



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال یازدهم، شماره چهل و سوم، زمستان ۱۴۰۲

صفحات ۱۴۶-۱۱۹



مقاله پژوهشی

ساختار سرمایه محافظه کارانه و ریسک سقوط آتی قیمت سهام: نقش تعدیلی عدم تقارن

اطلاعاتی و چرخه عمر^۱

اعظم پوریوسف^۲، مهدی ثقفی^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۰۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۱۶

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر سیاست تعیین ساختار سرمایه (سیاست محافظه کارانه و غیر محافظه کارانه) بر ریسک سقوط قیمت سهام می‌باشد. در این راستا، اطلاعات ۱۴۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۴۰۰ با استفاده از رگرسیون چندگانه با کنترل اثرات ثابت سال و صنعت مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد ساختار سرمایه محافظه کارانه تأثیر معنی داری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام ندارد. همچنین، عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه ساختار سرمایه محافظه کارانه و ریسک سقوط آتی قیمت سهام را برجسته می‌کند؛ ولی چرخه عمر شرکت بر رابطه ساختار سرمایه محافظه کارانه و ریسک سقوط آتی قیمت سهام تأثیر معنی داری ندارد. با توجه به یافته‌های فوق می‌توان گفت شرکت‌های دارای ساختار سرمایه محافظه کارانه، امکان بیشتری برای استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری از یک طرف و کاهش رفتارهای فرصت طلبانه از طرفی دیگر، دارند و با احتمال کمتری با ریسک سقوط آتی قیمت سهام مواجه باشند. این نتیجه‌گیری در اقتصاد تورمی ایران نیز، صدق می‌کند.

واژگان کلیدی: سیاست مالی محافظه کارانه، ریسک سقوط قیمت سهام، انعطاف پذیری مالی، عدم تقارن

اطلاعاتی و چرخه عمر.

طبقه‌بندی موضوعی: G32, O16, D53

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2023.43675.2818

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، حسابداری و اقتصاد، دانشگاه پیام‌نور، تهران، ایران. نویسنده مسئول.

Email: Pouryousof@pnu.ac.ir

۳. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، حسابداری و اقتصاد، دانشگاه پیام‌نور، تهران، ایران.

Email: Saghafi.mahdi@pnu.ac.ir

مقدمه

ناهمگونی هزینه‌های انتخاب نامطلوب و هزینه‌های تعدیل در شرکت‌ها باعث ایجاد اختلاف در ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌شود (مایر^۱، ۱۹۷۷). تئوری سلسله مراتب تأمین مالی^۲، تئوری زمان‌بندی بازار^۳ و عدم ارتباط^۴ بر این فرض استوارند که سطح بهینه‌ای از اهرم مالی (به عنوان شاخص ساختار سرمایه) وجود ندارد. با این وجود، شواهد تجربی بسیار زیادی در حمایت از وجود یک ساختار سرمایه بهینه وجود دارد (هوانگ و ریتز^۵، ۲۰۰۹ و فالكندر، فلنری، هانکینز و اسمیت^۶، ۲۰۱۲). بررسی‌های صورت گرفته در ایالات متحده نشان می‌دهد شرکت‌ها در سطوح و شرایط مختلف، انعطاف‌پذیری را در ساختار سرمایه هدف خود حفظ می‌کنند (گراهام و هاروی، ۲۰۰۱). انعطاف‌پذیری مالی همچنین در شرکت‌های اروپایی عاملی مهم در تعیین ساختار سرمایه به شمار می‌رود (برونن، دی‌جانگ و کوچیک^۷، ۲۰۰۶). وجود هزینه‌های معاملات (لری و رابرتز^۸، ۲۰۰۵) و هزینه‌های انتخاب نامطلوب (مایرز و ماجلوف^۹، ۱۹۸۴) ممکن است انعطاف‌پذیری مالی یک شرکت را با حفظ ذخایر نقدی بالاتر و جلوگیری از تأمین مالی از طریق بدهی به منظور حفظ ظرفیت بدهی کافی و امکان استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی افزایش دهد. مودیلیانی و میلر^{۱۰} (۱۹۵۸) بیان می‌دارند که شرکت‌ها حتی در دنیای بدون اصطکاک ظرفیت بدهی اضافی خود را حفظ می‌کنند. انعطاف‌پذیری مالی و محدودیت‌های مالی یکی از مهمترین دلایل اتخاذ رویکرد محافظه کارانه در ساختار سرمایه محسوب می‌شوند. مطابق با تئوری سلسله‌مراتب، جریان‌های نقدی ایجاد شده توسط فعالیت‌های داخلی شرکت‌ها می‌توانند به منظور تأمین سرمایه طرح‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت استفاده شوند. بنابراین، وجه نقد می‌تواند به عنوان جایگزین بدهی در نظر گرفته شود. پژوهش‌گران و شاغلان حرفه‌ای وجه نقد را به عنوان بدهی منفی در نظر می‌گیرند (گامبا و تریانتیس^{۱۱}، ۲۰۰۸؛ بیگلی، مارتین-کندو و سنچز-ویدال^{۱۲}، ۲۰۱۴). بنابراین، محافظه‌کاری مالی هم با نسبت بدهی کم و هم با سطح بالای نگهداشت وجه نقد حاصل می‌شود (بیگلی و همکاران، ۲۰۱۴). بر این اساس، در این پژوهش پیش‌بینی می‌شود که اگر سیاست‌های محافظه کارانه شرکت نوعی تصمیم داوطلبانه آن شرکت باشد، در هر زمان که شرکت با کسری مالی روبرو شود از وجوه نقد و همچنین ظرفیت استقراض برای تحقق نیازهای مالی خود استفاده می‌کند. فالكندر و همکاران (۲۰۱۲) نشان می‌دهند که جریان‌های نقدی یک عامل مهم در تعدیل

1. Myers
2. pecking order theory
3. market timing theory
4. irrelevance theory
5. Huang & Ritter
6. Faulkender, Flannery, Hankins & Smith
7. Brounen, De Jong & Koedijk
8. Leary & Roberts
9. Myers, S. C; & Majluf
10. Modigliani & Miller
11. Gamba & Triantis
12. Bigelli, Martín-Ugedo & Sánchez-Vidal



ساختار سرمایه می‌باشند. نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها همچنین می‌تواند جایگزینی برای تأمین مالی خارجی باشد. به ویژه هنگامی که هزینه تأمین مالی در بازار سرمایه بالا باشد، ذخیره وجوه نقد محدودیت‌های مالی مورد انتظار در آینده را کاهش می‌دهد (آلمیدا، کمپلو و ویسیچ، ۲۰۰۴).

در این پژوهش، مطابق با مطالعاتی نظیر المیدا و کمپلو (۲۰۰۷) و بیگلی و همکاران (۲۰۱۴)، شرکت‌های دارای ساختار سرمایه محافظه‌کارانه را با نسبت خالص بدهی مشخص می‌کنیم. برای در نظر گرفتن تداوم رفتار، شرکت‌هایی به عنوان محافظه‌کار مالی در نظر گرفته می‌شوند که به مدت دو سال پیاپی در پایین‌ترین پنچک نسبت تعدیل بدهی خالص صنعت قرار دارند و بقیه شرکت‌ها به عنوان غیر محافظه‌کار تعریف می‌شوند. شرکت‌های دارای ساختار سرمایه محافظه‌کارانه و شرکت‌های دارای ساختار سرمایه غیرمحافظه‌کارانه (جسورانه) با سطوح مختلفی از اصطکاک و محدودیت‌های تأمین مالی روبرو باشند، لذا انتظار می‌رود ریسک سقوط قیمت آتی سهام آنها متفاوت باشد. شرکت‌های دارای ساختار سرمایه محافظه‌کارانه ترجیح می‌دهند ظرفیت بدهی و انعطاف‌پذیری مالی را در ساختار سرمایه خود حفظ کنند.

از طرفی سطح بالای بدهی و سطح کم وجه نقد، نشان از سرمایه‌گذاری‌های عمده شرکت دارد و به ساختار سرمایه جسورانه منجر می‌شود و بر اساس شواهد تجربی (هاتن، مارکوس و تهرانیان، ۲۰۰۹) احتمال رفتارهای فرصت طلبانه مدیر (در خصوص استفاده از وجوه نقد و ظرفیت تسهیلات دریافتی) افزایش و به نوسانات قیمت سهام و بازده‌های غیرعادی به صورت سقوط قیمت سهام منجر می‌شود. بنابراین طبق متون نظری و تجربی انتظار بر این است شرکت‌های با ساختار سرمایه محافظه‌کارانه، امکان بیشتری برای استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری از یک طرف و کاهش رفتارهای فرصت طلبانه از طرفی دیگر داشته و با احتمال کمتری با ریسک سقوط آتی قیمت سهام مواجه باشند. از این رو انتظار می‌رود محافظه‌کاری مالی، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را کاهش دهد. ولی آیا در اقتصادهای تورمی نظیر ایران، نگهداری وجه نقد و عدم استفاده از ظرفیت‌های اخذ تسهیلات، به صرف استفاده از فرصت‌های آتی سرمایه‌گذاری و کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام را به دنبال دارد؛ پرسشی است که تا کنون مورد بررسی قرار نگرفته است. همچنین T اینک که آیا عدم تقارن اطلاعاتی و چرخه عمر می‌تواند رابطه سیاست ساختار سرمایه و ریسک سقوط قیمت‌های آتی را تعدیل کند یا خیر نیز سؤالی است که تا کنون بررسی نشده است و پاسخ به آن می‌تواند جالب باشد.

یافته‌های پژوهش حاضر نشان داد که ساختار سرمایه محافظه‌کارانه، ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد و شکاف قیمت به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی، این رابطه را برجسته می‌نماید. همچنین چرخه عمر شرکت بر رابطه ساختار سرمایه مالی و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیری ندارد.

این پژوهش از چندین طریق به افزایش جریان ادبیات در مورد محافظه‌کاری مالی کمک می‌کند. اول، عوامل تعیین‌کننده سیاست مالی محافظه‌کارانه را تجزیه و تحلیل می‌کند. دوم، اولین مطالعه‌ای است که به بررسی تاثیر ساختار سرمایه محافظه‌کارانه بر ریسک سقوط قیمت سهام و همچنین نقش تعدیل‌کنندگی

1. Almeida, Campello & Weisbach
2. Hutton, Marcus & Tehranian

چرخه عمر و عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه مدیریت ساختار سرمایه و ریسک سقوط قیمت سهام پرداخته است. سوم، ادبیات موجود در خصوص محافظه کاری مالی و تاثیر متناقض آن در اقتصادهای تورمی را توسعه می دهد. این مطالعه با استفاده از تعریف منحصر به فرد از شرکت های محافظه کار مالی (بیگلی و همکاران، ۲۰۱۴)، ریسک سقوط قیمت آتی سهام برای شرکت های محافظه کار و غیر محافظه کار را با توجه بر تاثیر تورم قابل توجه اقتصاد ایران، مورد آزمون قرار می دهد و از این طریق ادبیات مرتبط با محافظه کاری مالی و ریسک سقوط قیمت آتی سهام را توسعه می دهد و رابطه مورد انتظار سیاست مالی محافظه کارانه بر قیمت های آتی سهام را در شرایط اقتصاد تورمی تعدیل می نماید و نهایتاً بر اساس میانی نظری مرتبط، نقش عدم تقارن اطلاعاتی و چرخه عمر را در تاثیر محافظه کاری مالی بر ریسک سقوط قیمت آتی سهام تعیین می کند.

ادامه پژوهش، بدین صورت سازمان یافته است: بخش بعدی، به مبانی و پیشینه نظری و سپس، بسط فرضیه ها اختصاص یافته است. در بخش سوم، روش پژوهش شامل مدل های رگرسیونی و نحوه اندازه گیری متغیرها ارائه می شود. در بخش چهارم، یافته های پژوهش ارائه شده و در نهایت در قسمت پنجم، به نتیجه گیری و ارائه پیشنهادات پرداخته می شود.

مبانی نظری و توسعه فرضیه ها ساختار سرمایه محافظه کارانه

انعطاف پذیری مالی و محدودیت های مالی از مهمترین دلایل اتخاذ رویکرد محافظه کارانه در ساختار سرمایه محسوب می شوند. از این رو محافظه کاری مالی هم با نسبت بدهی کم و هم با سطح بالای نگهداشت وجه نقد حاصل می شود. در ادامه به انعطاف پذیری مالی از طریق نگهداری وجه نقد و سیاست های اهرمی پرداخته شده است.

با توجه به نقش محوری وجه نقد در تداوم فعالیت، انعطاف پذیری مالی و استفاده از فرصت های سرمایه گذاری، مدیران برای نگهداشت وجه نقد انگیزه کافی دارند (افلاطونی، ۱۳۹۴). با وجود مزیت هایی که انباشت وجه نقد در شرکت دارد، می توان مشکلاتی از قبیل افزایش بالقوه سرمایه گذاری های غیربهبهینه به دلیل مسائل نمایندگی را برای نگهداری آن تصور کرد (باوم، سجلیان و رشید، ۲۰۱۷). در همین رابطه، اوپلر، پینکویتز، استالز و ویلیامسون^۲ (۱۹۹۹) معتقدند که برای دستیابی به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، باید منافع و هزینه های نهایی نگهداری آن با هم برابر باشند (تئوری موازنه). از طرفی، مایرز و مجلوف (۱۹۸۴) در مطالعات خود بیان کردند که سطح بهینه ای برای وجه نقد نگهداری شده در شرکت ها وجود ندارد و واحدهای تجاری به منظور برطرف کردن نیازهای نقدینگی خود، استفاده از منابع داخلی را بر منابع خارجی ترجیح می دهند (تئوری سلسله مراتبی). همچنین جنسن (۱۹۸۶) بر این باور

1. Baum, Caglayan & Rashid
2. Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson

است که بنگاه‌های اقتصادی به منظور جلوگیری از کنترل بازار بر شرکت و نیاز نداشتن به تأمین مالی خارجی برای انجام پروژه‌ها، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند (تئوری جریان‌های نقد آزاد).

در خصوص سیاست‌های اهرمی، این یک واقعیت است که بسیاری از شرکت‌ها سیاست اهرمی پایین یا اهرم صفر را حفظ می‌کنند (گراهام^۱، ۲۰۰۰؛ کورتویگ^۲، ۲۰۱۰؛ لیمون و روبرتز و زندر^۳، ۲۰۰۸) و این باعث شده است که جریان متداول و فزاینده‌ای از ادبیات در مورد محافظه‌کاری مالی فراهم شود. در همین راستا، میگوئل و پیندادو^۴ (۲۰۰۱) شرکت‌های آمریکایی دارای رفتار مالی محافظه‌کارانه تجزیه و تحلیل نموده و دریافتند که شرکت‌ها در سیاست مالی از سبک سلسله مراتبی استفاده می‌کنند و ظرفیت بدهی‌های اضافی خود را برای انجام مخارج سرمایه در آینده در نظر می‌گیرند. مارسیکا و مورا^۵ (۲۰۱۰) شرکت‌های انگلستان را که سه سال متوالی تحت فشار اهرم بهینه بودند را تجزیه و تحلیل نمودند و نتیجه گرفتند که بنگاه‌های محافظه‌کار به دنبال انعطاف مالی برای افزایش توانایی سرمایه‌گذاری خود هستند. رفتارهای اقتصادی محافظه‌کارانه نیز توسط برخی مطالعات متمرکز بر بنگاه‌های اهرم صفر مورد بررسی قرار گرفته است. بسلر، درابز، هیلر و میر^۶ (۲۰۱۳) افزایش چشمگیر شرکت‌های لیست شده با اهرم صفر در بیست کشور توسعه یافته را از سال ۱۹۸۸ تا ۲۰۱۰ را گزارش نمودند. آن‌ها دلیل اتخاذ سیاست اهرم صفر به دلیل امواج IPO، تغییر در ترکیب صنعت، افزایش نوسانات سرمایه‌گذاری و کاهش نرخ مالیات شرکت‌ها گزارش نمودند. استروبلاف و یانگ^۷ (۲۰۱۳) گزارش دادند که تقریباً ۱۰٪ از شرکت‌های فهرست شده در آمریکا هیچ بدهی ندارند و ۳۰٪ از آنها حداقل ۵ سال متوالی یک سیاست اهرم صفر را حفظ می‌کنند. در نمونه ۴۷ ساله ایالات متحده، سیاست بدهی صفر به طور قابل توجهی با بنگاه‌های خانوادگی در ارتباط است. این شرکت‌ها بعضاً در شرایطی قرار داشتند که بایستی اهرم خود را افزایش دهند، ولی بسیاری از آنها با کمال تعجب سود سهام پرداخت نمودند. شرکت‌های اهرمی صفر که سود سهام پرداخت نمودند، نیز توسط کورتوگ (۲۰۱۰) به عنوان شواهدی عجیب توصیف شده است. یکی دیگر از تحقیقات تجربی بر روی بنگاه‌های دارای اهرم صفر ایالات متحده، دویز، دیلون، جاجنین و کریشنامورتی^۸ (۲۰۱۲) است که نشان می‌دهد که سیاست بدهی صفر برای سه سال متوالی توسط بنگاه‌های اقتصادی استفاده شده است، که معمولاً جوان‌تر و کوچک‌تر از هم‌تایان اهرمی خود هستند.

در متون مرتبط (بیگلی و همکاران، ۲۰۱۴؛ بسلر و همکاران، ۲۰۱۳) تمایز بین حقوق عادی و قانون مدنی را در راستای سیاست‌های اهرمی نیز مدنظر قرار گرفته است. از جمله حمایت از حقوق مالکان و

1. Graham
2. Korteweg
3. Lemmon, Roberts & Zender
4. Miguel & Pindado
5. Marchica & Mura
6. Bessler, Drobetz, Haller & Meier
7. Devos, Dhillon, Jagannathan & Krishnamurthy

بستانکاران (دجنکو، مکلیش و شلیفر^۱، ۲۰۰۷)، سطح اجرای قانون (دجنکو و همکاران، ۲۰۰۷ و دجنکو، لاپورتا، لاپز-دی-سیلنس و شلیفر^۲، ۲۰۰۳) میزان اعتبارات عمومی (استرابلاف و بانک، ۲۰۱۳ دجنکو و همکاران، ۲۰۰۷) سیاست‌های مالیاتی (فان، تیتمن و ویت^۳، ۲۰۱۲) و حمایت بانک از اعتبار طلبکاران (گونزالز^۴، ۲۰۰۸). این تمایز لزوماً تعیین کننده‌های محافظه‌کاری مالی نیستند. در حقیقت، ادبیات موجود متمرکز بر عوامل تعیین کننده نهادی و حقوقی امور مالی خارجی است که بر اجباری و داوطلبانه بودن سیاست محافظه‌کاری مالی موثر است. در کشورهای با حقوق عادی، دسترسی به اعتبار بانکی احتمالاً آسان‌تر است و به طور غیر منتظره بالاترین درصد بنگاه‌های اهرم صفر را شاهد هستیم. نتایج این مقاله و مقالات مشابه بر این اساس است که محافظه‌کاری مالی نتیجه یک تصمیم خاص شرکت است. برای توضیح رفتار "اهرم کم"، چندین تئوری از جمله نظریه سلسله مراتبی، نظریه محدودیت‌های مالی، تئوری توازن و فرضیه انعطاف‌پذیری مالی مطرح شده است. محافظه‌کاری مالی هم با یک سیاست اهرمی پایین و هم با سطح بالایی از دارایی‌های نقدی حاصل می‌شود. البته رفتار محافظه‌کارانه ممکن است به دلیل محدودیت‌های مالی باشد. محدودیت‌های مالی در شرکت‌های کوچک‌تر با دارایی‌های نامشهود کمتر و دارایی مشهود بیشتر، مشهودتر است. در حقیقت بیشتر این نوع شرکت‌ها از لحاظ اقتصادی محافظه‌کار هستند. از دیدگاه رویکرد معامله‌ای نرخ‌های مالیاتی مؤثرتر نیز شرکت‌ها را وادار می‌کند تا از مزایای مالیاتی بدهی استفاده کنند و از نظر اقتصادی کمتر محافظه‌کار باشند. محافظه‌کاری مالی را همچنین می‌توان با سیاست‌های مالی سلسله مراتبی تعیین نمود. در حقیقت، بنگاه‌هایی که جریان نقدی بالاتری دارند و سرمایه‌گذاری فعلی کمتری دارند، احتمالاً از نظر اقتصادی محافظه‌کار هستند (بیگلی و سنچز-ویدال^۵، ۲۰۱۲). همچنین به نظر می‌رسد انعطاف‌پذیری مالی نقش مهمی را در تشریح سیاست‌های مالی ایفا کند. به نظر می‌رسد شرکت‌های محافظه‌کار مالی، منابع نقدی و پتانسیل اهرمی خود را برای تأمین اعتبار سرمایه‌گذاری‌های آینده ایجاد و حفظ می‌کنند.

متغیرهایی که در راستای انتظارات نظریه‌های مرتبط فوق در مطالعات مشابه مورد توجه قرار گرفته است، در ادامه به بحث و بررسی گذاشته شده است. در پژوهش حاضر از این متغیرها برای توضیح و آزمون تقسیم‌بندی شرکت‌ها به محافظه‌کار مالی و غیر محافظه‌کار مالی استفاده شده است.

سیاست مالی سلسله مراتبی: یک سیاست اقتصادی محافظه‌کارانه می‌تواند نتیجه سیاست‌های مالی سلسله مراتبی باشد (مایرز و ماجلوف، ۱۹۸۴). زیرا شرکت‌ها نقدینگی و ظرفیت اخذ بدهی را برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های آینده نگاه می‌دارند که نشان‌دهنده سیاست مالی محافظه‌کارانه است. در این راستا می‌توان متغیرهای زیر را به عنوان توضیح دهنده سیاست مالی محافظه‌کارانه در نظر گرفت:

1. Djankov, McLiesh & Shleifer
2. Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer
3. Strebulaev & Yang
4. Fan, J. P. H.; Titman, S; & Twite, G
5. González
6. Bigelli and Sánchez-Vidal



- **وجه نقد:** انتظار می‌رود رابطه مثبت بین وجوه نقد شرکت و احتمال سیاست مالی محافظه کارانه وجود داشته باشد، زیرا با افزایش ایجاد سرمایه‌های داخلی، نیاز به تأمین اعتبار بدهی کمتر می‌شود.

- **سرمایه گذاری:** به عنوان یک پروکسی از جریان‌های نقدی منفی است که انتظار می‌رود منجر به نیاز بیشتر به تأمین مالی خارجی و احتمال کمتری برای یک سیاست مالی محافظه کار شود.

- **سود سهام پرداخت شده:** جریان نقدی مورد نیاز برای پرداخت سود سهام احتمالاً به تأمین مالی بیشتر از طریق بدهی منجر می‌شود و احتمال اتخاذ سیاست مالی محافظه کارانه را کاهش می‌دهد. با این حال، چنین انتظاراتی بیشتر برای شرکت‌های فهرست شده با ساختارهای مالکیت پراکنده در نظر گرفته می‌شود، زیرا آن‌ها خود را متعهد به پرداخت منظم سود سهام برای کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌کنند (استربروک^۱، ۱۹۸۴) و وجه نقد کمتری دارند (اپلر و همکاران، ۱۹۹۹). ولی در شرکت‌های با ساختار مالکیت بسیار متمرکز که سالی یکبار به چند سهامدار خود سود سهام می‌پردازند (برو^۲، ۲۰۰۹) دارایی‌های نقدی در انتهای دوره مالی جمع می‌شود (بیگلی و همکاران، ۲۰۱۲) و این می‌تواند به یک موقعیت خالص مالی محافظه کارتر تبدیل شود. بنابراین انتظار بر این است که سطح بالاتری از پرداخت سود سهام با احتمال بالاتر سیاست مالی محافظه کارانه در ارتباط باشد.

محدودیت‌های مالی: شرکت‌ها ممکن است نتوانند از طریق بدهی تأمین مالی نمایند. در صورت عدم تقارن اطلاعاتی زیاد، ممکن است با محدودیت‌های اعتباری از طرف وام دهندگان روبرو شوند (استیگلیتز و ویز^۳، ۱۹۹۱) یا هیچ دارایی‌ای جهت وثیقه برای تأمین بدهی مورد نیاز نداشته باشند (بنملیچ و برگمن^۴، ۲۰۰۹). بنابراین، شرکت‌های دارای محدودیت مالی احتمالاً کوچک و جوان هستند (هدلوک و پرس^۵، ۲۰۱۰) و نیز، دارایی‌های مشهود کم و دارایی‌های نامشهود زیاد دارند. بر این اساس متغیرهای زیر نشان‌دهنده سیاست مالی محافظه کارانه است:

- اندازه: انتظار می‌رود اندازه شرکت بر وجود محدودیت‌های مالی شرکت و احتمال اتخاذ سیاست مالی محافظه کارانه رابطه منفی داشته باشد.
- سن: انتظار می‌رود که سن شرکت بر وجود محدودیت‌های مالی و احتمال اتخاذ سیاست محافظه کارانه مالی رابطه منفی داشته باشد.
- عامل مشهود-نامشهود: بر اساس (میگوئل و پیندادو، ۲۰۰۱) هرچه این عامل بیشتر باشد، محدودیت‌های مالی کمتر بوده و احتمال اتخاذ سیاست مالی محافظه کارانه کمتر است.

1. Easterbrook
2. Brav
3. Stiglitz & Weiss
4. Benmelech & Bergman
5. Hadlock & Pierce

نظریه موازنه: بر اساس سیاست مالی بهینه ایستا، سطح مطلوب بدهی ناشی از موازنه مزایای مالیاتی بدهی (کراز و لیتنبرگر^۱، ۱۹۷۳) در برابر هزینه‌های مورد انتظار بحران‌های مالی است (وارنر^۲، ۱۹۷۷). ادبیات نظری مرتبط (دنگ و گارت^۳، ۲۰۱۵ و هاریز و راوی^۴، ۱۹۹۱) موازنه مزایا و معایب بدهی بر سطح بهینه اهرم و اتخاذ سیاست مالی محافظه کارانه تأثیر می‌گذارد.

- ریسک. مطابق با دنگ^۵ (۲۰۱۳) انتظار می‌رود شرکت‌های ریسک پذیر، احتمال بیشتری برای ورود به بحران‌های مالی داشته باشند و از این رو انتظار می‌رود ساختار مالی محافظه کارانه تری اتخاذ کنند.
- نرخ مالیات مؤثر. هرچه نرخ مالیات مؤثر بالاتر باشد، مزایای مالیاتی بدهی نیز بیشتر و احتمال اتخاذ سیاست مالی محافظه کارانه کمتر می‌شود.

انعطاف‌پذیری مالی: شرکت‌های اقتصادی محافظه کار ممکن است ظرفیت بدهی خود را حفظ کنند تا انعطاف‌پذیری مالی داشته باشند و بتوانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده را تأمین کنند (مایرز، ۱۹۸۴). در حقیقت، شواهد پیمایشی (گراهام و هاروی^۶، ۲۰۰۱) آن را به عنوان یکی از مهمترین فاکتورهای نشان داده شده توسط مدیران عامل، گزارش می‌دهند. گلداستین، جو و لیلند^۷ (۲۰۰۱) نشان می‌دهند که وقتی شرکت‌ها مجاز به افزایش بدهی در آینده باشند، ممکن است اهرم اولیه خود را در سطح پایین انتخاب کنند، در حالی که گامبا و ترایانتیس^۸ (۲۰۰۸) نشان می‌دهند که ارزش انعطاف‌پذیری مالی در صورت وجود فرصت‌های رشد و بی‌ثباتی درآمد بیشتر است. براساس استرابلان و یانگ^۹ (۲۰۱۳)، شرکت‌های دارای اهرم صفر ممکن است ظرفیت بدهی را برای تأمین اعتبار پروژه‌های سرمایه‌گذاری حفظ کنند. مارتیکا و مورا^{۱۰} (۲۰۱۰) شواهدی را ارائه دادند که بنگاه‌هایی با ظرفیت بدهی پایدار، ۳۷ درصد هزینه‌های سرمایه را افزایش می‌دهند و دیوس و همکاران^{۱۱} (۲۰۱۲) گزارش دادند که بنگاه‌های اهرم صفر در دوره‌های افزایش هزینه‌های سرمایه شروع به استفاده از ظرفیت بدهی خود می‌کنند. از این رو متغیرهای زیر می‌تواند نشان‌دهنده سیاست مالی محافظه کارانه باشد:

- فرصت‌های رشد. بیگلی و همکاران^{۱۲} (۲۰۱۴) در بررسی محافظه‌کاری مالی در شرکت‌های خصوصی از رشد میانگین درصد فروش سالانه نسبت به سال قبل برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد استفاده نمودند. طبق یافته‌های آن‌ها، احتمال وجود اطلاعات نامتقارن در شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بیشتری دارند، افزایش می‌یابد. از این رو انتظار می‌رود سیاست بدهی محافظه‌کارانه تری اتخاذ کنند تا از بروز مشکلاتی نظیر کاهش و جایگزینی سرمایه‌گذاری جلوگیری کنند (فاما و فرنچ، ۲۰۰۲).

1. Kraus & Litzenberger
2. Warner
3. Dang & Garrett
4. Harris & Raviv
5. Dang
6. Graham, J. R; & Harvey
7. Goldstein, Ju & Leland
8. Gamba & Triantis

- سرمایه‌گذاری‌های آینده. بیگی و همکاران (۲۰۱۴) متوسط هزینه سرمایه سه سال آتی را در نظر گرفت و طبق آن گزارش نمود، شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری‌های بالاتری در آینده دارند، احتمالاً سیاست مالی محافظه‌کارانه اتخاذ کنند.

محافظه‌کاری مالی و ریسک سقوط قیمت های آتی سهام

پدیده ریسک سقوط قیمت سهام موضوع مهمی در بازارهای مالی و به ویژه در بازارهای پر نوسان مانند بازار سرمایه ایران است. ریسک سقوط قیمت سهام، به عنوان نوسانات کمتر از استاندارد در توزیع بازده تعریف شده است. ادبیات مربوط به ریسک سقوط قیمت سهام از زمان چن، هونگ و استین (۲۰۰۱) در حال رشد است. این پدیده، که به تعدیل ناگهانی و منفی قیمت سهام اشاره دارد، از به تاخیر انداختن اخبار بد توسط مدیران و رسیدن به سطح نهایی اخبار بد انباشته ایجاد می‌شود (کالن و فانگ^۱، ۲۰۱۱). در متون مرتبط، سه ویژگی برای پدیده سقوط قیمت سهام برشمرده شده است: اول، تغییر بزرگ و غیر معمول در قیمت سهام است که بدون وقوع اتفاق اقتصادی خاصی ایجاد شود. دوم، این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی است. سوم، پدیده‌ای واگیردار در سطح بازار است و تمام سهام موجود در بازار را شامل می‌شود (چن، هانگ و استین^۲، ۲۰۰۱).

در بیشتر پژوهش‌های انجام گرفته در این خصوص (چن و همکاران، ۲۰۰۱ و هاتن و همکاران، ۲۰۰۹)، به پدیده سقوط قیمت سهام به عنوان چولگی منفی بازده سهام اشاره شده است. در حمایت از این دیدگاه، یافته‌های تجربی نشان می‌دهد که پاداش مدیران، گزارشگری غیرشفاف و اجتناب از پرداخت مالیات با ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معنی‌داری دارند (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹ و کیم و ژانگ^۳، ۲۰۱۴). شواهد نظری و تجربی قابل توجهی بر اهمیت ریسک سقوط قیمت سهام از دیدگاه‌های مختلف، مانند تئوری‌های مختلف (هونگ و استین، ۲۰۰۳)، اجتناب مالیاتی شرکت‌ها (کیم و ژانگ، ۲۰۱۱)، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها (کیم و ژانگ، ۲۰۱۴)، سرمایه‌گذاران نهادی (آن و ژانگ^۴، ۲۰۱۳)، هزینه تامین مالی (کالن و فانگ، ۲۰۱۵)، احساسات سرمایه‌گذاران (ین و تیان^۵، ۲۰۱۷) و رفاه کارمندان (بن ناصر و قوما^۶، ۲۰۱۸) متمرکز شده است و به طور کلی شواهد فراوان تجربی مؤید وجود و اهمیت ریسک سقوط قیمت سهام است.

شرکت‌هایی که در معرض ریسک سقوط قیمت سهام هستند، هزینه تامین مالی بیشتری دارند (آن و همکاران، ۲۰۱۳). از این رو انتظار می‌رود شرکت‌هایی که در معرض ریسک سقوط قیمت سهام هستند،

1. Callen & Fang
2. Chen, Hong & Stein
3. Kim & Zhang
4. An & Zhang
5. Yin & Tian
6. Ben-Nasr & Ghouma

سیاست مالی اهرم پایین یا محافظه کارانه داشته باشند. در پژوهش رشید^۱ (۲۰۱۶) نیز تصریح شده است محدودیت‌های مالی بعد از انعطاف‌پذیری مالی، مهمترین دلیل پیروی از سیاست ساختار سرمایه محافظه کارانه است. اگر شرکت‌های دارای ساختار سرمایه محافظه کارانه و شرکت‌های دارای ساختار سرمایه غیر محافظه کارانه (جسورانه) با سطوح مختلفی از اصطکاک و محدودیت‌های تأمین مالی روبرو باشند، سرعت تعدیل اهرم در آنها متفاوت است و سرعت تعدیل اهرم در شرکت‌های محافظه کار مالی کمتر است. شرکت‌های دارای ساختار سرمایه محافظه کارانه ترجیح می‌دهند ظرفیت بدهی و انعطاف‌پذیری مالی را در ساختار سرمایه خود حفظ کنند. آن و همکاران^۲ (۲۰۱۳) نیز نشان دادند شرکت‌هایی که سرعت تعدیل اهرم کمتری دارد در معرض ریسک بیشتری برای سقوط قیمت آتی هستند.

از طرفی سطح بالای بدهی و سطح کم وجه نقد، نشان از سرمایه‌گذاری‌های عمده شرکت دارد و به ساختار سرمایه جسورانه منجر می‌شود و بر اساس شواهد تجربی (جین و مایرز^۳، ۲۰۰۶ و هاتن و همکاران، ۲۰۰۹) در شرایط عدم شفافیت کامل در خصوص عملکرد شرکت، احتمال رفتارهای فرصت طلبانه مدیر (در خصوص استفاده از وجه نقد) افزایش می‌یابد و در این راستا بخشی از تغییرات عملکرد غیرقابل مشاهده می‌گردد. اگر مدیران نتوانند ضررهای ناشی از رفتارهای فرصت طلبانه خود را برای محافظت از شغل خود جذب کنند، همه شوک‌های منفی خاص شرکت که تاکنون مشاهده نشده‌اند، به یکباره عمومی می‌شوند و به نوسانات قیمت سهام و بازده‌های غیرعادی به صورت سقوط قیمت سهام منجر می‌شود.

بنابراین طبق متون نظری انتظار بر این است شرکت‌های با ساختار سرمایه محافظه کارانه، امکان بیشتری برای استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری از یک طرف و کاهش رفتارهای فرصت طلبانه از طرف دیگر، داشته و با احتمال کمتری با ریسک سقوط آتی قیمت سهام مواجه باشند. از طرفی در اقتصادهای تورمی نظیر ایران، نگهداری وجه نقد، کاهش قدرت خرید آن را به دنبال دارد در صورتی که سرمایه‌گذاری آن در طرح‌های اقتصادی مناسب و سود آور باعث حفظ و حتی افزایش قدرت خرید آن می‌شود. از این رو در شرایط اقتصادی تورمی، استفاده از ظرفیت بدهی و افزایش بدهی، منطقی‌تر است، زیرا با پول با قدرت خرید کمتر، بازپرداخت و تسویه می‌شود. در چنین محیطی بر خلاف مبانی نظری مرتبط، افزایش انعطاف‌پذیری از طریق وجه نقد بالا و بدهی کم لزوماً ریسک سقوط آتی قیمت سهام را کاهش نمی‌دهد و حتی ممکن است آن را افزایش دهد. تاثیر نااطمینانی نرخ تورم به عنوان یکی از متعیرهای کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه در مطالعه تهرانی و نجف زاده خویی (۱۳۹۶) تایید شد. آنها نشان دادند نرخ تورم بر ساختار سرمایه تاثیر منفی و بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام تاثیر مثبت دارد. با این تفسیر، نااطمینانی نرخ تورم، تصمیمات ساختار سرمایه را به سمت تمرکز بر بدهی یا به عبارتی ساختار سرمایه جسورانه (محافظه‌کاری مالی کمتر) سوق می‌دهد. گرایش به محافظه‌کاری مالی کمتر در گراهام و لری^۳ (۲۰۱۱) مستند شده است. در این مطالعه شرکت‌های با ساختار سرمایه محافظه کارانه با داشتن اهرم

1. Rashid
2. Jin & Myers
3. Graham & Leary



کمترو پول بیشتر، رشد کمتری را تجربه می‌کنند و بازار تا حدی از اثر محافظه‌کاری بر قیمت بدهی می‌کاهد. این شواهد نشان می‌دهد که بازارهای سرمایه زیاده‌روی در محافظه‌کاری را نمی‌پسندند. از این رو انتظار می‌رود ساختار سرمایه محافظه‌کارانه (محافظه‌کاری مالی)، ریسک سقوط آتی قیمت سهام را افزایش دهد.

پیشینه تجربی مرتبط با ارتباط محافظه‌کاری مالی و عدم‌تقارن اطلاعاتی

تئوری‌های ساختار سرمایه نشان می‌دهند که عدم‌تقارن اطلاعاتی یکی از مهمترین تعیین‌کننده‌های سطح اهرم بهینه است. مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) نشان دادند عدم‌تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های انتخاب نامطلوب ممکن است انعطاف‌پذیری مالی یک شرکت را با حفظ ذخایر نقدی بالاتر و جلوگیری از تأمین مالی از طریق بدهی به منظور حفظ ظرفیت بدهی کافی و امکان استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی افزایش دهد. جنسن^۱ (۱۹۸۶) معتقد است جریان‌های نقد آزاد (وجوه نقدی که بیش از آنچه برای تأمین مالی پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت مورد نیاز است) منبع ایجادکننده تعارضات نمایندگی بین مدیران و سهام‌داران است و وجود جریان‌های نقدی آزاد، مدیران را قادر می‌کند که در پروژه‌های غیرسودآور، بیشتر سرمایه‌گذاری کنند (هارفورد^۲، ۱۹۹۹). مدیران این سرمایه‌گذاری‌ها را در جهت منافع خود انجام می‌دهند (یرماک^۳، ۲۰۰۶).

کوتاری، رامان و اسکینر^۴ (۲۰۱۰) و واتس^۵ (۲۰۰۳) نشان دادند عدم‌تقارن در سیاست حسابداری محافظه‌کارانه باعث خنثی کردن گرایش مدیران به پنهان کردن اخبار بد و تسریع در تشخیص اخبار خوب در صورت‌های مالی حسابرسی شده می‌شود. کیم و ژانگ^۶ (۲۰۱۴) نیز نشان دادند که هر چه سیاست حسابداری یک شرکت محافظه‌کارانه‌تر باشد، احتمال پنهان و انباشته شدن اخبار بد مخصوص شرکت کاهش یافته و بنابراین، احتمال سقوط قیمت سهام در آینده کاهش می‌یابد. تاثیر مثبت عدم‌تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط قیمت سهام در مطالعه پورحیدری، ضیاقاسمی و عبدزاده کنفی (۱۳۹۷) نیز مستند شده است.

از این رو، عدم‌تقارن اطلاعاتی به مدیران این امکان را می‌دهد که اخبار بد را به خاطر نگرانی‌های شغلی پنهان کنند. اگر مدیران دیگر قادر به پنهان کردن اخبار بد نباشند و این اخبار به حد آستانه برسند و به یکباره منتشر شود به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود. بنابراین، طبق مبانی نظری، عدم‌تقارن اطلاعاتی با انعطاف‌پذیری بالاتر از طریق بدهی کم و وجه نقد بیشتر همراه است و مدیران مالی محافظه‌کار از سرمایه‌گذاری وجوه نقد مازاد و استفاده از ظرفیت بدهی اجتناب می‌کنند. از این رو انتظار می‌رود در شرکت‌های با عدم‌تقارن اطلاعاتی بیشتر، تاثیر ساختار سرمایه محافظه‌کارانه بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام برجسته‌تر باشد.

1. Jensen
2. Harford
3. Yermack
4. Kothari, Ramann & Skinner
5. Watts

پیشینه تجربی مرتبط با ارتباط محافظه‌کاری مالی و چرخه عمر شرکت

طبق نظریه چرخه عمر، شرکت‌ها در هر یک از مراحل چرخه عمر از نظر مالی و اقتصادی دارای رفتارهای متفاوتی هستند و ویژگی‌های مالی و اقتصادی شرکت تحت تاثیر مرحله چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد. طبق این نظریه شرکت‌ها، همچون تمامی موجودات زنده، متولد می‌شوند، رشد می‌کنند و می‌میرند و بر مبنای قابلیت کنترل و انعطاف‌پذیری نمایان می‌شوند. در جوانی (دوران رشد) سازمان‌ها بسیار انعطاف‌پذیر، با افزایش عمر، کنترل افزایش و انعطاف‌پذیری کاهش می‌یابد (کرمی و عمرانی، ۱۳۸۹).

شواهد تجربی (هامرز، رندرز و ورست، ۲۰۱۶) نشان می‌دهد تحت شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بالا، خطر ریسک سقوط قیمت سهام در مرحله معرفی و رشد بیشتر است. زو (۲۰۰۷) گزارش نمودند، میزان مربوط بودن و نیز توان توضیحی معیارهای ریسک در مراحل مختلف چرخه عمر تفاوت معنی‌داری بایکدیگر دارند و در مرحله افول، دارای بیشترین مقدار و در مرحله بلوغ دارای کمترین مقدار هستند. جوانوویچ (۱۹۸۳) و دیکنسون (۲۰۱۱) نشان دادند که احتمال به خطر افتادن شرکت در مراحل معرفی و رشد بیشتر است و مدیران جسور (خوش‌بین) در مرحله معرفی و رشد برای جلوگیری از ورود رقبای سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند و در مرحله بلوغ نسبت به مرحله رشد و معرفی، سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. مطالعه سواری، رستمی و عباسی (۱۳۹۷) نیز نشان داد سرمایه‌گذاری و در نتیجه ریسک شرکت در مرحله رشد بیشتر است. ماندگاری و دموری (۱۴۰۲) نیز دریافتند که بیشترین تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر عملکرد مالی شرکت به ترتیب در مراحل بلوغ، افول و رشد می‌باشد. همچنین مهربان پور و همکاران (۱۴۰۲) دریافتند عدم انعطاف‌پذیری مالی، منجر به صرف ریسک مثبت در سطح سهام و پرتفوی سرمایه‌گذاری می‌شود و شرکتهای ارزشی، بازده آتی بالاتری نسبت به شرکتهای رشدی به دلیل جبران ریسک عدم انعطاف‌پذیری مالی به دست می‌آورند و تاثیر عدم انعطاف‌پذیری مالی بر صرف ریسک سهام در دوره ثبات و رکود شرکت بیشتر است.

بنابراین، انعطاف‌پذیری مالی، سطح بدهی و نگهداشت وجه نقد و در نتیجه مدیریت ساختار سرمایه تحت تاثیر چرخه عمر شرکت است. شرکت‌هایی که در مرحله رشد و معرفی هستند به خاطر افزایش سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه فعالیت‌ها، بدهی بالا و وجوه نقد کمتری دارند و مدیریت ساختار سرمایه آن‌ها جسورانه است. با توجه به نیاز شرکت‌ها به سرمایه‌گذاری در مرحله رشد و معرفی، ساختار سرمایه محافظه‌کارانه در این مراحل ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد. از این رو انتظار می‌رود در شرکت‌هایی که در مرحله معرفی و رشد هستند، تاثیر ساختار سرمایه محافظه‌کارانه بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام برجسته‌تر باشد.

پژوهش حاضر اولین مطالعه‌ای است که تاثیر ساختار سرمایه محافظه‌کارانه بر ریسک سقوط قیمت سهام و همچنین، نقش تعدیل‌کنندگی چرخه عمر و عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه مدیریت ساختار سرمایه و ریسک سقوط قیمت سهام را بررسی نموده است و ادبیات موجود در خصوص محافظه‌کاری مالی و تاثیر متناقض آن در اقتصادهای تورمی را توسعه می‌دهد.

1. Hamers, Renders &Vorst
2. Xu
3. Jovanovic
4. Dickinson



فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱: ساختار سرمایه محافظه کارانه (محافظه کاری مالی)، ریسک سقوط آتی قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

فرضیه ۲: در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، تاثیر ساختار سرمایه محافظه کارانه بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام برجسته‌تر است.

فرضیه ۳: در شرکت‌هایی که در مرحله معرفی و رشد هستند، تاثیر ساختار سرمایه محافظه کارانه بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام برجسته‌تر است.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر فرآیند اجرا (نوع داده‌ها)، کمی؛ از نظر نتیجه اجرا، کاربردی؛ از نظر هدف اجرا، پژوهشی-تحلیلی؛ از نظر منطق اجرا، قیاسی-استقرایی و از نظر زمانی، پس‌رویدادی است. داده‌ها به روش سندکاوی و از طریق نرم افزار ره‌آورد نوین و مطالعه صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است. جامعه آماری به روش حذف نظام‌مند و بر اساس محدودیت جدول شماره ۱، انتخاب شده است. پس از اعمال این محدودیت‌ها، ۱۴۳ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده‌اند. لازم به ذکر است بازه زمانی پژوهش ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ است، ولی فرضیه‌های پژوهش در دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ آزمون شده‌اند. زیرا برای محاسبه شفافیت گزارشگری شرکت‌ها از داده‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۳ نیز استفاده شده است. مدلهای پژوهش نیز به روش رگرسیون چندمتغیره با در نظر گرفتن اثرات ثابت سال و صنعت برآورد شده است.

جدول ۱. غربالگری شرکت‌های نمونه

۵۹۹	کل شرکت‌های فعال در سال ۱۳۹۰
-۷۶	شرکت‌هایی که بعد از سال ۹۰ پذیرش شده اند
-۵۵	وقفه معاملاتی بیشتر از ۳ ماه
-۱۲	تغییر سال مالی
-۳۸	لغو پذیرش
-۱۶۱	سرمایه‌گذاری، واسطه‌گرهای مالی، هلدینگ، بانک، بیمه و لیزینگ
-۱۰۹	صنایع غیر مرتبط
-۵	عدم دسترسی به اطلاعات مورد نیاز
۱۴۳	تعداد شرکت‌های باقیمانده

مآخذ: محاسبات آماری

به منظور بررسی تأثیر محافظه کاری مالی بر ریسک سقوط قیمت آتی سهام (فرضیه اول)، شرکت‌ها به دو دسته شرکت‌های محافظه کار و شرکت‌های غیرمحافظه کار طبقه‌بندی می‌شوند و برای سنجش تأثیر سیاست محافظه کارانه ساختار سرمایه بر ریسک سقوط قیمت آتی سهام از مدل زیر استفاده شده است:

رابطه (۱)

$$Nc skew_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 cct_{it} + \alpha_2 Opaque_{it} * cct_{it} + \alpha_3 Fsize_{it} + \sum \alpha_t year + \sum \alpha_t ind + \varepsilon_{it}$$

همچنین، برای بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی و چرخه عمر بر رابطه سیاست مالی محافظه کارانه و ریسک سقوط قیمت آتی از مدل‌های زیر استفاده شده است:

رابطه (۲)

$$Nc skew_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 cct_{it} + \alpha_2 Opaque_{it} * cct_{it} + \alpha_3 sp_{it} * ccs_{it} + \alpha_4 Fsize_{it} + \sum \alpha_t year + \sum \alpha_t ind + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۳)

$$Nc skew_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 cct_{it} + \alpha_2 Opaque_{it} * cct_{it} + \alpha_3 ccs_{it} * cl + \alpha_4 Fsize_{it} + \sum \alpha_t year + \sum \alpha_t ind + \varepsilon_{it}$$

جدول ۲. متغیرها و نحوه اندازه گیری

نماد	نام متغیر	نحوه اندازه گیری
<i>Nc skew</i>	ریسک سقوط قیمت سهام	معیار ریسک چولگی منفی شرطی
<i>ccs</i>	نوع ساختار سرمایه	مطابق با مطالعاتی نظیر المدیا و کمپلو (۲۰۰۷) و بیگی و همکاران (۲۰۱۴)، شرکت‌ها از لحاظ نسبت خالص بدهی به پنج دسته طبقه‌بندی شده و اگر یک شرکت حداقل در دو سال متوالی در پائین‌ترین پنجک قرار بگیرد، بعنوان شرکت دارای ساختار سرمایه محافظه کارانه در نظر گرفته می‌شود. متغیر ساختاری است، به این صورت که اگر شرکت در دسته شرکت‌های دارای ساختار سرمایه محافظه کارانه قرار داشته باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰
<i>Opaque</i>	شاخص گزارشگری مبهم	بر اساس جین و مایرز (۲۰۰۶)، کوتاری (۲۰۰۷) و هاتن و همکاران (۲۰۰۹) مهمترین عواملی که بر ریسک سقوط قیمت سهام موثر است، شفافیت گزارشگری مالی است. عدم شفافیت اطلاعات مالی (مدیریت سود) با افشای اطلاعات کم‌تر در ارتباط است. به علاوه شرکت‌هایی که دارای صورت‌های مالی غیر شفاف هستند، بیشتر در معرض ریسک سقوط قیمت سهام قرار می‌گیرند. از این رو ابهام در گزارشگری مالی به عنوان شاخصی برای شفافیت گزارشگری مالی به صورت متغیر اصلی و به صورت تعاملی با محافظه کاری مالی وارد مدل‌های آزمون فرضیه‌ها می‌شود. گزارشگری مبهم از طریق مدل تعدیل شده جونز مربوط به دیچو، اسلون و سوئینی (۱۹۹۵) اندازه‌گیری شده است.
<i>sp</i>	شکاف قیمت	شکاف نسبی) = بالاترین قیمت خرید - پایین‌ترین قیمت فروش / میانگین روزانه قیمت شکاف موثر (= ۱۲) آخرین قیمت معامله - میانگین روزانه قیمت / میانگین روزانه قیمت
<i>cl</i>	چرخه عمر	با اساس مدل دیکسون (۲۰۱۱) اندازه گیری شد و به صورت متغیر ساختاری وارد مدل شد؛ اگر شرکت در مرحله معرفی و رشد است یک و در غیر این صورت صفر
<i>Fsize</i>	اندازه شرکت	لگاریتم فروش (بر حسب ریال) تعدیل شده بر اساس تورم

مآخذ: متسخرج از سوابق تجربی پژوهش

از آنجایی که تعداد شرکتهای صنعت باید حداقل ۱۵ شرکت باشد، صنایع ثبت شده در بازار بورس به شرح جدول زیر در غالب ۸ صنعت (بر اساس آزمون حساسیت) ترکیب شدند:

جدول ۳. ترکیب صنایع

۱	دستگاههای برقی و ماشین آلات	۵	کانی غیرفلزی و کاشی و سرامیک
۲	خودرو و قطعات	۶	شیمیایی و فرآورده های نفتی
۳	دارویی	۷	قند و شکر و غذایی به جز قند و شکر
۴	سیمان، آهک و کچ	۸	فلزات اساسی و استخراج کانه های فلزی

مآخذ: محاسبات آماری

اندازه گیری چرخه عمر

مطابق با دیکسون (۲۰۱۱) از مدل طبقه بندی چرخه عمر شرکت بر اساس جریان های نقد استفاده شده است. این مدل بر اساس بررسی نظریه اقتصادی مربوط به چرخه زندگی و پیش بینی های مربوط به انواع جریان های نقدی به شرح می باشد:

جدول ۴. طبقه بندی مراحل چرخه عمر طبق مدل جریان های وجه نقد

	افول	کاهش	بلوغ	رشد	معرفی
جریانات نقد عملیاتی	-	-/+	+	+	-
جریانات نقد سرمایه گذاری	+	-/+	-	-	-
جریانات نقد تامین مالی	-/+	-/+	-	+	+

مآخذ: دیکسون، ۲۰۱۱

در راستای فرضیه سوم، متغیر چرخه عمر به صورت ساختگی می باشد. به این صورت که شرکت ها از لحاظ چرخه عمر به دو گروه معرفی و رشد (یک) و سایر (صفر) تقسیم می شوند. از این رو طبق علامت جریان های نقد در جدول شماره ۴، سال-شرکت های که در مرحله معرفی و رشد هستند، شناسایی شده و به آن ها عدد یک و به سایر سال-شرکت ها عدد صفر اختصاص می یابد.

اندازه گیری متغیر ابهام در گزارشگری مالی

طبق مبانی نظری و تجربی، یکی از مهمترین عواملی که بر ریسک سقوط قیمت سهام موثر است، شفافیت گزارشگری مالی است (چین و مایرز، ۲۰۰۶؛ کوتاری، ۲۰۰۷ و هاتن و همکاران، ۲۰۰۹). هاتن و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند که عدم شفافیت اطلاعات مالی (مدیریت سود) با افشای اطلاعات کمتر در ارتباط است. به علاوه شرکت های که دارای صورت های مالی غیر شفاف هستند، بیشتر در معرض ریسک سقوط قیمت سهام قرار می گیرند. از

این رو ابهام در گزارشگری مالی به عنوان شاخصی برای شفافیت گزارشگری مالی به صورت متغیر اصلی و به صورت تعاملی با محافظه کاری مالی وارد مدل های آزمون فرضیه ها می شود.

مشابه پژوهش هاتن (۲۰۰۹) گزارشگری مبهم از طریق مدل تعدیل شده جونز مربوط به دیچو، اسلون و سوئینی (۱۹۹۵) اندازه گیری شده است. برای اندازه گیری مدیریت سود به عنوان یکی از متغیرهای اصلی طبق مدل تعدیل شده جونز (دیچو و همکاران، ۱۹۹۵)، ابتدا رگرسیون مقطعی زیر برای شرکت های نمونه بر اساس صنعت برازش می شود:

$$\frac{TA_{it}}{Assets_{it-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Assets_{it-1}} + \beta_1 \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{it-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۴)}$$

سپس اقلام تعهدی غیر اختیاری به صورت مدل زیر اندازه گیری می شود:

$$DisAcc_{it} = \frac{TA_{it}}{Assets_{it-1}} - (\alpha_0 \frac{1}{Assets_{it-1}} + \beta_1 \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{it-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}}) \quad \text{رابطه (۵)}$$

در نهایت گزارشگری مبهم از طریق مجموع ارزش های اقلام تعهدی غیر اختیاری سالانه طی سه سال اندازه گیری می شود:

$$Opaque = Abs(DisAcc_{t-1}) + Abs(DisAcc_{t-2}) + Abs(DisAcc_{t-3}) \quad \text{رابطه (۶)}$$

یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به شرح جدول شماره ۵ می باشد. برای کاهش اثر داده های پرت، داده ها در سطح یک درصد تعدیل^۱ شده است.

جدول ۵. آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف استاندارد	چولگی	کشدگی
ریسک سقوط قیمت سهام	-۰.۴۳۰	-۰.۴۱۱	۲.۳۷۰	-۲.۴۱۱	۰.۸۴۹	۱.۲۵	۰.۷۶
ابهام گزارشگری مالی	۰.۲۴۱	۰.۲۰۴	۰.۷۶۳	۰.۰۳۹	۰.۱۴۶	۲.۴۶	۰.۵۶
شکاف قیمت موثر	۰.۰۱۵	۰.۰۱۵	۰.۰۲۴	۰.۰۰۳	۰.۰۰۴	۱.۵۶	۱.۰۷
شکاف قیمت نسبی	۰.۰۳۰	۰.۰۳۱	۰.۰۴۰	۰.۰۰۳	۰.۰۱۱	۰.۸۹	۰.۰۷
اندازه شرکت	۱۴.۲۱۸	۱۴.۰۵۱	۱۸.۶۲۳	۱۱.۲۲۰	۱.۴۵۲	۰.۶۵	۰.۹۷
توزیع فراوانی							
	صفر	یک					
ساختار سرمایه محافظه کارانه	۸۰۴	۱۶۵					
چرخه عمر	۴۸۷	۴۸۲					

مأخذ: محاسبات آماری

میانگین و میانه ریسک سقوط سهام به ترتیب ۰,۴۳- و ۰,۴۱- است که اختلاف اندکی دارد. این مقادیر برای ابهام در گزارشگری مالی به ترتیب ۰,۲۴ و ۰,۲۰ است. همچنین میانگین و میانه در مورد شکاف قیمت موثر و شکاف قیمت نسبی کاملاً یکسان است و برای سایر متغیرهای پژوهش اختلاف اندکی دارد که نشان می‌دهد متغیرهای پژوهش از توزیع مناسبی برخوردار هستند. همچنین از ۹۶۹ مشاهده، ۱۶۵ سال-شرکت دارای ساختار سرمایه جسورانه (غیر محافظه‌کار مالی) و ۸۰۴ سال شرکت دارای ساختار سرمایه محافظه‌کارانه (محافظه‌کار مالی) می‌باشد. با توجه به مطالبی که در مقدمه در خصوص اقتصادهای تورمی و مزیت بدهی در این بازارها مورد اشاره قرار گرفت، نتیجه غیر قابل احتمالی در اقتصادهای تورمی است. در این خصوص توجه به محدودیت‌های بدهی شرکت‌ها شایان توجه است. آمار توصیفی همچنین، نشان می‌دهد از ۹۶۹ مشاهده، ۴۸۲ در مرحله معرفی و رشد بوده و ۴۸۷ در سایر مراحل که توزیع مناسبی است.

جدول ۶. ماتریس همبستگی متغیرها

متغیر	ریسک سقوط قیمت سهام	ابهام گزارشگری مالی	شکاف قیمت موثر	شکاف قیمت نسبی	اندازه شرکت
ریسک سقوط قیمت سهام	۰,۰۰۱	۰,۳۶۰- (۰/۰۰)	۰,۱۰۰ (۰,۰۰۱)	۰,۵۳۰ (۰,۰۰۰)	۰,۲۲۰ (۰,۰۰۱)
ابهام گزارشگری مالی	۰,۳۶۰- (۰,۰۰۰)	۰,۰۰۱	۰,۲۴۰- (۰,۰۰۷۶)	۰,۱۶۰- (۰,۰۰۵۶)	۰,۱۸۰- (۰,۰۱)
شکاف قیمت موثر	۰,۱۰۰ (۰,۰۰۱)	۰,۲۴۰- (۰,۰۰۶۵)	۰,۰۰۱	۸۱۱,۰ (۰,۰۳۷)	۱۶۸,۰- (۰,۰۵۶)
شکاف قیمت نسبی	۰,۵۳۰ (۰,۰۰۲)	۰,۱۶۰- (۰,۰۹۸)	۸۱۱,۰ (۰,۰۰۱)	۰,۰۰۱	۰,۵۰۰- (۰,۰۲۵)
اندازه شرکت	۰,۲۲۰ (۰,۰۰۱)	۰,۱۸۰- (۰,۰۰۰)	۱۶۸,۰- (۰,۰۰۱)	۰,۵۰۰- (۰,۰۴۶)	۰,۰۰۱

مآخذ: یافته‌های پژوهش

همبستگی متغیرهای تحقیق که در جدول ۶ ارائه شده است، نشان می‌دهد بین متغیرهای تحقیق همبستگی قابل توجهی وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج تخمین مدل‌های تحقیق در جدول شماره ۷ ارائه شده است. برای تخمین مدل‌های پژوهش از رگرسیون به روش خطای استاندارد مقاوم استفاده شده است. در این روش مشکلاتی نظیر ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی باقی مانده‌های مدل مرتفع می‌شود. همچنین در مدل‌های تحقیق برای شناسایی هم خطی بین متغیرهای مستقل، از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه ها

متغیر	مدل ۱	مدل ۲				مدل ۳	VIF
		VIF	QS	VIF	ES		
عرض از مبدا	۰/۳۶۴ -۱/۲۴۶	۰/۳۶۸ -۱/۲۵۰	۰/۳۸۹ -۱/۳۱۹	۰/۳۶۳ -۱/۲۴۲			
ساختار سرمایه محافظه کارانه	۰/۱۷۰ ۱/۴۰۹	۰/۱۲ ۰/۱۳۹	۱/۴۷	۱/۳۷	۱/۹۸		
اثر توام ساختار سرمایه محافظه کارانه و ابهام	-۰/۵۹۱ -۱/۸۷۶*	-۰/۷۴۵ -۲/۴۶۱**	۱/۳۰	۱/۳۱	۱/۲۷		
اندازه شرکت	-۰/۰۰۹ (-۰/۴۸۳)	-۰/۰۰۹ (-۰/۴۸۴)	۱/۳۸	۱/۳۸	۱/۳۳		
اثر توام ساختار سرمایه محافظه کارانه و شکاف قیمت موثر			۱/۰۹	۴۱/۰۰۸ (۲/۱۹۳**)			
اثر توام ساختار سرمایه محافظه کارانه و شکاف قیمت نسبی		۱/۱۷۰	۱۸/۰۰۸ (۲/۲۴۳**)				
اثر توام ساختار سرمایه محافظه کارانه و چرخه عمر		۱/۶۷۳	۰/۰۳۷ (۰/۳۰۴)				
تعداد مشاهدات			۹۶۹				
اثرات ثابت سال			کنترل شده				
اثرات ثابت صنعت			کنترل شده				
واریانس مستحکم			بله				
ضریب تعیین	۰/۱۲۳	۰/۱۲۲	۰/۱۳۰	۰/۱۲۹			
معنی داری آماره f	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰			
آماره F والد	۱۰/۷۱۹	۱۰/۰۸۱	۹/۴۸۹	۹/۴۴۳			

ES شکاف موثر و QS شکاف نسبی

* معنی داری در سطح ۹۰ درصد ** معنی داری در سطح ۹۵ درصد *** معنی داری در سطح ۹۹ درصد

مأخذ: یافته‌های پژوهش



با توجه به عامل تورم واریانس ($vif < 10$)، همبستگی قابل توجهی که بر نتایج تحقیق تاثیر گذار باشد، وجود ندارد. معنی داری آماره f فیشر نشان دهنده معنی داری کلی مدل ها در سطح ۹۹ درصد است. ضرایب آماره F والد نیز برای تمام مدل ها بیشتر از $0/05$ است که نشان می دهد بین باقیمانده ها مشکل همسانی واریانس وجود ندارد و استفاده از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) برای برآورد مدل مناسب است. ضریب تعیین مدل ها نیز نشان می دهد مدل های تحقیق بیش از ۱۲ درصد تغییرات متغیر وابسته را تبیین می کنند.

طبق نتایج تخمین مدل اول، ضریب مربوط به ساختار سرمایه محافظه کارانه $0/17$ است که نشان دهنده تاثیر مثبت ساختار سرمایه بر ریسک سقوط قیمت سهام است؛ ولی این تاثیر معنی دار نیست و فرضیه اول پژوهش تایید نمی شود. در مدل اول پژوهش در خصوص تاثیر ساختار سرمایه محافظه کارانه بر ریسک سقوط، ضریب مربوط به تاثیر توام ابهام گزارشگری مالی و ساختار سرمایه محافظه کارانه مقدار $-0/591$ و معنی دار است. این نتیجه نشان دهنده تاثیر منفی ساختار سرمایه محافظه کارانه بر ریسک سقوط قیمت آتی سهام در شرایط ابهام در گزارشگری مالی است. در این مدل همچنین تاثیر اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترل تایید نشد.

مدل دوم مربوط به بررسی تاثیر تعدیل کنندگی عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه ساختار سرمایه محافظه کارانه و ریسک سقوط است. این مدل یک بار با شکاف قیمت نسبی و یکبار با شکاف قیمت موثر برآزش شده است. طبق نتایج برآورد مدل دوم، ضریب اثر توام ساختار سرمایه محافظه کارانه و شکاف قیمت موثر بر ریسک سقوط قیمت سهام ($18/008$)، و ضریب اثر توام ساختار سرمایه محافظه کارانه و شکاف قیمت نسبی ($41/008$) است و هر دو مثبت و معنی دار می باشد. از این رو تاثیر ساختار سرمایه محافظه کارانه در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی (با استفاده از معیار شکاف قیمت نسبی) برجسته تر است و فرضیه دوم تحقیق تایید می گردد. در این مدل همچنین تاثیر اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترل تایید نشد.

با توجه به نتایج برآورد مدل سوم، ضریب مربوط به اثر توام ساختار سرمایه محافظه کارانه و چرخه عمر $0/37$ می باشد که نشان دهنده تاثیر مثبت چرخه عمر شرکت بر رابطه ریسک سقوط قیمت و ساختار سرمایه محافظه کارانه است؛ ولی با توجه به سطح معنی داری، این تاثیر معنی دار نیست و فرضیه سوم تایید نمی شود. در این مدل نیز تاثیر اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترل تایید نشد.

آزمون های تکمیلی

نتایج مورد انتظار پژوهش حاضر در خصوص تاثیر ساختار محافظه کارانه بر ریسک سقوط قیمت سهام و تاثیر تعدیل کنندگی چرخه عمر بر این رابطه تایید نشد. از این رو در این قسمت برای تحلیل بیشتر نتایج پژوهش، آزمونهای اضافی به شرح زیر انجام شده است.

استفاده از بدهی مربوط به تسهیلات در محاسبه ساختار سرمایه محافظه کارانه

در پژوهش حاضر مشابه پژوهش های قبلی، برای اندازه گیری سیاست محافظه کارانه در ساختار سرمایه از نسبت خالص بدهی ها استفاده گردید. در این قسمت برای تحلیل اضافی این نسبت بر اساس بدهی های

مربوط به تسهیلات دریافتی مجدد محاسبه و نتیجه آزمون فرضیه‌ها با این معیار به شرح زیر می‌باشد. نتایج تخمین مدل‌های تحقیق در جدول شماره ۸ ارائه شده است.

نتایج برآورد مدل‌ها در خصوص محاسبه محافظه‌کاری مالی بر اساس بدهی مربوط به تسهیلات مشابه نتایج برآورد مدل‌ها بر اساس نسبت خالص بدهی به عنوان محافظه‌کاری مالی است. ضرایب در جهت تایید فرضیه‌های پژوهش می‌باشد؛ ولی فقط تاثیر تعدیل‌کنندگی عدم تقارن اطلاعاتی بر اساس شکاف قیمت نسبی و شکاف قیمت موثر در مدل دوم تایید شد. بنابراین، استفاده از بدهی مربوط به تسهیلات در محاسبه ساختار سرمایه محافظه کارانه، تاثیری در تایید فرضیه‌های پژوهش ندارد.

جدول ۸. آزمون فرضیه‌ها-استفاده از بدهی تسهیلات در محاسبه محافظه‌کاری مالی

متغیر	مدل ۱	VIF	مدل ۲			
			VIF	QS	VIF	ES
عرض از مبدا	۰/۳۹۸ (-۱/۳۸۲)					
ساختار سرمایه محافظه کارانه	۰/۰۵۴ (-۰/۵۱۷)	۱/۴۵	۱/۵۰	۰/۰۲۸ (-۰/۲۷۵)	۱/۵۳ (-۰/۱۲۷)	۰/۰۱۳ (-۰/۱۲۷)
اثر توام ساختار سرمایه محافظه کارانه و ابهام	۰/۲۳۸ (-۰/۵۸۴)	۱/۲۶	۱/۲۸	۰/۰۷۴ (-۰/۱۹۶)	۱/۲۵ (-۰/۲۷۸)	۰/۱۱۰ (-۰/۲۷۸)
اندازه شرکت	۰/۰۰۶ (-۰/۳۱۹)	۱/۲۷	۱/۳۴	۰/۰۰۴ (-۰/۲۱۳)	۱/۳۲ (-۰/۱۷۱)	۰/۰۰۳ (-۰/۱۷۱)
اثر توام ساختار سرمایه محافظه کارانه و شکاف قیمت موثر					۳۹/۵۶۷ (۲/۰۴**)	
اثر توام ساختار سرمایه محافظه کارانه و شکاف قیمت نسبی			۱/۱۸۳	۱۵/۸۵۹ (۱/۸۸۶*)		
اثر توام ساختار سرمایه محافظه کارانه و چرخه عمر			۱/۱۰	۰/۰۵۲ (-۰/۵۱۵)		۴
تعداد مشاهدات					۹۶۹	
اثرات ثابت سال				کنترل شده		
اثرات ثابت صنعت				کنترل شده		
واریانس مستحکم				بله		
ضریب تعیین	۰/۱۲۱		۰/۱۲۲		۰/۱۲۱	
معنی‌داری آماره f	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	
آماره F والد	۱۰/۴۸۴		۱۰/۱۴۱		۱۰/۰۵۶	

ES شکاف موثر و QS شکاف نسبی

* معنی‌داری در سطح ۹۰ درصد ** معنی‌داری در سطح ۹۵ درصد *** معنی‌داری در سطح ۹۹ درصد

مأخذ: یافته‌های پژوهش



آزمون معیارهای تفکیک شرکت ها بر اساس ساختار سرمایه محافظه کارانه

در متون مرتبط برای دو نوع سیاست ساختار سرمایه شامل؛ محافظه کار مالی و غیر محافظه کار مالی، ویژگی‌های پیشنهاد و تایید شده است. این ویژگی‌ها در قسمت مبانی نظری به بحث و تحلیل گذاشته شده است. با توجه به عدم تایید فرضیه‌های تحقیق، برای آزمون اضافی در خصوص اعتبار تفکیک شرکت‌ها به محافظه کار مالی و غیر محافظه کار مالی بر اساس نسبت خالص بدهی و همچنین، بر اساس نسبت بدهی خالص بر اساس بدهی مربوط به تسهیلات، ویژگی‌های این دو نوع سیاست ساختار سرمایه از طریق آزمون مقایسه میانگین در دو گروه شرکت‌های محافظه کار مالی و غیر محافظه کار مالی بررسی شده است. در جدول شماره ۹ برای ساختار سرمایه محافظه کار از نسبت خالص بدهی و در جدول شماره ۱۰، از نسبت خالص بدهی بر اساس بدهی مربوط به تسهیلات استفاده شده است.

با توجه به جدول شماره ۹ میانگین متغیرهای مربوط به معیارهای تشخیص محافظه کاری مالی، نشان دهنده تایید انتظارات مربوطه است، ولی آزمون مقایسه میانگین نشان می‌دهد از این معیارها، سود سهام پرداخت شده، اندازه شرکت، وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌ها در سطح یک درصد معنی دار است؛ سن شرکت، نسبت دارایی‌های مشهود به نامشهود در سطح ۱۰ درصد معنی دار است؛ ولی نرخ مالیات موثر، فرصت‌های رشد و ریسک معنی دار نیستند. در نتایج جدول شماره ۱۰ نیز، مشابه نتایج جدول ۹، میانگین متغیرهای مربوط به معیارهای تشخیص محافظه کاری مالی، نشان‌دهنده تایید انتظارات مربوطه است، ولی آزمون مقایسه میانگین نشان می‌دهد، از این معیارها، فقط ریسک در سطح یک درصد و سود سهام پرداخت شده در سطح ۱۰ درصد معنی دار است و مابقی معیارها معنی دار نیستند.

جدول ۹. آزمون مقایسه میانگین

متغیر	نحوه اندازه گیری	نتیجه مورد انتظار در شرکت‌های محافظه کار مالی	شرکت‌های محافظه کار مالی	شرکت‌های غیر محافظه کار مالی	آماره t	سطح معنی داری
سود سهام پرداخت شده	سود سهام پرداخت شده تقسیم بر دارایی‌های اول دوره	بیشتر	۰/۱۴۷	۰/۰۸۱	۸/۵۳۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	لگاریتم فروش گزارش شده در صورت سود و زیان (ریال)	کمتر	۱۳/۹۷۸	۱۴/۲۳۹	-۳/۳۱۸	۰/۰۰۱
سن	لگاریتم زمان فعالیت در بورس تا سال ۱۳۹۷	کمتر	۳/۶۲۶	۳/۶۷۰	-۱/۶۹۲	۰/۰۹۱
عامل مشهود به نامشهود	دارایی مشهود به دارایی‌های نامشهود تقسیم بر دارایی‌های اول دوره	کمتر	۱۵۷/۵۷۳	۱۹۴/۳۰۸	-۱/۷۳۶	۰/۰۸۳
وجه نقد	وجه نقد و معادل‌های نقدی تقسیم بر دارایی‌های اول دوره	بیشتر	۰/۰۶۱	۰/۰۴۰	۸/۶۱۳	۰/۰۰۰
ریسک	نوسانات فروش	بیشتر	۰/۱۸۰	۰/۱۵۴	۱/۵۹۵	۰/۱۱۱

متغیر	نحوه اندازه گیری	نتیجه مورد انتظار در شرکتهای محافظه کار مالی	شرکتهای محافظه کار مالی	شرکتهای غیر محافظه کار مالی	آماره t	سطح معنی داری
فرصت‌های رشد	ارزش دفتری به بازار	بیشتر	۰/۴۷۶	۰/۴۵۹	۰/۹۶۱	۰/۳۳۷
نرخ مالیات موثر	مالیات بر درآمد تقسیم بر سود سود قبل از مالیات	کمتر	۰/۱۰۶	۰/۱۱۰	-۰/۷۲۸	۰/۴۶۷
سرمایه‌گذار ی‌ها	سرمایه‌گذاری های کوتاه مدت تقسیم بر دارایی‌های اول دوره	بیشتر	۰/۰۲۲	۰/۰۱۲	۵/۵۴۵	۰/۰۰۰

(بر اساس بدهی خالص تعیین ساختار سرمایه محافظه‌کارانه)

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۱۰. آزمون مقایسه میانگین

متغیر	نحوه اندازه گیری	نتیجه مورد انتظار در شرکتهای محافظه کار مالی	شرکتهای محافظه کار مالی	شرکتهای غیر محافظه کار مالی	آماره t	سطح معنی داری
سود سهام پرداخت شده	سود سهام پرداخت شده تقسیم بر دارایی های اول دوره	بیشتر	۰/۰۷۸	۰/۰۹۵	۱/۶۷۰	۰/۰۹۵
اندازه شرکت	لگاریتم فروش گزارش شده در صورت سود و زیان (ریال)	کمتر	۱۴/۱۰۲	۱۴/۱۹۹	۱/۰۷۶	۰/۲۸۲
سن	لگاریتم زمان فعالیت در بورس تا سال ۱۳۹۷	کمتر	۳۷/۰۱	۳/۶۶۴	-۱/۱۲۵	۰/۲۶۱
عامل مشهود به نامشهود	دارایی مشهود به دارایی‌های نامشهود تقسیم بر دارایی ای اول دوره	کمتر	۱۸۴/۶۳۵	۱۹۶/۰۳۰	۰/۴۲۷	۰/۶۷۰
وجه نقد	وجه نقد و معادل های نقدی تقسیم بر دارایی های اول دوره	بیشتر	۰/۰۴۶	۰/۰۴۲	-۱/۱۶۷	۰/۲۴۴
ریسک	نوسانات فروش	بیشتر	۰/۳۱۷	۰/۱۴۷	-۳/۵۰۱	۰/۰۰۱
فرصت‌های رشد	ارزش دفتری به بازار مالیات بر درآمد تقسیم	بیشتر	۰/۴۶۷	۰/۴۶۲	-۰/۱۸۶	۰/۸۵۲
نرخ مالیات موثر	بر سود سود قبل از مالیات	کمتر	۰/۱۰۸	۰/۱۱۳	۰/۷۲۵	۰/۴۶۹
سرمایه‌گذاری‌ها	سرمایه‌گذاری های کوتاه مدت تقسیم بر دارایی‌های اول دوره	بیشتر	۰/۰۱۴	۰/۰۱۴	۰/۱۱۱	۰/۹۱۱

(بر اساس بدهی مربوط به تسهیلات در تعیین ساختار سرمایه محافظه‌کارانه)

مأخذ: یافته‌های پژوهش

بحث و نتیجه‌گیری

طبق برخی متون و تحقیقات مرتبط، شرکت‌های دارای ساختار مالی محافظه‌کارانه بنا به دلایلی از جمله محدودیت‌های تأمین مالی ترجیح می‌دهند که ظرفیت بدهی خود را حفظ و انعطاف‌پذیری مالی بیشتری داشته باشند. این‌گونه شرکت‌ها سیاست محافظه‌کارانه را در ساختار سرمایه خود لحاظ می‌کنند تا در هر زمان که با کسری مالی روبرو شدند از وجوه نقد و همچنین، ظرفیت استقراض برای تحقق نیازهای مالی خود استفاده نمایند. و با ریسک کمتری در خصوص سقوط قیمت آتی سهام روبرو هستند. بررسی‌های آن و همکاران (۲۰۱۳) و رشید (۲۰۱۶) نیز مؤید این نتیجه است. از طرفی در برخی متون و پژوهش‌ها نظیر؛ جین و مایرز (۲۰۰۶) و هاتن و همکاران (۲۰۰۹) سطح بالای بدهی و سطح کم وجه نقد، نشان از سرمایه‌گذاری‌های عمده شرکت دارد و به ساختار سرمایه جسورانه منجر می‌شود و در شرایط عدم شفافیت کامل در خصوص عملکرد شرکت، احتمال رفتارهای فرصت طلبانه مدیر و ریسک سقوط قیمت آتی سهام را افزایش می‌دهد. بنابراین طبق متون نظری انتظار بر این بود شرکت‌های با ساختار سرمایه محافظه‌کارانه، امکان بیشتری برای استفاده از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری از یک طرف و کاهش رفتارهای فرصت طلبانه از طرف دیگر، داشته و با احتمال کمتری با ریسک سقوط آتی قیمت سهام مواجه باشند. ولی در پژوهش حاضر به لحاظ شرایط تورمی حادی که بر اقتصاد ایران حاکم است، فرض شده است سیاست محافظه‌کارانه در ساختار سرمایه، ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد. زیرا نگهداری وجه نقد و عدم استفاده از ظرفیت بدهی، کاهش قدرت خرید وجه نقد و ظرفیت استقراض را را به دنبال دارد. در پژوهش حاضر، این انتظار (فرضیه اول) تأیید نشد و نتیجه پژوهش در رابطه با این فرضیه مطابق با بخش عمده‌ای از پژوهش‌های قبلی نظیر آن و همکاران (۲۰۱۵)، رشید (۲۰۱۶)، جین و مایرز (۲۰۰۶) و هاتن و همکاران (۲۰۰۹) است. نتیجه پژوهش در خصوص تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه محافظه‌کاری مالی و ریسک سقوط آتی قیمت (فرضیه دوم) موید انتظارات و نتایج تحقیقات قبلی نظیر مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴)، جنسن (۱۹۸۶) هارفورد (۱۹۹۹)، یرماک (۲۰۰۶)، کوتاری و همکاران (۲۰۱۰)، واتس (۲۰۰۳) و کیم و ژانگ (۲۰۱۴) می‌باشد. همچنین، تأثیر چرخه عمر شرکت بر رابطه محافظه‌کاری مالی و ریسک سقوط (فرضیه سوم) تأیید نشد. این نتیجه بر خلاف تحقیقات قبلی از جمله هامرز (۲۰۱۶)، زو (۲۰۰۷)، جووانوویچ (۱۹۸۳) و دیکنسون (۲۰۱۱) می‌باشد.

همچنین، آزمون‌های تکمیلی نشان داد نتایج فوق در صورت استفاده از بدهی مربوط به تسهیلات در محاسبه محافظه‌کاری مالی تأثیری بر نتایج ندارد. به علاوه، طبق نتایج مقایسه میانگین خصوصیات شرکت‌های دارای ساختار سرمایه محافظه‌کارانه (محافظه‌کار مالی) و شرکت‌های دارای ساختار سرمایه جسورانه (غیر محافظه‌کار مالی)، اعتبار نسبت خالص بدهی و نسبت بدهی بر اساس تسهیلات، برای تفکیک شرکت‌های محافظه‌کار مالی و غیر محافظه‌کار مالی در شرکت‌های ایرانی و در شرایط تحقیق حاضر مورد بحث است؛ و ممکن است نتایج پژوهش متأثر از روش اندازه‌گیری محافظه‌کاری مالی باشد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ها، پیشنهادات کاربردی مبتنی بر یافته‌ها و پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی به شرح زیر است:

- ۱- به تحلیل گران و اعتباردهندگان توصیه می‌شود به نسبت بدهی و تسهیلات دریافتی شرکت به عنوان یکی از عوامل موثر بر ریسک سقوط آتی سهام توجه کنند.
- ۲- مدل پژوهش حاضر فقط از طریق اندازه شرکت کنترل شده است. از این رو توصیه می‌گردد در پژوهش‌های آتی برای افزایش توان توضیح‌دهندگی مدل، متغیرهای کنترلی دیگری که با توجه به سوابق نظری و پژوهشی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام موثر هستند، نیز در نظر گرفته شود.
- ۳- توصیه می‌شود در پژوهش‌های آتی در خصوص اندازه‌گیری محافظه‌کاری مالی بر اساس معیارهای مربوطه، از شاخص‌های دیگری نیز استفاده شود.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.
مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.
تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.
تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

References

- Almeida, H; Campello, M; & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- An, Heng, Zhang, Ting, 2013. Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *J. Corp. Finance* 21, 1–15. An, Zhe; Li, Donghui; Yu, Jin, 2015. Firm crash risk, information environment, and speed of leverage adjustment. *Journal of Corporate Finance* 31, 132–151.
- Baum, C. F; Caglayan, M; & Rashid, A. (2017). Capital structure adjustments: Do macroeconomic and business risks matter? *Empirical Economics*, 53(4), 1463-1502.
- Ben-Nasr, H; & Ghouma, H. (2018). Employee welfare and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 700–725.
- Benmelech, E; & Bergman, N. K. (2009). Collateral pricing. *Journal of Financial Economics*, 91, 339–360.
- Bessler, W; Drobetz, W; Haller, R; & Meier, I. (2013). The international zero-leverage phenomenon. *Journal of Corporate Finance*, 23, 196–221.
- Bigelli, M; & Sánchez-Vidal, J. (2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking and Finance*, 36, 26–35.
- Bigelli, M; Martín-Ugedo, J. F; & Sánchez-Vidal, F. J. (2014). Financial conservatism of private firms. *Journal of Business Research*, 67(11), 2419-2427.
- Brav, O. (2009). Access to capital, capital structure, and the funding of the firm. *Journal of Finance*, 64, 263–308.
- Brounen, D; De Jong, A; & Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30(5), 1409-1442.
- Byoun, S. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward targets? *The Journal of Finance*, 63(6), 3069-3096.
- Callen, J. L; & Fang, X. (2015). Short interest and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 60, 181–194.
- Chen, Joseph, Hong, Harrison, Stein, Jeremy C; 2001. Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *J. Finance. Econ.* 61, 345–381.
- Dang, V. A. (2013). An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 30, 189-202.
- Dang, V. A; & Garrett, I. (2015). On corporate capital structure adjustments. *Finance Research Letters*, 14, 56-63.
- Devos, E; Dhillon, U; Jagannathan, M; & Krishnamurthy, S. (2012). Why are firms unlevered? *Journal of Corporate Finance*, 18, 664–682.
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review* 86 (6): 1969-1994.
- Djankov, S; La Porta, R; Lopez-de-Silanes, F; & Shleifer, A. (2003). Courts. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 453–517.
- Djankov, S; McLiesh, C; & Shleifer, A. (2007). Private credit in 129 countries. *Journal of Financial Economics*, 84, 299–329.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, 650–659.

- Fan, J. P. H; Titman, S; & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47, 23–56.
- Faulkender, M; Flannery, M. J; Hankins, K. W; & Smith, J. M. (2012). Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financial Economics*, 103(3), 632-646.
- Gamba, A; & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 2263-2296.
- Gamba, A; & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *Journal of Finance*, 63, 2263–2296.
- Goldstein, R; Ju, N; & Leland, H. (2001). An EBIT-based model of dynamic capital structure. *Journal of Business*, 74, 483–512.
- González, V.M; & González, F. (2008). Influence of bank concentration and institutions on capital structure: New international evidence. *Journal of Corporate Finance*, 14, 363–375.
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance*, 55, 1901–1942.
- Graham, J. R; & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2), 187-243.
- Graham, J. R; & Leary, M. T. (2011). A review of empirical capital structure research and directions for the future. *Annual Review of Financial Economics*, 3(1), 309-345.
- Hadlock, C. J; & Pierce, J. R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index. *Review of Financial Studies*, 23, 1909–1940.
- Harford, J; (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 54, 1969-1997.
- Hamers, L; Renders, A; Vorst, P. (2016). Firm Life Cycle and Stock Price Crash Risk, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2711170>
- Harris, M; & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46, 297–355.
- Huang, R; & Ritter, J. R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(02), 237-271.
- Hutton, A. P; Marcus, A. J; & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R 2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jin, Li, Myers, Stewart C; 2006. R2 around the world: new theory and new tests. *J. Financ. Econ.* 79, 257–292.
- Jovanovic, B. (1982). Selection and the evolution of industry. *Econometrica* 50 (3): 649-670.
- Kim, J. B; Li, Y; & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 639 662.
- Kim, J-B, Zhang, L, 2013. Financial reporting opacity and expected crash risk: evidence from implied volatility smirk. *Contemp. Account. Res.* 31, 851–875.

Kim, J-B. Zhang, L. 2014. Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-level Evidence, Contemporary Accounting Research, <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12112>.

Korteweg, A. (2010). The net benefits to leverage. *Journal of Finance*, 65, 2137–2170.

Kothari. S.P, Ramanna, K. Skinner, D.J. (2010), Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting *Journal of Accounting and Economics*, 50, 246-286.

Kraus, A; & Litzengerger, R. H. (1973). A state preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28, 911–922.

Leary, M. T; & Roberts, M. R. (2005). Do firms rebalance their capital structures? *The Journal of Finance*, 60(6), 2575-2619.

Lemmon, M. L; Roberts, M. R; & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. *Journal of Finance*, 63, 1575–1608.

Mandegari, A. Demouri, D (2023), Investigating the impact of financial flexibility, managerial efficiency and life cycle on the financial performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Financial Management Strategy*, 11(2), 97-128. (In persian).

Mehrabanpour, M. Alavi Nasab, S. M. Abbasian, E. Parkaush, T (2023). The role of financial inflexibility in explaining the value anomaly with emphasis on the business cycle. *Financial Management Strategy*, 11(1), 25-52. (In persian).

Marchica, M. T; & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, 39, 1339–1365.

Miguel, A; & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7, 77–99.

Modigliani, F; & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.

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*, 13(2), 187-221.

Opler, T; Pinkowitz, L; Stulz, R. M; & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3–46.

Rashid, A. (2016). Does risk affect capital structure adjustments? *The journal of Risk Finance*, 17(1), 80-92.

Savari, Zoha, sacrifice. Rostami, Mohammadreza. Abbasi, Ebrahim (2017), investigating the impact of life cycle on financial policies, investment, debt and liquidity, *Experimental Accounting Research*, No. 30, 155-173. (In persian).

Stiglitz, J. E; & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71, 393–410.

Strebulaev, I. A; & Yang, B. (2013). Themystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 109, 1–23.

- Tehrani, Reza, Najafzadeh Khobi, Sara. (2016). Investigating the impact of inflation uncertainty on capital structure, *Financial Economy Quarterly*, No. 38, pp. 1-22. (In persion).

Yin, Y; & Tian, R. (2017). Investor sentiment, financial report quality and stock price crash risk: Role of short-sales constraints. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(3), 493-510.

Yermack, D; (2006). Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns. *Journal of Financial Economics*, 80, 211-242.

Ziyaghasmi, Milad. Pourhydari, Omid. Abdzadeh Kanfi, Mohammad. (2017), Investigating the relationship between competition in the product market and the risk of falling stock prices, *Experimental Accounting Research*, No. 30, 299-320. (In persion).

Xu, Bixi. (2007). ‘Life Cycle Effect on the Value Relevance of Common Risk Factor’, *Review of Accounting and Finance* Vol.6, pp.162-175.

Watts, R. L. 2003. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons* 17 (3): 207-21.

Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: Some evidence. *Journal of Finance*, 32, 337-347.

COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

