



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال دهم / شماره سی‌ونهم / پاییز ۱۴۰۰

## بررسی رابطه استراتژی‌های تجاری با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام و ریسک شکست قیمت سهام با توجه به نقش میانجی نوع مالکیت شرکت‌ها

محمد روزبه

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسلامشهر، گروه مدیریت مالی، تهران، ایران  
m.roozbeh6411@yahoo.com

عبداله رجبی خانقاه

استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسلامشهر، گروه مدیریت مالی، تهران، ایران (مسئول مکاتبات)  
Ebi\_rajabi@yahoo.com

حمیدرضا کردلویی

دانشیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسلامشهر، گروه مدیریت مالی، تهران، ایران (گروه پژوهشی مخاطرات مالی نوین)

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۰/۱۹ تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۵/۱۵

### چکیده

شرکت‌ها عموماً از دو نوع استراتژی تهاجمی و تدافعی استفاده می‌نمایند، مدیران شرکت‌های تهاجمی تمایل به نگهداشت اخبار بد داشته و لذا سطح عدم تقارن اطلاعاتی در این شرکت بالاتر از شرکت‌های تدافعی بوده و ریسک شکست قیمت سهام و ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام بیشتر است. لذا هدف تحقیق حاضر بررسی رابطه استراتژی‌های تجاری با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام و ریسک شکست قیمت سهام با توجه به نقش میانجی نوع مالکیت شرکت‌ها می‌باشد. در این راستا از اطلاعات مالی ۹۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که ۱۴ شرکت دارای مالکیت نهادی و ۷۷ شرکت دارای مالکیت شرکتی می‌باشند در طی دوره ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که استراتژی تجاری تهاجمی دارای رابطه مثبت و معناداری با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام و ریسک شکست قیمت سهام می‌باشد و این رابطه‌ها تحت تاثیر نوع مالکیت شرکت‌ها قرار نگرفته است، و در شرکت‌های دارای استراتژی تجاری تهاجمی، ریسک شکست قیمت سهام و ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام بیشتر است.

**واژه‌های کلیدی:** استراتژی‌های تجاری، ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام، ریسک شکست قیمت سهام، نقش میانجی نوع مالکیت شرکت‌ها.

## ۱- مقدمه

عدم اطمینان محیطی و شدت رقابت سازمان‌ها، مدیران آن‌ها را با چالش‌های متعددی مواجه ساخته است. برای مدیریت موثر این چالش‌ها، هر شرکت استراتژی را برای خود جهت ایجاد یک مزیت منحصر به فرد و تمایز آن سازمان از سایر رقبا تعریف نموده که مدیریت را اساس کار این تمایز می‌دانند. حال این استراتژی‌ها به انواع تهاجمی، محافظه‌کارانه، تدافعی و رقابتی تقسیم می‌شود که این استراتژی‌ها در ریسک شکست قیمت سهام (نوسان غیر عادی در بازدهی سهام شرکت) و ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام (تفاوت بین ارزش بازار شرکت و ارزش دفتری شرکت است)، تاثیر بسزائی خواهد داشت. رویکردهای نوین مدیریت و شایستگی‌های خاص طرح و توصیه شده است. شناسائی و مدیریت دارایی‌های شرکت یکی از رویکردهای جدیدی است که برای تقویت ارتقای اثربخشی سازمان‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. هر سازمانی با توجه به ماهیت کار خود، روش‌های گوناگونی را تجربه می‌نماید و در شرایط متحول امروز اساساً موفقیت هر بنگاه به تسلط آن بر استراتژی‌های تجاری شرکت و ارزش حقوق صاحبان سهام است که بر ریسک شکست قیمت سهام تأثیر گذار است. سرمایه‌گذاران همواره نیازمند اطلاعاتی بوده‌اند، که بتوانند در تصمیمات استراتژیک خود از آن بهره ببرند. سهامداران عمدتاً در آینده شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی سرمایه‌گذاری می‌کنند و از این رو عواملی که بیانگر ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام باشد، می‌تواند معیار مناسب خلق ارزش برای آن‌ها باشد. از نظر سهامداران، ارزش‌آفرینی به مفهوم ساده، یعنی ایجاد منافع حاصل از سرمایه‌گذاری بیش از هزینه به کار گرفته شده در آن. از این رو یافتن شاخصی که بتوان، با اتکاء بر آن ارزش ایجاد شده را با اطمینان نسبتاً معقول تشریح نمود، یک ضرورت است. سهامداران بعنوان مالکان واحد تجاری در پی افزایش ثروت خود هستند و با توجه به اینکه افزایش ثروت نتیجه عملکرد واحد تجاری است، ارزشیابی استراتژی‌های تجاری برای مالکان دارای اهمیت است. (احسان حبیب و دیگران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷).

## ۲- مبانی نظری

استراتژی تجاری شرکت بیانگر نحوه رقابت شرکت در بازار انتخابی خود شرکت است. شرکت می‌تواند برای تقویت استراتژی تجاری خود، مجموعه سیاست‌ها و فعالیت‌هایی را به کارگیرد که با استفاده از آن‌ها بتواند به یک مزیت رقابتی پایدار در بازار انتخابی خود دست یابد. از آنجایی که استراتژی‌های شرکت بر اساس تمایل شرکت برای مقابله با ریسک و عدم قطعیت شکل گرفته است، بنابراین استراتژی که شرکت انتخاب می‌کند که آیا می‌تواند بر ریسک شکست قیمت سهام تاثیر بگذارد. (احسان حبیب و دیگران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷).

مایلز و اسنو<sup>۲</sup> ضمن تحقیق در مورد انواع سازمان‌های مختلف دریافته‌اند که، سازمان‌ها به منظور کاهش تاثیرپذیری منفی از محیط و افزایش بهره‌مندی از فرصت‌ها، عمدتاً از یکی از چهار نوع استراتژی تطبیقی استفاده می‌کنند. آنها سازمان‌ها را برحسب نوع استراتژی تطبیقی‌شان با چهار استراتژی مدافعان، مهاجمان یا پیشگامان، تحلیل‌گران و منفعلان تقسیم‌بندی نمودند. سازمان‌های تدافعی با تولید تعداد محدودی از محصولات برای بخش کوچکی از کل بازار بالقوه، ثبات را جستجو می‌کنند. شرکت‌های تهاجمی یا آینده‌نگر تقریباً با قسط

مخالف تدافعی‌ها هستند. توانائی آنها در یافتن و بهره‌جستن از فرصت‌های بازاریابی و تولید محصولات جدید نهفته است. در اینگونه سازمان‌ها ممکن است نوآوری نسبت به سودآوری از اهمیت زیادتری برخوردار باشد. جهت‌گیری و استراتژی‌های منتخب سازمانی بر اطلاعات مالی شرکت تاثیرگذار است. تحلیل‌گران در جایی میان مدافعان و مهاجمان قرار می‌گیرند به عبارتی تحلیل‌گران حالتی دو رگه دارند و بخشی از خصوصیات هر یک از دو گروه سازمان‌ها را دارا می‌باشند. اما منفعلان با سایر سازمان‌ها متفاوتند و پس از وقوع هر نوع رویدادی منفعلانه نسبت به آن واکنش نشان می‌دهند (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳).

بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها یک شاخص مهم سودآوری برای سهامداران شرکت است، این نسبت بیانگر درجه توانایی شرکت جهت پرداخت سود قابل تقسیم بین سهامداران عادی می‌باشد. باید توجه داشت، در صورتی که سهام ممتاز وجود داشته باشد، باید سهم سهامداران ممتاز قبل از رسیدن به درآمد خالص کسر شود. بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها (ROE) نسبتی است مفید برای تجزیه و تحلیل توانایی مدیریت شرکت جهت نشان دادن سود حاصل از سرمایه‌گذاری توسط صاحبان سهام می‌باشد. صاحبان سهام واحد تجاری این نسبت را مهمتر از سایر نسبت‌ها می‌دانند زیرا نتیجه‌ای را که از سرمایه‌گذاری آنان بدست آمده است، نشان می‌دهد. با استفاده از نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه بین سود و حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها مشخص می‌شود. زمانی که شرکتی وام‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت داشته باشد، افزایش ثروت سهامداران در صورتی امکان‌پذیر است که نرخ بازده سرمایه‌گذاران از نرخ بهره وام‌ها بیشتر باشد. در اینصورت مازاد نرخ بازده (نسبت به هزینه وام) به سهامداران شرکت تعلق می‌گیرد. اما اگر نرخ بازده شرکتی از نرخ هزینه بهره کمتر باشد، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) کاهش می‌یابد. برای اینکه محاسبه نسبت مذکور به واقعیت نزدیک باشد حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها را در اول دوره‌ی مالی به کار می‌برند نه در پایان آن، زیرا منطقی‌تر است سود یا زیان دوره مورد بررسی، نباید در محاسبه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها یعنی سرمایه به کاررفته در تحصیل آن منظور شود. با استفاده از این نسبت سود شرکت درازاء هر یک ریال حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود. به این ترتیب که سود پس از کسر مالیات را بر حقوق صاحبان سهام تقسیم می‌کنند. (شجاع، ۱۳۸۸، ۲۶).

ارزش‌گذاری شرکت‌ها از ضروریات برنامه‌ریزی برای مدیران و سرمایه‌گذاران است. ارزش‌گذاری، نمای‌شگر چگونگی تاثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها است. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آنها از آینده سرمایه‌گذاری‌ها، نشان در شرکت‌ها و همچنین تاثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری از اهمیت به‌سزایی برخوردار می‌باشد (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۵). برنامه‌ریزی استراتژیک چیز جدیدی نیست. حدود سه دهه قبل، آکف<sup>۵</sup> در باره برنامه‌ریزی شرکت‌ها مطالبی را نوشت و به تبع آن آکومب و مورسی<sup>۶</sup> نیز مباحثی را به ادبیات مربوط اضافه نمودند. به هر حال فرآیندی که سنگین و گران نباشد، می‌تواند تلاش در برنامه‌ریزی را به همان خوبی پیاده سازی نتایج برنامه تسهیل کند. نتیجه تحقیقات گذشته نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از مدیریت استراتژیک استفاده می‌کنند (در مقایسه با آنها که از این شیوه مدیریت یا مفاهیم آن استفاده نمی‌کنند) سودآورترند. برای مثال، یک تحقیق که برای یک دوره سه ساله بر روی ۱۰۱ شرکت خرده‌فروشی، خدماتی و تولیدی انجام شد،

به این نتیجه رسیدند که، شرکت‌هایی که از مفاهیم و اصول مدیریت استراتژیک استفاده می‌کردند، در مقایسه با شرکت‌هایی که بدون این فعالیت‌های برنامه‌ریزی منظم بودند، از نظر فروش، سوددهی و بهره‌وری، در وضع بسیار بهتری قرار داشتند. نتیجه تحقیق دیگری نشان داد که ۸۰ درصد افزایش سودآوری شرکت‌ها به سبب تغییراتی بود که از نظر استراتژیک در شرکت‌ها ایجاد شده بود. دو پژوهشگر به نام‌های کوک و فریس گزارش کردند که عملکرد بسیار عالی شرکت‌های مورد تحقیق گویای دیدگاه‌های استراتژیک و توجهی است که آنها به دوره‌های بلندمدت‌تر می‌نمایند (یولین زایه و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۷). شرکت‌هایی که عملکردی عالی دارند به صورت منظم برنامه‌ریزی می‌کنند تا همواره آماده رویارویی با نوسانات و تغییراتی باشند که در محیط‌های داخلی و خارجی شرکت رخ می‌دهد. چنین به نظر می‌رسد شرکت‌هایی که دارای عملکرد عالی می‌باشند با توجه به انتظاراتی که از نتایج کوتاه مدت و بلندمدت دارند تصمیماتی آگاهانه‌تر اتخاذ می‌نمایند. از سوی دیگر اغلب شرکت‌هایی که عملکردی ضعیف دارند به فعالیت‌هایی می‌پردازند که کوتاه‌بینانه است و به هیچ وجه شرایط آینده را پیش‌بینی نمی‌کنند و این فعالیت‌ها بازتابی از شرایط آینده نیست. آرن به این نتیجه رسید که مدیریت استراتژیک توانسته است عملکرد بسیاری از شرکت‌های بزرگ را بهبود بخشد. (بنابر آنچه در بالا شرح آن رفت، ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام می‌تواند به عنوان یکی از عوامل مهم در ارزیابی شرکت‌ها به حساب آید و اگر این ارزش‌گذاری در بازار بورس نسبت به ارزش واقعی حقوق صاحبان سهام دارای تفاوت زیاد و نامعقولی باشد می‌تواند منجر به نوسانات زیاد قیمت سهام گردد که در نهایت پدیده‌ای به نام شکست قیمت سهام شکل خواهد گرفت).

مدیران واحدهای اقتصادی به همان اندازه که به انتشار اخبار خوب در خصوص شرکت متمایل هستند، سعی در پنهان نمودن اخبار بد نیز دارند. این انگیزه‌های متفاوت افشاگری از عوامل گوناگونی ریشه می‌گیرد، مثل قراردادهای پرداخت پاداش و نگرانی‌های شغلی. اگر مدیران قادر به پنهان نمودن اخبار بد برای یک مدت زمان طولانی باشند، به نظر می‌رسد که اطلاعات منفی درون یک شرکت ذخیره خواهد شد. با این وجود، یک محدودیت برای مدیران از لحاظ میزان اخبار بدی که می‌توانند جذب کنند و به طور موفقیت آمیزی پنهان کنند، وجود دارد. این محدودیت به این دلیل است که اگر در یک زمان خاص، مقدار اخبار بد جمع‌آوری شده به یک آستانه و یا حد مشخص و ویژه‌ای رسید، از آن به بعد ادامه پنهان نمودن آنها یا بسیار پر هزینه بوده و یا به طور کلی غیر ممکن خواهد شد. زمانی که جمع‌آوری اخبار بد به آخرین نقطه (نقطه سرازیری) رسید، همه آنها به طور ناگهانی انتشار یافته و موجب بازده‌های منفی بالا برای سهامی می‌شود که بازار با آنها سازگاری یافته است و این همان شکست قیمت می‌باشد. (هاتن، ۲۰۰۹)

بنابراین در این تحقیق بر آن شدیم تا به بررسی رابطه استراتژی‌های تجاری با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام و ریسک شکست قیمت سهام با توجه به نقش میانجی نوع مالکیت شرکت‌ها پردازیم.

### ۳- مروری بر پیشینه پژوهش

احسان حبیب (۲۰۱۷)، در پژوهشی به بررسی اثر راهبردهای تجاری شرکت بر شکست قیمت آتی سهام و همچنین تاثیر آن بر اضافه ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام و نوع ارتباط آنها پرداخته است. وی به بررسی این نکته پرداخت که چه نوع راهبردی ممکن است منجر به شکست قیمت سهام گردد. جامعه آماری تحقیق شامل ۹۹ شرکت بین سال‌های ۱۹۷۴ الی ۲۰۱۳ می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از راهبرد های تهاجمی تبعیت می‌کنند نسبت به شرکت‌هایی که از راهبرد تدافعی تبعیت می‌کنند احتمال شکست قیمت سهام بالاتری دارند.

بنتلی و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۵) در پژوهش خود نشان دادند که شرکت‌ها با راهبرد پیشگام، بیشتر تمایل به عدم افشاء اطلاعات دارند. آنها همچنین دریافتند که اینگونه شرکت‌ها تمایل بیشتری نسبت به تضعیف کنترل های داخلی گزارشگری مالی دارند. این امر می‌تواند ناشی از آن باشد که مدیران و حساب‌رسان چنین شرکت‌هایی با مشکلات بیشتری در شناسایی و گزارش ضعف‌ها دارند که ممکن است موجب شکست قیمت سهام گردد.

بنتلی و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۳) در تحقیقی به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با راهبرد آینده‌نگر، بیشتر درگیر تخلفات گزارشگری مالی و به تبع آن مستلزم تلاش حسابرسی بیشتری هستند. به علاوه بنتلی و همکاران (۲۰۱۲) در تحقیق دیگری به این نکته دست یافتند که شرکت‌های با راهبرد آینده‌نگر در سطوح پایین‌تری از عدم تقارن اطلاعاتی در مقایسه با شرکت‌هایی با راهبرد تدافعی مرتبط هستند.

مایلز و اسنو<sup>۱۰</sup> (۱۹۷۸) در پژوهشی دریافتند که سه راهبرد مناسب در رشد شرکت وجود دارد که شامل راهبرد پیشگام، تدافعی و تحلیلی می‌باشد. راهبرد پیشگام سریعاً با تغییر بازار خود را مشابه رهبران بازار تغییر می‌دهد، راهبرد تدافعی به یک سو و بصورت مستمر و متمرکز در جهت رقابت قیمت کالا و خدمات می‌کند و در مقابل راهبرد تحلیلی هر دو روش راهبردهای پیشگام و تدافعی را همزمان اتخاذ می‌کند.

چی و گوپتا<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۹)، گزارش کردند در شرکت‌های دارای ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام، رابطه بازده غیر عادی سال بعد منفی بوده و در نتیجه، در سال مالی بعد، بازده غیر عادی شرکت‌های دارای اقلام تعهدی اختیاری بیشتر، کمتر از بازده شرکت‌هایی با اقلام تعهدی اختیاری کمتر است. در این پژوهش، اقلام تعهدی اختیاری نماینده مدیریت سود به کار گرفته شده است.

آن و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۶)، در تحقیقی با عنوان ریسک شکست قیمت سهام شرکت، محیط اطلاعاتی و سرعت تعدیل اهرم، بر رابطه و تاثیر شکست قیمت سهام بر سرعت تعدیل اهرم می‌پردازند و در آن به آزمون تاثیر محیط اطلاعاتی با توجه به کشوری که شرکت در آن به فعالیت مشغول است می‌پردازد در این تحقیق به آزمون پانلی از ۱۹۲۴۷ شرکت در بین ۴۱ کشور برای دوره زمانی ۱۹۸۳ الی ۲۰۱۳ پرداخته شده است و نتیجه این پژوهش حاکی از آن است که سطح بالایی از شکست قیمت سهام باعث می‌شود که تعدیل اهرم با سرعت کمتری اتفاق بیافتد.

ژو و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۵) در تحقیقی تحت عنوان قدرت پردازش اضافی و خطر سقوط قیمت سهام شواهدی از چنین توضیح می‌دهند که برای استفاده از قدرت پردازش اضافی مدیران عالی شرکت‌های با مالکیت دولتی

انگیزه کافی برای نگهداشتن اخبار بد برای دوره طولانی را دارا هستند که این امر خود در نهایت منجر به سقوط قیمت سهام بیشتر در آینده می‌شود.

هانگ آن و همکاران<sup>۱۳۱۴</sup>، در پژوهشی با عنوان همزمانی قیمت سهام، ریسک شکست قیمت سهام و مالکیت نهادی به بررسی تاثیر مالکیت نهادی بر روی همزمانی قیمت سهام و ریسک شکست قیمت سهام در بورس اوراق بهادار آمریکا طی سال‌های ۱۹۸۷ تا ۲۰۱۰ می‌پردازند. آن‌ها با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره به این نتیجه رسیدند که بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با همزمانی قیمت سهام و ریسک شکست قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

دولو<sup>۱۳۹۶</sup> در تحقیقی با عنوان قیمت‌گذاری بیش از اندازه، عدم شفافیت و ریزش قیمت سهام که هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه قیمت‌گذاری بیش از اندازه سهام، عدم شفافیت و ریزش قیمت است. برای این منظور، نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۳ با استفاده از رگرسیون داده‌های ترکیبی و لجستیک بررسی می‌شود. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد رابطه غیرخطی (محدب) عدم شفافیت و ریزش قیمت سهام صرفاً در حضور قیمت‌گذاری بیش از اندازه تایید می‌گردد که این امر ناشی از اثرات متقابل عدم شفافیت و قیمت‌گذاری بیش از اندازه است.

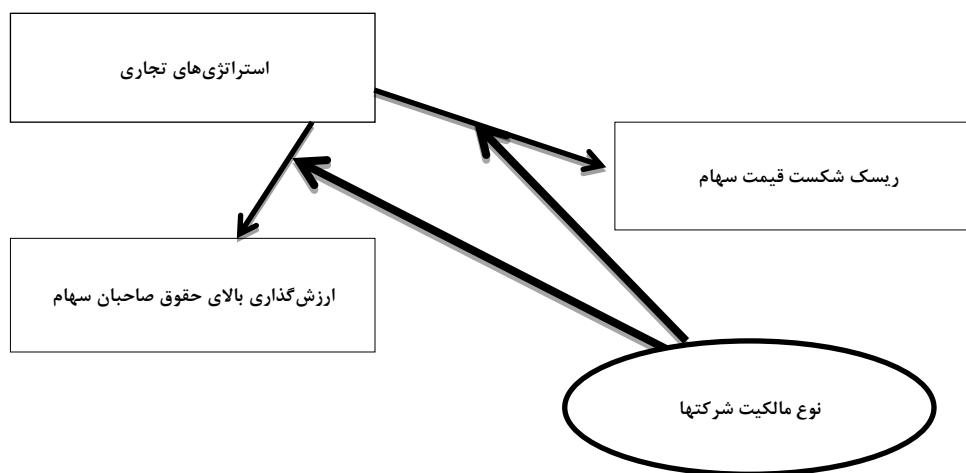
بادآورنهدی و تقی زاده خانقاه<sup>۱۳۹۶</sup> در تحقیقی با عنوان تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی که هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی است. به منظور اجرای این پژوهش ۱۲۳ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۸ انتخاب شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد پرداخت سود سهام تأثیر منفی و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. همچنین زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران زیاد است، تأثیر منفی پرداخت سود سهام بر خطر سقوط قیمت سهام تشدید می‌شود.

کربلایی میرزائی، شاه ویسی و ایوانی<sup>۱۳۹۵</sup> در تحقیقی با عنوان کیفیت حسابرسی و ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام پرداخته‌اند. برای انجام این پژوهش، نمونه‌ای متشکل از ۱۸۴ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که بین اندازه موسسه حسابرسی و ارقام تعهدی اختیاری شرکت‌های با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام، رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج حاکی از این است که بین دوره تصدی حسابرس و ارقام تعهدی اختیاری شرکت‌های با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام، رابطه معناداری وجود دارد و انگیزه‌های مربوط به تغییر ارقام تعهدی در شرکت‌های با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان در مدیران شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

محمدی، سلیم پور و امیری<sup>۱۳۹۵</sup> در تحقیقی با عنوان بررسی ارتباط ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام با هموارسازی سود پرداخته‌اند. برای دستیابی به این هدف جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره زمانی ۱۰ ساله در بین سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۸۲ بررسی گردید، که پس از حذف سیستماتیک تعداد ۱۱۹ شرکت مطابق با الگوی پژوهش انتخاب شد. نتایج نشان داد، بین ارزش‌گذاری بالای

حقوق صاحبان سهام و هموارسازی سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. علاوه بر آن، بین ارزش گذاری پایین حقوق صاحبان سهام و هموارسازی سود رابطه مثبت و در حد ضعیفی مشاهده گردید. بهراد فر ۱۳۹۴، در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه راهبردهای تجاری بر محافظه کاری و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و نتایج نشان می‌دهد که بین راهبرد تجاری و سطح محافظه کاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد در حالی که بین راهبرد تجاری و مدیریت سود، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

#### ۴- مدل مفهومی پژوهش



#### ۵- اهداف پژوهش

نگرش استراتژیک به تصمیمات مالی، سیستم مالی به عنوان یکی از سیستم های اصلی سازمان تلقی می شود که هم خود سیستم و هم زیر سیستم های آن، متناسب با اهداف و استراتژی ها و سایر ابعاد سازمانی می تواند از استراتژی متفاوتی برای رسیدن به اهداف اصلی سازمان که همانا بهبود و افزایش عملکرد سازمان است، استفاده کنند. آنچه که باعث تفاوت در عملکرد سازمانی شرکت ها، در بعد اجرای استراتژی های مالی می شود، نه فقط ناشی از نوع استراتژی خاصی است که در هر حوزه و هر زیر سیستم از واحد، وظیفه ی مالی انتخاب می شوند، بلکه مهمتر و حیاتی تر از نوع استراتژی، هماهنگی بین استراتژی هایی است که در مجموعه سیستم واحد وظیفه ی مالی در شرکت برگزیده می شود. بنابراین هدف تحقیق حاضر، کمک به مدیران شرکت های سهامی در تعیین استراتژی های تجاری و بطور خاص تاثیراتی که استراتژی های تجاری شرکت ها می تواند بر ارزش گذاری بالای حقوق صاحبان سهام و ریسک شکست قیمت سهام بگذارد، به گونه ای که اعمال این رویه ها، بیشترین

تأثیرات مثبت بر محیط اطلاعاتی شرکت‌های سهامی را داشته و منجر به تخصیص بهینه منابع شود و در نهایت بتواند بازدهی سهامداران را حداکثر نماید.

#### ۶- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های مورد بررسی در این مقاله به شرح زیر می‌باشد:

- ۱) بین استراتژی‌های تجاری تهاجمی با ریسک شکست قیمت سهام در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۲) بین استراتژی‌های تجاری تدافعی با ریسک شکست قیمت سهام در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۳) بین استراتژی‌های تجاری تهاجمی با ریسک شکست قیمت سهام در شرکت‌های با مالکیت شرکتی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۴) بین استراتژی‌های تجاری تدافعی با ریسک شکست قیمت سهام در شرکت‌های با مالکیت شرکتی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۵) بین استراتژی‌های تجاری تهاجمی با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های با مالکیت نهادی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۶) بین استراتژی‌های تجاری تدافعی با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های با مالکیت نهادی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۷) بین استراتژی‌های تجاری تهاجمی با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های با مالکیت شرکتی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۸) بین استراتژی‌های تجاری تدافعی با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های با مالکیت شرکتی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

#### ۷- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. هدف تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. همچنین تحقیق حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق توصیفی-همبستگی است. در این تحقیق هدف، تعیین میزان رابطه متغیرهاست. توصیفی به این دلیل که هدف آن توصیف کردن شرایط یا پدیده‌های مورد بررسی است و برای شناخت بیشتر شرایط موجود می‌باشد و همبستگی به دلیل اینکه در این تحقیق رابطه بین متغیرها مورد نظر است. تحقیق حاضر به بررسی روابط بین متغیرها پرداخته و در پی اثبات وجود این رابطه در شرایط کنونی براساس داده‌های تاریخی می‌باشد. بنابراین می‌توان آن را از نوع پس‌رویدادی طبقه‌بندی نمود. در اینگونه تحقیقات، محقق به بررسی علت و معلول (متغیر وابسته و



متغیر مستقل) پس از وقوع می‌پردازد. در این تحقیقات بین متغیرها یک رابطه آماری وجود دارد که هدف بررسی این رابطه می‌باشد.

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که حائز شرایط زیر باشند:

(۱) قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

(۲) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک و بیمه نباشد.

(۳) سال مالی آنها مربوط به پایان اسفند ماه باشد.

(۴) اطلاعات مورد نیاز در این تحقیق نیز در دسترس باشد.

با توجه به محدودیت‌های در نظر گرفته شده تعداد نمونه آماری ۹۱ شرکت گردید، که ۱۴ شرکت دارای مالکیت نهادی و ۷۷ شرکت دارای مالکیت شرکتی می‌باشند.

#### ۸- مدل آماری و شیوه اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

پیرو تحقیق احسان حبیب و همکاران<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۷)، برای بررسی رابطه بین استراتژی‌های تجاری تدافعی و تهاجمی با ریسک شکست قیمت سهام در شرکت‌های با مالکیت نهادی و شرکت‌های با مالکیت شرکتی، از مدل ذیل برای آزمون فرضیه اول تا چهارم استفاده شده است:

$$CRASH_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 STRATEGY_t + \gamma_2 TURN_t + \gamma_3 SDRET_t + \gamma_4 SIZE_t + \gamma_5 MTB_t + \gamma_6 LEVERAGE_t + \gamma_7 ACFO_t + \varepsilon_{i,t}$$

و همچنین پیرو تحقیق احسان حبیب و همکاران (۲۰۱۷)، برای بررسی رابطه بین استراتژی‌های تجاری تدافعی و تهاجمی با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های با مالکیت نهادی و شرکت‌های با مالکیت شرکتی، از مدل ذیل برای آزمون فرضیه پنجم تا هشتم استفاده شده است:

$$TVE_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 STRATEGY_t + \gamma_2 TURN_t + \gamma_3 SDRET_t + \gamma_4 SIZE_t + \gamma_5 MTB_t + \gamma_6 LEVERAGE_t + \gamma_7 ACFO_t + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

Crash = برابر است با ریسک شکست قیمت سهام (در این تحقیق از ضریب چولگی بازدهی ماهانه برای اندازه‌گیری ریسک شکست قیمت سهام استفاده شده است)

این معیار که یکی از پرکاربردترین و معمول‌ترین معیار اندازه‌گیری ریسک شکست قیمت سهام می‌باشد، توسط پژوهشگران مختلفی از جمله (هاتن ۲۰۰۹) و (دیانتی و همکاران ۱۳۹۱) استفاده شده است. در این معیار از ضریب منفی چولگی معادله زیر به نمایندگی از ریسک شکست قیمت سهام، مبنای محاسبات قرار می‌گیرد:

$$NCSKEW_{i,t} = - \left[ \frac{\sum_{T=1}^n (W_{i,t})}{n(n-1)^{3/2}} \right] / \left[ \frac{\sum_{T=1}^n (W_{i,t})^{3/2}}{(n-1)(n-2)} \right] \quad n \text{ که } W_{i,t} \text{ بازده ماهانه شرکت می‌باشد و } n \text{ تعداد مشاهدات در سال مالی } t \text{ می‌باشد.}$$

## Strategy = استراتژی‌های تجاری شرکت‌ها

برای طبقه‌بندی شرکت‌ها به گروه‌های استراتژی تجاری از معیاری به صورت زیر استفاده خواهد شد:

این معیار نمره‌ای را ارائه می‌دهد که دربرگیرنده محتمل‌ترین استراتژی تجاری است که توسط شرکت‌های نمونه تأیید شده است. برای ایجاد نمره استراتژی از ۵ پارامتر ارائه شده در تحقیق احسان حبیب ۲۰۱۷ استفاده شده است که عبارتند از: ۱- نرخ رشد فروش ۲- نسبت کارکنان به فروش ۳- نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری ۴- نسبت هزینه تبلیغات به کل فروش ۵- نسبت دارایی‌های ثابت به جمع دارایی‌ها، استفاده می‌شود. هر یک از این ۵ متغیر با تشکیل دسته‌های ۵ تایی رتبه‌بندی شده‌اند. برای هر یک از چهار متغیر اول شرکت‌هایی که در پنجم (۲۰٪) بالا قرار دارند نمره ۵ را کسب می‌کنند و شرکت‌هایی که در پنجم بعدی قرار دارند نمره ۴ را کسب می‌کنند و الی آخر. برای متغیر پنجم این محاسبات برعکس است. زیرا انتظار می‌رود شرکت‌های با استراتژی رهبری هزینه بازدهی دارایی بالاتری داشته باشند. بنابراین شرکت‌هایی که در پنجم بالا قرار دارند نمره ۱ را کسب می‌کنند و شرکت‌های که در پنجم بعدی قرار دارند نمره ۲ را کسب می‌کنند و الی آخر. سپس نمره مربوط به هر شرکت در هر سال جمع می‌شود. حداکثر نمره استراتژی که شرکت می‌تواند کسب کند ۲۵ و حداقل نمره استراتژی یک شرکت ۵ است. بالاترین نمره نمایانگر شرکت‌هایی است که به دنبال نوآوری و ریسک بیشتر هستند و پایین‌ترین نمره نمایانگر شرکت‌هایی است که در پی حداقل کردن هزینه‌های خود هستند. بنابراین هر چه نمره استراتژی افزایش می‌یابد، نشان‌دهنده این است که تمایل شرکت‌ها برای ریسک و نوآوری و ایجاد ساختار انعطاف‌پذیر سازمان افزایش می‌یابد.

و در مرحله آخر برای اینکه شرکت‌ها به دو گروه با استراتژی تهاجمی و تدافعی تقسیم بندی شوند جمع امتیاز هر شرکت محاسبه می‌گردد، بیشترین امتیاز می‌تواند عدد ۲۵ باشد که نشان‌دهنده استراتژی تجاری تهاجمی می‌باشد و کمترین امتیاز می‌تواند عدد ۵ باشد که نشان‌دهنده استراتژی تجاری تدافعی می‌باشد، شرکت‌هایی که مجموع امتیازشان در بازه ۵ تا ۱۵ باشد بعنوان شرکت‌های تدافعی و شرکت‌هایی که مجموع امتیازشان در بازه ۱۵ تا ۲۵ باشد به عنوان شرکت‌های تهاجمی تعیین می‌گردند (ایت‌نر و هم‌کاران<sup>۱۶</sup>، ۱۹۹۷).

Turn = برابر است با میانگین بازده ماهانه سهام در سال جاری

بازده واقعی سهام  $i$  در روز  $t$  است و از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{t+1} - P_t) + D + M + N}{P_t}$$

$P_{t+1}$  = قیمت در روز پس از  $t$  ام

$P_t$  = قیمت در روز  $t$  ام

$D$  = سود خالص

$M$  = مزایای حق تقدم

$N$  = مزایای سود سهمی

SDRET = انحراف معیار بازده ماهانه خاص شرکت در طول سال مالی است  
 Size = لگاریتم طبیعی کل دارائی‌های شرکت‌ها  
 MTB = نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری شرکت  
 Lev = اهرم مالی (کل بدهی تقسیم بر کل دارائی‌ها)  
 TVE = ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام (تفاوت بین ارزش بازار شرکت و ارزش دفتری شرکت)  
 (حبیب و دیگران، ۲۰۱۷)  
 ACFO = برابر است با تفاوت وجه نقد عملیاتی سال جاری منهای وجه نقد عملیاتی سال گذشته تقسیم بر کل دارائی‌ها

#### ۷- یافته‌های پژوهش

انجام آزمون فرضیه‌ها، مستلزم برقراری فرض‌های نرمال بودن متغیرهای وابسته، همسانی واریانس و عدم خود همبستگی است. زیرا در صورت عدم برقراری، نتایج بدست‌آمده قابلیت اتکا ندارند و این امر موجب استنتاج‌های غلط می‌شود. پس از اطمینان از برقراری فروض رگرسیون به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است.

#### آزمون مانایی متغیرها

نوع متغیر	علامت اختصاری	آماره	احتمال
متغیر وابسته	ریسک شکست قیمت سهام	۳۶۸.۱۸۱	۰.۰۰۰
	ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام	۲۵۶.۵۹۱	۰.۰۰۰
متغیرهای مستقل	استراتژی‌های تجاری تدافعی	۲۶۳.۲۱۱	۰.۰۰۰
	استراتژی‌های تجاری تهاجمی	۲۴۶.۳۶۵	۰.۰۰۰
متغیرهای کنترل	میانگین بازده ماهانه سهام	۳۹۳.۷۰۴	۰.۰۰۰
	انحراف معیار بازده ماهانه	۳۴۵.۹۶۵	۰.۰۰۰
	اندازه شرکت	۲۸۵.۶۳۹	۰.۰۰۰
	ارزش بازار به ارزش دفتری	۲۸۰.۳۱۱	۰.۰۰۰
	نسبت بدهی	۲۳۶.۳۲۶	۰.۰۰۰
	تفاوت وجه نقد عملیاتی سال جاری و سال گذشته	۴۶۱.۷۲	۰.۰۰۰

همان‌طور که ملاحظه می‌شود در کلیه متغیرهای مستقل و وابسته و تعدیل P- Value در آزمون ریشه واحد کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که نشان‌دهنده این است که متغیرها مانا هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

## نتایج آزمون F لیمر

همانطور که نتایج نشان می‌دهد، احتمال آزمون F لیمر برای تمام مدل‌های تحقیق کوچکتر از ۵٪ است؛ بنابراین فرض  $H_0$  (مدل تلفیقی) برای هیچ یک مدل‌ها تأیید نمی‌شود. به بیان دیگر، اثرات فردی و یا گروهی وجود دارد و باید از روش داده‌های تابلویی برای برآورد مدل‌ها استفاده شود.

احتمال	آماره اف لیمر	مدل های تحقیق	احتمال	آماره اف لیمر	مدل های تحقیق
۰.۰۰۰	۱۵.۲۶۳	مدل (۵)	۰.۰۰۰	۱۸.۶۵۲	مدل (۱)
۰.۰۰۰	۱۶.۲۵۱	مدل (۶)	۰.۰۰۰	۱۷.۳۲۶	مدل (۲)
۰.۰۰۰	۱۷.۳۲۵	مدل (۷)	۰.۰۰۰	۱۶.۵۴۸	مدل (۳)
۰.۰۰۰	۱۵.۴۲۱	مدل (۸)	۰.۰۰۰	۱۶.۳۲۴	مدل (۴)

## نتایج آزمون هاسمن

همانطور که نتایج نشان می‌دهد با توجه به مدل‌های تحقیق، احتمال آزمون هاسمن، برای تعیین استفاده از مدل اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی، بیشتر از ۵٪ است. بنابراین فرضیه  $H_1$  (مدل اثرات ثابت) رد می‌شود. این موضوع به معنی عدم وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل است با توجه به نتایج آزمون چاو و هاسمن مناسب‌ترین روش برای برآورد پارامترها و آزمون فرضیه‌ها مدل اثرات تصادفی است.

احتمال	آماره	مدل های تحقیق	احتمال	آماره	مدل های تحقیق
۰.۲۳۰۲	۷.۱۲۵	مدل (۵)	۰.۲۰۴۴	۶.۳۲۵	مدل (۱)
۰.۲۲۱۵	۶.۸۵۴	مدل (۶)	۰.۱۷۷۷	۵.۴۹۸	مدل (۲)
۰.۲۲۴۳	۶.۹۴۲	مدل (۷)	۰.۱۹۳۴	۵.۹۸۵	مدل (۳)
۰.۱۸۸۸	۵.۸۴۱	مدل (۸)	۰.۱۵۳۳	۴.۷۴۵	مدل (۴)

## آزمون فرضیه‌ها

## نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم تحقیق

سطح معنی‌داری آماره  $f$  برای فرضیه اول و دوم کمتر از پنج صدم می‌باشد بنابراین فرضیه اول و دوم تأیید می‌گردد و با توجه به اینکه مقدار آماره  $t$  مربوط به استراتژی‌های تجاری تهاجمی برابر ۱۹.۳۵۴ و مقدار آماره  $t$  مربوط به استراتژی‌های تجاری تدافعی برابر با ۹.۹۸۵- می‌باشد و سطح معنی‌داری مربوط به متغیرهای مستقل کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. همچنین با توجه به آماره  $t$  چنین می‌توان بیان داشت که استراتژی‌های تجاری تهاجمی با ریسک شکست قیمت سهام در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی دارای رابطه‌ای مثبت و مستقیم می‌باشد.

باشد اما رابطه بین استراتژی‌های تجاری تدافعی با ریسک شکست قیمت سهام در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی دارای رابطه‌ای به صورت معکوس می‌باشد.

فرضیه	متغیر مستقل	متغیر وابسته	نوع مالکیت	آماره t	آماره f	SIG	ضریب تعیین	دوربین واتسون
۱	استراتژی‌های تجاری تهاجمی	ریسک شکست قیمت سهام	مالکیت نهادی	۱۹.۳۵۴	۲۰۱.۴۵۲	۰.۰۰۰	۰.۵۹۷۳	۲.۱۳۵
۲	استراتژی‌های تجاری تدافعی	ریسک شکست قیمت سهام	مالکیت نهادی	-۹.۹۸۵	۲۲۳.۴۵۲	۰.۰۰۰	۰.۴۲۴۲	۲.۰۱۴

#### نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم تحقیق

سطح معنی داری آماره f برای فرضیه سوم و چهارم کمتر از پنج صدم می‌باشد. بنابراین فرضیه سوم و چهارم تایید می‌گردد و با توجه به اینکه مقدار آماره t مربوط به استراتژی‌های تجاری تهاجمی برابر ۱۶.۲۵۹ و مقدار آماره t مربوط به استراتژی‌های تجاری تدافعی برابر با ۱۷.۴۵۱- می‌باشد و سطح معنی داری مربوط به متغیرهای مستقل کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. همچنین با توجه به آماره t چنین می‌توان بیان داشت که استراتژی‌های تجاری تهاجمی با ریسک شکست قیمت سهام در شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی دارای رابطه‌ای مثبت و مستقیم می‌باشد اما رابطه بین استراتژی‌های تجاری تدافعی با ریسک شکست قیمت سهام در شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی دارای رابطه‌ای به صورت معکوس می‌باشد.

فرضیه	متغیر مستقل	متغیر وابسته	نوع مالکیت	آماره t	آماره f	SIG	ضریب تعیین	دوربین واتسون
۳	استراتژی‌های تجاری تهاجمی	ریسک شکست قیمت سهام	مالکیت شرکتی	۱۶.۲۵۹	۱۸۹.۴۸۶	۰.۰۰۰	۰.۵۳۴۰	۲.۱۳۷
۴	استراتژی‌های تجاری تدافعی	ریسک شکست قیمت سهام	مالکیت شرکتی	-۱۷.۴۵۱	۲۳۱.۸۵۲	۰.۰۰۰	۰.۶۲۱۸	۱.۹۸۶

#### نتایج آزمون فرضیه‌های پنجم و ششم تحقیق

سطح معنی داری آماره f برای فرضیه پنجم و ششم کمتر از پنج صدم می‌باشد. بنابراین فرضیه پنجم و ششم تایید می‌گردد و با توجه به اینکه مقدار آماره t مربوط به استراتژی‌های تجاری تهاجمی برابر ۱۸.۶۵۲ و مقدار آماره t مربوط به استراتژی‌های تجاری تدافعی برابر با ۱۶.۷۴۲- می‌باشد و سطح معنی داری مربوط به متغیرهای مستقل کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. همچنین با توجه به آماره t چنین می‌توان بیان داشت که استراتژی‌های تجاری

تهاجمی با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی دارای رابطه‌ای مثبت و مستقیم می‌باشد اما رابطه بین استراتژی‌های تجاری تدافعی با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی دارای رابطه‌ای به صورت معکوس می‌باشد.

فرضیه	متغیر مستقل	متغیر وابسته	نوع مالکیت	آماره t	آماره f	SIG	ضریب تعیین	دوربین واتسون
۵	استراتژی‌های تجاری تهاجمی	ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام	مالکیت نهادی	۱۸.۶۵۲	۱۷۲.۳۶۵	۰.۰۰۰	۰.۶۹۶۶	۱.۸۴۲
۶	استراتژی‌های تجاری تدافعی	ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام	مالکیت نهادی	-۱۶.۷۴۲	۱۶۸.۵۲۴	۰.۰۰۰	۰.۶۰۷۴	۱.۷۵۶

#### نتایج آزمون فرضیه‌های هفتم و هشتم تحقیق

سطح معنی‌داری آماره f برای فرضیه هفتم و هشتم کمتر از پنج صدم می‌باشد بنابراین فرضیه هفتم و هشتم تایید می‌گردد و با توجه به اینکه مقدار آماره t مربوط به استراتژی‌های تجاری تهاجمی برابر ۲۱.۳۸۴ و مقدار آماره t مربوط به استراتژی‌های تجاری تدافعی برابر با ۲۵.۶۴۱ می‌باشد و سطح معنی‌داری مربوط به متغیرهای مستقل کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. همچنین با توجه به آماره t چنین می‌توان بیان داشت که استراتژی‌های تجاری تهاجمی با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام در شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی دارای رابطه‌ای مثبت و مستقیم می‌باشد، اما رابطه بین استراتژی‌های تجاری تدافعی با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام در شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی دارای رابطه‌ای به صورت معکوس می‌باشد.

فرضیه	متغیر مستقل	متغیر وابسته	نوع مالکیت	آماره t	آماره f	SIG	ضریب تعیین	دوربین واتسون
۷	استراتژی‌های تجاری تهاجمی	ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام	مالکیت شرکتی	۲۱.۳۸۴	۱۵۳.۲۴۹	۰.۰۰۰	۰.۴۷۰۱	۱.۸۸۷
۸	استراتژی‌های تجاری تدافعی	ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام	مالکیت شرکتی	-۲۵.۶۴۱	۲۰۵.۱۹۷	۰.۰۰۰	۰.۴۳۶۴	۲.۳۴۵

#### ۸- بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه استراتژی‌های تجاری با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام و ریسک شکست قیمت سهام با توجه به نقش میانجی نوع مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان بیان داشت که استراتژی تجاری دارای رابطه مثبت و معناداری با ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام و ریسک شکست قیمت سهام می‌باشد و این رابطه تحت تاثیر نوع مالکیت شرکت‌ها قرار نگرفته است، اما طبقه بندی شرکت‌ها به شرکت‌های دارای استراتژی تدافعی و تهاجمی باعث بدست آمدن نتایج متفاوت در این دو گروه گردیده است به عبارت بهتر در شرکت‌های دارای استراتژی تدافعی رابطه بین استراتژی‌های تجاری با ریسک شکست قیمت سهام و ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام به صورت معکوس بوده یعنی در شرکت‌هایی که استراتژی تدافعی دارند از میزان ریسک شکست قیمت سهام و بیش ارزش‌گذاری قیمت سهام کاسته شده است و در عوض در شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی بر میزان ریسک شکست قیمت سهام و بیش ارزش‌گذاری قیمت سهام افزوده می‌گردد؛ به عبارت بهتر در شرکت‌های دارای استراتژی تجاری تهاجمی، ریسک شکست قیمت سهام و ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام بیشتر است.

نتایج حاصل شده از تحقیق احسان حبیب ۲۰۱۷ که به بررسی اثر راهبردهای تجاری شرکت بر شکست قیمت آتی سهام و همچنین تاثیر آن بر اضافه ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام و نوع ارتباط آنها پرداخته است و نتایج نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از راهبردهای تجاری تبعیت می‌کنند، نسبت به شرکت‌های که از راهبردهای تجاری تبعیت نمی‌کنند، احتمال شکست قیمت سهام بالاتری دارند و همچنین راهبردهای تجاری شرکت منجر به ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام می‌شود. همانند نتایج حاصل شده از تحقیق حاضر می‌باشد.

نتایج حاصل شده نشان می‌دهد که واکنش بازار به اطلاعات زیان گزارش شده توسط شرکت‌هایی که استراتژی‌های تجاری آینده‌نگر (تدافعی) را دنبال می‌کنند نامتقارن است، و استراتژی‌های تجاری بلندمدت مبتنی بر انگیزه برای این شرکت‌ها، مدیران را وادار به خودداری از افشاء اخبار بد می‌کند که این مطلب موجب افزایش ریسک شکست قیمت سهام می‌شود. یافته‌های تجربی ما نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با استراتژی تهاجمی بیشتر در معرض خطر شکست قیمت سهام هستند. همچنین مشخص شد شرکت‌هایی که در پی استراتژی‌های تجاری تهاجمی هستند بیشتر در معرض ریسک شکست قیمت سهام قرار دارند. درک ارتباط بین استراتژی‌های تجاری و ریسک شکست قیمت سهام به سرمایه‌گذاران در تخصیص منابع کمک می‌کند. همچنین شرکت‌ها می‌توانند با تغییر زمان‌بندی افشاء اطلاعات، احتمال ریسک شکست قیمت سهام در سطح شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار دهند.

تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش بیانگر آن است در شرکت‌هایی که استراتژی تهاجمی اتخاذ شده است، نسبت به شرکت‌هایی که دارای استراتژی تدافعی می‌باشند، ریسک شکست قیمت سهام بیشتر می‌باشد، زیرا شرکت‌های تهاجمی به دلیل وجود نوآوری و تکنولوژی جدید قادرند مزایای مستمری را بدست آورند و با گذشت زمان عملکرد خود را حفظ نمایند. نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه‌های تحقیق بیانگر تایید این مطلب بوده، بنابراین می‌توان گفت که بیش ارزش‌گذاری سهام اثر مثبت و معناداری بر ریسک شکست آتی سهام دارند و زمانی که خطای ارزش‌گذاری سهام افزایش می‌یابد، خطر شکست آتی قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. نتایج تحقیق حاضر

با تحقیقات انجام شده توسط حبیب و حسن (۲۰۱۷) مطابقت دارد، نتایج تحقیق حبیب و حسن (۲۰۱۷) نشان داد که شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی در مقایسه با شرکت‌های دارای استراتژی تدافعی، میزان ریسک سقوط آبی قیمت سهام بیشتر می‌باشد. همچنین نتایج تحقیق نشان داد که بیش ارزش‌گذاری سهام در شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی بیشتر از شرکت‌های تدافعی بوده و در نتیجه ریسک سقوط قیمت سهام نیز در این شرکت‌ها بیشتر می‌باشد.

### فهرست منابع

- \* بادآور نهندی یونس؛ وحید تقی‌زاده خانقاه ۱۳۹۶ " تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی" بررسی‌های حسابداری و حسابرسی مقاله ۳، دوره ۲۴، شماره ۱، بهار ۱۳۹۶، صفحه ۱۹-۴۰
- \* بهرادفر علی ۱۳۹۴ " بررسی رابطه راهبرد های تجاری برمحافظه‌کاری و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" کنفرانس بین‌المللی مدیریت و علوم انسانی، امارات-دبی، موسسه مدیران ایده‌پرداز پایتخت ویرا
- \* خیری فرشته ۱۳۸۹ " بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و روش های تأمین مالی و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اراک
- \* دولو مریم ۱۳۹۶ " قیمت‌گذاری بیش از اندازه، عدم شفافیت و ریزش قیمت سهام " چشم‌انداز مدیریت مالی شماره ۱۷ بهار ۱۳۹۶ ص ۸۷-۱۱۱
- \* دیانتی، زهرا؛ مرادزاده، مهدی؛ محمودی، سعید ۱۳۹۱ " بررسی تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط)ریزش (ارزش سهام". فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری سال اول، شماره دوم، تابستان ۱۳۹۱
- \* شجاع، ابوالفضل، ۱۳۸۸، " بررسی مقایسه‌ای بین نسبت ارزش افزوده بازار به سود حسابداری با نسبت ارزش افزوده اقتصادی به سود حسابداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی
- \* کربلایی میرزائی مریم؛ فرهاد شاه ویسی؛ فرزاد ایوانی ۱۳۹۵ " کیفیت حسابرسی و ارزش‌گذاری بالای حقوق صاحبان سهام" مطالعات تجربی حسابداری مالی دوره ۱۳، شماره ۵۲، زمستان ۱۳۹۵
- \* محمدی حسین، علی سلیم‌پور و اسماعیل امیری ۱۳۹۵ " بررسی ارتباط ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام با هموارسازی سود" کنفرانس جهانی مدیریت، اقتصاد حسابداری و علوم انسانی در آغاز هزاره سوم ( سال: ۱۳۹۵)
- \* Ahsan Habiba, Mostafa Monzur Hasanb 2017 " Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk" Research in International Business and Finance 39 (2017) 389-405
- \* Bentley, K.A., Newton, N.J., Thompson, A.M., 2015. Business Strategy and Internal Control over Financial Reporting. Working Paper. University of NewSouth Wales.
- \* Bentley, K.A., Omer, T.C., Sharp, N.Y., 2013. Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. Contemp. Account. Res. 30 (2), 780-817.



- \* Chi, J., and M. Gupta. (2009). Overvaluation and Earnings Management. *Journal of Banking and Finance*, 33(9), 1652–1663.
- \* Heng An ,Ting Zhang 2013" Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors" *Journal of Corporate Finance* 21 (2013) 1–15
- \* Hutton, A.P., Marcus, A. J. & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94, 67- 86.
- \* Ittner, C. , and Larcker, D. (1997). Product Development Cycle Time and Organizational Performance. *Journal of Marketing Research*, 34 (1) , 13-23.
- \* Miles, R.E., Snow, C.C., 1978. *Organizational Strategy, Structure, and Process*. McGraw-Hill, New York.
- \* Xu, Nianhang , Xiaorong Li, Qingbo Yuan, Kam C. Chan. (2015). Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China, , *Journal of Corporate Finance* 25, 419-434.
- \* Zhe An, Donghui Li, Jin Yu. (2016). Firm crash risk, information environment, and speed of leverage adjustment, *Journal of Corporate Finance* 31, 132-151

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Ahsan Habiba, Mostafa Monzur Hasanb
- <sup>2</sup> Miles, R.E., Snow, C.C
- <sup>3</sup> Bentley, K.A., Omer, T.C., Sharp, N.Y.,
- <sup>4</sup> Bentley, K.A., Newton, N.J., Thompson,
- <sup>5</sup> Ackoff
- <sup>6</sup> Acomb & Morrissey
- <sup>7</sup> Yuliansyah, Y., Bruce, G. & M. Nafsiah
- <sup>8</sup> Bentley, K.A., Newton, N.J., Thompson, A.M
- <sup>9</sup> Bentley, K.A., Omer, T.C., Sharp, N.Y
- <sup>10</sup> Miles, R.E., Snow, C.C
- <sup>11</sup> Chi, J., and M. Gupta
- <sup>12</sup> Zhe An, Donghui Li, Jin Yu
- <sup>13</sup> Xu, Nianhang , Xiaorong Li, Qingbo Yuan, Kam C. Chan
- <sup>14</sup> Heng An ,Ting Zhang
- <sup>15</sup> Ahsan Habib
- <sup>16</sup> Ittner, C. , and Larcker, D