

## **The effect of information transfer on the impact of abnormal returns on business strategy of companies listed in Tehran Stock Exchange**

**Mahmoud Bakhshinejad\***

Associate Professor, Accounting, Department of Accounting, Faculty of Human science, Islamic Azad University, Shahrekord Branch, Shahrekord, Iran

### **Abstract**

Reliability of information and information content of companies are two indicators of information transfer at annual reporting level. These two indices reduce the cost of capital by reducing information asymmetry and it plays a key role in the efficiency of the capital market. Accordingly, this study investigates the effect of information transfer on the impact of abnormal returns on corporate strategy by estimating two models using the data presented in the financial statements of 120 companies listed in Tehran Stock Exchange in the period 2011-2017. The research method is rational in terms of practical purpose and causal in nature, because it tries to evaluate the impact of several variables on one variable, and in terms of retrospective execution time, in terms of logical execution, in terms of quantitative logic and in terms of the length of time it is a combination. Multivariate regression models are used to test the hypotheses using pooled data and Stata software. The results indicate that abnormal returns have a positive and significant impact on corporate business strategy and that information transfer has negative moderating effect on the impact of abnormal returns on business strategy choice.

**Keywords:** Business Strategy, Abnormal Returns, Reliability, Information Content.

---

\*mahmoud46bakhshi@gmail.com

پژوهش‌های حسابداری مالی

سال یازدهم، شماره چهارم، پیاپی (۴۲)، زمستان ۱۳۹۸

تاریخ وصول: ۱۳۹۸/۰۳/۲۰

تاریخ بازنگری: ۱۳۹۸/۰۹/۰۷

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۹/۲۴

صص: ۱-۲۲

## تأثیر انتقال اطلاعات بر اثرگذاری بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمود بخشی نژاد<sup>۱</sup>

استادیار، حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهرکرد، شهرکرد، ایران

mahmoud46bakhshi@gmail.com

### چکیده

قابلیت اتکای اطلاعات و محتوای اطلاعات شرکت‌ها دو شاخص انتقال اطلاعات در سطح گزارشگری سالیانه است. این دو شاخص با کاهش تقارن اطلاعاتی هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد و از این طریق نقشی اساسی در کارایی بازار سرمایه ایفاء می‌نمایند. بر این اساس این پژوهش با تخمین دو الگو اقدام به بررسی تأثیر انتقال اطلاعات بر اثرگذاری بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری شرکت‌ها با استفاده از داده‌های مندرج در صورت‌های مالی ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ نموده است. روش پژوهش، از نظر رویکرد خردگرایانه، از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت علی-معلولی است، زیرا به موجب آن سعی می‌شود تأثیر چند متغیر بر یک متغیر مورد بررسی قرار گیرد و از نظر زمان اجراء گذشته‌نگر، از نظر منطق اجراء استقرایی، از نظر ماهیت داده‌ها کمی، از نظر استدلال میدانی و از نظر طول مدت زمان ترکیبی است. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی و نرم‌افزار استتتا بهره گرفته شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد و انتقال اطلاعات بر تأثیر بازده غیرعادی بر انتخاب راهبرد تجاری، نقش تعدیل‌کنندگی منفی دارد.

**واژه‌های کلیدی:** راهبرد تجاری، بازده غیرعادی، قابلیت اتکای اطلاعات، محتوای اطلاعات.

## مقدمه

راهبرد در اصطلاح عام برنامه و دورنمایی تدوین شده از اهداف آتی سازمان‌اند که هر سازمان برای نیل به اهداف خود آن را تدوین و پیگیری می‌کند [۴] یا جهت‌گیری کلی حرکت سازمان به سمت مقصد استراتژیک با نگاه به آینده است [۱۰]. در علم مدیریت، تدوین راهبرد، یکی از وظایف خطیر مدیریتی است که مبنای تصمیم‌گیری‌های حیاتی مدیران برای حفظ بقا و تعالی سازمان است [۶۱]. امروزه بیشتر سازمان‌ها به جای اتخاذ راهبردی جامع و واحد، از مجموعه‌های از راهبردهای به هم مرتبط استفاده می‌کنند که هر یک در سطوح متفاوتی از شرکت طراحی می‌شوند [۴۲]. در سازمان‌های بزرگ با چند محصول سه سطح راهبرد وجود دارد که این سه سطح عبارت‌اند از: ۱) راهبرد سازمان؛ ۲) راهبرد کسب‌وکار (تجاری)؛ ۳) راهبرد وظیفه‌ای (کارکردی). در سازمان‌های کوچک‌تر سطح اول و دوم، این راهبردها با یکدیگر ادغام می‌شوند و یک سطح جدید به وجود می‌آید [۴۵]. هر راهبرد علاوه بر اینکه باید به شرایط محیطی پاسخگو باشد، باید با راهبردهای سطوح دیگر و نیز با نقاط قوت و مزیت رقابتی واحد تجاری و با سطح شرکت به منزله یک واحد، هماهنگ باشد [۵۲]. هر یک از سطوح راهبرد با سایر سطوح راهبرد تعاملی نزدیک و هماهنگ دارد و برای موفق بودن کل شرکت باید این سه سطح یکپارچه باشند. راهبردهای کسب‌وکار معمولاً در سطح مربوط به محصولات یا واحد تجاری استراتژیک اجرا می‌شود و بر بهبود موقعیت رقابتی کالاها و خدمات شرکت در صنعت یا بخشی از بازار خاص تأکید دارند [۵۲]. دو چارچوب رایج در

راهبردهای کسب‌وکار عبارت‌اند از: ۱) راهبرد مایلز و اسنو<sup>۱</sup> که بر نرخ تمایل به تغییر محصول تمرکز دارد؛ ۲) راهبرد پورتر<sup>۲</sup> که بر مشتریان و رقبا تمرکز دارد [۳۲] [۳۴] [۳۵]. پورتر [۴۹] [۵۰] چارچوب مفهومی انتخاب راهبرد تجاری در راستای انجام رقابت کارا از شرکت‌ها را برای نخستین بار ارائه کرد. او در چارچوب راهبردهای عمومی در حوزه رقابت بیان کرد شرکت باید از میان دو گزینه: ۱- رقابت به‌عنوان تولیدکننده‌ای با کمترین هزینه در صنعت خود (راهبرد هزینه)؛ ۲- رقابت با تولید محصولات ممتاز و بی‌نظیر از حیث کیفیت، ویژگی‌های ظاهری محصول و ... (راهبرد تمایز) یکی را انتخاب کند [۹]. همچنین اعلان بازده غیرعادی و انتخاب راهبرد تجاری دارای ارتباط منفی است [۴۲]. اعلان بازده غیرعادی، تفاوت بین بازده واقعی سهام و بازده مورد انتظار یا بازده کل بازار را نشان می‌دهد و به درک بازده واقعی شرکت‌ها و اتخاذ تصمیمات مناسب به سهامداران و کسب مزیت رقابتی بنگاه کمک می‌کند [۳۷]. راهبرد تجاری معمولاً در سطح محصولات یا واحد تجاری استراتژیک اجرا می‌شود و به بهبود موقعیت رقابتی کالاها و خدمات شرکت در یک صنعت خاص یا یک بخشی از بازار رقابت خاص تأثیر دارد [۴]. دو چارچوب رایج و حاکم برای استراتژی کسب‌وکار عبارت‌اند از: ۱- تاپولوژی مایلز و اسنو که بر نرخ تمایل به تغییر محصول بازار تمرکز دارد؛ ۲- تاپولوژی پورتر که بر مشتریان و رقبا تأثیرگذار است [۳۴]؛ ولی بدون شک ارزش تصمیمات به میزان صحت و دقت و به هنگام بودن هر اطلاعاتی بستگی دارد که ناشران اوراق بهادار منتشر کرده‌اند و در اختیار گروه‌های ذی‌نفع از جمله

<sup>2</sup> Porter<sup>1</sup> Miles & Snow

سهامداران قرار می‌گیرد. با وجود این و با تکیه بر نظریه انتخاب عقلایی احتمال این پدیده همیشه وجود دارد که متشرکنندگان اطلاعات، که دسترسی سهل تری به اطلاعات و شناخت بیشتری از وضعیت مالی شرکت دارند، اطلاعات خاصی را به صورت جانب‌دارانه در اختیار برخی افراد برون‌سازمانی قرار دهند و باعث کسب بازده بیشتر آنها نسبت به سایرین شوند و با کاهش منافع گروه‌های ذی‌نفع، منافع شخصی خود را حداکثر کنند [۲]. چنین نظریه‌ای با فرضیه بازار کارا تقابل دارد که بر انتقال سریع و دقیق اطلاعات در بازارهای مالی تمرکز دارد. در بازار کارا به شکل قوی، قیمت اوراق بهادار به طور کامل منعکس‌کننده همه اطلاعات موجود درباره دارایی مدنظر در بازار است و تمامی اطلاعات بدون هزینه و بدون محدودیت در اختیار تمامی سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. در صورتی که این فرایند اتفاق بیفتد، همه فعالان در بازار که به این اطلاعات دسترسی دارند می‌توانند از آن برای پیش‌بینی قیمت‌های دارایی مالی استفاده کنند و بدین ترتیب بازده غیرعادی به دست نمی‌آید؛ اما وقایع اتفاق افتاده در بازار سهام نشان می‌دهند بازده‌های غیرعادی با تعریف ارائه شده در بالا وجود دارد و این نشان می‌دهد بازارهای مالی اغلب کارا نیستند [۷] [۱۶].

همچنین اعلان محتوای اطلاعاتی شرکت‌ها در قالب گزارش‌هایی همچون پایداری سود و اندازه شرکت‌ها تسهیل‌کننده کاهش فاصله راهبرد و انتقال اطلاعات شرکت‌ها است. به عبارت دیگر، میزان کم محتوای اطلاعاتی در اعلان پایداری سود شرکت‌ها همواره یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های سهامداران به هنگام تصمیم‌گیری است [۶۱]. شرکت‌ها با اعلان پایداری سود، ویژگی‌های کیفی سود حسابداری خود

را افشا می‌کنند که این موضوع سرمایه‌گذاران را در ارزیابی سودهای آتی و جریان‌های نقدی شرکت کمک می‌کند. اعلان پایداری سود و اندازه شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران مهم است؛ زیرا بر تصمیم‌های آنها تأثیر دارد و به سرمایه‌گذاران در برآورد سودهای آتی و جریان‌های نقدی مورد انتظار کمک می‌کند [۵۹]. اعلان اندازه شرکت‌ها نشان‌دهنده ابعاد فعالیت‌های شرکت‌ها در بازار رقابتی است و به سهامداران در اتخاذ تصمیمات درباره عملکرد شرکت‌ها و شناسایی و دسته‌بندی بزرگی یا کوچکی شرکت‌ها کمک می‌کند. به عبارت دیگر، اعلان اندازه شرکت‌ها معیار مناسبی برای شناخت عملکرد آنها از نظر انعطاف‌پذیری و حجم فعالیت‌های رقابتی در یک محیط رقابتی است [۵]. در واقع کاهش فاصله راهبرد شرکت در انتقال اطلاعات به کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند و مسیر حرکت شرکت‌ها را در راستای سیاست‌های اتخاذ شده با برنامه‌ها و اهداف سازمان هماهنگ و اطلاعات را به اطلاع سهامداران می‌رساند تا از هرج و مرج‌های مالی جلوگیری شود. باید گفت لازمه موفقیت، فرآیند جریان اطلاعات تک‌پذیر به منظور اتخاذ تصمیمات مناسب برای تدوین راهبردهای مناسب است و محصول نهایی فرایند حسابداری مالی، ارائه اطلاعات مالی به استفاده‌کنندگان است [۱۴] [۱۵]؛ زیرا اطلاعات حسابداری مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها در بازار سرمایه محسوب می‌شوند. همواره استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی دودسته‌اند؛ درون‌سازمانی و برون‌سازمانی؛ زیرا برای هر دو مبنای، یعنی اخذ تصمیمات شخصی سرمایه‌گذاران برای منافع شخصی (برون‌سازمانی) و اتخاذ تصمیمات کلان برای حداکثرسازی منافع سهامداران و نائل شده به

است که آیا انتقال اطلاعات بر تأثیر بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری (تمایز و هزینه) شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش تعدیل‌گری منفی دارد.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

استراتژی‌های کسب‌وکار، برنامه و دورنمایی از اهداف ترسیم‌شده شرکت برای دستیابی به افقی روشن‌تر است که مدیریت، تدوین و پیگیری می‌کند. به عبارتی تدوین راهبرد، یکی از وظایف خطیر مدیریتی است که مبنای تصمیم‌گیری‌های حیاتی مدیران برای حفظ بقای سازمان و تعالی آن است [۱۰] [۴۵]. سازمان‌ها را براساس استراتژی تطابقی آنها به چهار نوع تدافعی، تهاجمی یا پیشگام، تحلیل‌گر و منفعل تقسیم کرده‌اند. پورتر [۴۹] [۵۰] در نظریه‌اش سه استراتژی کلی را پیشنهاد می‌کند. او معتقد است استراتژی‌های یک شرکت برای دستیابی به مزیت رقابتی عبارت‌اند از: رهبری هزینه، تمایز و تمرکز. شرکت‌هایی که رهبری هزینه را پذیرفته‌اند، با ایجاد هزینه پایین‌تر نسبت به رقبای خود، سهم بازار خود را افزایش می‌دهند. شرکت‌هایی که استراتژی تمایز را به کار می‌گیرند، با فراهم‌کردن محصولات و خدمات برخوردار از کیفیت ممتاز و علاقه مشتریان به آنها به مزیت رقابتی دست می‌یابند. در سومین استراتژی، سازمان با تمرکز بر نوع ویژه‌ای از محصول می‌کوشد بر بخش‌هایی خاص از بازار یا گروه‌های خاص از خریداران متمرکز شود. شرکت می‌خواهد از راه کاهش هزینه‌ها یا متمایزکردن محصول و محدودکردن بازار به این هدف دست یابد. در این پژوهش بر دو استراتژی رهبری هزینه و تمایز تأکید شده است. بررسی سوابق پژوهش‌های انجام‌شده در این خصوص حاکی از آن است که عدم تقارن اطلاعاتی

سیاست‌های شرکت (درون‌سازمانی)، وجود اطلاعات اتکاپذیر لازم و ضروری است [۲۱]؛ بنابراین اطلاعات باید به گونه‌ای تهیه و گزارش شوند که برای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان مفید باشند. براساس مفاهیم نظری گزارشگری مالی، محتوای اطلاعات، زمانی برای تصمیم‌گیری مفید است که مربوط و اتکاپذیر باشد.

باید توجه داشت اعلام متغیرهای یادشده در این پژوهش در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و انتقال اطلاعات صحیح شرکت‌ها به سهامداران نقش مهم و تأثیرگذاری دارد و این موضوع شفافیت صورت‌های مالی آنها را تقویت و به ایجاد اطمینان و امنیت بیشتر سهامداران نسبت به شرکت‌ها کمک می‌کند. به عبارت دیگر، انتقال اطلاعات زمانی رخ می‌دهد که اطلاعات ارائه‌شده به سهامداران از یک شرکت، مبتنی بر اعلان برخی مؤلفه‌های مهم همچون بازده غیرعادی، اندازه شرکت و پایداری سود باشد؛ در این صورت اطلاعات ارائه‌شده حاوی محتوای اطلاعاتی غنی‌شده برای سهامداران قلمداد می‌شوند و این موضوع به مزیت رقابتی شرکت‌ها تبدیل می‌شود.

در این راستا براساس تئوری نمایندگی، مدیران تمایلی به حداکثرسازی ثروت سهامداران ندارند و برای تثبیت موقعیت خود از اختیار تصمیم‌گیری برای انجام برنامه‌های شخصی خود، استفاده و به ارزش شرکت توجه می‌کنند و موقعیت خود را با سرمایه‌گذاری‌های خاص و با ریسک کم تثبیت می‌کنند و نشان می‌دهند نقش باارزشی برای منافع سهامداران دارند و همچنین این موضوع با وجود اهمیت فراوانش، در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نشده است. بر اساس این، هدف این پژوهش پاسخ به این سؤال

استفاده می‌کند [۳۶]. هرچند بیشتر شرکت‌ها، گزارش‌های مالی الزام‌شده از سوی نهادهای مسئول را در فاصله‌های زمانی مشخصی منتشر می‌کنند، مدعی می‌شود میزان تأخیر در انتشار گزارش‌های مالی از یک شرکت به شرکت دیگر، تفاوت فراوانی دارد و پژوهش‌های پیشین گزارش کرده‌اند بین سود کمتر از انتظار و تأخیر در اعلام خبر، رابطه وجود دارد [۵۳].

در این رابطه [۱۴] [۴۳] بیان کردند لازمه کاهش سطح راهبرد انتقال اطلاعات بین مدیران و سهامداران، اعلان بازده‌های واقعی سود و پایداری سود در دوره‌های مشخص زمانی است. در این صورت هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابند و این موضوع در تقویت شفافیت‌های صورت‌های مالی شرکت‌ها مؤثر است [۵۲]. نیز نوسان نرخ بازدهی شرکت گرچه به بازار مرتبط است، ناشی از نوع استراتژی‌های ریسک‌آفرینی است که مدیران شرکت برای رقابت با رقبا بر می‌گزینند تا با افزایش سود، پاداش خود را حداکثر سازند [۵۴].

همچنین بازدهی غیرعادی بر راهبرد تجاری تأثیرگذار است [۲۴]. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای سهام مدنظر قائل می‌شوند، متفاوت خواهد بود؛ در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت. در این حالت در شرکت راهبرد متمایز پدیدار می‌شود [۳۰]. طبق استراتژی متمایز، محصولات و خدماتی عرضه می‌شوند که در صنعت مدنظر محصول یا خدمتی منحصر به فرد تلقی می‌شوند. در واقع شرکت وارد ساخت و بازاریابی محصولی واحد برای بازاری بزرگ می‌شود. راه رسیدن به استراتژی متمایز، شامل

در شرکت‌های تهاجمی (با راهبرد تمایز) کمتر از شرکت‌های تدافعی (با راهبرد رهبری هزینه) است؛ زیرا شرکت‌های تهاجمی علاقه زیادی به نوآوری و دستیابی به محصولات و برندهای جدید دارند. این موضوع باعث شده است تحلیلگران همواره توجه زیادی به این شرکت‌ها کنند و اطلاعات آنها را به صورت دقیق تجزیه و تحلیل کنند؛ بنابراین شرکت‌های تهاجمی ناگزیر به افزایش سطح انتقال اطلاعات اند [۱۲].

راهبردهای کسب‌وکار، چارچوبی برای هدایت تصمیم‌هایی است که ماهیت و جهت امور مالی سازمان را تعیین می‌کنند؛ بنابراین یک مجموعه پویا و مرتبط باهم از واکنش‌ها و پاسخ‌هایی است که براساس شرایط مختلف محیطی و عکس‌العمل‌های سایر سازمان‌های موجود در آن محیط‌ها اتخاذ می‌شوند. در مقابل سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان برای خرید، فروش، نگهداری سهام و اعطای اعتبار به شرکت‌ها، به اطلاعات نیاز دارد. مهم‌ترین منبع اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، صورت‌های مالی است [۱۲]. جهت‌گیری و استراتژی‌های منتخب سازمانی مبتنی بر اطلاعات مالی‌اند. در امور اقتصادی استفاده‌کنندگان همواره برای تصمیم‌گیری و انجام تحلیل‌های خود به اطلاعات دقیق و اتکاپذیری نیازمندند و نبود اطلاعات مناسب و مربوط، موجب اختلال در تصمیم‌گیری آنان می‌شود. ارقام و گزارش‌های مالی، بخش مهمی از داده‌ها و اطلاعات موردنیاز این فرایند محسوب می‌شوند [۶]؛ بنابراین عموماً گفته می‌شود شرکت‌ها باید گزارش‌های مالی خود را به موقع منتشر کنند [۲۲]. بازار به اطلاعات به‌هنگام اهمیت بیشتری می‌دهد و از این اطلاعات به شکل اثربخش‌تری در تصمیم‌گیری

یک محیط با تغییرات همیشگی اتخاذ کنند. هر کدام از این تصمیم‌ها بر تصمیم‌های دیگر تأثیر خواهند گذاشت. با توجه به اینکه محیط به صورت مداوم در حال تغییر است، تصمیم‌های اتخاذ شده باید بر اساس جدیدترین اطلاعات به‌طور دائم ارزیابی و تجدیدنظر شوند؛ بنابراین در دنیای واقعی، مدیران مالی باید راهی را برای ارتباط دادن تئوری‌های مختلف مالی به یکدیگر پیدا کنند و این همان نقش راهبردهای کسب‌وکار شرکت است [۱۵].

ژولانژاد و بخردی نسب [۱۰] در پژوهشی با نام «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، به بررسی کیفیت تأثیرات راهبردی شرکت‌ها نسبت به ضریب واکنش اعلان سود در دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۸ اقدام کردند. نتایج این پژوهش نشان دادند شرکت‌هایی که راهبرد رهبری هزینه را دنبال می‌کنند، اعلان سود خود را به‌طور عمومی نسبت به شرکت‌هایی که روش تمایز را در پیش می‌گیرند، با تغییرات بهتری به نمایش می‌گذارند؛ در نتیجه، شرکت‌هایی که راهبردهای متمایز را در پیش می‌گیرند، با تفسیر ناهمگون‌تر و تغییرات کمتری در باورهای سرمایه‌گذاران همراه هستند.

حاجی‌ها [۵] در پژوهشی با نام «راهبردهای رقابتی، عملکرد شرکت و مسئولیت‌پذیری اجتماعی به‌عنوان راهبرد سوم» به بررسی رابطه نوع راهبرد تجاری و سطح افشای اطلاعات مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت، اقدام و برای سنجش نوع راهبرد تجاری از مدل [۶۱] در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ بهره‌برداری کرد. نتایج این پژوهش نشان دادند

توسعه شکل واحدی از زمینه شغلی، استفاده از فناوری واحد و سرویس واحد به مشتریان یا موارد مشابه است. در این استراتژی، کسب برتری رقابتی، با تولید محصولی صورت می‌گیرد که از دیدگاه مشتریان در مقایسه با محصولات مشابه منحصر به فرد و دارای خصوصیات ویژه باشد. درخور ذکر است این محصولات یا خدمات باید به مشتریانی عرضه شوند که نسبت به قیمت حساسیت چندان زیادی نشان نمی‌دهند. بهتر است بدانید این استراتژی روشی برای دستیابی به سودهای بیشتر است [۱۰].

آسدمیر و همکاران [۱۳] افشای داوطلبانه و اختیاری اطلاعات شرکت‌های استفاده‌کننده از راهبرد رهبری هزینه، بیشتر از شرکت‌هایی است که راهبرد متمایز دارند [۳۰]. در استراتژی راهبرد هزینه، کسب برتری در رقابت از طریق تولید محصولات با کمترین هزینه ممکن، هدف است. در واقع هدف از این راهبرد، برتری در رقابت از طریق تولید محصول با کمترین هزینه ممکن نسبت به رقبا است. بدین منظور روش پیشنهادی برتر پورتر، تولید در حجم زیاد و با قیمت کم است که اصطلاحاً آن را صرفه‌جویی‌های حاصل از مقیاس می‌نامند. در این راهبرد، شرکت اقدام به تولید و عرضه محصولات استاندارد می‌کند که بهای تمام‌شده هر واحد برای مشتری کاهش می‌یابد. این موضوع درباره شرکتی مصداق دارد که دارای نرخ برگشت بالاتر از متوسط نرخ برگشت صنعت است و مزیت‌های رقابتی قوی دارد. به‌هر حال این استراتژی، بیشتر ارتباط زیادی با سهم بازار بزرگ یا سایر منافع ممتاز دارد؛ به‌طوری‌که دسترسی مناسب به مواد خام و پول کافی برای خرید دارایی‌ها و لوازم مناسب، جزو مشخصه‌های اصلی این استراتژی است [۱۱]؛ بنابراین مدیران مالی باید تصمیمات چندگانه و هم‌زمان را در

ریچارد و چینیلی [۵۲] رابطه انتقال اطلاعات و راهبرد سطوح شرکت‌ها را در دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۱ بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان دادند انتقال اطلاعات با راهبرد سطوح شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری دارد.

بتلی و همکاران [۱۵] در دو مقاله، جنبه‌های مختلف تأثیر انتقال اطلاعات و راهبرد تجاری را بررسی کردند و دریافتند در شرکت‌هایی که به‌طور چشمگیری در پژوهش و توسعه و سرمایه‌گذاری‌ها نظیر دارایی‌های نامشهود مشارکت می‌کنند، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران، کمتر و افشای داوطلبانه، بیشتر انجام می‌شود. همچنین بیان می‌کنند راهبرد شرکت، ساختار کلیدی است که از عوامل دیگری نظیر نرخ بازدهی تأثیر می‌گیرد. سرمایه‌گذارانی که محیط اطلاعاتی یک شرکت را تشکیل می‌دهد، تصمیم‌گیری، گزارشگری مالی، افشای داوطلبانه، واسطه اطلاعاتی و تلاش سرمایه‌گذاران خصوصی برای جمع‌آوری اطلاعات را به دنبال دارد. انتظار می‌رود راهبردهای کسب‌وکار شرکت تأثیر و نقش اعلان‌های سود بازی را در نظر سرمایه‌گذاران و اعتقادات آنها هر دو به‌طور متوسط و به‌صورت جداگانه ایجاد کند.

#### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری پژوهش و پیشینه آن، فرضیه‌های پژوهش در چارچوب موارد زیر تدوین شده‌اند:

**فرضیه اول:** بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری تأثیر منفی دارد.

**فرضیه دوم:** انتقال اطلاعات بر تأثیر بازده غیرعادی بر انتخاب راهبرد تجاری نقش تعدیل‌کنندگی منفی دارد.

راهبردهای رقابتی بر عملکرد شرکت تأثیر مستقیم و معنادار دارند. همچنین حاجی‌ها [۵] در پژوهشی با نام «راهبرد تجاری تدافعی و اکتشافی، عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط قیمت سهام در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴» این موضوع را بررسی و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از الگوی رگرسیون چندمتغیره و داده‌های ترکیبی استفاده کرد. نتایج نشان می‌دهند راهبرد تجاری اکتشافی، ریسک سقوط سهام را افزایش می‌دهد؛ درحالی‌که راهبرد تدافعی این ریسک را کاهش خواهد داد. همچنین در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی شدید راهبرد اکتشافی بیش‌ازپیش باعث افزایش ریسک سقوط سهام شده است.

گوا [۳۰] پژوهشی با نام «راهبرد کسب‌وکار و انتقال اطلاعات درون صنعت را با داده‌های ۵۸۰۰ بنگاه در قلمرو زمانی ۱۹۷۱ تا ۲۰۱۵ بررسی کرد و به دنبال پاسخ به این سؤال بود که آیا استراتژی کسب‌وکار بر انتقال اطلاعات از یک شرکت به هم‌تایان صنعت تأثیرگذار است. او در پژوهش خود از طبقه‌بندی راهبرد تجاری مایلز و اسنو استفاده کرد. نتایج نشان دادند استراتژی‌های تجاری از نرخ بازدهی غیرعادی و قدرت انتقال اطلاعات تأثیر می‌گیرند.

لیم، کیم و کیم [۴۱] انتقال اطلاعات بین بخش‌های صنعتی و روابط پویای بازار ایالات متحده را بررسی کردند. پژوهش آنها درون‌بازاری و بین‌بازاری با استفاده از روش پنجره غلطان برای دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۲ بوده است. یافته‌های پژوهش نشان دادند نشانگر روندهای انتقال اطلاعات در مسیرهای مخالف و با ویژگی‌های مشابه است. تغییر در شاخص آنتروپی در ساختار درونی بازار در تمامی دوره‌های زمانی به بازار سهام منتقل می‌شود.



## روش پژوهش

این پژوهش از نظر رویکرد، خردگرایانه است؛ زیرا متغیرهای تشکیل‌دهنده یک فرایند پیچیده را به‌طور جداگانه از یکدیگر بررسی می‌کند. از نظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت، علی - معلولی است؛ زیرا به موجب آن سعی می‌شود تأثیر چند متغیر بر یک متغیر بررسی شود. از نظر زمان اجرا گذشته‌نگر، از نظر منطق اجرا استقرایی، از نظر ماهیت داده‌ها کمی، از نظر استدلال، میدانی و از نظر طول مدت زمان، ترکیبی است. با توجه به متغیرها و روش‌های تجزیه و تحلیل آماری، از الگوی اقتصادسنجی در چارچوب داده‌های ترکیبی برای برآورد پارامترهای الگو و بررسی آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. ارزش کمی متغیرهای مستقل و وابسته مربوط به صنایع و شرکت‌های مختلف بوده و نیز دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ را در بر می‌گیرد. در چنین حالتی برای حصول نتایج منطقی، از روش داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. جامعه مورد مطالعه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۶ ساله است. برای تدوین ادبیات و پیشینه پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شده و روش گردآوری داده‌ها برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها روش اسنادکاوی بوده است و این مدارک شامل صورت‌های مالی شرکت‌ها و یادداشت‌های همراه حسابرسی شده و سالنامه‌های بورس اوراق بهادار بوده است. حجم نمونه به روش حذف سامانمند ۱۲۰ شرکت تعیین شده است؛ بدین صورت از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی حذف شده‌اند که واجد شرایط زیر نباشند و در شرکت‌های باقی‌مانده نمونه‌اند.

- ۱) به منظور مقایسه پذیر بودن، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد و طی دوره بررسی شده تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ۲) جزو صنایع واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشند؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختار اینگونه شرکت‌ها با سایر شرکت‌ها متفاوت است.
- ۳) کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز از جمله یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی در دسترس باشند.
- ۴) در دوره زمانی پژوهش دست‌کم هر سه ماه یکبار سهام آنها مبادله شده باشد.

## تبیین و اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی و تعدیل گر به شرح ذیل‌اند.

## الف: متغیر وابسته:

راهبرد تجاری (*Strategy<sub>it</sub>*): برای تعیین استراتژی تجاری در این پژوهش، از مدل حبیب و حسن [۳۳] بهره‌گیری شده است. در این مدل از چهار معیار رشد فروش، نسبت هزینه‌های اداری و فروش، شدت سرمایه و انحراف معیار تعداد کارکنان برای تعیین استراتژی استفاده شده است. در مرحله نخست، رشد فروش هر شرکت نمونه نسبت به سال قبل محاسبه می‌شود، سپس شرکت‌ها با توجه به نسبت محاسبه‌شده، از بزرگ به کوچک مرتب می‌شوند و با توجه با 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 محاسبه می‌شود. ادامه روند

$$r_s = \frac{DPS + p_1(1 + \alpha + \beta) - p_0 - (1000 \times \alpha)}{P_0 + (1000 \times \alpha)} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$r_s$ : بازده سهام؛

$P_0$ : قیمت سهام در ابتدای ماه؛

$DPS$ : سود نقدی تعلق‌گرفته به هر سهم؛

$\alpha$ : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی؛

$p_1$ : قیمت سهام در پایان هر ماه؛

$\beta$ : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته.

بازده مورد انتظار عبارت است از بازده تخمین یک دارایی که سرمایه‌گذاران انتظار دارند در دوره آتی به دست آورند. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای برای محاسبه خط بازار اوراق بهادار از رابطه شماره (۲) استفاده می‌کند.

$$K_i = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در این رابطه  $K_i$  نرخ بازده مورد انتظار،  $R_f$  نرخ بازده بدون ریسک،  $R_m$  نرخ بازده بر پایه شاخص کل بازار، و  $R_m - R_f$  صرف ریسک‌اند.

عامل مهم و تعیین‌کننده در رابطه (۳) ضریب بتا است که برای سنجش توان تبیین و مقایسه نرخ بازده واقعی بسیار ضروری است. ضریب بتا میزان حساسیت بازده اضافی مورد انتظار از دارایی‌ها نسبت به بازده اضافی مورد انتظار بازار را مشخص می‌کند که براساس مدل شارپ از رابطه شماره (۳) به دست می‌آید:

$$\beta = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)} \quad \text{رابطه (۳)}$$

پس از محاسبه بازده واقعی مقطعی و بازده مورد انتظار، بازده غیرعادی به شرح رابطه شماره (۴) محاسبه گردیده است:

$$R_{s,t} - R_{f,t} = r_s - k_i \quad \text{رابطه (۴)}$$

$R_{s,t} - R_{f,t}$ : بازده غیر عادی؛

$k_i$ : بازده مورد انتظار؛

این مرحله مانند مرحله نخست (مرتب‌کردن، اختصاص نمره ۱ تا ۵) 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، انحراف معیار تعداد کارکنان در هر شرکت نمونه محاسبه می‌شود و در ادامه، بازهم روندی مشابه با مراحل قبل انجام می‌شود. در مرحله پایانی، جمع امتیاز هر شرکت محاسبه می‌شود. بیشترین امتیاز ممکن عدد ۲۵ است. این عدد نشان‌دهنده استراتژی تجاری تهاجمی است و کمترین امتیاز ممکن عدد ۵ است که بیان‌کننده استراتژی تجاری تدافعی است. به عبارت دیگر، افزایش امتیاز محاسبه‌شده به معنای آن است که استراتژی تجاری شرکت از حالت تدافعی به حالت تهاجمی تغییر کرده است.

ب: متغیرهای مستقل:

بازده غیرعادی سهام ( $ARET_{j,t}$ ): براساس پژوهش

براون و هلیجست [۱۸] برای اندازه‌گیری بازده غیرعادی در ابتدا بازده

مورد انتظار و بازده واقعی مقطعی ماهانه شرکت‌ها به دست آمده‌اند.

بازده واقعی مقطعی: بازده عبارت است از نسبت کل سود (زیان) حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین به سرمایه اولیه‌ای که برای به دست آوردن این سود مصرف شده است؛ سودی که در یک سال برای صاحب‌سهام ایجاد می‌شود، ناشی از دو عامل است: ۱- افزایش قیمت هر سهم؛ ۲- سود نقدی پرداخت‌شده.

بنابراین بازده واقعی مقطعی با توجه به رابطه شماره (۱) محاسبه شده است.

FS: بازده واقعی مقطعی.

ج- متغیرهای کنترلی: متغیرهای کنترلی این

پژوهش شامل متغیر اندازه شرکت و پایداری سودند.

۱- اندازه شرکت (Size): از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

$$\text{Size} = \log(\text{assets}) \quad \text{رابطه (۵)}$$

۲- پایداری سود ( $EARN_{it}$ ): برای سنجش پایداری

سود از معادله رگرسیونی تک‌متغیره استفاده شده که در آن سود دوره جاری تابعی از سود دوره ماقبل تلقی شده است. به بیان دیگر، در این مدل تداوم سود، نماینده پایداری سود است.

$$NTER_{it} = \beta_0 + \beta_1 NTER_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۶)}$$

$NTER_{it}$  سود خالص شرکت  $i$  در زمان  $t$ <sup>۱</sup>:

$NTER_{it-1}$  سود خالص شرکت  $i$  در زمان  $t-1$ .

در این مدل  $\beta_1$  ضریب متغیر مستقل درجه پایداری

سود طی دوره پژوهش است.

د- متغیر تعدیل گر ( $TDA_{it}$ ): متغیر تعدیل گر در این

پژوهش انتقال اطلاعات است. به منظور آزمون فرضیه راهبردهای مشابه که به انتقال اطلاعات مثبت منجر می‌شود، از مدل الهام گرفته شده از پژوهش پترسن و پلنبرگ [۵۱] بهره گرفته شده است. بر اساس این، برای اندازه‌گیری انتقال اطلاعات از دو معیار قابلیت اتکای اطلاعات و محتوای اطلاعات شرکت‌ها استفاده می‌شود.

الف- قابلیت اتکای اطلاعات: براساس مفاهیم

نظری گزارشگری مالی ایران، قابلیت اتکای اطلاعات شامل ویژگی‌های محافظه‌کاری، بی‌طرفی و بیان صادقانه (برتری محتوا بر شکل) است (کمیتۀ تدوین استاندارد‌های حسابداری، ۱۳۸۹)؛ بنابراین برای اندازه‌گیری قابلیت اتکای اطلاعات، هر یک از ویژگی

یادشده اندازه‌گیری می‌شوند. سپس امتیاز نهایی برای ویژگی قابلیت اتکای اطلاعات در نظر گرفته خواهد شد.

محافظه‌کاری ( $C - Score$ ): با استفاده از مدل

خان و واتس [۴۰] از رابطه شماره (۹) استفاده

می‌شود:

$$\frac{\varepsilon_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} \quad \text{رابطه (۷)}$$

$$\frac{\varepsilon_{it}}{P_{it-1}} = b_0 + b_1 D_{it} \quad \text{رابطه (۸)}$$

$$\begin{aligned} & + b_2 RET_{it} (\mu_0 + \mu_1 SIZE_{it} + \\ & + \mu_2 \frac{M}{B_{it}} + \mu_3 Lev_{it}) + \\ & D_{it} \times RET_{it} (\delta_0 + \delta_1 SIZE_{it} + \\ & + \delta_2 \frac{M}{B_{it}} + \delta_3 Lev_{it}) + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

$$C - Score = b_3 = \delta_0 + \quad \text{رابطه (۹)}$$

$$\delta_1 SIZE_{it} + \delta_2 \frac{M}{B_{it}} + \delta_3 Lev_{it}$$

در روابط شماره ۷ تا ۹ به ترتیب:

$\varepsilon_{it}$ : سود خالص شرکت  $i$  در زمان  $t$ ؛

$P_{it-1}$ : قیمت هر سهم شرکت  $i$  در زمان  $t-1$ .

$D_{it}$ : متغیر مجازی<sup>۴</sup> در صورت صفر یا منفی بودن

بازده، مقدار آن، یک و در غیر این صورت، صفر است.

$RET_{it}$ : بازده سهام<sup>۵</sup> (قیمت سهام در پایان سال جاری

منهای قیمت سهام در پایان سال گذشته، تقسیم بر

قیمت سهام در پایان سال گذشته) شرکت  $i$  در زمان  $t$

$SIZE_{it}$ : اندازه شرکت  $i$  در زمان  $t$

$\frac{M}{B_{it}}$ : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری<sup>۷</sup> شرکت  $i$  در

زمان  $t$

$Lev_{it}$ : اهرم مالی<sup>۸</sup> شرکت  $i$  در زمان  $t$

به منظور محاسبه محافظه‌کاری، رابط (۸) با استفاده

از رگرسیون مقطعی سالانه برآورد شده است. سپس

مقادیر برآوردشده  $\delta_0$  تا  $\delta_3$  در رابطه (۹) جایگزین

می‌شوند و از این طریق  $C - Score$  به دست می‌آید

که بیان‌کننده میزان محافظه‌کاری شرکت است.

۵. Return

۶. Size

۷. Market Value to Book Value

۸. Leverage

۱. Net Earning

۲. Earning

۳. Price

۴. Dummy Variable

کنند. همچنین افزایش تغییرات سود این شرکت‌ها، میزان معقولی باشد. میزان تعیین شده برای این افزایش در تابع توزیع، تغییرات سود حداکثر تا ۰/۵٪ خطای تابع توزیع نرمال باشد، دارای بی طرفی کامل (نمره، ۱)، در غیر این صورت با وجود تغییرات کاهش یا افزایش از حد مجاز (در محدوده ۰/۵٪) خطای باقیمانده عدم بی طرفی (نمره صفر) در نظر گرفته شد.

بی طرفی: برای اندازه‌گیری بی طرفی براساس پژوهش‌های بارتو و بودنر [۱۹] از دو معیار بی طرفی (NEU1 و NEU2) بر مبنای سودهای هر سهم گزارش شده دوره قبل و جاری استفاده شده است. این متغیرها به‌عنوان شاخص در شرکت‌هایی به کار گرفته می‌شوند که تغییر در رقم سود آنها مثبت و با تغییرات اندکی باشد. به بیان دیگر، شرکت‌هایی مدنظر قرار می‌گیرند که تغییرات سود آنها منفی نباشد و از کاهش سود، اجتناب

نگاره ۱

۱	۱	۰	۰	NEU1
۱	۰	۱	۰	NEU2
۰	۵۰	۵۰	۱۰۰	امتیاز

$\Delta REC_{it}$ : تغییرات حساب‌ها و اسناد دریافتی شرکت  
i در زمان  $t^3$

$PPE_{it}$ : ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت i در زمان  $t^4$

$OCF_{it}$ : جریان نقد عملیاتی شرکت i در زمان  $t^5$

$BM_{it}$ : نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت i در زمان  $t^6$

ب: محتوای اطلاعات: یکی از روش‌های آزمون

محتوای اطلاعاتی، استفاده از مدل السون و فلتام [۲۹]

است. این مدل ارزش بازار شرکت را به ارزش دفتری

سرمایه و سودهای خالص مرتبط می‌سازد:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱۲)}$$

$P_{it}$ : قیمت سهام شرکت i در پایان سال  $t^7$

$BV_{it}$ : ارزش دفتری هر سهم شرکت i در سال  $t^8$

$EPS_{it}$ : سود هر سهم شرکت i در سال  $t^9$

بیان صادقانه: مطابق با پژوهش‌های بارتو و بودنر [۱۹] قدر مطلق مقدار باقیمانده دو رابطه شماره ۱۱ و ۱۰ که معرف ارقام تعهدی غیرعادی است، معیار معکوس بیان صادقانه است (متغیرهای هر دو رابطه براساس جمع دارایی‌های سال قبل همگن شده‌اند).

$$TA_{it} = \beta_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 (\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_3 PPE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

$$TA_{it} = \beta_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 (\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_3 PPE_{it} + \beta_4 OCF_{it} + \beta_5 BM_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱۱)}$$

$TA_{it}$ : جمع ارقام تعهدی شرکت i در زمان t (جریان نقد عملیاتی منهای سود خالص قبل از ارقام غیرمترقبه)<sup>۱</sup>

$\Delta REV_{it}$ : تغییرات درآمد<sup>۲</sup> شرکت i در زمان t

6. Book Value to Market Value

7. Price

8. Book Value

9. Earning Per Share

1. Total Accruals

2. Revenue

3. Accounts and Receivables

4. Property, machinery and equipment

5. Operating cash flow

راهبرد تجاری:  $Strategy_{it}$

بازده غیرعادی سهام =  $ARET_{j,t}$

اندازه شرکت =  $SIZE_{it}$

پایداری سود =  $EARN E_{it}$

متغیر تعدیل‌گر =  $TDA_{it}$

بعد از برآورد رابطه شماره (۱۴) در صورتی که  $\beta_2$  معنادار باشد، اصطلاحاً گفته می‌شود متغیر تعدیل‌گر نقش تعدیل‌کنندگی دارد و سپس با توجه به ضریب  $\beta_2$  درخصوص تأثیر مثبت یا منفی متغیر تعدیل‌گر اظهارنظر می‌شود.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

برای بررسی مشخصات عمومی متغیرها، برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها الزامی است. آمار توصیفی به محاسبه پارامترهای نمونه آماری می‌پردازد و شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است. در نگاره (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر و انحراف معیار ارائه شده است.

نگاره ۲- خلاصه شاخص‌های آمار توصیفی

متغیر	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی
راهبرد تجاری ( $Strategy$ )	۱۵/۰۷۵	۲۴	۷	۱/۲۸۷	۰/۱۲۷
بازده غیرعادی سهام ( $ARET_{j,t}$ )	۰/۲۲۱	۷/۰۲۶	-۱/۶۳۳	۰/۸۵۵	۰/۶۷۲
پایداری سود ( $EARN$ )	۰/۴۵۰۷	۱/۶۱۹	-۰/۶۹۳	۰/۳۱۸	۰/۲۲۴
اندازه شرکت ( $SIZE$ )	۱۲/۷۵۶	۱۷/۰۶۱	۹/۴۶	۱/۴۹۲	۰/۸۵۸
قابلیت اتکا ( $TDA$ )	۴۶/۸	۹۹/۹۴	-۸/۶۷	۲۵/۱۳	۲۲/۶۴

برخی از این فروض، آزمون‌هایی هستند که قبل از برآورد مدل و برخی نیز آزمون‌هایی هستند که بعد از برآورد مدل انجام می‌شوند. نتایج این آزمون‌ها در ادامه تشریح می‌شوند.

### طرح آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه اول پژوهش از رابطه شماره (۱۳) استفاده شده است [۶۱].

$$Strategy_{it} = \beta_0 + \beta_1 ARET_{j,t} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 EARN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

در رابطه شماره (۱۳) به ترتیب:

راهبرد تجاری:  $Strategy_{it}$

بازده غیرعادی سهام =  $ARET_{j,t}$

اندازه شرکت =  $SIZE_{it}$

پایداری سود =  $EARN E_{it}$

بعد از برآورد رابطه شماره (۱۳) در صورتی که ضریب متغیر بازده غیرعادی  $\beta_1$  مثبت باشد و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد باشد، تأثیر بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری، مثبت و معنادار است.

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش از رابطه شماره (۱۴) استفاده شده است:

رابطه (۱۴)	$Strategy_{it} = \beta_0 + \beta_1 AER_{it} + \beta_2 (AER_{it} \times TDA_{it}) + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 EARN_{it} + \varepsilon_{it}$
------------	--

در رابطه شماره (۱۴) متغیرهای وابسته، مستقل، کنترلی و تعدیل‌گر به ترتیب عبارت‌اند از:

### پیش‌فرض‌های رگرسیون

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، نخست لازم است آزمون‌های پیش‌فرض رگرسیون انجام شود.

### آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

توزیع داده‌ها بررسی و نتایج حاصل از این آزمون در نگاره (۳) نشان داده شده‌اند.

در این پژوهش با اجرای دستور وینزورایزینگ، سپس با استفاده از آزمون شاپیرو والک، نرمال بودن

#### نگاره ۳- نتایج آزمون نرمال بودن داده‌های شرکت‌ها

نام متغیر	نماد	دستور Winsorize			آزمون شاپیرو	
		چولگی	کشیدگی	نتیجه	آماره	معناداری
راهبرد تجاری	Strategy	۰/۰۷	۱/۸۸	نزدیک به نرمال	۵/۱۷	۰/۰۰۰۰
بازده غیرعادی سهام	ARET <sub>j,t</sub>	-۰/۱۲	۲/۰۲	نزدیک به نرمال	۴/۲۱	۰/۰۰۰۰۱
پایداری سود	EARN	-۰/۴۲	۲/۱۵	نزدیک به نرمال	۶/۷۲	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۳۶	۲/۲۱	نزدیک به نرمال	۶/۲۲	۰/۰۰۰۰
انتقال اطلاعات	TDATA	۰/۳۵	۱/۸۲	نزدیک به نرمال	۷/۹۷	۰/۰۰۰۰

### آزمون تشخیص هم خطی

یکی از فرض‌های اولیه در تخمین مدل‌های رگرسیون چندمتغیره به روش OLS، نبود همبستگی خطی بین متغیرهای توضیحی است که برای کشف هم خطی با استفاده از نرم‌افزار Stata ابتدا با اجرای فرمان رگرسیون ساده از فرضیه‌ها و سپس اجرای فرمان VIF محاسبه می‌شوند [۳]. در نگاره (۴)، نتایج حاصل از آزمون تشخیص هم خطی به تفکیک متغیرهای فرض‌های پژوهش نشان داده شده‌اند.

با توجه به ارقام نگاره (۳)، نتایج حاصل از آزمون شاپیرو نشان دادند هیچ‌یک از متغیرها از توزیع نرمال برخوردار نیستند؛ اما با توجه به اجرای آزمون Winsorize و کاهش مقادیر چولگی و کشیدگی دامنه تغییرات همه متغیرها بین (+۳ و -۳) تعیین شدند؛ بنابراین توزیع داده‌ها نزدیک به نرمال فرض می‌شود؛ ضمناً قضیه حد مرکزی نیز در این پژوهش صادق است [۱].

#### نگاره ۴- نتایج حاصل از آزمون تشخیص هم خطی

متغیرهای توضیحی	نماد	مدل اول		مدل دوم	
		VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
راهبرد تجاری	Firm Strategy	۱/۱۰	۰/۹۱	هم خطی وجود ندارد	
بازده غیرعادی سهام	ARET <sub>j,t</sub>	۱/۰۶	۰/۹۵	هم خطی وجود ندارد	
پایداری سود	EARN	۱/۳۸	۰/۷۲	هم خطی وجود ندارد	
اندازه شرکت	SIZE	۱/۰۹	۰/۹۱	هم خطی وجود ندارد	
انتقال اطلاعات	TDATA	۱/۰۶	۰/۹۵	هم خطی وجود ندارد	

منبع: یافته‌های پژوهش

کمتر از ۱۰ است؛ در نتیجه، اینگونه نتیجه‌گیری می‌شود که میزان هم خطی در بین متغیرهای توضیحی،

با توجه به نگاره (۴)، مقادیر عوامل تورم واریانس برای همه متغیرها و همچنین میانگین خطاهای مدل

انتخاب بهترین مدل بین داده‌های تلفیقی و تابلویی با اثرات تصادفی، از آزمون بروش پاگان و در نهایت، برای انتخاب بهترین مدل بین داده‌های تابلویی با اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است؛ نتایج این آزمون‌ها برای هر دو مدل در نگاره (۵) به‌طور خلاصه آورده شده‌اند:

نگاره ۵- نتایج آزمون چاو و بروش پاگان و هاسمن - انتخاب الگوی مناسب برای آزمون فرضیه‌ها

الگوی انتخابی	نوع آزمون						فرضیه‌ها
	هاسمن		بروش پاگان		چاو		
	معناداری	آماره	معناداری	آماره	معناداری	آماره	
الگوی اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	۱۰۵/۱۳	۰/۰۰۰۰	۹۰۷/۲۰	۰/۰۰۰۰	۱۸/۴۴	فرضیه اول
الگوی اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	۷۰/۶۴	۰/۰۰۰۰	۱۰۲۴/۹۷	۰/۰۰۰۰	۲۰/۵۷	فرضیه دوم

منبع: یافته‌های پژوهش

می‌شود، لازم است با استفاده از آزمون والد تعدیل‌شده، ناهمسانی واریانس مقادیر خطای مدل‌های مذکور بررسی شود [۳]. فرضیه‌های مربوط به این آزمون، در فصل سوم به‌تفصیل تشریح شده‌اند. در نگاره (۶) نتایج حاصل از این آزمون نشان داده شده‌اند.

در هر دو فرض پژوهش در حد مطلوب است و خللی در نتایج رگرسیون ایجاد نخواهد کرد.

### انتخاب الگوی مناسب برای آزمون فرضیه‌ها

برای انتخاب بهترین مدل بین داده‌های تلفیقی و تابلویی با اثرات ثابت از آزمون چاو (F لیمر) و برای

با توجه به نگاره فوق هر دو مدل مربوط به دو فرضیه این پژوهش به روش اثرات ثابت برآورد شدند.

### آزمون ناهمسانی واریانس‌ها

در این پژوهش با توجه به اینکه برای برآورد مدل‌های اول و دوم، الگوی اثرات ثابت استفاده

نگاره ۶- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

نتیجه آزمون	نوع آزمون والد تعدیل شده		فرضیه‌ها
	معناداری	آماره	
وجود ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰۰	۲/۲۰	فرضیه اول
وجود ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰۰	۲/۱۰	فرضیه دوم

از روش حداقل مربعات ترمیم‌یافته GLS، استفاده و مشکل ناهمسانی واریانس‌ها رفع شد.

### آزمون عدم خودهمبستگی سریالی باقیمانده‌ها

در این پژوهش به‌منظور بررسی خودهمبستگی سریالی بین باقیمانده‌ها، از آزمون والد ریج استفاده

با توجه به در نگاره (۶)، معنی‌دار بودن آماره‌های آزمون والد تعدیل‌شده در رابطه با مدل‌های آماری پژوهش، حاکی از وجود مشکل ناهمسانی واریانس است؛ بنابراین ضرورت دارد به‌منظور رفع مشکل ناهمسانی واریانس، از مدل‌های مناسب استفاده شود. در این پژوهش برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس‌ها

شد. فرض صفر و فرض مقابل این آزمون به شرح زیرند: در نگاره (۷)، نتایج حاصل از آزمون والدريج نشان داده شده‌اند.

نگاره ۷- نتایج آزمون عدم خودهمبستگی سریالی والدريج

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	مدل
وجود خودهمبستگی سریالی	۰/۰۰۰۰	۱۰۰/۶۴	مدل آماری مربوط به فرضیه اول
وجود خودهمبستگی سریالی	۰/۰۰۰۰	۱۵۳/۷۵	مدل آماری مربوط به فرضیه دوم

معناداری ۵٪ است، فرض صفر قبول شد که همان نبود خودهمبستگی سریالی است.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

الف - نتایج آزمون مدل اول: با نتایج حاصل از تخمین مدل اول، فرضیه اول بررسی می‌شود. فرضیه اول: بین بازده غیرعادی و راهبرد تجاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج نگاره (۷)، سطح معناداری به‌دست‌آمده آزمون والدريج برای مدل مربوط به فرضیه اول کوچک‌تر از سطح معناداری ۵٪ است؛ بنابراین فرض صفر این آزمون رد شد و فرض یک قبول می‌شود که همان وجود خودهمبستگی سریالی و نشان‌دهنده وجود خودهمبستگی مرتبه اول است و برای رفع آن از مدل حداقل مربعات ترمیم‌یافته، استفاده و رفع مشکل خودهمبستگی شد. در رابطه با مدل آماری مربوط به فرضیه دوم، با توجه به اینکه سطح معناداری به‌دست‌آمده آزمون والدريج بزرگ‌تر از سطح

نگاره ۸- خلاصه نتایج آماری مدل اول پژوهش

<i>Strategy<sub>it</sub></i>					
متغیر	شاخص آماری	نماد متغیر	برآورد ضریب	آماره t	احتمال
مقدار ثابت	$\alpha$		۴/۴۲۳	۲۸/۵۱۲	۰/۰۰۰
بازده غیرعادی شرکت	ARET		۱/۱۱۴	۲۵/۰۵۶	۰/۰۰۰
اندازه بنگاه	Size <sub>it</sub>		۰/۰۵۵	۱/۸۹۴	۰/۰۵۸
پایداری سود	EARN		-۰/۰۶۶	-۱/۲۰	۰/۰۸۲
ضریب تعیین تعدیل مدل	R <sup>2</sup>		۰/۵۱۱		معنی‌داری
نیکویی برازش مدل	آماره		۱۴۰/۴		۰/۰۴۳

منبع: یافته‌های پژوهش

۵۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته (استراتژی تجاری شرکت) را توضیح دهند. همچنین آماره F نشان‌دهنده معنی‌داری کلی الگوی پژوهش است.

با توجه به نتایج تخمین مدل در نگاره شماره (۸)، بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری تأثیر منفی و معناداری دارد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۵۱ درصد است؛ بنابراین متغیرهای توضیحی توانسته‌اند بیش از



اطلاعات بر تأثیر بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری اثر تعدیل‌گری منفی دارد. متغیرهای توضیحی توانسته‌اند بیش از ۵۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته (استراتژی تجاری شرکت) را توضیح دهند. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل برابر با ۵۴ درصد است. همچنین آماره F نشان‌دهنده معنی‌داری کلی الگوی پژوهش است.

ب- نتایج آزمون مدل دوم: با نتایج حاصل از تخمین مدل دوم فرضیه دوم بررسی می‌شود. فرضیه دوم پژوهش: انتقال اطلاعات بر تأثیر بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش تعدیل‌کنندگی دارد. با توجه به نگاره شماره (۹)، بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری تأثیر منفی و معناداری دارد و انتقال

## نگاره ۹- خلاصه نتایج آماری مدل دوم پژوهش

<i>Strategy<sub>it</sub></i>					
متغیر	شاخص آماری	نماد متغیر	برآورد ضریب	آماره t	احتمال
مقدار ثابت		$\alpha$	۴/۴۲۳	۲۸/۵۱۲	۰/۰۰۰۰
بازده غیرعادی شرکت		ARET	-۱/۱۱۴	-۲۵/۰۵۶	۰/۰۰۰
انتقال اطلاعات		TDA	۰/۰۵۵	۱/۸۹۴	۰/۰۵۸
انتقال اطلاعات $\times$ بازده غیرعادی		ARTDA	-۰/۰۶۶	-۱/۲۰	۰/۰۸۲
اندازه بنگاه		Size <sub>it</sub>	۰/۰۴۱	۱/۸۹۴	۰/۰۰۵۸
پایداری سود		EARN	۰/۰۶۶	۱/۲۰	۰/۰۰۲
ضریب تعیین تعدیل مدل		R <sup>2</sup>	۰/۵۳۷	معنی‌داری	
نیکویی برازش مدل		آماره	۱۴۰/۴	۰/۰۴۳	

منبع: یافته‌های پژوهش

## نتیجه‌گیری

انجام شد. یکی از دلایل اهمیت اجرای این پژوهش اهمیت و نوآوری این موضوع و بررسی‌نشدن آن در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و به‌ویژه اهمیت انتخاب نوع استراتژی تجاری در شرایط رقابتی امروز است.

تجزیه و تحلیل نتایج الگوی اول استفاده‌شده در این پژوهش نشان داد بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ زیرا استراتژی تجاری، اقداماتی یکپارچه در جهت کسب مزیت رقابتی است و به تعیین واکنش‌های شرکت به تغییرات در صنعت، اقتصاد، در راستای دستیابی به مزیت رقابتی پایدار می‌پردازد [۵۵]. این استراتژی به‌نوعی برنامه مدیریت برای یک حوزه فعالیت یا تجارت معین از سازمان

در این پژوهش، تأثیر انتقال اطلاعات بر اثرگذاری بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد؛ از این رو داده‌های ۱۲۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار طی بازه ۱۳۹۶-۱۳۹۰ جمع‌آوری و برای آزمون دو فرضیه پژوهش به کار گرفته شدند. فرضیه‌های پژوهش در راستای اهداف، به‌منظور بررسی تأثیر بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری و نقش تعدیل‌کنندگی انتقال اطلاعات بر اثرگذاری بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری شرکت‌ها مطرح شده‌اند. آزمون فرضیه‌ها از طریق مدل برگرفته از پژوهش یوان و همکاران [۶۱] و با استفاده از مدل رگرسیونی داده‌های تابلویی

در نظر مشتریان است. با کمک این راهبرد می‌توان با ایجاد مشتریانی وفادار و غیرحساس به قیمت، موانع رقابتی بزرگی برای جلوگیری از ورود دیگران به بازار ساخت و حاشیه سود بالاتری به دست آورد و قدرت خریداران را با کاهش تعداد محصولات جایگزین کمتر کرد؛ در نتیجه مطابق با انتظار نظری، مقادیر بالاتر شاخص استراتژی تجاری نشان‌دهنده میزان راهبرد تمایز است؛ بنابراین، اتخاذ راهبرد تمایز باعث ایجاد بازده غیرعادی می‌شود. شرکت‌هایی که استراتژی تمایز را به کار می‌گیرند، به دلیل وجود نوآوری و فناوری جدید قادرند مزایای مستمری را به دست آورند و با گذشت زمان عملکرد خود را حفظ و بازده بالاتری از بازده بازار ایجاد کنند. پژوهش‌های نظری انجام‌شده دو دیدگاه ممکن را ارائه می‌کند، مبنی بر اینکه کیفیت افشا بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد. دیدگاه اول پژوهش‌های انجام‌شده به وسیله دیا موند و ورچیا و و اسپینوزا و تامبتا [۲۴] [۲۸] انجام شد که معتقدند افشای کافی با کاهش هزینه‌های معاملات یا افزایش تقاضا برای سهام و در نتیجه با کاهش بازده مورد انتظار باعث افزایش نقدینگی سهام و کاهش ریسک آن می‌شود. دیدگاه دوم مربوط به پژوهش‌های براون و هلیجست [۱۸] است، مبنی بر اینکه سطح افشا بر بازده تأثیر می‌گذارد. آنها معتقدند افشای بهتر باعث کاهش خطای سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی پارامترهایی نظیر بازده آتی سهام می‌شود؛ بنابراین، ریسک یک دارایی با اطلاعات کم برای سرمایه‌گذاران، در مقایسه با ریسک یک دارایی با اطلاعات زیاد، بیشتر است. هر دو دیدگاه را می‌توان در مفهوم تقارن اطلاعات نشان داد؛ هرچند فرض می‌شود دیدگاه دوم تأثیر کیفیت افشا بر بازده سهام از طریق بتای سهام نشان می‌دهد [۵]. نتایج این فرضیه

است که منابع سازمانی را به منظور دسترسی به عملکرد موفقیت‌آمیز در آن کسب و کار هدایت می‌کند [۲۳]. استراتژی دست‌کم از دو دیدگاه تعریف می‌شود: از نقطه نظر اینکه سازمان قصد انجام چه کاری را دارد و همچنین از این نظرگاه که سازمان در نهایت چه کاری را انجام خواهد داد. از نگاه اول، استراتژی، برنامه‌ای جامع برای تعریف و دستیابی به اهداف یک سازمان و اجرای مأموریت بوده و از نقطه نظر دوم، استراتژی، الگوی پاسخ‌های سازمان به محیط خود در طول زمان است [۵۸]؛ بنابراین بازدهی مازاد سهام شرکت‌ها با توجه به نوع استراتژی که در پیش می‌گیرند، متفاوت است. با توجه به اهمیت و نقش انتخاب نوع استراتژی در تأمین اهداف شرکت و روش‌های دستیابی به این اهداف، مدیران مالی شرکت‌ها با تصمیماتشان بر عملکرد شرکت تأثیر چشمگیری می‌گذارند. استراتژی هزینه به‌راحتی تقلید می‌شود و اگر مدیران در چنین منابعی سرمایه‌گذاری کنند، ممکن است به برتری عملیاتی در کوتاه‌مدت قادر باشند؛ درعین حال این مزیت ممکن است پایدار نباشد؛ چون رقبا می‌توانند به آسانی این منابع را تقلید کنند؛ البته این موضوع بدین معنی نیست که تمام شرکت‌ها از به‌کارگیری استراتژی تمایز بهره می‌برند. مدیران باید یک تعادل را در نظر بگیرند. با توجه به اینکه استراتژی تمایز به درآمد ریسکی و بی‌ثبات‌تری منجر می‌شود، مدیران باید به دقت مشخص کنند آیا منابع حاصل از پایداری عملکرد، بیشتر از ریسک اضافی است که این استراتژی به ذی‌نفعان مختلف شرکت یعنی تأمین‌کنندگان، کارکنان، سهامداران و غیره تحمیل می‌کند. درحقیقت اتخاذ راهبرد تمایز باعث بازده غیرعادی شرکت می‌شود. هدف راهبرد تمایز، ایجاد یک کالا یا خدمت متمایز و منحصر به فرد

صحت بالاتر ارزیابی کنند و در نتیجه، به پیش‌بینی‌های باثبات‌تری در خصوص بازده دست یابند که این امر موجب کاهش نوسانات بازده سهام می‌شود؛ از این رو انتظار می‌رود با افزایش کیفیت افشا نوسانات بازده سهام کاهش یابد [۳۹]. نتایج این فرضیه با پژوهش ریچارد و چینبلی [۵۲] و بتلی [۱۴] و دیاموند و ورسچیا [۲۴] همخوانی دارند.

با توجه به نتایج فرضیه‌های یاد شده و تأثیر معنادار بازده غیرعادی بر راهبرد تجاری، به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران پیشنهاد می‌شود در خصوص توجه به نوع استراتژی شرکت در هنگام خرید سهام دقت کنند؛ زیرا بازده غیرعادی در شرکت‌های تهاجمی، بیشتر از شرکت‌های تدافعی است؛ چون شرکت‌های تهاجمی محصولات متنوع‌تر، هزینه‌های تحقیق و بازاریابی بیشتر و قیمت و کیفیت محصول بالاتری را دارند و به دنبال انجام پروژه‌های با بازده بالاتری‌اند.

#### فهرست منابع

۱. افلاطونی، عباس و لیلی نیکبخت. (۱۳۸۹). کاربرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی، تهران: انتشارات ترمه.
۲. بولو، قاسم، مرفوع، محمد و علیرضا ابوالحسنی طرقي. (۱۳۹۳). رابطه بین بازده غیرعادی و حسابداری محافظه‌کارانه در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش حسابداری، سال ۱۴، شماره ۵۷، صص ۶۴-۲۷.
۳. بنی‌مهد، بهمن، عربی، مهدی و شیوا حسین‌پور. (۱۳۹۵). اشتباهات رایج در پژوهش‌های تجربی حسابداری، دانش حسابداری مالی، دوره سوم، شماره ۱، صص ۴۷-۲۱.
۴. تنانی، محسن و محمد محب‌خواه. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین استراتژی کسب‌وکار با کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق

با پژوهش ریچارد و چینبلی [۵۲] و بتلی [۱۴] و دیاموند و ورسچیا [۲۴] همخوانی دارند.

تجزیه و تحلیل نتایج الگوی دوم استفاده‌شده در این پژوهش نشان داد انتقال اطلاعات تأثیر بازده غیرعادی شرکت‌ها بر راهبرد تجاری شرکت‌ها را تعدیل می‌کند؛ زیرا بهره‌برداری از منافع حاصل از به‌کارگیری استراتژی‌های مختلف مستلزم جلوگیری از افشای اطلاعات است. اطلاعاتی که می‌تواند استراتژی تجاری و بازرگانی شرکت را افشا کند، باید حفاظت شوند؛ عواملی همچون بی‌طرفی اطلاعات، بیان صادقانه اطلاعات و محتوای اطلاعات شرکت از متغیرهای اصلی تعدیل‌کننده رابطه بین متغیرهای مذکورند. در واقع بیشترین اثر تعدیلی بر رابطه بین بازده غیرعادی با استراتژی تجاری شرکت، مربوط به متغیر محتوای اطلاعاتی بوده و پس از آن بی‌طرفی اطلاعات و در نهایت کمترین اثر مربوط به متغیر بیان صادقانه اطلاعات بوده است؛ اما این اثر با افزایش انتقال اطلاعات در ابعاد بی‌طرفی اطلاعات شرکت، بیان صادقانه اطلاعات شرکت و محتوای اطلاعات شرکت به سمت استراتژی هزینه حرکت می‌کند. در واقع انتقال اطلاعات، رابطه بین استراتژی تجاری و بازده غیرعادی را تعدیل می‌کند. این قاعده تنها برای متغیر میزان احتیاط شرکت صحیح نیست؛ اما برای سایر ابعاد انتقال اطلاعات صحیح است. افشای مطلوب اطلاعات حسابداری به کاهش تقارن اطلاعات و کاهش هزینه سرمایه منجر می‌شود و در نتیجه، نقشی اساسی در کارایی بازار سرمایه دارد. اگر سطح افشای اطلاعات حسابداری در سطح گزارشگری سالانه افزایش یابد، سهامداران خواهند توانست اطلاعات موجود در ورود و خروج جریان‌های نقدی عملیاتی مفید برای پیش‌بینی سودهای آتی را بهتر و با

- بهادار، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال چهارم، شماره ۱۳، صص ۱۲۷-۱۰۵.
۵. حاجی‌ها، زهره. (۱۳۹۷). راهبردهای رقابتی، عملکرد شرکت و مسئولیت‌پذیری اجتماعی به‌عنوان راهبرد سوم، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال ۱۱، شماره ۳۶، صص ۶۴-۴۵.
۶. خوش‌طینت، محسن و شاهپور اسماعیلی. (۱۳۸۵). رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام. مطالعات تجربی، حسابداری مالی، بهار ۸۵ شماره ۱۲ و ۱۳، صص ۵۶-۲۷.
۷. خواجوی، شکرالله و امین ناظمی. (۱۳۸۴). بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۴۰، صص ۳۷-۶۰.
۸. رضایی، فرزین، رضا، محسن و مریم رایقی. (۱۳۹۲). مقایسه عوامل مؤثر بر نرخ بازده دارایی‌ها با تأکید بر راهبردهای تجاری، حسابداری مدیریت، دوره ۶، شماره ۱۱، صص ۱۷-۱.
۹. رضایی، فرزین و حامد عازم. (۱۳۹۱). تأثیر شدت رقابتی و راهبرد تجاری بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها، فصلنامه حسابداری مدیریت، سال پنجم، شماره ۱۲، صص ۱۰۱-۱۱۵.
۱۰. ژولانژاد، فاطمه و وحید بخردی نسب. (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، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۳۴، صص ۱۷۴-۱۴۳.
۱۱. شهه‌میرزادی، حسین. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر استراتژی رهبری هزینه بر افزایش صادرات محصولات پتروشیمی، مطالعه موردی: شرکت ملی صنایع پتروشیمی ایران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش
- حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال دوم، شماره ۸، صص ۷۵-۶۳.
۱۲. عرب مازار یزدی، محمد و کامبیز کرانی. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین استراتژی افزایش سود و ضریب واکنش سود، شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۸، شماره ۶۴، صص ۱۲۸-۱۱۳.
13. Asdemir, O., Fernando, G. & A. Tripathy. (2015). *Market Perception of Firm Strategy*, Managerial Finance 39, 99-115.
14. Bentley, K.A., Newton, N.J. & A.M. Thompson, (2015). *Business Strategy and Internal Control over Financial Reporting*. Working Paper. University of New South Wales, Pp. 1- 46.
15. Bentley, K.A., Omer, T.C. & B.J. Twedt. (2014). *Does Business Strategy Impact a Firm's Information Environment? Working Paper*. University of New South Wales, Pp.1- 52.
15. Balsam, S., Fernando, G. & A. Tripathy. (2010). *The Impact of Firm Strategy on Journal of Business Research* 64, 187-193. *Performance Measures Used in Executive Compensation*,
16. Berman, S., Wicks, A, Kotha, S. & T. Jones. (1999). *Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship Between Stakeholder Management Models*, Academy of Management Journal 42, 488-506.
17. Brown, S.J. and Warner, J.B. (1985). *Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies of Event-Induced Variance*. Journal of Financial Economics. 14, 1, pp. 3-31.
18. Brown, S. and Hillegeist, S.A. (2007). *How disclosure quality effects the level of information asymmetry*. Springer Science + Business Media, Vo.12, pp. 443-477.
19. Bartov, E. and G. M. Bodnar (1996). "Alternative accounting methods, information asymmetry and liquidity: Theory and evidence." *The Accounting Review*, Vol. 71, pp. 397-418.
20. Core, J.E. (2001), "A review of the empirical disclosure literature: discussion." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, pp.125-134.
21. Chang, E. C., Cheng, J.W. & A Khorana. (2000). *An Examination of Herd Behavior in Equity Markets: an International*

33. 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
34. Hambrick, D. (2003). *On the Staying Power of Miles and Snow's Defenders, Analyzers, and Prospectors*. Academy of Management Executive, 17 (4), 115-118.
35. Hambrick, D. (1983). *Some Tests of the Effectiveness and Functional Attributes of Miles and Snow's Strategic Types*, Academy of Management Journal 26, 5–26.
36. Kothari, S. P., S, Shu. & P. D. Wysocki. (2009). *Do Managers Withhold Bad News?* Journal of Accounting Research, 47 (1), 241–276.
37. Kim, Y., and H. Siqu Li. (2014). "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk", Journal of Banking & Finance, 43, pp.1–13.
38. 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
39. Kotha, S., and A. Nair. (1995). *Strategy and environment as determinants of performance: evidence from the Japanese machine tool industry*, Strategic Management Journal 16, 497–518.
40. Khan, M. and R.L Watts. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. Journal of Accounting and Economics, 48(2-3), 132-150.
41. Lim, K., S, Kim. & S. Y. Kim. (2017). *Information transfer across intra/inter-structure of CDS and stock markets*. Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, 486, 118-126.
42. Lindstad, H., B.E, Asbjørnslett, A.H Strømman. (2015). *Opportunities for increased profit and reduced cost and emissions by service differentiation within container liner shipping*. Maritin. Political Management, 1–15.
43. Leuz, C., and P. D. Wysocki. (2008). *Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research*, Working paper (University of Chicago).
44. Miller, A., and G. Dess. (1993). *Assessing Porter's (1980) model in terms of its Perspective*, Journal of Banking and Finance, Vol. 24, No. 10, P.1651-1699.
22. Cullinan, C. P., Wang, F, Yang, B. & J, Zhang. (2012). *Audit Opinion Improvement and the Timing of Disclosure*. Advances in Accounting, 28 (2), 333–343.
23. Dess, Gregory G., Lumpkin, G. T. & Alan B. Eisner (2008). "Strategic Management: Text and Cases", 4th Edition, New York: McGraw-Hill.
24. Diamond, D. & R, Verrecchia. (1991). *Disclosure, liquidity and the Cost of Equity Capital*. The journal of finance, September, PP. 1335-1360.
25. David, J. S., Hwang, Y, Pei, B. & W. Reneau. (2002) *The Performance Effects of Congruence Between Product Competitive Strategies and Purchasing Management Design*, Management Science 48, 866–886.
26. Dechow, P., Ge, W. & C, and Schrand. (2010). *Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences*. Journal of Accounting and Economics, 50 (2-3), 344-401.
27. Elshandidy, T., Shrikes, P. J. (2016). Environmental Incentives for and Usefulness of Textual Risk Reporting: Evidence from Germany, *the International Journal of Accounting*, Vol. 51, Pp. 464-486.
28. Easton P.D. & Harris, T.S. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns, Journal of Accounting Research, 29(1), 19-36.
29. Feltham, G. & Ohlson J. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. Contemporary Accounting Research, 11 (2), 689-731.
30. Fernando, Guy., Richard, D, Schneible, A. & 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.
31. Guo, P. (2017). *Business Strategy and Intra-Industry Information Transfers*. Accounting and Finance Research, 6(3), 1.
32. Hambrick, D., MacMillan, I. & D. Day. (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, 510–531.

54. Sunder, S. (2010). *Riding the Accounting Train, from Crisis to Crisis in Eighty Years*, Presentation at the Conference on Financial Reporting, Auditing and Governance. Lehigh University, Bethlehem, PA.
55. Thompson, Arthur A., and A. J. Strickland (2008). "Strategic Management: Concepts and Cases", 12th Edition, New York: Mc Graw-Hill.
56. Thomas, A., Litschert, R. & K. Ramaswamy. (1991). *The performance impact of strategy-manager coalignment: an empirical examination*, Strategic Management Journal 12, 509–522.
57. Tripathy, A. (2006). *Strategic positioning and firm performance*, PhD dissertation (University of Texas at Dallas).
58. Wu, P., Lei, G. & G. Tingting. (2015). Business Strategy, Market Competition and Earnings Management. *Chinese Management Studies*, Vol. 9, No. 3, Pp. 401 – 424.
59. Xu, T., Najand, M. & D. Ziegenfuss. (2006) *Intra-industry effects of earnings restatement due to accounting irregularities*, Journal of Business Finance and Accounting 33, 696–714.
60. Yuliansyah, Y., Bruce, G. & M. Nafsiah. (2017). *The Significant of Business Strategy in Improving Organizational Performance*. Humanomics, Vol. 33, No. 1, Pp. 56- 74.
61. Yuen, Kum Fai., Thai, Vinh V. Wong. & Yiik Diew. (2017). *corporate social responsibility and classical competitive strategies of maritime transport firms: A contingency-fit perspective*, Transportation Research, Part A, 98, 1–13.
- generalizability, accuracy and simplicity, Journal of Management Studies 30, 553 585.
45. Miles, R.E., C.C. Snow. (2003). *Organizational Strategy, Structure, and Process*. Stanford University Press, Stanford, CA.
46. Nurul Houqe, M., Kerr, M. and Monem, M. (2013). Business Strategy and Earnings Quality. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2198626>
47. Nair, A., and L. Filer. (2003) *Cointegration of firm strategies within groups: a long-run analysis of firm behavior in the Japanese steel industry*, Strategic Management Journal 24, 145–159.
48. Pawlik, T., P. Gaffron, P. Dewes, D Song., and P. Panayides. (2012). *Corporate social responsibility in maritime logistics*. Maritin. Logistic. Contemporary. Issues. 205–226.
49. Porter, M.E., M.R. Kramer. (2006). *The link between competitive advantage and corporate social responsibility*. Harvard Business Review 84 (12), 78–92.
50. Porter, M. E. (1996). "What is strategy?" Harvard Business Review, 74(6): 61-78.
51. Petersen, C. & T Plenborg. (2006). *Voluntary Disclosure and Information Asymmetric in Denmark*, Journal of Internal Accounting, Audit and Taxation, 15, 127-140.
52. Richard, A., and Jr. Schneible. (2016). *Information transfer and firm-level strategy*, Accounting and Finance, doi: 10.1111/acfi.12112.
53. Roychowdhury, s. and E, Sletten. (2012). *Voluntary Disclosure Incentives and Earnings Informativeness*. The Accounting Review, 87 (5), 1679-1708.