



بررسی تأثیر استراتژی های شرکت بر پاسخ بازار به اعلامیه های تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمدعلی میرزایی امامچای^۱

فاطمه صمدی^۲

معصومه لطیفی بنماران^۳

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۱/۰۵

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۹/۱۹

چکیده

هدف از انجام این تحقیق بررسی تأثیر استراتژی های شرکت بر پاسخ بازار به اعلامیه های تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. این تحقیق به روش توصیفی-همبستگی انجام شده و از نوع تحقیقات کاربردی است. جامعه آماری تحقیق را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ تشکیل می دهند که تعداد ۱۱۸ شرکت در تمام طول دوره تحقیق در بازار بورس فعال بوده و مورد مطالعه قرار گرفته اند. داده های تحقیق از صورت های مالی شرکت ها استخراج گردیده و با استفاده از مدل های رگرسیونی به روش داده های ترکیبی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته های تحقیق نشان داد که بکارگیری استراتژی تمایز در محصولات تأثیر مستقیم بر واکنش بازار نسبت به اعلامیه های تقسیم سود داشته است. همچنین نتایج نشان داده که با افزایش سطح استراتژی رهبری هزینه نیز بر واکنش بازار نسبت به اعلامیه های تقسیم سود افزوده می گردد.

واژه های کلیدی: استراتژی تمایز، استراتژی رهبری هزینه، واکنش بازار.

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد الکترونیکی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) ma_mirzaey@yao.com

۲- استادیار دانشگاه آزاد واحد تهران شرق و واحد الکترونیک، تهران، ایران. m.samadi53@gmail.com

۳- استادیار دانشگاه آزاد واحد الکترونیک، تهران، ایران. m.latifibenmaran@gmail.com

۱- مقدمه

محیط اطلاعات شرکت، یک تابع مشترک از تصمیمات سرمایه گذاری شرکت، روش های حسابداری این سرمایه گذاری ها، تصمیم های افشای داوطلبانه و کیفیت و کمیت اطلاعات افشا شده برای سرمایه گذاران است. به طوری که هریک از عوامل مذکور باتوجه به نوع استراتژی اتخاذ شده متفاوت است و به علاوه اعتماد و نگرش سرمایه گذار را نسبت به اعلامیه های تقسیم سود تحت تاثیر قرار می دهد (ویلسون^۱، ۲۰۰۸). استراتژی های عمومی شرکت ها عموماً بر دو نوع استراتژی تمایز و استراتژی رهبری هزینه متمرکز است. شرکت های با استراتژی تمایز معمولاً سرمایه گذاری های بزرگ در دارایی های نامشهود را انجام می دهند. نتایج تحقیقات نشان می دهد این روش حسابداری منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعات (بون و رامن^۲، ۲۰۰۱) و کم ارزش گذاری دارایی های شرکت می شود (ابرهارت^۳ و همکاران، ۲۰۰۴). در این راستا اسکینر^۴ (۲۰۰۸) نشان می دهد که افزایش عدم تقارن اطلاعات ممکن است بیشتر به دلیل اقتصاد شرکت باشد تا روش های حسابداری آن. اغلب مطالعات در مورد افشای شرکت ها نشان داده اند که افشای اطلاعات عمدتاً در زمان های خاص و یا رویدادهای خاص اتفاق می افتد. در این راستا بنتلی^۵ و همکاران (۲۰۱۴) پیشنهاد می کنند که استراتژی های دنبال شده توسط شرکت ها تصمیمات مربوط به افشای آنها را تعیین می کند. استراتژی تمایز، سرمایه گذاری در پروژه های طولانی مدت و با عدم اطمینان بیشتر را منجر می شود که وابستگی بیشتر به تامین مالی خارجی شرکت را به همراه دارد (بارون^۶ و همکاران، ۲۰۱۵).

دالیوال^۷ و همکاران (۲۰۱۱) نشان دادند که شرکت ها چگونه قبل از افزایش سرمایه، سرمایه گذاری را آغاز می کنند. به طور مشابه، مطالعه کوپر^۸ (۲۰۱۱) نشان داد که ارائه اطلاعات اضافی و مکرر از طریق افشای اطلاعات، عدم تقارن را در محیط اطلاعات یک شرکت کاهش می دهد. به این ترتیب، شرکت هایی با استراتژی های تمایز احتمالاً به افشای اطلاعات اضافی دست می زنند و اطلاعات را به بازار سرمایه عرضه می کنند که به نوبه خود به کمک مالی خارجی کمک می کند. از طرف دیگر، استراتژی رهبری هزینه ها با حجم فروش بزرگ، دوره های تولید طولانی مدت و اقتصاد به مقیاس مشخص می شود. شرکت های با استراتژی رهبری هزینه، در دارایی های فیزیکی بیشتر نسبت به تحقیق و توسعه یا سایر دارایی های نامشهود سرمایه گذاری می کنند. بازده های آتی از سرمایه گذاری در دارایی های فیزیکی نسبت به سرمایه گذاری مشابه در دارایی های غیر قابل اعتماد بیشتر قابل پیش بینی است (اسدمیر^۹ و همکاران، ۲۰۱۳).

علاوه بر این، حسابداری دارایی های فیزیکی از طریق استهلاک، به طور قابل توجهی از رفتار دارایی های نامشهود متفاوت است. کیفیت اطلاعات اعلام شده نیز احتمالاً متفاوت خواهد بود چرا

که شرکت های با استراتژی رهبری هزینه احتمالا درآمد بیشتری دارند (بالسام^{۱۰} و همکاران، ۲۰۱۱). انطباق درآمدها و هزینه ها در شرکت های با استراتژی رهبری هزینه دقیق تر است. از این رو، به طور کلی، گزارش مالی در شرکت های با استراتژی رهبری هزینه باید منجر به افشای اطلاعات بیشتری شود. در نتیجه شرکت هایی که استراتژی رهبری هزینه را پیگیری می کنند، جریان نقدی قابل پیش بینی تری دارند. در نتیجه، آنها افشای داوطلبانه کمتری دارند.

واکنش قیمت سهام به اعلامیه های تقسیم سود، یک تابع صعودی نسبت به صحت اطلاعات پیش از انتشار و یک تابع نزولی نسبت به کیفیت اطلاعات پیش از انتشار است (پندیت^{۱۱} و همکاران، ۲۰۱۱). چراکه کیفیت پایین تر اطلاعات قبلی منجر به مفید تر بودن اطلاعات منتشر شده برای سرمایه گذاران می گردد. به همین ترتیب، برای شرایط کیفیت بالاتر اطلاعات اعلام شده نیز این نتیجه برقرار است (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۴).

برای هر استراتژی، تأثیر مشترک عدم اطمینان اقتصادی، گزارشگری مالی، افشای داوطلبانه و انتخاب های سرمایه گذاران، بر اطلاعات محیطی مشخص نیست. عدم اطمینان اقتصادی بزرگ ممکن است بازار را بیشتر به درآمد شرکت های با استراتژی تمایز متکی کند. از سوی دیگر، گزارشگری مالی با کیفیت پایین و سایر منابع دیگر اطلاعات ممکن است باعث شود که بازار کمتر به اعلامیه های تقسیم سود اتکا کند. سودهای با محتوای اطلاعاتی بیشتر و منابع کمتر برای جایگزینی اطلاعات، ممکن است باعث شود که بازار بیشتر به درآمد شرکت های با استراتژی های رهبری هزینه تکیه کند، یا کمبود عدم اطمینان اقتصادی ممکن است باعث شود که بازار کمتر به درآمدهای حاصل از رهبری هزینه تکیه کند. در نهایت، تأثیر استراتژی در مورد اعلامیه های تقسیم سود به طور خاص مشخص نیست و لذا سؤال اصلی تحقیق حاضر این است که آیا استراتژی های شرکتی بر پاسخ بازار به اعلامیه های سود شرکت تأثیر معنادار دارد؟ این تحقیق شامل سه بخش اصلی است. در ابتدا مفاهیم و چارچوب نظری تحقیق مورد بررسی قرار می گیرد. ضمن تشریح جامعه آماری و مدل نظری مورد آزمون تحقیق، به ارائه یافته های تحقیق پرداخته شده و در انتها نیز به نتیجه گیری در مورد فرضیات تحقیق پرداخته می شود.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

استراتژی، انتخاب های سرمایه گذاری و عملیاتی است که شرکت ها برای دستیابی به یک مزیت رقابتی انجام می دهند. استراتژی کسب و کار برای شرکت های مختلف، منحصر است و به شدت بر عملکرد شرکت و محیط اطلاعات تاثیر می گذارد. استراتژی کسب و کار، کلیدی برای داشتن یک شرکت است نه مجموعه ای از اجزای نامرتب. استراتژی شرکت در طول زمان تغییر

زیادی نمی کند و از این رو، عامل مهمی در محیط اطلاعات آن می شود. بنابراین، چارچوبی مفید برای درک بهتر تغییرات مقطعی در محیط اطلاعات شرکت و تغییرات محیطی حاصل از انتشار اعلامیه های تقسیم سود ارائه می دهد (اشنایبل^{۱۲}، ۲۰۱۵).

بر اساس مفهوم استراتژیهای عمومی، استراتژی به عنوان یک فضای دو بعدی (رهبری هزینه و تمایز) مفهوم سازی می شود. محققین استدلال می کنند که سرمایه گذاری شرکت بر روی یک استراتژی خاص، قوانین حسابداری مالی، افشای داوطلبانه و پوشش توسط واسطه های اطلاعات، همه تاثیرات متفاوتی بر محیط اطلاعات شرکت ها، بر اساس استراتژی هایی که دنبال می کنند، دارند (بال^{۱۳}، ۲۰۱۳). این ممکن است، به نوبه خود، موجب تغییرات مقطعی قابل پیش بینی در پاسخ بازار به اطلاعات جدید موجود در اعلانات تقسیم سود شود.

دو مقاله تا کنون جنبه های این موضوع را مورد بررسی قرار داده اند: بنتلی و همکاران (۲۰۱۴) نشان داده اند که شرکت هایی که به طور قابل توجهی در تحقیق و توسعه و دیگر دارایی های نامشهود سرمایه گذاری می کنند (شرکت های با استراتژی تمایز)، عدم تقارن اطلاعات کمتری بین شرکت و سرمایه گذاران داشته اند و به نظر می رسد با افشای داوطلبانه بیشتر، این فرضیه تایید می گردد. اسدمیر و همکاران (۲۰۱۴) رابطه بین استراتژی شرکت و اطلاعات منتشر شده را دقیق تر بررسی کرده و نشان دادند که خطای پایین تر در اطلاعات منتشر شده، از طریق تمرکز شرکت بر روی استراتژی های متمایز کننده به دست می آید. تا به امروز، هیچ مطالعه ای مستقیماً مورد تأثیر استراتژی شرکت را بر واکنش بازار نسبت به اعلامیه های منتشر شده مورد ارزیابی قرار نداده است (اسدمیر و همکاران، ۲۰۱۴).

ادبیات پیشین نشان می دهد که بازارها به استراتژی های کسب و کار واکنش نشان می دهند. با این حال، این واکنش به اعلامیه های تقسیم سود بر محیط اطلاعات متکی است: کیفیت متوسط اطلاعات پیشین از عملکرد شرکت و اطلاعات فردی که توسط سرمایه گذاران در بازار به وجود آمده است (کوپر، ۲۰۱۵). در این مقاله استدلال می شود که استراتژی شرکت یک ساختار کلیدی است که بر عواملی که محیط اطلاعات شرکت را تشکیل می دهند، تأثیر می گذارد: تصمیم های سرمایه گذاری شرکت ها (که خود، تعیین کننده نوع استراتژی اتخاذ شده شرکت است)، گزارش های مالی و افشای داوطلبانه. به دنبال آن، اثرپذیری قیمت و بازده سهام شرکت از انتشار این اعلامیه ها با توجه به ماهیت استراتژی اتخاذ شده شرکت مورد ارزیابی قرار خواهد گرفت. انتظار می رود که استراتژی شرکت بر نوع واکنش سرمایه گذاران به اعلامیه های سود تقسیمی و در نتیجه، بر بازده غیرعادی انباشته سهام شرکت تأثیر بگذارد. بنابراین فرضیه های تحقیق در راستای آزمون این انتظارات به شکل زیر تدوین شده اند:

در بین تحقیقات داخل کشور می توان به پژوهش بهراد فر (۱۳۹۴) اشاره کرد که نشان می دهد بین استراتژی شرکتی و سطح محافظه کاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد در حالی که بین استراتژی شرکتی و مدیریت سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد. محمودی و محقق (۱۳۹۳) چگونگی واکنش سرمایه گذاران به هرکدام از سه گرایش: روند افزایشی، روند کاهشی و روند عدم تغییرات کلی، را بررسی کردند. به دنبال نتایج به دست آمده در روند افزایشی، انحراف مثبت اساسی باعث واکنش مثبت بازار، انحراف با روند ثابت باعث واکنش منفی جزئی و انحراف کاهش اساسی نیز همین روند را در پی داشته است. در روند ثابت، افزایش اساسی باعث واکنش مثبت، ادامه روند ثابت واکنش معنادار جزئی منفی و در کاهش اساسی واکنش منفی معناداری را از طرف بازار داشته است. تنانی و محب خواه (۱۳۹۳) نشان دادند که میزان مدیریت سود در شرکت های تدافعی نسبت به شرکت های تهاجمی (پیشگام) بیشتر است. همچنین، نتایج بیانگر آن است که محیط اقتصادی بر رابطه بین راهبردهای تجاری شرکت و کیفیت سود آن موثر می باشد. علاوه بر این، نتایج رابطه معناداری بین سطح محافظه کاری و بازده سهام با نوع استراتژی شرکت ها را نشان نمی دهد. فدایی نژاد و کامل نیا (۱۳۹۲) نشان دادند که اعلامیه های سود حاوی اطلاعات مربوطی برای بازار سهام است. زمانی که سود واقعی سه ماهه پیش از پیش بینی شرکت باشد (اخبار خوب)، در پنج روز بعد از اعلام سود، بازدهی غیرعادی مثبت معنی داری مشاهده می شود. تداوم این بازدهی غیرعادی طی چند روز پس از اعلام سود، نشان دهنده آن است که سرعت تعدیل قیمت ها در این بورس کوچک کم است. در اعلامیه های سودی که سود واقعی کمتر از پیش بینی است (اخبار بد)، بازدهی غیرعادی مشاهده نمی شود. هنربخش و همکاران (۱۳۹۱) شرکت ها را به ۲ طبقه دارای استراتژی رهبری هزینه یا استراتژی تمایز محصول تقسیم کرده اند و نتایج تحقیق ایشان حاکی از آن است که در شرکت های با استراتژی رهبری هزینه، سود تقسیمی رابطه مثبتی با عملکرد شرکت دارد. و در شرکت های با استراتژی تمایز محصول، متغیر اندازه شرکت، رابطه مثبت با عملکرد اما سود تقسیمی رابطه منفی با عملکرد شرکت دارند.

در حوزه تحقیقات انجام شده در خارج از کشور نیز می توان به تحقیق فرناندو^{۱۴} و همکاران (۲۰۱۵) اشاره کرد که نشان داده اند که شرکت هایی که استراتژی رهبری هزینه را اختیار کرده اند با واکنش بیشتری از سوی بازار سهام مواجه شده اند و تغییرات بازده سهام در حول میانگین آن بزرگتر بوده است در حالی که در شرکت هایی که استراتژی تمایز در محصولات را در پیش گرفته اند، واکنش کمتری از سوی بازار نسبت به اعلامیه های تقسیم سود دریافت داشته اند و تغییرات بازده سهام حول میانگین آن در این شرکت ها کمتر بوده است. اشناپیل (۲۰۱۵) نشان داده که در شرکت هایی که استراتژی های کاهش هزینه را در پیش گرفته اند، انتقال اطلاعات به بازار سرمایه

با کیفیت پایین تری صورت می پذیرد در حالی که استراتژی های اکتشافی و متمایزسازی موجب انتقال اطلاعات شفافتر به بازار سرمایه گردیده است. وو^{۱۵} و همکاران (۲۰۱۵) نشان دادند که شرکت هایی که استراتژی رهبری هزینه را بکار برده اند، سطح بالاتری از مدیریت سود را داشته اند و شرکت هایی که استراتژی تمایز را بکار گرفته اند، احتمال بکارگیری مدیریت سود آنان کمتر بوده است. در شرکت های دارای استراتژی رهبری هزینه، رقابت بازار موجب افزایش سطح مدیریت سود خواهد شد، در حالیکه در شرکت های دارای استراتژی تمایز، رقابت بازار اثرگذاری معناداری بر مدیریت سود نداشته است. نورالحق^{۱۶} و همکاران (۲۰۱۳) استدلال کردند که شرکت های با استراتژی مقاومتی سطح بالا، مدیریت سود بالایی نیز دارند در حالی که با استراتژی اکتشافی دارای حسابداری محافظه کارانه می باشند. با این وجود رابطه بین استراتژی تجاری و کیفیت سود در خلال دوره رشد کم و زیاد اقتصادی تغییر کرده است. در هنگام رشد اقتصادی بالا، شرکت های مکتشف، حسابداری محافظه کارانه کمتری از خود نشان می دادند در حالی که شرکت های مقاومتی مدیریت سود بیشتری را از خود بروز می دهند. در دوره رشد اقتصادی پایین، شرکت های مکتشف در دادن گزارش محافظه کار می شوند در حالی که شرکت های مقاومتی به صورت تهاجمی درگیر مدیریت سود می شوند، یافته های این تحقیق، شواهدی مبنی بر ارتباط مستقیم استراتژی تجاری و مدیریت سود را نشان می دهد. خمیس الیحیی^{۱۷} و دیگران (۲۰۱۱) نشان داد که اعلامیه افزایش سود نقدی باعث افزایش قیمت سهام و کاهش سود نقدی سبب کاهش قیمت سهام می شود. همچنین در شرکت هایی که سود تقسیمی را تغییر نمی دهند، تغییر قابل ملاحظه ای دیده نمی شود. بالی^{۱۸} (۲۰۰۳) شواهدی یافت که کاهش سود سهام باعث واکنش بزرگتری از بازار به نسبت افزایش آن می شود. در واقع او به این نتیجه رسید که "خبر خوب به طور اساسی خبر به حساب نمی آید"، که بدان معنی است که بازار به تغییرات سود سهامی که در بردارنده ی خبرهای خوب است واکنش نشان نمی دهد. هرچند این نتیجه نیز حاصل شد که اخبار بد، اعم از حذف یا کاهش سود سهام واکنش منفی معناداری در بر خواهد داشت.

۳- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، از دسته پژوهش های کاربردی به شمار می رود و از نظر روش، پژوهشی توصیفی مبتنی بر تحلیل رگرسیونی است که در آن، از روش تحلیل داده های ترکیبی و ادغام استفاده شده است. داده های مورد نیاز از لوح فشرده ره آورد نوین و نیز گزارش های انتشار یافته سازمان بورس و اوراق بهادار جمع آوری شده است. تجزیه و تحلیل داده های پژوهش با استفاده از نرم افزار Eviews و در سطح معناداری ۹۵ درصد انجام گرفت.

جامعه آماری این تحقیق عبارت است از کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ که صورتهای مالی خود را به بورس اوراق بهادار تهران ارائه نموده اند. حجم نمونه نهایی به روش غربالگری پس از اعمال محدودیت های زیر تعیین گردید:

(۱) اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای عملیاتی تحقیق، برای آنها در دسترس باشد.
(۲) دست کم از سال ۱۳۸۹ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره تحقیق در بورس فعال باشند.

(۳) پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد.

(۴) جزء موسسه های مالی، سرمایه گذاری و بانک ها نباشد.

(۵) بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشد.

پس از اعمال محدودیت های نمونه گیری فوق، تعداد ۱۱۸ شرکت شامل تمامی محدودیت های مذکور بوده و مورد مطالعه قرار گرفتند. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های رگرسیونی زیر استفاده می شود:

مدل آزمون فرضیه اول:

$$ABS(-1, +1)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIFF_{i,t} + \beta_2 LNMVE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 LOSS_{i,t} + \beta_5 ABSCAR_{i,t} + \beta_6 RETVAR_{i,t} + \beta_7 NEG CAR_{i,t} + \beta_8 EPRATIO_{i,t} + \beta_9 VDISC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل آزمون فرضیه دوم:

$$ABS(-1, +1)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CL_{i,t} + \beta_2 LNMVE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 LOSS_{i,t} + \beta_5 ABSCAR_{i,t} + \beta_6 RETVAR_{i,t} + \beta_7 NEG CAR_{i,t} + \beta_8 EPRATIO_{i,t} + \beta_9 VDISC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته

$ABS(-1, +1)_{i,t}$: شاخص سنجش واکنش بازار به اعلامیه های تقسیم سود است که مطابق با تحقیق فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) از بازده غیر عادی انباشته سهام شرکت در سه روز $t-1$ ، t و $t+1$ محاسبه می شود.

$$ABS(-1, +1)_{i,t} = \sum_{i=t-1}^{t+1} (R_{i,t} - R_{m,t})$$

متغیرهای مستقل

$CL_{i,t}$: شاخص سنجش استراتژی رهبری هزینه در شرکت است که از نسبت فروش به سرمایه گذاری شرکت در دارایی های ثابت و مشهود محاسبه می شود.

$$CL_{i,t} = \frac{\text{فروش}}{\text{سرمایه گذاری در دارایی های ثابت و مشهود}}$$

DIFF_{i,t}: شاخص سنجش استراتژی تمایز در محصولات شرکت است که از نسبت هزینه های تحقیق و توسعه و تبلیغات به فروش شرکت محاسبه می شود.

$$DIFF_{i,t} = \frac{\text{هزینه های تحقیق و توسعه و تبلیغات}}{\text{کل فروش}}$$

متغیرهای کنترلی

LNMVE_{i,t}: برابر با لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت است.

$$LNMVE_{i,t} = \text{Ln}(\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام})$$

LEV_{i,t}: اهرم مالی شرکت و برابر با نسبت بدهی به دارایی های شرکت است.

$$LEV_{i,t} = \frac{\text{کل بدهیها}}{\text{کل داراییها}}$$

LOSS_{i,t}: در صورتی که شرکت دارای سود قبل از مالیات منفی باشد برابر با ۱ و در غیر این صورت برابر با صفر خواهد بود.

$$LOSS_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{سود قبل از مالیات} < 0 \\ 0 & \text{سود مالیات از مالیات} \geq 0 \end{cases}$$

ABSCAR_{i,t}: برابر با قدرمطلق بازده غیر عادی انباشته سهام در دوره ۲ ماهه قبل از انتشار اعلامیه های سود شرکت است که به دارایی های شرکت تقسیم می شود.

$$ABSCAR_{i,t} = |ABS_{i,t}(-60,0)|$$

RETVAR_{i,t}: برابر با انحراف معیار بازده ماهانه سهام در طی دوره مالی است.

$$RETVAR_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{11} \sum_{i=1}^{12} (R_{i,t} - \bar{R}_{i,t})^2}$$

NEGCAR_{i,t}: در صورتی که بازده غیرعادی انباشته شرکت در ۲ ماهه قبل از انتشار اعلامیه های سود، منفی باشد برابر با ۱ و در غیر این صورت برابر با صفر خواهد بود.

بررسی تاثیر استراتژی های شرکت بر پاسخ بازار به اعلامیه های تقسیم ... / محمدعلی میرزایی امامچای، فاطمه صمدی و معصومه لطیفی بنماران

$$NEG\text{CAR}_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{ABS}_{i,t}(-60,0) < 0 \\ 0 & \text{ABS}_{i,t}(-60,0) \geq 0 \end{cases}$$

$EPRATIO_{i,t}$: برابر با نسبت سود به قیمت سهام شرکت در سال t است.

$$EPRATIO_{i,t} = \frac{\text{سود سهام}}{\text{قیمت سهام}}$$

$V\text{DISC}_{i,t}$: شاخص افشای داوطلبانه شرکت است و از طریق رتبه افشای شرکت که توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران تعیین می گردد محاسبه می شود.

۴- فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: استراتژی تمایز در محصولات بر واکنش بازار نسبت به اعلامیه های تقسیم سود تاثیر معنادار دارد.

فرضیه دوم: استراتژی رهبری هزینه بر واکنش بازار نسبت به اعلامیه های تقسیم سود تاثیر معنادار دارد.

۵- یافته های پژوهش

شاخص های مرکزی و پراکنش متغیرهای تحقیق در جدول (۱) ارائه شده است. اختلاف بین کمینه و بیشینه داده ها، بیانگر دامنه مناسب برای استفاده از متغیرهاست.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
واکنش بازار	۰/۰۲۶	۰/۰۲۱	۰/۲۱۰	-۰/۱۵۰	۰/۱۰۶
استراتژی تمایز	۰/۰۳۲	۰/۰۳۲	۰/۰۶۳	۰/۰۰۰۱	۰/۰۱۸
استراتژی رهبری هزینه	۰/۰۷۲	۰/۰۷۳	۰/۱۱۲	۰/۰۳۲	۰/۰۲۲
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۱۰/۲۰۴	۱۰/۲۱۹	۱۱/۰۴۵	۹/۳۲۲	۰/۵۰۳
اهرم مالی	۰/۵۵۸	۰/۵۶۱	۰/۷۶۳	۰/۳۵۲	۰/۱۱۷
زیان	۰/۴۹۷	۰	۱	۰	۰/۵۰۰۳
قدرمطلق بازده غیرعادی انباشته	۰/۲۰۱	۰/۲۰۰	۰/۳۵۱	۰/۰۵۳	۰/۰۸۷
انحراف معیار بازده سهام	۷/۶۴۱	۷/۵۶۷	۱۱/۰۵۳	۴/۳۰۵	۱/۹۵۰
بازده غیرعادی انباشته منفی	۰/۴۸۳	۰	۱	۰	۰/۵۰۰
نسبت سود به قیمت	۰/۰۶۲	۰/۰۶۱	۰/۱۰۳	۰/۰۲۳	۰/۰۲۳
رتبه افشای داوطلبانه	۷۵/۳۶۱	۷۶	۹۶	۵۴	۱۲/۴۱۵

در گام اول پژوهش، از آماره آزمون F لیمر برای تشخیص داده های تلفیقی از پانل استفاده می شود. در صورت انتخاب داده های پانل، گام بعدی تصمیم گیری در مورد انتخاب یکی از دو روش اثرات ثابت یا تصادفی است. برای این کار، معمولاً آزمون هاسمن به کار گرفته می شود. نتایج به دست آمده از آزمون F لیمر، برای مدل های تحقیق بیانگر استفاده از روش داده های تلفیقی است.

جدول ۲- نتایج آزمون های تشخیصی لیمر

سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار آماره	مدل
۰/۳۷۰	(۱۱۷، ۵۸۱)	۱/۰۴۳	مدل فرضیه اول
۰/۳۸۳	(۱۱۷، ۵۸۱)	۱/۰۳۸	مدل فرضیه دوم

در ادامه، نتایج آزمون فرضیه های تحقیق به تفکیک هریک از مدل ها ارائه می گردد.

- آزمون اثر استراتژی تمایز در محصولات بر واکنش بازار به اعلامیه های تقسیم سود

جدول ۳- نتایج برازش مدل استراتژی تمایز در محصولات

نتیجه	VIF	سطح معناداری	آماره t	ضریب	متغیر مستقل
معنادار	۱/۰۵۰	۰/۰۰۰۵	۳/۴۹۸	۲/۵۸۱	استراتژی تمایز
معنادار	۴/۴۲۵	۰/۰۰۰۱	۱۳/۵۷۲	۰/۰۶۵	ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
معنادار	۵/۴۲۹	۰/۰۰۰۱	۱۰/۴۱۴	۰/۴۰۵	اهرم مالی
معنادار	۳/۳۷۵	۰/۰۰۰۱	۴/۶۴۸	۰/۰۲۰	زیان
بی معنی	۲/۱۳۶	۰/۰۷۸۰	۱/۷۶۵	۰/۰۶۸	قدرمطلق بازده غیرعادی انباشته
معنادار	۴/۶۱۰	۰/۰۰۰۷	-۳/۴۲۲	-۰/۰۰۴	انحراف معیار بازده سهام
معنادار	۱/۴۴۸	۰/۰۰۰۱	۲۲/۵۶۵	۰/۱۰۴	بازده غیرعادی انباشته منفی
معنادار	۲/۴۵۱	۰/۰۰۰۱	۲۱/۲۵۹	۲/۶۹۹	نسبت سود به قیمت
معنادار	۳/۵۰۸	۰/۰۰۰۱	۲۲/۸۲۷	۰/۰۰۵	رتبه افشای داوطلبانه
-	-	۰/۰۰۰۱	-۲۷/۶۷۱	-۱/۴۹۲	مقدار ثابت
چارک-پرا	بروش باگان	دوربین واتسون	ضریب تعیین	تحلیل واریانس	شاخص نیکویی برازش
۴/۵۳۶	۰/۸۸۷	۱/۹۹۸	۰/۹۰۵	۷۵۱/۲۰۹	آماره آزمون
۰/۱۰۴	۰/۵۳۵	-	-	۰/۰۰۰۱	سطح معناداری

با توجه به سطح معناداری بدست آمده برای اثر استراتژی تمایز که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده ($p\text{-value} = ۰/۰۰۰۵$) می توان نتیجه گرفت که استراتژی تمایز در محصولات تاثیر معناداری بر روی واکنش بازار نسبت به اعلامیه های تقسیم سود داشته است. با استناد به ضریب تاثیر این متغیر که در جهت مثبت برآورد گردیده ($\beta = ۲/۵۸۱۴۹۲$) می توان نتیجه گرفت که استراتژی تمایز در محصولات شرکت ها تاثیر مستقیم و معناداری بر روی واکنش بازار نسبت به اعلامیه های تقسیم سود داشته است. از این رو فرضیه اول تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته است. از بین متغیرهای کنترلی نیز مشاهده می شود که بجز قدرمطلق بازده غیرعادی انباشته، سایر متغیرها اثر معناداری بر روی واکنش بازار بوده اند. لذا می توان بالایی از این مدل در پیش بینی واکنش بازار به اعلامیه های تقسیم سود انتظار داشت. یافته های فرضیه اول تحقیق موید آن است که نوع استراتژی های رقابتی بکارگرفته شده از سوی شرکت، برای سرمایه گذاران دارای اهمیت بوده است. چرا که این استراتژی ها در تعیین جایگاه محصولات شرکت در بازار نقشی اساسی ایفا می نمایند. لذا تحکیم جایگاه محصولات شرکت در بازار، که می تواند نشان از افزایش سهم بازار شرکت و سودآوری حاصل از فروش داشته باشد، منجر به جذابیت سهام شرکت برای سرمایه گذاران گردیده و از این طریق واکنش بازار به اعلامیه های تقسیم سود این شرکت ها، بیشتر از سایر شرکت ها خواهد بود. چرا که سرمایه گذاران، اخبار شرکتی را در شرکت هایی که سهام با جذابیت بالا براسرمايه گذاری دارند، با توجه و دقت بیشتری دنبال می کنند و لذا انتشار اعلامیه های تقسیم سود این شرکت ها با واکنش بیشتری از بازار سهام همراه خواهد بود. لذا یافته های این فرضیه دور از انتظار نبوده است. نتایج تحقیقات پیشین نیز نشان از نقش بسزای استراتژی های رقابتی شرکت بر روی واکنش بازار و شاخص های عملکردی شرکت داشته اند که از آن میان می توان به نتایج تحقیقات تنانی و محب خواه (۱۳۹۳)، فدایی نژاد و کامل نیا (۱۳۹۲)، هنریخش و همکاران (۱۳۹۱)، اشناپیل (۲۰۱۵) و وو و همکاران (۲۰۱۵) اشاره کرد. در حالی که نتایج تحقیق فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) نشان می دهد که واکنش بازار نسبت به اعلامیه های تقسیم سود در شرکت هایی که استراتژی تمایز را اختیار نموده اند پایین تر از سایر شرکت ها بوده است.

• آزمون اثر استراتژی رهبری هزینه بر واکنش بازار به اعلامیه های تقسیم سود

جدول ۴- نتایج برازش مدل استراتژی رهبری هزینه

نتیجه	VIF	سطح معناداری	آماره t	ضریب	متغیر مستقل
معنادار	۲/۴۹۴	۰/۰۴۵۹	۱/۹۴۳	۰/۱۷۲	استراتژی رهبری هزینه
معنادار	۱/۱۹۳	۰/۰۰۰۱	۷/۴۹۲	۰/۰۶۰	ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
معنادار	۵/۷۸۶	۰/۰۰۰۱	۹/۶۷۰	۰/۳۹۱	اهرم مالی
معنادار	۱/۱۵۰	۰/۰۰۱۸	۳/۱۳۹	۰/۰۲۶	زیان
بی معنی	۲/۳۵۴	۰/۱۰۵۹	۱/۶۱۸	۰/۰۶۶	قدرمطلق بازده غیرعادی انباشته
معنادار	۵/۷۲۹	۰/۰۱۱۰	-۲/۵۴۹	-۰/۰۰۳	انحراف معیار بازده سهام
معنادار	۲/۴۱۷	۰/۰۰۰۱	۱۷/۵۱۷	۰/۱۰۶	بازده غیرعادی انباشته منفی
معنادار	۲/۴۳۸	۰/۰۰۰۱	۲۰/۸۰۰	۲/۶۵۵	نسبت سود به قیمت
معنادار	۳/۵۸۵	۰/۰۰۰۱	۲۲/۴۲۴	۰/۰۰۵	رتبه افشای داوطلبانه
-	-	۰/۰۰۰۱	-۱۹/۳۳۱	-۱/۴۴۹	مقدار ثابت
جارک-برا	بروش پاگان	دوربین واتسون	ضریب تعیین	تحلیل واریانس	شاخص نیکویی برازش
۴/۰۵۳	۰/۸۷۲	۱/۹۶۸	۰/۹۰۳	۷۳۷/۹۶۶	آماره آزمون
۰/۲۱۰۵	۰/۵۴۹۴	-	-	۰/۰۰۰۱	سطح معناداری

با توجه به سطح معناداری بدست آمده برای اثر استراتژی رهبری هزینه که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده ($p\text{-value} = ۰/۰۴۵۹$) می توان نتیجه گرفت که استراتژی رهبری هزینه تاثیر معناداری بر روی واکنش بازار نسبت به اعلامیه های تقسیم سود داشته است. با استناد به ضریب تاثیر این متغیر که در جهت مثبت برآورد گردیده ($\beta = ۰/۱۷۲۸$) می توان نتیجه گرفت که استراتژی رهبری هزینه شرکت ها تاثیر مستقیم و معناداری بر روی واکنش بازار نسبت به اعلامیه های تقسیم سود داشته است. از این رو فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته است. از بین متغیرهای کنترلی نیز مشاهده می شود که بجز قدرمطلق بازده غیرعادی انباشته، سایر متغیرها اثر معناداری بر روی واکنش بازار بوده اند. یافته های فرضیه دوم موید آن است که رهبری هزینه در شرکت به عنوان یکی از سازوکارهای رقابت پذیری، از اهمیت معناداری نزد سرمایه گذاران برخوردار بوده است. اگرچه سودآوری از جذابترین شاخص ها جهت ارزیابی شرکت و سهام آن برای اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری است، اما هزینه و استراتژی های کاهش و

رهبری هزینه در شرکت از عواملی است که در شرایط ناپایدار بازار نیز می تواند از بروز زیان بیش از حد به شرکت جلوگیری نماید. لذا شاید بتوان استراتژی رهبری هزینه را یکی از استراتژی های محافظه کارانه شرکت برای مقابله با ناپایداری های مالی دانست. از این رو انتظار می رود شرکت هایی که استراتژی رهبری هزینه در آنها در سطوح بالاتری قرار دارد، از ریسک کمتری برای سرمایه گذاری برخوردار باشند و لذا واکنش بازار به اعلامیه های تقسیم سود این شرکت ها می تواند بیش از سایر شرکت ها مورد توجه سرمایه گذاران قرار گیرد. لذا یافته های این فرضیه نیز دور از انتظار محقق نبوده است. نتایج این فرضیه با یافته های حاصل از تحقیقات تنانی و محب خواه (۱۳۹۳)، فدایی نژاد و کامل نیا (۱۳۹۲)، هنریخش و همکاران (۱۳۹۱)، اشناییل (۲۰۱۵)، وو و همکاران (۲۰۱۵) و فرناندو و همکاران (۲۰۱۵) همسو بوده است.

۶- نتیجه گیری و بحث

در پژوهش حاضر تلاش بر آن بود که تاثیر استراتژی های شرکت بر پاسخ بازار به اعلامیه های تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار گیرد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق نشان داد که استراتژی های تمایز در محصولات و رهبری هزینه دارای اثرات مستقیم و معناداری بر روی واکنش بازار نسبت به اعلامیه های تقسیم سود شرکت هستند. با استناد به یافته های تحقیق به نظر می رسد که انتخاب نوع استراتژی های شرکتی با نوع تمرکز بر درآمدها و یا هزینه ها منجر به تغییر تمایل سرمایه گذاران نسبت به سهام شرکت می گردد. چرا که استراتژی های رهبری هزینه با منطبق سازی هزینه ها و درآمدها موجب افزایش شفافیت اطلاعات و واکنش های مثبت به اعلامیه های تقسیم سود خواهد شد در حالی که نوع انگیزش سرمایه گذاران نسبت به اعلامیه های تقسیم سود شرکت های با استراتژی تمایز، به جهت سرمایه گذاری های شرکت در تحقیق و توسعه و بازده های بلندمدت سرمایه گذاری است. از این رو می توان نتیجه گرفت که هر یک از انواع استراتژی های عمومی شرکتی (تمایز یا رهبری هزینه) به نوبه خود منجر به افزایش واکنش سهامداران نسبت به اعلامیه های تقسیم سود می گردند و نوع این واکنش صرفنظر از نوع استراتژی های اتخاذ شده، در یک جهت و همسو می باشد. از این رو با استناد به یافته های تحقیق پیشنهادات زیر ارائه گردیده است: نقش معنادار رقابت پذیری شرکت ها در تمایز در محصولات بر افزایش واکنش بازار نسبت به اعلامیه های تقسیم سود می تواند نشان از اهمیت بکارگیری این استراتژی در شرکت داشته باشد؛ لذا پیشنهاد می شود طراحی، تولید و فروش محصولات انحصاری به منظور افزایش سهم بازار شرکت و متمایز سازی محصولات بیش از پیش مورد توجه مدیران قرار گیرد. همچنین شرکت هایی که استراتژی کاهش

هزینه را بیش از سایر شرکت ها مورد توجه قرار می دهند، با واکنش های شدیدتری از بازار سرمایه نسبت به اخبار تقسیم سود مواجه می گردند. لذا پیشنهاد می شود به منظور تعیین بهای تمام شده محصول از روش های دقیق تر و پیش بینی های بازار نسبت به تغییرات قیمتی بهره بیشتری گرفته شود تا نقش کاهش هزینه تمام شده و در نتیجه افزایش سود خالص حاصل از فروش شرکت، بیش از پیش در صورتهای مالی نمایان گردد.

فهرست منابع

- * بهرادفر، علی (۱۳۹۴). بررسی رابطه استراتژی های شرکتی برمحافظه کاری و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی مدیریت و علوم انسانی.
- * تنانی، محسن، محب خواه، محمد (۱۳۹۳). " بررسی رابطه بین استراتژی کسب و کار با کیفیت سود و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار "، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۴، شماره ۱، صص ۱۲۷-۱۰۵.
- * فدایی نژاد، محمد اسماعیل؛ کامل نیا، مجتبی (۱۳۹۲)، رابطه واکنش بازار به اعلامیه های سود فصلی در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال پنجم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۱۸)، صص ۹۰-۷۱.
- * محمدی، وحید؛ محقق، هادی (۱۳۹۰)، بررسی واکنش بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبت به انحرافات اساسی از روند تقسیم سود سهام، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ی ۶۶، صص ۴۰-۲۹.
- * هنربخش سمیرا، بیرجندی، حمید، بیرجندی، مسعود (۱۳۹۱)، "بررسی اثر نسبی استراتژی های تجاری بر روی ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، دوره ۵، شماره ۱۵، صص ۵۸-۴۷.
- * Asdemir, O., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2013). Market perception of firm strategy. *Managerial Finance*, 39(2), 90-115.
- * Asdemir, O., Fernando, G. D., Schneible, R. A., & Tripathy, A. (2014). Firm Strategy and Information Asymmetry. Working Paper. Tacoma: University of Washington.
- * Bali akesh.(2003). An Empirical Analysis of Stock Returns around Dividend Changes, *Applied Economics* January 2003; 35(1): 51-61.
- * Ball, R. (2013). Accounting informs investors and earnings management is rife: Two questionable beliefs. *Accounting Horizons*, 27(4), 847-853.
- * 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.
- * 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.
- * Bentley, K., Omer, T., & Twedt, B. (2014). Does business strategy impact a firm's information environment? Working paper. University of New South Wales.

- * 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.
- * Cooper, M. J. (2015). Voluntary Disclosure and Investor Sentiment. Working paper, University of Utah.
- * Dhaliwal, D. S., Li, O., Tsang, A., & Yang, Y. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100.
- * 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., Schneible Jr., Richard A. & Arindam Tripathy (2015), Firm strategy and market reaction to earnings, *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*.
- * Khamis H Al-Yahyaee, Toan M Pham, Terry S Walter (2011), The information content of cash dividend announcements in a unique environment, *Journal of Banking & Finance*, Volume 35, Issue 3, p.p. 606-612.
- * Nurul Houqe, M, Ryan Kerr and Reza Monem (2013). BUSINESS STRATEGY AND EARNINGS QUALITY. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2198626>.
- * Pandit, S., Wasley, C., & Zach, T. (2011). Information externalities along the supply chain: The economic determinants of suppliers' stock price reaction to their major customers' earnings announcements. *Contemporary Accounting Research*, 28(4), 1304–1343.
- * Schneible, R. (2015). Information transfer and firm-level strategy. *Accounting and Finance* (forthcoming).
- * Skinner, D. J. (2008). A reply to Lev's rejoinder to 'Accounting for intangibles — A critical review of policy recommendations'. *Accounting and Business Research*, 38(3), 215–216.
- * Wilson, W. (2008). An empirical analysis of the decline in the information content of earnings following restatements. *The Accounting Review*, 83(2), 519–549.
- * Wu, Peng, Gao, Lei, Gu, Tingting (2015), "Business strategy, market competition and earnings management", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43 No. 3, pp. 657-84