

نشریه علمی  
دانش مالی تحلیل اوراق بهادار  
سال دوازدهم، شماره چهل و چهارم  
زمستان ۱۳۹۸

## بررسی تاثیر استراتژی تجاری و بیش‌ارزشیابی بر ریسک سقوط قیمت سهام

علیرضا حیدرزاده هنزائی<sup>۱</sup>

غزل حسین زاده ظروفچی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۶/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۱/۲۶

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تاثیر استراتژی تجاری و بیش‌ارزشیابی بر ریسک سقوط قیمت سهام است. استراتژی تجاری به پیروی از پژوهش‌های بنتلی و همکاران (۲۰۱۴)، ریسک سقوط قیمت سهام به پیروی از مدل هاتن و همکاران (۲۰۱۴) و بیش‌ارزشیابی به پیروی از مدل فودس و همکاران (۲۰۰۵) اندازه‌گیری شده است. تعداد ۲۱۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی شش ساله از ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ طبق شرایط غربال جامعه انتخاب و تعداد ۱۲۶۶ مشاهده شرکت-سال در تحلیل‌های آماری منظور شده‌اند. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از تحلیل رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت آزمون شده‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که استراتژی تجاری و بیش‌ارزشیابی بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر معناداری و مثبتی دارند. در واقع سهام شرکت‌های با استراتژی تهاجمی در مقایسه با شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی، بیشتر در معرض ریسک سقوط قیمت سهام قرار دارند. اندازه شرکت و اهرم مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر مستقیم و معناداری و سن شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر معکوس و معناداری دارند؛ همچنین ارزش بازار به ارزش دفتری و بازده دارایی تاثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام ندارند.

**واژه‌های کلیدی:** بیش‌ارزشیابی، استراتژی تجاری، ریسک سقوط قیمت سهام.

۱- استادیار و عضو هیات علمی گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و علوم اجتماعی، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران  
(نویسنده مسئول). a\_heidarzadeh@iau-tnb.ac.ir

۲- دانشجوی کارشناسی‌ارشد رشته مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و علوم اجتماعی، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.  
Gh.Hosseinzadeh91@gmail.Com

## ۱- مقدمه

مرتبط با سهامداران است، به عنوان عدم تقارن یا چولگی شرطی منفی توزیع بازده سهام تعریف کرده‌اند. همچنین بلانچارد و واتسون (۱۹۸۲) آن را پدیده‌ای دانسته‌اند که به دلیل وجود حساب در قیمت سهام اتفاق می‌افتد. براساس نظریه‌های مالی نوین، ارزش یک سهم با جمع ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی آن برابر است. همچنین براساس فرضیه بازار کارا، قیمت سهام در یک بازار کارا برابر یا در محدوده ارزش ذاتی آن در نوسان است. اما در بعضی مواقع بر اثر انتشار اطلاعات جدید، قیمت‌ها بدون هیچ توجیه بنیادی و اقتصادی افزایش می‌یابد. از این فرایند در ادبیات مالی به عنوان حساب قیمتی یاد می‌شود. سقوط قیمت سهام از ترکیب حساب‌های قیمتی ناشی می‌شود (بلانچارد و واتسون، ۱۹۸۲).

بسیاری از منابع مالی استراتژی تجاری را برنامه کاری شرکت برای دستیابی به چشم‌انداز آتی، اولویت‌بندی اهداف، رقابت موفق و بهینه‌سازی عملکرد مالی با استفاده از مدل تجاری آن تعریف می‌کنند. استراتژی تجاری مسیر کسب‌وکار و چشم‌انداز آتی آن را مشخص می‌کند. توسعه کسب و کار و برنامه رشد برای رسیدن به اهداف شرکت به تعریف شفاف و واضح استراتژی تجاری بستگی دارد. زیرا تمرکز بر روی نقاط قوت شرکت باعث یافتن روش‌هایی برای ایجاد تمایز بین رقبا می‌شود. به طور کلی استراتژی تجاری تعیین می‌کند که شرکت چگونه مسیر رسیدن به اهدافش را می‌پیماید؛ با انتظارات مشتریانش مواجه می‌شود و مزیت رقابتی خود را در بین رقبا حفظ می‌کند.<sup>۴</sup> مایلز و اسنو<sup>۵</sup> (۲۰۰۳) سه نوع استراتژی تجاری را با توجه به تفاوت‌هایشان در تغییر اندازه و جهت بازار محصول در بین صنایع مختلف تعریف کرده‌اند که شامل تهاجمی، تدافعی و تحلیل‌گران هستند. استراتژی تجاری شرکت‌ها در طول یک بازه قرار دارد. به طوری که استراتژی تهاجمی و تدافعی در دو سر این بازه قرار گرفته‌اند. پیروان استراتژی تهاجمی، جهت رهبری و نوآوری در بازار، در حوزه‌های مختلف، ترکیب بازار محصول خود را به طور مداوم تغییر می‌دهند؛ در حالی

طبق تعریف فرهنگ اصطلاحات مالی و سرمایه‌گذاری، ریسک سقوط قیمت سهام<sup>۱</sup> به معنی کاهش ناگهانی و قابل توجه ارزش بازار است که معمولاً با تورم بازار سهام همراه می‌باشد. از دلایل سقوط قیمت سهام می‌تواند حساب اقتصادی یا قیمت‌های بسیار بالاتر از ارزش ذاتی و یا استفاده بیش از حد از اهرم مالی باشد. سرمایه‌گذاران با مشاهده افت سریع در ارزش سهامی خاص ممکن است متعاقباً اقدام به فروش سهام خود نمایند که این چرخه باعث ازدحام رفتار منفی در بازار می‌شود. تعریف سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است:

(۱) سقوط قیمت سهام یک تغییر بسیار بزرگ و غیر معمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد؛  
(۲) این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی هستند؛

(۳) سقوط قیمت سهام یک پدیده فراگیر در سطح بازار است. به این معنی که کاهش قیمت سهام به یک سهام خاص مختصر نمی‌شود؛ بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود. هر یک از ویژگی‌های سه گانه فوق، در مجموعه‌ای از حقایق تجربی ریشه دارد. در ارتباط با ویژگی نخست، هانگ و استین<sup>۲</sup> در سال ۲۰۰۳ بیان کردند که بسیاری از تغییرات بزرگی که بعد از جنگ جهانی در شاخص S&P500 رخ داده است، به دلیل افشای اخبار مربوط به یک رویداد مهم و قابل توجه نبوده است. ویژگی دوم تعریف فوق ناشی از یک عدم تقارن تجربی و قابل توجه در تغییرات بازده بازار است؛ به این معنی که تغییرات بزرگ در قیمت بیشتر به صورت کاهش و کمتر به صورت افزایش بوده است. این عدم تقارن از طریق مشاهده مستقیم داده‌های تاریخی مربوط به بازده بازار قابل اثبات است. سومین ویژگی این است که پدیده سقوط به تمام انواع سهام موجود در بازار سرایت می‌کند. کیم و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) ریسک سقوط قیمت سهام را که یکی از انواع ریسک‌های

غیرممکن و پرهزینه خواهد بود. در نتیجه توده اخبار منفی با رسیدن به نقطه اوج خود ناگهان وارد بازار شده و به افت شدید بازده سهام یا سقوط قیمت سهام منجر می‌شود. (هاتن و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۹)

برخی از اقدامات مدیریت مانند فرار از مالیات<sup>۱۵</sup>، انجام پروژه‌هایی با نرخ بازده داخلی منفی، و عدم شفافیت گزارشات مالی از جمله دلایلی هستند که می‌توانند منجر به سقوط قیمت سهام گردند. پژوهش‌های اخیر تا حدودی نشان می‌دهند که همه این عوامل با استراتژی منحصر به فرد اتخاذ شده توسط شرکت که در طول زمان نسبتاً ثابت است، مشخص می‌شود. (هامبریک، ۱۹۸۳؛ اسنو و هامبریک<sup>۱۶</sup>، ۱۹۸۰). به این ترتیب می‌توان گفت که استراتژی شرکت به عنوان اولین عامل بالقوه موثر بر ریسک سقوط قیمت سهام پیامدهای مستقیم بر روی سرمایه‌گذاران دارد.

از طرف دیگر، جنسن<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۵) استدلال می‌کند که بیش‌ارزشیابی قیمت سهام<sup>۱۸</sup>، باعث ایجاد نوعی از هزینه‌های نمایندگی خواهد بود که منجر می‌شود مدیران دست به اقدامات نابودکننده‌ی ارزش<sup>۱۹</sup>، از قبیل مدیریت سود یا تقلب بزنند. (چی و گوپتا<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۹؛ هومز و اسکانتز<sup>۲۱</sup>، ۲۰۱۰). زیرا تلاش می‌کنند تا با عدم افشای اطلاعات، انتظارات خوش‌بینانه بازار را برای مدت طولانی‌تری به دست آورند. (موسوی شیری، ۱۳۹۴). شرکت‌هایی که از استراتژی‌های تجاری تهاجمی پیروی می‌کنند، به دلیل انتظارات بیش از حد خوش‌بینانه نسبت به رشد آتی و عدم قطعیت سود<sup>۲۲</sup>، بیشتر در معرض بیش‌ارزشیابی سهام قرار دارند. از آنجایی‌که بیش‌ارزشیابی سهام باعث ایجاد انگیزه در مدیران برای گزارشگری‌های نادرست<sup>۲۳</sup> می‌شود (جنسن، ۲۰۰۵)، می‌توان پیش‌بینی کرد که پیروان استراتژی‌های تهاجمی، در دوره‌هایی که قیمت سهام‌شان دچار بیش‌ارزشیابی باشد، ریسک سقوط قیمت بیشتری را تجربه می‌کنند.

که مدافعان برای رقابت بر مبنای قیمت محصول و کیفیت ارائه خدمات، بر یک محصول محدود و ثابت تمرکز می‌کنند. به شرکت‌هایی که در میانه این بازه قرار دارند تحلیل‌گر اطلاق شده و از ترکیب دو نوع استراتژی تهاجمی و تدافعی پیروی می‌کنند (مایلز و اسنو، ۲۰۰۳).

## ۲- ادبیات نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱- ادبیات نظری

ریسک سقوط قیمت سهام، موضوعی است که طی سال‌های اخیر، با توجه به رسوایی‌های مالی مجموعه‌ای از شرکت‌های بزرگ مانند انرون<sup>۶</sup>، وردکام<sup>۷</sup>، ساتیام<sup>۸</sup> و به ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری از محققین و دانشگاهیان را به خود جلب کرده است. ریسک سقوط قیمت سهام که یکی از انواع ریسک‌های مرتبط با سهامداران است، به عنوان عدم تقارن یا چولگی شرطی<sup>۹</sup> توزیع بازده سهام تعریف می‌شود. (کیم و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۴) و یا می‌توان آن را پدیده‌ای دانست که به دلیل وجود حباب در قیمت سهام<sup>۱۱</sup> اتفاق می‌افتد. (مرادزاده فرد، ۱۳۸۸).

سقوط قیمت سهام زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت از نظر سرمایه‌گذاران غیرواقعی باشد. جین و مایرز<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۶) اظهار داشتند که عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۱۳</sup> بین مدیران و سهامداران، همراه با منافع شخصی مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیرگذار است. در بسیاری از موارد مدیران انگیزه دارند تا اخبار منفی را از سرمایه‌گذاران پنهان و آن‌ها را در داخل شرکت انباشت کنند؛ برای مثال ممکن است با منظور کردن هزینه‌های یک دوره به عنوان دارایی، باعث کاهش هزینه‌ها و گزارش سود بیشتر در صورت‌های مالی شوند. این عمل موجب می‌شود تا تصویر شرکت، از وضعیت واقعی خود مطلوب‌تر به نظر برسد. با این حال حجم اخبار منفی که می‌تواند در شرکت انباشت شود محدود است؛ زیرا با رسیدن حجم اخبار منفی به آستانه‌ای معین، عدم افشای آن برای مدت طولانی‌تر،



### ۳- روش‌شناسی پژوهش

#### ۳-۱- جامعه و نمونه آماری

جامعه‌ی آماری این پژوهش کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۹۵-۱۳۹۰ می‌باشند. در پژوهش حاضر از روش حذفی سیستماتیک به منظور نمونه‌گیری استفاده شده است که شرکت‌های نمونه با توجه به شرایط و محدودیت‌های زیر انتخاب گردید.

(۱) برای انتخاب نمونه همگن، شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۹۰ سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گرفته باشد.

(۲) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت‌ها منتهی به اسفند باشد.

(۳) شرکت‌های مورد بررسی تولیدی باشند؛ براین اساس زیرگروه بانک‌ها، بیمه‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها، هلدینگ‌ها و مواردی از این قبیل به دلیل تفاوت در ماهیت عملکردی از جامعه آماری حذف شدند.

در این پژوهش، تعداد ۲۱۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طبق شرایط نمونه‌گیری انتخاب و در نهایت تعداد ۱۲۶۶ مشاهده شرکت-سال در تحلیل‌ها منظور شده‌اند.

#### ۳-۲- فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اول:** شرکت‌هایی که از استراتژی‌های تهاجمی (تدافعی) استفاده می‌کنند، بیشتر (کمتر) با ریسک سقوط قیمت سهام مواجه می‌شوند.

**فرضیه دوم:** بیش‌ارزشیابی بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر معناداری دارد.

**فرضیه سوم:** برهم‌کنش استراتژی تجاری و بیش‌ارزشیابی بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر معناداری دارد.

همچنین یافته‌ها نشان می‌داد که در شرایطی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، توانایی محافظه‌کاری شرطی جهت کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است.

توکل نیا (۱۳۹۲) علت، چگونگی و میزان تأثیر نوع استراتژی تجاری شرکت (تهاجمی یا تدافعی) بر میزان گزارشگری اطلاعات سرمایه‌انسانی آن را شناسایی کرده و نتایج به دست آمده، بیانگر تأثیر مثبت و معنادار تمایل به استراتژی تهاجمی بر گزارشگری سرمایه‌انسانی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

ودیدی و رستمی (۱۳۹۳) با بررسی نوع مالکیت نهادی<sup>۳۴</sup> بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام دریافتند که اثر مثبت مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام ناشی از مالکیت نهادی غیر فعال است؛ و مالکان نهادی فعال نقش نظارتی در کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارند.

روستایی و همکاران (۱۳۹۴) در مقاله‌ای با عنوان استراتژی تجاری شرکت و سطح اجتناب از مالیات به بررسی رابطه این دو متغیر پرداخته‌اند آنان با بررسی شصت و پنج شرکت طی بازه زمانی هشت ساله دریافتند زمانی که اجتناب مالیاتی بر مبنای نرخ موثر مالیاتی نقدی بلندمدت سنجیده می‌شود میان استراتژی تجاری شرکت و نرخ موثر مالیاتی نقدی بلندمدت رابطه معناداری وجود دارد. بر این اساس، شرکت‌هایی که به دنبال حداقل کردن هزینه‌ها هستند، نسبت به شرکت‌هایی که به دنبال فرصت رشد بیشتر و نوآوری در تولید هستند، از اجتناب مالیاتی پایین‌تری برخوردارند.

خدارحمی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند و با آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون لجستیک و داده‌های ترکیبی نتیجه گرفتند که با افزایش میزان عدم تقارن اطلاعاتی، ریسک سقوط آتی قیمت سهام افزایش می‌یابد.

## ۳-۳ مدل و روش اندازه‌گیری متغیرهای

## پژوهش

است). در نهایت رتبه متغیرها برای هر شرکت در هر سال با هم جمع شده و معیار استراتژی هر شرکت در هر سال عددی بین ۶ تا ۳۰ به دست می‌آید: (حبیب و منذر حسن، ۲۰۱۶). به طوری که یک شرکت می‌تواند حداکثر نمره ۳۰ (استراتژی تهاجمی) و حداقل نمره ۶ (استراتژی تدافعی) را دریافت کند.

رتبه‌های ۶ تا ۱۲ به عنوان شرکت‌های با استراتژی تدافعی، ۱۳ تا ۲۳، تحلیل‌گران و ۲۴ تا ۳۰ به عنوان شرکت‌های با استراتژی تهاجمی تعیین می‌شوند. (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳)

به منظور اندازه‌گیری متغیر ریسک سقوط قیمت سهام از معیار ارائه شده توسط چن و همکاران استفاده می‌کنیم. این معیار بر مبنای بازده ماهانه خاص شرکت محاسبه می‌شوند. براساس این معیار اطمینان می‌یابیم که ریسک سقوط قیمت سهام تنها شامل عوامل مربوط به خود شرکت بوده و نوسانات گسترده بازار را در بر نمی‌گیرد. بازده ماهانه خاص شرکت، با استفاده از رابطه ذیل محاسبه می‌شود:

رابطه (۱)

$$W_{i,\theta} = \ln(1 + \varepsilon_{i,\theta})$$

$W_{i,\theta}$ : بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  در ماه  $\theta$  طی سال مالی.

$\varepsilon_{i,\theta}$ : بازده باقیمانده سهام شرکت  $i$  در ماه  $\theta$  می‌باشد و عبارت است از باقیمانده یا پسماند مدل رابطه ذیل که برای هر شرکت در هر سال جداگانه محاسبه می‌شود:

رابطه (۲)

$$R_{i,\theta} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,\theta-2} + \beta_2 R_{m,\theta-1} + \beta_3 R_{m,\theta} + \beta_4 R_{m,\theta+1} + \beta_5 R_{m,\theta+2} + \varepsilon_{i,\theta}$$

که در این رابطه:

$R_{i,\theta}$ : بازده سهام شرکت  $i$  در ماه  $\theta$  طی سال مالی.

$R_{m,\theta}$ : بازده بازار در ماه  $\theta$  است.

$$CRASH_{i,t} = \alpha + \beta_1 STR_{i,t-1} + \beta_2 TVE_{i,t-1} + \beta_3 STR_{i,t-1} \times TVE_{i,t-1} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

برای محاسبه شاخص استراتژی تجاری از رتبه ترکیبی استراتژی مجزا استفاده می‌کنیم. رتبه بالاتر نشان‌دهنده استراتژی تهاجمی<sup>۳۵</sup> و رتبه پایین‌تر بیانگر استراتژی تدافعی است. برای سنجش این شاخص از معیارهایی یا نسبت‌هایی مانند:

(۱) نسبت هزینه پژوهش و توسعه به فروش (که تمایل شرکت به جستجو برای محصول جدید را نشان می‌دهد)؛

(۲) نسبت تعداد پرسنل به فروش (توانایی شرکت را در تولید و توزیع موثر کالا و خدمات نشان می‌دهد)؛

(۳) معیار تغییرات پرسنل (که برابر است با انحراف معیار کل پرسنل)؛

(۴) میزان رشد فروش شرکت نسبت به سال قبل؛

(۵) نسبت هزینه بازاریابی به فروش (به عنوان شاخص اهمیت شرکت به بازاریابی و فروش)؛

(۶) نسبت مخارج سرمایه‌ای که برابر است با ارزش دفتری اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات<sup>۳۶</sup> به ارزش دفتری کل دارایی‌ها (معیار سنجش تمرکز شرکت بر تولید)

تمام این نسبت‌ها برای هر شرکت در هر سال محاسبه شده و هر یک از این شش نسبت بر اساس تقسیم بندی پنجگی رتبه‌بندی می‌شوند. به طوری که مشاهدات در بالاترین پنجگی، رتبه ۵ و در پایین‌ترین پنجگی رتبه ۱ را به خود اختصاص می‌دهند. (به جز معیار مخارج سرمایه‌ای که رتبه ۵ مربوط به پایین‌ترین پنجگی و رتبه ۱ مربوط به بالاترین پنجگی

موجود در یک صنعت یا بازار، مشترک است؛ درحالی که بخش دیگر آن مخصوص شرکت است. بنابراین  $m$  (b) - را به سه بخش تجزیه می‌کنیم:

(۱) تفاوت بین قیمت بازار و یک معیار ارزشیابی که ارزش ذاتی سالانه را منعکس می‌کند. (خطای ویژه شرکت)

(۲) تفاوت بین ارزشیابی مبتنی بر ارزش واقعی سالانه و ارزشیابی که ارزش ذاتی بلندمدت را منعکس می‌کند. (خطای سری زمانی صنعت)

(۳) تفاوت بین ارزشیابی مبتنی بر ارزش ذاتی بلندمدت و ارزش دفتری.

اگر ارزش ذاتی را به عنوان تابعی خطی از اطلاعات حسابداری ویژه شرکت در یک نقطه از زمان  $(\theta_{it})$  و برداری از ضرایب حسابداری مشروط  $(\alpha)$  تعریف کنیم، معادله بالا را می‌توان به صورت رابطه ذیل بیان کرد: (رابطه ۶)

$$m_{it} - b_{it} = m_{it} - v(\theta_{it}; \alpha_{jt}) + v(\theta_{it}; \alpha_{jt}) - v(\theta_{it}; \alpha_j) + v(\theta_{it}; \alpha_j) - b_{it}$$

حروف  $i$ ،  $t$  و  $j$  به ترتیب نشان دهنده شرکت، سال و نوع صنعت می‌باشند.

$m_{it}$ : لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ .

$b_{it}$ : لگاریتم طبیعی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ .

$v(\theta_{it}; \alpha_{jt})$ : ارزش ذاتی برآوردی شرکت  $i$  مبتنی بر مضارب ارزشیابی سطح صنعت در زمان  $t$ .  $(\alpha_{jt})$

$v(\theta_{it}; \alpha_j)$ : ارزش ذاتی برآوردی شرکت  $i$  مبتنی بر مضارب ارزشیابی سطح صنعت در بلندمدت.  $(\alpha_j)$

تفاوت کلیدی در عبارات ارزش ذاتی این است که مضارب سالانه به صورت  $(\alpha_{jt})$  و ضرایب بلندمدت به صورت  $(\alpha_j)$  بیان می‌شوند.

بخش اول از معادله بالا  $[m_{it} - v(\theta_{it}; \alpha_{jt})]$ ، اختلاف بین ارزش بازار و ارزش ذاتی مربوط به شرکت  $i$  در

برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود. رابطه فوق با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و شیوه داده‌های ترکیبی برآورد شده و باقیمانده آن به در رابطه (۱) جهت محاسبه بازده ماهانه خاص شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد. بازده ماهانه خاص شرکت نیز با توجه به تعریف مذکور به منظور اندازه‌گیری ریسک سقوط قیمت سهام و با استفاده از معیار چولگی (رابطه ذیل) مورد استفاده قرار می‌گیرد:

$$NSKEW_{i,t} = - \frac{\left[ \frac{N(N-1)^2}{2} \sum_{\theta \in t} W_{i,\theta}^3 \right]}{\left[ (N-1)(N-2) \left( \sum_{\theta \in t} W_{i,\theta}^2 \right)^{3/2} \right]}$$

$NSKEW_{i,t}$ : چولگی منفی بازده ماهانه سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$N$ : تعداد ماههایی که بازده آنها محاسبه می‌شود. برای محاسبه متغیر بیش‌ارزشیابی از تکنیک تجزیه نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری، به اجزای خطای ارزشیابی و فرصت رشد استفاده می‌کنیم: (رابطه ۴)

$$\frac{M}{B} = \frac{M}{V} \times \frac{V}{B}$$

طبق این روش، نسبت ارزش بازار به ارزش ذاتی  $\left(\frac{M}{V}\right)$  بیانگر ارزشیابی نادرست و نسبت ارزش ذاتی به ارزش دفتری  $\left(\frac{V}{B}\right)$  بیان کننده فرصت‌های رشد می‌باشد. شکل لگاریتمی معادله بالا می‌تواند به صورت رابطه ذیل بیان شود: (رابطه ۵)

$$m - b = (m - v) + (v - b)$$

حروف کوچک، لگاریتم طبیعی از متغیرها را نشان می‌دهند. عبارت  $(m - v)$  بخش ارزشیابی نادرست از ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت را در برمی‌گیرد. بخشی از ارزشیابی نادرست در بین تمام شرکت‌های

برای محاسبه مضارب ارزشیابی بلندمدت در صنعت،  $(\alpha_j)$ ، از  $(\alpha_j t)$  های به دست آمده از رگرسیون های سالانه میانگین گرفته شده و در نهایت ارزش برآورد شده  $v(\theta_{it}; \alpha_j)$  از معادله ارزش بازار ذکر شده، به شرح زیر محاسبه می شود:

$m_{it}$  لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

$v(\theta_{it}; \alpha_j)$ : لگاریتم ارزش ذاتی برآوردی شرکت  $i$  مبتنی بر مضارب ارزشیابی سطح صنعت در بلندمدت به شرح بالا.

#### ۴- آزمون فرضیه ها و یافته های پژوهش

##### ۴-۱- آمار توصیفی

مهمترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشاندهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. برای مثال ریسک سقوط سهام به طور میانگین  $0/156$  است، که نشان می دهد بیشتر داده های مربوط به این متغیر، پیرامون این نقطه تمرکز یافته اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از جمله مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر ریسک سقوط قیمت سهام برابر  $0/107$  است. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی مینامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و اگر ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود خواهد داشت. به عنوان مثال ریسک سقوط قیمت سهام با مقدار  $2/3256$ ، چولگی به راست دارد. میزان کشیدگی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی گویند. اگر کشیدگی، حدود صفر باشد، منحنی فراوانی از نظر کشیدگی وضعیت متعادل و نرمالی خواهد داشت و اگر این مقدار، مثبت باشد، منحنی برجسته و اگر منفی باشد، منحنی پهن است. در بین متغیرهای پژوهش، سن شرکت؛

صنعت  $t$  و زمان  $t$  است. این بخش از خطای ارزشیابی، خطای ویژه شرکت نامیده می شود.

بخش دوم آن،  $[v(\theta_{it}; \alpha_j t) - v(\theta_{it}; \alpha_j)]$ ، اختلاف بین ارزش ذاتی شرکت  $i$  در صنعت  $t$  و زمان  $t$  و ارزش ذاتی بلندمدت شرکت  $i$  در سطح صنعت است. این بخش از خطای ارزشیابی، خطای سری زمانی صنعت نامیده می شود و مقدار خطایی را نشان می دهد که در کل صنعت (یا بازار) در سال مشخصی، نادرست ارزشیابی شده باشد. مجموع بخش اول و دوم از معادله بالا  $[m_{it} - v(\theta_{it}; \alpha_j)]$ ، نشان دهنده کل خطاهای ارزشیابی<sup>۳۷</sup> و معیار بیش ارزشیابی می باشد.

بخش سوم از معادله معادله بالا،  $[v(\theta_{it}; \alpha_j) - bit]$ ، بیان کننده اختلاف بین ارزش ذاتی بلندمدت و ارزش دفتری، معیار دیگری از بیش ارزشیابی است.

برای محاسبه ارزش های ذاتی از مدل رگرسیونی استفاده می شود که در آن، ارزش بازار به صورت تابعی خطی از متغیرهای ارزش دفتری، سودخالص و اهرم مالی مطابق رابطه هفت تعریف می شود:

رابطه (۷)

$$m_{it} = \alpha_0 + \alpha_{1jt} b_{it} + \alpha_{2jt} \ln|NI|_{it} + \alpha_{3jt} I_{(<0)} \ln|NI|_{it} + \alpha_{4jt} LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

$NI_{it}$ : قدر مطلق سود خالص شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ؛  
 $LEV_{it}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ؛  
 $\varepsilon_{it}$ : خطای مدل و بیانگر مقدار برآوردی خطای ویژه شرکت است.

$I$  متغیر مجازی است که در صورت منفی بودن مقدار سود خالص، مقدار آن یک و در غیر این صورت صفر می باشد. این متغیر به این منظور در مدل وارد شده تا بتوان سودهای خالص منفی یا زیان را نیز در مدل حفظ کرد.

برای محاسبه مضارب ارزشیابی  $(\alpha_j t)$  شرکت ها در صنایع همگون طبقه بندی می شوند و رگرسیون مقطعی معادله بالا در هر سال برای هر صنعت انجام می گیرد.



بیش‌ارزشیابی و اندازه شرکت کمترین مقدار کشیدگی را دارند که به منحنی نرمال نسبت به بقیه متغیرها نزدیکتر است.

نگاره ۴-۱- نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شرح	CRASH <sub>i,t</sub>	STR <sub>i,t</sub>	TVE <sub>i,t</sub>	AGE <sub>i,t</sub>	LEV <sub>i,t</sub>	ROA <sub>i,t</sub>	MTB <sub>i,t</sub>	SIZE <sub>i,t</sub>
میانگین	۰/۱۵۶	۱۷/۲۸	-۰/۰۰۸	۲/۶۷۲۷	۰/۶۲۱۲	۰/۱۴۱۹	۱/۹۹۸۸	۲۷/۷۰۲۳
میانه	۰/۱۴۳	۱۸	-۰/۰۱۱	۲/۷۰۸۰	۰/۶۱۹۷	۰/۱۲۴۱	۲/۰۵۳۴	۲۷/۵۰۴۴
انحراف معیار	۰/۱۰۷	۷/۰۱	۰/۳۲	۰/۵۳۱۶	۰/۲۳۲۲	۰/۱۳۵۹	۱۰/۱۴۵۶	۱/۵۴۴۵
چولگی	۲/۳۲۵۶	-۰/۰۴۶	۰/۷۸۹۶	-۰/۱۶۰۸	۱/۴۲۳۱	۰/۳۱۰۸	-۹/۲۰۷۶۴	۰/۸۴۷۵
کشیدگی	۵/۳۴۲۶	-۱/۱۱	۱/۱۵۶۲	۰/۳۹۵۵	۷/۲۹۷۷	۲/۰۹۲۶	۱۹۳/۳۲۳۹	۱/۱۱۴۰
احتمال آماره جاک-برا	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
تعداد مشاهدات	۱۲۶۶	۱۲۶۶	۱۲۶۶	۱۲۶۶	۱۲۶۶	۱۲۶۶	۱۲۶۶	۱۲۶۶

#### ۴-۲- آمار استنباطی

در ابتدا برای اینکه بتوان از تحلیل رگرسیون استفاده کرد و به نتایج پژوهش باور داشت، بررسی فرضیه‌های اساسی رگرسیون شامل نرمال بودن باقیمانده‌ها، پایایی متغیرها، استقلال باقیمانده‌ها، عدم هم‌خطی بین متغیرهای مستقل، آزمون می‌شود.

الف) به منظور بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته<sup>۳۸</sup> استفاده شده است. این آزمون فرضیه وجود ریشه واحد در مقادیر سری را مورد آزمون قرار می‌دهد. با توجه به نتایج به دست آمده، سری‌های مورد مطالعه در سطح خطای پنج درصد مانا هستند. بنابراین رفتار مقادیر متغیرها، در طول زمان دستخوش تغییرات رونددار نخواهد شد.

ب) برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آماره دربین-واتسون استفاده شده است. همانطور که در جداول نتایج نهایی آزمون مدل‌های مربوط به فرضیه‌های پژوهش مشخص می‌باشد، با توجه به قرارگرفتن آماره مذکور در بازه مورد قبول (۱/۵ تا ۲/۵)، بنابراین استقلال باقیمانده‌های مدل رگرسیون مورد قبول است.

ج) برای بررسی همخطی (وجود ارتباط بین متغیرهای مستقل) از آماره عامل تورم واریانس<sup>۳۹</sup> استفاده شده است. نتایج آزمون نشان می‌دهد، مشکل همخطی میان متغیرهای مستقل وجود ندارد.

با توجه به تأیید فرضیه‌های فوق، می‌توان به نتایج حاصل از مدل برازش شده اطمینان داشت.

#### ۴-۲-۱- آزمون فرضیه‌های پژوهش

بر اساس اطلاعات نگاره ۴-۲، استراتژی تجاری و بیش‌ارزشیابی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. لذا فرضیه اول و دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. همچنین اثر تعاملی استراتژی تجاری و بیش‌ارزشیابی بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. لذا فرضیه سوم پژوهش نیز در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. براساس ضریب تعیین تعدیل‌شده، حدود ۶۶٪ تغییرات ریسک سقوط قیمت سهام، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات استراتژی تجاری و بیش‌ارزشیابی توضیح داده می‌شود. آماره دربین-واتسون<sup>۴۰</sup> محاسبه شده نیز بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی بین پسماندهای مدل رگرسیون است و استقلال باقیمانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. نتایج و یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که استراتژی تجاری منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود و شرکت‌های با استراتژی تهاجمی (استراتژی تدافعی) بیشتر (کمتر) مستعد ریسک سقوط قیمت سهام هستند. همچنین، نتایج آماری پژوهش نشان

می‌دهد که پیروی از استراتژی تهاجمی در شرایط وجود بیش ارزشیابی (برهم‌کنش استراتژی تجاری و بیش‌ارزشیابی)، ریسک سقوط سهام در شرکت‌های

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را افزایش می‌دهد.

نگاره ۴-۲- نتایج نهایی آزمون مدل رگرسیون مربوط به فرضیه‌های پژوهش

آزمون	نوع	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال آماره
چاو	ترکیب‌پذیری (پنل یا پولد)	افلیمر	۱/۴۸۹۴۱۰	(۲۱۰/۱۰۴۳)	۰/۰۰۰
هاسمن	اثرپذیری (ثابت یا تصادفی)	کای‌دو	۲۶/۲۴۲۵۷۴	۱۲	۰/۰۰۹۹
متغیر وابسته: Crash <sub>it</sub>			نماد متغیر: ریسک سقوط قیمت سهام		
مدل: رگرسیون ترکیبی			نوع: با اثرات ثابت		
مقاطع (تعداد): ۲۱۱		دوره‌ها (تعداد): ۶		مشاهده‌ها (شرکت-سال): ۱۲۶۶	
نام متغیرهای توضیحی	نماد متغیر توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معنی‌داری
عرض از مبدا	C	-۰/۰۰۱۴۹	۰/۰۰۱۱۹	-۱/۲۵۶۸	۰/۲۰۹۲
استراتژی تجاری	STR	۰/۰۸۷	۰/۰۱۵۸۷	۳/۲۶	۰/۰۱۵
بیش‌ارزشیابی	TVE	۰/۴۲۲	۰/۵۶۲	۳/۱۳۲	۰/۰۲۹
برهم‌کنش استراتژی تجاری و بیش‌ارزشیابی	STR×TVE	۰/۰۹۹	۰/۰۲۵۸	۱/۶۵۲	۰/۰۲۹
سن شرکت	AGE	-۰/۲۲۵۱	۰/۰۶۱۵	-۲/۰۰۲	۰/۰۲۱
اهرم	LEV	۰/۰۱۲۵	۰/۰۹۵۲۸	۲/۳۶۳۵	۰/۰۰۰۱
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۱۲	۰/۰۹۸	۲/۰۲۳۶	۰/۲۱۰
ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	۰/۰۱۹۸	۰/۱۲۵۸	۰/۰۵۹۸	۰/۳۲۱
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۱۵۲	۰/۲۱۲۶	۲/۲۱۵۴	۰/۰۳۵۹۸
آماره اف فیشر		۱/۸۵۹۶		ضریب تعیین تعدیل شده	
احتمال آماره اف فیشر		۰/۰۰۰۳۲		آماره دربین - واتسون	
				۰/۶۵۹۸	
				۲/۳۲۲۷۱	

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

ریسک سقوط سهام یک عامل حیاتی در تحصیل بازده سهام به سرمایه‌گذاران است. ریسک سقوط قیمت سهام، به نوع به‌کارگیری استراتژی‌های تجاری در سطح شرکت‌ها بستگی دارد. پورتر<sup>۴۱</sup> معتقد است که شرکت‌ها باید حتماً از یک استراتژی تجاری برای بقاء در رقابت پیروی نمایند. شرکت‌هایی که پروژه‌های نوآورانه و ریسک‌آفرین دارند (استراتژی تهاجمی)، به شدت مستعد ریسک سقوط سهام در سال آتی هستند در حالی که شرکت‌هایی که از استراتژی تدافعی

استفاده می‌کنند، این استراتژی به مانند یک سپر عمل کرده و ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد. خصوصاً در شرایط بیش‌ارزشیابی و پیروی از استراتژی تهاجمی، ریسک سقوط با شدت بیشتری افزون خواهد شد.

یافته‌های پژوهش نشان داد که سهام شرکت‌های پیرو استراتژی تهاجمی در مقایسه با استراتژی تدافعی بیشتر در معرض ریسک سقوط قیمت سهام هستند. یعنی شرکت‌هایی با نمرات استراتژی زیاد (کم)، بیشتر (کمتر) مستعد ریسک سقوط قیمت سهام هستند.

\* الهام روستایی دره میانه، زهرا دیبانتی دیلمی، بهمن بنی‌مهد، ۱۳۹۴، رابطه بین استراتژی تجاری شرکت و سطح اجتناب مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهشنامه مالیات (علمی-پژوهشی). سال ۲۳، شماره ۲۵.

\* داریوش فروغی، منوچهر میرزایی، ۱۳۹۱، تاثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی، پیشرفت‌های حسابداری. دوره ۴، شماره ۲، صفحه ۷۷-۱۱۷

\* مهدی مرادزاده فرد، مهدی ناظمی اردکانی، رضا غلامی، حجت‌اله فرزانی، ۱۳۸۸، بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۶، شماره ۲.

\* محمود موسوی شیری، حسن خلعتبری و سید حسام وقفی، ۱۳۹۴، اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش‌ارزشیابی سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. سال سوم، شماره ۷۳، صفحه ۳۷.

\* محمدحسین ودیعی نوقابی، امین رستمی، ۱۳۹۳، بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی. سال ۶، شماره ۳۲، صفحه ۶۶-۴۳

همچنین شرکت‌هایی که به دنبال استراتژی‌های نوآورانه کسب‌وکار هستند بیشتر به افزایش ارزش سهام کمک می‌کنند و ترکیبی از این دو بیشتر باعث افزایش ریسک سقوط قیمت سهام در آینده می‌شود. به کارگیری نوع استراتژی شرکت یکی از عوامل مهم در ایجاد ریسک سقوط قیمت سهام است. همچنین احتمال بیش‌ارزشیابی بودن سهام، که موجب افزایش احتمال سقوط قیمت می‌شوند، در شرکت‌های پیرو استراتژی تهاجمی بیشتر است. نتایج پژوهش با نتایج پژوهش‌های حبیب و منذورحسن (۲۰۱۶) و بنتلی و همکاران (۲۰۱۳) مطابقت دارد.

مهمترین علت وجود پدیده بیش‌ارزشیابی، ناقربینگی اطلاعاتی<sup>۴۲</sup> است. بنابراین، پیشنهاد می‌شود که بورس اوراق بهادار و سازمان حسابرسی با الزامات قانونی و استانداردهای حسابداری، شرکت‌ها را ملزم به افشای کافی و ارائه اطلاعات کامل و شفاف برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و ارزشیابی آن‌ها از عملکرد شرکت نمایند. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام ارزشیابی سهام شرکت‌ها، به دقت صورت‌های مالی آن‌ها را بررسی کرده و تمامی جوانب شرکت‌ها را همچون نوع استراتژی به‌کارگیری شرکت (تهاجمی یا تدافعی) و پدیده بیش‌ارزشیابی مدنظر قرار دهند و از انجام معاملات بر پایه عقاید دیگر سرمایه‌گذاران، خودداری نمایند.

#### فهرست منابع

- \* Ahsan Habib, Mostafa Monzur Hasan, 2017. Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*. 39, 389-405
- \* Bentley, K.A., Omer, T.C., Sharp, N.Y., 2013. Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemp. Account. Res.* 30 (2), 780-817.
- \* Chen, J., Hong, H., Stein, J.C., 2001. Forecasting crashes, trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *J. Financ. Econ.* 61 (3), 345-381.

- \* اسماعیل توکل نیا، ۱۳۹۲، بررسی ارتباط استراتژی تجاری و گزارشگری سرمایه انسانی با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته. فصلنامه پژوهش حسابداری. شماره ۱۰، صفحه ۱۰۹-۱۲۸
- \* بهروز خداحمی، حیدر فروغ نژاد، محمدجواد شریفی، علیرضا طالبی، ۱۳۹۵، تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تامین مالی. دوره ۴، شماره ۳، صفحه ۳۹-۵۸



- strategy, enterprise risk management and organizational performance. *Management Research Review*, 39(9)
- \* Shing-yang Hu, Yueh-hsiang Lin, Christine W. Lai, 2016, The Effect of Overvaluation on Investment and Accruals: The Role of Information. *Journal of Empirical Finance*, Forthcoming.
  - \* Snow, C.C., Hambrick, D.C., 1980. Measuring organizational strategies: some theoretical and methodological problems. *Acad. Manag. Rev.* 5 (4), 527–538
  - \* Chi, J.D., Gupta, M., 2009. Overvaluation and earnings management. *J.Bank. Finance* 33 (9), 1652–1663.
  - \* Hambrick, D.C., 1983. Some tests of the effectiveness and functional attributes of Miles and Snow's strategic types. *Acad. Manage. J.* 26 (1), 5–26.
  - \* Hong, Harrison, and Jeremy C Stein. 2003. "Differences of Opinion, Short-Sales Constraints and Market Crashes." *Review of Financial Studies* 16 (summer): 487-525.
  - \* Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H., 2009. Opaque financial reports, R2, and crash risk. *J. Financ. Econ.* 94 (1), 67–86.
  - \* Jensen, M., 2005. Agency costs of overvalued equity. *Financ. Manage.* 34, 5–19.
  - \* Jeong-Bon Kim, Liandong Zhang, 2016. Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-level Evidence. *Contemporary Accounting Research.* 33 (1), 412-441
  - \* Jin, L., Myers, S.C., 2006. R2 around the world: new theory and new tests. *J. Financ. Econ.* 79 (2), 257–292.
  - \* Jin, L., Myers, S.C., 2006. R2 around the world: new theory and new tests. *J. Financ. Econ.* 79 (2), 257–292.
  - \* Kim, J.B., Li, Y., Zhang, L., 2011a. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis. *J. Financ. Econ.* 100 (3), 639–662.
  - \* Miles, R.E., Snow, C.C., 1978. *Organizational Strategy, Structure, and Process.* McGraw-Hill, New York.
  - \* Miles, R.E., Snow, C.C., 2003. *Organizational Strategy, Structure, and Process.* Stanford University Press, Stanford, CA.
  - \* Robert E Houmes, Terrance R Skantz, 2010. Highly valued equity and discretionary accruals. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37, 60-92
  - \* Robert S. Chirinko & Huntley Schaller, 2007. "Fundamentals, Misvaluation, and Investment: The Real Story," CESifo Working Paper Series 1922, CESifo Group Munich.
  - \* Rhodes, K.M., Robinson, D.T., Viswanathan, S., 2005. Valuation waves and merger activity, the empirical evidence. *J. Financ. Econ.* 77 (3), 561–603.
  - \* Sara Soltanzadeh, Siti Zaleha Abdul Rasid, Nargess Mottaghi Golshan, Wan Khairuzzaman Wan Ismail, 2015, Business

### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Stock Price Crash Risk
- <sup>2</sup> Hong and Stein
- <sup>3</sup> Kim et al
- <sup>4</sup> Entrepreneurship - Defining Your Business Strategy
- <sup>5</sup> Miles and Snow
- <sup>6</sup> Enron
- <sup>7</sup> WorldCom
- <sup>8</sup> Satyam
- <sup>9</sup> Conditional Skewness
- <sup>10</sup> Kim et al.
- <sup>11</sup> Bubbles in the Stock Price
- <sup>12</sup> Jin and Myers
- <sup>13</sup> Information Asymmetry
- <sup>14</sup> Hutton et al.
- <sup>15</sup> Tax Avoidance
- <sup>16</sup> Snow and Hambrick
- <sup>17</sup> Jensen
- <sup>18</sup> Stock Overvaluation
- <sup>19</sup> Value-Destroying Activities
- <sup>20</sup> Chi and Gupta
- <sup>21</sup> Houmes and Skantz
- <sup>22</sup> Outcome Uncertainty
- <sup>23</sup> Financial Misreporting
- <sup>24</sup> Hutton et al.
- <sup>25</sup> Bentley et al.
- <sup>26</sup> Financial Reporting Irregularities
- <sup>27</sup> Audit Effort
- <sup>28</sup> Kim and Zhang
- <sup>29</sup> Accounting Conservatism
- <sup>30</sup> Habib and Monzur Hasan
- <sup>31</sup> Defender Strategies
- <sup>32</sup> Hu and Lin
- <sup>33</sup> Information Environment
- <sup>34</sup> Institutional Ownership
- <sup>35</sup> Prospector Strategies
- <sup>36</sup> Property, Plant and Equipment (PP&E)
- <sup>37</sup> Total Valuation Error
- <sup>38</sup> Augmented Dickey Foulter
- <sup>39</sup> Variance Inflation Factor
- <sup>40</sup> Durbin-Watson
- <sup>41</sup> Porter
- <sup>42</sup> Information Asymmetry