

## تاثیر استراتژی کسب و کار بر رابطه بین ریسک پذیری و ارزش شرکت

حامد کارگر

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه پیام نور استان فارس، مرکز اوز (نویسنده مسئول)

hamedkargar37@gmail.com

سمیه زنگنه

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه پیام نور استان فارس، مرکز اوز

S.zangane95@gmail.com

### چکیده

این پژوهش به بررسی تاثیر استراتژی کسب و کار بر رابطه بین ریسک پذیری و ارزش شرکت می‌پردازد. پژوهش حاضر از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی از نوع تحقیقات علی (پس رویدادی) می‌باشد. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۲۵ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب و در دوره‌ی زمانی ۷ ساله بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ مورد تحقیق و بررسی قرار گرفتند. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای بوده و برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندگانه با الگوی داده‌های تابلویی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین ریسک پذیری و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و نیز استراتژی کسب و کار (تدافعی) بر رابطه بین ریسک پذیری و ارزش شرکت تاثیر مستقیم و معنادار دارد. ولی تاثیر استراتژی کسب و کار (تهاجمی) بر رابطه بین ریسک پذیری و ارزش شرکت معکوس و معنادار است. **واژگان کلیدی:** استراتژی کسب و کار، ریسک پذیری، ارزش شرکت.

### مقدمه

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 شرکت و تاثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به سزایی دارد. (پورزمانی و خریدار، ۱۳۹۲). 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 شرکت و تاثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به سزایی دارد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). از طرفی تصمیم‌های مالی باید براساس ریسک و بازده انجام شود. یعنی در یک سطح مشخص بازده،

کمترین ریسک و در یک سطح مشخص ریسک، بیشترین بازده را نصیب سرمایه‌گذار کنند (مارکویتز<sup>۱</sup>، ۱۹۵۹). امروزه دغدغه بسیاری از مدیران سرمایه‌گذاری، دقت در برآورد ریسک و در پی آن، مدیریت ریسک جهت کاهش آن به حداقل ممکن است. دقت در برآورد ریسک به اندازه‌ای با اهمیت است که اشتباه در برآورد آن موجب زیان‌های فاجعه‌آمیزی می‌شود. اما با توجه به مشکلات غیر قابل اغماضی که مقیاس‌های سنتی ریسک شامل معیارهای حساسیت و نوسان همچون دیرش، ضریب بتا، واریانس و انحراف معیار دارند، نمی‌توان در همه شرایط بخصوص در بازار امروزه به دلیل پیچیدگی بر آنها تکیه کرد. در نتیجه استفاده از این معیارها، انحراف در تصمیمات سرمایه‌گذاری را موجب می‌شود. در این میان مفهوم ارزش در معرض ریسک که بدترین زیان مورد انتظار را محاسبه می‌کند، می‌تواند معیار مناسبی برای برآورد ریسک مدنظر مدیران سرمایه‌گذار باشد. به جرأت می‌توان گفت که ارزش در معرض ریسک یکی از پرکاربردترین معیارها در سال‌های اخیر به جهت مفهوم گسترده آن در جهت پاسخگویی به نیازهای متنوع مدیران بوده است (رستمی و نیک‌نیا، ۱۳۹۱). از سوی دیگر با وجود فعالیت‌های همزمان بخش‌های مختلف سازمان، هنوز دو فعالیت مهم و اساسی مالی و استراتژی در بیشتر بخش‌های سازمان، به صورت منفرد و جدای از هم شکل می‌گیرد. تصمیمات و فعالیت‌های مربوط به این دو حوزه توسط کارشناسان متفاوت از هم در گروه‌های کاری متفاوت ایجاد می‌شود که نتیجه آن معمولاً پیگیری اهداف و استانداردهای متفاوت و حتی متضاد بوده است. (بقایی و همکاران، ۱۳۸۸). در بحث‌های جدید استراتژی و مالی شرکت‌ها، مدیران و استراتژیست‌ها به دنبال تلفیق این دو حوزه‌اند تا با ایجاد استراتژی مالی و از طریق ایجاد ارتباط بین استراتژی‌های مهم سازمان و فعالیت‌های مالی در یک شرکت، به هدف اجرای تصمیم‌گیری‌های بهتر و مؤثرتر در سازمان نزدیک شوند. نتایج قابل انتظار از این رویکرد عبارت است از: ۱) دستیابی به استراتژی‌ای که به صورت روشن تولیدات آتی را هدایت می‌کند. ۲) تصمیمات مناسب تجاری که به صورت کاراتری منابع کمیاب را برای اجرای نوآوری‌های استراتژیک تخصیص می‌دهد. ۳) ملاک و معیار مناسبی برای ارزیابی عملکرد سازمان ارائه می‌دهد.

با توجه به مطالب فوق پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به این سوال است که: استراتژی کسب و کار بر رابطه بین ریسک پذیری و ارزش شرکت چه تاثیری دارد؟

### چارچوب نظری پژوهش

ارزش‌گذاری شرکت‌ها از ضروریات برنامه‌ریزی برای مدیران و سرمایه‌گذاران است. ارزش‌گذاری نمایانگر چگونگی تاثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها است. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتبار دهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تاثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به‌سزایی دارد (پورزمانی و خریدار، ۱۳۹۲). برنامه‌ریزی استراتژیک چیز جدیدی نیست. حدود سه دهه قبل، آکف<sup>۲</sup> درباره برنامه‌ریزی شرکت‌ها مطالبی را نوشت و به تبع آن آکومب و مورسیسی<sup>۳</sup> نیز مبحثی را به ادبیات مربوط اضافه نمودند. برایشون<sup>۴</sup> توجه‌اش را بر روی بخش غیر انتفاعی متمرکز کرد. مینتزرگ<sup>۵</sup> در سال ۱۹۹۴ عیبی را در فرآیندهای

<sup>1</sup> Markowitz

<sup>2</sup> Ackoff

<sup>3</sup> Acomb & Morrissey

<sup>4</sup> Bryson

<sup>5</sup> Mintzberg

برنامه‌ریزی یافت که اثر محدودی داشت. مولهاری<sup>۶</sup> سودمندی برنامه‌ریزی استراتژیک را در سازمانهای غیر انتفاعی مورد بررسی قرار داده است. 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 نشان می‌دهد سازمان‌هایی 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 خرده فروشی، خدماتی و تولیدی انجام شد، به این نتیجه رسید، 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 (رابینسون<sup>۷</sup>، ۱۹۸۲). 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. آلن به این نتیجه رسید که مدیریت استراتژیک توانسته است عملکرد بسیاری از شرکت‌های بزرگ را بهبود بخشد (آلن<sup>۸</sup>، ۱۹۸۵).

### پیشینه پژوهش

حیب و حسن<sup>۹</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی نشان دادند که استراتژی مدیریتی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر دارد و چنین تأثیری در شرکت‌های تهاجمی به صورت افزایشی و در شرکت‌های تدافعی، به صورت کاهش می‌باشد.

نورالحق و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۳) در تحقیقشان با عنوان استراتژی مدیریتی و کیفیت سود بیان می‌کنند که شرکت‌های با استراتژی تدافعی با سطوح بالایی از مدیریت سود و شرکت‌های با استراتژی آینده‌نگر با سطوح بالایی از محافظه‌کاری حسابداری مرتبط هستند.

بنتلی و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۲) در تحقیقی به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با استراتژی 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 استراتژی آینده‌نگر با سطوح پایین‌تری از عدم تقارن اطلاعاتی در مقایسه با شرکت‌های با استراتژی تدافعی مرتبط هستند.

<sup>6</sup> Mulhare

<sup>7</sup> Robinson

<sup>8</sup> Allen

<sup>9</sup> Habib & hasa

<sup>10</sup> Nurul Houqe

<sup>11</sup> Bentley et al

مارتینز سولا و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین مدیریت وجه نقد و ارزش شرکت پرداختند. آنها ابتدا به آزمون تجربی سطح بهینه وجه نقد برای حداکثر کردن ارزش شرکت پرداختند. ثانيا نشان دادند که انحراف از سطح مطلوب وجه نقد باعث کاهش ارزش می‌شود. نتایج آنها نشان داد که رابطه مقعر بین مدیریت وجه نقد و ارزش شرکت وجود دارد.

اتوکایت و مولای<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۰) به بررسی تاثیر وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش بر ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار فرانسه پرداخت. آنها بیان کردند که اگر چه شرکت‌ها هر روز برای برنامه ریزی کوتاه‌مدت تصمیم‌گیری می‌کنند اما موضوع ارزش شرکت مقوله‌ای است که در زمره برنامه‌های بلندمدت شرکت‌ها مطرح می‌شود. شواهد بدست آمده اثبات کرد که سهامداران وجه نقد نگهداری شده و سرمایه در گردش را کمتر از واقعیت ارزیابی می‌کنند.

علی شاه و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۹) مطالعه‌ای در خصوص ارزش شرکت و هزینه تبلیغات انجام دادند. نتایج نشان داد که بین هزینه تبلیغات و ارزش شرکت رابطه معنادار مثبت وجود دارد. همچنین، نتایج نشان داد که اختلاف کمی بین هزینه تبلیغات و اندازه شرکت نسبت به ارزش بازار وجود دارد.

تنانی و محب خواه (۱۳۹۳) در پژوهشی نشان دادند که میزان مدیریت سود در شرکت‌های تدافعی نسبت به شرکت‌های تهاجمی (پیشگام) بیشتر است. همچنین، نتایج بیانگر آن است. نتایج حاکی از آن است که محیط اقتصادی بر رابطه بین راهبردهای تجاری شرکت و بازده سهام آن مؤثر نیست.

ستایش و نمازی (۱۳۹۴) در پژوهشی نشان دادند که بین تغییرات دارایی‌های نامشهود و تغییرات سود کوتاه مدت و بلند مدت، بازده دارایی‌ها و تغییرات ارزش شرکت رابطه معنادار وجود ندارد.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ روش گردآوری اطلاعات، به صورت کتابخانه‌ای صورت می‌گیرد. مبانی نظری از کتب و مجلات، مقالات، پایان‌نامه‌های تخصصی فارسی در زمینه مالی و حسابداری گردآوری شده است. در این تحقیق جهت گردآوری اطلاعات از بانک‌های اطلاعاتی، اسناد، سوابق و گزارش‌های حسابرسی شرکت‌ها و صورت‌های مالی و سایر اسناد و مدارک و یادداشت‌های همراه برگرفته از آرشیو بورس اوراق بهادار تهران (سایت کدال) و نرم‌افزار ره‌آورد نوین می‌باشد. این تحقیق از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیلی - علی از نوع میدانی بوده و از حیث هدف کاربردی و از حیث روش توصیفی - همبستگی قلمداد می‌گردد.

در این تحقیق جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک (غربالگر) استفاده شده است. دلیل استفاده از این روش و تعریف چنین شرایطی همگون نمودن نمونه آماری با کل جامعه و امکان تعمیم نتایج حاصل از آزمون‌ها به جامعه آماری می‌باشد. کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند (در طی بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶) به‌عنوان نمونه انتخاب می‌شود:

۱- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

۲- در طی دوره مورد بررسی (۱۳۹۰-۱۳۹۶) تغییر سال مالی نداشته باشد.

۳- اطلاعات مالی آن قابل دسترس باشد.

<sup>12</sup> Martinez-Sola et al

<sup>13</sup> Autukaite & Molay

<sup>14</sup> Ali Shah

- ۴- جزء شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها، مؤسسات مالی) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشد.  
 ۵- اطلاعات موردنیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد.  
 ۶- وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشند.

### فرضیه‌ها

- فرضیه اول: بین ریسک پذیری و ارزش شرکت رابطه وجود دارد.  
 فرضیه دوم: استراتژی کسب و کار (تدافعی) بر ارتباط بین ریسک پذیری و ارزش شرکت تاثیر دارد.  
 فرضیه سوم: استراتژی کسب و کار (تهاجمی) بر ارتباط بین ریسک پذیری و ارزش شرکت تاثیر دارد.

### مدلهای رگرسیونی آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل‌های رگرسیون زیر استفاده خواهیم نمود:

فرضیه اول

$$Firm\ Value_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 RISK_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 M/B_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 ROA + \varepsilon$$

فرضیه دوم

$$Firm\ Value_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 STR1_{i,t} + \beta_2 RISK_{i,t} + \beta_3 (STR1 * RISK)_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 M/B_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 ROA + \varepsilon$$

فرضیه سوم

$$Firm\ Value_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 STR2_{i,t} + \beta_2 RISK_{i,t} + \beta_3 (STR2 * RISK)_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 M/B_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 ROA + \varepsilon$$

### تعریف عملیاتی متغیرها

متغیر وابسته: ارزش شرکت (*Firm Value*)

برای سنجش ارزش شرکت به پیروی از گایو و راپوسو<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۰) و آلیانیس و وستون<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۱)، از یکی از رایج‌ترین شاخص‌های ارزش شرکت، یعنی *Q* توبین استفاده شده است. نسبت مذکور از تقسیم ارزش بازار به ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت حاصل می‌شود. مقادیر بزرگتر از یک این نسبت بیانگر استفاده بهینه از دارایی‌های شرکت است. به دلیل دشواری برآورد ارزش بازار بدهی و ارزش جایگزینی دارایی‌ها، برای محاسبه کیوتوبین از مدل ساده شده آن به شرح زیر استفاده می‌شود (نوروش و همکاران، ۱۳۹۴).

$$Q_{i,t} = (BVA_{i,t} + MVE_{i,t} - BVE_{i,t}) / BVA_{i,t}$$

*Q* = مقدار کیو توبین شرکت *i* در سال *t*

*BVA* = ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت *i* در سال *t*

*MVE* = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت *i* در سال *t*

*BVE* = ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت *i* در سال *t*.

<sup>15</sup> Gaio & Raposo

<sup>16</sup> Allayannis & Weston

### متغیر مستقل: ریسک پذیری (*RISK*)

ریسک پذیری شرکت با استفاده از خطای استاندارد (انحراف معیار یا جذر واریانس) بازده روزانه سهام برای دوره یک ساله اندازه گیری می شود (مطابق، ساندرز و همکاران، ۱۹۹۰؛ ارکنس و همکاران<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۲ و ایمهوف و سیوی<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۴). این اندازه گیری هم ریسک سیستماتیک و هم غیر سیستماتیک را در بر می گیرد (کار، ۱۹۹۷).

### متغیر تعدیلگر: استراتژی کسب و کار (*STR*)

در مقاله حاضر برای تعیین نوع استراتژی هر شرکت از سیستم امتیاز دهی ترکیبی ایتنر و لرکر<sup>۱۹</sup> (۱۹۹۷) استفاده می کنیم؛ بدین صورت که برای بدست آوردن امتیازات ترکیبی از پنج نسبت نرخ رشد فروش، هزینه تبلیغات به کل فروش، تعداد کارمندان به فروش، ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن و نسبت دارایی های ثابت به کل دارایی ها استفاده می شود. سیستم امتیاز دهی بدین صورت است که ابتدا شرکت ها را بر اساس چهار نسبت اول به ترتیب از بالا به پایین در پنج گروه تقسیم می کنیم. بدین صورت که شرکتی که در بالاترین پنجگ قرار دارد امتیاز ۵ و شرکتی که در پایین ترین پنجگ قرار می گیرد امتیاز ۱ را کسب می کند و بقیه شرکت ها متناسب با پنج مربوطه امتیاز دهی می شوند. سپس شرکت ها را بر اساس نسبت آخر به پنج گروه تقسیم می کنیم. این بار شرکتی که در بالاترین پنجگ قرار می گیرد امتیاز ۱ و شرکتی که در پایین ترین پنجگ قرار دارد امتیاز ۵ را کسب می کند و بقیه شرکت ها متناسب با پنج مربوطه امتیاز دهی می شوند. در مرحله آخر امتیازات بدست آمده از دو مرحله فوق را با یکدیگر جمع می نماییم تا امتیاز نهایی هر شرکت بدست آید. دامنه امتیازات ترکیبی مجموع پنج نسبت فوق) هر شرکت طی یک سال بین ۵ تا ۲۵ خواهد شد. شرکت هایی که مجموع امتیاز شان در بازه ۵ تا ۱۵ باشد بعنوان شرکت های تدافعی و شرکت هایی که مجموع امتیازشان در بازه ۱۵ تا ۲۵ باشد به عنوان شرکت های تهاجمی تعیین می گردند (ایتنر و همکاران، ۱۹۹۷).

### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (*SIZE*): اندازه شرکت عموماً به عنوان متغیر کنترلی در مطالعات حوزه راهبری شرکتی و ریسک پذیری شرکت ها در نظر گرفته می شود (از قبیل پاثان<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۹؛ لاون و لوین<sup>۲۱</sup>، ۲۰۰۹)؛ زیرا با افزایش اندازه شرکت، احتمال پایش و نیاز به ساز و کارهای کنترلی افزایش می یابد. در این پژوهش این متغیر با استفاده از لگاریتم طبیعی کل دارایی ها اندازه گیری شده است.

ارزش بازار به ارزش دفتری (*M/B*): نسبت ارزش بازار به دفتری به عنوان یک عامل ریسک مهم در حوزه قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای مورد توجه است (برای نمونه، فاما و فرنچ<sup>۲۲</sup>، ۱۹۹۲). هم چنین این معیار به عنوان معیار فرصت رشد مطرح است (باباجانی و همکاران، ۱۳۹۳). و برخی سرمایه گذاری ها در شرکت های با رشد بالا ممکن است در آینده به ثمر ننشینند.

<sup>17</sup> Erkens et al

<sup>18</sup> Imhof & Seavey

<sup>19</sup> Itner & Larcker

<sup>20</sup> Pathan

<sup>21</sup> Laeven & Levine

<sup>22</sup> Fama & French

اهرم مالی ( $LEV$ ): نسبت اهرم مالی به عنوان عامل دیگری که نشانگر ریسک مالی است (مطابق میتون<sup>۲۳</sup>، ۲۰۰۲) در نظر گرفته شد. این نسبت از تقسیم بدهی بر مجموع بدهی به علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان به دست می آید این نوع محاسبه اهرم در مقاله پیترسون و پاملا<sup>۲۴</sup> (۱۹۹۹) به کار رفته است).  
بازده دارایی ها ( $ROA$ ): از طریق نسبت سود خالص قبل از بهره و مالیات بر کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

### یافته‌های پژوهش

به‌منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۲۵ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۷ ساله (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶) می‌باشد. نتایج تحلیل توصیفی داده‌ها را می‌توان در قالب موارد زیر خلاصه نمود:

در جدول (۱) مقدار میانگین برای متغیر ارزش شرکت برابر با (۱,۸۶۲) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. مقدار انحراف معیار برای اندازه شرکت برابر با ۱,۵۲۵ و برای بازده دارایی‌ها برابر است با ۰,۱۵ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. کمترین مقدار برای ریسک پذیری برابر با ۰,۰۰۲ و بیشتر مقدار برابر با ۴,۶۱۳ می‌باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
ارزش شرکت	۸۷۵	۱,۸۶۲	۰,۹۳۸	۰,۳۸۵	۷,۶۴۴
ریسک پذیری	۸۷۵	۰,۷۰۹	۰,۶۹۴	۰,۰۰۲	۴,۶۱۳
اندازه شرکت	۸۷۵	۱۴,۲۱۶	۱,۵۲۵	۱۰,۵۰۴	۱۹,۳۷۴
ارزش بازار به ارزش دفتری	۸۷۵	۳,۳۲۸	۲,۴۴۵	۰,۰۳۴	۱۵,۸۱۹
اهرم مالی	۸۷۵	۰,۵۶۹	۰,۱۹۷	۰,۰۹	۰,۹۹۳
بازده دارایی‌ها	۸۷۵	۰,۱۱۶	۰,۱۵	-۰,۷۸۹	۰,۶۶

### توزیع فراوانی

متغیرهای کیفی متغیرهایی مجازی هستند که عدد صفر یا یک را برمی‌دارند. در پژوهش حاضر نیز، چون متغیر استراتژی کسب و کار، متغیر کیفی است جدول توزیع فراوانی آن بدین صورت است:

جدول (۲): توزیع فراوانی متغیر استراتژی کسب و کار

شرح	فراوانی	درصد فراوانی
استراتژی تدافعی	۵۲۳	۵۹,۷۷
استراتژی تهاجمی	۳۵۲	۴۰,۲۳
جمع کل	۸۷۵	۱۰۰

<sup>23</sup> Mitton

<sup>24</sup> Peterson, Pamela

همان طور که در جدول (۲) قابل مشاهده است، جمع کل شرکت - سال‌های مورد بررسی برابر با ۸۷۵ می‌باشد که تعداد ۵۲۳ شرکت - سال معادل ۵۹,۷۷ درصد دارای استراتژی تدافعی هستند و تعداد ۳۵۲ شرکت - سال معادل ۴۰,۲۳ درصد دارای استراتژی تهاجمی هستند.

### آزمون جارک-برا

نرمال بودن متغیرها (به‌خصوص متغیر وابسته در مدل‌های رگرسیونی)، شرط اولیه انجام کلیه آزمون‌های پارامتریک می‌باشد. با استفاده از آزمون جارک-برا نرمال بودن توزیع متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است که نتایج این آزمون بدین شرح است:

طبق نتایج آزمون جارک-برا (جدول ۳) مشاهده می‌شود که متغیرهای پژوهش از توزیع نرمال برخوردار نیستند. لازم به توضیح است که در جدول ۱۲ آزمون جارک-برا برای بررسی نرمال بودن جملات اخلاص انجام شده است که نتایج نشان می‌دهد خطاهای باقی‌مانده نرمال هستند.

جدول (۳): نتایج آزمون جارک - برا

نام متغیر	تعداد مشاهدات	معناداری جارک-برا	نتیجه
ارزش شرکت	۸۷۵	۰,۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
ریسک پذیری	۸۷۵	۰,۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اندازه شرکت	۸۷۵	۰,۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
ارزش بازار به ارزش دفتری	۸۷۵	۰,۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اهرم مالی	۸۷۵	۰,۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
بازده دارایی‌ها	۸۷۵	۰,۰۰۰۰	توزیع نرمال ندارد

### آزمون مانایی

یکی از شرایط اولیه قبل از برآورد مدل، بررسی مانایی متغیرها می‌باشد. در این پژوهش برای بررسی وجود ریشه واحد در داده‌های پانل از آزمون هاریس استفاده شده است که نتایج آن به صورت جدول شماره ۴، به صورت زیر می‌باشد:

با توجه به جدول شماره فوق مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرها است.

جدول (۴): آزمون مانایی (هاریس) برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
ارزش شرکت	-۱۷,۵۶۲	۰,۰۰۰۰	مانا است
ریسک پذیری	-۲۲,۳۷۴	۰,۰۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	-۱۹,۲۳۵	۰,۰۰۰۰	مانا است
ارزش بازار به ارزش دفتری	-۱۹,۱۲	۰,۰۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	-۹,۶۲۱	۰,۰۰۰۰	مانا است
بازده دارایی‌ها	-۱۰,۰۶۲	۰,۰۰۰۰	مانا است



### آزمون $F$ لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

با توجه به جدول ۵، چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در هر سه مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است، از این رو داده‌های تابلویی (پانل دیتا) در مقابل داده‌های تلفیقی (پول) مورد پذیرش قرار می‌گیرند. همچنین چون سطح معناداری آزمون هاسمن در هر سه مدل کمتر از ۵ درصد است بنابراین بیانگر اثرات ثابت می‌باشند.

جدول (۵): نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون فرضیه		آزمون				فرضیه
		هاسمن		اف لیمر		
		سطح معنی داری	میزان آماره	سطح معنی داری	میزان آماره	
اثرات ثابت	داده‌های تابلویی	۰,۰۰۰۰	۶۷,۸۶	۰,۰۰۰۰	۳,۴۱	فرضیه اول
اثرات ثابت	داده‌های تابلویی	۰,۰۰۰۰	۶۸,۹۱	۰,۰۰۰۰	۳,۳۸	فرضیه دوم
اثرات ثابت	داده‌های تابلویی	۰,۰۰۰۰	۶۶,۴۱	۰,۰۰۰۰	۳,۳۹	فرضیه سوم

### آزمون ناهمسانی واریانس

اگر خطاهای رگرسیون ناهمسان باشند اما محقق بدون در نظر گرفتن این موضوع به فرایند برآورد و استنباط ادامه دهد در این حالت، انحراف معیار می‌تواند اشتباه باشد و بنابراین هرگونه استنباطی که صورت گرفته، می‌تواند گمراه‌کننده باشد بنابراین از آزمون والد تعدیل شده برای بررسی ناهمسانی واریانس جملات اخلاص استفاده شده است. با توجه به جدول (۶)، نشان می‌دهد که سطح معنی داری آزمون والد تعدیل شده کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می‌باشد. که این مشکل در تخمین نهایی مدلها با روش وزن دهی به داده‌ها از طریق دستور  $GLS$  رفع گردیده است.

جدول (۶): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

نتیجه	سطح معنی داری	آماره آزمون	مدل های پژوهش
وجود ناهمسانی واریانس	۰,۰۰۰۰	$1,4e+05$	فرضیه (مدل) اول
وجود ناهمسانی واریانس	۰,۰۰۰۰	$1,4e+05$	فرضیه (مدل) دوم
وجود ناهمسانی واریانس	۰,۰۰۰۰	$1,4e+05$	فرضیه (مدل) سوم

### آزمون خودهمبستگی

مقادیری که متغیرهای توضیحی در مدل به خود می‌گیرند تصادفی هستند، بنابراین مقادیر خطا نیز باید در کل تصادفی باشند. یعنی بین مقادیر جملات خطا همبستگی و ترتیب خاصی وجود نداشته باشد و در طول زمان به‌طور منظم تغییر نکند زیرا اگر چنین باشد، تغییرات جملات خطا تصادفی نبوده و به مقادیر متغیرهای توضیحی وابسته خواهد بود. همبستگی بین مقادیر خطا ممکن است در بین سال‌های مختلف و یا در بین مقاطع مختلف وجود داشته باشد (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

با توجه به نتایج جدول شماره ۷، مشاهده می‌شود که سطح معناداری والدريج برای مدل‌ها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در مدل‌ها می‌باشد. که در تخمین نهایی مدل‌ها این مشکل با دستور *Auto Correlation* رفع شده است.

جدول (۷): نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی

نتیجه	سطح معنی داری	آماره آزمون	مدل‌های پژوهش
وجود خودهمبستگی سریالی	۰,۰۰۰۰	۲۲,۶۸۹	فرضیه (مدل) اول
وجود خودهمبستگی سریالی	۰,۰۰۰۰	۲۲,۵۲۸	فرضیه (مدل) دوم
وجود خودهمبستگی سریالی	۰,۰۰۰۰	۲۲,۶۷۱	فرضیه (مدل) سوم

### آزمون هم خطی

اگر آماره آزمون *VIF* به یک نزدیک بود نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی است. به‌عنوان یک قاعده تجربی مقدار *VIF* بزرگ‌تر از ۱۰ باشد هم خطی چندگانه بالا می‌باشد (سوری، ۱۳۹۰). با توجه به نتایج جدول شماره ۸، مشاهده می‌شود مقادیر عامل تورم واریانس کمتر از عدد ۱۰ می‌باشد که بیانگر عدم وجود هم خطی می‌باشد.

جدول (۸): آزمون هم خطی متغیرها (فرضیه (مدل) پژوهش)

فرضیه			نام متغیر
فرضیه اول	فرضیه دوم	فرضیه سوم	
<i>VIF</i>	<i>VIF</i>	<i>VIF</i>	
۱,۰۱	۱,۱۵	۱,۱۵	ریسک پذیری
---	۱,۲۸	---	استراتژی تدافعی
---	۱,۰۳	---	استراتژی تدافعی × ریسک پذیری
---	---	---	استراتژی تهاجمی
---	---	۱,۰۱	استراتژی تهاجمی × ریسک پذیری
۱,۱۲	۱,۴۱	۱,۴۱	اندازه شرکت
۱,۱۲	۱,۰۱	۱,۰۱	ارزش بازار به ارزش دفتری
۱,۲۹	۱,۳۵	۱,۳۳	اهرم مالی
۱,۲۶	۱,۲۶	۱,۲۶	بازده دارایی‌ها
هم خطی وجود ندارد			نتیجه

### تخمین نهایی مدل‌ها

#### آزمون فرضیه اول

طبق نتایج جدول (۹)، مشاهده می‌شود که ریسک‌پذیری دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد بنابراین می‌توان گفت که بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و فرضیه اول موردپذیرش قرار می‌گیرد ضریب تعیین برابر با ۶۱ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۶۱

درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۳۹۳،۱۵ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

جدول (۹): تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره z	سطح معناداری
ریسک پذیری	۰,۲۶۳	۰,۰۰۷	۳۴,۵۶	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	-۰,۰۳	۰,۰۱۷	-۱,۷۸	۰,۰۷۵
ارزش بازار به ارزش دفتری	۰,۰۰۶	۰,۰۲۳	۰,۲۷	۰,۷۸۸
اهرم مالی	-۱,۵۶۳	۰,۱۲۱	-۱۲,۸۷	۰,۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۰,۸۸۴	۰,۱۵۴	۵,۷۳	۰,۰۰۰
عرض از مبدأ	۲,۱۹۸	۰,۲۵	۸,۷۷	۰,۰۰۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین				۶۱ درصد
آماره والد و معناداری آن				(۰,۰۰۰۰) ۱۳۹۳,۱۵

#### آزمون فرضیه دوم

طبق نتایج جدول (۱۰)، مشاهده می‌شود که استراتژی تدافعی ریسک پذیری دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد بنابراین می‌توان گفت که استراتژی کسب و کار (تدافعی) بر ارتباط بین ریسک پذیری و ارزش شرکت تاثیر مثبت و معنادار دارد و فرضیه دوم مورد پذیرش قرار می‌گیرد ضریب تعیین برابر با ۶۲ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۶۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۵۲۲،۹۹ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

جدول (۱۰): تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره z	سطح معناداری
ریسک پذیری	۰,۰۰۷	۰,۰۰۱	۵,۹۳	۰,۰۰۰
استراتژی تدافعی	۰,۰۰۳	۰,۰۰۳	۰,۹۹	۰,۳۲۴
استراتژی تدافعی ریسک پذیری	۰,۰۰۱	۰,۰۰۰۴	۲,۳۲	۰,۰۲
اندازه شرکت	۰,۰۲۳	۰,۰۰۲	۹,۰۲	۰,۰۰۰
ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰,۰۰۱	۰,۰۰۱	-۱,۰۳	۰,۳۰۱
اهرم مالی	-۰,۲۰۷	۰,۰۱۵	-۱۳,۴۹	۰,۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۰,۰۴۱	۰,۰۰۴	۹,۱۸	۰,۰۰۰
عرض از مبدأ	-۰,۱۴۷	۰,۰۳۶	-۴,۰۱	۰,۰۰۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین				۶۲ درصد
آماره والد و معناداری آن				(۰,۰۰۰۰) ۵۲۲,۹۹

### آزمون فرضیه سوم

طبق نتایج جدول (۱۱)، مشاهده می‌شود که متغیر استراتژی تهاجمی\*ریسک پذیری دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد بنابراین می‌توان گفت که استراتژی کسب و کار (تهاجمی) بر ارتباط بین ریسک پذیری و ارزش شرکت تاثیر منفی و معنادار دارد و فرضیه سوم مورد پذیرش قرار می‌گیرد ضریب تعیین برابر با ۷۷ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۷۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۵۳۳۴٫۲۱ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

جدول (۱۱): تخمین نهایی مدل رگرسیونی سوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره z	سطح معناداری
ریسک پذیری	۰٫۲۵۴	۰٫۰۰۳	۶۶٫۸۷	۰٫۰۰۰
استراتژی تهاجمی	-۰٫۰۰۰۶	۰٫۰۰۱	-۰٫۵۹	۰٫۵۵۵
استراتژی تهاجمی*ریسک پذیری	-۰٫۰۳۲	۰٫۰۱۵	-۲٫۱۶	۰٫۰۳۱
اندازه شرکت	-۰٫۰۲۳	۰٫۰۰۸	-۲٫۸	۰٫۰۰۵
ارزش بازار به ارزش دفتری	۰٫۰۰۴	۰٫۰۰۸	۰٫۵	۰٫۶۱۶
اهرم مالی	-۱٫۳۷۶	۰٫۰۶۲	-۲۲٫۰۱	۰٫۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۱٫۰۲۱	۰٫۰۸۹	۱۱٫۴۴	۰٫۰۰۰
عرض از مبدأ	۱٫۹۹۸	۰٫۱۲۱	۱۶٫۴۵	۰٫۰۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی				
ضریب تعیین	۷۷ درصد			
آماره والد و معناداری آن	۵۳۳۴٫۲۱ (۰٫۰۰۰۰)			

### آزمون نرمال بودن باقی‌مانده‌ها

با توجه به جدول (۱۲) سطح معناداری آزمون بیشتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که متغیر جملات اخلال از توزیع نرمال برخوردار هستند.

جدول (۱۲): نتایج آزمون جارک-برا (فرضیه مدل) پژوهش

نام مدل	تعداد مشاهدات	معناداری جارک-برا	نتیجه
مدل اول	۸۷۵	۰٫۲۹۵۵	توزیع نرمال دارد
مدل دوم	۸۷۵	۰٫۶۵۳۱	توزیع نرمال دارد
مدل سوم	۸۷۵	۰٫۱۲۲۹	توزیع نرمال دارد

### بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش به بررسی تاثیر استراتژی کسب و کار بر ارتباط بین ریسک پذیری و ارزش شرکت در بین شرکت‌های بورسی در دوره ی زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ پرداخته شد. در این راستا استراتژی کسب و کار، ریسک پذیری و ارزش شرکت به طور

خاص به عنوان متغیرهای پژوهش در نظر گرفته شدند. در پژوهش حاضر با توجه به نتایج حاصل از تخمین نهایی فرضیه اول پژوهش می‌توان گفت که بین ریسک پذیری و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنادار به لحاظ آماری وجود دارد. طبق فرضیه دوم می‌توان گفت که استراتژی تدافعی بر ارتباط بین ریسک پذیری و ارزش شرکت تأثیر مثبت و معنادار به لحاظ آماری دارد و در نهایت طبق نتایج آزمون فرضیه سوم می‌توان گفت که استراتژی تهاجمی بر ارتباط بین ریسک پذیری و ارزش شرکت تأثیر معکوس و معنادار به لحاظ آماری دارد. در راستای نتایج حاصل از پژوهش به تحلیل گران پیشنهاد می‌گردد که در تحلیل‌ها و پیش‌بینی‌های خود، تأثیر استراتژی کسب و کار بر ارتباط بین ریسک پذیری و ارزش شرکت را مدنظر قرار دهند و به این مسأله توجه کنند که اگر استراتژی کسب و کار تهاجمی باشد رابطه بین ریسک پذیری و ارزش شرکت را معکوس میکند. همچنین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که به استراتژی تدافعی و تهاجمی شرکت‌ها توجه داشته باشند. چون داشتن استراتژی کسب کار تأثیر معناداری بر ارتباط بین ریسک پذیری و ارزش شرکت گذاشته و رابطه آنها را تعدیل می‌کند. به مالکان و سهامداران نهادی پیشنهاد می‌شود تصمیماتی اتخاذ کنند که جهت بهبود ارزش شرکت، مدیرانی انتخاب کنند که ریسک پذیر هستند. برای پژوهشگران و دانشجویان نیز پیشنهاد می‌شود تأثیر چرخه عمر شرکت بر ارتباط بین ریسک پذیری و ارزش شرکت انجام پذیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ریسک پذیری و ارزش شرکت انجام پذیرد.

## منابع

- ✓ باباجانی، جعفر، تحریری، آرش، ثقفی، علی، بدری، احمد، (۱۳۹۳)، رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و مدیریت سود، پیشرفت‌های حسابداری، شماره ۶، صص ۱-۲۶.
- ✓ بقایی، علی، موسوی، سیدمحمد مهدی، وثوق، بلال. (۱۳۸۸). استراتژی مالی مناسب برای مدیریت ریسک کل هنگام بروز رکود مالی. *اندیشه مدیریت راهبردی*، مقاله ۵، دوره ۳، شماره ۲، صص ۱۲۹-۱۴۸.
- ✓ بنی مهد، بهمن، عربی، مهدی، حسن پور، شیوا، (۱۳۹۵)، اشتباهات رایج در پژوهش‌های تجربی حسابداری، مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، مقاله ۲، شماره ۱، صص ۲۱-۴۵.
- ✓ پورزمانی، زهرا، خریدار، احسان رضا، (۱۳۹۲)، تأثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، شماره ۲۰، صص ۷۹-۹۰.
- ✓ تنانی، محسن، محب خواه، محمد، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین استراتژی کسب و کار با کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پژوهش‌های تجربی حسابداری، مقاله ۶، دوره ۴، شماره ۱ - شماره پیاپی ۱۳، صص ۱۰۵-۱۲۷.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد، اسکندری، هدی، (۱۳۸۷)، بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- ✓ رستمی، علی، نیک نیا، نرگس، (۱۳۹۲)، تأثیر متنوع‌سازی پرتفوی بر ارزش در معرض ریسک در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، شماره ششم، صص ۸۳-۸۸.
- ✓ سوری، علی، (۱۳۹۰)، اقتصاد سنجی: همراه با کاربرد نرم افزار *Eviews 7*، فرهنگ شناسی، صص ۱-۲۷۸.
- ✓ نوروش، ایرج، مومنی یانسری، ابوالفضل، صفری گرایلی، مهدی، (۱۳۹۴)، کیفیت سود و ارزش شرکت: شواهدی از شرکت‌های ایرانی. پژوهش‌های حسابداری مالی، مقاله ۱، دوره ۷، شماره ۴ - شماره پیاپی ۲۶، صص ۱-۱۸.

- ✓ Ali Shah, Syed Zulfiqar; Stark, Andrew W. and Saeed Akbar. (2009). *The Value Relevance of Major Media Advertising Expenditures: Some U.K. evidence. The International Journal of Accounting, Vol. 44, Issue 2, pp. 187-206.*
- ✓ Allayannis, G., and J. Weston. (2001). *The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. The Review of Financial Studies, Vol. 14, Pp. 243-276.*
- ✓ Autukaite, R ; Molay, E. (2010). *Cash Holdings, Working Capital and Firm Value: Evidence From France. International Conference of the French Finance Association, Electronic copy available at: <http://ssrn.com>.*
- ✓ Bentley, K A. , Omer, T. C. and Sharp, N. Y. (2012). *Business Strategy, Financial Reporting Irregularities, and Audit Effort. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1705726> .*
- ✓ Erkens, D, Hung M & Matos P. (2012). *Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. Journal of Corporate Finance, 18: 389-411.*
- ✓ Fama, E. F. and French, K. R. (1992). *The Cross-Section of Expected Stock Returns. Journal of Finance. Vol. 47, No. 2,, pp. 427-465.*
- ✓ Gaio, C., and C.Raposo. (2010). *Earnings Quality and Firm Valuation:International Evidence. Accounting and Finance, Vol. 51, Pp. 467-499.*
- ✓ Habib, Ahsan Hasan, , Mostafa Monzur.(2017). *Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk, Research in International Business and Finance,39, 389-405.*
- ✓ Imhof, M. J. and Seavey S. E. (2014). *Corporate risk-taking, firm value and high levels of managerial earnings forecasts. Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting, 30 (2): 328-337*
- ✓ Ittner, C. , and Larcker, D. (1997). *Product Development Cycle Time and Organizational Performance. Journal of Marketing Research, 34 (1) , 13-23.*
- ✓ Laeven, L., & Levine, R. (2009). *Bank governance, regulation and risk taking. Journal of Financial Economics, 93:259-275.*
- ✓ Markowitz. H, (1959). *Portfolio selection: efficient diversification of investments. Yale university press.*
- ✓ Martinez-Sola, C., Garcia-Teruel, P. J., and Martinez-Solano, P. (2011). *Corporate cash holding and firm value, (Program: PCRTRM 07-10). Research project 08822/PHCS/08. Available At: <http://tandfonline.com>.*
- ✓ Mintzberg, H. & Waters, J., (1985), *Of Strategies, Deliberate and Emergent, Strategic Management Journal, 6 (3), pp. 257- 272.*
- ✓ Mitton, T., (2002), *A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis, Journal of Financial Economics 64, 215-241.*
- ✓ Nurul Houqe, M. , Kerr, M. and Monem, M. (2013). *Business Strategy and Earnings Quality. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2198626>.*
- ✓ Pathan, S. (2009). *Strong boards, CEO power and bank risk-taking. Journal of Banking and Finance, 33(7): 1340-1350.*
- ✓ Peterson, Pamela (1999). *Analysis of Financial Statements. New York: Wiley. p. 92. ISBN 1-883249-59-7.*