

تبیین تأثیر ریسک درماندگی مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر راهبرد تجاری

عباس شامی

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

یوسف تقی پوریان

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

مهدی مران جوری

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

رضا فلاح

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

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۹/۰۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۱/۲۰

چکیده

هدف اصلی پژوهش تبیین تأثیر ریسک درماندگی مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر راهبرد تجاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای هدف اصلی پژوهش اطلاعات از صورتهای مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۹ گردآوری گردید. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندگانه با داده‌های تابلویی استفاده گردید. نتایج حاصله بیان گر تأثیر معنی داری معیارآلتمن ریسک درماندگی مالی بر معیار چولگی منفی بازده سهام ریسک سقوط قیمت سهام است. همچنین بیان گر نقش تعدیلگری راهبرد تجاری در تأثیر معیارآلتمن ریسک درماندگی مالی بر معیار چولگی منفی بازده سهام ریسک سقوط قیمت سهام است.

واژه‌های کلیدی: چولگی منفی بازده سهام، ریسک درماندگی مالی، ریسک سقوط قیمت سهام.

۱- مقدمه

در ادبیات مالی واژه‌های غیرمتمایزی برای ورشکستگی وجود دارد. برخی از این واژه‌ها عبارتند از: پریشانی مالی، شکست، درماندگی مالی و ورشکستگی. نکته مهم آن است که ورشکستگی آخرین مرحله از عمر شرکت است و شرکت ابتدا دچار پریشانی مالی، سپس شکست و بعد از آن درماندگی مالی و در نهایت ورشکسته می‌شود. مفهوم پریشانی مالی، اغلب در ادبیات قیمت‌گذاری دارایی برای توضیح الگوی غیرعادی در بازده سهام استفاده شده است. شرکت‌های دچار پریشانی مالی در انجام تعهدات خود با ریسک روبرو شده و سرمایه‌گذاران نیز باید بابت تحمل این ریسک هزینه بپردازند (کمپبل و همکاران، ۲۰۰۸). یکی از ویژگی‌های شرکت‌های دچار پریشانی مالی، وجود محدودیت‌های مالی و دسترسی کمتر به اعتبارات به دلیل این وضعیت است. با این وجود باگات و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که شرکت‌های دچار پریشانی مالی، برخی از ویژگی‌های مشترک با بسیاری از شرکت‌های دچار محدودیت مالی دارند؛ مانند نسبت کیوتوبین بالاتر، اندازه کمتر یا نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالاتر. همچنین برخلاف بیشتر شرکت‌های دچار محدودیت مالی، شرکت‌های دارای پریشانی مالی، سرمایه‌گذاری و جریان نقدی آزاد کمتر، اهرم مالی بالاتر و نرخ رشد فروش کمتر دارند (لوپزگوتیرز و همکاران، ۲۰۱۵). در فرهنگ وبستر، شکست چنین تعریف شده است: توصیف یا حقیقت نداشتن یا عدم کفایت وجوه در کوتاه‌مدت (پورزمانی و پویان راد، ۱۳۹۱). شکست شرکت می‌تواند با تغییر در هویت نقش و اختلال نقش برای مدیران شرکت همراه باشد و به احساسات آن‌ها آسیب بزند. این مسأله منجر به از دست دادن هویت اجتماعی و احساس ارزشمند بودن افراد می‌شود. کارآفرینان، در بیشتر مواقع شکست شرکت را به عنوان بیکفایتی فردی تفسیر می‌کنند. در واقع، شکست شرکت از انجام نقش مورد انتظار مدیران و کارآفرینان شرکت و ایجاد و رشد سرمایه‌گذاری و کسب حداکثر بازده برای سهامداران، جلوگیری می‌کند (جنکینز و همکاران، ۲۰۱۴). در حوزه مالی، یک شرکت زمانی درمانده مالی تلقی می‌شود که در ایفای تعهدات به اعتباردهندگان، دچار مشکل شود. بدهی‌های یک شرکت ممکن است برای تأمین مالی عملیات آن استفاده شود، اما با این کار بیشتر در معرض خطر تجربه درماندگی مالی قرار می‌گیرد؛ بنابراین اگر درماندگی مالی شرکت بهبود نیابد، به ورشکستگی منجر می‌شود (کردستانی و همکاران، ۱۳۹۳). زمانی که شرکت دچار درماندگی مالی می‌شود، پیامدهای جدی برای بسیاری از عوامل اقتصادی داخلی و خارجی مانند سهامداران، وام‌دهندگان، مشتریان، تأمین‌کنندگان، کارکنان و مدیران به وجود می‌آید (سانچز و همکاران، ۲۰۱۳). دان و براداستریت

(۱۹۹۸) اصطلاح شرکت‌های ورشکسته را این‌طور تعریف می‌کنند: واحدهای تجاری که عملیات خود را به علت واگذاری یا ورشکستگی یا توقف انجام عملیات تجاری با زبان، توسط بستانکاران، متوقف نمایند (پورزمانی و پویان راد، ۱۳۹۱). در بورس اوراق بهادار تهران، مالک ورشکستگی و خروج شرکت‌ها از بورس، ماده ۱۴۱ قانون تجارت اصلاحی است. در این ماده آمده است: اگر بر اثر زیان‌های وارده، حداقل نصف سرمایه شرکت از میان برود، هیئت مدیره مکلف است بلافاصله مجمع عمومی فوق‌العاده صاحبان سهام را دعوت کند تا موضوع انحلال یا بقای شرکت، مورد شور و رأی واقع شود. هرگاه مجمع مزبور رأی به انحلال شرکت ندهد، باید در همان جلسه و با رعایت مقررات ماده ۶ این قانون، سرمایه شرکت را به مبلغ سرمایه موجود کاهش دهد (منصور، ۱۳۹۴). درماندگی مالی و ورشکستگی دو عبارت نزدیک ولی متفاوت هستند. آلتمن و هانچکیس در سال ۲۰۱۰ تفاوت درماندگی مالی و ورشکستگی را این‌گونه بیان می‌کنند که هرگاه نرخ بازده تحقق یافته برای سرمایه به کار رفته در بنگاه، به صورت معنادار و مداوم کمتر از نرخ بازده خواسته شده باشد، درماندگی مالی رویداده است. درحالی‌که ورشکستگی وضعیتی حقوقی و قانونی است که برای بنگاه دارای درماندگی مالی روی می‌دهد. ممکن است شرکتی برای مدت طولانی درماندگی داشته باشد ولی چون منع قانونی وجود ندارد آن شرکت با ورشکستگی مواجه نشود. یک شرکت درمانده دارای بیشتری نسبت به بدهی‌هایش در ترازنامه دارد، اما قادر به پاسخگویی به تعهدات فعلی مانند بدهی‌های جاری نیست. اگر شرکت منحل شود، حداقل عایدات کافی ایجادشده به وسیله فروش دارایی‌ها، به همه طلبکاران بازپرداخت می‌شود. در حقیقت ممکن است در ترازنامه شرکت سرمایه خالص وجود داشته باشد، اما وجه نقد کافی برای تعهدات مالی جاری مانند هزینه بهره یا بدهی‌های تجاری وجود نداشته باشد. در مقابل، یک شرکت ورشکسته داراییهایی با ارزش واقعی کمتر از بدهی‌هایش دارد، ارزش خالص منفی دارد و اگر شرکت منحل شود کل طلب طلبکاران به آنان پرداخت نخواهد شد. در مجموع، هم درماندگی مالی و هم ورشکستگی باید از طریق مذاکره با طلبکاران یا از طریق اقدامات رسمی حقوقی حل و فصل شود، که این مسأله می‌تواند منجر به سازماندهی مجدد یا انحلال شرکت شود (دانیلویو، ۲۰۱۴). عوامل خارجی شرکت مانند شرایط اقتصاد کلان، تا حد زیادی بروز ورشکستگی در صنایع را تشدید می‌کند. مثال رکود اقتصادی، تقاضای کل را کاهش می‌دهد و شرکت‌های حاشیه‌ای با محصولات غیررقابتی ضعیف شده و مجبور به خروج از کسب و کار می‌شوند. کاهش دسترسی به اعتبار منجر به مشکلات نقدینگی برای شرکت‌های با اهرم

مزیت رقابتی آنها بر مبنای قیمت (رهبری بها) و کیفیت (تنوع محصولات) است فرق قایل می شود. از طرف دیگر مارچ (۱۹۹۱) استراتژی های تجاری را به دو گروه الف- استثمارگر و ب- اکتشافی تقسیم بندی می کند. به شیوه های مشابه تریسی و ویرسما (۱۹۹۵) استراتژی های تجاری را به سه گروه تعالی عملیاتی، رهبری محصول و صمیمیت با مشتری تقسیم می کند. با وجود این، گونه شناسی استراتژی ارائه شده توسط مایلز و اسنو (۱۹۷۸) در تحقیقات اخیر بیشتر به کار گرفته شده است و استراتژی های تجاری را به خروجی های شرکت نظیر کیفیت گزارش های مالی، کیفیت سود، عملکرد شرکت، ریسک سقوط قیمت سهام، عدم تقارن اطلاعاتی، مسئولیت پذیری اجتماعی، اجتناب از مالیات و خودشیفتگی مدیران مرتبط می کند (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳؛ هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵؛ حبیب و حسن، ۲۰۱۷؛ ژانگ، ۲۰۱۶؛ حاجیها، ۱۳۹۷) استدلال می کنند که شرکتها یکی از استراتژی ممکن اکتشافی (تهاجمی/آینده نگر) و تدافعی را به کار می گیرند و این مهم با پذیرش الگوهای مختلف بازارهای محصول، فناوری، ساختارها و فرایند سازمانی حاصل می شود تا در شرایط رقابتی در بازار باقی بمانند استراتژی تجاری شرکت (از طریق استراتژیهای اکتشافی/تهاجمی/آینده نگر یا تدافعی) مشخص کننده مسیر استراتژی سرمایه گذاری آن بوده و سطح اختیارات مدیریت و عدم تقارن اطلاعاتی آن را تحت تأثیر قرار داده و در نهایت تصمیمات سرمایه گذاری آن را نیز متأثر می سازد (نویسی و همکاران، ۲۰۱۷).

تبیین فرضیه پژوهش

مطالعه و بررسی ادبیات عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های تهاجمی و تدافعی نشان می دهد که دو دیدگاه مختلف در این خصوص وجود دارد. دیدگاه اول بیان می دارد که میزان عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های تهاجمی کمتر از شرکت های تدافعی می باشد، زیرا شرکت های تهاجمی به دلیل این که به دنبال نوآوری و دستیابی به محصولات و برند جدید می باشند، همواره مورد توجه تحلیل گران مالی بوده و اطلاعات آنها مورد بررسی و تحلیل دقیق توسط تحلیل گران قرار گرفته و این شرکتها ناگزیر به افزایش سطح افشای اختیاری اطلاعات می باشند، در نتیجه بدلیل تمرکز بیشتر تحلیل گران بر روی این شرکتها و نیز افزایش افشای اختیاری اطلاعات در این شرکتها، میزان عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های تهاجمی کمتر از شرکت های تدافعی می باشد (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۴). دیدگاه دوم بیان می دارد که شرکت های تهاجمی به دلایل زیر تمایل به انباشت اخبار بد در شرکت و تأخیر در افشای آنها دارند:

مالی بال می شود. در حالی که اکثر عوامل اقتصاد کلان به هم مرتبطند، به نظر می رسد همه معیارها مانند رشد تولید ناخالص ملی، تأمین پول نقد، عملکرد بازار مالی و شروع تعدادی کسب و کار جدید با افزایش ریسک ورشکستگی شرکت همبستگی داشته باشند.

مبانی نظری پژوهش

استراتژی تجاری عبارت است از اقدامی یکپارچه در جستجوی مزیت رقابتی. استراتژی تجاری به تعیین واکنش های شرکت به تغییرات در صنعت، اقتصاد و عرصه سیاست، در راستای دستیابی به مزیت رقابتی پایدار، می پردازد. استراتژی تجاری که در مراحل ابتدایی حیات یک شرکت تعیین می گردد، مستلزم تعهدات بلندمدت منابع بوده و مسیر شرکت در دستیابی، حفظ و افزایش عملکرد را مشخص می نماید (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳؛ برگلمان، ۲۰۰۲). چندین طبقه بندی برای استراتژی تجاری وجود دارد که مهمترین آنها عبارتند از گونه شناسی مایلز و اسنو (۱۹۷۸)، پورتر (۱۹۹۶) و میلر (۱۹۹۰). در این میان دو نوع استراتژی را می توان یافت که در مقابل هم قرار می گیرند. استراتژی که به دنبال حداقل نمودن یا مدیریت یا رهبری هزینه است (استراتژی تدافعی) و استراتژی که در پی انعطاف و ریسک بیشتر است (استراتژی اکتشافی/تهاجمی/آینده نگر). (دیانتی دیلمی و همکاران، ۱۳۹۴؛ صفری و رضایی، ۱۳۹۸). شرکتهای دارای استراتژی تدافعی، به دنبال عرضه محصولات با کیفیت و مقرون به صرفه هستند و توجه چندانی به برنامه تحقیق و توسعه ندارند؛ در مقابل اینگونه شرکتهای، شرکتهای با استراتژی تهاجمی بیشتر بر روی رشد و نوآوری تمرکز داشته، به شدت دنبال فرصتهای جدید بوده و گرایش بیشتری به ریسک دارند (لبم و همکاران، ۲۰۱۸). بنابراین به منظور ماندن در عرصه رقابت، شرکتهای استراتژیهای مربوطه خود را با الگوهای مختلفی از محصولات و دامنه بازار، فناوری و ساختار و فرایند سازمانی منطبق میسازند (مایلز و اسنو، ۲۰۰۳؛ نویسی و همکاران، ۲۰۱۷).

نمازی و همکاران (۱۳۹۶) استراتژی را راه و روش تحقی مأموریت سازمانی تلقی میکنند، به گونه های که سازمان عوامل خارجی (فرصت ها و تهدیدها) و عوامل داخلی (قوت ها و ضعف ها) را بررسی و از نقاط قوت داخلی و فرصتهای خارجی به خوبی بهره برداری می کند و ضعف های داخلی را از بین می برد. ادبیات مدیریت شامل گونه شناسی متعددی از استراتژی ها (بوژه استراتژی کسب و کار) است و به توصیف این موضوع می پردازد که شرکتها چگونه در بازارهای مربوط به عملیات خود به رقابت می پردازند. به عنوان مثال پورتر (۱۹۹۸) بین استراتژیهایی که

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی و از نظر هدف کاربردی می باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلال‌های قیاسی - استقرایی صورت می‌پذیرد، بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه‌ای، مجلات و سایر سایت‌های معتبر در قالب قیاسی، و گردآوری داده‌ها برای تأیید و رد فرضیه‌ها از راه استقرایی صورت می‌پذیرد.

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

$H_0 = \text{Pooled Data}$

$H_1 = \text{Panel Data}$

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

جامعه و نمونه آماری پژوهش

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

الف) با توجه به دوره زمانی دسترسی به اطلاعات (۱۳۹۹-

۱۳۸۹)، شرکت قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق

بهادار پذیرفته شده باشد و نام آن تا پایان سال ۱۳۹۹

از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشد؛

اول این‌که شرکت‌های تهاجمی از راهبرد تمایز برخوردار می‌باشند (هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵)، در راهبرد تمایز بخشی از حقوق و مزایا و پاداش مدیران مشروط به دستیابی به نوآوری و ایجاد محصولات جدید می‌باشد، در نتیجه این استراتژی ریسک زیادی را برای مدیران آن ایجاد می‌نماید، زیرا وجود نوآوری در این استراتژی ممکن است موجب شکست یک محصول جدید در بازار شود و یا ممکن است منجر به اثربخش نبودن هزینه‌های تحقیق و توسعه شود. لذا به کارگیری این استراتژی در سازمان‌ها، انگیزه مدیران را در دست‌کاری سود مربوط به فعالیت‌های نوآورانه و یا مخفی‌سازی اخبار بد مربوط به شکست پروژه‌های نوآورانه تقویت می‌کند. به عبارت دیگر زمانی که بخشی از حقوق مدیران منوط به سودآوری قراردادهای نوآورانه می‌گردد، هزینه‌های نمایندگی بیشتری از طرف مدیران به شرکت تحمیل می‌شود و موجب افزایش مدیریت سود و افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در این شرکت‌ها می‌گردد. دوم این‌که افشای اخبار بد و اخبار مربوط به شکست فعالیت‌های نوآورانه، مدیران را ناگزیر به افزایش پاسخگویی می‌نماید و باید دلایل مربوط به این شکست‌ها را برای ذی‌نفعان به صورت شفاف بیان نمایند و گاهی موضوع محدود به پاسخگویی نمی‌گردد و موجب طرح دعوی و شکایت‌های قانونی بر علیه مدیران می‌شود (حبیب و حسن، ۲۰۱۷).

بنابراین دو مورد بالا بیان‌گر این است که مدیران شرکت‌های تهاجمی معمولاً تمایل زیادی به نگهداشت اخبار بد داشته و سطح عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های تهاجمی بالاتر از شرکت‌های تدافعی بوده و ریسک سقوط قیمت سهام نیز در این شرکت‌ها بیشتر می‌باشد. از این‌رو و با توجه به استدلال پیش گفته می‌توان انتظار داشت که انتخاب نوع فعالیت‌های شرکت توسط مدیران به عنوان مرز مهمی در راستای تداوم یا توقف فعالیت شرکت محسوب می‌شود. به عبارتی مخاطره نکول را می‌تواند تحت تأثیر قرار دهد. به تبع آن تمایل مدیران به انباشت اخبار افزایش می‌یابد. بنابراین می‌توان انتظار داشت که راهبرد تجاری می‌تواند نقش مهمی در تأثیرگذاری مخاطره نکول بر ریسک سقوط قیمت سهام داشته باشد.

فرضیه‌های پژوهش

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

فرضیه دوم: راهبرد تجاری در تأثیرگذاری معیار آلتمن مخاطره نکول بر چولگی منفی بازده سهام نقش تعدیلگر دارد.

مواجه خواهند بود. هانگ و استین (۲۰۰۳) نیز بیان کردند که چولگی منفی بازده سهام یک راه جایگزین برای اندازه‌گیری عدم تقارن در توزیع بازده است. برای محاسبه چولگی منفی بازده سهام از رابطه (۳) استفاده می‌شود:

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

رابطه (۳)

در رابطه فوق:

$NCSKEW_{j,t}$: چولگی منفی بازده ماهانه سهام شرکت طی سال مالی t.

$W_{j,t}$: بازده ماهانه خاص شرکت ز در ماه θ

N: تعداد ماه‌هایی که بازده آن‌ها محاسبه شده است.

معیار آلتمن

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

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

Z': شاخص کل ورشکستگی؛ X_1 : نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها؛ X_2 : نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها؛ X_3 : نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها؛ X_4 : نسبت ارزش دفتری سهام شرکت به ارزش دفتری کل بدهی‌ها؛ X_5 : نسبت فروش به کل دارایی‌ها.

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

ب) به منظور افزایش توان هم‌سنجی و همسان‌سازی شرایط شرکت‌های انتخابی، سال مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفند ماه هر سال منتهی شود؛

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

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

متغیرهای پژوهش

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

رابطه (۱)

$$W_{j,\theta} = Ln(1 + \varepsilon_{j,\theta})$$

در رابطه فوق داریم:

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

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

رابطه (۲)

$$r_{jt} = \alpha_j + \beta_{1j}r_{m,t-2} + \beta_{2j}r_{m,t-1} + \beta_{3j}r_{m,t} + \beta_{4j}r_{m,t+1} + \beta_{5j}r_{m,t+2} + \varepsilon_{jt}$$

در رابطه فوق داریم:

r_{jt} : بازده سهام شرکت ز در ماه θ طی سال مالی

$r_{m,\theta}$: بازده بازار در ماه θ است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود.

سپس با استفاده از بازده ماهانه خاص شرکت، چولگی منفی بازده سهام و سقوط به شیوه‌های زیر محاسبه می‌شود:

الف- چولگی منفی بازده سهام: چن و همکاران (۲۰۰۱) معتقدند که نشانه‌های ریزش قیمت سهام از یک سال قبل از وقوع این پدیده شکل می‌گیرد و یکی از این نشانه‌ها وجود چولگی منفی در بازده سهام شرکت است. بنابراین شرکت‌هایی که در سال گذشته چولگی منفی بازده سهام را تجربه کرده‌اند، با احتمال بیشتری در سال آینده با پدیده ریزش قیمت سهام

- متغیرهای کنترلی پژوهش به شرح زیر هستند:
 - اندازه شرکت
 - اندازه شرکت عمدتاً معرف وضعیت شرکت از نظر سودآوری، حجم فعالیت و ارزش شرکت است و از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.
 - رابطه (۴)
 - (ارزش دفتری کل دارایی‌ها) LN = اندازه شرکت
- اهرم مالی
 - نماینده ریسک مالی شرکت است و از طریق نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.
 - رابطه (۵)
 - کل دارایی‌ها / کل بدهی‌ها = اهرم مالی
- نرخ بازده دارایی
 - بیان‌گر عملکرد شرکت است و از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.
 - رابطه (۷)
 - کل دارایی‌ها / سود خالص = نرخ بازده دارایی‌ها
- رشد فروش
 - بیان‌گر وضعیت سودآوری شرکت است و از نسبت تفاضل مبلغ فروش امسال و مبلغ فروش سال قبل بر مبلغ فروش سال قبل حاصل می‌شود.
 - رابطه (۶)
 - فروش سال قبل / (فروش سال قبل - فروش امسال) = رشد فروش

آمار توصیفی

توصیف آماری متغیرهای پژوهش به شرح زیر هستند:

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

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

فراوانی مشاهدات معیار آلتمن: ۸۰۴ مشاهده

آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

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

H_0 : ریشه واحد وجود دارد و متغیر مورد نظر نامانا است.
 H_1 : ریشه واحد وجود ندارد و متغیر مورد نظر مانا است.
 آزمون مانایی بر اساس آزمون ریشه واحد برای متغیرهای پژوهش در جدول ۲ ارائه گردیده است:
 مطابق یافته حاصل از آزمون پایایی، به دلیل این که سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ است، می‌توان گفت این متغیرها طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده است. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس (پراکندگی) متغیرهای پژوهش در طول زمان ثابت بوده است.

جدول ۲. آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نام آزمون	نام متغیر	آماره تی	سطح معناداری
آزمون ریشه واحد	چولگی منفی بازده سهام	-۴۲/۶۷۵۲۷	۰/۰۰۰۰
	معیار آلتمن	-۲۳/۱۶۷۱۱	۰/۰۰۰۰
	استراتژی تجاری	-۱۸/۵۴۴۷۰	۰/۰۰۰۰
	اندازه شرکت	-۸/۴۷۷۶۷۸	۰/۰۰۰۰
	اهرم مالی	-۱۷/۱۴۰۷۰	۰/۰۰۰۰
	نرخ بازده دارایی	-۶/۸۳۸۲۰۲	۰/۰۰۰۰
	رشد فروش	-۶/۵۸۶۹۳۳	۰/۰۰۰۰

آزمون فرضیه اول پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش به شرح زیر است: سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که ۱۰/۴۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته فرضیه اول پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون

محاسبه شده (۱/۹۹۸) که بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره تی برای متغیر معیار آلتمن، اسپرین گیت، فالمر و زیمسکی مخاطره درماندگی مالی از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است، بنابراین وجود تأثیرگذاری معنادار بین متغیر فوق و معیار چولگی منفی بازده سهام تأیید می‌شود. تأثیرگذاری معناداری متغیر کنترلی اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری محاسبه شده و این که از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است به لحاظ آماری تأیید می‌شود.

جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش

نام متغیر	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح معناداری
معیار آلتمن مخاطره درماندگی مالی	۰/۰۰۳۶۵۳	۰/۰۰۱۳۸۰	۲/۶۴۸۱۸۵	۰/۰۰۸۳
اندازه شرکت	۰/۰۲۳۷۸۷	۰/۰۱۰۱۰۸	۲/۳۵۳۳۰۵	۰/۰۱۸۷
اهرم مالی	۰/۱۲۵۰۳۴	۰/۰۹۴۷۱۳	۱/۳۲۰۱۳۴	۰/۱۹۳۱
نرخ بازده دارایی	-۰/۰۲۰۸۲۷	۰/۰۸۹۹۵۷	-۰/۲۳۱۵۲۵	۰/۸۱۶۹
رشد فروش	-۰/۰۲۲۹۷۰	۰/۰۶۳۷۰۲	-۰/۳۶۰۵۹۳	۰/۷۱۸۴
مقدار ثابت	-۰/۲۲۶۲۸۹	۰/۱۴۶۳۵۱	-۱/۵۴۶۲۰۴	۰/۱۲۲۲
ضریب تعیین: ۰/۱۰۴۵۱۱	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۱۰۱۷۹۲	آماره اف: ۱/۶۵۹۲۸۸ (۰/۱۴۱۲۳۹)	آماره اف لیمر: ۱/۱۴۶۹۱۰ (۰/۱۰۶۷)	آماره دوربین واتسون: ۱/۹۹۸۴۵۶

آزمون فرضیه دوم پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر است: سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که ۱۰/۵۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته فرضیه اول پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون محاسبه شده

(۱/۹۹۹) که بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره تی برای متغیر معیار آلتمن مخاطره درماندگی مالی × راهبرد تجاری از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است، بنابراین نقش تعدیلگری راهبرد تجاری در تأثیر معیار آلتمن مخاطره درماندگی مالی بر معیار چولگی منفی بازده سهام تأیید می‌شود. تأثیرگذاری معناداری متغیر کنترلی اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری محاسبه شده و این که از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است به لحاظ آماری تأیید می‌شود.

جدول ۴. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش

نام متغیر	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح معناداری
معیار آلتمن مخاطره درماندگی مالی	۰/۰۵۷۷۹۷	۰/۰۱۹۲۰۷	۳/۰۰۹۲۵۱	۰/۰۰۲۷
راهبرد تجاری	-۰/۰۷۰۰۷۰	۰/۰۵۲۱۲۴	-۱/۳۴۴۳۰۵	۰/۱۷۹۰
معیار آلتمن مخاطره درماندگی مالی × راهبرد تجاری	-۰/۰۳۳۷۱۳	۰/۰۰۷۰۸۸	-۴/۷۵۶۱۶۸	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۲۴۶۴۰	۰/۰۱۰۱۳۸	۲/۴۳۰۵۱۵	۰/۰۱۵۲
اهرم مالی	۰/۱۴۱۱۹۶	۰/۰۹۵۵۳۴	۱/۴۷۷۹۶۶	۰/۱۳۹۶
نرخ بازده دارایی	-۰/۰۱۹۶۸۸	۰/۰۸۹۹۷۰	-۰/۳۱۸۸۲۵	۰/۸۲۶۸
رشد فروش	-۰/۰۲۳۲۵۰	۰/۰۶۳۷۱۰	-۰/۳۶۴۹۳۷	۰/۷۱۵۲
مقدار ثابت	-۰/۲۶۱۵۴۷	۰/۱۴۸۹۱۳	-۱/۷۵۶۳۷۱	۰/۰۷۹۲
ضریب تعیین: ۰/۱۰۵۴۹۷	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۱۰۱۶۹۰	آماره اف: ۱/۴۴۴۱۴۱ (۰/۱۸۳۲۵۸)	آماره اف لیمر: ۱/۱۴۴۲۴۲ (۰/۱۱۰۶)	آماره دوربین واتسون: ۱/۹۹۹۴۸۷

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

بررسی مبانی نظری پژوهش مبین وجود مدل‌های مختلفی در توضیح ریزش ارزش سهام است. در عمده پژوهش‌ها نظریه نمایندگی توضیح دهنده ریزش ارزش سهام در نظر گرفته شده است. پژوهش‌گرانی نظیر جین و مایرز (۲۰۰۶)، هاتن و همکاران (۲۰۰۹) و بنملج و همکاران (۲۰۱۰) با اشاره به نظریه نمایندگی انباشت اثرگذاری در نتیجه عدم افشای اخبار بد را عامل ریزش یکباره ارزش سهام دانسته‌اند. بلک و لیو (۲۰۰۷) نیز کمابیش نظر مشابهی اعلام داشته‌اند. هانگ و استین (۲۰۰۳) ناهمگونی دیدگاه سرمایه‌گذاران را مطرح کرده و سائو و همکاران (۲۰۰۲) انسداد اطلاعات را عامل بروز ریزش ارزش سهام دانسته‌اند. فرنچ و همکاران (۱۹۸۷) و کمپل و هنسچل (۱۹۹۲) معتقدند اثرات بازخورد دایمی و غلبه چشم‌انداز بد اقتصادی بر وضعیت جاری ریزش ارزش سهام را پدید می‌آورد. در این بین حبیب و همکاران (۲۰۱۷) با اشاره به ماهیت بنیادین فعالیت شرکت‌ها عواملی

نظیر اقدام‌های قانونی را عاملی برای وقوع ریزش ارزش سهام موثر عنوان نموده‌اند. در راستای تعریف عملیاتی ریزش ارزش سهام و بر مبنای مبانی نظری ارائه شده چند نکته حایز اهمیت است. در واقع از مبانی نظری این‌گونه استنباط می‌شود که ریزش ارزش سهام تغییری منفی و بزرگ است که در روند عادی حرکتی بازده خاص شرکت رخ نداده و به صورت ناگهانی به وقوع می‌پیوندد. با این حال بررسی مدل‌های عملیاتی در این خصوص مبین آن است که صرفاً وجود تغییری بزرگ و منفی مورد عنایت قرار گرفته و تغییری غیرعادی و ناگهانی چندان مورد توجه نبوده است.

هدف اصلی پژوهش بررسی تأثیر مخاطره نکول بر مخاطره ریزش قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای این هدف، فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون آماری قرار گرفتند و نتایج حاصله به شرح زیر ارائه می‌شود. نتایج حاصله مطابق با دانگ (۲۰۱۶)، و مغایر با کیم و همکاران (۲۰۱۴) است.

فرضیه	شرح	یافته
اول	معیار آلتمن مخاطره نکول بر چولگی منفی بازده سهام تأثیر معنی‌داری دارد.	رد فرض H ₀ ، مطابق با دانگ (۲۰۱۶) و مغایر با کیم و همکاران (۲۰۱۴)
دوم	راهبرد تجاری در تأثیرگذاری معیار آلتمن مخاطره نکول بر چولگی منفی بازده سهام نقش تعدیلگر دارد.	

منابع

مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره ۸، شماره ۱، ص ۳۱، ص: ۹۴ - ۷۵.

دیانتی دیلمی، زهرا؛ بنی مهد، بهمن؛ روستایی دره میانه، الهام؛ (۱۳۹۴). رابطه بین استراتژی تجاری شرکت و سطح اجتناب مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه مالیات، دوره ۲۳، شماره ۲۵، ص: ۱۵۶ - ۱۲۳.

حاجیها، زهره؛ چناری، حسن (۱۳۹۷). قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و خطر سقوط مورد انتظار قیمت سهام، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۳، شماره ۳۹، ص: ۴۸ - ۳۷.

حاجیها، زهره (۱۳۹۶). راهبرد تجاری تدافعی و اکتشافی، عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط قیمت سهام، مهندسی

- Kim, Y., H. Li, and S. Li, 2014, Corporate social responsibility and stock price crash risk, *Journal of Banking and Finance* 43, 1–13.
- Kothari, S. P., S. Shu, and P. D. Wysocki, 2009, Do managers withhold bad news?, *Journal of Accounting Research* 47, 241–276.
- Lim, E. K., Chalmers, K., & Hanlon, D. (2018). The influence of business strategy on annual report readability. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(1), 65-81.
- March, J. G. (1991). Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization science*, 2(1), 71-87.
- Miles, R. E., and C. C. Snow. 1978. *Organizational Strategy, Structure, and Process*. New York, NY: McGraw-Hill.
- Miles, R. E., & Snow, C. C. (2001). *Organizational Strategy, Structure, and Process*: 11-33.
- Navissi, F., Sridharan, V. G., Khedmati, M., Lim, E. K., & Evdokimov, E. (2017). Business strategy, over-(under-) investment, and managerial compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 29(2), 63-86.
- Porter, M. E. (1996). What is strategy?. *Harvard business review*, 74(6), 61-78.
- Treacy, M., & Wiersema, F. (1997). *The Discipline of Market Leaders*, Addison-Wesley. Reading, MA.
- Zhang, R. (2016). Business strategy and firm performance: the moderating role of product market competition. Available at SSRN 2820147.
- صفری گرایلی، مهدی؛ رضایی پیتنه نوئی، یاسر (۱۳۹۷). توانایی مدیریت و خوانایی گزارشگری مالی: آزمون نظریه علامت دهی، دانش حسابداری، دوره ۹، شماره ۲، صص: ۲۱۸ – ۱۹۱.
- فرهمند، علی؛ مرادی، غلامعلی؛ اصلانی، عظیم (۱۳۹۴). بررسی تأثیر محدودیت مالی بر هزینه های تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی مدیریت و علوم اجتماعی.
- نمازی، محمد؛ دهقانی سعدی، علی اصغر؛ قوهستانی، سمانه (۱۳۹۶). خودشیفتگی مدیران و استراتژی تجاری شرکت ها، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال ۶، دوره ۲۲، صص: ۵۱ – ۳۷.
- Barber, B. M., and T. Odean, 2013, The Behavior of individual investors, *Handbook of the Economics of Finance* 2, 1533–1570.
- Bentley, K. A., T. C. Omer, and N. Y. Sharp. 2013. Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemporary Accounting Research* 30 (2): 780–817.
- Bentley, K. A., T. C. Omer., B. J. Twedt. 2014. Does Business Strategy Impact a Firm's Information Environment? Working Paper. University of New South Wales.
- Bleck, A., Liu, X., (2007). Market transparency and the accounting regime. *Journal of Accounting Research*. 45(2), 229-256.
- Chen, J., H. Hong, and J. C. Stein, 2001, Forecasting crashes, trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices, *Journal of Financial Economics* 61 , 345–381.
- Callen, J. L., and X. Fang, 2015a, Short interest and stock price crash risk, *Journal of Banking & Finance* 60, 181–194.
- Conrad, J., R. F. Dittmar, and F. Ghysels, 2013, Ex ante skewness and expected stock returns, *The Journal of Finance* 68, 85–124.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 39, 389-405.
- Harvey, C. R., and A. Siddique, 2000, Conditional skewness in asset pricing tests, *The Journal of Finance* 55, 1263–1295.
- He, G., Ren, H. (2017). Financial constraints and future stock price crash risk. www.ssrn.com
- Higgins, D., Omer, T. C., & Phillips, J. D. (2015). The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 674-702.
- Jin, L., and S. C. Myers, 2006, R2 around the world: new theory and new tests, *Journal of Financial Economics* 79, 257–292.
- Kim, J.-B., and L. Zhang, 2015, Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence, *Contemporary Accounting Research* 33, 412–441.



Accounting Knowledge & Management Auditing
Vol. 14/ No. 56/ Winter 2024

Explaining the effect of financial distress risk on the stock prices crash risk with an emphasis on business strategy

Abbas Shami

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

Yousef Taghipourian

Department of Accounting, Chalous Branch, Islamic Azad University, Chalous, Iran
(Corresponding Author)
ytaghipouryan@gmail.com

Mehran Maranjori

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

Reza Fallah

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

Abstract

The main purpose of the research is to explain the effect of financial distress risk on the stock prices crash risk with an emphasis on business strategy in firms listed on the Tehran Stock Exchange. In line with the main objective of the research, information was collected from the financial statements of the firms accepted in Tehran Stock Exchange in the period of 2008-2019. Multiple regression with panel data was used to test the hypotheses. The obtained results show a significant effect of Altman financial distress risk measure on the measure of negative skewness of stock returns and the stock prices crash risk. It also shows the moderating role of business strategy in the effect of Altman's criterion of financial distress on the criterion of negative skewness of stock returns, the stock prices crash risk.

Key words: Negative skewness of stock returns, financial distress risk, stock prices crash risk.