



رابطه استراتژی تجاری آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام با نقش تعدیل‌گر بیش‌ارزیابی سهام

دکتر محمدحسین رنجبر

استادیار و عضو هیئت علمی، گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران

حسین رجب‌دُری (مسئول مکاتبات)

دانشجوی دکتری حسابداری و عضو باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران

Hosrado@gmail.com

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۷/۰۲

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۸/۲۰

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه استراتژی تجاری آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام با نقش تعدیل‌گر بیش‌ارزیابی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی بوده و دوره زمانی آن شامل سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ و نمونه برگزیده متشکل از ۳۸۰ سال-شرکت است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی در نرم‌افزار Eviews استفاده شد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که پس از کنترل متغیرهای اهرم مالی، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، بین استراتژی تجاری آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام در دو حالت چولگی منفی بازده سهام و نوسان پایین به بالا، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، پس از کنترل متغیرهای کنترلی ذکرشده، بیش‌ارزیابی سهام، رابطه بین استراتژی تجاری آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام در دو حالت چولگی منفی بازده سهام و نوسان پایین به بالا را به گونه مثبت و معناداری تعدیل می‌کند. در نتیجه، لازم است که مدیران و سرمایه‌گذاران به استراتژی‌های تجاری توجه بیشتری نمایند و با اطلاع از آن، سرمایه‌گذاری و مدیریت مطمئن‌تری داشته باشند.

واژگان کلیدی: استراتژی تجاری آینده‌نگر، خطر سقوط قیمت سهام، بیش‌ارزیابی سهام.

۱- مقدمه

با بررسی میزان خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌هایی که استراتژی‌های تجاری را دنبال می‌کنند، می‌توان دریافت که این موضوع، درک عوامل تعیین‌کننده خطر سقوط قیمت سهام را افزایش داده و در نتیجه، به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا در کسب‌وکارهای با ایمنی بیشتر، سرمایه‌گذاری نمایند. برداشت سرمایه‌گذاران از خطر سقوط قیمت سهام به‌ویژه پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸، به شدت مورد توجه قرار گرفته است. در زمان ظهور این بحران، عدم اعتماد سرمایه‌گذاران از جمله دلایل اصلی سقوط قیمت به شمار می‌رفت. خطر سقوط قیمت سهام یک عامل حیاتی بازده سهام برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود، زیرا برخلاف خطرات نشات گرفته از نوسانات سیستماتیک، شکل دیگری ندارد (ساندر، ۲۰۱۰). براساس ادبیات موضوع، دلیل اصلی خطر سقوط قیمت سهام تجمع و عدم افشای اخبار بد به دلیل انگیزه‌های مدیریتی است که احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد. زمانی که انباشت و احتکار خبرهای بد از حد مشخصی می‌گذرد، بلافاصله ای مساله برای بازار آشکار شده و افت منفی شدیدی در قیمت سهام ایجاد می‌کند (جیم و مایرز، ۲۰۰۶). ویژگی‌هایی خاص شرکت از جمله گزارش دهی مالی غیر شفاف (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹؛ فرانسیس و همکاران، ۲۰۱۶؛ مرادزاده‌فرد، ۱۳۹۵؛ فروغی و همکاران، ۱۳۹۱)، اجتناب مالیاتی (کیم و ژانگ، ۲۰۱۱؛ الف، فروغی و همکاران، ۱۳۹۱؛ مرادی و همکاران، ۱۳۹۵) و انگیزه‌های مدیران (کیم و ژانگ، ۲۰۱۱ ب) با خطر سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار گرفته است. مطالعات اخیر نشان می‌دهد که تمام این موارد تا حد مشخصی با استراتژی‌های تجاری منحصربه‌فرد شرکت‌ها مشخص می‌شود (همبریک، ۱۹۸۳؛ اسنو و همبریک، ۱۹۸۰). بدین ترتیب، می‌توان اظهار نمود که استراتژی تجاری شرکت، توانایی تأثیرگذاری بر خطر سقوط قیمت سهام را دارد که به معنای نتیجه اقتصادی مستقیم برای سرمایه‌گذاران است (حبیب و منظورحسن، ۲۰۱۷).

مایلز و اسنو^۹ (۱۹۷۸، ۲۰۰۳) به دلیل شدت و جهت تغییر با توجه به محصولات و بازارها، سه استراتژی تجاری

عملی را توصیف نموده که هم‌زمان درون صنایع وجود دارد که شامل استراتژی‌های آینده‌نگر^{۱۰}، تدافعی^{۱۱} و تحلیل-گرانه^{۱۲} است. استراتژی آینده‌نگر، نوآورگرا است و آمیخته بازار محصول خود را به سرعت تغییر می‌دهد، درحالی‌که استراتژی تدافعی براساس قیمت، خدمات یا کیفیت متمرکز بر محصولات کم تنوع تر مبارزه و رقابت می‌کنند (همبریک، ۱۹۸۳). مطالعات قبلی تئوری سازمانی ثابت می‌کنند که شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر از عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از عدم قطعیت به ستوه آمده‌اند که میزان زیاد عدم تقارن اطلاعاتی، امکان گزارش مالی اشتباه را به وجود می‌آورد (راجاگوپلان^{۱۳}، ۱۹۹۷؛ سینگ و آگاروال^{۱۴}، ۲۰۰۲)؛ اما بنتلی و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۳) ثابت نمودند که در شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر، برخلاف افزایش آشکار تلاش حسابرسی که عدم تقارن اطلاعاتی را با ارائه صورت‌وضعیت‌های مالی معتبرتر کاهش می‌دهد، احتمال بی‌نظمی و بی‌قاعدگی بیشتر گزارش دهی مالی وجود دارد. بنتلی و همکاران (۲۰۱۳) به صورت تجربی دلیل احتمالی چرایی تکرار مداوم تجربه شرکت‌های آینده‌نگر را بررسی نمودند و دریافتند که نظارت داخلی گزارش دهی مالی، نقش میانجی در رابطه بین استراتژی و تکرارها را ایفا می‌کند. از این رو، مدیران و حساب‌برسان این قبیل شرکت‌ها مشکل بیشتری در شناسایی و گزارش دهی به موقع نقاط ضعف داشته و باعث می‌شود که این شرکت‌ها خبرهای بد را احتکار و انبار کنند. ضمن اینکه، مدیران شرکت‌هایی که استراتژی آینده‌نگر را دنبال می‌کنند به خاطر:

۱. ساختار پرداخت مدیران اجرایی (راجاگوپلان، ۱۹۹۷)،

۲. رغبت بیشتر به اجتناب از پرداخت مالیات (هایگینز و همکاران^{۱۶}، ۲۰۱۵) و

۳. قرار گرفتن در معرض ریسک دعاوی قضایی بیشتر، به عدم انتشار اخبار بد تمایل دارند.

در مجموع می‌توان گفت که میل به عدم انتشار اخبار بد، همواره شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر را بیشتر در معرض خطر سقوط قیمت سهام قرار می‌دهد (حبیب و منظورحسن، ۲۰۱۷).

البته عدم تقارن اطلاعاتی دلیل اصلی بیشتر گزارش‌های اشتباهی که آینده‌نگر مشاهده می‌کنند، نیست. برای

همچنین، عدم ورود پژوهشگران به این موضوع، ضرورت پژوهش را مشخص می‌سازد.

در ادامه، ابتدا مبانی نظری پژوهش بیان شده و سپس پیشینه، روش پژوهش و یافته‌ها بیان شده است. در انتها نیز بحث و نتیجه‌گیری آورده شده است.

۲- مبانی نظری

۲-۱- استراتژی تجاری

امروزه اهمیت درک محیط کسب‌وکار رقابتی و عدم اطمینان محیطی به‌وسیله مدیران بیش‌ازپیش آشکار شده است. شرکت‌ها نیز برای رشد و دستیابی به اهداف سازمانی ناچار به استفاده از مدیریت و برنامه‌ریزی استراتژیک هستند (رمضانی، ۱۳۸۸). در این راستا، مایلز و اسنو (۱۹۷۸) استراتژی را به‌عنوان پاسخ مدیران ارشد به محدودیت‌ها و فرصت‌هایی که با آن‌ها مواجه می‌شوند، تعریف می‌کنند. نمازی (۱۳۹۲) از دیدگاهی دیگر، استراتژی را سازه‌های داخلی و خارجی کلیدی که شرکت باید در آینده دنبال نماید تا به مزیت رقابتی پایدار دسترسی پیدا کند، تعریف می‌نماید. این سازه‌ها شامل معیارهای مالی از قبیل سود، فروش، بازده سرمایه، رشد و همچنین معیارهای غیرمالی از قبیل توسعه محصولات جدید، کیفیت محصول و رضایت مشتری است. تنها با تکیه بر این سازه‌ها است که شرکت می‌تواند به اهداف از قبل تعیین شده خود دست یابد. درواقع، استراتژی را می‌توان راه و روش تحقق مأموریت سازمان تلقی کرد، به‌گونه‌ای که سازمان از این راه عوامل خارجی (فرصت‌ها و تهدیدها) و عوامل داخلی (قوت‌ها و ضعف‌ها) را بررسی و شناسایی کرده و از نقاط قوت داخلی و فرصت‌های خارجی به‌درستی بهره‌برداری نموده، ضعف‌های داخلی را از بین ببرد و از تهدیدهای خارجی بپرهیزد. همچنین، هورنگرن و همکاران^{۲۲} (۲۰۱۲) نیز در توصیفی دقیق بیان می‌کنند استراتژی به‌گونه‌ای مشخص بیانگر این است که یک سازمان چگونه می‌تواند قابلیت‌های خود را با فرصت‌های موجود در بازار برای رسیدن به اهداف موردنظر تطبیق دهد. استراتژی، توصیف‌کننده این موضوع است که یک سازمان چگونه می‌تواند برای مشتریان خود

نمونه، بنتلی و همکاران (۲۰۱۵) معتقدند شرکت‌هایی که استراتژی آینده‌نگر را دنبال کرده‌اند، کنترل داخلی ضعیف‌تری دارند.

در این پژوهش، ضمن بررسی رابطه استراتژی تجاری آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام، بررسی می‌شود که آیا بیش ارزیابی سهام رابطه بین استراتژی تجاری آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام را تعدیل می‌کند یا خیر؟ جنسن^{۱۷} (۲۰۰۵) معتقد است که بیش ارزیابی سهام شکلی از هزینه نمایندگی را ایجاد کرده که باعث می‌شود مدیران وارد فعالیت‌های از بین برنده ارزش مانند مدیریت سود و تقلب، شوند (هومز و اسکانتر^{۱۸}، ۲۰۱۰).

شرکت‌هایی که استراتژی تجاری آینده‌نگر را دنبال می‌کنند، بیشتر با بیش ارزیابی مواجه می‌شوند، زیرا: ۱. انتظارات به‌شدت خوش‌بینانه‌ای درباره رشد آتی دارند و ۲. عدم قطعیت درآمدی بیشتری دارند. براساس این استدلال -ها که بیش ارزیابی این انگیزه را به مدیران داده تا گزارش‌های مالی اشتباه بدهند، خطر سقوط برای استراتژی آینده‌نگر طی دوره‌های بیش ارزیابی بیشتر می‌شود (جنسن، ۲۰۰۵). همچنین، نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد که شرکت‌های با استراتژی تجاری آینده‌نگر با خطر سقوط قیمت سهام در آینده مرتبط است. ضمن اینکه، این تأثیر طی دوره‌های بیش ارزیابی بیشتر می‌شود (حبیب و منظورحسن، ۲۰۱۷).

این پژوهش به صورت‌های مهمی به ادبیات خطر سقوط قیمت سهام و استراتژی تجاری تأثیرگذار است. نخست، درک تأثیر استراتژی‌های تجاری بر خطر سقوط قیمت سهام است که به سرمایه‌گذاران در تخصیص دقیق منابع میان شرکت‌های با استراتژی‌های تجاری مختلف کمک می‌کند (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹؛ فرانسیس و همکاران، ۲۰۱۶). مطالعات تجربی نشان می‌دهد که استراتژی تجاری یک شرکت تأثیر به‌سزایی بر خطر سقوط قیمت سهام دارد و در نتیجه، شرکت‌ها باید به آن توجه کنند (آن و ژانگ^{۱۹}، ۲۰۱۳؛ ژو و همکاران^{۲۰}، ۲۰۱۳). دوما، با استناد به اینکه استراتژی‌های شرکت توانایی تأثیرگذاری بر پیامدهای اقتصادی دارد، روی ادبیات موضوع استراتژی سازمان تأثیر گذاشته می‌شود (روبین و ژانگ^{۲۱}، ۲۰۱۵).

ایجاد ارزش کند، درحالی‌که تفاوت‌های خود را از رقبای موجود حفظ کند. به گونه خلاصه، رقبای قوی، قدرت چانه‌زنی مشتریان و قدرت چانه‌زنی تأمین‌کنندگان مواد اولیه، باعث ایجاد فشار قابل‌توجهی بر قیمت فروش محصولات شرکت می‌شود.

در بررسی استراتژی‌ها، درباره شیوه انتخاب استراتژی‌هایی بحث می‌شود که می‌توان به‌وسیله آن به بهترین شکل ممکن مأموریت سازمان را تحقق بخشید. توجه همزمان به مأموریت سازمان و استراتژی‌ها و بررسی اطلاعات داخلی و خارجی سازمان، مبنایی را فراهم می‌کند که می‌توان بر آن اساس استراتژی‌های قابل‌اجرا را شناسایی کرده و مورد ارزیابی قرار داد. مایلز و اسنو (۱۹۷۸) معتقدند به گونه کلی شرکت‌ها به‌منظور همسویی با شرایط محیطی، از الگوهای به نسبت ثابتی استفاده می‌کنند که شامل استراتژی‌های مختلف است. همچنین، آنان بیان کرده‌اند که اگر هر شرکت ساختار و فرآیندهای سازمانی را متناسب با استراتژی خود پیاده‌سازی کند، صرف‌نظر از نوع استراتژی و صنعتی که در آن فعالیت می‌کند، عملکرد قابل‌قبولی خواهد داشت (نمازی و همکاران، ۱۳۹۶).

مایلز و اسنو (۱۹۷۶) نیز بیان می‌کنند، اصولاً مدیریت با سه نوع مشکل روبه‌رو است: الف. نوآوری (مدیریت استراتژیک محصول و بازار)، ب. اصول فنی (تولید و توزیع محصولات) و پ. امور اجرایی (پشتیبانی از تصمیم‌های نوآورانه و فنی). هنگامی که این مشکلات به روشی موفقیت‌آمیز برطرف شود، یک الگوی استراتژیک پایدار شناسایی خواهد شد. در این الگو، دو سر طیف شرکت‌های آینده‌نگر (تهاجمی) و تدافعی قرار دارد. شرکت‌های آینده‌نگر به گونه عمده از طریق نوآوری و ابتکار در محصول، به رقابت می‌پردازند، طیف وسیعی از محصولات را ارائه می‌دهند و به‌عنوان پیشگامان بازار و محصول محسوب می‌شوند. بازاریابی و تحقیق و توسعه از دستورالعمل‌های این‌گونه شرکت‌ها محسوب خواهد شد. از سویی، شرکت‌های تدافعی، در محیطی به نسبت پایدار فعالیت می‌کنند و طیف محدودی از محصولات را ارائه می‌نمایند. آن‌ها بر بهره‌وری متمرکز بوده و ترجیح آنان اجرای دستورالعمل‌های مهندسی و تولید است. همچنین، پیش‌بینی‌های تئوری سازمانی و تحقیقات تجربی تأییدکننده آن است که

شرکت‌های پیرو استراتژی آینده‌نگر، سرمایه‌گذاری بیشتری در فعالیت‌های مرتبط با تحقیق و توسعه دارند؛ زیرا اهداف استراتژیک آنان تمرکز بر کشف و بهره‌برداری از تغییرات جدید و مستمر فرصت‌های بازار سرمایه است، اما شرکت‌هایی که پیرو استراتژی تدافعی هستند، تمایل دارند تا با کمینه‌سازی هزینه‌های تحقیق و توسعه، محصولاتی مقرون‌به‌صرفه و به‌صورت مستمر و قابل پیش‌بینی، تولید کنند (نمازی و همکاران، ۱۳۹۶).

۲-۲- خطر سقوط قیمت سهام

موضوع تغییرهای ناگهانی قیمت سهام طی سال‌های اخیر و به‌ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری از استادان دانشگاه، مدیران و تصمیم‌گیران مالی را به خود جلب کرده است. این تغییرها بیشتر به دو صورت «سقوط» و «جهش قیمت سهام^{۲۳}» رخ می‌دهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده می‌شود، در مقایسه با جهش قیمت سهام بیشتر موردتوجه پژوهشگران قرار گرفته است. تعریف سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است (چن و همکاران^{۲۴}، ۲۰۰۱: ۵-۱):

- سقوط قیمت سهام یک تغییر بااهمیت و غیر-معمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد.
 - این تغییرهای بااهمیت به‌صورت منفی است.
 - سقوط قیمت سهام، یک پدیده همه‌گیر در سطح بازار است. بدین معنا که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص محدود نمی‌شود، بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود.
- تقریباً در تمام پژوهش‌های انجام‌شده، پدیده سقوط قیمت سهام به‌عنوان پدیده‌ای مترادف با چولگی منفی بازده سهام از لحاظ آماری بدین گونه تعریف شده است: «با این فرض که بازده سهام از لحاظ آماری دارای توزیع نرمال باشد، سقوط قیمت سهام به‌عنوان یک پدیده نادر در بازار سرمایه، هنگامی رخ می‌دهد که بازده خاص یک شرکت طی یک دوره زمانی، ۳/۰۹ انحراف معیار کمتر از میانگین بازده خاص آن شرکت طی همان دوره داشته باشد». این تعریف

پدیده چولگی منفی در بازده سهام است. آن‌ها در مطالعه خود سرمایه‌گذاران را به دو گروه طبقه‌بندی کرده‌اند: سرمایه‌گذارانی که انتظار دارند قیمت سهام افزایش یابد^{۳۷} و سرمایه‌گذارانی که انتظار دارند قیمت سهام کاهش یابد^{۳۸} و بر این باورند که چون سرمایه‌گذاران گروه دوم معتقدند قیمت سهام در آینده کاهش می‌یابد، طی دوره رونق سهام خود را می‌فروشند و از بازار خارج می‌شوند. پس از خروج آن‌ها، سرمایه‌گذاران گروه اول که معتقد به افزایش آتی قیمت سهام هستند، وارد بازار می‌شوند. هنگامی که ناهمگنی بین سرمایه‌گذاران زیاد است، اطلاعاتی که سرمایه‌گذاران گروه دوم در اختیار دارند، به دلیل محدودیت‌های مربوط به فروش‌های استقرایی^{۳۹} به گونه کامل در قیمت سهام منعکس نمی‌شود. زمانی که این گروه از سرمایه‌گذاران در دوره رکود به‌عنوان خریداران نهایی اوراق بهادار وارد بازار می‌شود، توده اطلاعاتی که در قیمت سهام منعکس نشده بود نیز وارد بازار شده و منجر به چولگی منفی بازده سهام یا سقوط قیمت سهام می‌شود.

۳-۲- بیش ارزیابی

دلیل‌های گوناگونی وجود دارد که شرکت‌ها، با اثر بیش ارزیابی سهام روبه‌رو شوند. شاید مهم‌ترین دلیل برای ارزیابی‌های نادرست، عدم تقارن اطلاعاتی باشد. عدم تقارن اطلاعاتی به وضعیتی اطلاق می‌شود که اطلاعات غیرعمومی و نا آشکار وجود دارد و یک‌طرف معامله از طرف دیگر اطلاعات بیشتری دارد (چی و گویتا^{۴۰}، ۲۰۰۹). همچنین، نادرستی‌های قیمت سهام ممکن است در نتیجه ارزیابی‌های نادرست از اطلاعات عمومی پیش آید (وزن بندی نامناسب سرمایه‌گذاران به اطلاعات عمومی در تعیین تمایلاتشان برای پرداخت سهام). معاملات ذهنی یکی دیگر از عوامل است. به این معنا که سرمایه‌گذاران تمایلات خود را برای پرداخت، نه به‌وسیله اعتقاداتشان در مورد ارزش ذاتی سهام، بلکه به دلیل باورشان در مورد آنچه دیگر سرمایه‌گذاران به‌منظور پرداخت برای سهام تمایل دارند، تعیین می‌کنند. افزون بر موارد ذکر شده، بحران نقدینگی که تمایل سرمایه‌گذاران به تبدیل وجه نقد به سهام و نیز تبدیل سهام به وجه نقد است و در مورد سهامدارانی که

بر مبنای این مفهوم آماری قرار دارد که با فرض نرمال بودن توزیع بازده خاص یک شرکت، نوسان‌هایی که در فاصله میانگین به‌علاوه ۳/۰۹ انحراف معیار و میانگین منهای ۳/۰۹ انحراف معیار قرار می‌گیرد، از جمله نوسان‌های عادی محسوب می‌شود و نوسان‌های خارج از این فاصله، از موارد غیرعادی قلمداد می‌شود. با توجه به اینکه سقوط قیمت سهام یک نوسان غیرعادی است، عدد ۳/۰۹ به‌عنوان مرز بین نوسان‌های عادی و غیرعادی در نظر گرفته شده است (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹: ۱۲).

برخلاف اینکه وجود پدیده ناقربینی منفی یا چولگی منفی در بازده بازار سهام به گونه کلی مورد توافق همه صاحب‌نظران است، اما سازوکارهای اقتصادی که منجر به بروز این پدیده می‌شود، هنوز به‌صراحت مشخص نشده است. در ادبیات حسابداری، نظریه‌ها و دیدگاه‌های متعددی پیرامون توضیح پدیده سقوط قیمت سهام ارائه شده است. بلک^{۲۵} (۱۹۷۶) و کریستی^{۲۶} (۱۹۸۲) در توضیح چگونگی بروز پدیده سقوط قیمت سهام، نظریه اثرهای اهرمی^{۲۷} را ارائه کرده‌اند. از سوی دیگر، شاورت^{۲۸} (۱۹۸۲) و بیگرت و وو^{۲۹} (۲۰۰۰) نظریه اثرهای اهرمی را مورد انتقاد قرار داده و بیان کرده‌اند که اثرهای اهرمی به‌تنهایی قادر به توضیح پدیده چولگی منفی بازده سهام نیست.

بلانچارد و واتسون^{۳۰} (۱۹۸۲) نیز در توضیح پدیده چولگی منفی سهام، الگوی حساب تصادفی قیمت سهام^{۳۱} را مطرح کرده‌اند. آنان معتقدند که چولگی منفی بازده سهام یا سقوط قیمت سهام، حاصل ترکیدن حساب‌های قیمتی است.

فرنچ و همکاران^{۳۲} (۱۹۸۷) جهت تبیین پدیده سقوط قیمت سهام یا چولگی منفی بازده سهام، سازوکار نوسان معکوس^{۳۳} را مطرح کرده و پوتربا و سامرس^{۳۴} (۱۹۸۶) این سازوکار را مورد انتقاد قرار دادند. آنان استدلال می‌کنند که نوسان‌های بازار، ماهیتی کوتاه‌مدت دارد، پس نمی‌توان انتظار داشت که این نوسان‌ها صرف ریسک را به گونه زیادی تحت تأثیر قرار دهد.

در سال‌های اخیر، الگویی تحت عنوان الگوی تفاوت عقاید^{۳۵}، توسط هانگ و استین^{۳۶} (۲۰۰۳) مطرح شده است. براساس این الگو، ناهمگنی سرمایه‌گذاران عامل اصلی بروز

درگیر معاملات ذهنی شده‌اند، اتفاق می‌افتد (موسوی و همکاران، ۱۳۹۱).

برای جلوگیری از بروز دلایل نادرستی ارزش، اطلاعات، نقش پادزهر را دارد. این نکته برای نادرستی‌های ایجادشده از طریق اطلاعات غیرعمومی و نیز دیگر دلایل نادرستی ارزش نیز صحیح است. اگر مدیران و تحلیل‌گران مالی به اندازه کافی، معامله‌گران را نسبت به اینکه قیمت‌های سهام به وجود آمده به صورت ذهنی از ارزش واقعی منحرف است و احتمالاً به سطوح صحیح‌تری برمی‌گردند آگاه کنند، دوره‌های معاملات ذهنی متوقف می‌شود که به گونه معمول در هر رویدادی به نسبت کوتاه و بی‌دوام است (جنسن، ۲۰۰۵).

در این زمینه، بیش‌ارزیابی سهام می‌تواند موجب شود که مدیران اقدام‌هایی را انجام دهند تا عملکرد گزارش‌شده را متورم سازند و از این طریق، قیمت‌های متورم شده، قیمت سهام را توجیه نمایند که این چنین اقدامات شامل تحصیل دیگر شرکت‌ها، توسعه داخلی شرکت، تقلب و مدیریت سود است که مدیران با انجام این اقدام‌ها امیدوار هستند تا نتایج منفی در ارتباط با حرفه و پاداش‌ها را به تأخیر بیندازند، درحالی‌که آن‌ها در واقع در حال خراب کردن ارزش بلندمدت شرکت هستند (جنسن، ۲۰۰۵). در این راستا، مدیران شرکت‌های بیش‌ارزیابی‌شده با دو انتخاب روبه‌رو هستند: اول اینکه، می‌توانند با بازار ارتباط برقرار و همه‌چیز را آشکارا بیان کنند و یا تا تاریخ گزارشگری بعدی منتظر بمانند و عملکردی منفی را گزارش کنند که این انتخاب می‌تواند تأثیرهای بالقوه منفی بر حرفه و پاداش مدیران در برداشته باشد. انتخاب دوم مدیران، این است که اقدام‌هایی را در جهت گزارش عملکرد خود به گونه‌ای فراتر از واقعیت انجام دهند و از این طریق، قیمت‌های متورم سهام را توجیه کنند (قاسمی و نیک‌بخت، ۱۳۹۴).

همچنین، زمانی که ارزش سهام شرکت افزایش می‌یابد، مدیر منفعت‌های بسیاری به دست می‌آورد: اول اینکه ثروت مدیران و پاداش آن‌ها با افزایش قیمت سهام از طریق انگیزه‌های مبتنی بر عملکرد سهام افزایش می‌یابد. دوم اینکه امنیت شغلی مدیران، نسبت به قیمت سهام افزایش می‌یابد. البته احتمال کمی هم وجود دارد که مدیر شغل

خود را وقتی که عملکرد قیمت سهام خوب است، از دست بدهد (ویسباج^۴، ۱۹۸۸). سوم اینکه عملکرد سهام قوی، ارزش مدیر را در بازار کار اجرایی افزایش می‌دهد درحالی‌که اگر قیمت سهام کاهش یابد، متضاد با همه این موارد می‌تواند اتفاق بیفتد (موسوی و همکاران، ۱۳۹۱). تحریک شدن توسط چنین انگیزه‌هایی، سبب می‌شود که مدیران به گونه طبیعی برای داشتن قیمت سهام بیشتر تلاش کنند. تحلیل‌گران، رشد زیاد قابل پیش‌بینی، مطلوب و ثابت سالانه را از شرکت‌ها انتظار دارند. آن‌ها شرکت‌هایی که رشد ثابت و قابل پیش‌بینی را نمایش نمی‌دهند، جریمه می‌کنند. بنابراین، مدیران برای به دست آوردن این رشد ثابت و قابل پیش‌بینی، تعهدها و حتی تصمیم‌های عملیاتی را تغییر می‌دهند و سودها را مدیریت می‌کنند (جنسن، ۲۰۰۵).

۴-۲- ارتباط بین متغیرهای پژوهش

خطر سقوط قیمت سهام اشاره به ارزش منفی در توزیع بازده خاص شرکت بعد از تعدیل نسبت بازده‌هایی که همراه با عوامل عادی جابه‌جا می‌شوند، دارد (جین و مایرز، ۲۰۰۶؛ کیم و همکاران، ۲۰۱۱ الف و ب). پی بردن به عوامل تعیین‌کننده مؤثر بر خطر سقوط قیمت سهام از آن نظر اهمیت دارد که تأثیر مستقیمی بر رفاه سرمایه‌گذاران می‌گذارد. با استفاده از استراتژی شناسی در خطر سقوط قیمت سهام می‌توان گفت که شرکت‌های دارای استراتژی آینده-نگر، بنا به دلایل زیر، بیشتر در معرض این خطر است:

فرصت‌های رشد، عدم قطعیت، شکست پروژه و سقوط قیمت سهام

رشد سریعی که شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر تجربه کرده‌اند، احتمال بی‌نظمی‌های گزارش مالی نشات گرفته از گزارش دهی مالی مبهم و غیر شفاف را افزایش می‌دهد که یکی از عوامل تعیین‌کننده در خطر سقوط قیمت سهام است (جین و مایرز، ۲۰۰۶؛ هانت و همکاران، ۲۰۰۹). سهام رشدی از دیرباز نسبت به سایر سهام‌ها از لحاظ بازده نقدی سهام، عملکرد ضعیف‌تری داشته‌اند، چون شرکت‌های رشدی در بیشتر موارد نمی‌توانند

آینده‌نگر را دنبال می‌کنند، نظارت و کنترل داخلی ضعیف-تری دارند؛ یعنی مدیران و حساب‌رسان این شرکت‌ها مشکل بیشتری در تشخیص و گزارش به موقع نقاط ضعف داشته و بدین ترتیب، روند پنهان‌سازی اخبار بد را در شرکت‌های آینده‌نگر تسهیل می‌کند که در نهایت موجب سقوط قیمت سهام می‌شود.

انگیزه‌های دارایی خالص، گزارش اشتباه و سقوط قیمت سهام

تفاوت ساختار پرداختی مدیران اجرایی بین شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر و تدافعی نیز روی خطر سقوط قیمت تأثیر می‌گذارد. توجه شرکت‌های آینده‌نگر به نوآوری موجب عدم قطعیت بیشتر می‌شود و در نهایت، مستلزم قراردادهای پرداخت با چشم‌انداز بلندمدت‌تر است و ریسک‌پذیری مدیریت را ترغیب می‌کند (حبیب و منظورحسن، ۲۰۱۷). چنگ و وارفیلد^{۴۴} (۲۰۰۵) به این نتیجه رسیدند که دارایی‌ها و سهام، انگیزه‌هایی را برای شرکت‌ها به وجود می‌آورد تا اهداف درآمدی را برآورده ساخته یا از دست بدهد. همچنین، بیش ارزیابی رابطه بین استراتژی تجاری و خطر سقوط قیمت را تعدیل می‌کند. براساس تئوری جنسن (۲۰۰۵)، بیش ارزیابی جدیدی از هزینه‌های نمایندگی را ایجاد می‌کند. جنسن (۲۰۰۵: ۵) می‌گوید که مدیران انگیزه‌هایی را برای ادامه ارزش‌گذاری نادرست از طریق دست‌کاری درآمدها دارند، زیرا افراد نه به خاطر کاری که انجام می‌دهند، بلکه به خاطر کاری که متناسب با هدف انجام داده‌اند، حقوق می‌گیرند. همین امر، مردم را به سمتی کشانده که با دست‌کاری تنظیمات هدف و نحوه برآورده ساختن اهداف خود، سیستم را بازی دهند. این سیستم‌های پرداخت و مبتنی بر هدف، بستر مناسبی برای تأثیرات مخرب بازی مدیریت سود با بازار سرمایه است. بیش ارزیابی، انتظار سرمایه‌گذاران درباره پرداخت‌های آتی شرکت را بالا می‌برد. در این زمینه، شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر بیشتر مستعد بیش ارزیابی هستند، زیرا شواهد قبلی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران انتظارات به‌شدت خوش‌بینانه‌ای درباره چشم‌انداز سهام رشدی دارند. لاپورتا و همکاران^{۴۵} (۱۹۹۷) ثابت نمودند که

انتظارات به‌شدت خوش‌بینانه سرمایه‌گذاران درباره چشم-اندازهای سهام رشدی را برآورده کنند. وقتی این انتظارات برآورده نمی‌شود، قیمت سهام دستخوش سقوط می‌شود (لاکونیشو و همکاران^{۴۲}، ۱۹۹۴). همین احتمال باعث شده که مدیران شرکت‌های رشدی از انتشار خبرهای بد مضایقه نموده تا این ارزش‌گذاری بیش‌ازحد حفظ شود. اسکینر و اسلووان^{۴۳} (۲۰۰۲) دریافتند که سهام رشدی واکنش منفی‌تری نسبت به سودهای غیرمنتظره منفی نشان می‌دهد و دوباره مدیران را ترغیب می‌کند تا انتشار اخبار بد در بازار را به تعویق انداخته و در نتیجه، خطر سقوط قیمت سهام افزایش می‌یابد. هرچند بعید است که چشم-اندازهای رشد به‌تنهایی پدیده سقوط قیمت سهام برای شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر را تبیین کند. احتمال بیشتر آن است که عدم قطعیت زیاد و خطر شکست پروژه عوامل اصلی تعیین‌کننده خطر سقوط قیمت سهام باشد. در نتیجه، رشد سریع، به‌ویژه در مقایسه با سایر شرکت‌های هم‌صنف، انگیزه‌ای برای شرکت‌ها است تا نتایج مالی غلط را ابراز کند و در نتیجه، شکست پروژه، عدم قطعیت و ناتوانی در برآوردن انتظارات به‌شدت خوش‌بینانه باعث رکود و کاهش قیمت سهام در شرکت‌های دارای استراتژی آینده-نگر می‌شود که منبع خطر سقوط قیمت سهام است (حبیب و منظورحسن، ۲۰۱۷).

گزارش دهی مالی نادرست، عدم انتشار اخبار بد و سقوط قیمت سهام

براساس استدلال جین و مایرز (۲۰۰۶)، گزارش دهی مالی نادرست عامل اصلی تعیین‌کننده خطر سقوط است. قرار داشتن شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر در معرض گزارش دهی مالی نادرست و خطر سقوط قیمت سهام باید از نظر انگیزه، فرصت و محیط اطلاعاتی بررسی شود. بنتلی و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند که شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر به دلیل وجود انگیزه‌هایی مانند فرصت-های رشد، انگیزه‌های دارایی خالص و نیازهای سرمایه-گذاری، بیشتر گزارش اشتباه ارائه می‌دهند. بنتلی و همکاران (۲۰۱۵) معتقدند شرکت‌هایی که استراتژی

فرضیه فرعی ۴- بیش ارزیابی، رابطه بین استراتژی آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام (نوسان پایین به بالا) را تعدیل می‌کند.

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پیشینه پژوهش داخلی

در میان پژوهشگران داخلی، حقیقت (۱۳۹۲) با اشاره به این موضوع که سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش زیادی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ زیادی برخوردارند و حضور آن‌ها ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود، دریافت که وجود سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیت، بر هم‌زمانی قیمت و خطر سقوط قیمت سهام تأثیر منفی دارد. احمدپور و همکاران (۱۳۹۴) نیز در پژوهشی دریافتند که متغیرهای بازده دارایی، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت کیوتوبین، با خطر سقوط قیمت سهام رابطه معکوس و معناداری دارد، اما متغیرهای بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی، رابطه معناداری با خطر سقوط قیمت سهام ندارند. موسوی و همکاران (۱۳۹۴) دریافتند که عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری با بیش ارزیابی سهام دارد. در واقع، مدیریت شرکت‌ها، هنگامی که دارای مزیت و برتری اطلاعاتی بوده و سودها را دست‌کاری می‌کنند، موجب می‌شوند بر شدت بیش ارزیابی سهام افزوده‌شده و ثروت بلندمدت صاحبان سهام را نابود کنند. حیدرپور و همکاران (۱۳۹۵) نیز در پژوهشی دریافتند که بین مراحل رشد و افول و خطر سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معنادار و بین مرحله بلوغ و خطر سقوط قیمت سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد، لذا با توجه به اهمیت استراتژی‌های مختلف در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت‌ها، لازم است که مدیران برای وصول نتیجه بهتر، برنامه‌ریزی‌های متناسب با مرحله‌ای از چرخه عمر که در آن قرار دارند را به اجرا درآورند. در پژوهشی دیگر، باغومیان و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی ارتباط میان مسئولیت اجتماعی شرکت و خطر سقوط قیمت سهام پرداخته و دریافتند که بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و خطر سقوط قیمت سهام، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. به‌تازگی نمازی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی خودشیفتگی

این بازده‌ها به صورت نامتناسبی پیرامون اعلام درآمدها متمرکز شده است. بیکر و ورگلر^{۴۶} (۲۰۰۶) دریافتند که بیش ارزیابی مبتنی بر احساسات بیشتر برای سهام دارای نوسان بیشتر، سهام غیر سود ده و سهام رشدی بیش‌ازحد است که شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر نیز برخی از این ویژگی‌ها را دارند. برگمان و رویچودهاری^{۴۷} (۲۰۰۸) یک مدل نظری را ارائه نموده که در آن، مدیران خبرهای بد را در دوره‌های بیش ارزیابی جهت حفظ بیش ارزیابی منتشر نمی‌کنند. هرچند که با توجه به تجمع اطلاعات منفی شرکت‌ها، در نهایت مدیران شرکت از پنهان کردن اخبار برای سرمایه‌گذاران عاجز مانده و زمانی فرامی‌رسد که کل اطلاعات پنهان شده به یک‌باره برای بازار فاش شده و باعث رکود قیمتی شدید سهام شرکت می‌شود. از آنجاکه شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر تمایل بیشتری به بیش ارزیابی دارند، طبق استدلال فوق، این شرکت‌ها انگیزه پنهان نگاه‌داشتن اخبار بد را داشته تا همچنان بیش ارزیابی را ادامه دهند. لذا این انتظار وجود دارد که بیش ارزیابی، رابطه بین استراتژی تجاری آینده‌نگر و سقوط قیمت سهام را تعدیل کند.

در نتیجه، با توجه به مطالب بیان‌شده، می‌توان دو فرضیه زیر را تدوین نمود:

فرضیه اصلی اول: بین استراتژی آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام (چولگی منفی بازده سهام و نوسان پایین به بالا)، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱- بین استراتژی آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام (چولگی منفی بازده سهام)، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲- بین استراتژی آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام (نوسان پایین به بالا)، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: بیش ارزیابی، رابطه بین استراتژی آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام (چولگی منفی بازده سهام و نوسان پایین به بالا) را تعدیل می‌کند.

فرضیه فرعی ۳- بیش ارزیابی، رابطه بین استراتژی آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام (چولگی منفی بازده سهام) را تعدیل می‌کند.

کالن و فانگ (۲۰۱۵) نیز در پژوهشی به بررسی رابطه خطر سقوط قیمت سهام و نرخ بهره کوتاه مدت پرداخته‌اند. یافته‌ها نشان‌دهنده وجود ارتباط مستقیم و معناداری بین این دو متغیر است. همچنین، براساس یافته‌های پژوهشی، این رابطه در شرکت‌هایی که خطر سقوط قیمت سهام در آن‌ها بالا است و یا اینکه عدم تقارن اطلاعاتی در آن‌ها وجود دارد، قوی‌تر است.

افزون بر آن، مینگ^{۵۰} (۲۰۱۶) با بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی شرکت و خطر سقوط قیمت سهام در بازار سهام تایوان، دریافت که رابطه منفی و معناداری بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و خطر سقوط قیمت سهام وجود دارد. حبیب و منظورحسن (۲۰۱۷ الف) نیز در پژوهش خود دریافتند که بین بیش ارزیابی و خطر سقوط سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و با افزایش بیش ارزیابی، خطر سقوط سهام افزایش می‌یابد. به تازگی در پژوهشی دیگر حبیب و منظورحسن (۲۰۱۷ ب) دریافتند که بین استراتژی شرکت و خطر سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد و این رابطه، به وسیله متغیر بیش ارزیابی سهام تعدیل می‌شود.

اگرچه در این زمینه پژوهش‌های ارزشمندی صورت گرفته و به یافته‌های ارزشمندی نیز دست‌یافته است، اما تاکنون در ایران پژوهشی که به بررسی تأثیر استراتژی تجاری آینده‌نگر و سقوط قیمت سهام پرداخته باشد، مشاهده نشد. همچنین، نقش بیش ارزیابی بر رابطه بین دو متغیر ذکرشده نیز مورد آزمون تجربی قرار نگرفته است که در نتیجه، لازم است این مساله در محیط اقتصادی کشور مورد آزمون تجربی قرار گیرد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کمی است که از روش علمی ساخت و اثبات تجربی استفاده می‌کند و براساس فرضیه‌ها و طرح‌های پژوهش از قبل تعیین‌شده انجام می‌شود. از این‌دسته پژوهش‌ها زمانی استفاده می‌شود که معیار اندازه‌گیری داده‌ها کمی است و برای استخراج نتیجه‌ها از فن‌های آماری استفاده می‌شود.

مدیران و استراتژی شرکت‌ها پرداخته و دریافتند که در بین گروه‌های دارای استراتژی تجاری مختلف (استراتژی تدافعی، تحلیل‌گرایانه و تهاجمی)، خودشیفتگی مدیران اختلاف معناداری با یکدیگر دارند که در این راستا، بیشترین تأثیر خودشیفتگی مدیران روی استراتژی تدافعی و کمترین تأثیر آن روی استراتژی تحلیل‌گرایانه است.

۲-۳- پیشینه پژوهش خارجی

در میان پژوهشگران خارجی نیز هاتن و همکاران (۲۰۰۹)، در پژوهشی دریافتند که رابطه مثبتی بین دست‌کاری ارقام تعهدی و خطر سقوط قیمت سهام وجود دارد. چی و گوپتا (۲۰۰۹) نیز در پژوهشی بیان نمودند که مهم‌ترین دلیل برای بیش ارزیابی‌های سهام، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران است که می‌تواند نتایج منفی بلندمدتی را برای شرکت در پی داشته باشد. همچنین، دریافتند که بیش ارزیابی‌هایی که موجب مدیریت سودهای افزایشی می‌شود، به گونه منفی با بازده-های سهام غیرعادی آتی و عملکرد عملیاتی آتی، در ارتباط است و این ارتباط هرچقدر که بیش ارزیابی تشدید شود، بیشتر نمایان می‌شود. افزون بر آن، کالن و فانگ^{۴۸} (۲۰۱۱) به بررسی رابطه سرمایه‌گذاری نهادی با خطر سقوط قیمت سهام پرداختند. یافته‌ها حاکی از آن است که شواهد مستحکمی در مورد رابطه معکوس بین مالکان نهادی و سقوط قیمت سهام وجود دارد. آن و ژانگ (۲۰۱۳) نیز به بررسی رابطه سقوط قیمت سهام و اهرم مالی و همچنین، آزمون تأثیر محیط اطلاعاتی پرداخته‌اند. یافته‌ها حاکی از آن است که سطح بالای خطر سقوط قیمت سهام باعث می‌شود تا تعدیل اهرم با سرعت کمتری اتفاق بیفتد. کیم و سیگی‌لی^{۴۹} (۲۰۱۴) نیز در پژوهشی ارتباط مسئولیت اجتماعی شرکت و خطر سقوط قیمت سهام را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آنان حاکی از آن است که خطر سقوط قیمت سهام و مسئولیت اجتماعی شرکت، رابطه معکوس و معناداری با یکدیگر دارند، یعنی با افزایش مسئولیت‌پذیری شرکت، خطر سقوط قیمت سهام کاهش می‌یابد.

۴-۱- متغیرهای پژوهش

در این پژوهش از چهار دسته متغیرهای مستقل، وابسته، تعدیل گر و کنترلی استفاده شد که در ادامه تشریح می شود. متغیر مستقل پژوهش حاضر استراتژی تجاری شرکتی است که مشابه پژوهش های بنتلی و همکاران (۲۰۱۳) و هایگینز و همکاران (۲۰۱۵) به شرح جدول های شماره ۱ و ۲ محاسبه می شود.

۴-۱-۱- استراتژی تجاری

جدول ۱- معیارهای اندازه گیری استراتژی تجاری شرکتی بنتلی و همکاران (۲۰۱۳: ۸۱۰)

ردیف	شرح
۱	نسبت هزینه تحقیق و توسعه به فروش کل
۲	درصد تغییر یک ساله در فروش کل
۳	نسبت هزینه عمومی، اداری و فروش به فروش کل
۴	نسبت تعداد کارکنان به فروش کل
۵	انحراف معیار تعداد کارکنان در سال
۶	شدت سرمایه (خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات یا دارایی های ثابت استاندارد شده به وسیله جمع دارایی های پایان سال) تمامی متغیرهای یاد شده براساس میانگین سه ساله (دیدگاه میان مدت) محاسبه خواهند شد.

جدول ۲- نحوه امتیازدهی نهایی برای استراتژی تجاری شرکتی بنتلی و همکاران (۲۰۱۳: ۸۱۰)

ردیف	۱	۲	۳	۴	۵	۶	جمع
پنجک اول	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۶
پنجک دوم	۲	۲	۲	۲	۲	۲	۱۲
پنجک سوم	۳	۳	۳	۳	۳	۳	۱۸
پنجک چهارم	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۲۴
پنجک پنجم	۵	۵	۵	۵	۵	۵	۳۰

قابل ذکر است که تنها استراتژی شماره ۶ معیاری معکوس است. به این معنا که شاخص واقع شده در پنجک اول عدد ۵، پنجک دوم عدد ۴ و... را به خود اختصاص خواهند داد، اما به دلیل هماهنگی در امتیازدهی با سایر متغیرها، معیار این متغیر تبدیل به امتیازهای ۱ تا ۵ شده است. از امتیازهای حاصل برای تشخیص نوع استراتژی به شرح زیر در سه دسته طبقه بندی خواهند شد:

امتیاز ۶- ۱۲ (استراتژی تدافعی)- امتیاز ۲۳- ۱۳ (استراتژی تحلیل گرانه)- امتیاز ۲۴- ۳۰ (استراتژی آینده نگر)

$W_{j,t}$: بازده ماهانه خاص شرکت j در ماه t طی سال

مالی؛

$\varepsilon_{j,t}$: بازده باقیمانده سهام شرکت j در ماه t و عبارت

است از باقیمانده یا پسماند رابطه (۲) به شرط زیر:

$$+ r_{j,t} r_{m,t-1} r_{j,t} = \alpha_j + \beta$$

$$+ r_{j,t} r_{m,t+5} + \beta_{1,j} r_{m,t+4,j} r_{m,t} + \beta_2 + \beta_{1,j} r_{m,t-2,j} \beta$$

$$\varepsilon_{j,t} \text{ رابطه (۲)}$$

که در این رابطه:

$r_{j,t}$: بازده سهام شرکت j در ماه t طی سال مالی؛

۴-۱-۲- خطر سقوط سهام

در این پژوهش خطر سقوط سهام، متغیر وابسته پژوهش بوده که برای بررسی آن از چولگی منفی بازده سهام و نوسان پایین به بالا استفاده شد.

چولگی منفی بازده سهام: به منظور محاسبه چولگی

منفی، ابتدا با استفاده از رابطه (۱) بازده ماهانه خاص شرکت محاسبه می شود (اندرو و همکاران^{۵۱}، ۲۰۱۳: ۱۱):

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

در رابطه بالا:

n_d و n_u : تعداد ماه‌های بالا و پایین طی سال مالی t .

۳-۱-۴- بیش ارزیابی سهام

از بیش ارزیابی سهام به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر پژوهش استفاده شد. در ادبیات حسابداری و مالی نسبت $\frac{M}{B}$ به‌عنوان نماینده‌ای برای ارزیابی‌های نادرست و فرصت‌های رشد استفاده شده است. رودز-کروپف و همکاران^{۵۲} (۲۰۰۵) نشان دادند که اگر (v) معیار درستی برای ارزش واقعی شرکت باشد، $\frac{M}{B}$ را می‌توان به دو بخش تجزیه کرد که در رابطه (۵) نشان داده می‌شود:

$$\frac{M}{B} = \frac{M}{V} \times \frac{V}{B} \quad \text{رابطه (۵)}$$

در رابطه ذکرشده، $\frac{M}{V}$ ارزش بازار به ارزش واقعی که بیان‌کننده ارزیابی‌های نادرست و ارزش واقعی به ارزش دفتری $\frac{V}{B}$ که بیان‌کننده فرصت‌های رشد است. شکل لگاریتمی رابطه (۵) را می‌توان به‌صورت رابطه (۶) بیان کرد:

$$m - b = (m - v) + (v - b) \quad \text{رابطه (۶)}$$

در رابطه (۶) حروف کوچک، لگاریتم طبیعی از متغیرهای مربوط را نشان می‌دهد. اگر بازار، به‌درستی فرصت‌های رشد آینده، نرخ‌های تنزیل و جریان‌های نقدی را پیش‌بینی کند، عبارت $(m - v)$ مساوی صفر خواهد بود و عبارت $(v - b)$ در تمامی زمان‌ها برابر $Ln \frac{M}{B}$ خواهد بود. اگر بازار در برآورد جریان‌های نقدی آینده تنزیل شده اشتباه کند و یا بازار، تمام اطلاعاتی را نداشته باشد که مدیران در اختیاردارند، عبارت $(m - v)$ بخش ارزیابی نادرست از ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت را در برمی‌گیرد.

رودز-کروپف و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که بخشی از $(m - v)$ بین تمام شرکت‌های هر صنعت یا بازار مشترک است، درحالی‌که بخش دیگر آن مخصوص شرکت است. بنابراین آن‌ها $Ln \frac{M}{B}$ را به سه بخش زیر تجزیه کردند: ۱- تفاوت بین قیمت مشاهده‌شده بازار و معیار ارزیابی که ارزش واقعی سالانه را منعکس می‌کند (خطای ویژه شرکت^{۵۳}).

$f_{m,t}$: بازده بازار در ماه t است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود. چن و همکاران (۲۰۰۱) معتقدند که نشانه‌های سقوط 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 سقوط قیمت سهام مواجه خواهند شد. هانگ و استین (۲۰۰۳) نیز بیان کرده‌اند که چولگی منفی بازده سهام یک‌راه جایگزین برای اندازه‌گیری ناقربینی در توزیع بازده است. برای محاسبه چولگی منفی بازده سهام از رابطه (۳) استفاده شد (چن و همکاران، ۲۰۰۱: ۱۰؛ کالن و فانگ، ۲۰۱۱: ۸؛ اندرو و همکاران، ۲۰۱۳: ۱۲):

$$NCSKEW_{j,t} = - \quad \text{رابطه (۳)}$$

$$\frac{n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum w_{j,t}^3}{(n-1)(n-2)(\sum w_{j,t}^2)^{\frac{3}{2}}}$$

در رابطه فوق:

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

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

N : تعداد ماه‌هایی که بازده آن‌ها محاسبه شده است.

نوسان پایین به بالا: چن و همکاران (۲۰۰۱) بر این باورند که نوسان پایین به بالا، نوسان‌های نامتقارن بازده را کنترل می‌کند. همچنین، میزان بالاتر این معیار مطابق با توزیع دارای چولگی چپ بیشتر است. برای محاسبه این متغیر از رابطه (۴) استفاده شده است (چن و همکاران، ۲۰۰۱: ۱۱؛ کالن و فانگ، ۲۰۱۱: ۸):

$$DUVOL_{j,t} = - \quad \text{رابطه (۴)}$$

$$\text{Log} \frac{(n_u - 1) \sum \text{DOWN} w_{j,t}^2}{(n_d - 1) \sum \text{UP} w_{j,t}^2}$$

که در این رابطه:

مشخصی، نادرست ارزیابی شده باشد. مجموع بخش اول و دوم از رابطه (۷) نشان‌دهنده کل خطاهای ارزیابی است. بخش سوم از رابطه (۷) $[v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) - b_{it}]$ بیان-کننده اختلاف بین ارزش واقعی بلندمدت و ارزش دفتری است. توجه به این نکته ضروری است که هر یک از سه بخش ذکرشده در عرض شرکت‌ها و سال‌ها تغییر می‌کند، زیرا هر بخش (θ_{it}) را در برمی‌گیرد که اطلاعات حسابداری شرکت I برای سال t است.

در این پژوهش برای برآورد ارزش‌های واقعی $[v(\theta_{it}, \alpha_{jt})]$ و $v(\theta_{it}, \alpha_{jt})$ ارزش بازار به صورت تابعی خطی از متغیرهای ارزش دفتری، سود خالص و اهرم مالی بیان می‌شود که در رابطه (۸) نشان داده شده است.

$$\alpha_{0jt} + \alpha_{1jt} + \alpha_{2jt} \ln |NI|_{it} + \alpha_{3jt} I_{(0)} \ln m_{it} = \alpha_{4jt} |NI|_{it} + \alpha_{5jt} LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این رابطه m_{it} لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت I در پایان سال t ،

b_{it} ، لگاریتم طبیعی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت I در پایان سال t ،

$\ln |NI|_{it}$ لگاریتم طبیعی قدر مطلق سود خالص شرکت I در پایان سال t ،

LEV_{it} ؛ اهرم مالی بازار شرکت I در پایان سال t و ε_{it} خطای الگو که در واقع بیان‌کننده مقدار برآوردی خطای ویژه شرکت است.

از آنجاکه سود خالص در برخی موارد منفی است، به صورت ارزش قدر مطلق $|NI|$ به همراه متغیر مجازی $I > 0$ بیان می‌شود تا بتوان سودهای خالص منفی را نیز در الگو حفظ کرد. اگر سود خالص برای شرکتی مثبت باشد، مقدار $I = 0$ و اگر سود خالص منفی باشد، $I = 1$ در نظر گرفته می‌شود. برای محاسبه مضارب ارزیابی (α_{jt}) شرکت‌ها در صنایع همگون طبقه‌بندی می‌شوند و رگرسیون مقطعی (سال به سال) معادله بالا برای هر صنعت انجام می‌گیرد تا برآوردهای مضارب حسابداری صنعت برای سال t ، $(\hat{\alpha}_{jt})$ به دست آید. ارزش برآورد شده $v(\theta_{it}, \alpha_{jt})$ ارزش جور شده از معادله ارزش بازار (رابطه ۸) است که در رابطه (۹) نشان داده می‌شود.

$$V(b_{it}, NI_{it}, LEV_{it}, \hat{\alpha}_{0jt}, \hat{\alpha}_{1jt}, \hat{\alpha}_{2jt}, \hat{\alpha}_{3jt}, \hat{\alpha}_{4jt}) = \hat{\alpha}_{0jt} + \hat{\alpha}_{1jt} b_{it} + \hat{\alpha}_{2jt} \ln |NI|_{it} + \hat{\alpha}_{3jt} I < \hat{\alpha}_{4jt} |NI|_{it} + \hat{\alpha}_{5jt} LEV_{it}$$

۲- تفاوت بین ارزیابی مبتنی بر ارزش واقعی سالانه و ارزیابی که ارزش واقعی بلندمدت را منعکس می‌کند (خطای سری زمانی صنعت^{۵۴}).

۳- تفاوت بین ارزیابی مبتنی بر ارزش واقعی بلندمدت و ارزش دفتری (ارزش واقعی بلندمدت به ارزش دفتری).

همچنین ارزش واقعی را یک تابع خطی از اطلاعات حسابداری ویژه شرکت در نقطه‌ای از زمان (θ_{it}) و برداری از مضارب حسابداری مشروط (α) بیان کردند. بنابراین، رابطه (۶) را می‌توان به صورت رابطه (۷) توسعه داد:

$$\alpha_{jt} + v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) - m_{it} - b_{it} = m_{it} - v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) + v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) - b_{it}$$

در این رابطه حروف i ، t و j به ترتیب بیان‌کننده شرکت، سال و نوع صنعت هستند،

m_{it} لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت I ، در پایان سال t ،

b_{it} لگاریتم طبیعی ارزش دفتری سهام شرکت I در پایان سال t ،

$v(\theta_{it}, \alpha_{jt})$ ارزش واقعی برآوردی شرکت I مبتنی بر مضارب ارزیابی سطح صنعت در زمان t ، α_{jt} .

و $v(\theta_{it}, \alpha_{jt})$ ارزش واقعی برآوردی شرکت I مبتنی بر مضارب ارزیابی سطح صنعت در زمان I برآوردی شرکت مبتنی بر مضارب ارزیابی سطح صنعت در بلندمدت α_{jt} است.

تفاوت کلیدی در عبارتهای ارزش واقعی این است که مضرب‌های سالانه به صورت α_{jt} و ضریب‌های بلندمدت به صورت α_{jt} بیان می‌شوند. بخش اول از رابطه (۷) $[m_{it} - v(\theta_{it}, \alpha_{jt})]$ ، اختلاف بین ارزش بازار و ارزش واقعی مربوط به شرکت I در صنعت j و زمان t است. این بخش از خطای ارزیابی، خطای ویژه شرکت نامیده می‌شود.

بخش دوم از رابطه (۷) $[v(\theta_{it}, \alpha_{jt}) - v(\theta_{it}, \alpha_{jt})]$ ، اختلاف بین ارزش واقعی شرکت I برای صنعت j و زمان t و ارزش واقعی بلندمدت شرکت I در سطح صنعت است. این بخش از خطای ارزیابی، خطای سری زمانی صنعت نامیده می‌شود. این اختلاف، مقداری را نشان می‌دهد که کل صنعت (یا حتی کل بازار) ممکن است در سال

۳-۱-۴- متغیرهای کنترلی

پیرو پژوهش‌های قبلی صورت گرفته، متغیرهای کنترلی مورد استفاده در این پژوهش، عبارت است از:

اهرم مالی: که از طریق نسبت کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. هدف از این کار کنترل تأثیر پوشش بدهی بر سودآوری و ثروت است (ریاحی بلکویی^{۵۵}، ۲۰۰۳). خان و واتس^{۵۶} (۲۰۰۹)، نیز بیان کردند در شرکت‌هایی با درجه اهرم بالاتر، تضادهای نمایندگی بیشتری بین سهامداران و اعتباردهندگان وجود دارد. همچنین در شرکت‌هایی که به لحاظ تأمین منابع مالی و نقدینگی با مشکل مواجه هستند، احتمال بیشتری برای اقامه دعاوی حقوقی وجود دارد (خان و واتس، ۲۰۰۹) که این می‌تواند احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش دهد.

اندازه شرکت: شرکت‌های بزرگ‌تر به واسطه شرایط خاصی که دارند، همواره مورد توجه گروه‌های مختلف سرمایه‌گذار، قانون‌گذاران بازار و حتی سیاسیون قرار دارند. این موضوع باعث می‌شود که کیفیت اطلاعات افشاشده از سوی این شرکت‌ها، توسط مراجع نظارتی متعدد مورد بررسی دقیق قرار گیرد. از سوی دیگر با توجه به نیاز شرکت‌های بزرگ، جهت تأمین وجوه مورد نیاز از بازار سرمایه و سایر بازارها، آن‌ها انگیزه دارند تا از طریق افزایش کیفیت گزارشگری مالی و فرایند افشای اطلاعات، هزینه‌های سرمایه خود 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، ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد (کیم و ژانگ^{۵۷}، ۲۰۱۰). برای محاسبه متغیر اندازه شرکت در این پژوهش از معیار لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها استفاده شد.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان

سهام: عبارت است از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام. خان و واتس (۲۰۰۹) بیان کرده‌اند که شرکت‌های با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بالا، فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری پیش روی خود دارند. به علاوه انتظار می‌رود بازده سهام

برای محاسبه ضرایب بلندمدت در سطح صنعت (α_j) از $(\hat{\alpha}_{jt})$ های به دست آمده از رگرسیون‌های سالانه میانگین گرفته می‌شود. برای تمامی α_k ها که $k=0,1,2,3,4$

$$\bar{\alpha} = \frac{1}{T} \sum_i \alpha_{jt}$$

ارزش برآورد شده $v(\theta_{it}, \alpha_j)$ هم‌ارزشی جور شده از معادله ارزش بازار در رابطه (۱۰) ذکر شده است.

$$V(\text{bit}, \text{NI}_{it}, \text{LEV}_{it}, \bar{\alpha}_{0jt}, \bar{\alpha}_{1jt}, \bar{\alpha}_{2jt}, \bar{\alpha}_{3jt}, \bar{\alpha}_{4jt}) \\ = \bar{\alpha}_{0jt} + \bar{\alpha}_{1jt} \text{bit} + \bar{\alpha}_{2jt} \ln|\text{NI}_{it}| + \bar{\alpha}_{3jt} \text{I} < \\ 0 \ln|\text{NI}_{it}| + \bar{\alpha}_{4jt} \text{LEV}_{it} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

α_{jt} های به کار برده شده در رابطه‌های یاد شده با نرخ‌های تنزیل و رشد متناسب خواهد بود که در طول زمان تغییر می‌کند.

بر اساس یافته‌های پژوهش رودز- کروپف و همکاران (۲۰۰۵) برآورد از ارزش واقعی بلندمدت $v(\theta_{it}, \alpha_j)$ می‌تواند اطلاعاتی را که مدیران در اختیار دارند و برای بازار در زمان t ناشناخته است، منعکس کند. این موضوع دلالت بر این دارد که برآورد از خطای سری زمانی صنعت $[v(\theta_{it}, \alpha_j) - v(\theta_{it}, \alpha_j)]$ می‌تواند شکلی از ارزیابی نادرست باشد که در نتیجه، عدم تقارن اطلاعاتی به وجود می‌آید. متغیرهای الگوهای ذکر شده به صورت زیر اندازه‌گیری می‌شود:

ارزش بازار سهام (حقوق صاحبان سهام) برابر با ارزش بازار سهام ضرب در تعداد سهام در دست سهامداران، ارزش دفتری سهام (حقوق صاحبان سهام) و سود خالص، مطابق با آنچه در صورت‌های مالی بیان می‌شود. اهرم مالی بازار عبارت است از: یک منهای ارزش بازار سهام تقسیم بر ارزش بازار دارایی‌ها.

ارزش بازار دارایی‌ها عبارت است از: ارزش بازار سهام به علاوه ارزش دفتری دارایی‌ها منهای مالیات‌ها انتقالی به دوره بعد منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است. با توجه به آنچه در مورد با معیار اضافه ارزیابی بیان شد، متغیر مستقل پژوهش کل خطاهای ارزیابی (خطاهای ارزیابی ویژه شرکت به علاوه خطای سری زمانی صنعت) است.

شرکت‌های با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بالاتر، نوسان بیشتری داشته باشد. از طرف دیگر شرکت‌هایی که بازده سهام آن‌ها پر نوسان‌تر است، احتمال بیشتری وجود دارد که زیان‌های بزرگی را تجربه کنند. این موضوع احتمال اقامه دعاوی حقوقی علیه شرکت را افزایش می‌دهد (خان و واتس، ۲۰۰۹)، همچنین، این موارد می‌تواند احتمال سقوط قیمت سهام را نیز افزایش دهد.

بازده حقوق صاحبان سهام: عبارت است از نسبت سود خالص متعلق به صاحبان سهام عادی به جمع حقوق صاحبان سهام. هانت و همکاران (۲۰۰۹) بیان کردند شرکت‌های با بازده حقوق صاحبان سهام بالاتر (به‌عنوان معیاری برای عملکرد بهتر)، خطر سقوط قیمت سهام پایین‌تری دارند.

۲-۴- جامعه آماری و نمونه پژوهش

در این پژوهش برای اینکه نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور معیارهای زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را داشته باشد، به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده و مابقی حذف خواهند شد. شرکت قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۵ در بورس فعال باشد. همچنین، به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های هلدینگ، واسطه‌گری‌های مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تفاوت زیاد آن‌ها با شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، شرکت انتخابی جز موارد یادشده نباشد. به لحاظ افزایش قابلیت

مقایسه نیز سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و در بازه زمانی مورد مطالعه، تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت نداشته باشد. افزون بر آن، صورت‌های مالی و اطلاعات لازم شرکت‌ها در بازه زمانی مذکور به گونه کامل در سایت بورس اوراق بهادار موجود باشد و معامله سهام آن‌ها طی دوره پژوهش بیش از شش ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد. با توجه به موارد ذکرشده، ۳۸۰ سال شرکت به‌عنوان نمونه برگزیده شد. از آنجاکه در این پژوهش تنها استراتژی آینده‌نگر مورد توجه است، از سال شرکتی که این استراتژی در آن وجود داشته است، به‌عنوان نمونه استفاده شد.

۳-۴- ابزار تجزیه و تحلیل

در این پژوهش در خصوص تجزیه و تحلیل داده‌ها، ابتدا با استفاده از نرم‌افزار Excel-2013 متغیرهای پژوهش از روی داده‌های خام و نرم‌افزار رهاورد نوین ۳ آماده و سپس با استفاده از نرم‌افزار EViews نسخه ۹، تجزیه و تحلیل نهایی انجام شد.

۵- یافته‌ها

۱-۵- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول ۳ آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای مورد مطالعه را نشان می‌دهد. لازم به ذکر است که تعداد مشاهده‌های مورد بررسی برای محاسبه متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی ذکرشده، ۳۸۰ سال-شرکت است.

جدول ۳- آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
استراتژی تجاری	۱۹/۱۳۷۱	۱۹/۰۰۰۰	۲۷	۱۰	۳/۸۲۵۰
چولگی منفی بازده سهام	-۰/۲۵۸۶	-۰/۲۶۲۳	۳/۷۵۵۰	-۳/۸۱۲۶	۱/۵۰۴۲
نوسان پایین به بالا	۲/۴۹۸۵	۲/۲۶۰۲	۴/۷۳۲۵	-۰/۵۰۴۱	۱/۸۴۳۶
بیش ارزیابی سهام	۱/۸۳۳۹	۱/۵۸۸۱	۲/۴۶۴۲	۰/۰۶۳۸۲	۲/۸۰۴۲
اهرم مالی	۰/۷۱۹۳	۰/۴۶۸۲	۰/۹۴۲۹	۰/۰۹۲۱	۰/۲۱۷۲
اندازه شرکت	۲۳/۲۵۴۱	۲۶/۳۸۲۰	۳۰/۸۲۰۸	۲۰/۱۳۲۵	۲/۴۰۲۸
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۰/۴۵۶۶	۰/۶۱۱۲	۵/۴۸۸۲	-۴/۵۶۴۴	۲/۱۳۹۲
نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۴۰۴۳۸	۰/۴۱۶۱	۱/۳۹۰۲	-۷/۴۱۳۸	۰/۵۷۳۳

۲-۵- بررسی ایستایی (پایایی) متغیرهای پژوهش
براساس آزمون لوین، لین و چو^{۵۸} متغیرهای مستقل، وابسته، تعدیل گر و کنترلی پژوهش موردبررسی قرار گرفت. یافته‌های حاصل از بررسی پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از این آزمون در جدول ۴ ارائه شده است.

همان‌گونه که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، در میان متغیرهای وابسته، نوسان پایین به بالا و در میان متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت بیشترین میانگین و انحراف معیار را به خود اختصاص داده‌اند. میانگین اهرم مالی (۰/۷۱) نیز نشان می‌دهد بدهی شرکت‌ها به‌طور متوسط بیش از نصف دارایی‌های آن‌ها بوده که بیانگر میزان بالای اهرم مالی در شرکت‌های نمونه است.

جدول ۴- یافته‌های حاصل از آزمون لوین، لین و چو

نام متغیر	آماره آزمون	معناداری
استراتژی تجاری	۶/۶۱۲۲	۰/۰۰۰۰
چولگی منفی بازده سهام	۲/۵۲۸۴	۰/۰۰۰۰
نوسان پایین به بالا	۴/۳۸۵۵	۰/۰۰۰۰
بیش ارزیابی سهام	۴/۹۲۱۵	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	۵/۱۰۶۶	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۹/۰۷۲۷	۰/۰۰۰۰
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۶/۰۳۱۱	۰/۰۰۰۰
نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	۵/۷۵۴۴	۰/۰۰۰۰

استفاده از این متغیرها در الگو باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

با توجه به یافته‌های مندرج در جدول ۲ سطح معناداری در آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو برای تمام متغیرها کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که نشان می‌دهد متغیرهای پژوهش پایا هستند. این بدان معنا است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف، ثابت است. در نتیجه، شرکت‌های موردبررسی تغییرهای ساختاری نداشته‌اند و

۳-۵- آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، در ابتدا باید الگوی مناسب انتخاب شود. یافته‌های حاصل از انتخاب الگوی رگرسیون مناسب، در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵- یافته‌های مربوط به انتخاب الگوی مربوط به آزمون فرضیه‌ها

فرضیه	آزمون	آماره آزمون	معناداری
فرضیه فرعی اول	آزمون چاو	۶/۹۵۰۷	۰/۰۰۰۰
	آزمون هاسمن	۲۸/۳۸۵۲	۰/۰۰۰۰
فرضیه فرعی دوم	آزمون چاو	۵/۸۵۲۰	۰/۰۰۰۰
	آزمون هاسمن	۳۱/۴۲۱۵	۰/۰۰۰۰
فرضیه فرعی سوم	آزمون چاو	۷/۶۰۰۸	۰/۰۰۰۰
	آزمون هاسمن	۲۸/۸۱۷۶	۰/۰۰۰۰
فرضیه فرعی چهارم	آزمون چاو	۶/۳۵۴۴	۰/۰۰۰۰
	آزمون هاسمن	۳۰/۵۱۱۶	۰/۰۰۰۰

از ۰/۰۵ است، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌توان از الگوی اثرهای ثابت استفاده کرد.

با توجه به یافته‌های ارائه شده در جدول ۵ و از آنجاکه سطح معناداری آزمون چاو و هاسمن در همه موارد کمتر

نشان داده شد. لازم به ذکر است که الگوهای پژوهش براساس رابطه ۱۱ و ۱۲ مشخص شده است.

$$\text{NCSKEW}_{j,t} = B_0 + B_1 \text{Ppc}_{it} + B_2 \text{Lev}_{it} + B_3 \text{Size}_{it} + B_4 \text{MV}_{it} + B_5 \text{ROE}_{it} + \epsilon_t \text{ رابطه ۱۱}$$

$$\text{NCSKEW}_{j,t} = B_0 + B_1 \text{Ppc}_{it} * \text{OE}_{it} + B_2 \text{Lev}_{it} + B_3 \text{Size}_{it} + B_4 \text{MV}_{it} + B_5 \text{ROE}_{it} + \epsilon_t \text{ رابطه ۱۲}$$

در ادامه، به منظور آزمون فرضیه فرعی اول و سوم پژوهش، به بررسی رابطه استراتژی تجاری-آینده-نگر و خطر سقوط قیمت سهام (چولگی منفی بازده سهام) و همچنین، رابطه استراتژی تجاری-آینده-نگر و خطر سقوط قیمت سهام (چولگی منفی بازده سهام) با نقش تعدیل-گر بیش-ارزیابی پرداخته شد. یافته‌های آزمون این فرضیه‌ها، در جدول ۶

جدول ۶- یافته‌های تخمین الگوهای رگرسیون مربوط به آزمون فرضیه فرعی اول و سوم

متغیر وابسته: خطر سقوط قیمت سهام (چولگی منفی بازده سهام)					
مدل سوم			مدل اول		
معناداری	آماره t	ضرایب	معناداری	آماره t	ضرایب
۰/۶۳۶۷	۰/۴۷۱۸	۰/۲۴۱۶	۰/۰۰۰۰	۶/۱۰۳۵	۲/۹۱۱۸
			۰/۰۰۰۲	۳/۶۸۲۵	۰/۴۸۱۳
۰/۰۰۰۰	۸/۹۱۲۷	۱۳/۴۵۳۱	۰/۰۰۷۰	۲/۷۱۳۸	۰/۱۵۸۶
۰/۲۵۲۴	۱/۱۴۱۶	۰/۶۴۲۴	۰/۱۴۸۴	۱/۴۱۰۴	۰/۰۰۶۲
۰/۴۲۲۳	۰/۷۸۹۶	۰/۴۱۰۴	۰/۲۰۱۵	۱/۱۶۶۴	۰/۰۷۹۴
۰/۶۱۲۹	۰/۵۵۰۱	۰/۳۴۷۰	۰/۵۲۲۳	۰/۵۷۱۹	۰/۰۶۸۴
۰/۰۰۰۶	۳/۶۸۴۴	۱۱/۵۰۶۳			
	۰/۶۷۵۹			۰/۷۲۸۱	
	۰/۵۹۹۱			۰/۶۳۴۴	
	۵/۰۸۳۴			۶/۷۱۵۴	
	۰/۰۰۸۹			۰/۰۰۳۸	
	۱/۸۶۳۷			۱/۷۱۵۷	

به بالا) با نقش تعدیل-گر بیش-ارزیابی پرداخته شد. یافته-های آزمون این فرضیه‌ها، در جدول ۷ نشان داده شد. الگوی پژوهش نیز براساس رابطه ۱۳ و ۱۴ است.

$$\text{DUVOL}_{j,t} = B_0 + B_1 \text{Ppc}_{it} + B_2 \text{Lev}_{it} + B_3 \text{Size}_{it} + B_4 \text{MV}_{it} + B_5 \text{ROE}_{it} + \epsilon_t \text{ رابطه ۱۳}$$

$$\text{DUVOL}_{j,t} = B_0 + B_1 \text{Ppc}_{it} * \text{OE}_{it} + B_2 \text{Lev}_{it} + B_3 \text{Size}_{it} + B_4 \text{MV}_{it} + B_5 \text{ROE}_{it} + \epsilon_t \text{ رابطه ۱۴}$$

یافته‌ها نشان داد که بین استراتژی آینده-نگر و خطر سقوط قیمت سهام (چولگی منفی بازده سهام) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بیش-ارزیابی، رابطه بین استراتژی تجاری-آینده-نگر و خطر سقوط قیمت سهام (چولگی منفی بازده سهام) را به گونه مثبت و معناداری تعدیل می‌کند. به منظور آزمون فرضیه فرعی دوم و چهارم پژوهش نیز به بررسی رابطه استراتژی تجاری-آینده-نگر و خطر سقوط قیمت سهام (نوسان پایین به بالا) و بررسی رابطه استراتژی تجاری-آینده-نگر و خطر سقوط قیمت سهام (نوسان پایین

جدول ۷- یافته‌های تخمین الگوهای رگرسیون مربوط به آزمون فرضیه فرعی دوم و چهارم

متغیر وابسته: خطر سقوط قیمت سهام (نوسان پایین به بالا)						
متغیرها	مدل اول		مدل سوم			
	ضرایب	آماره t	معناداری	ضرایب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	-۳/۹۶۸۱	-۳/۴۶۶۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۵۸۴	۰/۶۱۴۳	۰/۵۳۹۰
استراتژی تجاری آینده‌نگر	۲/۰۱۱۹	۲/۹۰۶۸	۰/۰۰۳۶			
اهرم مالی	۵/۱۴۲۸	۸/۲۸۱۳	۰/۰۰۰۰	۰/۷۸۳۷	۲/۳۸۳۴	۰/۰۲۱۱
اندازه شرکت	۰/۴۶۳۰	۰/۹۵۴۴	۰/۳۵۱۱	۰/۴۱۸۳	۱/۱۱۴۰	۰/۳۱۲۸
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۱/۶۸۰۷	۱/۸۸۲۷	۰/۰۷۲۰	۰/۱۹۴۹	۰/۹۶۷۹	۰/۳۳۴۶
نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۴۲۵۰	۰/۹۳۲۴	۰/۳۶۲۹	۰/۰۸۲۵	۰/۷۹۱۶	۰/۴۳۲۲
استراتژی تجاری آینده‌نگر* بیش ارزیابی				۱/۹۷۷۸	۳/۸۱۳۵	۰/۰۰۰۸
ضریب تعیین		۰/۶۰۱۲			۰/۳۴۲۱	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۵۳۴			۰/۲۹۶۴	
آماره F		۵/۳۸۵۶			۴/۷۰۸۹	
معناداری آماره F		۰/۰۰۰۰			۰/۰۳۲۷	
دوربین- واتسون		۱/۷۴۷۲			۱/۸۹۶۷	

۶- بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش به بررسی رابطه استراتژی تجاری آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام با نقش تعدیل‌گر بیش ارزیابی سهام پرداخت. فرضیه اصلی اول نشان داد که بین استراتژی آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بدین معنا که شرکت‌هایی که از استراتژی تجاری آینده‌نگر بهره می‌برند، خطر سقوط سهام در آن‌ها به صورت معناداری وجود دارد. مدیران شرکت‌هایی که استراتژی آینده‌نگر را دنبال می‌کنند به خاطر ساختار پرداخت مدیران اجرایی، رغبت بیشتر به اجتناب از پرداخت مالیات و قرار گرفتن در معرض ریسک دعاوی قضایی، بیشتر به عدم انتشار اخبار بد تمایل دارند که این موضوع می‌تواند موجب خطر سقوط قیمت سهام شود. همچنین، رشد سریعی که شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر تجربه کرده‌اند، احتمال بی‌نظمی‌های گزارش مالی نشأت گرفته از گزارش دهی مالی مبهم و غیر شفاف را افزایش می‌دهد که یکی از عوامل تعیین‌کننده در خطر سقوط قیمت سهام به شمار می‌آید (جین و مایرز، ۲۰۰۶؛ هاتن و

یافته‌ها نشان داد که بین استراتژی آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام (نوسان پایین به بالا) رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، بیش ارزیابی، رابطه بین استراتژی تجاری آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام (نوسان پایین به بالا) را به گونه مثبت و معناداری تعدیل می‌کند.

افزون بر این، همان‌گونه که در یافته‌های فوق ملاحظه می‌شود، سطح معناداری در همه متغیرهای مستقل و تعدیل‌گر، کمتر از ۰/۰۵ است. این امر بیانگر وجود رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین متغیرهای مورد آزمون است.

همچنین، یافته‌های حاصل از بررسی خودهمبستگی جمله‌های خطا با استفاده از آماره دوربین واتسون نیز نشان‌دهنده نبود خطای خودهمبستگی است. مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره نیز بیانگر آن است که فرضیه معنادار نبودن کل الگو (صفر بودن تمام ضرایب) رد می‌شود و الگوی رگرسیون برآورد شده در کل معنادار است.

همکاران، ۲۰۰۹). یافته‌های این بخش همسو با یافته‌ها و دیدگاه‌های جنسن (۲۰۰۵) و حبیب و منظورحسن (۲۰۱۷) است. (ب)

در فرضیه دوم پژوهش به بررسی نقش تعدیل‌گر بیش‌ارزیابی سهام بر رابطه بین استراتژی تجاری آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام پرداخته شد. این یافته‌ها نیز نشان داد که بیش‌ارزیابی سهام، رابطه بین متغیرهای ذکر شده را افزایش می‌دهد و در هنگام بیش‌ارزیابی، این رابطه به گونه معناداری افزایش می‌یابد. این مساله می‌تواند ناشی از آن باشد که شرکت‌های با استراتژی تجاری آینده‌نگر، بیشتر با بیش‌ارزیابی مواجه می‌شوند، زیرا: انتظارات به شدت خوش‌بینانه‌ای درباره رشد آتی دارند و عدم قطعیت درآمدی بیشتری دارند. براساس این استدلال‌ها که بیش‌ارزیابی این انگیزه را به مدیران داده تا گزارش‌های مالی اشتباه بدهند، خطر سقوط برای شرکت‌های دارای استراتژی آینده‌نگر طی دوره‌های بیش‌ارزیابی بیشتر می‌شود. همچنین، تأثیر استراتژی تجاری آینده‌نگر بر خطر سقوط قیمت سهام طی دوره‌های بیش‌ارزیابی بیشتر می‌شود. یافته‌های این بخش نیز همسو با یافته‌های حبیب و منظورحسن (۲۰۱۷) است.

این پژوهش نیز مانند سایر پژوهش‌ها دارای محدودیت‌هایی است که محدود بودن تعداد نمونه بررسی و حذف شرکت‌های واسطه‌گری و هلدینگ از این دست عوامل است.

بر اساس یافته‌های حاصل از فرضیه‌های پژوهش پیشنهاد می‌شود که:

۱- رابطه بین چرخه اقتصادی و سایر استراتژی‌های تجاری (تدافعی و تحلیل‌گرانه) با خطر سقوط قیمت سهام بررسی شود.

۲- رابطه بین استراتژی آینده‌نگر و خطر سقوط قیمت سهام با نقش تعدیل‌گر صداقت مدیران و حاکمیت شرکتی نیز بررسی شود.

همچنین، پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها به استراتژی‌های تجاری و همچنین، عوامل مؤثر بر سقوط قیمت سهام توجه بیشتری نمایند و برنامه‌ریزی‌های خود را همسو با موارد ذکر شده، تنظیم نمایند. افزون بر آن، برای پژوهش‌های آینده پیشنهاد می‌شود تا به‌منظور

درک بهتر عوامل مؤثر بر سقوط قیمت سهام، رابطه استراتژی‌های تجاری و خطر سقوط قیمت سهام را با نقش تعدیل‌گر چرخه عمر، ضعف کنترل داخلی و همچنین، ویژگی‌های کمیته حسابرسی، مورد ارزیابی قرار دهند.

منابع

- ۱) احمدپور، احمد و محمدجواد زارع‌بهنمیری و کرامت‌اله حیدری‌رستمی (۱۳۹۴). "بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام (شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران)"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال هفتم، شماره ۲۸، زمستان، صص ۲۹ تا ۴۵.
 - ۲) باغومیان، رافیک و حسین رجبدری و علی خلیفه‌شریفی. (۱۳۹۶). "بررسی ارتباط میان مسئولیت اجتماعی شرکت و خطر سقوط قیمت سهام"، مجموعه مقالات پانزدهمین همایش ملی حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس.
 - ۳) حقیقت، آرزو (۱۳۹۲). "تأثیر سرمایه‌گذاری نهادی بر هم‌زمانی قیمت و خطر سقوط قیمت سهام"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه اصفهان، دانشکده اقتصاد و علوم اداری.
 - ۴) حیدری‌پور، فرزانه و حسین رجبدری و علی خلیفه‌شریفی. (۱۳۹۵). ارتباط بین چرخه عمر شرکت و خطر سقوط قیمت سهام"، پژوهش حسابداری، دوره ۶، شماره ۳، زمستان ۱۳۹۵، صص ۱ تا ۲۲.
 - ۵) رضانی، پیمان. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین گونه‌شناسی استراتژی‌های عمومی و رفتارهای سازمانی استراتژیک در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران - پردیس قم.
 - ۶) موسوی شیری، سید محمود و حسن خلعت‌بری و مینا فیروزبخت. (۱۳۹۴). "اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش‌ارزیابی سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی"، دوره ۷، شماره ۲۷، صص ۷۳-۹۲.
 - ۷) نمازی، محمد و علی‌اصغر دهقان و سمانه قوهستانی. (۱۳۹۶). "خودشیفتگی مدیران و استراتژی تجاری شرکت‌ها"، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال ششم شماره ۲۲، صص ۳۷-۵۱.
- 8) An, H., Zhang, T. (2013). Stock Price Synchronicity Crash Risk and Institutional Investors. *Journal of Corporate Finance*, 21, 15- 1.

- Journal of Banking & Finance, 60, 194-181.
- 19) Chen, J., Hong, H., and Stein, J.C. (2001). Forecasting crashes, trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61 (3), 345–381.
 - 20) Cheng, Q., and Warfield, T.D. (2005). Equity incentives and earnings management. *Account. Rev.* 80 (2), 441–476.
 - 21) Chi, J., and Gupta, M. (2009). Overvaluation and Earning Management, *Journal of Banking and Finance*, 33 (9): 1652-1663.
 - 22) Christie, A. A. (1982). The Stochastic Behavior of Common Stock Variance-Value, Leverage and Interest Rate Effect. *Journal of Financial Economics*, 10, pp. 407-432.
 - 23) Francis, B., Hasan, I., and Li, L. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. *Research Quantity Finance Accounting*, 46 (2), 217–260.
 - 24) French, K. R., Schwert, G. W. and Stambaug, R. F. (1987). Expected Stock Returns and Volatility. *Journal of Financial Economics*, 19, pp. 3-29.
 - 25) Habib, A., and Monzur Hasan, M. (2017 a). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk”. *Research in International Business and Finance*, 39, 389–405.
 - 26) Hambrick, D.C. (1983). Some tests of the effectiveness and functional attributes of Miles and Snow’s strategic types. *Acad. Manage. J.* 26 (1), 5–26.
 - 27) Higgins, D., Omer, T. and Phillips, J. D. (2015). The Influence of a Firm's Business Strategy on its Tax Aggressiveness, *Contemporary Accounting Research*, 32 (2): 674-702.
 - 9) Andreou, P.C., Antoniou, C., Horton, J., and Louca, C. (2013). Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes. Available At URL: [Http://Www.Ssrn.Com](http://www.Ssrn.Com).
 - 10) Baker, M., and Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *J. Finance* 6 (14), 1645–1680.
 - 11) Bekaert, G. and Wu, G. (2000). Asymmetric Volatility and Risk in Equity Market. *Review of Financial Studies*, 13, 1–42.
 - 12) Bentley, K. A., Omer, T. C., and Sharp, N. Y. (2013). Business Strategy, Financial Reporting Irregularities and Audit Effort, *Contemporary Accounting Research*, 30 (2): 780-817.
 - 13) Bentley, K.A., Newton, N.J., Thompson, A.M. (2015). Business Strategy and Internal Control over Financial Reporting. Working Paper. University of New South Wales.
 - 14) Bergman, N.K., and Roychowdhury, S. (2008). Investor sentiment and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research*. 46 (5), 1057–1083.
 - 15) Black, F. (1976). Studies of Stock Price Volatility Changes, Proceedings of the 1976 Meetings of the American Statistical Association, Business and Economical Statistics Section, pp. 177-181.
 - 16) Blanchard, O.J. and Watson, M. W. (1982). Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets in Paul Wachtel. *Crises in Economic and Financial Structure*, Lexington, MA.
 - 17) Callen, J.L., and Fang, F. (2011). Institutional Investors and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?, Rotman School of Management Working Paper No. 1804697. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1804697>.
 - 18) Callen, J.L., and Fang, F. (2015). Short Interest and Stock Price Crash Risk”.

- extrapolation, and risk. *J. Finance* 49 (5), 1541–1578.
- 40) LaPorta, R., Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1997). Good news for value stocks: further evidence on market efficiency. *Journal of Financial Economic*, 52 (2), 859–874.
- 41) Miles, R.E., and Snow, C.C. (1978). *Organizational Strategy, Structure, and Process*. McGraw-Hill, New York.
- 42) Miles, R.E., and Snow, C.C. (2003). *Organizational Strategy, Structure, and Process*. Stanford University Press, Stanford, CA.
- 43) Ming, T. (2016). Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk: Evidence from an Asian Emerging Market, *Managerial Finance*, 42 (10): 32- 1.
- 44) Poterba, J. M. and Summers, L. H. (1986). The Persistence of Volatility and Stock Market Fluctuation. *American Economic Review*, 76, 1151- 1142.
- 45) Rajagopalan, N. (1997). Strategic orientations, incentive plan adoptions, and firm performance: evidence from electric utility firms. *Strategy Management Journal* 18(10), 761–785.
- 46) Rhodes-Kropf, M., Robinso, D., and Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence, *Journal of Financial Economics*, 77, 561-603
- 47) Riahi-Belkaoui, A. (2003). Intellectual Capital and Firm Performance of US Multinational Firms. *Journal of Intellectual Capital*, 4, 215-226.
- 48) Robin, A., and Zhang, H. (2015). Do industry-specialist auditors influence stock price crash risk? *Audit Journal Practice Theory* 34 (3), 47–79.
- 49) Schwert, G. W. (1982). Why Does Stock Market Volatility Change Over Time, *Journal of Finance*, 44, 1115- 1153.
- 50) Singh, P., and Agarwal, N.C. (2002). The effects of firm strategy on the level and structure of executive compensation. *Can. Journal of Admin Science*, 19 (1), 42–56.
- 28) Hong, H. and Stein, J. C. (2003). Differences of Opinion, Short-sales Constraints, and Market Crashes. *The Review of Financial and Studies*, 16 (2), 525- 487.
- 29) Horngren, C. T.; Datar, S. M.; and Rajan, M. V. (2012). *Cost Accounting: A Managerial Emphasis*, 14th Edition, New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- 30) Houmes, R.E., and Skantz, T.R. (2010). Highly valued equity and discretionary accruals. *J. Bus. Finance Account.* 37 (1–2), 60–92.
- 31) Hutton, A.P., Marcus, A.J. and Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, Vol 94, pp 67-86.
- 32) Jensen, M. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financ. Manage.* 34, 5–19.
- 33) Jin, L., and Myers, S.C. (2006). R² around the world: new theory and new tests. *Journal of Financial Economic*, 79 (2), 257–292.
- 34) Khan, M., and Watts, R. L. (2009). Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48, 150- 132.
- 35) Kim, J., and Zhang, L. (2010). Does Accounting Conservatism Reduce Stock Price Crash Risk? Available at URL: [Http://Www.Ssrn.Com](http://www.Ssrn.Com).
- 36) Kim, J.B., Li, Y., and Zhang, L. (2011a). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis. *Journal of Financial Economic*, 100 (3), 639–662.
- 37) Kim, J.B., Li, Y., and Zhang, L. (2011b). CFOs versus CEOs: equity incentives and crashes. *Journal of Financial Economic*, 101 (3), 713–730.
- 38) Kim, Y., and Siqu Li, H. (2014). Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk, *Journal of Banking & Finance*, 43, 13- 1.
- 39) Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1994). Contrarian investment,

- Reporting, Auditing and Governance. Lehigh University, Bethlehem, PA.
- 54) Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- 55) Xu, N., Jiang, X., Chan, K.C., and Yi, Z. (2013). Analyst coverage optimism, and stock price crash risk: evidence from China. *Pac.-Basin Finance J.* 25, 217–239.
- 51) Skinner, D.J., and Sloan, R.G. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Rev.Account. Stud.* 7 (2–3), 289–312.
- 52) Snow, C.C., and Hambrick, D.C. (1980). Measuring organizational strategies: some theoretical and methodological problems. *Academic Management Review*, 5 (4), 527–538.
- 53) Sunder, S. (2010). Riding the Accounting Train, from Crisis to Crisis in Eighty Years, Presentation at the Conference on Financial
-
- 31 Stochastic Stock Price Bubble Model
- 32 French et al.
- 33 Volatility Feedback Mechanism
- 34 Poterba and Summers
- 35 Difference of Opinion Model
- 36 Hong and Stein
- 37 Bearish Investors
- 38 Bulish Invesors
- 39 Short Sales Constraints
- 40 Chi and Gupta
- 41 Weisbach
- 42 Lakonishok et al.
- 43 Skinner and Sloan
- 44 Cheng and Warfield
- 45 LaPorta et al.
- 46 Baker and Wurgler
- 47 Bergman and Roychowdhury
- 48 Callen and Fang
- 49 Kim and Siqi Li
- 50 Ming
- 51 Andreou et al.
- 52 Rhodes Kropf et al.
- 53 Firm Specific error
- 54 Time Series Sector Error (Industry Level Error)
- 55 Riahi-Belkaoui
- 56 Khan and Watts
- 57 Kim and Zhang
- 58 Levin, Lin and Chu
- 1 Sunder
- 2 Jin and Myers
- 3 Hutton et al.
- 4 Francis et al.
- 5 Kim and Zhang
- 6 Hambrick
- 7 Snow and Hambrick
- 8 Habib and Monzur Hasan
- 9 Miles and Snow
- 10 Prospectors
- 11 Defenders
- 12 Analyzers
- 13 Rajagopalan
- 14 Singh and Agarwal
- 15 Bentley et al.
- 16 Higgins et al.
- 17 Jensen
- 18 Houmes and Skantz
- 19 An and Zhang
- 20 Xu et al.
- 21 Robin and Zhang
- 22 Horngren et al.
- 23 Stock Price Jump
- 24 Chen et al.
- 25 Black
- 26 Christie
- 27 Leverage Effects Theory
- 28 Schwert
- 29 Bekaert and Wu
- 30 Blanchard and Watson