطه مقابل، وجود منابع مالی برای پیاده-سازی برنامه-های عملیاتی و سرمایه-گذاری، منجر به افزایش سطح کیفی گردش اطلاعات شده و این شرکت ها به منظور جلوگیری از ریزش مشتریان بالفعل خود، سطح بالایی از افشای اطلاعات در محیط گزارشگری را دارند. بنابراین، با عنایت به سطح شفافیت اطلاعاتی و در نتیجه کاهش انباشت اطلاعات نامطلوب پیرامون عملیات شرکت، ریسک سقوط در سطح پایینی قرار خواهد داشت. نتایج حاصل از این پژوهش، با نتیجه بدست آمده از پژوهش های اومارا و راشد (۲۰۲۴) همراستا می باشد.

براساس نتایج حاصل از این پژوهش، پیشنهادات زیر مطرح می-گردد:

✓ در راستای تأثیرگذاری استراتژی تجاری در تحقیق حاضر، اهمیت توجه به آن مشخص می-گردد. با توجه به اینکه سیاست-گذاری استراتژیک شرکت، باعث ایجاد موقعیت رقابتی بهینه برای آن در سطح بازار می-شود، **بنابراین** به مدیران شرکت-های بورسی پیشنهاد می-گردد که اهمیت توجه به استراتژی-های تجاری را درک **کنند** و از طریق استفاده از تکنیک-های چون SWOT¹، از آنها برای ایجاد تمایز در سطح بازارهای رقابتی و در نتیجه ارزش آفرینی استفاده نمایند.

✓ همچنین به سرمایه-گذاران بازار سرمایه پیشنهاد می-گردد با توجه به استراتژی-های انتخابی شرکت در خصوص فرایندهای عملیاتی، سبد بهینه سرمایه گذاری را انتخاب **کنند** و از این طریق، بازده مطلوبی را برای افق سرمایه-گذاری بلندمدت خود فراهم آورند.

✓ در راستای تأثیرگذاری محدودیت مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام در تحقیق حاضر، اهمیت توجه به آن مشخص می-گردد. نتایج تحقیق حاکی از آن است که محدودیت در تأمین مالی با ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معکوس دارد؛ لذا بر همین اساس به سرمایه-گذاران یا اعتباردهندگان واحدهای تجاری پیشنهاد می-شود تا در هنگام تصمیم-گیری در حوزه-های سرمایه-گذاری یا اعتباردهی، مؤلفه محدودیت مالی را تا حد امکان مدنظر قرار دهند تا از وارد شدن زیان-های محتمل، جلوگیری به عمل آورند.

همچنین، به پژوهشگران آتی پیشنهاد می-گردد که موضوعات زیر را برای انجام پژوهش در نظر بگیرند:

✓ پیشنهاد می-گردد تأثیر ساختار مالکیت (نهادی، مدیریتی، دولتی و ...) بر رابطه بین استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار گیرد.

- ✓ پیشنهاد می-گردد تأثیر استراتژی تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام طی مراحل مختلف چرخه عمر شرکت مورد بررسی قرار گیرد.
- ✓ پیشنهاد می-گردد تأثیر استراتژی تجاری بر ریسک سقوط قیمت سهام با توجه به نقش میانجی کیفیت افشا مورد بررسی قرار گیرد.
- ✓ پیشنهاد می-گردد تأثیر کیفیت کنترل های داخلی بر رابطه بین محدودیت مالی و ریسک سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار گیرد.

۸. منابع

الف. منابع فارسی

- برادران حسن زاده، رسول و تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۸). تأثیر استراتژی متنوع سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر هزینه های نمایندگی. دانش حسابداری، مقالات آماده انتشار.
- جهان تیغ، مجید؛ شاکری، جمیله و سیدی نژاد، بهناز. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر عدم اطمینان اقتصادی و ریسک سقوط قیمت سهام با توجه به نقش میانجی سرمایه فکری. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۶(۸۳)، ۲۱۸-۲۴۲.
- حاجی علیزاده، معصومه و جعفرزاده بی شک، محمدصادق. (۱۴۰۰). ارتباط بین استراتژی نوآوری شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر عامل رفتاری مدیران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۳(۲۱)، ۸۰-۹۶.
- حاجیه، زهره و رنجبر ناوی، رستم. (۱۳۹۷). تأثیر استراتژی تجاری و بیش ارزشگذاری سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام. پژوهش های حسابداری مالی، ۱۰(۲)، ۴۵-۶۴.
- حسینی، سیده منصوره؛ حسنی، عادل و خوشکار، فرزین. (۱۳۹۹). تأثیر محدودیت مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیلی اجتناب مالیاتی و حاکمیت شرکتی. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۲(۲۰)، ۶۶-۸۰.
- رضایی، فرزین و عازم، حامد. (۱۳۹۱). تأثیر شدت رقابتی و راهبرد تجاری بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکتها. حسابداری مدیریت، ۱۲، ۱۱۱-۱۱۹.

شاکر طاهری، سیدحسین و خداویسی، بهنام. (۱۴۰۴). تأثیر عدم قطعیت اقتصادی بر ریسک نقد شوندگی و سقوط قیمت سهام در بانکهای بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۱۰۱(۸)، ۱۱۷-۱۳۲.

طهماسبی، افسانه. (۱۴۰۳). مطالعه تأثیر اندازه حسابرس بر رابطه بین محدودیت مالی و خطر سقوط قیمت سهام. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۹۲(۷)، ۱۸۶-۱۹۹.

فلاح کهن، معصومه. (۱۴۰۱). تأثیر مدیریت سود واقعی در افزایش ریسک سقوط قیمت سهام با لحاظ کردن نقش بیش اعتمادی مدیران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۸۵(۶)، ۱۵-۲۶.

ب. منابع غیرفارسی

- Bentley, K.A., Omer, T. & Sharp, N.Y. (2013). Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemporary Accounting Research*, 30(2).
- Cao, F., Sun, J., & Yuan, R. (2019). Board Directors with Foreign Experience and Stock Price Crash Risk: Evidence from China. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1-27.
- Chenhall, R.H. (2003). Management control systems design within its organizational context: Findings from contingency-based research and directions for the future. *Accounting, Organizations and Society*, 28(2), 127-168.
- Cox, G.W. (2016). *Marketing sovereign promises: Monopoly brokerage and the growth of the English state*. New York, NY: Cambridge University Press.
- Falavigna, G., Giannini, V., & Ippoliti, R. (2024). Internationalization and financial constraints: Opportunities, obstacles, and strategies. *International Economics*, 179, Article 100510.
- Fisher, J. (1995). Contingency-based research on management control systems: Categorization by level of complexity. *Journal of Accounting Literature*, 14, 24-53.
- Habib, A., & Hasan, M.M. (2017). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 39, 389-405.
- Hutton, A.P., Marcus, A.J., & Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67-86.
- Jia, N. (2018). Corporate Innovation Strategy and Stock Price Crash Risk. *Journal of Corporate Finance*, 53, 155-173.
- Jin, L., & Myers, S.C. (2006). R2 around the World: New Theory and New Tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Kim, J.B., Li, L., Lu, L., & Yu, Y. (2016). Financial Statement Comparability and Expected Crash Risk. *Journal of Accounting and Economics*, 61(2-3), 294-312.
- Kothari, S.P., Shu, S., & Wysocki, P.D. (2009). Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.

- Li, Z., Li, P., Zhao, X., & Tu, Z. (2022). Business Strategy and Environmental Information Disclosure Quality: Empirical Evidence from Chinese Heavy Pollution Listed Firms. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 19(14), 8325.
- Liang, Q., Ling, L., Tang, J., Zeng, H., & Zhuang, M. (2020). Managerial overconfidence, firm transparency, and stock price crash risk: Evidence from an emerging market, *China Finance Review International*, 10(3), 271-296.
- Miles, R.E., & Snow, C.C. (2003). *Organizational strategy, structure, and process*. Stanford, CA: Stanford University Press.
- Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Omara, M.R., & Rashed, A. (2024). Business strategy and stock price crash risk: The mediating role of financial constraints. *Investment Management and Financial Innovations*, 21(3), 96-109.
- Safi, A., Chen, Y., Qayyum, A., & Wahab, S. (2022). Business strategy, market power, and stock price crash risk: Evidence from China. *Risk Management*, 24(1), 34-54.
- Saleem, S., Usman, M., & ul Haq, M. A. (2018). Impact of Business Strategy on Stock Price Crash Risk: Role of Overvalued Equity. *NICE Research Journal*, 112-129.
- Shehata, W., & Rashed, A. (2021). Accounting Conservatism, Information Asymmetry, and Cash Holdings. *Journal of Accounting, Business, and Management (JABM)*, 28(1), 63-72.
- Xu, W., Chen, Y., Gao, X., & Wang, Y. (2023). Business strategy and stock price crash risk: international evidence. *Applied Economics*, 55(10), 1098-1113.
- Ye, Z., Shahab, Y., Riaz, Y., & Ntim, C. G. (2023). Strategic deviation and the cost of debt financing. *Economic Modelling*, 125, 106371.
- Zhao, Z., Zhang, Y., Tang, H., Liu, P., Wang, X., & Wang, X. (2023). Corporate strategy and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 61, 105002.