

## **The Effect of Business Strategy and Overvalued Equities on Stock Price Crash Risk**

**Zohreh Hajiha\***

\*Department of Accounting, East Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

**Rostam Ranjbar Navi**

\*\* Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

### **Abstract**

Companies generally use prospector and defender strategies. The prospector companies usually tend to keep the bad news thus the level of information asymmetry in the prospector companies is higher than defender ones and the crash risk of stock prices in these companies is higher, as well. Overvalued equities means higher stock market price than its inherent value. The companies whose shares are overvalued are also at crash risk of stock prices. Thus, the aim of this study was to investigate the effect of business strategy and overvalued equities on crash risk of stock prices. In this study, data from 74 firms listed in the Tehran Stock Exchange during the period 2007 to 2016 has been used. The results suggest that business strategies and over valuation of stock prices have a significant positive effect on crash risk. That is in the prospector companies and companies with overvalued stock valuations, crash risk of stock prices is higher. The results also showed that the high stock valuation has not a significant effect on the relationship between business strategy and crash risk.

**Keywords:** Business Strategy, Over-valued Equity, Transparency of Information and Crash Risk.

پژوهش‌های حسابداری مالی  
سال دهم، شماره دوم، پیاپی (۳۶)، تابستان ۱۳۹۷  
تاریخ وصول: ۱۳۹۶/۰۷/۱۵  
تاریخ بازنگری: ۱۳۹۷/۰۵/۱۸  
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۵/۲۸  
صص: ۶۴-۴۵

## تأثیر استراتژی تجاری و بیش‌ارزش‌گذاری سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام

زهره حاجیها<sup>\*</sup>، رستم رنجبرناوی<sup>\*\*</sup>

<sup>\*</sup> دانشیار، حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شرق، تهران، ایران

zhajiha@qdiau.ac.ir

<sup>\*\*</sup> دانشجوی دکتری، حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب، تهران، ایران

r.ranjbarn@yahoo.com

### چکیده

شرکت‌ها عموماً از دو نوع استراتژی تهاجمی و تدافعی استفاده می‌کنند. مدیران شرکت‌های تهاجمی به نگهداشت اخبار بد تمایل دارند؛ بنابراین سطح نبود تقارن اطلاعاتی در این شرکت‌ها بالاتر از شرکت‌های تدافعی است و ریسک سقوط قیمت سهام نیز بیشتر است. شرکت‌هایی هم که سهام آنها بیش‌ارزش‌گذاری می‌شود، در معرض سقوط قیمت سهام هستند. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر استراتژی تجاری و بیش‌ارزش‌گذاری سهام بر ریسک سقوط است. در این راستا، از اطلاعات مالی ۷۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی دوره ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که استراتژی تجاری و بیش‌ارزش‌گذاری سهام اثر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد؛ یعنی در شرکت‌های تهاجمی و شرکت‌هایی که دارای بیش‌ارزش‌گذاری سهام هستند، ریسک سقوط قیمت سهام، بیشتر است. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که بیش‌ارزش‌گذاری سهام اثر معناداری بر رابطه استراتژی با ریسک سقوط سهام ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** استراتژی تجاری، بیش‌ارزش‌گذاری سهام، شفافیت اطلاعاتی، ریسک سقوط قیمت سهام.

## مقدمه

از فرصت‌ها عمدتاً یکی از استراتژی‌های تطبیقی چهارگانه را برمی‌گزینند. آنها سازمان‌ها را براساس نوع استراتژی تطابقی، به چهار دسته مدافعان، مهاجمان یا پیشگامان، تحلیل‌گران و منفعلان تقسیم می‌کنند. سازمان‌های تدافعی با تولید تعداد محدودی از محصولات برای بخش کوچکی از کل بازار بالقوه، ثبات را جست‌وجو می‌کنند.

شرکت‌های تهاجمی یا آینده‌نگر تقریباً قطب مخالف تدافعی‌ها هستند. توانایی آنها شناخت و بهره‌گیری از فرصت‌های بازاریابی و تولید محصولات جدید است. گاهی در اینگونه از سازمان‌ها نوآوری اهمیت بیشتری از سودآوری دارد. جهت‌گیری و استراتژی‌های منتخب سازمانی بر اطلاعات مالی شرکت تأثیرگذار است. تحلیلگران حد وسط مدافعان و مهاجمان قرار می‌گیرند؛ به عبارت دیگر، تحلیلگران حالتی دورگه دارند و بخشی از خصوصیات هر دو گروه تدافعی و تهاجمی در آنها دیده می‌شود. منفعلان از سایر سازمان‌ها متفاوتند و پس از وقوع هر نوع رویداد، واکنش منفعلانه نشان می‌دهند [۱].

مطوری بر پیشینه پژوهش نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های تهاجمی معمولاً علاقه بسیاری به نگهداشت اخبار بد دارند. همچنین ضعف در سیستم کنترل داخلی و موارد فراوان تجدید ارائه صورت‌های مالی در شرکت‌های تهاجمی نشان‌دهنده گزارشگری نادرست این شرکت‌ها است [۱۲]. در مجموع، موارد یادشده به این مفهوم است که سطح عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های تهاجمی بالاتر از شرکت‌های تدافعی است و ریسک سقوط قیمت سهام نیز در شرکت‌های تهاجمی بیشتر است.

سقوط قیمت سهام پدیده‌ای است که معمولاً به علت وجود حباب در قیمت سهام شرکت رخ می‌دهد. این مسئله ناشی از اقدام‌های مدیریتی مانند تعویق در انتشار اخبار بد، تسریع در انتشار اخبار خوب، فرار از مالیات، استمرار پروژه‌هایی با ارزش فعلی منفی، و عدم شفافیت اطلاعات مالی است [۲۱]. در این پدیده قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می‌شود. مدیریت شرکت بر اثر انگیزه‌های خودخواهانه یا خیرخواهانه، با استفاده از سیستم حسابداری اقدام به بیش‌نمایی عملکرد شرکت از راه تعویق در انتشار اخبار بد و نیز تسریع در انتشار اخبار خوب می‌کند. این روند موجب نبود شفافیت اطلاعات مالی و ایجاد حباب در قیمت سهام شرکت می‌شود [۲۸].

بیش‌ارزش‌گذاری سهام به مفهوم بالاتر بودن قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی آن است. برخی از پژوهشگران مطابقت‌نداشتن ارزش ذاتی با قیمت بازار را ناشی از ارزش‌گذاری نادرست در قیمت سهام می‌دانند. اگر قیمت بازار برای اوراق بهادار بسیار بالاتر یا پایین‌تر از ارزش ذاتی باشد، حاکی از آن است که بازار ارزیابی درستی از آن اوراق بهادار انجام نداده است. بیش‌ارزش‌گذاری سهام می‌تواند در بازار نیمه کارا یا کارای ضعیف اتفاق افتد؛ بازاری که مدیران اطلاعات بیشتری از سایر ذی‌نفعان دارند [۱۱]. شرکت‌هایی که دارای بیش‌ارزش‌گذاری هستند، همچنان در معرض خطر سقوط قیمت سهام قرار دارند [۱۶].

مایلز و اسنو [۲۴] در پژوهش خود درباره انواع سازمان‌های مختلف، پی بردند که سازمان‌ها برای کاهش تأثیرپذیری منفی از محیط و افزایش بهره‌مندی

اطلاعات به‌صورت تصادفی وارد بازار می‌شود و فرایند انتشار اطلاعات، بدون توجه به خوب یا بدبودن آن، به‌شکل سیستماتیک انجام می‌شود. در این حالت، اطلاعات منتشرشده دارای توزیع متقارن است و کم‌کم در قیمت سهام منعکس شده، مانع از ایجاد حباب قیمتی و سقوط قیمت سهام می‌شود؛ اما هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران بالاست، هزینه‌های فاش‌نکردن اخبار منفی و انباشت آنها در داخل شرکت کمتر از منافع آن خواهد بود؛ بنابراین مدیر انگیزه می‌یابد تا اخبار منفی را داخل شرکت انباشت کرده، آنها را افشا نکند. این موضوع باعث تعدیل ناگهانی و منفی قیمت سهام شرکت خواهد شد [۲۲].

#### تأثیر استراتژی تجاری و بیش‌ارزش‌گذاری سهام بر ریسک سقوط سهام

پیش‌تر گفته شد که مایلز و اسنو سازمان‌ها را براساس استراتژی تطابقی آنها به چهار نوع تدافعی، تهاجمی یا پیشگام، تحلیلی‌گر و منفعل تقسیم کردند. پورتر [۲۶] هم در نظریه‌اش سه استراتژی کلی را پیشنهاد می‌کند. وی معتقد است که استراتژی‌های یک شرکت برای دستیابی به مزیت رقابتی عبارتند از: رهبری هزینه، تمایز و تمرکز. شرکت‌هایی که استراتژی رهبری هزینه را پذیرفته‌اند، با ایجاد هزینه پایین نسبت به رقبای خود، می‌توانند سهم بازار خود را افزایش دهند. شرکت‌هایی که استراتژی تمایز را به کار می‌گیرند، با فراهم‌کردن محصولات و خدماتی که از کیفیت ممتازی برخوردار هستند و مشتریان به آنها علاقه دارند، به مزیت رقابتی دست می‌یابند. در سومین استراتژی، سازمان با تمرکز بر نوع ویژه‌ای از محصول می‌کوشد تا بر بخش‌هایی خاص از بازار یا گروه‌هایی خاص از خریداران متمرکز شود. شرکت

در این پژوهش دو پرسش اصلی مطرح است: آیا استراتژی تجاری و بیش‌ارزش‌گذاری سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر می‌گذارد؟ و آیا بیش‌ارزش‌گذاری سهام می‌تواند تأثیر معناداری بر رابطه استراتژی تجاری با ریسک سقوط قیمت سهام داشته باشد و این رابطه را تقویت می‌کند؟

#### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

پیش‌تر گفته شد که سقوط قیمت سهام پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می‌شود. بلک و کریستی [به نقل از: ۶] برای توضیح چگونگی بروز این پدیده، نظریه اثر اهرمی را ارائه کردند. طبق این نظریه، کاهش (افزایش) در قیمت سهام یک شرکت اهرم‌های مالی و عملیاتی آن را افزایش (کاهش) می‌دهد و متقابلاً منجر به نوسان بازده سهام می‌شود. این واکنش نامتقارن چولگی منفی بازده سهام را در پی دارد. بلانچارد و واتسون [۱۴] مدل حباب تصادفی قیمت سهام را برای توضیح پدیده چولگی منفی بازده سهام مطرح کردند. براساس نظریه‌های مالی نوین، ارزش یک سهم با جمع ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی آن برابر است. همچنین، بر اساس فرضیه بازار کارا، قیمت سهام در یک بازار کارا برابر یا در محدوده ارزش ذاتی آن در نوسان است؛ گاهی قیمت‌ها بر اثر یک شوک (انتشار اطلاعات جدید و...) و بدون هیچ توجیه بنیادی و اقتصادی افزایش چشمگیری می‌یابند. در ادبیات مالی به این فرایند «حباب قیمتی» گفته می‌شود. براساس این نظریه‌ها، چولگی منفی بازده سهام یا سقوط قیمت آن نتیجه ترکیدن حباب‌های قیمتی است [۲].

عدم تقارن اطلاعاتی نظریه دیگری است که پدیده سقوط قیمت سهام را توجیه می‌کند. گاهی

پرداخت بخشی از حقوق مدیران منوط به سودآوری قراردادهای نوآورانه می‌شود، هزینه‌های نمایندگی بیشتری از طرف مدیران به شرکت تحمیل شده، موجب افزایش مدیریت سود و افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در این شرکت‌ها می‌شود [۱۸].

علت دوم این است که افشای اخبار بد و اخبار مربوط به شکست فعالیت‌های نوآورانه مدیران را ناگزیر به افزایش پاسخگویی می‌کند. آنها باید دلایل شکست را به صورت شفاف برای ذی‌نفعان بیان کنند. گاهی موضوع از پاسخگویی محض فراتر می‌رود و موجب طرح دعاوی و شکایت‌های قانونی علیه مدیران می‌شود [۱۸].

دو مورد بالا بیانگر این است که مدیران شرکت‌های تهاجمی معمولاً تمایل زیادی به نگهداشت اخبار بد دارند، سطح عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های تهاجمی بالاتر از شرکت‌های تدافعی است و ریسک سقوط قیمت سهام نیز در این شرکت‌ها بیشتر است؛ بنابراین احتمال دارد که نوع استراتژی‌ای که شرکت انتخاب و اجرا می‌کند، با ریسک سقوط قیمت سهام رابطه داشته باشد [۲۳].

بیش‌ارزش‌گذاری سهام شکلی از هزینه‌های نمایندگی است که مدیران را به فعالیت‌هایی وامی‌دارد تا بتوانند موضوع بیش‌ارزش‌گذاری سهام را پنهان کنند. این فعالیت‌ها از راه مدیریت سود و ارتکاب تقلب انجام می‌شود. هنگامی که ارزش بازار سهام شرکت بیشتر از ارزش واقعی باشد، احتمال زیادی وجود دارد که تحلیلگران مالی در آینده نزدیک به این موضوع پی ببرند و با تحلیل‌های دقیق قیمت واقعی سهام را مشخص کنند؛ بنابراین مدیران این شرکت‌ها با مدیریت سود و تقلب می‌کوشند تا سود شرکت و ارزش دفتری سهام را افزایش دهند و مانع از کاهش قیمت و سقوط قیمت در آینده نزدیک شوند [۲۰]. اقدامات مدیریت سود فقط خطر سقوط

می‌خواهد از راه کاهش هزینه‌ها یا متمایز کردن محصول و محدود کردن بازار به این هدف دست یابد. در این پژوهش بر دو استراتژی رهبری هزینه و تمایز تأکید می‌شود.

بررسی پیشینه عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های تهاجمی و تدافعی نشان می‌دهد که دو دیدگاه مختلف در این باره وجود دارد. براساس دیدگاه نخست، میزان عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های تهاجمی کمتر از شرکت‌های تدافعی است؛ زیرا شرکت‌های تهاجمی علاقه زیادی به نوآوری و دستیابی به محصولات و برندهای جدید دارند. این موضوع باعث می‌شود که تحلیلگران همواره توجه زیادی به این شرکت‌ها کرده، اطلاعات آنها را به صورت دقیق بررسی و تحلیل کنند. شرکت‌های تهاجمی ناگزیر به افزایش سطح افشای اختیاری اطلاعات هستند. به علت این دو عامل (تمرکز بیشتر تحلیلگران مالی و افزایش افشای اختیاری اطلاعات)، میزان عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های تهاجمی کمتر از شرکت‌های تدافعی است [۱۲].

مطابق دیدگاه دوم، شرکت‌های تهاجمی تمایل به انباشت اخبار بد در شرکت و تأخیر در افشای آنها دارند. این تمایل به چند علت است: نخست اینکه، شرکت‌های تهاجمی از راهبرد تمایز برخوردارند [۱۹]. در این راهبرد، قسمتی از حقوق و مزایا و پاداش مدیران مشروط به نوآوری و ایجاد محصولات جدید است؛ در نتیجه، این استراتژی ریسک زیادی را برای مدیران در پی دارد؛ زیرا نوآوری شاید به شکست محصول جدید در بازار یا مؤثر نبودن هزینه‌های تحقیق و توسعه منجر شود؛ بنابراین، به‌کارگیری استراتژی تمایز در سازمان‌ها انگیزه مدیران را برای دستکاری سود مربوط به فعالیت‌های نوآورانه یا پنهان کردن اخبار بد مربوط به شکست پروژه‌های نوآورانه تقویت می‌کند؛ به عبارت دیگر، زمانی که

قیمت سهام در کوتاه‌مدت را به تأخیر می‌اندازد و در بلندمدت مانع از ریسک سقوط قیمت سهام نمی‌شود؛ بنابراین شرکت‌هایی که دارای بیش‌ارزش‌گذاری هستند، همچنان در معرض خطر سقوط قیمت سهام باقی می‌مانند [۱۶].

پس ممکن است که بیش‌ارزش‌گذاری سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام مؤثر باشد. درنهایت، چون مدیران شرکت‌های تهاجمی برای انتشار اخبار خوب و پنهان کردن اخبار بد درباره اقدامات نوآورانه و ریسک‌آفرین خود بیش از سایر شرکت‌ها تحت فشار هستند، اگر بیش‌ارزش‌گذاری سهام هم رخ دهد، به عدم تقارن اطلاعاتی منتهی می‌شود؛ در نتیجه، مدیران برای تحقق انتظارات بالای سرمایه‌گذاران شرکت‌های اکتشافی پنهان‌کاری بیشتری درباره اخبار بد خواهند داشت و متعاقباً احتمال ریسک سقوط سهام افزایش خواهد یافت.

بر اساس نظریه نمایندگی، افزایش عدم تقارن اطلاعاتی به علت بیش‌ارزش‌گذاری رخ می‌دهد. مدیران شرکت‌های تهاجمی مانع افشای اخبار بد می‌شوند؛ به‌ویژه در محیط‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است، آنها در پنهان‌کاری و تعویق در اعلام اخبار بد درباره شرکت موفق‌تر هستند؛ ولی درنهایت ریسک سقوط سهام بیشتر خواهد شد [۴].

حاجیها [۴] در پژوهشی با نام *راهبرد تجاری تدافعی و اکتشافی، عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط قیمت سهام*، به بررسی تأثیر راهبرد تجاری شرکت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداخت. وی بدین نتیجه رسید که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، راهبرد اکتشافی (تهاجمی) ریسک سقوط سهام را افزایش می‌دهد. وی به‌منظور دستیابی به هدف پژوهش، ۱۱۷ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ را برای نمونه آماری انتخاب

کرد. نتایج نشان داد که راهبرد تجاری اکتشافی (تهاجمی) ریسک سقوط سهام را افزایش می‌دهد و راهبرد تدافعی موجب کاهش این ریسک خواهد شد. همچنین در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی شدید، راهبرد اکتشافی بیش از پیش باعث افزایش ریسک سقوط سهام خواهد شد. حاجیها [۳] در پژوهشی دیگر به بررسی رابطه نوع راهبرد تجاری و سطح افشای اطلاعات مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر عملکرد پرداخت. دوره زمانی مورد مطالعه شامل سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ و نمونه برگزیده متشکل از ۹۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. نتایج نشان داد که راهبردهای رقابتی تأثیر مستقیم و معناداری بر عملکرد دارند. همچنین تأثیر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد، مستقیم و معنادار است؛ اما با افشای بیشتر مسئولیت اجتماعی، راهبرد تمایز نسبت به راهبرد کاهش هزینه تأثیر بیشتری بر عملکرد دارد.

عرب‌صالحی و همکاران [۷] تأثیر بیش‌ارزش‌گذاری سهام بر مدیریت سود را بررسی کردند. آنها از داده‌های ۸۰ شرکت در سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۱ استفاده کردند. نتایج بررسی‌ها نشان داد که بیش‌ارزش‌گذاری سهام تأثیر معناداری بر جریان نقدی عملیاتی غیرعادی، هزینه اختیاری غیرعادی و هزینه تولید غیرعادی (به‌منزله معیارهای مدیریت سود واقعی) دارد. تحقیق دیگری هم از سوی مرادی و سپهوندی [۸] انجام شد که تأثیر استراتژی‌های رقابتی بر پایداری عملکرد مالی و ریسک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نام دارد. آنها از داده‌های ۱۳۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ استفاده کردند. نتایج نشان داد که گرچه به‌کارگیری استراتژی تمایز نسبت به استراتژی رهبری هزینه منجر به عملکرد پایدارتری می‌شود؛ اما

استراتژی تمایز ممکن است با ریسک بیشتری همراه باشد.

حدادیان و همکاران [۵] تأثیر استراتژی‌های تمرکز و تمایز بر عملکرد را، با در نظر گرفتن نقش واسط قابلیت‌های بازاریابی و قابلیت‌های تکنولوژی، بررسی کردند. برای گردآوری اطلاعات از پرسش‌نامه استفاده شد. نتایج نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین تأثیر استراتژی تمرکز و تمایز با در نظر گرفتن نقش واسط قابلیت‌های بازاریابی و قابلیت‌های تکنولوژی بر عملکرد وجود دارد. هنربخش و همکاران [۱۰] در پژوهش خود با نام *تأثیر استراتژی‌های تجاری به موضوع ارتباط اهرم مالی با عملکرد پرداختند*. آنها از داده‌های ۴۵ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ استفاده کردند. نتایج حاکی از آن بود که در هر دو استراتژی، متغیر اهرم مالی رابطه مثبتی با عملکرد شرکت دارد. همچنین در شرکت‌های با استراتژی رهبری هزینه، سود تقسیمی رابطه مثبتی با عملکرد شرکت دارد و در شرکت‌های با استراتژی تمایز محصول، متغیر اندازه شرکت رابطه مثبتی با عملکرد شرکتی دارد؛ اما سود تقسیمی رابطه منفی با عملکرد شرکت دارد.

حبیب و حسن [۱۸] تحقیقی با نام *استراتژی تجاری، بیش‌ارزش‌گذاری سهام و ریسک سقوط قیمت سهام انجام دادند و در بازه زمانی ۱۹۷۴ تا ۲۰۱۲ نمونه‌ای متشکل از ۶۸۶۰۴ شرکت - سال را بررسی کردند*. آنها بدین نتیجه رسیدند که بیش‌ارزش‌گذاری سهام در شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی بیشتر از شرکت‌های تدافعی است و در نتیجه، ریسک سقوط قیمت سهام نیز در این شرکت‌های تهاجمی بیشتر است.

یولیانسایه و همکاران [۲۸] به بررسی رابطه استراتژی تجاری با بهبود عملکرد سازمانی پرداختند.

نتایج نشان داد که استراتژی تجاری بر رابطه سنجش عملکرد استراتژیک یکپارچه نقش تعدیل‌کننده را ایفا می‌کند؛ به عبارت دیگر، انتخاب استراتژی مناسب برای شرکت در محیط رقابتی منجر به بهبود عملکرد استراتژیک یکپارچه هم‌زمان با عملکرد سازمانی می‌شود. وو و همکاران [۲۷] رابطه استراتژی تجاری، رقابت بازار و مدیریت سود را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد که شرکت‌هایی که از راهبرد تجاری رهبری هزینه پیروی می‌کنند، سطوح بالاتری از مدیریت سود واقعی دارند و رقابت بازار باعث افزایش بیشتر مدیریت سود این شرکت‌ها می‌شود؛ در حالی که رقابت بازار بر شرکت‌هایی که راهبرد تمایز را برمی‌گزینند، تأثیر معناداری ندارد.

بتلی و همکاران [۱۳] پژوهشی با نام *تأثیر راهبرد تجاری بر محیط اطلاعاتی* را انجام دادند. آنها براساس تئوری سازمانی توقع داشتند که شرکت‌های تهاجمی در مقایسه با شرکت‌های تدافعی، در محیط اطلاعاتی خود احتمال عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری داشته باشند؛ اما نتایج تحقیق نشان داد که شرکت‌های تهاجمی نسبت به شرکت‌های تدافعی، سطوح پایین‌تری از عدم تقارن اطلاعاتی را دارند. این مسئله ناشی از سطح بالاتر پوشش‌های تحلیلگران شرکت‌های تهاجمی و تمایل خود شرکت‌ها به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری پژوهش و پیشینه آن، فرضیه‌های پژوهش در قالب موارد زیر تدوین شده است:

- ۱- استراتژی تجاری اثر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد؛
- ۲- بیش‌ارزش‌گذاری سهام اثر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد؛

تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵، با برخورداری از دو ویژگی انتخاب شده است. همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دوره مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند بوده است، در دوره مورد بررسی تغییر سال مالی و وقفه معاملاتی بیشتر از یک ماه نداشته‌اند. همچنین نمونه‌های برگزیده جزء شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها و مؤسسات مالی)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های واسطه‌گری مالی نبوده‌اند. پس از اعمال این محدودیت‌ها، ۷۴ شرکت انتخاب و در مجموع، ۷۴۰ سال-شرکت (مشاهده) بررسی شد. برای محاسبه متغیرهای پژوهش از داده‌های سال ۱۳۸۵ نیز استفاده شده است.

### روش اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

#### متغیرهای مستقل پژوهش

استراتژی تجاری (STRATEGY): در این پژوهش اندازه‌گیری استراتژی تجاری با بهره‌گیری از مدل ترکیبی بنتلی و همکاران [۱۳] و مدل حبیب و حسن [۱۸] انجام شده است. پنج معیار برای اندازه‌گیری مطرح شده است که عبارتند از: رشد فروش، نسبت هزینه‌های اداری و فروش، شدت سرمایه، تعداد کارکنان به فروش و انحراف معیار تعداد کارکنان.

در مرحله نخست، میزان رشد فروش هر شرکت نمونه نسبت به سال قبل محاسبه می‌شود. سپس شرکت‌ها با توجه به نسبت محاسبه شده، از بزرگ به کوچک مرتب می‌شوند و با توجه به پنجک‌های آماری، به هر یک از شرکت‌ها نمره ۱ تا ۵ تعلق می‌گیرد. نمره ۵ را شرکتی دریافت می‌کند که بیشترین نسبت را داشته باشد. در مرحله دوم، نسبت هزینه‌های اداری و فروش به مبلغ فروش هر شرکت نمونه

۳- بیش‌ارزش‌گذاری سهام اثر معناداری بر رابطه استراتژی تجاری با ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

### روش پژوهش

پژوهش به روش توصیفی و مبتنی بر تحلیل رگرسیون خطی چندمتغیره صورت گرفته و در آن از تحلیل داده‌های ترکیبی استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز از لوح فشرده تدبیرپرداز و سایت کدال جمع‌آوری شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها با نرم‌افزار ای‌ویوز انجام شده است.

مدل رگرسیونی فرضیه‌های پژوهش که با الگوبرداری از پژوهش حبیب و حسن [۱۸] انجام شده، به شرح رابطه‌های (۱) تا (۳) است:

$$\text{Crash}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Crash}_{it-1} + \alpha_2 \text{Strategy}_{it-1} + \alpha_3 \text{Size}_{it-1} + \alpha_4 \text{Lev}_{it-1} + \alpha_5 \text{SG}_{it-1} + \alpha_6 \text{DAC}_{it-1} + \alpha_7 \text{Ins}_{it-1} + \alpha_8 \text{INST}_{it-1} \quad (1)$$

$$\text{Crash}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Crash}_{it-1} + \alpha_2 \text{TVE}_{it-1} + \alpha_3 \text{Size}_{it-1} + \alpha_4 \text{Lev}_{it-1} + \alpha_5 \text{SG}_{it-1} + \alpha_6 \text{DAC}_{it-1} + \alpha_7 \text{Ins}_{it-1} + \alpha_8 \text{INST}_{it-1} \quad (2)$$

$$\text{Crash}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Crash}_{it-1} + \alpha_2 \text{Strategy}_{it-1} + \alpha_3 \text{TVE}_{it-1} + \alpha_4 \text{TVE}_{it-1} \times \text{Strategy}_{it-1} + \alpha_5 \text{Size}_{it-1} + \alpha_6 \text{Lev}_{it-1} + \alpha_7 \text{SG}_{it-1} + \alpha_8 \text{DAC}_{it-1} + \alpha_9 \text{Ins}_{it-1} + \alpha_{10} \text{INST}_{it-1} \quad (3)$$

در رابطه‌های بالا: CRASH ریسک سقوط قیمت سهام، STRATEGY استراتژی تجاری، TVE اضافه ارزش‌گذاری سهام، SIZE اندازه شرکت، LEV اهرم مالی، SG رشد فروش، DAC اقلام تعهدی اختیاری، INST درصد مالکیت نهادی و  $it-1$  جزء باقیمانده مدل است.

### جامعه آماری

جامعه آماری پژوهش محدود و هدفمند است و از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار



$\ln|NI|_{it}$ : لگاریتم طبیعی قدرمطلق سود خالص شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ :

$I_{t<0}$ : برای قراردادن ارزش سودهای منفی در مدل از متغیر مجازی  $I < 0$  استفاده شده است. در صورتی که شرکت دارای زیان باشد، مقدار  $I$  برابر با عدد یک و در غیر این صورت، صفر است.  $LEV_{it}$  اهرم مالی بازار شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  است که از رابطه (۵) به دست می‌آید.

$$LEV_{it} = 1 - (M_{it}/M_{it} + D_{it}) \quad \text{رابطه (۵)}$$

در رابطه بالا:  $M_{it}$  ارزش بازار سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  و  $D_{it}$  ارزش دفتری بدهی‌های  $i$  در پایان سال  $t$  است.

۲- با استفاده از نتایج رابطه (۴)، مقادیر  $\alpha_{0jt}$ ،  $\alpha_{1jt}$ ،  $\alpha_{2jt}$ ،  $\alpha_{3jt}$  و  $\alpha_{4jt}$  محاسبه و در رابطه (۶) جایگزین می‌شوند تا مقدار  $v(i, \alpha_{jt})$  به دست آید:

$$v(i, \alpha_{jt}) = \alpha_{0jt} + \alpha_{1jt}b_{it} + \alpha_{2jt}\ln|NI|_{it} + \alpha_{3jt}I_{t<0}\ln|NI|_{it} + \alpha_{4jt}LEV_{it} + it \quad \text{رابطه (۶)}$$

$v(i, \alpha_{jt})$  ارزش واقعی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  مبتنی بر ضرایب ارزشیابی صنعت است. بقیه موارد مشابه با رابطه (۴) هستند.

۳- برای محاسبه ضرایب بلندمدت در سطح صنعت از مقادیر  $\alpha_{jt}$  به دست آمده از رابطه رگرسیون‌های سالانه (رابطه (۴)) به شرح رابطه (۷) میانگین گرفته می‌شود تا ضرایب بلندمدت به دست آید:

$$\alpha^{\wedge} = 1/T \alpha_{jt} \quad \text{رابطه (۷)}$$

سپس ارزش واقعی شرکت بر مبنای ضرایب ارزشیابی صنعت در بلندمدت  $(v(\theta_{it}, \alpha_j))$  به شرح رابطه (۸) محاسبه می‌شود:

$$v(i, \alpha_{jt}) = \alpha^{\wedge}_{0jt} + \alpha^{\wedge}_{1jt}b_{it} + \alpha^{\wedge}_{2jt}\ln|NI|_{it} + \alpha^{\wedge}_{3jt}I_{t<0}\ln|NI|_{it} + \alpha^{\wedge}_{4jt}LEV_{it} + it \quad \text{رابطه (۸)}$$

در این رابطه،  $v(i, \alpha_{jt})$  ارزش واقعی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  مبتنی بر ضرایب ارزشیابی صنعت در بلندمدت است. بقیه موارد مشابه با رابطه (۴) هستند.

محاسبه می‌شود. ادامه روند این مرحله مانند مرحله نخست (مرتب‌کردن، اختصاص نمره ۱ تا ۵ و...) است. در مرحله سوم، شدت سرمایه از تقسیم دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌های هر شرکت نمونه محاسبه می‌شود. ادامه روند و توضیحات این مرحله مانند دو مرحله پیش است. در مرحله چهارم، نسبت تعداد کارکنان به فروش هر شرکت نمونه محاسبه می‌شود. ادامه روند این مرحله نیز مشابه با مراحل پیشین است. در مرحله پنجم، انحراف معیار تعداد کارکنان در هر شرکت نمونه محاسبه می‌شود و در ادامه، باز هم روندی مشابه با مراحل قبل انجام می‌شود. در مرحله پایانی، جمع امتیاز هر شرکت محاسبه می‌شود. بیشترین امتیاز ممکن عدد ۲۵ است. این عدد نشان دهنده استراتژی تجاری تهاجمی است. کمترین امتیاز ممکن هم عدد ۵ است که بیانگر استراتژی تجاری تدافعی است؛ به عبارت دیگر، افزایش امتیاز محاسبه شده به معنای آن است که استراتژی تجاری شرکت از حالت تدافعی به حالت تهاجمی تغییر کرده است.

### بیش ارزش گذاری سهام (TVE)

در این پژوهش با بهره‌گیری از مدل رودز و همکاران [۲۵] که برای محاسبه بیش ارزشیابی سهام استفاده می‌شود، مراحل زیر باید به ترتیب اجرا شوند:

۱- مدل ارزش گذاری سهام برای شرکت‌های موجود در هر صنعت به صورت سالانه و به شرح رابطه (۴) استفاده می‌شود.

$$m_{it} = \alpha_{0jt} + \alpha_{1jt}b_{it} + \alpha_{2jt}\ln|NI|_{it} + \alpha_{3jt}I_{t<0}\ln|NI|_{it} + \alpha_{4jt}LEV_{it} + it \quad \text{رابطه (۴)}$$

$m_{it}$ : 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  $t$ :

بخش نخست رابطه (۱۱) مقدار اختلاف ارزش واقعی شرکت با ارزش بازار شرکت (خطای ارزشیابی شرکت) و بخش دوم این رابطه مقدار اختلاف ارزش واقعی شرکت با ارزش بلندمدت شرکت (خطای سری زمانی صنعت) است. این روابط به صورت‌های زیر ارائه شده‌اند:

$$\text{FSE}_{it} = (m_{it} - v_{it, \alpha_{jt}}) \quad \text{رابطه (۱۲)}$$

$$\text{TSSE}_{it} = ((v_{it, \alpha_{jt}}) - v_{it, \alpha_j}) \quad \text{رابطه (۱۳)}$$

در رابطه‌های بالا، FSE خطای ارزشیابی شرکت و TSSE خطای سری زمانی صنعت است.

۵- بیش‌ارزش‌گذاری سهام از مجموع خطای ارزشیابی شرکت (FSE) و خطای سری زمانی صنعت (TSSE) به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{TVE}_{it} = \text{FSE}_{it} + \text{TSSE}_{it} \quad \text{رابطه (۱۴)}$$

در رابطه بالا TVE نشان‌دهنده اضافه ارزش‌گذاری سهام است.

#### متغیر وابسته پژوهش

ریسک سقوط قیمت سهام (CRASH) متغیر وابسته این پژوهش است. برای اندازه‌گیری این متغیر از ضریب چولگی منفی استفاده می‌شود. محاسبه «بازده ماهانه خاص شرکت» گام نخست در این زمینه است. بازده ماهانه خاص شرکت که از رابطه (۱۵) به دست می‌آید، برابر است با لگاریتم طبیعی عدد یک به علاوه عدد باقیمانده  $\varepsilon_{j,t}$ . مقدار باقیمانده  $\varepsilon_{j,t}$  نیز از رابطه (۱۶) محاسبه می‌شود:

$$W_{j,t} = \ln(1 + \varepsilon_{j,t}) \quad \text{رابطه (۱۵)}$$

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t+1} + \beta_5 r_{m,t+2} + \varepsilon_{j,t} \quad \text{رابطه (۱۶)}$$

$W_{j,t}$  بازده ماهانه خاص شرکت،  $r_{j,t}$  بازده سهام شرکت  $j$  در ماه  $t$  و  $r_{m,t}$  بازده ماهانه بازار (براساس شاخص بازار) است.

تفاوت اصلی  $v_{it, \alpha_{jt}}$  با  $v_{it, \alpha_j}$  این است که در محاسبه  $v_{it, \alpha_{jt}}$  از ضرایب سالانه در هر صنعت استفاده می‌شود؛ ولی در محاسبه  $v_{it, \alpha_j}$  از ضرایب بلندمدت (متوسط چندساله) استفاده می‌شود.

۴- چون نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (M/B) معیاری برای ارزشیابی است، می‌توان آن را به دو بخش زیر تقسیم کرد:

$$M/B = M/V \cdot V/B \quad \text{رابطه (۹)}$$

نسبت ارزش بازار به ارزش واقعی (M/V) بیان‌کننده ارزشیابی‌های نادرست است. نسبت ارزش واقعی به ارزش دفتری (V/B) نیز بیان‌کننده فرصت‌های رشد است. شکل لگاریتمی رابطه (۹) به صورت رابطه (۱۰) نیز بیان می‌شود.

$$m-b = (m-v) + (v-b) \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

حروف کوچک، لگاریتم طبیعی از متغیرهای مربوط را نشان می‌دهد.

بخشی از (m-v) در همه شرکت‌های موجود در یک صنعت یا بازار، مشترک است؛ ولی بخش دیگر آن مخصوص شرکت است؛ بنابراین رابطه (۱۰) به صورت زیر هم نوشته می‌شود:

$$m_{it} - b_{it} = (m_{it} - v_{it, \alpha_{jt}}) + ((v_{it, \alpha_{jt}}) - v_{it, \alpha_j}) + ((v_{it, \alpha_{jt}}) - b_{it}) \quad \text{رابطه (۱۱)}$$

حروف  $i, t$  و  $j$  به ترتیب، نشان‌دهنده شرکت، سال و صنعت هستند؛

$m_{it}$  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  $t$ ؛

$v_{it, \alpha_{jt}}$  ارزش واقعی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  مبتنی بر ضرایب ارزشیابی صنعت؛

$v_{it, \alpha_j}$  ارزش واقعی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  مبتنی بر ضرایب ارزشیابی صنعت.

$A_{it-1}$ : ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت  $i$  در پایان سال  $t-1$ ؛

$\Delta REV_{it}$ : تغییر در درآمد فروش شرکت  $i$  مابین سال‌های  $t$  و  $t-1$ ؛

$PPE_{it}$ : اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات ناخالص شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$\varepsilon_{it}$ : تأثیرات نامشخص عوامل تصادفی؛

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ : پارامترهای برآوردشده شرکت  $i$ .

پس از محاسبه پارامترهای  $\alpha_1, \alpha_2$  و  $\alpha_3$  طبق رابطه (۲۰)، اقلام تعهدی غیراختیاری به شرح زیر تعیین می‌شوند:

$$NDA_{it} = \alpha_1 A_{it-1} + \alpha_2 \Delta REV_{it} - \Delta REC_{it} / A_{it-1} + \alpha_3 PPE_{it} / A_{it-1}$$

$NDA$ : اقلام تعهدی غیراختیاری شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$\Delta REC_{it}$ : تغییر در حساب‌های دریافتی شرکت  $i$  بین سال‌های  $t$  و  $t-1$ ؛

$\Delta REV_{it}$ : تغییر در درآمد فروش شرکت  $i$  بین سال‌های  $t$  و  $t-1$ ؛

سرانجام اقلام تعهدی اختیاری ( $DAC$ ) پس از تعیین  $NDA$  به صورت زیر محاسبه می‌شوند [۱۷]:

$$DAC_{it} = (TAC_{it} / A_{it-1}) - NDA_{it} \quad \text{رابطه (۲۱)}$$

$TAC$ : کل اقلام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $E$ : سود خالص شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $OCF$ : جریان‌های نقدی حاصل از عملیات برای شرکت  $i$  در سال  $t$ .  
 پس از محاسبه کل اقلام تعهدی، پارامترهای  $\alpha_1, \alpha_2$  و  $\alpha_3$  برای تعیین اقلام تعهدی غیراختیاری از فرمول زیر برآورد می‌شوند:

پس از محاسبه، ضریب چولگی منفی از رابطه (۱۷) به دست می‌آید [۱۵]:

$$NCSKEW_{jt} = -[N(N-1)^{3/2} \sum_{i=1}^{=12} W_{jt}^3] / [((N-1)(N+1) \sum_{i=1}^{=12} W_{jt}^2)^{3/2}] \quad \text{رابطه (۱۷)}$$

$$NCSKEW_{jt} = -[N(N-1)^{3/2} \sum_{i=1}^{=12} W_{jt}^3] / [((N-1)(N+1) \sum_{i=1}^{=12} W_{jt}^2)^{3/2}]$$

در این رابطه:  $NCSKEW$  ضریب چولگی منفی،  $N$  تعداد دوره‌ها و  $W_{j,t}$  بازده ماهانه خاص شرکت است.

### متغیرهای کنترلی

الف- اندازه شرکت ( $SIZE$ ): براساس لگاریتم جمع دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود؛

ب- اهرم مالی ( $LEV$ ): جمع بدهی‌های بلندمدت تقسیم بر جمع دارایی‌ها؛

ج- رشد فروش ( $SG$ ): براساس درصد تغییرات فروش سال جاری نسبت به سال قبل محاسبه می‌شود؛

د- اقلام تعهدی اختیاری ( $DAC$ ): براساس پژوهش دچاو و دیگران [۱۷]، مدل تعدیل‌شده جونز قوی‌ترین مدل برای اندازه‌گیری اقلام تعهدی اختیاری و مدیریت سود است. در این مدل، نخست همه اقلام تعهدی به شرح زیر محاسبه می‌شوند [۱۷]:

$$TAC_{it} = E_{it} - OCF_{it} \quad \text{رابطه (۱۸)}$$

$TAC$ : کل اقلام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$E$ : سود خالص شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$OCF$ : جریان‌های نقدی حاصل از عملیات برای شرکت  $i$  در سال  $t$ .

پس از محاسبه کل اقلام تعهدی، پارامترهای  $\alpha_1, \alpha_2$  و  $\alpha_3$  برای تعیین اقلام تعهدی غیراختیاری از فرمول زیر برآورد می‌شوند:

$$TAC_{it} / A_{it-1} = \alpha_1 A_{it-1} + \alpha_2 \Delta REV_{it} / A_{it-1} + \alpha_3 PPE_{it} / A_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱۹)}$$

$TAC$ : کل اقلام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی و همبستگی متغیرها

خلاصه وضعیت آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۱) محاسبه شده است:

نگاره ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	ضریب چولگی
STRATEGY <sub>it-1</sub>	۱۵/۰۷۵	۱۵	۲۴	۷	۱/۲۸۷	۰/۱۲۷
CRASH <sub>it</sub>	۰/۱۰۲	۰/۰۷۲	۳/۹۰۲	-۱/۵۴۴	۰/۵۵۱	۲/۱۷۲
CRASH <sub>it-1</sub>	۰/۱۲۶	۰/۰۷۶	۳/۹۰۲	-۲/۳۸۸	۰/۶۴۴	۱/۹۶۷
TVE <sub>it-1</sub>	۰/۰۵۰	۰/۰۴۹	۰/۲۶۳	-۰/۱۲۸	۰/۰۵۴	۰/۱۵۹
SIZE <sub>it-1</sub>	۱۳/۷۹۹	۱۳/۶۹۳	۱۸/۷۳۹	۹/۸۷۹	۱/۴۳۶	۰/۴۲۲
LEV <sub>it-1</sub>	۰/۰۹۲	۰/۰۴۹	۰/۷۹۲	۰/۰۰۶	۰/۱۱۶	۲/۷۴۴
SG <sub>it-1</sub>	۰/۲۳۲	۰/۱۸۱	۳/۱۱۷	-۰/۹۳۱	۰/۴۴۱	۲/۰۵۵
DAC <sub>it-1</sub>	۰/۰۰۱	-۰/۰۲۶	۲/۲۵۹	-۰/۴۶۴	۰/۱۸۹	۳/۶۵۰
INST <sub>it-1</sub>	۰/۶۴۷	۰/۷۱۹	۰/۹۶۰	۰/۰۴۲	۰/۲۳۶	-۱/۰۳۳

منبع: یافته‌های پژوهش

در این پژوهش مقدار میانگین متغیر استراتژی تجاری ۱۵/۰۷۵ است. متغیر استراتژی تجاری مقادیری بین ۵ تا ۲۵ دارد. عدد ۵ نشان‌دهنده استراتژی تدافعی و عدد ۲۵ نشان‌دهنده استراتژی تهاجمی است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که به‌طور میانگین، شرکت‌های بررسی شده استراتژی ای بینابین تهاجمی و تدافعی را انتخاب کرده‌اند. ۱۵ عدد میانه این متغیر است که نشان می‌دهد ۵۰ درصد مشاهدات دارای ارزش‌هایی پایین‌تر از این مقدار هستند و ۵۰ درصد دیگر مقادیری بالاتر از آن دارند. حداکثر و حداقل محاسبه شده برای این متغیر ۲۴ و ۷ است. عدد ۲۴ بیانگر استراتژی تهاجمی و عدد ۷ حاکی از استراتژی تدافعی است. مقدار انحراف معیار برای این متغیر ۱/۲۸۷ است که نشان می‌دهد متوسط نوسان از میانگین داده‌ها برای این متغیر ۱/۵۷۰ است. همچنین مقدار ضریب چولگی ۰/۱۲۷ است که نشان‌دهنده چولت به‌راست بودن داده‌ها است که از نظر قرینگی تفاوت کمی با توزیع نرمال دارد.

#### پیش‌فرض‌های رگرسیون

میزان اعتبار مدل‌های برآورد شده به میزان برقراری پیش‌فرض‌های لازم رگرسیون برای برآورد مدل است. مهم‌ترین پیش‌فرض‌ها عبارتند از:

**الف- آزمون نرمال بودن متغیر وابسته:** هنگام انجام دادن این پژوهش، برای تخمین پارامترهای مدل از روش حداقل مربعات استفاده می‌شود. در این روش فرض می‌شود که متغیرهای وابسته پژوهش دارای توزیع نرمال باشد؛ به‌طوری که توزیع غیرنرمال متغیر وابسته منجر به تخطی از مفروضات این روش برای تخمین پارامترها می‌شود و نتایج درستی را ارائه نمی‌دهد؛ بنابراین لازم است که در ادامه، نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته آزمون شود. این آزمون با آماره جاکویو- برا بررسی می‌شود. اگر سطح اهمیت آماره این آزمون بیشتر از ۰/۰۵ باشد، فرض نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته پذیرفته می‌شود. در نگاره (۲) نتایج آزمون جاکویو- برا برای متغیرهای وابسته ارائه شده است.

نگاره ۲- نتایج آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته

نام متغیر	نماد	تعداد	مقدار آماره	سطح معناداری
ریسک سقوط قیمت سهام	CRASH	۷۴۰	۴/۸۴۲	۰/۰۸۸۱

منبع: یافته‌های پژوهش

جدی را یادآور می‌شود و حکایت از آن دارد که ضرایب رگرسیونی مربوطه به علت هم خطی چندگانه به صورت ضعیف برآورد شده‌اند؛ همان‌طور که در نگاره (۳) مقادیر تولرانس و عامل واریانس برای متغیرهای مستقل ارائه شده، میزان تولرانس برای متغیرهای مستقل بیشتر از ۰/۲ و عامل تورم واریانس نیز کمتر از ۵ است؛ در نتیجه، فرضیه نبود هم خطی بین متغیرهای مستقل تأیید می‌شود.

چون سطح معناداری برای متغیر وابسته بیشتر از ۰/۰۵ است، متغیرهای وابسته توزیع نرمال دارد.  
**ب- آزمون هم خطی:** برای تعیین هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی از آماره تولرانس و عامل تورم واریانس (VIF) استفاده می‌شود. حداقل میزان تولرانس برای متغیرهای مدل در منابع آماری ۰/۱ یا ۰/۲ است. تجربیات عملی نشان می‌دهد که اگر VIF بزرگ‌تر از عدد ۵ باشد، یک احتمال وجود دارد. اگر این عدد بزرگ‌تر از ۱۰ باشد، خطاری

نگاره ۳- آزمون هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی

متغیرها	VIF	Tolerance
ریسک سقوط سهام در دوره قبل ( $CRASH_{it-1}$ )	۱/۰۰۷	۰/۹۹۴
استراتژی تجاری در دوره قبل ( $STRATEGY_{it-1}$ )	۱/۰۱۷	۰/۹۸۶
اندازه شرکت در دوره قبل ( $SIZE_{it-1}$ )	۱/۰۰۹	۰/۹۹۳
اضافه ارزش گذاری سهام در دوره قبل ( $TVE_{it-1}$ )	۱/۲۹۸	۰/۷۸۱
حاصل ضرب اضافه ارزش گذاری سهام در استراتژی تجاری در دوره قبل ( $TVE \times STRATEGY_{it-1}$ )	۲/۹۴۳	۰/۳۴۱
اهرم مالی در دوره قبل ( $LEV_{it-1}$ )	۱/۰۴۳	۰/۹۶۸
رشد فروش در دوره قبل ( $SG_{it-1}$ )	۱/۰۳۹	۰/۹۶۷
اقدام تعهدی اختیاری در دوره قبل ( $DAC_{it-1}$ )	۱/۲۴۹	۰/۷۸۹
مالکیت سهام‌داران نهادی در دوره قبل ( $INST_{it-1}$ )	۱/۰۳۱	۰/۹۷۸

منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره (۴) ارائه شده است. با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون در هر سه فرضیه، مشخص می‌شود که بین باقیمانده‌های مدل‌های رگرسیونی خودهمبستگی وجود ندارد.

**ج- آزمون دوربین واتسون:** برای آزمون خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌گردد. اگر مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، بین باقیمانده‌ها خودهمبستگی نوع اول وجود ندارد. خلاصه نتایج این آزمون در

نگاره ۴- آزمون عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها

آماره دوربین واتسون	فرضیه
۲/۱۸۵	فرضیه نخست پژوهش
۲/۱۸۴	فرضیه دوم پژوهش
۲/۱۰۱	فرضیه سوم پژوهش

منبع: یافته‌های پژوهش

زیادبودن همبستگی بین متغیرهای مستقل در یک مدل رگرسیون احتمالاً منجر به مخدوش شدن نتایج می‌شود. منظور از همبستگی بالا، همبستگی شدید یا بیش از ۰/۵۰ است.

نگاره ۵- نتایج آزمون ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل و کنترلی

	CRASH <sub>it-1</sub>	STRATEGY <sub>it-1</sub>	TVE <sub>it-1</sub>	SIZE <sub>it-1</sub>	LEV <sub>it-1</sub>	SG <sub>it-1</sub>	DAC <sub>it-1</sub>	INST <sub>it-1</sub>
CRASH <sub>it-1</sub>	۱							
STRATEGY <sub>it-1</sub>	۰/۱۵۵	۱						
TVE <sub>it-1</sub>	-۰/۱۱۳	-۰/۱۷۰	۱					
SIZE <sub>it-1</sub>	۰/۰۵۶	-۰/۱۲۳	۰/۱۵۰	۱				
LEV <sub>it-1</sub>	۰/۳۵۰	۰/۲۶۵	-۰/۲۵۰	۰/۰۲۴	۱			
SG <sub>it-1</sub>	-۰/۱۰۲	۰/۰۴۷	۰/۰۰۹	۰/۰۰۶	-۰/۰۰۹	۱		
DAC <sub>it-1</sub>	-۰/۱۶۱	-۰/۰۶۱	۰/۰۳۳	۰/۰۱۰	-۰/۱۷۳	۰/۱۹۶	۱	
INST <sub>it-1</sub>	-۰/۰۲۳	-۰/۰۹۷	۰/۱۵۳	۰/۱۹۳	-۰/۰۴۲	۰/۰۱۳	۰/۰۳۵	۱

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون تعیین نوع داده‌ها

همان‌گونه که در نگاره (۵) مشاهده می‌شود، همبستگی بیشتر از ۰/۵۰ وجود ندارد. بیشترین مقدار همبستگی بین متغیرهای اهرم مالی (LEV<sub>it-1</sub>) و ریسک سقوط قیمت سهام (CRASH<sub>it-1</sub>) وجود دارد که همبستگی مثبت ۳۵ درصدی را بین این دو متغیر نشان می‌دهد.

همان‌طور که در نگاره (۶) مشاهده می‌شود، در تمام فرضیه‌های پژوهش، سطح معناداری از آزمون اف-لیمر بیشتر از ۰/۰۵ است و داده‌ها از نوع ترکیبی هستند. با توجه به این نوع از داده‌ها، از آزمون هاسمن استفاده نشده است.

نگاره ۶- نتایج آزمون اف-لیمر

احتمال	آماره	فرضیه
۰/۷۵۹۰	۰/۸۷۵	فرضیه نخست پژوهش
۰/۲۲۰۸	۱/۱۳۲	فرضیه دوم پژوهش
۰/۰۹۲۴	۱/۲۴۲	فرضیه سوم پژوهش

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه‌های پژوهش

محاسبه‌شده در نگاره (۷) (معناداری مدل ۰/۰۰۰۰)، مشخص می‌شود که مدل معنادار بوده، حداقل یکی از ضرایب مدل رگرسیونی مخالف صفر است. نکته

الف- فرضیه نخست: برای بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده می‌شود. با توجه به احتمال آماره F

قیمت سهام دارد؛ نتیجه آنکه، وقتی استراتژی تجاری شرکت‌ها به سمت تهاجمی (عدد ۲۵ بیانگر استراتژی تهاجمی و عدد ۵ حاکی از استراتژی تدافعی است) می‌رود و استراتژی تجاری شرکت‌ها از حالت تدافعی به حالت تهاجمی (آینده‌نگر) تغییر می‌کند، احتمال سقوط قیمت سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد؛ پس فرضیه نخست پژوهش تأیید می‌شود.

دیگر اینکه، سطح معناداری متغیر مستقل استراتژی تجاری (STRATEGY<sub>it-1</sub>) برابر با ۰/۰۱۱۷ (کمتر از ۰/۰۵) است؛ بنابراین نتایج مدل نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، استراتژی تجاری اثر معناداری بر متغیر وابسته ریسک سقوط قیمت سهام دارد. همچنین به علت اینکه ضریب متغیر مستقل مثبت و برابر با ۰/۰۱۵ است، استراتژی تجاری اثر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته ریسک سقوط

نگاره ۷- نتایج آزمون معناداری مدل رگرسیون فرضیه اول

متغیرها	ضرایب مدل	آماره t	معناداری
مقدار ثابت مدل	-۰/۷۱۷	-۳/۴۷۵	۰/۰۰۰۵
ریسک سقوط سهام در دوره قبل (CRASH <sub>it-1</sub> )	۰/۲۰۸	۶/۷۰۱	۰/۰۰۰۰
استراتژی تجاری در دوره قبل (STRATEGY <sub>it-1</sub> )	۰/۰۱۵	۲/۵۲۸	۰/۰۱۱۷
اندازه شرکت در دوره قبل (SIZE <sub>it-1</sub> )	۰/۰۳۶	۲/۷۸۵	۰/۰۰۵۵
اهرم مالی در دوره قبل (LEV <sub>it-1</sub> )	۰/۹۵۴	۵/۵۵۱	۰/۰۰۰۰
رشد فروش در دوره قبل (SG <sub>it-1</sub> )	-۰/۰۶۵	-۱/۵۲۵	۰/۱۲۲۶
اقدام تعهدی اختیاری در دوره قبل (DAC <sub>it-1</sub> )	۰/۳۰۰	۲/۹۵۴	۰/۰۰۳۲
مالکیت سهام‌داران نهادی در دوره قبل (INST <sub>it-1</sub> )	-۰/۰۲۹	-۰/۳۸۴	۰/۷۰۰۹
ضریب تعیین مدل (R <sup>2</sup> )	۰/۲۴۳	معناداری مدل	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده مدل (Adj-R <sup>2</sup> )	۰/۲۲۶	دوربین واتسون	۲/۱۸۵
نیکیویی برازش مدل (آماره F)	۱۴/۵۵۸	تعداد مشاهدات	۷۴۰

منبع: یافته‌های پژوهش

همچنین به علت اینکه ضریب متغیر مستقل مثبت و برابر با ۰/۹۳۴ است، مشخص می‌شود که اضافه ارزش‌گذاری سهام اثر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته ریسک سقوط قیمت سهام دارد؛ در نتیجه، هنگامی که مقدار خطای اضافه ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد و ارزش بازار سهام شرکت‌ها بیشتر از ارزش واقعی آنها می‌شود، احتمال سقوط قیمت سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد؛ پس فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود.

ب- فرضیه دوم: با توجه به احتمال آماره F محاسبه‌شده در نگاره (۸) (معناداری مدل ۰/۰۰۰)، مشخص می‌شود که مدل معنادار بوده، حداقل یکی از ضرایب مدل رگرسیونی مخالف صفر است. سطح معناداری متغیر مستقل اضافه ارزش‌گذاری سهام (TVE<sub>it-1</sub>) برابر با ۰/۰۰۸۱ (کمتر از ۰/۰۵) است؛ بنابراین نتایج مدل نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، اضافه ارزش‌گذاری سهام اثر معناداری بر متغیر وابسته ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

نگاره ۸- نتایج آزمون معناداری مدل رگرسیون فرضیه دوم

$$\text{Crash}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Crash}_{it-1} + \alpha_2 \text{TVE}_{it-1} + \alpha_3 \text{Size}_{it-1} + \alpha_4 \text{Lev}_{it-1} + \alpha_5 \text{SG}_{it-1} + \alpha_6 \text{DAC}_{it-1} + \alpha_7 \text{Ins}_{it-1} + \epsilon_{it-1}$$

معناداری	آماره t	ضرایب مدل	متغیرها
۰/۰۱۲۲	-۲/۵۱۲	-۰/۴۵۶	مقدار ثابت مدل
۰/۰۰۰۰	۶/۸۲۶	۰/۲۱۱	ریسک سقوط سهام در دوره قبل (CRASH <sub>it-1</sub> )
۰/۰۰۸۱	۲/۶۵۳	۰/۹۳۴	بیش‌ارزش‌گذاری سهام در دوره قبل (TVE <sub>it-1</sub> )
۰/۰۱۸۲	۲/۳۶۷	۰/۰۳۱	اندازه شرکت در دوره قبل (SIZE <sub>it-1</sub> )
۰/۰۰۰۰	۶/۷۵۴	۱/۱۶۱	اهرم مالی در دوره قبل (LEV <sub>it-1</sub> )
۰/۲۳۳۶	-۱/۱۰۹۲	-۰/۰۵۰	رشد فروش در دوره قبل (SG <sub>it-1</sub> )
۰/۰۰۴۹	۲/۸۲۲	۰/۲۸۵	اقدام تعهدی اختیاری در دوره قبل (DAC <sub>it-1</sub> )
۰/۳۶۶۷	-۰/۹۰۳	-۰/۰۷۰	مالکیت سهام‌داران نهادی در دوره قبل (INST <sub>it-1</sub> )
۰/۰۰۰۰	معناداری مدل	۰/۲۴۴	ضریب تعیین مدل (R <sup>2</sup> )
۲/۱۸۴	دوربین واتسون	۰/۲۲۸	ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل (Adj-R <sup>2</sup> )
۷۴۰	تعداد مشاهدات	۱۴/۶۱۱	نیکیویی برازش مدل (آماره F)

منبع: یافته‌های پژوهش

ج- فرضیه سوم: بیش‌ارزش‌گذاری سهام اثر معناداری بر رابطه استراتژی تجاری با ریسک سقوط قیمت سهام دارد. با توجه به احتمال آماره F در نگاره (۹) (معناداری مدل ۰/۰۰۰)، مشخص می‌شود که مدل معنادار بوده، حداقل یکی از ضرایب مدل رگرسیونی مخالف صفر است.

نگاره ۹- نتایج آزمون معناداری مدل رگرسیون فرضیه سوم

$$\text{Crash}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Crash}_{it-1} + \alpha_2 \text{Strategy}_{it-1} + \alpha_3 \text{TVE}_{it-1} + \alpha_4 \text{TVE}_{it-1} \times \text{Strategy}_{it-1} + \alpha_5 \text{Size}_{it-1} + \alpha_6 \text{Lev}_{it-1} + \alpha_7 \text{SG}_{it-1} + \alpha_8 \text{DAC}_{it-1} + \alpha_9 \text{Ins}_{it-1} + \epsilon_{it-1}$$

معناداری	آماره t	ضرایب مدل	متغیرها
۰/۰۰۲۶	-۳/۰۱۸	-۰/۶۳۵	مقدار ثابت مدل
۰/۰۰۰۰	۷/۸۵۷	۰/۲۴۱	ریسک سقوط سهام در دوره قبل (CRASH <sub>it-1</sub> )
۰/۰۰۰۱	۳/۸۶۵	۰/۰۲۳	استراتژی تجاری در دوره قبل (STRATEGY <sub>it-1</sub> )
۰/۰۰۳۸	۲/۹۰۱	۲/۲۶۲	بیش‌ارزش‌گذاری سهام در دوره قبل (TVE <sub>it-1</sub> )
۰/۰۷۷۰	-۱/۷۷۰	-۰/۰۸۲	حاصل ضرب اضافه ارزش‌گذاری سهام در استراتژی تجاری در دوره قبل (TVE×STRATEGY <sub>it-1</sub> )
۰/۱۸۰۵	۱/۳۴۰	۰/۰۱۷	اندازه شرکت در دوره قبل (SIZE <sub>it-1</sub> )
۰/۰۰۰۰	۵/۷۸۷	۱/۰۳۲	اهرم مالی در دوره قبل (LEV <sub>it-1</sub> )
۰/۱۳۴۱	-۱/۴۹۹	-۰/۰۶۳	رشد فروش در دوره قبل (SG <sub>it-1</sub> )
۰/۰۰۰۳	۳/۶۱۸	۰/۳۶۳	اقدام تعهدی اختیاری در دوره قبل (DAC <sub>it-1</sub> )
۰/۵۹۶۲	-۰/۵۳۰	-۰/۰۴۲	مالکیت سهام‌داران نهادی در دوره قبل (INST <sub>it-1</sub> )
۰/۰۰۰۰	معناداری مدل	۰/۲۰۱	ضریب تعیین مدل (R <sup>2</sup> )
۲/۱۰۱	دوربین واتسون	۰/۱۹۱	ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل (Adj-R <sup>2</sup> )
۷۴۰	تعداد مشاهدات	۲۰/۴۱۸	نیکیویی برازش مدل (آماره F)

منبع: یافته‌های پژوهش



گذاری سهام در استراتژی تجاری معنادار نیست. درباره فرضیه سوم پژوهش هم این نتیجه به دست می‌آید که اضافه ارزش‌گذاری سهام اثر معناداری بر رابطه استراتژی تجاری با ریسک سقوط قیمت سهام ندارد.

### آزمون تحلیل حساسیت

برای اطمینان از نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش، از آزمون روش گشتاورهای تعمیم‌یافته استفاده شد. این روش به دلیل انتخاب متغیرهای ابزاری درست و با اعمال یک ماتریس وزنی، برآورد کننده مناسبی برای وضعیت ناهمسازی واریانس و نیز خودهمبستگی‌های ناشناخته محسوب می‌شود. نتایج آزمون فوق برای فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

چون سطح معناداری متغیر مستقل استراتژی تجاری (STRATEGY<sub>it-1</sub>) برابر با ۰/۰۰۰۱ (کمتر از ۰/۰۵) است و با توجه به مثبت بودن ضریب این متغیر که برابر با ۰/۰۲۳ است، مشخص می‌شود که استراتژی تجاری اثر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته ریسک سقوط قیمت سهام دارد. سطح معناداری متغیر مستقل اضافه ارزش‌گذاری سهام (TVE<sub>it-1</sub>) برابر با ۰/۰۰۳۸ (کمتر از ۰/۰۵) است. با توجه به مثبت بودن ضریب این متغیر که برابر با ۲/۲۶۲ است، مشخص می‌شود که اضافه ارزش‌گذاری سهام اثر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته ریسک سقوط قیمت سهام دارد؛ اما چون سطح معناداری متغیر مستقل حاصل ضرب اضافه ارزش‌گذاری سهام در استراتژی تجاری در دوره قبل (TVE×STRATEGY<sub>it-1</sub>) برابر با ۰/۰۷۷۰ (بیشتر از ۰/۰۵) است، این متغیر حاصل ضرب اضافه ارزش

### نگاره ۱۰- نتایج آزمون تحلیل حساسیت

فرضیه سوم	فرضیه دوم	فرضیه نخست		
		۰/۰۶۰۴۵۴	ضریب	سطح معناداری
		۰/۰۱۶۷۸۷	انحراف استاندارد	مورد مطالعه:
		۳/۶۰۱۲۱۱	آماره t	استراتژی تجاری
		۰/۰۰۰۳*	سطح معناداری	
	۴/۳۹۲۸۴۹		ضریب	سطح معناداری
	۱/۸۹۱۴۶۳		انحراف استاندارد	مورد مطالعه:
	۲/۳۲۲۴۶۱		آماره t	بیش ارزش‌گذاری
	۰/۰۲۰۶*		سطح معناداری	
-۲/۶۰۱۱۴۲			ضریب	سطح معناداری
۱/۵۳۳۲۰۸			انحراف استاندارد	مورد مطالعه:
-۲/۱۲۷۴۰۷			آماره t	استراتژی تجاری ×
۰/۰۳۰۰*			سطح معناداری	بیش ارزش‌گذاری

\* سطح اطمینان ۹۵ درصد

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج آزمون تحلیل حساسیت خود بیانگر نتیجه‌های زیر است:

سطح معناداری و آماره آزمون محاسبه‌شده برای متغیر استراتژی تجاری (فرضیه نخست) بیانگر آن است که استراتژی تجاری اثر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد؛ بنابراین آزمون تحلیل حساسیت نتایج آزمون فرضیه نخست را تأیید کرد.

سطح معناداری و آماره آزمون محاسبه‌شده برای متغیر بیش‌ارزش‌گذاری سهام (فرضیه دوم) بیانگر آن است که بیش‌ارزش‌گذاری سهام اثر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد؛ بنابراین آزمون تحلیل حساسیت نتایج آزمون فرضیه دوم را تأیید کرد.

سطح معناداری و آماره آزمون محاسبه‌شده برای متغیر استراتژی تجاری  $\times$  بیش‌ارزش‌گذاری سهام (فرضیه سوم) بیانگر آن است که بیش‌ارزش‌گذاری سهام اثر معناداری بر رابطه استراتژی تجاری با ریسک سقوط قیمت سهام دارد؛ بنابراین آزمون تحلیل حساسیت نتایج آزمون فرضیه سوم را هم تأیید کرد.

### نتیجه‌گیری

تجزیه و تحلیل فرضیه اول پژوهش درستی آن را تأیید می‌کند؛ بنابراین ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی بیشتر از شرکت‌های تدافعی است؛ زیرا شرکت‌های تهاجمی به دلیل وجود نوآوری‌ها و تکنولوژی‌های نوین می‌توانند مزایای مستمری را به دست آورند و با گذشت زمان عملکرد خود را حفظ کنند.

نظریه انباشته‌کردن اخبار بد زیربنای ریسک سقوط سهام است. براساس این نظریه، انگیزه‌های

مدیریتی برای محدودکردن و جلوگیری از انتشار اخبار بد در یک دوره طولانی احتمال ریسک سقوط سهام را افزایش می‌دهد. وقتی انباشتگی اخبار بد به یک آستانه می‌رسد، ناگهان برای بازار آشکار می‌شود. این موضوع افت بزرگی در قیمت سهام به وجود می‌آورد [۴]. در شرکت‌های تهاجمی مدیران به دنبال توسعه محصول و کشف بازارهای جدید هستند و هزینه‌های تبلیغات و بازاریابی را افزایش می‌دهند. این فعالیت‌ها با ریسک همراه است؛ بنابراین با پیروی از راهبرد رقابتی اکتشافی، ریسک سقوط سهام افزایش می‌یابد؛ اما راهبرد تدافعی مانند یک سپر است و این ریسک را کاهش می‌دهد.

نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه دوم پژوهش بیانگر تأیید این فرضیه است. بیش‌ارزش‌گذاری سهام اثر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط سهام دارد و به موازات افزایش خطای ارزش‌گذاری سهام، خطر سقوط قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد؛ زیرا ممکن است که اضافه ارزش‌گذاری سهام ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر و پنهان‌کردن اخبار بد از سرمایه‌گذاران باشد که در نهایت با مدیریت سود و در کوتاه‌مدت امکان‌پذیر است اما در بلندمدت ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش خواهد داد. نتایج فرضیه سوم بیانگر تأییدنشدن آن است؛ پس می‌توان گفت که بیش‌ارزش‌گذاری سهام اثر معناداری بر رابطه بین استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها ندارد.

نتایج پژوهش حاضر درباره فرضیه‌های نخست و دوم با پژوهش‌های انجام‌شده از سوی حبیب و حسن [۱۸] و درباره فرضیه اول با تحقیق حاجیها [۳] همخوانی دارد. آنها نشان دادند که ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی

گذاران و تحلیلگران مالی پیشنهاد می‌شود که همواره ارزش ذاتی شرکت را با ارزش بازار سهام مقایسه کنند و اگر سهام دارای بیش‌ارزش‌گذاری است، برای فروش آن تصمیم‌گیری کنند.

برای انجام‌دادن پژوهش‌های آتی بهتر است که ابتدا شرکت‌ها را به دو گروه تهاجمی و تدافعی تفکیک کرد. سپس میزان محافظه‌کاری، عدم تقارن اطلاعاتی، شفافیت سود و هم‌زمانی قیمت سهام در این دو گروه بررسی شود. همچنین درباره اثر معیارهای مرتبط با حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر رابطه بین استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام پژوهش شود.

#### منابع

۱. تنانی، محسن و محمد محب‌خواه. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین استراتژی کسب‌وکار با کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره چهارم، شماره ۳، صص ۱۰۵-۱۲۷.
۲. تنانی، محسن، صدیقی، علیرضا و عباس امیری. (۱۳۹۴). بررسی نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره سوم، شماره ۴، صص ۳۱-۵۰.
۳. حاجیها، زهره. (۱۳۹۷). راهبردهای رقابتی، عملکرد شرکت و مسئولیت‌پذیری اجتماعی به عنوان راهبرد سوم. حسابداری مدیریت، دوره یازدهم، شماره ۳۶، صص ۳۱-۴۳.

بیشتر از شرکت‌های تدافعی است. نتیجه دیگر اینکه، بیش‌ارزش‌گذاری سهام در شرکت‌های تهاجمی بیشتر از شرکت‌های تدافعی است؛ پس ریسک سقوط قیمت سهام نیز در این شرکت‌ها بیشتر است. نتیجه آزمون فرضیه سوم با پژوهش حبیب و حسن [۱۸] همخوانی ندارد. این موضوع شاید ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی نسبتاً زیاد در همه شرکت‌های ایرانی (اعم از تدافعی و تهاجمی) نسبت به کشورهای پیشرفته است. چون بیش‌ارزش‌گذاری باعث تفاوت در عدم تقارن اطلاعاتی معنادار بین این دو گروه شرکت نمی‌شود؛ پس باعث افزایش رابطه استراتژی با ریسک سقوط قیمت سهام هم نخواهد شد.

نتایج فرضیه اول نشان داد که استراتژی تجاری اثر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد؛ بنابراین به سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی پیشنهاد می‌شود که هنگام خرید سهام شرکت به نوع استراتژی شرکت‌ها توجه کنند؛ زیرا ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های تهاجمی بیشتر از شرکت‌های تدافعی است. سهام‌دارانی که ریسک بالایی را نمی‌پذیرند، با خرید سهام شرکت‌های دارای استراتژی تدافعی، با ریسک سقوط کمتری مواجه می‌شوند. شناخت استراتژی شرکت باید از راه بررسی ویژگی‌های این شرکت‌ها انجام شود. همان‌گونه که پیش‌تر گفته شد، شرکت‌های تهاجمی محصولات متنوع‌تر، هزینه‌های تحقیق و توسعه و بازاریابی بیشتر، و قیمت و کیفیت محصول بالاتری دارند. همچنین این شرکت‌ها به دنبال انجام‌دادن پروژه‌های ریسک‌آفرین اما پربازده هستند.

نتایج فرضیه دوم پژوهش نیز نشان داد که ارزش‌گذاری بیش از حد سهام اثر مثبت و معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد؛ بنابراین به سرمایه

۴. حاجیها، زهره. (۱۳۹۶). راهبرد تجاری تدافعی و اکتشافی، عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط قیمت سهام. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، دوره هشتم، شماره ۳۱، صص ۷۵-۹۴.
۵. حدادیان، علیرضا، منظمی‌برهانی، مسعود و ابراهیم رحیمی. (۱۳۹۳). تأثیر استراتژی‌های تمرکز و تمایز بر عملکرد با در نظر گرفتن نقش واسط قابلیت‌های بازاریابی و قابلیت‌های تکنولوژی. *اولین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت، حسابداری و علوم اجتماعی*، رشت، صص ۱-۱۰.
۶. دارابی، رؤیا، چناری، حسن و مرجان محمودی‌خاتمی. (۱۳۹۵). تأثیر تخصص در صنعت، دوره تصدی حسابرس و استقلال حسابرس بر ریزش قیمت سهام. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، دوره هشتم، شماره ۳۱، صص ۱۱۹-۱۳۸.
۷. عرب‌صالحی، مهدی، حمیدیان، نرگس و زیبا قجاوند. (۱۳۹۴). تأثیر ارزش‌گذاری بیش از حد سهام بر مدیریت سود واقعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، دوره سوم، شماره ۳، صص ۴۹-۶۶.
۸. مرادی، محمد و سعیده سپهوندی. (۱۳۹۴). تأثیر استراتژی‌های رقابتی بر پایداری عملکرد مالی و ریسک. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، دوره هفتم، شماره ۳، صص ۷۵-۹۰.
۹. مهرانی، ساسان، فعال‌قیومی، علی و محمد مرادی. (۱۳۹۱). رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط‌بودن ارزش اطلاعات حسابداری.
- دانش حسابداری، دوره سوم، شماره ۱۱، صص ۳۱-۵۵.
۱۰. هنربخش، سمیرا، بیرجندی، حمید و مسعود بیرجندی. (۱۳۹۱). بررسی اثر نسبی استراتژی‌های تجاری بر روی ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، دوره پنجم، شماره ۳، صص ۴۷-۵۸.
11. Badertscher, B.A. (2010). Overvaluation and Its Effect on Management's Choice of Alternative Earnings Management Mechanisms. *The Accounting Review*, Vol. 86, No. 5, Pp. 1491- 1518.
12. Bentley, K.A., Newton, N.J. & A.M. Thompson, (2015). *Business Strategy and Internal Control over Financial Reporting*. Working Paper. University of NewSouth Wales, Pp. ۱- 46.
13. Bentley, K.A., Omer, T.C. & B.J. Twedt. (2014). *Does Business Strategy Impact a Firm's Information Environment?* Working Paper. University of New SouthWales, Pp. ۱- ۲۵.
14. Blanchard, Olivier J., & Watson, Mark W. (1982). *Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets*, in Paul Wachtel, ed., *Crises in Economic and Financial Structure*. Lexington MA: Lexington Books, Pp. 295- 315.
15. Chen, J., Hong, H. & J. Stein. (2001). Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, Pp. 345- 381.
16. Chi, J.D. & M. Gupta. (2010). Overvaluation and Earnings Management. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, No. 9, Pp. 1652- 1663.
17. Dechow P., Sloan G. & Sweeney A. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, Pp. 193- 225.
18. Habib, A. & M.M. Hasan. (2017). Business Strategy, Overvalued Equities, and Stock Price Crash Risk. *Research in International Business and Finance*, Vol. 39, No. 1, Pp. 389- 405

- Process*. New York: McGraw-Hill Book Co.
25. Rhodes, K.M., Robinson, D.T. & S. Viswanathan. (2005). Valuation Waves and Merger Activity, the Empirical Evidence. *Journal of Finance and Economics*, No. 77 (3), 561– 603.
26. Porter, M. (2001). Strategy and the Internet. *Harvard Business Review*, Vol. 79, No. 3, Pp. 62- 78.
27. Wu, P., Lei, G. & G. Tingting. (2015). Business Strategy, Market Competition and Earnings Management. *Chinese Management Studies*, Vol. 9, No. 3, Pp. 401 – 424.
28. Yuliansyah, Y., Bruce, G. & M. Nafsiah. (2017). The Significant of Business Strategy in Improving Organizational Performance. *Humanomics*, Vol. 33, No. 1, Pp. 56- 74.
19. Higgins, D., Omer, T.C. & J.D. Phillips. (2015). The Influence of a Firm's Business Strategy on Its Tax Aggressiveness. *Contemporary of Accounting Research*, Vol. 32, No. 2, Pp. 674– 702.
20. Jensen, M. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*, Vol. 34, No. 1, Pp. 5– 19.
21. Kim, J., Li, Y. & L. Zhang. (2011). Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, No. 3, Pp. 639- 662
22. Kothari, S.P., Shu S. & P. Wysocki. (2009). Do Managers Withhold Bad News?. *Journal of Accounting Research*, Vol. 47, Pp. 241– 276.
23. Lee, W. & L.Wang. (2016). Do Political Connections Affect Stock Price Crash Risk? Firm-Level Evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.1, Pp. 1– 34.
24. Miles, R.E. & C.C. Snow. (1978). *Organizational Strategy, Structure, and*

