

چرخه عمر شرکت و ریسک سقوط و جهش قیمت سهام

یونس بادآورنهندی^۱، قادر داداشزاده^۲

چکیده: چرخه عمر شرکت نشان‌دهنده تکامل یک سازمان است که به دلیل تغییرهایی مثل انتخاب استراتژی و فشارهای رقابتی که شرکت با آن روبرو می‌شود، روی می‌دهد. بر اساس تئوری رقابتی و تئوری علامت‌دهی، شرکت‌ها طی مراحل مختلف چرخه عمرشان دارای ویژگی‌ها و شرایط متفاوتی هستند که ممکن است برکاهش و همچنین جهش قیمت سهام اثرگذار باشد. بنابراین هدف از این پژوهش، بررسی ارتباط چرخه عمر شرکت و ریسک سقوط و جهش قیمت سهام است. به منظور دستیابی به هدف پژوهش، تعداد ۱۴۴ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ انتخاب شدند و برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون لاجیت استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین مراحل رشد و بلوغ شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط وجود ندارد و بین مرحله افول شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط منفی و معنادار وجود دارد. همچنین، بین مراحل چرخه عمر شرکت و ریسک جهش قیمت سهام ارتباط وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: چرخه عمر شرکت، ریسک سقوط قیمت سهام، ریسک جهش قیمت سهام.

JEL: D91, E32

۱. دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

۲. دانشجوی دکتری حسابداری، واحد مرند، دانشگاه آزاد اسلامی، مرند، ایران

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۱۲/۲۶

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۱۰/۱۰

E-mail: ghaderdadashzadeh@gmail.com

نویسنده مسئول: قادر داداشزاده

نحوه استناد به این مقاله: بادآورنهندی، ی. و داداشزاده، ق. (۱۳۹۶). چرخه عمر شرکت و ریسک سقوط و جهش قیمت سهام. فصلنامه مدلسازی ریسک و مهندسی مالی، ۲(۱)، ۹۸-۱۱۴.

مقدمه

چرخه عمر شرکت نشان‌دهنده تکامل یک سازمان است که به دلیل تغییر در عوامل درونی و بیرونی از جمله انتخاب استراتژی و فشارهای رقابتی که شرکت با آن روبرو می‌شود، روی می‌دهد (دیکینسون، ۲۰۱۱). این موضوع یکی از ویژگی‌های اقتصادی است که طبق آن، شرکت‌ها در مراحل مختلف از منظر مالی و اقتصادی دارای نمودگرها و رفتارهای خاصی هستند؛ بدین معنی که ویژگی‌های مالی و اقتصادی یک شرکت تحت تأثیر مرحله‌ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد (بیکسی، ۲۰۰۷). نتایج پژوهش‌های قبلی نیز بیانگر این است که واکنش بازار سرمایه به اطلاعات حسابداری در مراحل مختلف چرخه عمر تفاوت معناداری با هم دارند (کرمی و عمرانی، ۱۳۸۹). موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام، طی سال‌های اخیر و به ویژه بعد از بحران مالی ۲۰۰۸، توجه بسیاری از دانشگاهیان و افراد حرفه‌ای را به خود جلب کرده است. سقوط قیمت سهام یک پدیده واگیردار در سطح بازار است؛ بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود و تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود (چن، هانگ و استین، ۲۰۰۱) رفتار سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از مکانیسم‌های اصلی خطر سقوط قیمت سهام مطرح شده است (بلک و لیو، ۲۰۰۷؛ هانگ و استین، ۲۰۰۳؛ جین و مایرز، ۲۰۰۶) که در کنار واکنش‌های مختلف بازار سرمایه به اطلاعات حسابداری در مراحل مختلف چرخه عمر، این موضوع می‌تواند مورد بررسی و ارزیابی قرارگیرد.

پژوهش‌های انجام‌شده توسط اولسن (۱۹۹۷) و کانسی، مک‌آنالی و مرسر (۲۰۰۵) نشان دادند که سرمایه‌گذاران، احتمال زیان بیشتر را به عنوان منبع اولیه خطر سرمایه‌گذاری رتبه‌بندی می‌کنند. این مطلب دلالت بر این دارد که سقوط، اولین عامل ایجادکننده نگرانی برای سرمایه‌گذاران به شمار می‌آید. بنابراین، شواهد مرتبط با پیش‌بینی سقوط قیمت سهام اهمیت حیاتی دارد. با در نظر گرفتن اینکه با حرکت شرکت در مراحل مختلف چرخه عمر، سرمایه‌گذاران با سطوح مختلفی از عدم قطعیت در رابطه با ارزش‌های شرکت روبرو می‌شوند، می‌توان چرخه عمر را به عدم قطعیت در ارزش‌گذاری ارتباط داد که این موضوع خود را از طریق تأثیر بر ریسک سقوط قیمت سهام نشان می‌دهد (هانگ و استین، ۲۰۰۳). هامرس، رندرز و ورست (۲۰۱۶) همکاران بیان کردند که ریسک سقوط قیمت سهام نه تنها به وسیله رفتار فرصت‌طلبانه مدیران، بلکه به دلیل عدم قطعیت مرتبط با مراحل مختلف چرخه عمر روی می‌دهد.

با توجه به اینکه مفهوم چرخه عمر شرکت می‌تواند تأثیر به‌سزایی بر روی ریسک سقوط و جهش قیمت سهام شرکت و در نتیجه کارایی بازار سرمایه و رفتار سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، تحلیل‌گران و به طور کلی استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی داشته باشند و از طرفی، هرچند

پژوهش‌های بسیار گسترده‌ای در خصوص متغیرهای پژوهش به عمل آمده است، ولی هیچ پژوهش یا مقاله‌ای که به طور مستقیم در خصوص ارتباط بین موضوع پژوهش، این دو موضوع انجام شده باشد، یافت نشده است و از این جهت موضوعی جدید و بدیع است. بنابراین، به نظر می‌رسد که بررسی ارتباط بین این دو مؤلفه گامی مفید برای تکمیل پیشینه مربوط به این دو موضوع در محیط اقتصادی مربوط به بازار سرمایه ایران است.

ساختار مقاله بدین صورت است که پس از مقدمه، در بخش دوم مبانی نظری و پیشینه پژوهش در قسمت سوم روش نمونه‌گیری پژوهش همراه با شیوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش بیان می‌شود. در قسمت چهارم یافته‌های پژوهش و در قسمت پنجم بحث و نتیجه‌گیری بیان خواهد شد.

پیشینه پژوهش

چرخه عمر شرکت

چرخه عمر شرکت، سیر تکاملی یک شرکت با توجه به تغییرات در هر دو عوامل داخلی و خارجی شامل انتخاب استراتژیک و فشار رقابتی در سطح شرکت منعکس می‌شود (دیکینسون، ۲۰۱۱). همه موجودات زنده، از جمله نباتات، جانوران و انسان‌ها، از منحنی عمر یا چرخه عمر پیروی می‌کنند. این گونه موجودات متولد می‌شوند، رشد می‌کنند، به پیری می‌رسند و در نهایت می‌میرند. این سیستم‌های زنده در هر مرحله از چرخه عمر خود دارای الگوهای رفتاری خاص به منظور چیرگی بر مسائل آن دوره و مشکلات مربوط به انتقال از دوره‌ای به دوره دیگر هستند. تئوری چرخه عمر شرکت چنین فرض می‌کند که شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی، همچون تمامی موجودات زنده که متولد می‌شوند، رشد می‌کنند و می‌میرند، دارای منحنی عمر یا چرخه عمر هستند (آدیزس، ۱۹۷۹).

سقوط قیمت سهام

سقوط قیمت سهام پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می‌شود. مدیریت شرکت که به دلیل انگیزه‌های خودخواهانه در راستای اهداف سازمان با استفاده از سیستم حسابداری، اقدام به بیش‌نمایی عملکرد شرکت از طریق به تعویق انداختن در انتشار اخبار بد و نیز تسریع در انتشار اخبار خوب می‌نماید که این روند عدم شفافیت اطلاعات مالی و ایجاد حباب در قیمت سهام شرکت را در پی دارد (مقصودی، ۱۳۹۱).

هاتن، مارکوز و طهرانیان (۲۰۰۹) معتقدند که در شرایط نبود شفافیت کامل در گزارشگری مالی (اقدام به مدیریت سود)، مدیران انگیزه دارند برای حفظ شغل خود، بخشی از زیان‌ها را پنهان کنند. این فرآیند یعنی افشاء نکردن زیان‌های واقعی تا زمان حضور مدیر در شرکت ادامه می‌یابد. پس از ترک شرکت توسط مدیر، حجم عظیمی از زیان‌های افشاء نشده وارد بازار شده، به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود.

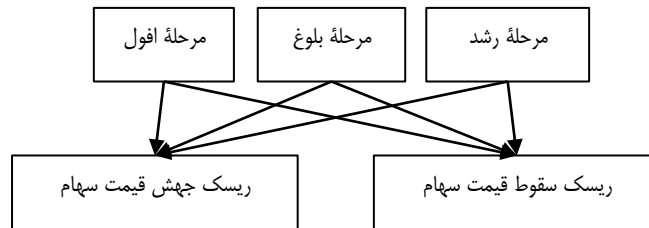
در ارتباط با تشریح علل و منشأ سقوط قیمت سهام برخی از پژوهشگران توجه خود را معطوف به مکانیزم‌های مالی و رفتاری سرمایه‌گذاران نموده و نظریه‌هایی مطرح کرده‌اند که می‌توان به نظریه اثرات اهرمی^۱، نوسانات معکوس^۲، حباب تصادفی قیمت سهام^۳ و تفاوت عقاید^۴ نظریه اثرات اهرمی، نوسانات معکوس، حباب تصادفی قیمت سهام و تفاوت عقاید اشاره کرد (چن، هانگ و استین، ۲۰۰۱). برخی دیگر از صاحب‌نظران نیز علت سقوط قیمت سهام را در چارچوب تئوری نمایندگی تفسیر می‌کنند. در این چارچوب چنین استدلال می‌شود مدیران در راستای انگیزه‌ها و منافع شخصی خود نظیر قراردادهای پاداش و موقعیت شغلی، تمایل دارند تا از انتشار اخبار بد خودداری کرده و آنها را در داخل شرکت انباشت نمایند. نگهداشت اخبار بد توسط مدیران تا یک آستانه معین ادامه می‌یابد و زمانی که به نقطه اوج رسید، تداوم به عدم افشای آن غیرممکن و پرهزینه است و مدیر مجبور به افشای آن خواهد شد. پس از آن حجم عظیمی از اخبار بد یک‌باره وارد بازار شده و به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود (جین و مایرز، ۲۰۰۶؛ هاتن و مارکوز و طهرانیان، ۲۰۰۹).

سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است؛ ۱، یک متغیر بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد. ۲، این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی هستند. ۳، یک پدیده واگیردار در سطح بازار است؛ بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود و تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود (چن، هانگ و استین، ۲۰۰۱).

چرخه عمر شرکت و ریسک سقوط و جهش قیمت سهام

بر اساس مبانی نظری، مدل مفهومی پژوهش به صورت زیر تدوین شده است.

-
1. Leverage Effects Theory
 2. Inverse Fluctuations
 3. Random Bubble Stock Prices
 4. Differences of Opinion



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

وقتی که شرکت‌ها از مراحل چرخه عمر مختلفی عبور می‌کنند، سرمایه‌گذاران با سطوح مختلف عدم اطمینان از نظر ارزش‌های بنیادی شرکت‌ها مواجه می‌شوند. چرخه عمر شرکت به عدم اطمینان از ارزش‌گذاری که خود را از طریق اثرش بر ریسک سقوط قیمت سهام نشان می‌دهد، مرتبط می‌سازد (چن، هانگ و استین، ۲۰۰۱؛ هانگ و استین، ۲۰۰۳).

تأثیر فرصت‌های رشد آتی بر ارزش شرکتی در طول مرحله مقدماتی و رشد منجر به عدم اطمینان از ارزش‌گذاری بیشتر می‌شود. در طول این مرحله از چرخه عمر، سرمایه‌گذاری‌های اصلی شرکت در سرمایه جدید و تحقیق و توسعه هنوز توسط سودهای مثبت پشتیبانی نمی‌شود. از آنجاکه بازده‌های آینده این سرمایه‌گذاری‌ها در مقایسه با بازده ناشی از دارایی‌های موجود شرکت نامطمئن هستند، ناهماهنگی در عقاید سرمایه‌گذار مربوط به ارزش‌های بنیادی شرکت‌ها در طول مرحله مقدماتی و رشد برجسته‌تر می‌شود (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۷). طبق نظریه تفاوت نظرات (چن، هانگ و استین، ۲۰۰۱) این ناهماهنگی در عقاید سرمایه‌گذاری می‌تواند خود را به شکل افزایش در ریسک سقوط قیمت سهام نشان دهد.

شرکت‌هایی که در معرض ریسک سقوط قیمت سهام بیشتری در مرحله ظهور و رشد نسبت به مراحل دیگر چرخه عمر قرار دارند، این وضع را به خاطر ناهماهنگی در عقاید سرمایه‌گذاران ناشی از اثر زیاد نسبی فرصت‌های رشد آتی بر ارزش شرکت در این مرحله از چرخه عمر تجربه می‌کنند. ریسک سقوط قیمت سهام در این مرحله برای شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد آینده اثر بیشتری بر شرکت دارند، بیشتر است. شرکت‌هایی که بخش بیشتر ارزش خود را از فرصت‌های رشد می‌گیرند نسبت به شرکت‌هایی که به دارایی‌های موجود خود وابسته‌اند، با عدم اطمینان سرمایه‌گذار به سود متوسط بیشتر مواجه می‌شوند (پنمن و ژو، ۲۰۱۴).

عملکرد عملیاتی در شرکت‌های بالغ بالاتر و پایدارتر است. نتایج بیشتر پژوهش‌ها بیانگر این است که شرکت‌های بالغ، بازده غیرعادی مثبتی را به دست می‌آورند. اما سرمایه‌گذاران، به طور کلی روی شرکت‌های بالغ به دلیل عدم تشخیص پایداری عملکردشان ارزش کم و روی شرکت‌های در حال ظهور و رشد به دلیل کسب بازده‌های غیرعادی منفی، ارزش زیادی

می‌گذارند. چون برخی سرمایه‌گذاران درباره عملکرد آینده شرکت‌های در مرحله ظهور و رشد به خاطر علاقه به رشد سود گزارش شده، بیش از حد خوش‌بین هستند (دیکینسون، ۲۰۱۱). انتشار نهایی اخبار بد درباره عملکرد آینده می‌تواند منجر به سقوط قیمت سهام شود. بنابراین، انتظار بر این است که ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها در مرحله ظهور و رشد برای شرکت‌هایی با بیشترین سوددهی بالاتر باشد.

شرکت‌ها طی مراحل مختلف چرخه عمرشان دارای ویژگی‌ها و شرایط متفاوتی هستند که ممکن است بر کاهش و همچنین جهش قیمت سهام اثرگذار باشد. شرکت‌هایی که در مرحله رشد قرار دارند، به طور معمول از ساختار حاکمیت شرکتی توانمندی برخوردارند و به ندرت با رفتارهای عجولانه و فرصت‌طلبانه مدیران مواجه می‌شوند و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی که معضلاتی را برای روند تداوم فعالیت شرکت و میزان قیمت‌گذاری سهام ایجاد می‌نماید، کمتر خواهد بود. انتظار می‌رود در چنین شرکت‌هایی، افت قیمت سهام نسبت به سایر شرکت‌ها کمتر و همچنین روند تدریجی افزایش قیمت سهام (جهش) نیز پربارتر باشد. در ارتباط با شرکت‌های دارای مرحله افول دو دیدگاه رقیب وجود دارد، در دیدگاه اول این‌گونه شرکت‌ها از ساختارهای حاکمیتی بالقوه‌ای برخوردار نیستند و همه موارد بیشتر جنبه تشریفاتی به خود می‌گیرد. از این‌رو، ریزش قیمت سهام در این‌گونه شرکت‌ها بیشتر اهمیت پیدا می‌کند. در دیدگاه دوم، مدیران و سهامداران برای این‌که بتوانند توان رقابتی شرکت را در بازار سرمایه حفظ نمایند، تلاش‌های وافری را برای حضور شرکت در بازارهای مالی انجام می‌دهند و واکنش سخت‌گیرانه‌ای در مورد رفتار نوسانات قیمت سهام شرکت نشان می‌دهند و این امر منجر به عدم سقوط قیمت سهام شرکت می‌شود. احمدپور، زارع‌بهنمیری و حیدری‌رستمی (۱۳۹۳) نشان دادند بازده دارایی، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام و نسبت کیو-توبین بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر منفی دارد و بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر ندارد. هامرس و رندرز و ورست (۲۰۱۶) نشان دادند در مرحله ظهور و رشد، سقوط قیمت سهام به نقطه اوج می‌رسد و بین مرحله ظهور و رشد با جهش قیمت سهام ارتباط وجود ندارد، چون در صورت افزایش قابل توجه قیمت سهام، ریسک ذاتی در این مرحله از شرکت حذف می‌شود. ریسک‌های واحد تجاری در مراحل چرخه عمر تغییر می‌کند. بنابراین، واحدهای تجاری با ریسک‌های تجاری و عملیاتی متفاوتی در مراحل مختلف چرخه عمر روبرو می‌شوند. رشد پایین با ریسک‌های پایین‌تر مرتبط هستند، زیرا دسته‌بندی واحدهای تجاری به مراحل مختلف چرخه عمر به طور نسبی به نرخ‌های رشد بستگی دارد.

با توجه این که با حرکت شرکت در مراحل مختلف چرخه عمر، سرمایه‌گذاران با سطوح مختلفی از عدم قطعیت در رابطه با ارزش‌های شرکت روبرو می‌شوند، می‌توان چرخه عمر را به عدم قطعیت در ارزش‌گذاری ارتباط داد که این موضوع خود را از طریق تأثیر بر ریسک سقوط قیمت سهام نشان می‌دهد (هانگ و استین، ۲۰۰۳).

روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است، البته با توجه به این که در مدل‌های استفاده شده در روابط متغیرها، داده سه سال قبل (مقدار DA_{t-3} برای برآورد OPAQUE) مورد استفاده قرار می‌گیرد، دوره پژوهش دربرگیرنده یازده سال (۱۳۹۴-۱۳۸۴) است. جامعه آماری براساس پنج معیار زیر محدود می‌شوند.

۱. سال مالی شرکتها مختوم به پایان اسفندماه باشد.
۲. از نوع شرکتهای تولیدی باشد.
۳. ارزش دفتری سهام شرکتها منفی نباشد.
۴. تغییر سال مالی رخ نداده باشد.
۵. توقف معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشد.

بعد از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۱۴۴ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند و داده‌های مربوط به شرکتهای نمونه از نرم‌افزار ره‌آورد نوین، پایگاه اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران و تارنمای مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی دریافت شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار Eviews استفاده شده است.

برای بررسی ارتباط چرخه عمر شرکت و ریسک سقوط و جهش قیمت سهام با پیروی از پژوهش هامرس و رندرز و ورست (۲۰۱۶) از رابطه‌های ۱ و ۲، استفاده می‌شود.

$$CRASH_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 GROWTH_{it} + \beta_2 MATURE_{it} + \beta_3 DECLINE_{it} + \beta_4 RET_{it} + \beta_5 SIGMA_{it} + \beta_6 CSCORE_{it} + \beta_7 OPAQUE_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} MTB_{it} + \beta_{11} INSTH_{it} + \epsilon_{it} \quad (1 \text{ رابطه})$$

$$JUMP_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 GROWTH_{it} + \beta_2 MATURE_{it} + \beta_3 DECLINE_{it} + \beta_4 RET_{it} + \beta_5 SIGMA_{it} + \beta_6 CSCORE_{it} + \beta_7 OPAQUE_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} MTB_{it} + \beta_{11} INSTH_{it} + \epsilon_{it} \quad (2 \text{ رابطه})$$

چرخه عمر شرکت (LC)، متغیر مستقل است که برای تفکیک شرکتهای به مراحل چرخه عمر شرکت از قبیل ظهور (INTRO)، رشد (GROWTH)، بلوغ (MATURE)، رکود (SHAKE-OUT) و نزول (DECLINE) از الگوی دیکینسون (۲۰۱۱) استفاده شده است. دیکینسون با

چرخه عمر شرکت و ریسک سقوط و جهش قیمت سهام ۱۰۵

استفاده از طبقات صورت جریان وجوه نقد (عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی) مراحل چرخه عمر شرکت را به هشت حالت به صورت جدول ۱، تفکیک می‌کند.

جدول ۱. طبقه‌بندی چرخه عمر شرکت طبق جریان وجوه نقد (برگرفته از مدل دیکینسون، ۲۰۱۱)

DECLINE		SHAKE-OUT			MATURE	GROWTH	INTRO	نوع جریان نقد
۸	۷	۶	۵	۴	۳	۲	۱	
-	-	+	+	-	+	+	-	فعالیت عملیاتی (CFO)
+	+	+	+	-	-	-	-	فعالیت سرمایه‌گذاری (CFI)
-	+	-	+	-	-	+	+	فعالیت تأمین مالی (CFF)

با توجه به این که شرکت‌ها در مرحله ظهور در بورس حضور ندارند و داده‌های آن‌ها در دسترس نیست، در این پژوهش این شرکت‌ها همراه شرکت‌های در حال رشد با عنوان مرحله رشد بررسی شده‌اند. از سویی شرکت‌های در مرحله رکود جریان‌ات نقدی مشخص و روشنی ندارند، از این رو همراه با شرکت‌های در مرحله افول و تحت عنوان مرحله افول در نظر گرفته می‌شوند. طبق الگوی هامرس، رندرز و ورست (۲۰۱۶)، مراحل چرخه عمر شرکت به عنوان یک متغیر مجازی است، طبق تعریف الگوی فوق، اگر شرکت در مراحل ظهور و رشد در سال مالی مورد نظر قرار گرفته باشد، عدد یک و برای سایر مراحل عدد صفر تعلق می‌گیرد و بقیه مراحل چرخه عمر شرکت نیز به همین شیوه قابل سنجش است.

ریسک سقوط قیمت سهام (CRASH) متغیر وابسته است که براساس پژوهش هاتن، مارکوز و طهرانیان (۲۰۰۹) دوره سقوط قیمت سهام در یک سال مالی معین، دوره‌ای است که طی آن بازده ماهانه خاص شرکت ۳/۲ انحراف معیار کمتر از میانگین بازده ماهانه خاص آن شرکت باشد. اساس این تعریف بر این مفهوم آماری قرار دارد که با فرض نرمال بودن توزیع بازده ماهانه خاص شرکت، نوسان‌هایی که در فاصله میانگین به اضافه ۳/۲ انحراف معیار و میانگین منهای ۳/۲ انحراف معیار قرار می‌گیرند، از جمله نوسان‌های عادی محسوب می‌شود و نوسان‌های خارج از این فاصله جزئی از موارد غیرعادی قلمداد می‌شوند. از آنجایی که سقوط قیمت سهام یک نوسان غیرعادی است، عدد ۳/۲ به عنوان مرز بین نوسانات عادی و غیرعادی مطرح است. بازده ماهانه خاص شرکت به صورت رابطه ۳، محاسبه می‌شود.

$$W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad \text{رابطه ۳}$$

$W_{i,t}$ (بازده ماهانه خاص شرکت i در ماه t) و $\varepsilon_{i,t}$ (بازده باقیمانده سهام شرکت i در ماه t) و عبارت است از باقیمانده مدل که از طریق رابطه ۴، محاسبه می‌شود.

$$R_{j,t} = \alpha_0 + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۴}$$

$R_{i,t}$ (بازده سهام شرکت i در ماه t) و $R_{m,t}$ (بازده بازار سهام در ماه t).

طبق رابطه ۵، اگر شرکت طی سال مالی حداقل یک دوره سقوط قیمت سهام را تجربه کرده باشد، مقدار آن یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

$$W_{i,t} < [\text{Mean}(W_{i,t}) - 3/2 \times \text{StdDev}(W_{i,t})] \quad \text{رابطه ۵}$$

ریسک جهش قیمت سهام (JUMP) متغیر وابسته است که تاکنون در پژوهش‌های داخلی مورد بررسی قرار نگرفته است، طبق رابطه ۶، اگر شرکت طی سال مالی حداقل یک دوره جهش (پرش) قیمت سهام را تجربه کرده باشد، مقدار آن یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

$$W_{i,t} > [\text{Mean}(W_{i,t}) + 3/2 \times \text{StdDev}(W_{i,t})] \quad \text{رابطه ۶}$$

متغیرهای کنترل به شرح زیر هستند.

RET: میانگین بازده ماهانه خاص سهام.

SIGMA: نوسانات بازده ماهانه خاص سهام.

به موقع بودن اخبار بد سالانه با CSCORE نشان داده می‌شود. انتظار می‌رود که حسابداری محافظه کارانه از انباشت اخبار بد در داخل شرکت جلوگیری کرده و از این‌رو، احتمال ورود ناگهانی توده اخبار بد به بازار را کاهش دهد. در نتیجه سطح بالاتر محافظه کاری به معنای کاهش سطح انباشت و عدم افشای اخبار بد و در نهایت کاهش ریسک سقوط قیمت سهام است. محافظه کاری حسابداری از رابطه ۷، محاسبه می‌شود که معروف به مدل باسو (۱۹۹۷) است.

$$X_{i,t} = \beta_{0,t} + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۷}$$

$X_{i,t}$: سود خالص / ارزش بازار سهام شرکت i در سال t .

$R_{i,t}$: بازده سهام شرکت i در سال t .

$D_{i,t}$: یک متغیر مجازی (۰ و ۱) که اگر $R \leq 0$ باشد، مقدار آن برابر یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.

بازده سهام شرکت از طریق رابطه ۸، به دست می‌آید.

$$R_{i,t} = [(1+\alpha+\beta) * (P_{i,t} + \text{DPS}) - P_{i,t-1} - \alpha(1000)] / [P_{i,t-1} + \alpha(1000)] \quad \text{رابطه ۸}$$

$P_{i,t}$ (قیمت سهام پایان سال شرکت i در سال t)، α (درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی)، β (درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته، اندوخته‌ها)، $\text{DPS}_{i,t}$ (سود نقدی هر سهم شرکت i در سال t).

خان و واتز (۲۰۰۹)، مدل باسو (۱۹۹۷) را برای برآورد به موقع بودن اخبار خوب سالانه (GScore) و به موقع بودن اخبار بد سالانه (CScore) به صورت رابطه ۹، توسعه دادند.

$$X_{i,t} = \beta_{0,t} + \beta_{1,t} D_{i,t} + R_{i,t} (\mu_{0,t} + \mu_{1,t} MKV_{i,t} + \mu_{2,t} MB_{i,t} + \mu_{3,t} LEV_{i,t}) + D_{i,t} * R_{i,t} (\lambda_{0,t} + \lambda_{1,t} MKV_{i,t} + \lambda_{2,t} MB_{i,t} + \lambda_{3,t} LEV_{i,t}) + \delta_{1,t} MKV_{i,t} + \delta_{2,t} MB_{i,t} + \delta_{3,t} LEV_{i,t} + \delta_{4,t} D_{i,t} MKV_{i,t} + \delta_{5,t} D_{i,t} MB_{i,t} + \delta_{6,t} D_{i,t} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$MKV_{i,t}$: لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت i در سال t .

$MB_{i,t}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت i در سال t .

$LEV_{i,t}$: اهرم مالی (بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام) شرکت i در سال t .

مقادیر CScore و GScore به صورت رابطه‌های ۱۰ و ۱۱، محاسبه می‌شوند (کیم و ژانگ، ۲۰۱۵).

$$CScore_{i,t} = \beta_r = \lambda_{0,t} + \lambda_{1,t} MKV_{i,t} + \lambda_{2,t} MB_{i,t} + \lambda_{3,t} LEV_{i,t} \quad (10)$$

$$GScore_{i,t} = \beta_r = \mu_{0,t} + \mu_{1,t} MKV_{i,t} + \mu_{2,t} MB_{i,t} + \mu_{3,t} LEV_{i,t} \quad (11)$$

عدم شفافیت سود با OPAQUE نمایش داده می‌شود. در شرایط نبود شفافیت کامل در سود، برای مدیران این فرصت فراهم می‌شود تا برای حفظ شغل و اعتبار حرفه‌ای خود، اطلاعات منفی را در داخل شرکت پنهان کنند. از این رو، این اطلاعات منفی در داخل شرکت انباشته می‌شود. هنگامی که توده اطلاعات منفی انباشته شده به نقطه اوج خود می‌رسد، نگهداری آن برای مدت زمان طولانی‌تر غیرممکن و پرهزینه می‌شود. در نتیجه توده اطلاعات منفی به یک باره وارد بازار شده، به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود (هاتن، مارکوز و طهرانیان، ۲۰۰۹). عدم شفافیت سود به صورت رابطه ۱۲، محاسبه می‌شود.

$$OPAQUE_{i,t} = AbsDA_{i,t-1} + AbsDA_{i,t-2} + AbsDA_{i,t-3} \quad (12)$$

$DA_{i,t-1,t-2,t-3}$: قدرمطلق ارقام تعهدی اختیاری شرکت i در سال $t-1$ ، $t-2$ و $t-3$ است که تفاوت ارقام تعهدی کل (TA) و ارقام تعهدی غیراختیاری (NDA) است. ارقام تعهدی، تفاوت سود عملیاتی و جریان نقد عملیاتی است.

پارامترهای α_1 ، α_2 و α_3 به صورت رابطه ۱۳، برآورد می‌شوند.

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_1 (1/A_{i,t-1}) + \alpha_2 (\Delta REV_{i,t}/A_{i,t-1}) + \alpha_3 (PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

$A_{i,t-1}$ (دارایی سال قبل)، $\Delta REV_{i,t}$ (تغییرات درآمد شرکت) و $PPE_{i,t}$ (ارزش دفتری اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت i در سال t) است.

ارقام تعهدی غیراختیاری از طریق رابطه ۱۴، محاسبه می‌شود.

$$NDA_{i,t} = \alpha_1 (1/A_{i,t-1}) + \alpha_2 [(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1}] + \alpha_3 (PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (14)$$

اندازه شرکت با SIZE نشان داده می‌شود. شرکت‌های بزرگ برای تأمین وجوه مورد نیاز از بازار سرمایه و سایر بازارها انگیزه دارند تا از طریق افزایش کیفیت گزارشگری مالی و فرآیند

افشای اطلاعات، هزینه‌های سرمایه را کاهش دهند. از این رو، در شرکت‌های بزرگ احتمال اندکی برای انباشت و عدم افشای اخبار بد وجود دارد. این موضوع از ورود ناگهانی توده اخبار بد به بازار جلوگیری کرده و در نتیجه سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد (کیم و ژانگ، ۲۰۱۰). اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

LEV نشان‌دهنده اهرم مالی است. در شرکت‌هایی با درجه اهرم بالاتر، تضادهای نمایندگی بیشتری بین سهامداران و اعتباردهندگان وجود دارد که می‌تواند احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش دهد (خان و واتز، ۲۰۰۹). اهرم مالی نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها است.

فرصت‌های رشد (MTB) از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام به دست می‌آید. خان و واتز (۲۰۰۹) بیان کردند که شرکت‌های با بازده سهام بالا، فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری پیش روی خود دارند. افزون بر این که انتظار می‌رود بازده سهام این شرکت‌ها، نوسان بیشتری داشته باشد، زیرا بخش بیشتری از ارزش بازار آن‌ها به واسطه فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که بازدهی آن‌ها با نوسان همراه است. از طرفی، شرکت‌هایی که بازده سهام آنها پرنوسان‌تر است، احتمال بیشتری وجود دارد که زیان‌های بزرگی را تجربه کنند. این موارد می‌تواند احتمال ریسک سقوط قیمت سهام را نیز افزایش دهد.

مالکیت نهادی (INSTH)، درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، سرمایه‌گذاری‌ها، مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی، بنیادها و دیگر اجزای دولت است که از افق دید بلندمدت برخوردارند. سهامداران نهادی انگیزه‌های لازم برای اعمال کنترل و ایجاد تغییر در عملکرد مدیران را دارا هستند (لانگ و مک‌نیکولز، ۱۹۹۷) و نظارت فعالانه آن‌ها می‌تواند رفتار مدیران را محدود کند (مک‌کانل و سرویس، ۱۹۹۰؛ هارتزل و استارکس، ۲۰۰۳) و اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین آن‌ها و سهامداران و جلوگیری از مدیریت سود و انباشته شدن اخبار بد کنترل کند و در نتیجه ریسک سقوط آتی قیمت سهام را کاهش دهد.

یافته‌های پژوهش

در جدول ۲، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان داده شده است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
RET	-۰/۰۱۳	۰/۱۶۶	-۰/۲۵۳	۰/۰۴۵
SIGMA	۰/۱۴۲	۱/۳۴	۰/۰۳۴	۰/۰۸۹

ادامه جدول ۲.

متغیرها	میانگین	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
CSCORE	-۰/۰۰۷	۰/۰۹	-۵/۰۳	۰/۲۴۸
OPAQUE	۰/۳۵۱	۱/۶۲	۰/۰۱۲	۰/۲۴۷
SIZE	۱۳/۹۸	۱۹/۱۰	۱۰/۰۳	۱/۵۴
LEV	۰/۵۶۷	۰/۹۹۶	۰/۰۱۲	۰/۱۸۹
MTB	۲/۷۵	۱۲۱/۵	۰/۳۰۳	۵/۴۲
INSTH	۰/۷۳۶	۰/۹۹۴	۰/۰۷۸	۰/۱۷۳
LC	رشد	تعداد داده = ۴۷۷		درصد فراوانی = ۵۵/۳٪
	بلوغ	تعداد داده = ۲۵۷		درصد فراوانی = ۲۹/۷٪
	افول	تعداد داده = ۱۳۰		درصد فراوانی = ۱۵٪

با توجه به اطلاعات به دست آمده، ۶۶ درصد از شرکت - سال‌ها، حداقل یک‌بار پدیده سقوط قیمت سهام را تجربه کرده‌اند و همچنین ۶۳ درصد از شرکت - سال‌ها، حداقل یک‌بار جهش قیمت سهام را تجربه کرده‌اند.

در جدول ۳، خلاصه نتایج آماری رابطه ۱، نشان داده شده است.

جدول ۳. خلاصه نتایج آزمون مدل اول پژوهش

متغیرها	شرکت‌های در مرحله رشد			شرکت‌های در مرحله بلوغ			شرکت‌های در مرحله افول		
	Prob	Z	Coeff	Prob	Z	Coeff	Prob	Z	Coeff
C	۰/۴۶۰	-۰/۷۳	۱/۲۱	۰/۵۱۷	۰/۶۴	۱/۰۷	۰/۳۸۲	-۰/۸۷	۱/۴۳
LC	۰/۰۵۲	۰/۹۳	۰/۳۰۶	۰/۷۲۱	-۰/۳۵	-۰/۰۶	۰/۰۲۶	-۲/۰۲	-۰/۴۶
RET	۰/۰۰۰	-۸/۵	-۱۸/۷	۰/۰۰۰	-۸/۶	-۱۸/۸	۰/۰۰۰	-۸/۶	-۱۸/۹
SIGMA	۰/۲۳۱	۱/۱۹	۱/۴۶	۰/۲۳۴	۱/۱۸	۱/۴	۰/۲۲۵	۱/۲۱	۱/۴۷
CSCORE	۰/۱۲۰	-۱/۵۵	-۶/۱۸	۰/۱۵۹	-۱/۴	-۵/۶	۰/۱۲۳	-۱/۵	-۶/۱۳
OPAQUE	۰/۴۴۱	۰/۷۶	۰/۲۶	۰/۳۰۱	۱/۰۳	۰/۳۵	۰/۲۹۵	۱/۰۴	۰/۳۵
SIZE	۰/۸۰۶	-۰/۲۴	-۰/۰۲	۰/۹۲۳	-۰/۰۹	-۰/۰۹	۰/۸۱۳	-۰/۲۳	-۰/۰۲
LEV	۰/۰۰۰	-۳/۴	-۱/۸۴	۰/۰۰۱	-۳/۲	-۱/۷	۰/۰۰۰	-۳/۴۲	-۱/۸۱
MTB	۰/۲۷۴	۱/۰۹	-۰/۰۷	۰/۲۳۴	۱/۱۸	-۰/۰۸	۰/۲۷۷	۱/۰۸	-۰/۰۳
INSTH	۰/۷۷۰	۰/۲۹	۰/۱۳۳	۰/۷۷۴	۰/۲۸	۰/۱۳	۰/۸۷۷	۰/۱۵۴	-۰/۰۷۰
R ²	۰/۱۰۶			۰/۱۰۲			۰/۱۰۷		
Prob LR	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
Prob H-L	۰/۷۲۱			۰/۸۰۶			۰/۸۴۵		
Correct%	۶۰/۹٪			۶۰/۷٪			۶۱/۰۳٪		

ضریب تعیین مکفادن (R^2) نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی ۱۰/۶ درصد، ۱۰/۲ درصد و ۱۰/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. اعتبار LR (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد الگوی رگرسیون لاجیت معنادار است. مقدار احتمال هاسمر و لمشو (۷۲۱/۷ درصد، ۰/۸۰۶ درصد و ۰/۸۴۵ درصد) در مدل برآورد شده است. فرض صفر که بیانگر نیکویی برازش است، پذیرفته می‌شود که حاکی از صحت تعیین مدل است. درصد صحت پیش‌بینی مدل‌ها (۶۰/۹ درصد، ۶۰/۷ درصد و ۶۱/۰۳ درصد) نشان می‌دهد توان تبیین مدل بالاتر است. مقدار احتمال مراحل چرخه عمر شرکت (۰/۰۵۲، ۰/۷۲۱ و ۰/۰۲۶) نشان می‌دهد که بین مراحل رشد و بلوغ شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط وجود ندارد و بین مرحله افول شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط منفی و معنادار وجود دارد. بین میانگین بازده ماهانه خاص سهام و اهرم مالی با ریسک سقوط قیمت سهام در طی مراحل چرخه عمر شرکت ارتباط منفی و معنادار وجود دارد و بین سایر متغیرها و ریسک سقوط قیمت سهام در طی مراحل چرخه عمر شرکت ارتباط وجود ندارد.

در جدول ۴، خلاصه نتایج آزمون رابطه ۲، نشان داده شده است.

جدول ۴. خلاصه نتایج آزمون مدل دوم پژوهش

شرکت‌های در مرحله افول			شرکت‌های در مرحله بلوغ			شرکت‌های در مرحله رشد			متغیرها
Prob	Z	Coeff	Prob	Z	Coeff	Prob	Z	Coeff	
۰/۰۹۵۶	۱/۶۶۶	۱/۴۷۴	۰/۱۴۴۷	۱/۴۵۸	۱/۲۸۲	۰/۱۰۴۳	۱/۶۲۴	۱/۴۲۴	C
۰/۶۵۶۷	-۰/۴۴۴	-۰/۰۹۴	۰/۰۵۳۶	۱/۹۲۹	۰/۳۳۴	۰/۱۶۶۲	-۱/۲۸	-۰/۲۱۷	LC
۰/۰۰۰۰	۹/۳۹۱	۲/۰۸۴	۰/۰۰۰۰	۹/۳۱۶	۲/۰۶۹	۰/۰۰۰۰	۹/۳۱۶	۲/۰۶۸	RET
۰/۴۴۶۷	۰/۷۶۰	۰/۷۱۶	۰/۴۲۸۶	۰/۷۹۱	۰/۷۴۴	۰/۴۵۹۶	۰/۷۳۹	۰/۶۹۸	SIGMA
۰/۳۶۱۹	-۰/۹۱۱	-۰/۰۸۷۶	۰/۳۴۶۴	-۰/۹۴۱	-۰/۹۱۰	۰/۳۷۳۱	-۰/۰۸۹۰	-۰/۰۸۵۹	CSCORE
۰/۱۸۸۳	-۱/۳۱۵	-۰/۴۱۲	۰/۳۱۱۷	-۱/۰۱۱	-۰/۳۱۹	۰/۲۸۸۲	-۱/۰۶۲	-۰/۳۳۶	OPAQUE
۰/۲۷۲۶	-۱/۰۹۷	-۰/۰۵۹	۰/۲۹۷۱	-۱/۰۴۲	-۰/۰۵۶	۰/۳۳۳۱	-۰/۰۹۸۸	-۰/۰۵۳	SIZE
۰/۰۰۱۰	۳/۳۷۸	۱/۳۷۸	۰/۰۰۰۷	۳/۳۸۴	۱/۴۲۵	۰/۰۰۰۷	۳/۴۰۴	۱/۴۳	LEV
۰/۱۵۶۸	-۱/۴۱۵	-۰/۰۶۷	۰/۱۵۵۷	-۱/۴۱۹	-۰/۰۶۷	۰/۱۷۱۶	-۱/۳۶۷	-۰/۰۶۵	MTB
۰/۳۹۷۹	-۰/۰۸۴۵	-۰/۰۳۸۸	۰/۳۵۸۶	-۰/۹۱۷	-۰/۴۲۳	۰/۴۱۱۳	-۰/۰۸۲۱	-۰/۰۳۷۷	INSTH
۰/۱۱۸۰			۰/۱۲۱۱			۰/۱۱۹۵			R^2
۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			Prob LR
۰/۶۳۹۱			۰/۷۵۴۸			۰/۵۱۷۲			Prob H-L
%۶۹/۶۸			%۶۸/۷۵			%۶۹/۳۳			Correct%

ضریب تعیین مکفادن نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی ۱۱/۹۵ درصد، ۱۲/۱۱ درصد و ۱۱/۸۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. اعتبار LR (۰/۰۰۰۰) نشان می‌دهد الگوی رگرسیون لاجیت معنادار است. مقدار احتمال هاسمر و لمشو (۵۱/۷۲ درصد،

۷۵/۴۸ درصد و ۶۳/۹۱ درصد) در مدل برآورد شده است. فرض صفرکه بیانگر نیکویی برآزش است، پذیرفته می‌شود که حاکی از صحت تعیین مدل است. درصد صحت پیش‌بینی مدل‌ها (۶۹/۳۳ درصد، ۶۸/۷۵ درصد و ۶۹/۶۸ درصد) نشان می‌دهد توان تبیین مدل‌ها بالاتر می‌باشد. مقدار احتمال مراحل چرخه عمر شرکت (۰/۱۶۶۲، ۰/۰۵۳۶ و ۰/۶۵۶۷) نشان می‌دهد که بین مراحل چرخه عمر شرکت و ریسک جهش قیمت سهام ارتباط وجود ندارد. بین میانگین بازده ماهانه خاص سهام و اهرم مالی با ریسک جهش قیمت سهام در طی مراحل چرخه عمر شرکت ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد و بین سایر متغیرها و ریسک جهش قیمت سهام در طی مراحل چرخه عمر شرکت ارتباط وجود ندارد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مراحل چرخه عمر، عامل شرطی بسیار مهم و موثر بر عملکرد واحد تجاری است. ریسک‌های واحد تجاری در مراحل چرخه عمر تغییر می‌کند. بنابراین، واحدهای تجاری با ریسک‌های تجاری و عملیاتی متفاوتی در مراحل مختلف چرخه عمر روبرو می‌شوند. رشد پایین با ریسک‌های پایین تر مرتبط هستند، زیرا دسته‌بندی واحدهای تجاری به مراحل مختلف چرخه عمر به طور نسبی به نرخ‌های رشد بستگی دارد. بر اساس تئوری رقابتی و تئوری علامت‌دهی، شرکت‌ها طی مراحل مختلف چرخه عمرشان دارای ویژگی‌ها و شرایط متفاوتی هستند که بر کاهش و همچنین جهش قیمت سهام اثرگذار است. پژوهش حاضر به بررسی ارتباط مراحل چرخه عمر شرکت و ریسک سقوط و جهش قیمت سهام در طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ با تعداد ۱۴۴ شرکت پرداخته است. نتایج پژوهش گویای این مطلب است که بین مراحل رشد و بلوغ شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط وجود ندارد. طبق مبانی نظری پژوهش، با توجه به اینکه در مراحل رشد و بلوغ شرکت، منابع مالی بیشتر در دارایی‌های مولد سرمایه‌گذاری شده، شرکت از انعطاف‌پذیری بیشتری در شاخص‌های نقدینگی برخوردار است. بنابراین، این امر باعث می‌شود تا شرکت‌ها در این مرحله، ریسک بالاتری داشته باشند. اما در بازار سرمایه ایران، ریسک سقوط قیمت سهام متوجه پیامدهای مراحل رشد و بلوغ شرکت نمی‌شود که این موضوع به شرایط حاکم در بازار سرمایه ایران برمی‌گردد و چنین به نظر می‌رسد در محیط شرکت‌های ایرانی سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران و سایر ذی‌نفعان شرکت‌ها روی مراحل رشد و بلوغ شرکت مانوری صورت نمی‌گیرد تا ریسک سقوط قیمت سهام را تحت تأثیر قرار دهد که با یافته هامرس، رندرز و ورست (۲۰۱۶) سازگاری ندارد.

بین مرحله افول شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط منفی و معنادار وجود دارد. با توجه به اینکه حساسیت سرمایه‌گذاران نسبت به تداوم فعالیت شرکت و به دنبال آن عملکرد شرکت بیشتر است و افزایش ریسک سقوط قیمت سهام باعث بدبینی سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌شود، که این مسأله می‌تواند موجب خارج شدن منابع سرمایه‌گذاران توسط آن‌ها در بورس اوراق بهادار شود، شرکت‌ها در این مرحله سعی می‌کنند به منظور حفظ تضمین سلامت مالی، هرگونه نوسانات غیرمعارف در قیمت سهام را کاهش دهند که با یافته‌های هامرس هامرس، رندرز و ورست (۲۰۱۶)، دیکینسون (۲۰۱۱) و هانگ و استین (۲۰۰۳) مطابقت دارد.

بین مراحل چرخه عمر شرکت و ریسک جهش قیمت سهام ارتباط وجود ندارد. در بازار سرمایه ایران، تغییر چرخه عمر شرکت از مرحله‌ای به مرحله دیگر، تغییری در میزان ریسک جهش قیمت سهام ایجاد نمی‌کند. به نظر می‌رسد دلیل این امر عدم شناخت کافی سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه ایران از مفهوم چرخه عمر شرکت است و یا این امر به بی‌توجهی و بی‌تفاوتی سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان شرکت‌های ایرانی نسبت به مسأله چرخه عمر شرکت برمی‌گردد. به تصمیم‌گیرندگان، فعالان بازار سرمایه، تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود در تجزیه و تحلیل طرح‌های سرمایه‌گذاری، برآورد صحیحی از وضعیت قیمت سهام، میزان ریسک‌های موجود و آتی، زمان‌بندی و سرمایه‌گذاری‌های خود با عنایت به درجات مختلف و ناهمگن ریسک‌پذیری به عامل مهم و اساسی چرخه عمر شرکت توجه وافر و درخور اهمیت داشته باشند و نیز تأثیر چرخه عمر را بر تغییرپذیری قیمت سهام شرکت‌ها در نظر بگیرند، زیرا توجه به این عامل مهم منجر به انتخاب سید سرمایه‌گذاری بهینه با کمترین مخاطره و بیشترین بازدهی می‌شود و به سرمایه‌گذار این قابلیت را داده تا برای دستیابی هرچه زودتر و کم‌ریسک‌تر آزادی برآورد و عمل داشته باشد.

منابع

- احمدپور، ا.، زارع بهنمیری، م. ج.، و حیدری رستمی، ک. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۷۷(۲۸)، ۳۱-۳۰.
- فروغی، د.، امیری، ه.، و میرزایی، م. (۱۳۹۰). بررسی شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳(۴)، ۱۸.
- کرمی، غ.، و عمرانی، ح. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر چرخه عمر شرکت بر میزان مربوط بودن معیارهای ریسک و عملکرد شرکت. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲(۳)، ۵۱-۵۰.

مقصودی، م. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشکده علوم اقتصادی، دانشگاه تهران.

References

- Adizes, I., (1979). Organisational Passages: Diagnosing and Treating Life-cycle Problems in Organisations. *Organisational Dynamics*, (8)1,3-25.
- Ahmadpur, A. Zare bhnmiri, M. j. Heidari rostami, K. (2014). The Effect of Company Characteristics on the Stock Price Crash Risk. *Quarterly Stock Exchange*7(28). 30-31. (in Persian).
- Baker, M. Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, (21), 129-151.
- Basu, S. (1997). The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, (24), 3-37.
- Bleck, A. Liu, X. (2007). Market Transparency and the Accounting Regime. *Journal of Accounting Research*, (45), 229-256
- Bixia, X. (2007). Life Cycle Effect on the Value Relevance of Common Risk Factors. *Review of Accounting and Finance*, 6(2), 162-175.
- Chen, J. Hong, H. Stein, J. (2001), Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, (61), 345-381.
- Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, (86), 1969-1994.
- Hamers, L. Renders, A. Vorst, P. (2016). Firm Life Cycle, Heterogeneity in Investor Beliefs and Stock Price Crash Risk. www.ssrn.com.
- Hamers, L., Renders, A., & Vorst, P. (2016). Firm Life Cycle, Heterogeneity in Investor Beliefs and Stock Price Crash Risk.
- Hartzell, J. C. Starks, L. T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *Journal of Finance*, (58), 2351-2374.
- Hong, H. Stein, J. C. (2003). Differences of Opinion, Short-sales Constraints, and Market Crashes. *The Review of Financial Studies*, (16), 487-525.

- Hutton, A. P. Marcus, A. J. Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2 and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, (94), 67-86.
- Jin, L. Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests, *79(2)*, 257-292.
- Karami, Gh., & Omrani, H. (2010). The Effect of the Life Cycle on the Relevance of the Risk Measures and Performance. *Journal of Financial Accounting Research*, 2(3), 50-51. (In Persian).
- Khan M., & Watts R. L. (2009). Estimation and Empirical Properties of a Firmyear Measure Of Accounting Conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48, 132-150.
- Kim, J. B. Zhang, L. (2015). Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-level evidence. *Contemporary Accounting*, 33(1), 1911-3846.
- Koonce, L. Lea McAnally, M., & Mercer, M. (2005). How Do Investors Judge the Risk of Financial Items? *The Accounting Review*, 80(1), 221-241.
- Lang, M. McNichols, M. (1997). Institutional Trading and Corporate Performance, GSB Research Paper 1463, Stanford University.
- Maghsoudi, M. (2012). The Effect of Audit Quality on Stock Price Crash Risk. Master's Thesis, Faculty of Economic, Tehran University. (In Persian).
- McConnell, J. Servaes, H. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, (27), 595-612.
- Olsen, R. A. (1997). Investment Risk: The Experts' Perspective. *Financial Analysts Journal*. 53(2), 62-66.
- Penman, S. H. Zhu, J. L. (2014). Accounting Anomalies, Risk, and Return. *The Accounting Review*, (89), 1835-1866.