



## The Role of Strategic Management in Capital Markets in Relation to Income Statement

Vahid Bekhradinasab

### Abstract

Compared to previous decades, the information contents of financial statements have increased significantly over the past decade. The main component of this rise is the disclosure of strategic management in the capital market. Accordingly, this research is aimed at investigating the role of strategic management in the capital market regarding markets' reaction to income statement. Business management strategies were studied from two dimensions: pricing leadership strategy and differentiation strategy and market reaction to income statement using two criteria of accumulated stock return to income statement and reaction of cumulative trading volume to income statement. The statistical population of the study includes all companies listed on Tehran Stock Exchange. The time slot of conducting this research was from 2009 to 2016, and the purposive sampling method included 149 companies. The research was based on multivariate regression using ordinary minimum squares model and combined data. The results indicated that management cannot change the reaction of stock accumulated returns to income statement by resorting to price leadership and differentiation strategy. However, management is able to change the company's trading volume by adopting business strategies. Moreover, management increases the volume of transactions by adopting a price leadership strategy, and reduces the volume of transactions by adopting a differentiation strategy. As a result, it is recommended that companies use a pricing leadership strategy to increase trading volume because adopting a price leadership strategy draws the attention of the capital market towards the company. This study helps companies to raise the level of market knowledge and strategic management theory. The results also showed that the reaction of the capital market to the income statement will be predictable through the adoption of pricing and differentiation leadership strategies. Accordingly, the researcher suggest that transparency and increasing financial and economic intelligence of companies by the Securities Exchange Organization be enhanced for the fulfillment of recommendations for the country's financial and economic system, especially the capital market, which plays an important role in macroeconomics and to disclose detailed information of the business strategies of the companies in the Codal website and other indexes, for attracting present and potential investors and shareholders.

**Keywords:** strategic management; price leadership strategy; differentiation strategy; market reaction to income statement.



پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



## نقش مدیریت راهبردی در بازار سرمایه نسبت به اعلان سود

وحید بخردی نسب

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۱/۱۴

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۴/۱۹

### چکیده

محتوای اطلاعاتی صورت‌های مالی در تاریخ اعلان سود به نسبت دهه‌های گذشته به میزان قابل توجهی افزایش یافته است. مؤلفه اصلی این افزایش، افشای مدیریت راهبردی در بازار سرمایه است. راهبردهای کسب‌وکار مدیریتی از دو بعد راهبرد رهبری بها و راهبرد تمایز بررسی شده و واکنش بازار نسبت به اعلان سود با استفاده از دو معیار بازده انباشته سهام به اعلان سود و واکنش حجم تجمعی معاملات به اعلان سود، بررسی شد. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بازه زمانی انجام پژوهش سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ و روش نمونه‌گیری هدف‌مند شامل ۱۴۹ شرکت است. روش اجرای پژوهش مبتنی بر رگرسیون چندمتغیره با الگوی حداقل مربعات معمولی و داده‌های ترکیبی است. شواهد پژوهش حاکی از آن است که مدیریت با اتخاذ راهبرد رهبری بها و تمایز، واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود را نمی‌تواند تغییر دهد، لیکن مدیریت با اتخاذ راهبردهای کسب‌وکار، حجم معاملات شرکت را تغییر می‌دهد. مدیریت با اتخاذ راهبرد رهبری بها، حجم معاملات را افزایش و با اتخاذ راهبرد تمایز، حجم معاملات را کاهش می‌دهد. در نتیجه، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها برای افزایش حجم معاملات، از راهبرد رهبری بها استفاده نمایند؛ زیرا اتخاذ راهبرد رهبری بهای محصولات، توجه بازار سرمایه به شرکت را برجسته می‌نماید. مطالعه حاضر به ارتقای سطح دانش بازار از راهبردهای کسب‌وکار و نظریه مدیریت راهبردی یاری می‌رساند. به‌طور کلی، نتایج نشان داد که واکنش بازار سرمایه نسبت به اعلان سود از طریق اتخاذ راهبردهای رهبری بها و تمایز، قابل پیش‌بینی است. براین اساس، به‌عنوان توصیه‌های اجرایی برای نظام مالی و اقتصادی کشور، علی‌الخصوص بازار سرمایه که سهم مهمی در اقتصاد کلان دارد، پیشنهاد می‌شود که شفافیت و افزایش اشراف اطلاعات مالی و اقتصادی شرکت‌ها توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران در راستای افشای ریز اطلاعات راهبردهای کسب‌وکار شرکت‌ها در تارنمای کدال و دیگر نمایه‌ها جهت جذب سرمایه‌گذاران و سهام‌داران بالفعل و بالقوه دنبال شود.

**کلیدواژه‌ها:** مدیریت راهبردی؛ راهبرد رهبری بها؛ راهبرد تمایز؛ واکنش بازار به اعلان سود

طبقه‌بندی JEL: G12, G14, G29, M40, M41

## مقدمه

با شروع پژوهش‌های بال و بران<sup>۱</sup> (۱۹۶۸) و بیور<sup>۲</sup> (۱۹۶۸) اسناد بزرگی به چارچوب نظری پژوهش‌های مالی مبنی بر اینکه اعلان سود دارای محتوای اطلاعاتی قابل توجهی برای سرمایه‌گذاران است، ارائه شد. پس از پژوهش‌های بال و بران (۱۹۶۸) و بیور (۱۹۶۸) پژوهش‌ها به بررسی این موضوع می‌پردازند که چگونه محتوای اطلاعاتی اعلان سود در هر زمان و در کلیه شرکت‌ها متفاوت است. این مطالعات حاکی از افزایش واکنش بازار به اعلان سود در طی دهه ۱۹۹۰ و اوایل ۲۰۰۰ است. اخیراً بیور و همکاران (۲۰۱۸) طی دو پژوهش مجزا افزایش چشمگیر در واکنش بازار به اعلان سود را به‌عنوان متغیر بودن بازده سهام در اعلان سود نسبت به متغیر بودن بازده سهام در زمان‌های دیگر، بین سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۱ نشان دادند. ولی همچنان جای این سؤال باقی است که چگونه محتوای اطلاعاتی اعلان سود در هر زمان و در کلیه شرکت‌ها متفاوت است. بیور (۲۰۲۰) پاسخ این سؤال را در راهبردهای کسب‌وکار مدیریتی یک شرکت جستجو می‌نماید.

راهبردهای کسب‌وکار مدیریتی، از زمان مطرح‌شدن آن برای اولین بار در ادبیات مدیریت مالی به‌صورت یک اصطلاح عام و معروف، مطرح شده است. همانند سایر مفاهیم موجود در ادبیات مدیریت مالی، راهبردهای مدیریتی نیز به معانی مختلفی به‌کار رفته است. این اصطلاح غالباً به‌جای دو مفهوم سیاست و برنامه‌ریزی به‌کار می‌رود. ولی راهبردهای کسب‌وکار مدیریتی، باید تصویری از آنچه را که واحد تجاری در نظر دارد و در آینده‌ای نه‌چندان دور به آن برسد، برای شرکت فراهم سازد. به‌طور کلی راهبردهای کسب‌وکار شرکت، چارچوبی برای هدایت تصمیم‌هایی است که ماهیت و جهت امور مالی شرکت را تعیین می‌کنند. بنابراین، راهبردهای کسب‌وکار شرکت، مجموعه‌ای پویا و مرتبط به‌هم از واکنش‌ها و پاسخ‌هایی است که براساس شرایط مختلف محیطی و عکس‌العمل‌های سایر سازمان‌های موجود در آن محیط‌ها اتخاذ می‌شوند (مشیکی و همکاران، ۱۳۹۱).

1. Ball & Brown  
2. Beaver

راهبردهای کسب و کار گزینه‌های سرمایه‌گذاری و عملیاتی است که شرکت‌ها برای دستیابی به مزیت رقابتی انجام می‌دهند. راهبردهای کسب و کار منحصر به فرد، برای شرکت‌های خاص است و به شدت بر عملکرد شرکت و محیط اطلاعات تأثیر می‌گذارد (پورتر<sup>۱</sup>، ۱۹۸۰). راهبردهای کسب و کار یک شرکت با گذشت زمان تغییر چندانی نمی‌کند (هامبریک<sup>۲</sup>، ۱۹۸۳) و از این رو، به یک عامل مهم در محیط اطلاعاتی تبدیل می‌شود (بنتلی و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴). بنابراین، چارچوب مفیدی برای درک بهتر تنوع مقطعی در محیط اطلاعات شرکت و تغییر در نتیجه تأثیر اعلامیه‌های تقسیم سود ارائه می‌دهد؛ زیرا سود عنصر اساسی است که تصمیم‌های استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان جهت خرید، فروش، نگهداری سهام و اعطای اعتبار به شرکت‌ها، به اطلاعات نیاز دارند. مهم‌ترین منبع اطلاعاتی جهت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، صورت‌های مالی است. هر تصمیم‌گیرنده عقلایی و منطقی، سرمایه‌گذاری را جهت کسب سود و افزایش آن انجام می‌دهد (عرب‌مازار یزدی و کرانی، ۱۳۹۰).

تصمیم‌های مربوط به سرمایه‌گذاری که شرکت در اتخاذ یک راهبرد کسب و کار خاص، قوانین حسابداری مالی، افشای داوطلبانه و پوشش توسط واسطه‌های اطلاعاتی گرفته شده است، همگی بر اساس راهبردهایی که دنبال می‌کنند، تأثیر متفاوتی در محیط اطلاعات شرکت‌ها دارند. این به نوبه خود ممکن است باعث ایجاد تغییر در سطح مقطع پیش‌بینی در واکنش بازار به اطلاعات جدید موجود در اعلامیه‌های تقسیم سود و اعلان سود شود. بنتلی و همکاران (۲۰۱۴) بیان می‌کنند شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری قابل توجهی در بخش تحقیق و توسعه و سایر دارایی‌های نامشهود دارند، تقارن اطلاعاتی کم‌تری را بین شرکت و سرمایه‌گذاران نشان می‌دهند و به نظر می‌رسد که این امر با افشای داوطلبانه بیشتر و تحلیل‌گر بیشتر به دنبال آن انجام می‌شود. آسدمیر و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) رابطه بین راهبردهای شرکتی و اطلاعات تحلیل‌گر را از نزدیک بررسی

1. Porter
2. Hambrick
3. Bentley et al
4. Asdemir et al

می‌کنند و نشان می‌دهند که خطای میانگین پایین تحلیل‌گر برای تمایزگران از طریق کسب اطلاعات خصوصی بیشتر از طرف تحلیل‌گران فردی انجام می‌شود.

ولی تا به امروز، هیچ پژوهشی تأثیر راهبردهای کسب‌وکار بر نقش اعلان سود حسابداری در تجدیدنظر باورهای سرمایه‌گذاران را بررسی نکرده است. پژوهش‌های پیشین نظیر بیور (۲۰۲۰)، کنتراس<sup>۱</sup> (۲۰۱۹)، بیور و همکاران (۲۰۱۸)، فرناندو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۵)، بارون و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۵)، بارون و همکاران (۲۰۰۵)، کندل و پیرسون<sup>۴</sup> (۱۹۹۵)، بیور (۱۹۶۸) و کیم و ورسچیا<sup>۵</sup> (۱۹۹۱)، بیان می‌کنند که بازارها نسبت به اعلان سود واکنش نشان می‌دهند. باین‌حال، واکنش اعلان سود به محیط اطلاعاتی وابسته است. محیط اطلاعاتی تحت تأثیر راهبردهای کسب‌وکار است (فرناندو و همکاران، ۲۰۱۵). راهبردهای کسب‌وکار یک سازه کلیدی است که بر سایر عوامل مؤثر در فضای اطلاعاتی شرکت‌ها نظیر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، گزارشگری مالی، افشای داوطلبانه و تلاش سرمایه‌گذاران برای جمع‌آوری اطلاعات خصوصی تأثیر می‌گذارد (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۴). راهبردهای کسب‌وکار بر نقشی که اعلان سود در بازخوانی اعتقاد سرمایه‌گذار دارند، به‌طور متوسط و فردی تأثیر می‌گذارد.

پژوهش‌های انجام‌شده در این زمینه، دلایل متعددی را برای واکنش‌های متفاوت بازار در مورد سود گزارش‌شده، مطرح می‌کنند. فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) بیان می‌کنند راهبرد رهبری بها بر واکنش بازار نسبت به اعلان سود مؤثر است. راهبرد رهبری بها بر کاهش هزینه‌ها تمرکز دارد. پورتر (۱۹۸۸) معتقد است که بررسی راهبرد کسب‌وکار شرکت، اطلاعات مفیدی را در مورد روند سودآوری شرکت‌ها ارائه می‌دهد، به‌طوری‌که شرکت‌هایی با راهبرد تمایز نسبت به شرکت‌هایی با راهبرد کاهش هزینه رشد سود پایدارتر و در نتیجه کیفیت سود بالاتری دارند. راهبرد تمایز، شامل راهبرد افزایش درآمدها بدون در نظر گرفتن کاهش هزینه‌ها است. این راهبرد

1. Contreras
2. Fernando et al
3. Barron
4. Kandel & Pearson
5. Kim & Verrecchia

می‌تواند به شکل‌های مختلفی نظیر افزایش در سود عملیاتی، افزایش در سود غیرعملیاتی و... اجرا شوند. بنابراین، می‌توان گفت که راهبردهای کسب‌وکار شرکت یک مجموعه پویا و مرتبط از واکنش‌ها و پاسخ‌هایی است که براساس شرایط مختلف محیطی و عکس‌العمل‌های سایر سازمان‌های موجود در آن محیط‌ها اتخاذ می‌شوند. پس راهبردهای کسب‌وکار شرکت، چارچوبی برای هدایت تصمیم‌هایی است که ماهیت و جهت امور مالی سازمان را تعیین می‌کنند. برداشت مدیران از راهبردهای کسب‌وکار شرکت، برنامه‌ای برای تخصیص منابع مالی است؛ چراکه چنین برنامه‌ای درحقیقت برنامه‌های عملیاتی برای رسیدن به اهداف مالی را برای شرکت مهیا می‌سازد. به اعتقاد فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) واکنش بازده انباشته سهام و حجم تجمعی معاملات به‌عنوان شاخص واکنش بازار نسبت به اعلان سود، متأثر از راهبرد رهبری بها و راهبرد تمایز است. حجم تجمعی معاملات سهام، مورد توجه معامله‌گران و مسئولان بازار است. حجم تجمعی معاملات برای معامله‌گران حائز اهمیت بسیاری است؛ زیرا می‌تواند معیاری برای ارزیابی اعلان سود باشد و به مدیران در اتخاذ تصمیم‌های بهتر سرمایه‌گذاری کمک کند. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای سهام موردنظر قائل می‌شوند، متفاوت خواهد بود. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش موردانتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت (دیاموند و ورسچیا، ۱۹۹۱). در این حالت در شرکت راهبرد تمایز پدیدار می‌شود (فرناندو و همکاران، ۲۰۱۵). ولی بنتلی و همکاران (۲۰۱۴) دریافته‌اند شرکت‌هایی که به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای از هزینه‌های تحقیق و توسعه و دارایی‌های نامشهود (مشابه شرکت‌های تمایز) در سرمایه‌گذاری‌های خود استفاده می‌کنند، کم‌تر دچار عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران می‌شوند. با توجه به اینکه در دنیای واقعی مدیریت باید راهی برای ارتباط‌دادن نظریه‌های مختلف مالی با یکدیگر پیدا کند و این همان نقش راهبردهای کسب‌وکار شرکت می‌باشد، این پژوهش در نظر دارد تا با واشکافی راهبردهای کسب‌وکار شرکت و پدیده واکنش بازار نسبت به اعلان سود به

بررسی این سؤال پردازد که آیا راهبردهای کسب و کار شرکت قادر است بر واکنش بازار نسبت به اعلان سود تأثیر گذارد یا خیر؟ در واقع مسئله این پژوهش پیرامون این مهم است که تصمیم‌هایی که مدیران اتخاذ می‌کنند، منجر به گزارش به‌هنگام یا عدم گزارش به‌هنگام سود می‌شود. در ادامه به بررسی چارچوب نظری پژوهش، ارتباط آنها، پیشینه پژوهش، تعریف عملیاتی متغیرها و مدل پژوهش، جامعه آماری و حجم نمونه و تجزیه و تحلیل داده‌ها و در نهایت به بحث و نتیجه‌گیری فرضیه‌ها پرداخته شده است.

## مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### راهبردهای کسب و کار

مایلز و اسنو<sup>۱</sup> (۱۹۷۸، ۲۰۰۳) سه راهبرد کسب و کار تجاری را تشریح می‌کنند که ممکن است به صورت هم‌زمان در صنایع مختلف وجود داشته باشند. این راهبردها عبارتند از: اداره امور با ریسک بالا، فعالیت محافظه‌کارانه و اقدامات تحلیلی. دلیل وجود هم‌زمان این راهبردها به خاطر تفاوت در مقدار و جهت تغییرات ایجاد شده در ارتباط با محصولات تولیدی و بازارهای فعالیت شرکت‌ها است (هامبریک، ۲۰۰۳). راهبردهای مطرح شده در این شرایط براساس یک طیف مشخص قابل طبقه‌بندی هستند که فعالیت با ریسک بالا در یک سر طیف و فعالیت محافظه‌کارانه در سمت دیگر آن قرار دارد. به این ترتیب، شرکت‌هایی که راهبرد دارای ریسک بالا برای فعالیت خود دنبال می‌کنند، ترکیب محصولات خود را در بازار به سرعت عوض می‌کنند تا به این ترتیب بتوانند پیشرو بودن خود در بازار را با اتخاذ اقدامات نوآورانه حفظ کنند. این شرایط در حالی است که شرکت‌های محافظه‌کار بر محصولات ثابت و مشخص تمرکز کرده و سعی می‌کنند براساس قیمت و بهای محصول، خدمات ارائه شده و کیفیت با سایر شرکت‌ها در بازار رقابت کنند (حبیب<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). در این شرایط، شرکت‌هایی که در ناحیه وسط این طیف قرار گرفته‌اند، رویکرد تحلیل داشته و از هر دو ویژگی‌های شرکت‌های دارای سطح ریسک بالا و شرکت‌های

1. Miles & Snow

2. Habib



محافظه کار در فعالیت خود استفاده می‌کنند (مایلز و اسنو، ۱۹۷۸، ۲۰۰۳)، ولی طبق چارچوب ارائه شده در پژوهش پورتر (۱۹۸۰) یک شرکت می‌تواند با پیروی از هر دو راهبرد تمایز یا رهبری بها، به مزیت رقابتی دست یابد. در این بخش به بررسی نظری این دو راهبرد پراخته شده است.

### راهبرد رهبری بها

بر اساس چارچوب ارائه شده در پژوهش پورتر (۱۹۸۰) شرکتی که با موفقیت، راهبرد رهبری بها را پیاده‌سازی می‌کند، قادر خواهد بود به‌طور مؤثر در موقعیت فروش رقابت کند. هدف از این راهبرد، کسب برتری در رقابت از طریق تولید محصول با کم‌ترین بهای ممکن نسبت به رقبای می‌باشد. چارچوب پورتر (۱۹۸۰) در عمل بسیار مورد استفاده قرار می‌گیرد، تا موضوع‌های مربوط به گرایش راهبردی در شرکت‌ها را ارزیابی کند (پورتر، ۱۹۸۵؛ میلر و دس<sup>۱</sup>، ۱۹۹۳؛ آلن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷؛ بالزام و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱). شرکت‌ها با تولید کالا یا خدمات با هزینه کم‌تری نسبت به رقبای خود، راهبرد رهبری بها را دنبال می‌کنند (آسدمیر و همکاران، ۲۰۱۳). مشتریان با آگاهی از قیمت، کم‌ترین محصول را با کم‌ترین هزینه ترجیح می‌دهند و تولیدکننده کم بها را قادر می‌سازد تا سهم خود را به قیمت رقبا به دست آورد. بنابراین، شرکت با پیگیری راهبرد رهبری بها با دستیابی به حجم بالای فروش، عملکرد برتر را تولید می‌کند. به بیان دیگر، در این راهبرد شرکت به تولید و عرضه محصولات استاندارد اقدام می‌کند که در این صورت بهای تمام شده هر واحد برای مشتری کاهش می‌یابد. از این رو، راهبرد رهبری بها، تجارت بین حاشیه‌های سود پایین و گردش مالی زیاد است. این موضوع در مورد شرکتی مصداق دارد که دارای نرخ بازده بالاتر از متوسط نرخ بازده صنعت بوده و مزیت‌های رقابتی قوی دارد. برخی از روش‌های دستیابی به راهبرد رهبری بها، حجم وسیعی از تولید برای دستیابی به اقتصاد مقیاس<sup>۴</sup>، تأکید مداوم بر پیشرفت فرایند و کاهش بها (اغلب از طریق پایبندی به مدیریت کیفیت جامع و تکنیک‌های کایزن) است (آسدمیر و همکاران، ۲۰۱۳). اقتصاد مقیاس، تولید در حجم زیاد و با قیمت کم است. رهبری بها

1. Miller & Dess
2. Allen
3. Balsam et al
4. Economy of Scale

در سرمایه‌گذاری‌های یک شرکت منعکس می‌شود. یک شرکت کارآمد هزینه‌های سرمایه و شدت سرمایه را نسبتاً کم نگه خواهد داشت (دیوید و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲؛ هامبریک، ۱۹۸۳؛ هامبریک و همکاران، ۱۹۸۲؛ میلر و دس، ۱۹۹۳؛ پرسکات<sup>۲</sup>، ۱۹۸۶) و کار را به سمت استفاده کارآمد از منابع شرکت توسط کارکنان خود سوق می‌دهد (نایر و فیلر<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳). راهبرد رهبری بها با حجم وسیعی از فروش، فعالیت‌های طولانی تولید و اقتصاد مقیاس مشخص می‌شود. رهبران بها، بر هزینه‌های تحقیق و توسعه یا سایر دارایی‌های نامشهود، سرمایه بیشتری در مقابل دارایی‌های فیزیکی سرمایه‌گذاری خواهند کرد. بازده آتی از سرمایه‌گذاری در دارایی‌های فیزیکی در مقایسه با سرمایه‌گذاری‌های مشابه در دارایی‌های نامشهود قابل پیش‌بینی‌تر خواهد بود (آسدمیر و همکاران، ۲۰۱۳). کیفیت اطلاعات ارائه‌شده با راهبردها متفاوت است و شرکت‌های رهبری بها محتوای اطلاعاتی سود بیشتری دارند (لو و زاروین<sup>۴</sup>، ۱۹۹۹).

### راهبرد تمایز محصولات

راهبردهای کسب‌وکارها با گذشت زمان به تدریج تکامل می‌یابند. انتخاب راهبردی شرکت‌ها در تصمیم‌های تخصیص منابع منعکس می‌شود. راهبرد تمایز مبتنی بر محصولات نوآورانه و منحصربه‌فرد و تلاش‌های خلاقانه بازاریابی است که در هزینه‌های تحقیق و توسعه و فروش و بازاریابی آشکار می‌شود. شرکت‌هایی با تحقیق و توسعه بالا و سایر هزینه‌های نامشهود با عدم تقارن اطلاعات بالاتر، عدم اطمینان بیشتر و ظرفیت رشد بالاتر همراهند. راهبرد تمایز محصولات شامل ایجاد تمایز قاطع بین محصولات یک شرکت در مقایسه با محصولات مشابه است. این تمایز ممکن است در کیفیت، بسته‌بندی، ویژگی‌های منحصربه‌فرد، خدمات پس از فروش یا ترکیبی از این تکنیک‌ها باشد. این امر شرکت را قادر می‌سازد که صرف قیمتی را صادر و بدین ترتیب بازده بالایی را تولید کند. در تلاش برای ایجاد و تمایز محصول خود، شرکت‌هایی که راهبردهای تمایز را دنبال می‌کنند، بیشتر در هزینه‌های تحقیق و توسعه به شدت سرمایه‌گذاری

1. David et al
2. Prescott
3. Nair & Filer
4. Lev & Zarowin

می‌کنند (دیوید و همکاران، ۲۰۰۲؛ هامبریک، ۱۹۸۳؛ هامبریک و همکاران، ۱۹۸۲؛ ایتنر و همکاران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۷؛ پرسکات، ۱۹۸۶؛ توماس و همکاران<sup>۲</sup>، ۱۹۹۱). شرکت‌هایی که راهبردهای تمایز را دنبال می‌کنند همچنین بیشتر منابع شرکت را به تلاش‌های بازاریابی اختصاص می‌دهند (دیوید و همکاران، ۲۰۰۲؛ هامبریک و همکاران، ۱۹۸۲؛ میلر و دس، ۱۹۹۳؛ توماس و همکاران، ۱۹۹۱)؛ در نتیجه این شرکت‌ها دارای رشد بیشتری هستند. با این حال، با توجه به ماهیت سرمایه‌گذاری‌ها، این رشد بسیار ناپایدار است (مایلز و اسنو، ۱۹۷۸، ۲۰۰۳). لو (۲۰۰۱) و گو و وانگ<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) دریافتند شرکت‌هایی که راهبردهای تمایز را دنبال می‌کنند، به دلیل سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه، ثبت اختراعات، توسعه سهام تجاری و دارایی‌های نامشهود مشابه بسیار خاص هستند. این شرکت‌ها با ارزش‌های بازار بسیار بی‌ثبات همراه هستند. کوتاری و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۲) خاطرنشان کردند شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری زیادی در نوآوری از طریق هزینه‌های تحقیق و توسعه و نامحسوس‌های مشابه انجام می‌دهند، در مقایسه با شرکت‌هایی که در دارایی‌های متعارف‌تر سرمایه‌گذاری می‌کنند، سود بی‌ثبات و دارای نوسان بیشتری دارند. با توجه به عدم قطعیت ذاتی با نتیجه هزینه‌های تحقیق و توسعه و سایر نامشهودهایی که یک راهبرد تمایز را ایجاد می‌کنند، تمایزدهندگان در معرض نوسانات سود بیشتری خواهند بود. بنابراین، راهبرد تمایز منجر به عدم تقارن بیشتر اطلاعات خواهد شد. شرکت‌های تمایز معمولاً در دارایی‌های نامشهود سرمایه‌گذاری‌های بزرگی انجام می‌دهند (لو<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸؛ اسکینر<sup>۶</sup>، ۲۰۰۸). برخی مطالعات حاکی از آن است که این روش حسابداری به عدم تقارن اطلاعاتی (بون و رامن<sup>۷</sup>، ۲۰۰۱) و کاهش ارزش ارزیابی منجر می‌شود (ابرهارت و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۰۴). اسکینر (۲۰۰۸) در پژوهشی دیگر نشان می‌دهد که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی ممکن است ناشی از صرفه اقتصادی شرکت به جای رفتار

1. Ittner et al
2. Thomas et al
3. Gu & Wang
4. Kothari et al
5. Lev
6. Skinner
7. Boone & Raman
8. Eberhart et al

حسابداری باشد.

### واکنش بازار به اعلان سود

در امور اقتصادی استفاده کنندگان همواره برای تصمیم‌گیری و انجام تحلیل‌های خود به اطلاعات به‌هنگام نیازمندند و طبیعتاً فقدان اطلاعات به‌هنگام، موجب اختلال در تصمیم‌گیری استفاده کنندگان می‌شود. ارقام و گزارش‌های مالی، بخش مهمی از داده‌ها و اطلاعات موردنیاز این فرایند محسوب می‌شوند. در این میان، سود مهم‌ترین منبع اطلاعاتی شرکت تلقی شده و تصمیم‌گیرندگان نسبت به سود بیشتر از هر معیار دیگری از خود واکنش نشان می‌دهند، اما در برخی موارد امکان دارد سود با تأخیر گزارش شود. کنتراس (۲۰۱۹) معتقد است که استفاده کنندگان از اطلاعات حسابداری اعلان سود را از دو بعد واکنش قیمت و بازده سهام به اعلان خبر سود و واکنش حجم تجمعی معاملات به اعلان خبر سود مورد بازبینی قرار می‌دهند؛ زیرا برای سرمایه‌گذاران و سهامداران بالفعل و بالقوه وضعیت بازده سهام و قیمت پایه سهام یک شرکت و همچنین حجم معاملات آن شرکت بسیار حائز اهمیت است. ولی سود حسابداری به دلیل ابهام‌هایی نظیر دستکاری سود و مدیریت سود، جذابیت خاصی برای استفاده کنندگان ندارد. صرف‌نظر از مبهم بودن سود، اعلان سود حسابداری اهداف بلندمدت شرکت، ارزش زمانی پول و ریسک را مدنظر قرار نمی‌دهد. پس شرکت‌هایی که سهام آنها بیشتر مورد معامله قرار می‌گیرند و بازده بالایی عاید سرمایه‌گذار می‌نمایند، بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران هستند و واکنش بازار نسبت به اخبار منتشر شده در مورد این قبیل شرکت‌ها بیشتر است. با این حال، مسئله اصلی این است که در مطالعات محدودی به بررسی نقش راهبردهای کسب‌وکار در اعلان سود پرداخته شده است. درحقیقت، راهبردهای کسب‌وکار، شدت عملکرد و اطلاعات سود شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

### واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود و راهبردهای کسب‌وکار

واکنش قیمت و بازده سهام به اعلان خبر سود پیش‌نمایشی از عملکرد افزایشی دقت در اطلاع‌رسانی اطلاعات سود و عملکرد کاهشی از متوسط دقت و کیفیت اطلاعات سود است

(کیم و ورسچیا، ۱۹۹۷). میانگین کیفیت اطلاعات پیشین سود هرچه پایین‌تر باشد، اطلاعات سود اعلان‌شده برای سرمایه‌گذاران مفیدتر و کیفیت اطلاعات سود اعلان‌شده هرچه بالاتر باشد، این اطلاعات مفیدتر است (احمد و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳، ۲۰۰۷). برای هر راهبرد، تأثیر مشترک عدم قطعیت اقتصادی، گزارشگری مالی، افشای داوطلبانه و گزینه‌های انجام‌شده توسط تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران بر محیط اطلاعاتی نامشخص است. عدم اطمینان اقتصادی بیشتر ممکن است بازار را وادار به اعتماد به نفس تمایز دهندگان کند. از طرف دیگر، گزارشگری مالی با کیفیت پایین، ممکن است باعث شود اعتماد بازار تکیه به اعلان سود کم‌تر کند. سود بیشتر آموزنده و کم‌تر منابع جایگزین اطلاعات، ممکن است بازار را به اعتماد به نفس رهبران بها سوق دهد، یا عدم اطمینان اقتصادی ممکن است باعث شود که بازار اعتماد کم‌تری به سود رهبران بها داشته باشد. در نهایت، تأثیر راهبری بها و تمایز بر اعلان سود حسابداری در به‌روزرسانی نگرش بازار سرمایه، نامشخص است که نتیجه آن یک سؤال تجربی است که واکنش قیمت سهام به اعلان سود به دلیل اتخاذ راهبردهای کسب و کار ناهمگون است یا دلایل دیگری در بردارد. بنابراین، فرضیه‌های اول و دوم پژوهش به شرح زیر است.

**فرضیه اول:** مدیریت با اتخاذ راهبرد رهبری بها، واکنش قیمت سهام به سود را افزایش می‌دهد.

**فرضیه دوم:** مدیریت با اتخاذ راهبرد تمایز، واکنش قیمت سهام به سود را افزایش می‌دهد.

### **واکنش حجم تجمعی معاملات به اعلان سود و راهبردهای کسب و کار**

حجم معاملات به اقدامات انجام‌شده توسط سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه خلاصه می‌شود. در حالی که واکنش قیمت و بازده سهام، پیشی راجع به متوسط ارزش قیمت سهام، به بازار سرمایه ارائه می‌دهد. باین وجود، بسیاری از اعلامیه‌های سود که واکنش چندانی در قیمت و بازده سهام ایجاد نمی‌کنند، سودمند هستند. زیرا سرمایه‌گذاران را برای معاملات ترغیب می‌کنند (بامبر و چئون<sup>۲</sup>، ۱۹۹۵؛ کندل و پیرسون، ۱۹۹۵). بیور (۱۹۶۸) ادعا می‌کند که حجم معاملات نشان‌دهنده

1. Ahmed et al  
2. Bamber & Cheon

تجدیدنظر در بینش سرمایه‌گذاران فردی است، درحالی‌که واکنش قیمت‌ها بازتاب اصلاحات در کل بازار است. درحالی‌که ممکن است یک بخش از اطلاعات معین (مانند سود) به اندازه کافی آگاهی نداشته باشد، تا بازار به‌طور متوسط حرکت کند، ممکن است باعث شود تجدیدنظرهای سرمایه‌گذاران فردی به واکنش حجم معاملات منجر شود. معاملات درمورد اطلاعیه‌های عمومی ناشی از تجدیدنظر در باورهای متفاوت است که ناشی از اختلاف در اعتقاد به پیش‌بینی سرمایه‌گذاران و تفسیر سرمایه‌گذاران از اعلامیه‌های سود است (بامبر و همکاران، ۲۰۱۱). شواهد تجربی از پیش‌بینی نظری که این اصلاحات باورهای متفاوت با دقت متفاوت، اطلاعات پیش‌آگهی هدایت می‌شوند (علی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸؛ آتیاسه و بامبر<sup>۲</sup>، ۱۹۹۴؛ یوتانا و سیفر<sup>۳</sup>، ۱۹۹۷) یا تفاسیر متفاوت از اعلامیه‌های تقسیم سود می‌شوند، را پشتیبانی می‌کند (بامبر و همکاران، ۱۹۹۹، ۲۰۱۱؛ کندل و پیرسون، ۱۹۹۵). پژوهش‌های متعدد، حجم بالای معاملات را به‌عنوان شاخص عقاید سرمایه‌گذار و اگر ارزیابی می‌کنند (گارفینکل<sup>۴</sup>، ۱۹۸۶؛ بامبر، ۱۹۸۷، ۲۰۰۹؛ بامبر و همکاران، ۱۹۹۷). بامبر و همکاران (۱۹۹۹) دریافته‌اند که حجم کل معاملات نسبت به اعلان سود که با عقاید متفاوت سرمایه‌گذار در ارتباط است، بیشتر است. آجینکیا و همکاران<sup>۵</sup> (۱۹۹۵) رابطه مثبت بین حجم معاملات و پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران را نشان می‌دهد. کندل و پیرسون (۱۹۹۵) دریافته‌اند که رویدادهای اعلان سود که هیچ تغییری در قیمت ایجاد نمی‌کنند، باز هم باعث حجم غیرعادی معاملات می‌شوند. کندل و پیرسون (۱۹۹۵) این نتیجه را به‌عنوان شواهدی تفسیر می‌کنند که حجم معاملات، بیانگر عقاید و اگرایی درباره پیامدهای ارزش اخبار سود است. علاوه‌براین، به‌نظر می‌رسد حجم غیرقابل توضیح معاملات، بهترین نماینده برای واگذاری نظر سرمایه‌گذاران است (گارفینکل، ۲۰۰۹). برای هر راهبرد تأثیر مشترک عدم قطعیت اقتصادی، گزارشگری مالی، افشای داوطلبانه و گزینه‌های انجام‌شده توسط تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران را

1. Ali et al
2. Atiase & Bamber
3. Utama & Cither
4. Garfinkel
5. Ajinkya et al

درمورد تجدیدنظر در باورهای متفاوت توسط سرمایه‌گذاران در پاسخ به اعلامیه‌های سود در نظر گرفته می‌شود. عدم اطمینان اقتصادی بیشتر و منابع اطلاعاتی اضافی ممکن است سرمایه‌گذاران را وادار به ایجاد باورهای واگراتر کند که به تجدیدنظر در باورهای متفاوت اضافی در زمان اعلان سود منجر می‌شود. از طرف دیگر، گزارشگری مالی با کیفیت پایین تر ممکن است به تجدیدنظر در باور کلی منجر شود. عدم اطمینان اقتصادی پایین تر و جایگزین منابع کم‌تری از اطلاعات، ممکن است سرمایه‌گذاران را به سمت اعتقادات واگرای کم‌تری سوق دهد و بنابراین، نسبت به اعلان سود متفاوت‌تری نشان دهند. سود آگاهانه‌تر ممکن است باعث شود سرمایه‌گذاران بیشتر به سود رهبران بها اعتماد کنند و به صورت جداگانه اعتقادات خود را بیشتر مورد تجدیدنظر قرار دهند. در نهایت، تأثیر راهبردهای کسب و کار بر اعلان سود حسابداری در تجدیدنظر در باورهای سرمایه‌گذاران، مشخص نیست و در نتیجه یک سؤال تجربی رخ داده است که واکنش حجم معاملات به اعلان سود به دلیل اتخاذ راهبردهای کسب و کار ناهمگون است یا دلایل دیگری دربردارد. بنابراین، فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش به شرح زیر است.

**فرضیه سوم:** مدیریت با اتخاذ راهبرد رهبری بها، واکنش حجم معاملات به سود را افزایش می‌دهد.

**فرضیه چهارم:** مدیریت با اتخاذ راهبرد تمایز، واکنش حجم معاملات به سود را کاهش می‌دهد.

### پیشینه پژوهش

بیور و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی افزایش واکنش بازار به اعلان سود در قرن بیست و یکم پرداختند. در این پژوهش نقش اطلاعات هم‌زمان در افزایش چشمگیر در واکنش سرمایه‌گذار به اعلان‌های سود از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۶ بررسی می‌شود. نتایج این پژوهش نشان داد که مدیریت راهبردی، پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران اغلب با اعلان سود همراه است و هر یک از این موارد بخشی از افزایش واکنش بازار را توضیح می‌دهد.

کنتراس (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی زمانبندی استراتژیک شرکت هنگام کسب و کار در اعلان سود پرداخت. این پژوهش شواهد جدیدی ارائه می‌دهد مبنی بر اینکه سهامداران درونی از قیمت‌گذاری اشتباه سهام خود پس از اعلامیه‌های سود استفاده می‌کنند و نه اینکه از آگاهی‌شان نسبت به جریان‌های نقدی آتی برای انجام معاملات سودآور باشد. سهامداران درونی اندکی پس از انتشار سود در واکنش بازار نسبت به اعلان سود با شدت بیشتری خرید و فروش می‌کنند و قدرت توضیحی نسبت به ارزش دفتری به بازار و بازده گذشته طولانی مدت بیشتر است.

حیب (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان راهبرد کسب و کار، ارزش‌گذاری بیش از حد قیمت سهام و ریسک سقوط قیمت سهام به بررسی رابطه بین ارزش‌گذاری بیش از حد قیمت سهام و ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. در این پژوهش نشان داده شد که ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام و قیمت‌گذاری بیش از حد ارزش سهام خطر سقوط ارزش سهام را در آینده افزایش می‌دهد.

فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی راهبرد کسب و کار شرکت و واکنش بازار به سود در کشور امریکا پرداخته‌اند. این پژوهش راهبردهای شرکتی را بر دو قسم، راهبردهای رهبری بها و راهبردهای تمایز دسته‌بندی و تأثیر هر کدام را بر واکنش بازار به سود، واکنش بازده انباشته سهام به سود و واکنش حجم تجمعی معاملات به سود بررسی می‌کند. نتایج این پژوهش نشان داد که راهبردهای شرکتی، توانایی اثرگذاری بر واکنش بازار را تا حد بالایی دارند.

ژولانژاد و بخردی‌نسب (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تطبیقی ضریب واکنش شرکت‌هایی با اتخاذ راهبردهای کسب و کار رهبری هزینه و شرکت‌هایی با اتخاذ راهبردهای کسب و کار متمایز نسبت به اعلان سود با استفاده از معادلات شکست ساختاری پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد شرکت‌هایی که راهبرد رهبری هزینه را دنبال می‌کنند، اعلان سود آنها به‌طور عمومی نسبت به شرکت‌هایی که روش‌های تمایز را درپیش می‌گیرند، با تغییرات بهتری اعلان سود شرکت‌های خود را به استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت به‌نمایش می‌گذارند.



در نتیجه شرکت‌هایی که راهبرد های متمایز را در پیش می‌گیرند با تفسیر ناهمگون‌تر و تغییرات کم‌تری در باورهای سرمایه‌گذاران همراه هستند.

فروغی و آیسک (۱۳۹۴) در پژوهش خود با عنوان بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش‌بینی شده به بررسی واکنش بازار به تعدیل منفی در سود هر سهم پیش‌بینی شده (خبر بد) و اعلام دیرهنگام این خبر، پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد بازار به خبر بد، منفی واکنش نشان می‌دهد اما اعلان دیرهنگام، با واکنش مثبت بازار روبه‌رو می‌شود.

### روش‌شناسی

در این بخش به بررسی روش پژوهش، فرضیه‌ها و الگوی پژوهش، نحوه سنجش متغیرها، جامعه آماری و حجم نمونه پرداخته شده است.

### روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ ماهیت توصیفی - همبستگی و از نظر هدف، کاربردی است. همچنین پژوهش حاضر از نوع قیاسی - استقرایی است. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چندمتغیره مبتنی بر رویکرد داده‌های ترکیبی استفاده شد. به منظور بررسی رابطه بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته از دو جنبه متفاوت موضوع مورد بررسی قرار می‌گیرد. از یک سو، این متغیرها میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی ۱۳۹۷ - ۱۳۸۸ آزمون می‌شوند. در این مطالعه برای برازش مدل‌ها از نرم‌افزار ایویوز<sup>۱</sup> بهره گرفته شده و داوری درمورد رد یا پذیرش فرضیه‌ها با استفاده از آزمون t انجام شده است. در ادامه به بررسی فرضیه‌های پژوهش، الگوی تحقق فرضیه‌های پژوهش، متغیرها و جامعه و حجم نمونه پرداخته شده است.

## فرضیه‌ها و الگوی پژوهش

فرضیه‌های پژوهش پیرامون تبیین تأثیر راهبردهای کسب و کار بر واکنش بازار به اعلان سود می‌باشند. براین اساس با توجه به مبانی نظری پژوهش که راهبردهای شرکتی به دو قسم تشکیل شده و نظر به نوع سنجش واکنش بازار به اعلان سود، مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش به پیروی از پژوهش فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) تبیین شده است. فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) با استفاده از ضریب واکنش سود<sup>۱</sup> و حجم تجمعی معاملات<sup>۲</sup> به بررسی ارتباط بین واکنش بازار به اعلان سود و راهبردهای کسب و کار پرداخته‌اند. جهت بررسی آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل رگرسیونی چندمتغیره و داده‌های ترکیبی براساس پژوهش فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) به شرح مدل‌های ۱ و ۲ استفاده شده است.

فرضیه اول و دوم پژوهش به شرح زیر با استفاده از مدل ۱ مورد بررسی قرار گرفته شده است:

**فرضیه اول:** مدیریت با اتخاذ راهبرد رهبری بها، واکنش قیمت سهام به سود را افزایش می‌دهد.

**فرضیه دوم:** مدیریت با اتخاذ راهبرد تمایز، واکنش قیمت سهام به سود را افزایش می‌دهد. مدل ۱.

$$\begin{aligned} CAR_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 DIFF_{it} + \alpha_2 CL_{it} + \alpha_3 MTB_{it} + \alpha_4 LOSS_{it} \\ & + \alpha_5 NUMEST_{it} + \alpha_6 UE_{it} + \alpha_7 DIFF * UE_{it} + \alpha_8 CL \\ & * UE_{it} + \alpha_9 MTB * UE_{it} + \alpha_{10} LOSS * UE_{it} \\ & + \alpha_{11} NUMEST * UE_{it} + \alpha_{12} LNMVE_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

برای آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش به ترتیب از ضرایب 11 و 22 استفاده شده است. چنانچه براساس آزمون F فیشر، مدل ۱ معنی‌دار باشد و سطح معنی‌داری برای متغیرهای 11 و 22 با احتمال ۹۵ درصد اطمینان در مدل ۱ معنی‌دار باشد، فرضیه اول و دوم رد نمی‌شود.

1. Earnings response coefficients
2. Abnormal trading volume

فرضیه سوم و چهارم پژوهش به شرح زیر با استفاده از مدل ۲ مورد بررسی قرار گرفته شده است.

**فرضیه سوم:** مدیریت با اتخاذ راهبرد رهبری بها، واکنش حجم معاملات به سود را افزایش می‌دهد.

**فرضیه چهارم:** مدیریت با اتخاذ راهبرد تمایز، واکنش حجم معاملات به سود را کاهش می‌دهد.

مدل ۲.

$$ABVOL_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DIFF_{it} + \alpha_2 CL_{it} + \alpha_3 MKTVOL_{it} + \alpha_4 LGPRC_{it} + \alpha_5 ABSRET_{it} + \alpha_6 NUMEST_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه سوم و چهارم پژوهش به ترتیب از ضرایب 11 و 22 استفاده شده است. چنانچه براساس آزمون F فیشر، مدل ۲ معنی دار باشد و سطح معنی داری برای متغیرهای 11 و 22 با احتمال ۹۵ درصد اطمینان در مدل ۱ معنی دار باشد، فرضیه سوم و چهارم رد نمی‌شود.

در مدل‌های ۱ و ۲:

CAR: واکنش بازار به بازده انباشته سهام

ABVOL: واکنش بازار به حجم تجمعی معاملات

DIFF: راهبرد تمایز

CL: راهبرد رهبری بها

MTB: ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام

LOSS: زیان دهی

NUMEST: تعداد کارمندان

UE: سود غیرمنتظره

LN MVE: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

MKTVOL: گردش مالی

LGPRC: قیمت سهام

ABSRET: قدر مطلق بازده انباشته سهام

ε: خطای مدل

در ادامه نحوه سنجش متغیرهای پژوهش بیان شده است.

## متغیرهای پژوهش

### متغیر وابسته

واکنش بازار به اعلان سود (CS): متغیر وابسته مطالعه حاضر واکنش بازار به اعلان سود است. این متغیر با استفاده از دو معیار ارزش سهام یک هفته قبل از اعلان سود (جهت بررسی فرضیه اول و دوم) و حجم تجمعی معاملات، یک هفته قبل از اعلان سود (جهت بررسی فرضیه سوم و چهارم) در نظر گرفته شده است. نحوه سنجش این دو معیار به شرح زیر است.

واکنش بازده انباشته سهام (CAR): این معیار از واکنش بازار نسبت به اعلان سود، از طریق بازده انباشته سهام یک هفته قبل از اعلان سود منهای میانگین بازده انباشته سهام در خارج از تاریخ اعلان سود اندازه گیری شده است.

واکنش حجم تجمعی معاملات (ABVOL): این معیار از واکنش بازار نسبت به اعلان سود، از طریق حجم تجمعی معاملات یک هفته قبل از اعلان سود به صورت درصدی از کل سهام منتشر شده منهای میانگین حجم معاملات در خارج از تاریخ اعلان سود اندازه گیری شده است.

### متغیر مستقل

مدیریت راهبردی (MR): متغیر مستقل این پژوهش مدیریت راهبردی است. جهت سنجش این متغیر از طبقه‌بندی ارائه شده توسط مایلز و اسنو (۱۹۷۸، ۲۰۰۳) و شاخص ترکیبی ایتنر و همکاران (۱۹۹۷) استفاده شده است. طبقه‌بندی مایلز و اسنو (۱۹۷۸، ۲۰۰۳) دارای تمرکز خاص بر میزان تغییرات در محصولات یا خدمات ارائه شده توسط شرکت است و شاخص ترکیبی ایتنر و همکاران (۱۹۹۷) به عنوان یک معیار برای تشخیص راهبردهای تجاری شرکتی است.

بدین صورت که مقادیر بزرگ‌تر راهبرد نشان می‌دهد شرکت‌ها از راهبردهای ریسکی استفاده کرده و مقادیر کوچک‌تر این معیار نشان‌دهنده استفاده از راهبردهای محافظه‌کارانه است. پس مطابق با پژوهش بنتلی و همکاران (۲۰۱۰، ۲۰۱۲، ۲۰۱۳، ۲۰۱۴) و فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) راهبرد شرکت‌ها به دو بخش راهبردهای رهبری بها و راهبرد تمایز تقسیم شده و نحوه سنجش این دو متغیر به شرح زیر می‌باشد.

**راهبرد رهبری بها (CL):** این متغیر به‌عنوان یک متغیر پیوسته، از ساختار راهبرد رهبری بها می‌باشد. نحوه سنجش این متغیر به پیروی از پژوهش فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) براساس تجزیه و تحلیل عوامل راهبرد رهبری بها طی بازه زمانی ۵ ساله می‌باشد. بدین صورت که متوسط نسبت فروش به هزینه‌های سرمایه و فروش به خالص ارزش دفتری دارایی‌ها و اموال و تجهیزات و لگاریتم تعداد کارمندان به خالص ارزش دفتری دارایی‌ها و اموال و تجهیزات از  $t-1$  تا  $t-5$  برای سال پایه ( $t$ ) محاسبه شد. بعد از محاسبه میانگین ( $t-1$  تا  $t-5$ ) برای هر کدام از نسبت‌ها، ابتدا اقدام به مرتب‌سازی شرکت‌ها از کوچک به بزرگ نموده و سپس براساس میانه مشاهده‌ها (که داده‌ها در هر ستون به دو قسمت تقسیم می‌شوند)، اقدام به اختصاص عدد یک و صفر خواهد شد (بدین صورت که به اعداد بیشتر از میانه عدد یک به هر نسبت اختصاص داده می‌شود و کم‌تر از میانه عدد صفر اختصاص داده می‌شود). در نهایت، در صورتی که برای هر سه متغیر عدد اختصاص یافته یک باشد، جمع نمره راهبرد شرکت ۳ و در صورتی که این راهبرد را اجرایی نکند، جمع نمره آن صفر خواهد بود.

**راهبرد تمایز (DIFF):** این متغیر به‌عنوان یک متغیر پیوسته، از ساختار راهبرد تمایز در شرکت می‌باشد. نحوه سنجش این متغیر به پیروی از پژوهش فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) براساس تجزیه و تحلیل عوامل راهبرد تمایز طی بازه زمانی ۵ ساله می‌باشد. بدین صورت که متوسط نسبت هزینه‌های عمومی و اداری به فروش و فروش به بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته از  $t-1$  تا  $t-5$  برای سال پایه ( $t$ ) محاسبه خواهد شد. بعد از محاسبه میانگین ( $t-1$  تا  $t-5$ ) برای هر کدام از نسبت‌ها، ابتدا اقدام به مرتب‌سازی شرکت‌ها از کوچک به بزرگ نموده و سپس براساس میانه

مشاهده‌ها (که داده‌ها در هر ستون به دو قسمت تقسیم می‌شود)، اقدام به اختصاص عدد یک و صفر خواهد شد (بدین صورت که به اعداد بیشتر از میانه عدد یک به هر نسبت اختصاص داده می‌شود و کم‌تر از میانه عدد صفر اختصاص داده می‌شود). در نهایت در صورتی که برای هر سه متغیر عدد اختصاص یافته یک باشد، جمع نمره راهبرد شرکت ۳ و در صورتی که این راهبرد را اجرایی نکند، جمع نمره آن صفر خواهد بود.

### متغیرهای کنترلی

**گردش مالی (MKTVOL):** گردش مالی با استفاده از میانگین دو ساله حجم معاملات به دست می‌آید.

**قیمت سهام (LGPRC):** قیمت سهام از لگاریتم طبیعی قیمت سهام در پایان دوره مالی به دست می‌آید.

**بازده سهام (ABSRET):** بازده سهام از قدر مطلق بازده سهام قبل از اعلان سود به دست می‌آید.

**نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام (MTB):** نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام از تقسیم ارزش بازار سهام بر ارزش دفتری سهام به دست می‌آید.

**سود غیرمنتظره (UE):** سود غیرمنتظره از تفاوت سود واقعی و سود پیش‌بینی شده به دست می‌آید.

**زیان‌دهی (LOSS):** متغیر مجازی زیان‌دهی، چنانچه طی دوره مالی زیان گزارش شود، عدد یک تعلق می‌گیرد و در غیر این صورت عدد صفر به خود اختصاص می‌دهد.

**تعداد کارمندان (NUMEST):** تعداد کارمندان از لگاریتم طبیعی تعداد اعضای کارمند هر شرکت که در پیوست صورت‌های مالی افشا می‌شود، به دست می‌آید.

**ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (LNMVE):** لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام یک هفته قبل از اعلان سود.

## جامعه آماری و حجم نمونه

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بازه زمانی انجام پژوهش دوره زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۷ است، ولی باتوجه به نحوه سنجش برخی متغیرها از اطلاعات پنج سال گذشته شرکت‌ها استفاده شده است. در نتیجه، قلمرو زمانی جهت گردآوری داده‌های پژوهش سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۷ است. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه، شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌ها و شرایط زیر می‌باشند، به عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شده است.

۱. طی سال‌های مورد مطالعه پژوهش ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷، نماد معاملاتی آنها از تابلوی بورس خارج نشده باشد (فعالیت مستمر و پایدار در بازار سرمایه).
  ۲. شرکت‌های مورد مطالعه نباید سال مالی و فعالیت خود را طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشند (همگن بودن سال مالی و فعالیت در طول دوره مطالعه).
  ۳. اطلاعات مالی مورد نیاز، به خصوص یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی در دسترس باشد.
  ۴. شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد و وقفه معاملاتی نداشته باشد.
- در این پژوهش از روش نمونه‌گیری نظام‌مند (سیستماتیک) استفاده شده است. بدین ترتیب کلیه شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط و معیارهای فوق می‌باشند، جزء نمونه آماری قرار گرفته و آن دسته از شرکت‌هایی که واجد شرایط فوق نمی‌باشند، از نمونه حذف می‌شوند. در نهایت ۱۴۹ شرکت به عنوان حجم نمونه انتخاب شد.

## یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش در قالب آمار توصیفی و آمار استنباطی در ادامه بیان شده است.

### آمار توصیفی

آمار توصیفی، شاخص‌های مرکزی و پراکندگی متغیرهای مورد بررسی را برای ۱۴۹

شرکت عضو نمونه آماری در جدول ۱ نشان می‌دهد.

جدول ۱. توصیف یافته‌ها

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کم‌ترین	انحراف معیار
واکنش بازار به بازده انباشته سهام	۴/۳۶	۲/۷۹	۸/۳۵	۰	۵/۶۴
واکنش بازار به حجم تجمعی معاملات	۰/۱۸	۰/۱	۰/۸۵	۰	۰/۲
راهبرد تمایز	۱/۰۰۳	۱	۲	۰	۰/۷۳
راهبرد رهبری بها	۱/۵۰۱	۲	۳	۰	۰/۹۴
زیان‌دهی	۰/۱۱	۰	۱	۰	۰/۳۲
لگاریتم تعداد کارمندان	۶/۰۴	۵/۹	۱۰	۳/۵۳	۰/۹۶
سود غیرمنتظره	۱/۲۷	۰/۳۶	۲۴۳	-۵۹/۵۴	۱۰/۲۰۴
ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام	۲/۱۶	۲/۱۴	۱۲۵/۶۴	-۲۷۷/۲۴	۱۱/۰۷
متوسط گردش مالی	۰/۰۰۰۷	۰	۰/۰۴	۰	۰/۰۰۳
قیمت سهام	۸/۲۷	۸/۱۷	۱۱/۱۹	۶/۰۱	۰/۹۶
بازده انباشته سهام	۱/۵۷	۱/۱۹	۱۴/۲۳	۰	۱/۲
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۲۷/۳	۲۷/۳	۳۲/۲۷	۲۳/۱۱	۱/۵۴

منبع: یافته‌های تحقیق

از بین شاخص‌های مرکزی بیان‌شده، میانگین مهم‌ترین آنها محسوب می‌شود که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. میانگین شاخص مناسبی برای نشان‌دادن مرکزیت داده‌هاست. میانگین واکنش حجم تجمعی معاملات ۰/۱۸۲ که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر در حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، میانه متغیر واکنش بازده انباشته سهام برابر با ۲/۷۹۵ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌های این متغیر کم‌تر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار است. بیشینه واکنش بازار به بازده انباشته سهام و حجم تجمعی معاملات به ترتیب مربوط به شرکت‌های لبنیات کالبر در سال ۱۳۹۲ و شرکت گاز لوله در سال ۱۳۹۱ است. همچنین بیشینه لگاریتم تعداد کارمندان برابر با ۱۰ و کمینه این متغیر برابر با ۳/۵۳ که به بیشینه این



متغیر مربوط به شرکت ایران ترانسفو است که در سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ لگاریتم طبیعی آن برابر با مقدار ۱۰ بوده است. لگاریتم تعداد اعضای کارمندان در شرکت ایران ترانسفو طی سال ۱۳۸۸، ۱۳۸۹، ۱۳۹۰، ۱۳۹۱، ۱۳۹۲، ۱۳۹۳ و ۱۳۹۴ به ترتیب برابر است با ۲۲/۳۸۶، ۲۲/۰۳۴، ۲۱/۹۶۸، ۲۱/۶۴۲، ۲۱/۱۷۰ و ۲۰/۸۳۰ و ۲۰/۳۵۰ و کمینه این متغیر مربوط به ۵۶ مشاهده (شرکت - سال) می‌باشد که تعداد کارمندان آنها ۳۴ تا ۹۰ نفر بوده است. بیشینه راهبرد رهبری بها عدد ۳ و بیشینه راهبرد تمایز عدد ۲ است و عدد کمینه برای این دو متغیر صفر می‌باشد. عدد ۳ راهبرد رهبری بها مربوط به ۱۴۲ مشاهده (شرکت - سال) که بیشتر مربوط به مقاطع ۱۳۹۲، ۱۳۹۳ و ۱۳۹۴ است. عدد ۲ راهبرد تمایز مربوط به ۲۵۱ مشاهده (شرکت - سال) است. این نتایج نشان می‌دهد که از بین ۸۹۴ مشاهده ۱۴۲ مشاهده از لحاظ رهبری بها در سطح قوی و ۲۵۱ مشاهده از لحاظ راهبرد های تمایز در سطح بالایی قرار دارند. باقی مشاهدات در سطح ضعیفی از راهبردهای کسب و کار قرار دارند. همچنین انحراف معیار متغیرها برابر با صفر نبوده است.

### آمار استنباطی

در بخش آمار استنباطی، نخست مفروضات مدل رگرسیونی برازش، سپس مدل‌های رگرسیونی برازش شده است.

### فروض کلاسیک رگرسیون

برای تجزیه و تحلیل داده‌های هریک از مدل‌ها نیاز است قبل از برازش آنها، فروض کلاسیک مدل آزمون شود. یکی از فروض کلاسیک آماری همسانی واریانس باقیمانده‌هاست که از فرضیه‌های اساسی هر رابطه محسوب می‌شود. دیگر فروض اصلی کلاسیک خود همبستگی است. همچنین لازم است آزمون‌های آماری لازم برای تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد تا مشخص شود که داده‌ها به صورت تابلویی یا تلفیقی است و در صورتی که نوع داده‌ها تابلویی تشخیص داده شود، باید نوع اثرات آن مشخص شود. برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس، از آزمون وایت، خود همبستگی از آزمون دوربین واتسون، انتخاب نوع داده‌ها، آزمون F لیمر و اثرات داده‌ها آزمون هاسمن استفاده شده است که نتایج در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج مفروضات رگرسیونی و نوع داده‌ها

مدل آزمون فرضیه	همسانی واریانس		خودهمبستگی		نوع داده‌ها		اثرات داده‌ها	
	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	آماره دورین واتسون	سطح معنی‌داری	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	آماره آزمون	سطح معنی‌داری
مدل (۱)	۰/۳۵	۰/۹۷	۲/۳۱	۰/۷۳	۰/۹۸	تلفیقی (پول‌دیتا)		
مدل (۲)	۱/۶۸	۰/۱۲	۱/۷۹	۴/۶۶	۰/۰۰۰۰		۳۷/۸۸	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج مندرج در جدول ۲ نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری آزمون وایت برای مدل ۱ و ۲ از سطح خطای ۰/۰۵ بیشتر است که نشان از همسانی واریانس دارد. در نتیجه روش تخمین این مدل‌ها به صورت رگرسیون حداقل مربعات معمولی می‌باشد. همچنین آماره دورین واتسون برای مدل ۱ و ۲ مقدار مطلوبی است؛ چرا که بین بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. در ارتباط با نوع تخمین داده‌ها، نتایج آزمون F لیمر برای مدل اول بیشتر از سطح ۰/۰۵ و برای مدل دوم کم‌تر از سطح ۰/۰۵ است که مدل اول با رویکرد تلفیقی برازش شده و بر مبنای نتایج مدل دوم، فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها رد شده و داده‌ها به صورت تابلویی برازش شد. پس با توجه به آزمون F لیمر برای مدل دوم، لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. همان‌طور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، نتیجه آزمون هاسمن برای مدل دوم پژوهش نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری آزمون هاسمن از ۰/۰۵ کم‌تر است. بنابراین، این مدل دوم بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده می‌شود. در ادامه با در نظر گرفتن نتایج پیش‌آزمون‌های آماری به تخمین مدل‌های پژوهش پرداخته شده است.

### برازش مدل‌های پژوهش

پس از انجام آزمون‌های آماری لازم، به منظور تعیین به کارگیری داده‌ها و اطمینان از صحت الگوی برازش شده، نتایج نهایی حاصل از تخمین مدل‌های پژوهش در ادامه ارائه شده است. به منظور آزمون فرضیه اول و دوم، مدل اول پژوهش برازش شده و نتایج حاصل از این آزمون با رویکرد روش تلفیقی به شرح جدول ۳ است و به منظور آزمون فرضیه سوم و چهارم، مدل دوم پژوهش برازش شده و نتایج حاصل از این آزمون با رویکرد روش تابلویی با اثرات ثابت به شرح

جدول ۴ می‌باشد.

### نتایج فرضیه اول و دوم

فرضیه اول دوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا راهبرد رهبری بها و تمایز بر واکنش بازده انباشته سهام نسبت به اعلان سود تأثیر معنی‌داری دارد یا خیر؟ جهت بررسی فرضیه اول و دوم مدل ۱ برازش شد که نتایج در جدول ۳ ارائه شده است. سطح معنی‌داری  $F$  فیشر برازش مدل ۱ که نشان از توان توضیح‌دهندگی مدل است، کم‌تر از ۰/۰۱، است که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹٪ مدل معنی‌دار و دارای اعتبار است.

جدول ۳. نتایج مربوط به تخمین مدل اول پژوهش

متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری
راهبرد رهبری بها	-۰/۰۰۹	۰/۰۴	-۰/۱۹	۰/۸۴۷۸
راهبرد تمایز	-۰/۰۳	۰/۰۵	-۰/۷۹	۰/۴۶۵۷
نسبت ارزش بازار به دفتری	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۲/۳۹	۰/۰۱۶۷
زیاندهی	-۰/۲۸	۰/۱۰۹	-۲/۶۳	۰/۰۰۸۵
تعداد کارمندان	-۰/۱۴	۰/۰۵	-۲/۶۳	۰/۰۰۸۷
سود غیر منتظره	-۰/۰۱	۰/۰۲	-۰/۵۸	۰/۵۶۰۹
راهبرد تمایز و سود غیر منتظره	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۸	-۰/۲۷	۰/۷۷۹۷
رهبری بها و سود غیر منتظره	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۷	-۰/۲۱	۰/۸۲۶۲
نسبت ارزش بازار به دفتری و سود غیر منتظره	۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	۱/۲۵	۰/۲۱۱۳
زیان‌دهی و سود غیر منتظره	۰/۰۲۳	۰/۰۲۲	۱/۰۳	۰/۳۰۱۲
تعداد کارمندان و سود غیر منتظره	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۳	۰/۱۴۶	۰/۸۸۳۸
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۰/۱۱۴	۰/۰۲	۴/۴۳	۰/۰۰۰۰
ضریب ثابت	-۰/۶۱	۰/۶۷	-۰/۹۰۴	۰/۳۶۶۲
آماره F	-	-	۲/۹۱	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۳۸	-	-	-
آماره دوربین واتسون	-	-	۲/۳۱	-

منبع: یافته‌های تحقیق

فرضیه اول پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا راهبرد رهبری بها بر واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود تأثیر مستقیم دارد یا خیر؟ جهت بررسی فرضیه اول پژوهش هدف نبود رابطه مستقیم و معنی دار بین راهبرد رهبری بها و واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب و وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان طور که در جدول ۳ مشاهده می شود، سطح معنی داری راهبرد رهبری بها برابر با  $0/8478$  است که بیش از سطح خطای  $0/05$  است و از این رو می توان نتیجه گرفت، راهبرد رهبری بها بر ضریب واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود تأثیر ندارد و فرض اول پژوهش تأیید نمی شود. تفسیر فرضیه اول بدین صورت است که مدیریت بها، کاهش هزینه‌ها و رهبری کردن آن، واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود را کاهش نمی دهد. نتیجه فرضیه اول با پژوهش فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) همخوانی ندارد. عدم همخوانی می تواند به دلیل شرایط اقتصادی ایران طی دوره مورد بررسی باشد. در این دوره شرکت‌هایی با راهبرد رهبری بها تصمیم به اعمال محافظه کاری از طریق به تعویق انداختن شناسایی درآمدها به دلیل شرایط مبهم اقتصادی گرفتند.

فرضیه دوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا راهبرد تمایز بر واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود تأثیر معکوس دارد یا خیر؟ جهت بررسی فرضیه دوم پژوهش هدف نبود رابطه معکوس و معنی دار بین راهبرد تمایز و واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب و وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان طور که در جدول ۳ مشاهده می شود، سطح معنی داری راهبرد تمایز برابر با  $0/4657$  است که بیش از سطح خطای  $0/05$  است و از این رو، می توان نتیجه گرفت، راهبرد تمایز بر ضریب واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود تأثیر ندارد و فرض دوم پژوهش تأیید نمی شود. تفسیر فرضیه دوم بدین صورت است که با توجه به فرض اول که رهبری کردن و مدیریت هزینه و کاهش بهای محصولات، واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود را کاهش نمی دهد، دیگر راهبرد هم منجر به کاهش واکنش بازده انباشته سهام

به اعلان سود نمی‌شود. نتیجه فرضیه دوم با پژوهش فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) همخوانی ندارد.

### نتایج فرضیه سوم و چهارم

فرضیه سوم و چهارم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا راهبرد رهبری بها و تمایز بر واکنش حجم تجمعی معاملات نسبت به اعلان سود تأثیر معنی‌داری دارد یا خیر؟ جهت بررسی فرضیه سوم و چهارم مدل ۲ برازش شد که نتایج در جدول ۴ ارائه شده است. سطح معنی‌داری F فیشر برازش مدل ۲ که نشان از توان توضیح‌دهندگی مدل است، کم‌تر از ۰/۰۱، که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹٪ مدل معنی‌دار و دارای اعتبار است.

جدول ۴. نتایج مربوط به تخمین مدل دوم پژوهش

متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری
راهبرد رهبری بها	۰/۰۳	۰/۰۰۹	۴/۲۴	۰/۰۰۰۰
راهبرد تمایز	-۰/۰۴	۰/۰۱	-۲/۹۷	۰/۰۰۳۱
گردش مالی	۳/۵۳	۱/۹۸	۱/۷۷	۰/۰۷۵۹
قیمت سهام	۰/۰۵	۰/۰۱	۵/۳۳	۰/۰۰۰۰
بازده انباشته سهام	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	-۳/۲۶	۰/۰۰۱۱
تعداد کارمندان	۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۶۶	۰/۵۰۴۹
ضریب ثابت	-۰/۳۸	۰/۱۷	-۲/۱۷	۰/۰۳۰۰
آماره F	-	-	۴/۶۶	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۴۹	-	-	-
آماره دوربین واتسون	-	-	۱/۷۹	-

منبع: یافته‌های تحقیق

فرضیه سوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا راهبرد رهبری بها بر واکنش حجم تجمعی معاملات به اعلان سود تأثیر مستقیم دارد یا خیر؟ جهت بررسی فرضیه سوم پژوهش هدف نبود رابطه مستقیم و معنی‌دار بین راهبرد رهبری بها و واکنش حجم تجمعی معاملات به اعلان سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب

و وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان طور که در جدول ۴ مشاهده می شود، سطح معنی داری راهبرد رهبری بها برابر با  $0/0000$  است که کم تر از سطح خطای  $0/05$  است و از این رو می توان نتیجه گرفت، راهبرد رهبری بها بر واکنش حجم تجمعی معاملات به اعلان سود تأثیر دارد و فرض سوم پژوهش تأیید می شود. همچنین ضریب متغیر راهبرد رهبری بها برابر با  $0/038$  است که نشان می دهد بین راهبرد رهبری بها و واکنش به حجم تجمعی معاملات رابطه مستقیم وجود دارد. به عبارتی با افزایش راهبرد رهبری بها، واکنش به حجم تجمعی معاملات نیز افزایش می یابد و با کاهش راهبرد رهبری بها، واکنش به حجم تجمعی معاملات نیز کاهش می یابد. تفسیر فرضیه سوم بدین صورت است که حجم تجمعی معاملات به اعلان سود متأثر از کاهش بهای محصولات است و کاهش بهای محصولات، به افزایش حجم معاملات و اعلان سود منجر می شود. به عبارتی، با کاهش بهای محصولات، حجم تجمعی معاملات افزایش می یابد. نتیجه فرضیه سوم با پژوهش فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) همخوانی دارد.

فرضیه چهارم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا راهبرد تمایز بر واکنش حجم تجمعی معاملات به اعلان سود تأثیر معکوس دارد یا خیر؟ جهت بررسی فرضیه چهارم پژوهش هدف نبود رابطه معکوس و معنی دار بین راهبرد تمایز و واکنش حجم تجمعی معاملات به اعلان سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان فرضیه صفر انتخاب و وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان طور که در جدول ۴ مشاهده می شود، سطح معنی داری راهبرد تمایز برابر با  $0/0031$  است که کم تر از سطح خطای  $0/05$  است و از این رو، می توان نتیجه گرفت، راهبرد تمایز محصول بر واکنش حجم تجمعی معاملات به اعلان سود تأثیر دارد و فرض چهارم پژوهش پذیرفته می شود. همچنین ضریب متغیر راهبرد تمایز برابر با  $-0/049$  است که نشان می دهد بین راهبرد تمایز و واکنش به حجم تجمعی معاملات رابطه منفی و معکوس وجود دارد. به عبارتی با افزایش راهبرد تمایز، واکنش به حجم تجمعی معاملات نیز کاهش می یابد و با کاهش راهبرد تمایز واکنش به حجم تجمعی معاملات نیز افزایش می یابد. تفسیر فرضیه چهارم بدین صورت است که مبتنی بر فرضیه دوم که شواهد نشان داد

کاهش بهای محصولات، به کاهش حجم تجمعی معاملات به اعلان سود منجر شده، در این فرض، شواهد گویای اثرگذاری مثبت دیگر راهبرد به‌جز رهبری بها بر واکنش حجم تجمعی معاملات به اعلان سود می‌باشد. به عبارتی، رهبری بها، حجم تجمعی معاملات به اعلان سود را افزایش و راهبرد تمایز حجم تجمعی معاملات به اعلان سود را کاهش می‌دهد. نتیجه فرضیه چهارم با پژوهش فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) همخوانی دارد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در پژوهش حاضر با بررسی محتوای اطلاعاتی سود شرکت‌هایی که از راهبردهای مختلف پیروی می‌کنند، تغییرات محتوای اطلاعاتی سود این شرکت‌ها به‌واسطه انتخاب راهبرد رهبری بها و تمایز، مورد بررسی قرار گرفت. فرضیه‌ها به‌دنبال پاسخ به این سؤال بودند که آیا راهبرد رهبری بها و تمایز بر واکنش بازده انباشته سهام نسبت به اعلان سود و واکنش حجم تجمعی معاملات نسبت به اعلان سود تأثیر معنی‌داری دارد. نتایج فرضیه‌ها نشان داد که بازار نسبت به بازده انباشته سهام گزارش شده توسط شرکت‌هایی با راهبردهای کسب‌وکار رهبری بها و تمایز، از خود واکنش نشان نمی‌دهد؛ ولی برخلاف واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود، بازار نسبت به اطلاعات حجم تجمعی معاملات شرکت‌هایی با راهبرد رهبری بها و راهبرد تمایز به‌شدت از خود واکنش نشان می‌دهد و طرح‌های انگیزشی بلندمدت تعیین شده در این شرکت‌ها باعث می‌شود مدیران از افشای اطلاعات بد در بازار خودداری کرده و در نتیجه این شرایط به‌واسطه اتخاذ راهبرد های کسب‌وکار، بازده انباشته سهام در روزهای پایانی سال در بهترین وضعیت خود قرار دارد. یافته‌های تجربی حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از راهبرد رهبری بها (راهبرد تمایز) استفاده می‌کنند، به احتمال بیشتر (کم‌تر) مستعد مواجه شدن با افزایش بازده انباشته سهام در یک هفته قبل از اعلان سود می‌باشند. این پژوهش ادبیات موجود درباره راهبرد کسب‌وکار را با نشان دادن اینکه راهبردهای کسب‌وکار اتخاذ شده توسط شرکت‌ها دارای کاربردهای وسیع‌تر از حالت‌های عادی بوده و در عمل می‌تواند بر واکنش بازده انباشته سهام به اعلان سود در سطح

شرکت را با به تأخیر انداختن زمان بندی افشای اطلاعات سود تأثیر داشته باشد، توسعه داده است. نتایج فرضیه‌ها مفاهیم مهمی را برای سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی فراهم می‌نماید. بدین مفهوم که واکنش بازار نسبت به اعلان سود بدون در نظر گرفتن نوع راهبردهای کسب و کار شرکت‌ها معنا و مفهومی ندارد و لحاظ نکردن این موضوع در مباحث مربوط به تصمیم‌گیری، استفاده‌کنندگان مالی را در مسیر نادرست هدایت می‌کند. پس سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی می‌توانند ابتداء به ساکن، بینش و آگاهی خود را نسبت به اعلان سود از طریق ایجاد ارتباطی منطقی با نوع راهبرد کسب و کار شرکت‌ها توسعه دهند. همچنین با توجه به عدم اطمینان محیط اقتصادی، صنایعی که بیشتر تحت تأثیر محیط بین‌المللی و نرخ ارز قرار دارند (مانند صنایع خودرو، رایانه و دارویی) راهبرد رهبری بها و صنایعی که کم‌تر تحت تأثیر قرار می‌گیرند (مانند صنایع املاک، محصولات شیمیایی و غذایی) راهبرد تمایز اتخاذ کنند. نتیجه فرضیه اول و دوم با پژوهش فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) مغایرت و فرضیه سوم و چهارم با فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد. نتایج نشان داد که واکنش بازار سرمایه نسبت به اعلان سود از طریق اتخاذ راهبردهای رهبری بها و تمایز، قابل پیش‌بینی است.

پژوهش حاضر به دانش مالی بازار سرمایه از طریق واکاوی نقش راهبردهای کسب و کار در بازار سرمایه یاری می‌رساند. بر این اساس به‌عنوان توصیه‌های اجرایی برای نظام مالی و اقتصادی کشور، علی‌الخصوص بازار سرمایه که سهم مهمی در اقتصاد کلان کشور دارد، پیشنهاد می‌شود که با شفافیت و افزایش اشراف اطلاعات مالی و اقتصادی شرکت‌ها توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران در راستای افشای ریز اطلاعات راهبردهای کسب و کار، سرمایه‌گذاران و سهام‌داران بالفعل و بالقوه بتوانند به سهولت مزیت و برتری شرکت‌هایی را که از این راهبردها استفاده می‌نمایند، انتخاب کنند و این انتخاب گزینه نهایی جهت سرمایه‌گذاری برای آنان باشد. این مهم مگر با کمک سازمان بورس اوراق بهادار تهران محقق نمی‌شود. پس پیشنهاد می‌شود که این سازمان در تارنمای کدال و دیگر نمایه‌ها جهت جذب سرمایه‌گذاران و سهام‌داران بالفعل و بالقوه، افشای اختیاری این اطلاعات را در دستور کار خود قرار دهد.



این پژوهش با محدودیت‌هایی هم روبه‌رو بوده است. عدم دسترسی به اطلاعات راهبردهای کسب‌وکار شرکت به‌عنوان مهم‌ترین محدودیت مطالعه حاضر است. برخی شرکت‌ها اطلاعات هزینه‌های تبلیغات، هزینه‌های تحقیق و توسعه را افشا نمی‌نمایند.

همچنین پژوهشگران آتی می‌توانند با توجه به ویژگی‌های خاص هر صنعت و الگوهای مورد استفاده برای راهبردهای شرکت در هر صنعت، مدل‌های خاصی را به‌منظور اندازه‌گیری بهتر و دقیق‌تر گزارشگری مالی هر صنعت توسعه دهند و آزمون‌ها را به تفکیک صنایع مختلف طراحی کنند. همچنین می‌توانند از مدل‌های غیرخطی همانند الگوریتم ژنتیک و شبکه‌های عصبی برای بررسی ارتباط راهبردهای شرکت و اعلان سود استفاده کنند. تکرار این پژوهش با در نظر گرفتن یک رویداد خاص یا سایر مسائل سیاسی، اقتصادی مؤثر یا افزایش تعداد مشاهدات هر مقطع و دوره‌های زمانی جهت افزایش قابلیت اعتماد نتایج پژوهش به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود.



## منابع

- ژولانژاد، فاطمه و بخردی‌نسب، وحید (۱۳۹۷)، بررسی تطبیقی ضریب واکنش شرکت‌هایی با اتخاذ راهبردهای کسب‌وکار رهبری هزینه و شرکت‌هایی با اتخاذ راهبردهای کسب‌وکار متمایز نسبت به اعلان سود با استفاده از معادلات شکست ساختاری، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۹(۳۴): ۱۴۳ - ۱۷۴.
- عرب‌مازار یزدی، محمد و کرانی، کامبیز (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین راهبرد افزایش سود و ضریب واکنش سود، شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۸، ش ۶۴: ۱۲۸ - ۱۱۳.
- فروغی، داریوش و آیسک، سیدسعیدمهرداد (۱۳۹۴)، بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش‌بینی‌شده، پژوهش‌های تجربی حسابداری، مقاله ۸، دوره ۵، ش ۱، پاییز: ۱۳۹ - ۱۶۲.
- مشبکی، اصغر و موسوی، سیدمحمد (۱۳۹۱)، رابطه هماهنگی استراتژیک بین راهبرد های تجاری، راهبرد های منابع انسانی و ساختار سازمانی، مدیریت فرهنگ سازمانی، دوره دهم، ش ۱: ۳۳ - ۶۰.
- Ahmed, A., & Schneible, R. (2007). The impact of regulation fair disclosure on investors' prior information quality — Evidence from an analysis of changes in trading volume and stock price reactions to earnings announcements. *Journal of Corporate Finance*, 13(2-3), 282-299.
- Ahmed, A., Schneible, R., Jr., & Stevens, D. (2003). An empirical analysis of the effects of online trading on stock price and trading volume reactions to earnings announcements. *Contemporary Accounting Research*, 20(3), 413-439.
- Ali, A., Klasa, S., & Li, O. (2008). Institutional stakeholdings and better-informed traders at earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 47-61.
- Allen, R. S. (2007). Porter's Generic Strategies: An exploratory study of their use in Japan. *Journal of Business Strategies*, 24(1), 69-90.
- Asdemir, O., Fernando, G. D., Schneible, R. A., & Tripathy, A. (2014). Firm Strategy and Information Asymmetry. Working Paper. Tacoma: University of Washington.
- Atiase, R., & Bamber, L. (1994). Trading volume reactions to annual accounting earnings announcements: The incremental role of pre-disclosure information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 309-329.
- Ball, R. Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research. Res.*, 6, pp. 159-177.
- Balsam, S., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2011). The impact of firm strategy on performance measures used in executive compensation. *Journal of Business Research*, 64(2), 187-193.
- Bamber, L., & Cheon, Y. (1995). Differential price and volume reactions to accounting earnings announcements. *The Accounting Review*, 70(3), 417-441.

- Bamber, L., Barron, O., & Stevens, D. (2011). Trading volume around earnings announcements and other financial reports: Theory, research design, empirical evidence, and directions for future research. *Contemporary Accounting Research*, 28(2), 431–471.
- Barron, O. E., Schneible, R. A., Jr., & Stevens, D. E. (2015). The Changing Behavior of Trading Volume Reactions to Earnings Announcements: Evidence of the Increasing Use of Accounting Earnings News by Investors. Working paper, University at Albany.
- Barron, O., Harris, D., & Stanford, M. (2005). Evidence that investors trade on private event-period information around earnings announcements. *The Accounting Review*, 80(2), 403–421.
- Beaver, W. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*. Res., 6 (Supplement), pp. 67-92.
- Beaver, W.H., McNichols, M.F., Wang, Z.Z. (2018). Increased Information Content of Earnings Announcements in the 21st Century: an Empirical Investigation (June 19, 2018). Research Papers.
- Beaver, W.H., McNichols, M.F., Wang, Z.Z. (2018). The information content of earnings announcements: new insights from intertemporal and cross-sectional behavior. *Review of Accounting Studies*. 23, 95–135.
- Beaver, W.H., McNichols, M.F., Wang, Z.Z. (2020). Increased market response to earnings announcements in the 21st century: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics*. Volume 69, Issue 1, pp. 101-244.
- 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>.
- Bentley, K., Omer, T., & Twedt, B. (2014). Does business strategy impact a firm's information environment? Working paper. University of New South Wales.
- Bentley, K.A., T.C. Omer, and N.Y. Sharp. (2010). "Business strategy, audit fees and financial reporting irregularities". Working paper, Texas A&M University. Available at URL: <Http://Www.Ssrn.Com>.
- Bentley, Kathleen A, Thomas C Omer, and Nathan Y Sharp. (2013) Business Strategy, Financial Reporting Irregularities, and Audit Effort. *Contemporary Accounting Research* <Http://Www.Ssrn.Com>.
- Boone, J. P., & Raman, K. K. (2001). Off-balance sheet R&D assets and market liquidity. *Journal of Accounting and Public Policy*, 20(2), 97–128.
- Contreras, H. (2020). Strategic timing of corporate insiders when trading at earnings announcements *Finance Research Letters*. In Press, Corrected Proof.
- David, J. S., Hwang, Y., Pei, B. K., & Reneau, W. (2002). The performance effects of congruence between product competitive strategies and purchasing management design *Management Science*, 48(7), 866–886.

- Diamond, D., & Verrecchia R. (1991). Disclosure, liquidity and the cost of equity capital. *The journal of finance*, September, PP. 1335-1360.
- Eberhart, A., Maxwell, W., & Siddique, A. (2004). An examination of long-term abnormal stock returns and operating performance following R&D increases. *Journal of Finance*, 59(2), 623–650.
- Fernando .Guy. D., Richard. A., Schneible. Jr., Arindam. Tripathy. (2015). Firm strategy and market reaction to earnings. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*. ADIAC-00296; No of Pages 15.
- Garfinkel, J. (2009). Measuring investors' opinion divergence. *Journal of Accounting Research*, 47(5), 1317–1348.
- Gu, F., & Wang, W. (2005). Intangible assets, information complexity, and analysts' earnings forecasts. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(9), 1673–1702.
- Habib, A. (2016). Business strategy, Overvalued equities, and Stock price crash risk. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2492179>
- Hambrick, D. (2003). On the Staying Power of Miles and Snow's Defenders, Analyzers, and Prospectors. *Academy of Management Executive*, 17 (4) , 115-118.
- Hambrick, D. C. (1983). Some tests of the effectiveness and functional attributes of miles and snow's strategic types. *Academy of Management Journal*, 26(1), 5–26.
- Hambrick, D. C., MacMillan, I. C., & Day, D. I. (1982). Strategic attributes and performance in the four cells of the BCG matrix — A PIMS-based analysis of industrial product business. *Academy of Management Journal*, 25(3), 510–531.
- Ittner, Christopher D., David F. Larcker, and Madhav V. Rajan. (1997). "The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts." *The Accounting Review* 72 (2): 231-255.
- Kandel, E., & Pearson, N. (1995). Differential interpretation of public signals and trade in speculative markets. *Journal of Political Economy*, 103(4), 831–872.
- Kim, O., & Verrecchia, R. (1991). Market reactions to anticipated announcements. *Journal of Financial Economics*, 30(2), 273–309.
- Kim, O., & Verrecchia, R. (1997). Pre-announcement and event-period private information. *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 395–419.
- Kothari, S. P. , Shu, S. , & Wysocki, P. D. (2009). Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, 47 (1) , 241–276.
- Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, measurement, and reporting*. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Lev, B. (2008). A critical review of policy recommendations. *Accounting and Business Research*, 38(3), 209–213.

- Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 353–385.
- Miles, R. E., and C. C. Snow. (1978). *Organizational Strategy, Structure, and Process*. New York: McGraw-Hill.
- Miles, R. E., and C. C. Snow. (2003) *Organizational strategy, structure, and process*. Stanford, CA: Stanford University Press.
- Miller, A., & Dess, G. G. (1993). Assessing Porter's (1980) model in terms of its generalizability, accuracy and simplicity. *Journal of Management Studies*, 30(4), 553–585.
- Nair, A., & Filer, L. (2003). Cointegration of firm strategies within groups: A long-run analysis of firm behaviour in the Japanese Steel Industry. *Strategic Management Journal*, 24(2), 145–159.
- Porter, M. (1985). *Competitive advantage*. New York: Free Press.
- Porter, M. E. , (1988). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press, New York.
- Porter, M. (1980). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press.
- Prescott, J. E. (1986). Environments as moderators of the relationship between strategy and performance. *Academy of Management Journal*, 29(2), 329–348.
- Skinner, D. J. (2008). Accounting for intangibles — A critical review of policy recommendations. *Accounting and Business Research*, 38(3), 191–204.
- Skinner, D. J. (2008b). A critical review of policy recommendations — Accounting for intangibles — A critical review of policy recommendations. *Accounting and Business Research*, 38(3), 215–216.
- Thomas, A., Litschert, R., & Ramaswamy, K. (1991). The performance impact of strategy-manager coalignment: An empirical examination. *Strategic Management Journal*, 12(7), 509–522.
- Ullmann, A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performances, social disclosure, and economic performance of U.S. firms. *Academy of Management Review*, 10(3), 540–557.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی