



<https://amf.ui.ac.ir>

Journal of Asset Management and Financing
E-ISSN: 2383-1189
Vol. 12, Issue 4, No. 47, Winter 2025, p 19-38
Received: 28/03/2024 Accepted: 14/08/2024

Research Paper

Analyzing the Influence of Company's Business Strategy and Its Components as a Factor of Information Risk on Excess Stock Returns

Alireza Rahrovi Dastjerdi * 

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran
a.rahrovi@ase.ui.ac.ir

Dariush Foroghi

Professor, Department of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran
foroghi@ase.ui.ac.ir

Zahra Moradi

M.A., Department of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran
zahramoradi@ase.ui.ac.ir

Abstract

This study investigates the impact of a company's business strategy and its underlying components as information risk factors on the excess return of firms listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). To address this objective, two hypotheses were formulated. A sample of 236 companies listed on the TSE from 2011 to 2022 was selected and Ordinary Least Squares (OLS) regression was employed to test the hypotheses. The findings indicate that the business strategy as an information risk factor has a significant and positive impact on excess return. Moreover, six out of eight different combinations of business strategy criteria also showed a positive and significant effect on companies' excess returns. This suggested that the components of the business strategy influenced excess stock returns in a similar manner to the overall business strategy. The results implied that investors positively priced business strategy as a risk factor. This study filled a gap in the existing literature by exploring the use of a business strategy index in pricing information risk, contributing to the finance research domain.

Keywords: Business Strategy, Pricing, Information Risk, Excess Stock Returns.

Introduction

In the dynamic capital market environment, understanding the various risk factors that influence investment returns is crucial for investors and stakeholders. One such prominent factor is information risk, which pertains to the uncertainty arising from the quality, accuracy, and comprehensiveness of information available to investors. This uncertainty can significantly impact decision-making processes and market performance. This study focused on analyzing the influence of a company's business strategy and its underlying components as factors of information risk on excess stock returns. By examining companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE), this study aimed to elucidate how investors perceived business strategies and how these perceptions were reflected in stock market performance. Through this lens, the study sought to contribute to the broader financial literature by integrating the concept of business strategy into the framework of information risk pricing. Exploring the relationship between business strategy, information risk, and excess returns is crucial as it can provide valuable insights for investors, stakeholders, and financial decision-makers. Understanding how the various elements of a company's business strategy are priced by the market can help investors make more informed decisions and enhance their overall investment strategies.

Materials & Methods

To address the research objectives, two hypotheses were formulated to investigate the relationship between a company's business strategy and its excess stock returns, considering information risk as a key factor. The sample comprised 236 companies listed on the TSE over the period from 2011 to 2022. The study employed the Ordinary Least Squares (OLS) regression technique to analyze the data and test the hypotheses. The business strategy was quantified using a comprehensive index that incorporated various strategic

*Corresponding author

Rahrovi Dastjerdi, A.Foroghi, D., & Moradi, Z. (2025). Analyzing the influence of a company's business strategy and its components as a factor of information risk on excess stock returns. *Journal of Asset Management and Financing*, 12(4), 19-38.

2383-1189 © University of Isfahan

This is an open access article under the CC BY-NC-ND/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



10.22108/amf.2024.141071.1872

components, enabling a nuanced examination of its impact on stock returns. This approach allowed for a detailed analysis of how the different elements of a company's business strategy were perceived and priced by investors in the market. The methodology involved rigorous statistical analysis to ensure the reliability and validity of the findings, providing a robust basis for drawing meaningful conclusions. The analytical process adhered to established econometric principles and best practices, ensuring the integrity and credibility of the research. By adopting this comprehensive and rigorous approach, the study aimed to contribute to the existing financial literature by elucidating the role of business strategy as an information risk factor and its influence on excess stock returns in the context of the TSE.

Findings

The empirical analysis revealed that a company's business strategy significantly and positively influenced its excess stock returns, confirming the research hypotheses. Specifically, the overall business strategy emerged as a positive and significant factor in determining excess returns. Further examination of the individual components of the business strategy index showed that six out of eight combinations had a similarly positive and significant effect on excess returns. These findings indicated that not only did the holistic business strategy impact investor perceptions and stock performance, but specific strategic elements also played a crucial role in this relationship. The results suggested that investors appeared to price the business strategy favorably, reflecting its perceived value in the context of information risk. Investors seemed to view a company's business strategy as a vital factor in assessing the quality, accuracy, and comprehensiveness of the available information and consequently determining the appropriate risk-adjusted returns. These findings contribute to the existing financial literature by providing empirical evidence on the role of business strategy as an information risk factor and its impact on excess stock returns. The nuanced understanding of how specific strategic components influence investor perceptions and market performance can offer valuable insights for corporate decision-makers, investors, and financial analysts.

Discussion and Conclusion

The study's findings highlighted the critical role of business strategy in the context of information risk and stock market performance. The positive relationship between business strategy and excess stock returns suggested that investors valued strategic clarity and transparency, which could help reduce information asymmetry and associated risks. By decomposing the business strategy into its constituent elements, the study provided granular insights, into which specific aspects of strategy were most influential in determining excess returns. These results had significant implications for both corporate management and investors. For corporate managers, the findings underscored the importance of strategic planning and effective communication in enhancing investor confidence and market performance. By aligning their business strategies with investor expectations and ensuring transparent disclosure of strategic information, companies could positively influence their excess stock returns. From an investor's perspective, understanding the strategic direction of a company could serve as a crucial tool for making informed investment decisions. By incorporating an assessment of a firm's business strategy into its risk-return analysis, investors could potentially gain a more comprehensive understanding of the information risk inherent in their investment decisions. Overall, this study contributed to the financial literature by integrating the concept of business strategy into the analysis of information risk, offering a novel perspective on its impact on excess stock returns. The findings suggested that investors positively price business strategy as a risk factor, reflecting its perceived value in the context of information risk. Future research could further explore this relationship across different markets and economic conditions to generalize the findings and enhance their applicability. Extending the analysis to other geographical contexts and time periods could provide valuable insights into the generalizability and robustness of the observed patterns.

مقاله پژوهشی

تحلیل تأثیر استراتژی تجاری شرکت و اجزای تشکیل دهنده آن به عنوان عامل ریسک اطلاعات بر بازده مازاد سهام

علیرضا رهروی دستجردی 

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

a.rahrovi@ase.ui.ac.ir

داریوش فروغی

استاد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

foroghi@ase.ui.ac.ir

زهرا مرادی

کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

zahramoradi@ase.ui.ac.ir

چکیده

در بازار سرمایه انواع مختلفی از ریسک وجود دارد. یکی از این انواع ریسک، ریسک اطلاعات است. سهامداران با اطلاع از نوع استراتژی تجاری شرکت‌ها، می‌توانند استنباط مناسبی از اهداف کوتاه‌مدت و بلندمدت، عملکرد، حجم افشای اطلاعات و کیفیت اطلاعات افشاشده توسط شرکت‌ها داشته باشند. هدف این پژوهش تعیین تأثیر استراتژی تجاری شرکت و اجزای تشکیل دهنده آن به عنوان عامل ریسک اطلاعات بر بازده مازاد سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران است. به منظور دستیابی به هدف مذکور دو فرضیه تدوین شده است. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش نمونه‌ای مشتمل بر ۲۳۶ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۱ انتخاب و فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون OLS آزمون شده‌اند. تاکنون هیچ پژوهش داخلی مبنی بر استفاده از شاخص استراتژی تجاری در هنگام قیمت‌گذاری ریسک اطلاعات وجود ندارد. پژوهش حاضر از این نظر برای ادبیات مالی دارای دانش‌افزایی است. نتایج نشان می‌دهد که استراتژی تجاری به عنوان عامل ریسک اطلاعات بر بازده مازاد سهام شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. از هشت ترکیب مختلف از معیارهای استراتژی تجاری، شش ترکیب دارای تأثیر مثبت و معنادار بر بازده مازاد شرکت‌ها هستند؛ یعنی چنین می‌توان نتیجه گرفت که اجزای تشکیل دهنده استراتژی تجاری نیز عمدتاً مشابه با استراتژی تجاری بر بازده مازاد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند. در مجموع از نتایج پژوهش این گونه استنباط می‌شود که سرمایه‌گذاران استراتژی تجاری را به عنوان عامل ریسک به صورت مثبت قیمت‌گذاری می‌کنند.

کلیدواژه‌ها: استراتژی تجاری، قیمت‌گذاری، ریسک اطلاعات، بازده مازاد سهام

طبقه بندی JEL : G12 ، G14 ، M41 ، L25 ، C58

* نویسنده مسئول

رهروی دستجردی، علیرضا، فروغی، داریوش، مرادی زهرا. (۱۴۰۳). تحلیل تأثیر استراتژی تجاری شرکت و اجزای تشکیل دهنده آن به عنوان یک عامل ریسک اطلاعات بر بازده مازاد سهام. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۲(۴)، ۱۹-۳۸.



مقدمه

بازدهٔ مازاد سهام، حاصل تفاوت بازدهٔ سهام با نرخ بازدهٔ بدون ریسک است. در ابتدا شارپ به منظور اندازه‌گیری بازدهٔ مازاد سهام، مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای یا CAPM^۱ را ارائه کرد (Sharpe, 1964). مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای، مدلی تک‌عاملی است و تنها اثر بازده کلی بازار را بر بازدهٔ مازاد سهام بررسی می‌کند (Botshekan & Farhadi, 2016). فاما و فرنچ (Fama & French, 1993) با خلاصه‌کردن یافته‌های مطالعات تجربی قبل از خود، علاوه بر ریسک کلی بازار (بتا)، ریسک مربوط به اندازه و رشد (نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار) شرکت را در تبیین نوسانات بازدهٔ مازاد سهام لحاظ کردند (Babalooyan & Mozaffari, 2016). به اعتقاد فاما و فرنچ، بتا قادر به توضیح تنها ۷۰ درصد تغییرات بازدهٔ مازاد سهام یک سبد متنوع است، در حالی که مدل سه‌عاملی آنها قدرت توضیح ۹۵ درصدی دارد.

هرچند مدل فاما و فرنچ (Fama & French, 1993) بهتر از مدل بازار و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای قدرت تبیین نوسانات بازده سهام را دارد، همچنان برای کشف سایر عوامل تأثیرگذار بر ریسک بازدهٔ سهام، پژوهش‌های متعددی در حال انجام است. با این هدف که بتوان به مدلی کامل‌تر دست یافت. یکی از این تلاش‌ها مدل لیم (Lim, 2015) است. مدل لیم (Lim, 2015) در عمل همانند مدل سه‌عاملی فاما و فرنچ (Fama & French, 1993) اجرا می‌شود، اما این عوامل سه‌گانه (بتا، عامل اندازه و عامل ارزش دفتری به ارزش بازار) با شاخص‌های متفاوتی محاسبه شده‌اند. در این پژوهش سعی شده است تا با اضافه‌کردن مؤلفهٔ ریسک اطلاعاتی یعنی استراتژی تجاری^۲ و عوامل تشکیل‌دهندهٔ آن (رشد فروش^۳، شدت سرمایه‌^۴، نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش به فروش^۵، تعداد کارکنان به فروش^۶ و انحراف معیار کارکنان^۷) به مدل سه‌عاملی فاما و فرنچ (Fama & French, 1993) رفتار سرمایه‌گذاران دربارهٔ تأثیر استراتژی تجاری بر بازدهٔ مازاد سهام (یعنی قیمت‌گذاری استراتژی تجاری) بررسی شود.

در علم مدیریت به چگونگی تخصیص مطلوب منابع کمیاب برای رسیدن به اهداف اقتصادی، استراتژی تجاری می‌گویند. استراتژی تجاری شرکت مشخص‌کنندهٔ چگونگی ارزش‌آفرینی برای سهام‌داران و مشتریان است؛ به عبارت دیگر استراتژی تجاری شرکت‌ها بیانگر پاسخ مدیران ارشد آنها به محدودیت‌ها، فرصت‌ها و نحوهٔ رقابت در بازار هدف است. شرکت‌ها با به‌کارگیری مجموعه‌ای از سیاست‌ها و فعالیت‌های خاص، می‌توانند استراتژی تجاری اتخاذی خود را تقویت کنند تا به مزیت رقابتی پایدار در بازار هدف خود دست یابند (Barzegar et al., 2019). پنج معیار برای اندازه‌گیری استراتژی تجاری مطرح است که عبارت‌اند از: رشد فروش، شدت سرمایه، نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش به فروش، تعداد کارکنان به فروش و انحراف معیار کارکنان (Hajiha & Ranjbarnavi, 2018). البته شاید این پنج عامل به طور مستقیم با بازدهٔ مازاد در ارتباط نباشند، اما استراتژی تجاری با بازدهٔ مازاد در ارتباط است و خود استراتژی تجاری با استفاده از این پنج معیار اندازه‌گیری می‌شود. مایلز و همکاران (Miles et al., 1978) ضمن پژوهش دربارهٔ انواع مختلف سازمان‌ها به این نتیجه رسیدند که سازمان‌ها برای کاهش تأثیر منفی پذیرفته‌شده از محیط و افزایش انتفاع از فرصت‌ها عمدتاً از یکی از چهار نوع استراتژی تطبیقی چهارگانه استفاده می‌کنند؛ به عبارت دیگر آنها سازمان‌ها را به چهار گروه تقسیم می‌کنند که عبارت‌اند از: مدافع‌ها^۸،

¹ Capital Asset Pricing Model

² Business strategy

³ REV

⁴ CAP

⁵ SGA

⁶ EMPS

⁷ TEMP

⁸ Defenders

مهاجم‌ها^۱ (آینده‌نگرها یا پیشگامان)، تحلیلگرها^۲ و منفعل‌ها^۳ (واکنش‌گرایان). استراتژی شرکت‌های تهاجمی (مهاجم‌ها)، شناخت و استفاده از فرصت‌های موجود در بازاریابی و تولید محصولات جدید است و گاهی نوآوری اهمیت بیشتری از سودآوری دارد؛ درحالی‌که استراتژی اتخاذی در شرکت‌های تدافعی برعکس آن است. می‌توان گفت شرکت‌های دارای استراتژی تدافعی (مدافع‌ها) و شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی (مهاجم‌ها) دو سر طیف راهبردهای احتمالی هستند و حد وسط این دو، شرکت‌های دارای استراتژی تحلیلگر (تحلیلگران) اند که بخشی از خصوصیات هر دو گروه مدافعان و مهاجمان در آنها دیده می‌شود. شرکت‌های دارای استراتژی منفعل (منفعلان) از سایر شرکت‌ها متفاوت‌اند و بعد از بروز هر نوع رویداد، واکنشی منفعلانه به آن نمایان می‌سازند (Tanani & Mohebkhah, 2014).

انگیزه اصلی این پژوهش بررسی اختلافات حل‌نشده درباره تأثیرگذاری استراتژی تجاری شرکت بر بازده مازاد سهام به عنوان عامل ریسک است. برخی پژوهش‌ها معتقدند که استراتژی تجاری شرکت از راه‌های مختلفی مانند دسترسی شرکت به منابع ارزشمند (Hsu & Ziedonis, 2013; Mykytyn & Mykytyn, 2002)، قدرت رهبری بها یا تمایز در محصول (Banker et al., 2004; Kim et al., 2014)، نوآوری و مخارج تحقیق و توسعه و راهبری شرکتی قوی و مدیریت کارآمد (Kamau et al., 2018; Zhou et al., 2023) قادر است تا بر جنبه‌های مختلف عملکرد شرکت و در نتیجه بازده مازاد سهام را اثر بگذارد؛ درحالی‌که برخی دیگر از پژوهش‌ها قائل به تأثیرگذاری استراتژی تجاری شرکت بر بازده مازاد سهام نیستند و معتقدند که بازده مازاد سهام شرکت بیش از اینکه از استراتژی تجاری شرکت تأثیر بپذیرد، از ناهنجاری‌های بازار و رفتار سرمایه‌گذاران در آن (Fang, 2015; Qi, 2023) و شرایط اقتصاد کلان (Khan et al., 2021; Adiwibowo et al., 2023) تأثیر می‌پذیرد.

ازسوی دیگر بنتلی و همکاران (Bentley, 2014) استدلال می‌کنند که تأثیرات کمیت و کیفیت اطلاعات به صورت هم‌زمان ممکن است باعث شود که اجزای تشکیل دهنده استراتژی تجاری، اثر یکدیگر را خنثی کنند و اثرگذاری ناچیز استراتژی تجاری بر بازده مازاد سهام شرکت را به همراه داشته باشند. به منظور بررسی احتمال وجود اثر جبرانی هریک از عوامل پنج‌گانه استراتژی تجاری بر بازده مازاد، این عوامل ابتدا به صورت تک تک و سپس جفت‌جفت در مدل لیم (Lim, 2015) اضافه شده است که الهام گرفته شده از مدل سه‌عاملی فاما و فرنچ (Fama & French, 1995) است؛ بنابراین، سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که آیا استراتژی تجاری شرکت و اجزای تشکیل دهنده آن قادر به تأثیرگذاری بر بازده مازاد سهام شرکت هستند؛ به بیان دیگر آیا سرمایه‌گذاران استراتژی تجاری و اجزای آن را قیمت‌گذاری می‌کنند؟

بخش‌های بعدی مقاله به صورت زیر تدوین شده است. ابتدا ادبیات و مبانی نظری پژوهش بیان و فرضیه‌ها بسط شده است، سپس روش پژوهش بیان شده و نحوه محاسبه متغیرها و آزمون فرضیه‌های پژوهش شرح داده شده است. پس از آن یافته‌های پژوهش و نتیجه‌گیری راجع به رد یا تأیید فرضیه‌ها بیان شده است. در ادامه نیز فرضیه‌های پژوهش به تفکیک صنعت، سال و نوع استراتژی بررسی شد و در نهایت، نتیجه‌گیری و پیشنهادات پژوهش تشریح شده‌اند.

مبانی نظری

ماهیت فعالیت‌های تجاری و سرمایه‌گذاری بدین گونه است که سازمان‌ها ملزم‌اند برای کسب بازده، متحمل ریسک شوند. امروزه جهان سرمایه‌گذاری از گستردگی درخور توجهی در مقایسه با گذشته برخوردار است و به همان میزان ریسک‌های سرمایه‌گذاری بیشتر و متفاوتی دارد. اهمیت زیاد این موضوعات باعث شده است تا همواره پژوهشگران مالی به دنبال کشف

¹ Prospectors

² Analyzers

³ Reactors

انواع ریسک و عوامل مؤثر بر بازده سهام شرکت‌ها باشند تا بتوانند با استفاده از آنها، بازده آتی سهام شرکت را پیش‌بینی کنند. یکی از مهم‌ترین نوع ریسک‌های سرمایه‌گذاری، ریسک اطلاعات است. یکی از عوامل ریسک اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از وجود اطلاعات ناقص بین سهام‌داران و مدیران است. در این شرایط سهام‌داران در خصوص نحوه عملکرد شرکت با ابهام روبه‌رو هستند. اطلاع از نوع استراتژی تجاری شرکت‌ها ممکن است به درک سهام‌داران از عملکرد شرکت‌ها کمک کند؛ زیرا نحوه تصمیم‌گیری و چگونگی پی‌موند مسیر برای رسیدن به اهداف شرکت براساس استراتژی تجاری اتخاذ شده شرکت است؛ از این‌رو هدف پژوهش حاضر، نخست بررسی تأثیر استراتژی تجاری شرکت به‌عنوان عامل ریسک اطلاعات بر بازده مازاد سهام است و دوم، تأثیر اجزای تشکیل‌دهنده استراتژی تجاری بر بازده مازاد بررسی می‌شود.

در خصوص اینکه چرا استراتژی تجاری و اجزای آن می‌تواند عامل ریسک اطلاعات باشند (یعنی بر بازده مازاد تأثیر داشته باشند)، حداقل دو استدلال وجود دارد: الف: عدم تقارن اطلاعات و ب: محیط اطلاعات خارجی برای مهاجمان و مدافعان. به سه دلیل، اعتقاد بر این است که این دو جنبه بین شرکت‌های مهاجم و مدافع متفاوت است: ۱- طبق نظر ایزلی و اوهارا هم کیفیت و هم کمیت اطلاعات با بازده مازاد سهام به‌عنوان روش قیمت‌گذاری سهام ارتباط دارند (Easley & O'Hara, 2004)؛ ۲- نتایج پژوهش بتلی و همکاران نشان می‌دهد که اتخاذ استراتژی تجاری تهاجمی، باعث ایجاد شرایط عدم تقارن اطلاعات ذاتی یا داخلی بیشتر (یعنی کیفیت ضعیف‌تر اطلاعات) می‌شود (Bentley et al., 2013) و ۳- بتلی و همکاران استدلال می‌کنند که اتخاذ استراتژی تجاری تدافعی باعث ایجاد محیط اطلاعات خارجی ضعیف‌تر (یعنی مقدار کمتری از اطلاعات) می‌شود (Bentley et al., 2014). همچنین تأثیرات کمیت و کیفیت اطلاعات به‌صورت هم‌زمان ممکن است اثر یکدیگر را خنثی کند و اثرگذاری ناچیز استراتژی تجاری را به همراه داشته باشند.

نتایج حاصل از پژوهش حاجیها و رنجبرناوی (Hajiha & Ranjbarnavi, 2018) نشان می‌دهد که در حالت عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های مهاجم و مدافع، دو دیدگاه وجود دارد: دیدگاه اول، مدیران شرکت‌ها با نگهداری اخبار بد در شرکت و تأخیر در افشای آنها باعث افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی بین سهام‌داران و مدیران می‌شوند (Lee & Wang, 2016). عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از وجود اطلاعات ناقص بین سهام‌داران و مدیران، یکی از عوامل ریسک اطلاعات است (Lim, 2015). همچنین نظریه مالی بیان می‌کند که دارایی‌های دارای ریسک زیاد در مقایسه با دارایی‌های کم ریسک، بازده مازاد بیشتری دارند (Botshekan & Farhadi, 2016). با بررسی پیشینه عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های دارای استراتژی تجاری تهاجمی و تدافعی می‌توان دریافت که مهاجمان در مقایسه با مدافعان معمولاً تمایل بیشتری به نگهداشت اخبار بد در شرکت و تأخیر در افشای آنها دارند (Lee & Wang, 2016)؛ در نتیجه، مهاجمان در مقایسه با مدافعان بازده مازاد بیشتری هم دارند. در نتیجه‌گیری کلی می‌توان ادعا کرد که نوع استراتژی تجاری که شرکت انتخاب و اجرا می‌کند، با تأثیر بر ریسک اطلاعات (Lee & Wang, 2016) بر بازده مازاد سهام نیز تأثیر می‌گذارد (Botshekan & Farhadi, 2016)؛ دیدگاه دوم، سطح عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های دارای استراتژی تجاری تهاجمی کمتر از تدافعی است، زیرا مهاجمان علاقه زیادی به نوآوری و دستیابی به محصولات و برندهای جدید دارند. این موضوع باعث می‌شود که تحلیلگران همواره توجه زیادی به این شرکت‌ها کرده و اطلاعات آنها را به‌صورت دقیق بررسی و تحلیل کنند؛ از این‌رو مهاجمان ناگزیر به افزایش سطح افشای اختیاری اطلاعات هستند که باعث کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش ریسک اطلاعات و در نتیجه کاهش بازده مازاد سهام می‌شود (Bentley-Goode et al., 2017).

بتلی و همکاران (Bentley et al., 2014) برای داشتن تعادل در محیط اطلاعاتی بیرون شرکت، تعاملات پویا، مکانیسم‌های نظارت خارجی و واسطه‌های اطلاعاتی مانند تحلیلگران مالی و رسانه‌ها را پیشنهاد می‌دهند؛ زیرا در این صورت شرکت‌ها داوطلبانه دست به افشای اطلاعات می‌زنند و به محیط اطلاعاتی بیرونی متعادل دست پیدا می‌کنند. واسطه‌های اطلاعاتی بیشتر

علاقه‌مند به دنبال کردن شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی هستند؛ زیرا از فروش اطلاعات خصوصی یا تجزیه و تحلیل عمیق آنها می‌تواند سود ببرند که برای سرمایه‌گذاران ارزشمند است (Moyer et al, 1989; Chung et al., 1995; Ahn et al., 2005). بتلی و همکاران (Bentley et al., 2014) همچنین مشاهده کردند که شرکت‌های دارای استراتژی تجاری مهاجم با پوشش رسانه‌ای بیشتری در مقایسه با مدافعان همراه هستند. در مجموع، به نظر می‌رسد که شرکت دارای استراتژی مهاجم بر اثر پوشش بیشتر تحلیلگران و پوشش رسانه‌ای، محیط اطلاعات خارجی غنی‌تری را نسبت به مدافعان نشان می‌دهند؛ بنابراین، سطح ریسک اطلاعاتی و بازده مازاد بر ریسک در شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی کمتر و در شرکت‌های دارای استراتژی تدافعی بیشتر است (Lim, 2015). بر همین اساس فرضیه اول پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول) استراتژی تجاری به عنوان عامل ریسک بر بازده مازاد تأثیر دارد.

تضاد بین عدم تقارن ذاتی اطلاعاتی و محیط بیرونی شرکت‌های دارای استراتژی تجاری تهاجمی و تدافعی می‌تواند اثر یکدیگر را خنثی کند و در صورت تجزیه‌نکردن استراتژی تجاری به اجزای خود، ممکن است اثر قیمت‌گذاری استراتژی تجاری ناچیز باشد. به منظور بررسی احتمال وجود اثر جبرانی هر یک از عوامل پنج‌گانه استراتژی تجاری بر بازده مازاد، می‌توان استدلال کرد که مهاجمان در مقایسه با مدافعان دارای محیط‌های عملیاتی پیچیده‌تر، اختیارات مدیریتی بیشتر و نظارت مؤثر کمتر و در نتیجه عدم اطمینان رفتاری و سطح ریسک اطلاعاتی بالاتر و بازده مازاد بیشتر هستند (Lim, 2015). آنها فناوری‌های انعطاف‌پذیر را اتخاذ و افراد ماهر را استخدام می‌کنند (Rajagopalan, 1997; Miles et al., 1978; Siggelkow & Rivkin, 2006). همسویی این تصمیمات منجر به بالابودن نسبت هزینه‌های فروش، عمومی و اداری به فروش، رشد فروش، نسبت تعداد کارمندان به فروش و انحراف معیار تعداد کل کارکنان و پایین بودن شدت سرمایه می‌شود. در مقابل، هدف شرکت‌هایی با استراتژی تدافعی، رهبری مقرون به صرفه در صنعت است؛ یعنی محصولات با کیفیت عالی و کم هزینه را به مشتریان معمولی می‌فروشند و طیف محصولات محدودی دارند. آنها فناوری‌های عادی را اتخاذ می‌کنند و نیروی کار ماهر کمتری را برای عملیات خود استخدام می‌کنند (Thomas & Ramaswamy, 1996). همسویی این تصمیمات منجر به پایین بودن نسبت هزینه‌های فروش، عمومی و اداری به فروش، رشد فروش، نسبت تعداد کارمندان به فروش و انحراف معیار تعداد کل کارکنان و بالابودن شدت سرمایه می‌شود. این شرکت‌ها دارای محیط‌های عملیاتی ساده‌تر، اختیارات مدیریتی کمتر، نظارت مؤثرتر و در نتیجه عدم اطمینان رفتاری و سطح ریسک اطلاعاتی پایین‌تر و بازده مازاد بر ریسک کمتر هستند (Lim, 2015). بر همین اساس فرضیه دوم به صورت زیر نوشته می‌شود:

فرضیه دوم) اجزای تشکیل دهنده استراتژی تجاری به عنوان عامل ریسک به شیوه مشابهی بر بازده مازاد تأثیر نمی‌گذارند.

روش پژوهش

بازه زمانی پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌های مورد نظر، دوره ۱۲ ساله بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۱ است؛ لازم به ذکر است از آنجایی که به منظور محاسبه برخی از متغیرها به اطلاعات مالی سال $t-1$ نیاز است، بنابراین جهت این متغیرها اطلاعات سال مالی ۱۳۸۹ نیز جمع‌آوری شده است. نمونه این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰-۱۴۰۱ است. نمونه پژوهش شامل کلیه شرکت‌هایی است که کلیه این شرایط را داشته باشند: ۱- شرکت‌هایی که زمینه فعالیت آنها سرمایه‌گذاری، بیمه‌ای و واسطه‌گری مالی نباشد؛ زیرا ماهیت فعالیت این شرکت‌ها با سایر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس تفاوت دارد. ۲- داده‌های تمام متغیرهای پژوهش برای شرکت بررسی شده در دسترس باشد؛ ۳- سال مالی شرکت طی بازه زمانی پژوهش ثابت و منتهی به ۲۹ اسفند باشد. روند انتخاب نمونه آماری در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول (۱): معیارهای غربال نمونه

Table (1): Sample screening criteria

ردیف	شرح	تعداد	تعداد
۱	کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورسی تا پایان سال ۱۴۰۱	۹۳۰	
۲	حذف شرکت‌هایی که اطلاعات مالی آنها برای دوره بررسی شده در دسترس نیست.	۲۲۱	
۳	شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه نبوده است.	۸۳	
۴	شرکت‌های فعال در حوزه خدماتی بازرگانی و صنایع واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه و لیزینگ	۳۹۰	
۵	مجموع شرکت‌های حذف‌شده	(۶۹۴)	
	تعداد شرکت‌های بررسی‌شده	۲۳۶	

باتوجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۲۳۶ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۱ انتخاب شدند. متغیرهایی که در این پژوهش استفاده شده‌اند، به پیروی از لیم (Lim, 2015) سه نوع هستند؛ متغیر وابسته، متغیر مستقل و متغیر کنترلی که در ادامه به تشریح هرکدام پرداخته شده است. متغیر وابسته این پژوهش بازده مازاد سالیانه شرکت $(R_i - R_f)$ است. بازده مازاد شرکت برابر است با بازده سالیانه سهام شرکت (R_i) منهای نرخ بازده بدون ریسک (R_f) . بازده سالیانه سهام شرکت (R_i) با استناد به پورزمانی و فانیانی (Pourzamani & Faniani, 2016) از رابطه (۱) محاسبه شده است:

$$\text{رابطه (۱)} \quad \frac{(P_t - P_{t-1}) + O + E + D}{P_{t-1}}$$

در رابطه (۱) P_t قیمت سهام در ابتدای سال، P_{t-1} قیمت سهام در پایان سال، E افزایش سرمایه به‌ازای هر سهم، O مزایای ناشی از حق تقدم سهام، D سود تقسیمی هر سهم و نرخ بازده بدون ریسک (R_f) ، برابر با نرخ سود سپرده‌های بلندمدت بانک در نظر گرفته می‌شود (Pourzamani & Faniani, 2016).

برای اندازه‌گیری استراتژی تجاری به پیروی از بنتلی و همکاران (Bentley et al., 2013)، حبیب و حسن (Habib & Hasan, 2017) و حاجیها و رنجبرناوی (Hajih & Ranjbarnavi, 2018) از پنج معیار شامل: رشد فروش، شدت سرمایه، نسبت هزینه‌های اداری و فروش به فروش، تعداد کارکنان به فروش و انحراف معیار تعداد کارکنان استفاده شده است. به‌منظور کمی‌سازی استراتژی تجاری شرکت، روند شش‌مرحله‌ای زیر به ترتیب اجرا شده است:

در مرحله اول، به تمام شرکت‌ها براساس معیار اول استراتژی تجاری یعنی معیار رشد فروش، امتیاز ۱ تا ۵ تعلق گرفته است. به این صورت که میزان رشد فروش در هر شرکت نمونه در مقایسه با سال قبل اندازه‌گیری شده است. سپس شرکت‌ها باتوجه به نسبت اندازه‌گیری‌شده، از بزرگ به کوچک مرتب شده است. بعد از آن با اجرای پنجم آماری بر روی نسبت رشد فروش اندازه‌گیری‌شده شرکت‌ها، کلیه شرکت‌ها به پنج پنجم طبقه‌بندی شده است. به هرکدام از شرکت‌ها که در پنجم اول قرار می‌گیرند، امتیاز ۱، در پنجم دوم امتیاز ۲، در پنجم سوم امتیاز ۳، در پنجم چهارم امتیاز ۴ و در پنجم پنجم امتیاز ۵ تعلق گرفته است. استنتاج می‌شود که شرکت‌هایی که بیشترین نسبت در این معیار (معیار رشد فروش) را داشته باشند، با قرارگرفتن در پنجم پنجم امتیاز ۵ و شرکت‌هایی که کمترین نسبت را داشته باشند، با قرارگرفتن در پنجم اول امتیاز ۱ را دریافت می‌کنند. در مرحله دوم، به تمام شرکت‌ها براساس معیار دوم استراتژی تجاری یعنی معیار شدت سرمایه، امتیاز ۱ تا ۵ تعلق گرفته و همان مراحل قبل تکرار شده است. در مرحله سوم، به تمام شرکت‌ها براساس معیار سوم استراتژی تجاری یعنی معیار هزینه‌های اداری و فروش به فروش، امتیاز ۱ تا ۵ تعلق گرفته و همان مراحل قبل تکرار شده است. در مرحله چهارم،

به تمام شرکت‌ها براساس معیار چهارم استراتژی تجاری یعنی معیار تعداد کارکنان به فروش، امتیاز ۱ تا ۵ تعلق گرفته و همان مراحل قبل تکرار شده است. در مرحله پنجم، در این مرحله به تمام شرکت‌ها براساس معیار پنجم استراتژی تجاری یعنی انحراف معیار تعداد کارکنان، امتیاز ۱ تا ۵ تعلق گرفته و همان مراحل قبل تکرار شده است. پس از طی کردن مراحل بالا، نهایتاً به هر شرکت ۵ امتیاز از ۱ تا ۵ تعلق گرفته است. امتیازات هر شرکت با هم جمع شده است؛ به همین منظور بیشترین امتیاز ممکن عدد ۲۵ است و متعلق به شرکتی بوده است که امتیاز ۵ را از هر پنج مرحله بالا کسب کرده است. این عدد نشان‌دهنده استراتژی تجاری تهاجمی است. کمترین امتیاز ممکن هم عدد ۵ است و متعلق به شرکتی بوده است که امتیاز ۱ را از هر پنج مرحله بالا کسب کرده است؛ این عدد بیانگر استراتژی تدافعی است. مدافع‌ها و مهاجم‌ها دو سر طیف راهبردهای احتمالی هستند. به بیان ساده، یعنی هرچه امتیاز محاسبه شده بیشتر شود به معنای تغییر استراتژی تجاری از حالت تدافعی به حالت تهاجمی است (Hajiha & Ranjbarnavi, 2018).

به پیروی از لیم (Lim, 2015) از عواملی مشابه با مدل سه‌گانه مدل فاما و فرنچ (Fama & French, 1993) به عنوان متغیرهای کنترل به شرح زیر استفاده شده است.

عامل بتا، ریسک کلی بازار یا همان ریسک سیستماتیک است و در آن ریسک غیرسیستماتیک نقشی را ایفا نمی‌کند (Fama & French, 2004; Tehrani, 2021; Singh, 2021). عامل بتا برابر با ضریب شیب حاصل از رگرسیون بازده ماهانه شرکت روی بازده ماهانه بازار است (Lim, 2015). مقدار بتا از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است. اندازه شرکت^۱ براساس نتایج به دست آمده فاما و فرنچ (Fama & French, 1995)، شرکت‌های کوچک در مقایسه با شرکت‌های بزرگ سود کمتری دارند و آسیب‌پذیری شرکت‌های کوچک در مقایسه با شرکت‌های بزرگ در برابر اتفاقات و شرایط بد حاکم بر بازار طولانی‌تر است. عامل اندازه: برابر است با لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام که در پایان هر سال اندازه‌گیری می‌شود (Lim, 2015). ارزش دفتری به ارزش بازار^۲: عامل ارزش دفتری به ارزش بازار برابر است با نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام که در پایان سال مالی جاری اندازه‌گیری می‌شود. ارزش بازار شرکت از ضرب تعداد سهام شرکت در قیمت پایانی سهام در پایان هر سال به دست می‌آید (Lim, 2015). به استناد پژوهش لیم (Lim, 2015) برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم به ترتیب از مدل شماره یک و دو استفاده شده است که در ادامه هر یک تشریح می‌شود. برای آزمون فرضیه اول پژوهش با پیروی از مدل لیم (Lim, 2015) از مدل شماره (۱) به شرح زیر استفاده شده است:

$$R_{i,t} - R_F = \alpha + \beta_1 BS_{i,t} + \beta_2 BETA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 BM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل شماره (۱)}$$

در مدل شماره (۱) متغیر $R_{i,t} - R_F$ نشان‌دهنده بازده مازاد سهام، متغیر $BS_{i,t}$ نشان‌دهنده استراتژی تجاری، $BETA_{i,t}$ نشان‌دهنده ضریب بتای هر شرکت، $SIZE_{i,t}$ نشان‌دهنده اندازه شرکت و $BM_{i,t}$ نماد ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت است که روش محاسبه این متغیرها قبلاً توضیح داده شد. برای تصمیم‌گیری راجع به فرضیه اول بر ضریب β_1 تمرکز می‌شود. چنانچه این ضریب در سطح خطای پنج درصد معنادار شود، فرضیه اول رد نمی‌شود؛ یعنی استراتژی تجاری از نظر سرمایه‌گذاران به عنوان عامل ریسک، قیمت‌گذاری می‌شود. درخصوص علامت این ضریب نمی‌توان پیش‌بینی خاصی داشت؛ چون این تأثیر براساس مبانی نظری می‌تواند مثبت یا منفی باشد. اندیس i نشان‌دهنده اسم شرکت و اندیس t نشان‌دهنده سالی است که بررسی می‌شود. برای آزمون فرضیه دوم با پیروی از مدل لیم (Lim, 2015) از مدل شماره (۲) به صورت زیر استفاده خواهد شد:

¹ SIZE

² BM

$$R_{i,t} - R_F = \alpha + \beta_1 F_{i,t} + \beta_2 BETA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 BM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل شماره (۲)}$$

در این مدل متغیر $R_{i,t} - R_F$ نشان‌دهنده بازده مازاد سهام است و متغیر $F_{i,t}$ نشان‌دهنده اجزای استراتژی تجاری شرکت است؛ به عبارت دیگر در مدل دوم عوامل پنج‌گانه تشکیل‌دهنده استراتژی تجاری (معیار رشد فروش (REV)، معیار هزینه عمومی و اداری به فروش (SGA)، معیار شدت سرمایه (CAP)، معیار تعداد کارکنان به فروش (EMPS)، معیار انحراف معیار کارکنان (TEMP)) یک بار به صورت جداگانه، یک بار به صورت جفت‌جفت و یک بار به صورت سه‌تایی باهم ترکیب می‌شوند (امتیازهای معیارها باهم جمع می‌شوند) و تشکیل عوامل جدیدی می‌دهند. به لحاظ نرم‌افزاری هر ترکیبی را می‌توان وارد Eviews کرده و آزمون کرد، اما هر ترکیب باید مبتنی بر مبانی نظری و پشتوانه منطقی باشد؛ این ترکیب‌های منطقی در مدل لیم (Lim, 2015) معرفی شده‌اند. از بین این ترکیب‌ها در این پژوهش آنهایی استفاده شده‌اند که در محیط اطلاعاتی ایران محاسبه پذیر بوده‌اند؛ سپس این عوامل جدید (هشت حالت ممکن که همان ترکیب‌های مختلف بین اجزای استراتژی تجاری است و در جدول ۶ به آنها اشاره شده است) جداگانه وارد مدل و برای هر کدام رگرسیون جداگانه اجرا می‌شود. پس از اجرای مدل شماره (۲) به شرح فوق، معناداری، اندازه و جهت ضرایب به دست آمده برای متغیر F تحلیل می‌شود. در صورتی که معناداری، اندازه یا جهت ضریب متغیر F در مدل دوم که نشان‌دهنده ترکیب‌هایی از اجزای استراتژی تجاری است، متفاوت از خود استراتژی تجاری (متغیر BS) شود، این نتیجه استنباط خواهد شد که اجزای استراتژی تجاری به صورت متفاوتی از خود استراتژی تجاری بر بازده مازاد سهام شرکت تأثیر می‌گذارند. به این صورت که آیا جهت تأثیر آنها بر بازده مازاد، هم‌جهت با تأثیر متغیر BS بر بازده مازاد هست یا خیر. به منظور تحلیل بیشتر، هر دو مدل شماره (۱) و (۲) به تفکیک دوره‌های زمانی (سال) مختلف و به تفکیک صنعت نیز اجرا و نتایج به صورت جداگانه مقایسه و تحلیل خواهند شد.

یافته‌ها

در مجموع پنج متغیر که شامل یک متغیر وابسته، یک متغیر مستقل و سه متغیر کنترلی هستند، استفاده شده‌اند. آمار توصیفی مربوط به آنها نیز به ترتیب در جدول (۲) ارائه شده است. این آمار شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین، میانه، بیشینه و کمینه و انحراف معیار به‌عنوان شاخص پراکندگی است. برای آنکه از تأثیر سوء ناشی از داده‌های پرت کاسته شود، این داده‌ها به صورت دستی حذف شده‌اند.

جدول (۲): آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

Table (2): Descriptive statistics of the research variables

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	مشاهدات
بازده سالانه سهام شرکت	R_i	۵۸/۹۲۶	۲۷/۵۱۵	۴۱۰/۴۲۱	-۴۲/۷۵۲	۸۸/۹۰۲	۲۵۴۸
نرخ بازده بدون ریسک	R_f	۰/۱۷۳	۰/۱۶۵	۰/۲۲	۰/۱۵	۰/۰۲۵	۲۸۳۲
استراتژی تجاری	BS	۱۴/۹۶۴	۱۵	۲۵	۵	۲/۷۳۸	۲۴۸۳
بتا	BETA	۰/۷۰۵	۰/۶۳	۲/۶	-۰/۶۳	۰/۷۱۱	۲۵۴۶
اندازه شرکت	SIZE	۱۲/۵۲۴	۱۲/۴۶۵	۱۴/۱۶۴	۱۱/۰۱۲	۰/۷۶۲	۲۴۸۸
ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	۰/۳۵۳	۰/۲۹۹	۱/۰۸۴	-۰/۰۷۹	۰/۲۴۲	۲۴۸۸

جدول (۳): آماره‌های توصیفی معیارهای استراتژی تجاری پژوهش

Table (3) Descriptive statistics of the business strategy criteria

مشاهدات	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	نماد	نام معیار
۲۸۳۲	۱/۴۰۶	۱	۵	۳	۳/۰۰۷	F_REV	رشد فروش
۲۸۳۲	۱/۳۸۱	۱	۵	۳	۳/۰۴۹	F_SGA	هزینه عمومی، اداری به فروش
۲۸۳۱	۱/۴۰۲	۱	۵	۳	۲/۹۵۴	F_CAP	شدت سرمایه
۲۸۳۲	۱/۳۹	۱	۵	۳	۳/۰۳	F_EMPS	تعداد کارکنان به فروش
۲۸۳۰	۱/۴۱۳	۱	۵	۳	۳/۰۳۶	F_TEMP	انحراف معیار کارکنان

جدول (۴) ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۴): ماتریس همبستگی متغیرهای پژوهش

Table (4): Correlation matrix of research variables

BM	SIZE	BETA	BS	RR	
				۱	RR
				۰/۰۹۲	BS
		۱	۰/۰۶۶	۰/۲۷۹	BETA
	۱	۰/۱۵۵	۰/۲۲۳-	۰/۱۷۵	SIZE
۱	-۰/۳۸۳	۰/۰۲۸	۰/۰۵۵-	-۰/۳۰۱	BM
----	۰/۰۰۰	۰/۲۶	۰/۰۲۳	۰/۰۰۰	

ضریب همبستگی معیار اولیه تشخیص وجود یا عدم وجود ارتباط میان دو یا چند متغیر و بیان شدت و ضعف این ارتباط است. همبستگی بین متغیر استراتژی تجاری و متغیر بازده مازاد سالیانه شرکت برابر ۰/۰۹۲ است که بیانگر تأثیر مثبت استراتژی تجاری بر متغیر بازده مازاد سالیانه شرکت است و از آنجایی که سطح معناداری ۰/۰۰۰ کمتر از سطح معناداری ۵٪ است، فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود همبستگی پذیرفته نمی‌شود و بین استراتژی تجاری و بازده مازاد همبستگی وجود دارد. به صورت کلی نتایج نشان می‌دهد تأثیر متغیر استراتژی تجاری بر متغیر بازده مازاد سالیانه شرکت مثبت و معناداری است. جدول (۵) ضریب همبستگی پیرسون بین معیارهای استراتژی تجاری پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۵): ماتریس همبستگی معیارهای استراتژی تجاری

Table (5): Correlation matrix of the business strategy criteria

F_TEMP	F_SGA	F_REV	F_EMPS	F_CAP	
				۱	شدت سرمایه
				---	F_CAP
			۱	۰/۰۴۲	تعداد کارکنان
			---	۰/۰۲۶	F_EMPS
		۱	-۰/۳۵۲	-۰/۰۳۲	رشد فروش
		---	۰/۰۰۰	۰/۰۸۷	F_REV
	۱	-۰/۱۶۶	۰/۴۰۵	۰/۰۲۳	هزینه‌های عمومی و اداری
	---	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۱۲	F_SGA
۱	۰/۲۶۳	۰/۲۶۴	۰/۲۴۷	-۰/۰۰۲	انحراف معیار تعداد کارکنان
---	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۹۱۵	F_TEMP

بنابراین، جهت همبستگی و معناداری بین معیارها مشخص شده است و می‌توان در مرحله بعدی برای آزمون فرضیه‌ها از تحلیل رگرسیون استفاده کرد.

برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی از آزمون‌های F لیمر و هاسمن استفاده شد. نتایج نشان داد که هشت مورد از مدل‌های پژوهش از نوع تلفیقی و یک مورد نیز از نوع تابلویی با اثرات ثابت بودند. برای آزمون همسانی واریانس از آزمون ویگینز-پوی استفاده شد. نتایج نشان‌دهنده عدم همسانی واریانس در تمامی مدل‌های پژوهش بود. برای تخفیف مسئله ناهمسانی واریانس از وزن GLS استفاده شد. همچنین برای تشخیص وجود یا عدم وجود خودهمبستگی از آماره دورین واتسون استفاده شد. نتایج نشان داد که خودهمبستگی در کلیه مدل‌های پژوهش قابل چشم‌پوشی است؛ با این وجود به منظور کنترل اثر خودهمبستگی، در زمان اجرای مدل‌ها از ماتریس کوواریانس ضرایب با وزن White period (cross-section cluster) استفاده شد. به منظور بررسی هم‌خطی از آزمون VIF استفاده شد. اگر مقدار VIF محاسبه شده کمتر از ۱۰ باشد، بین متغیرهای مستقل هم‌خطی درخور توجهی وجود ندارد (Aflatooni, 2017). نتایج آزمون VIF در کلیه مدل‌های پژوهش بیانگر عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل بود.

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که استراتژی تجاری به عنوان عامل ریسک بر بازده مازاد تأثیر دارد. برای عدم رد این فرضیه انتظار می‌رود که ضریب برآوردی متغیر استراتژی تجاری (BS) معنادار باشد. جدول (۶) نتایج حاصل از برآورد مدل اول پژوهش با استفاده از نرم‌افزار ایویوز ۱۲ را نشان می‌دهد.

جدول (۶): نتایج رگرسیون برای مدل اول

Table (6): Regression results for the first model

$R_{i,t} - RF = \alpha + \beta_1 BS_{i,t} + \beta_2 BETA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 BM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	نام متغیر	نماد متغیر
۰/۴۴۸	-۰/۷۵۹	۳۱/۳۶۸	-۲۳/۸۲۴	عرض از مبدأ	C
۰/۰۰۰	۶/۰۷۲	۰/۴۵۴	۲/۷۵۶	استراتژی تجاری	BS
۰/۰۰۰	۱۷/۴۲	۱/۸۵۱	۳۲/۲۴۱	عامل بتا	BETA
۰/۰۶۵	۱/۸۵۱	۲/۲۲۲	۴/۱۱۴	اندازه شرکت	SIZE
۰/۰۰۰	-۱۵/۹۸۶	۶/۰۰۷	-۹۶/۰۲۸	ارزش بازار به ارزش دفتری	BM
		۰/۴۰۴		R-Squared	
		۱/۸۰۲		Durbin Watson	
		۲۸۱/۵۸		F-statistics	
		۰/۰۰۰		Probe (F-statistics)	

نتایج جدول (۶) نشان می‌دهد که استراتژی تجاری بر بازده مازاد سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران استراتژی تجاری را به عنوان عامل ریسک قیمت‌گذاری می‌کنند. با توجه به مطالب فوق و نتایج مندرج در جدول (۶) و در سطح اطمینان ۹۹ درصد، فرضیه اول این پژوهش رد نخواهد شد.

در فرضیه دوم، اجزای تشکیل‌دهنده استراتژی تجاری به عنوان عامل ریسک به شیوه متفاوتی بر بازده مازاد تأثیر می‌گذارند. برای بررسی این فرضیه از مدل دوم استفاده شده است. جدول (۷) نتایج حاصل از برآورد مدل دوم پژوهش با استفاده از نرم‌افزار ایویوز را نشان می‌دهد. به این صورت که به جای متغیر استراتژی تجاری (BS) به ترتیب EMPS, CAP, SGA, REV, TEMP, REV-CAP, EMPS-TEMP و EMPS-TEMP-CAP که اجزای متغیر استراتژی تجاری و ترکیب‌های مختلف آن هستند، جایگذاری شده است. به منظور خلاصه‌سازی نتایج، در جدول ۷ تنها ضریب، معناداری و جهت تأثیر متغیرهای مربوط به اجزای استراتژی تجاری و ترکیب‌های آن نشان داده شده و از ارائه نتایج کامل تخمین‌ها خودداری شده است.

جدول (۷): خلاصه نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم

Table (7): Summary of the results related to the test of the second hypothesis

جهت تأثیر	معناداری	ضریب	شرح	معیار
+	۰/۰۰۰	۱۴/۲۷۳	رشد درآمد	F_REV
-	۰/۴۳	-۰/۸۳	هزینه‌های عمومی و اداری	F_SGA
-	۰/۴۲	-۰/۸۳۵	شدت سرمایه	F_CAP
+	۰/۰۰۰	۲۵/۳۰۳	تعداد کارکنان	F_EMP
+	۰/۰۰۰	۶/۲۶	انحراف معیار تعداد کارکنان	F_TEMP
+	۰/۰۰۰	۶/۵۴۹	ترکیب معیارهای رشد درآمد با شدت سرمایه	F_REV_CAP
+	۰/۰۰۰	۴/۵۸	ترکیب معیارهای تعداد کارکنان با انحراف معیار تعداد کارکنان	F_EMP_TEMP
+	۰/۰۰۰	۲/۳۰۹	ترکیب معیارهای تعداد کارکنان با انحراف معیار تعداد کارکنان و شدت سرمایه	F_EMPS-TEMP-CAP

با دقت در نتایج جدول (۷) مشخص می‌شود که از هشت ترکیب مختلف از معیارهای استراتژی تجاری، شش ترکیب دارای تأثیر مشابه (مثبت و معنادار) بر بازده مازاد شرکت‌ها هستند؛ یعنی اجزای مختلف استراتژی تجاری را نیز عمدتاً مشابه با استراتژی تجاری کل (متغیر BS)، سرمایه‌گذاران به عنوان عوامل ریسک قیمت‌گذاری می‌کنند. معیارهای شدت سرمایه و هزینه‌های عمومی و اداری و فروش، به صورت جداگانه بر بازده مازاد تأثیری ندارند و این به آن معنی است که سرمایه‌گذاران این دو عامل را به تنهایی قیمت‌گذاری نمی‌کنند. از مجموع این نتایج این گونه استنباط می‌شود که فرضیه دوم پژوهش تأیید نمی‌شود؛ یعنی اجزای تشکیل دهنده استراتژی تجاری به عنوان عامل ریسک عمدتاً به شیوه مشابهی بر بازده مازاد تأثیر می‌گذارند.

ارزیابی استحکام

در ادامه به منظور اطمینان از استحکام نتایج، روی فرضیه‌های پژوهش تجزیه و تحلیل‌های بیشتری انجام خواهد شد. کلیه تحلیل‌های پژوهش به تفکیک در هفت صنعت با بیشترین تعداد شرکت‌های فعال انجام شده است. هدف از انجام این تحلیل، بررسی احتمال قیمت‌گذاری متفاوت استراتژی تجاری و اجزای تشکیل دهنده آن در صنایع متفاوت توسط سرمایه‌گذاران به عنوان عوامل ریسک است. نتایج در جدول (۸) ارائه شده است:

جدول (۸): نتایج به تفکیک صنعت

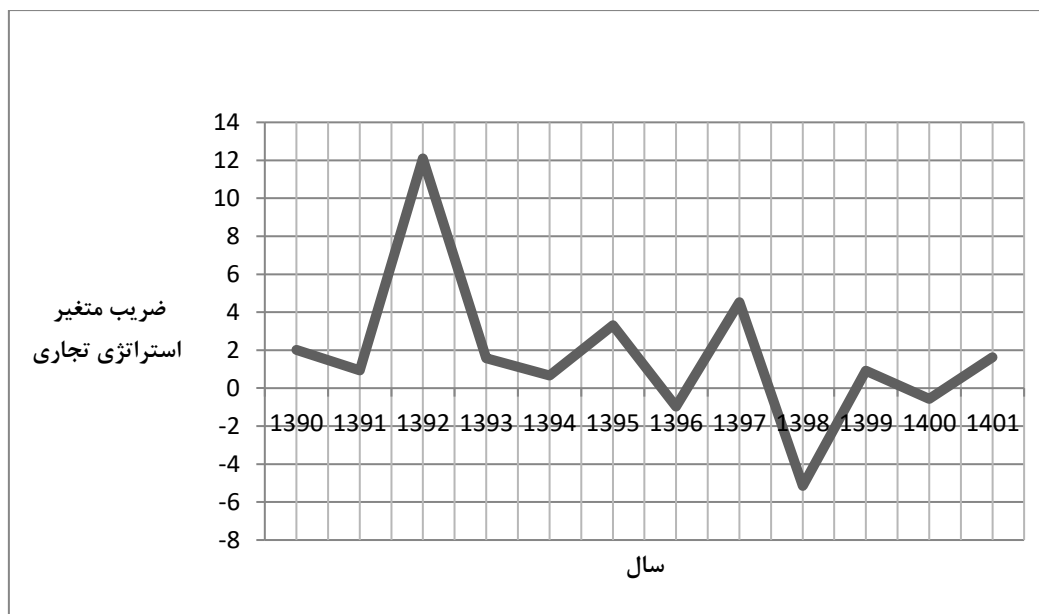
Table (8): The results by industry

فلزات اساسی	غذایی به جز قند و شکر	شیمیایی	سیمان، آهک و گچ	دارویی	خودرو و قطعات	استخراج ذغال سنگ و کانه‌های فلزی	شاخص استراتژی
۳/۹۷۸ (۰/۰۱۲)	۱۲/۳۶۸ (۰/۰۰۲)	۱۰/۹۰۵ (۰/۰۰۰)	۸/۹۷۴ (۰/۰۰۰)	۱۵/۰۰۹ (۰/۰۰۱)	۹/۱۴۹ (۰/۰۰۰)	۸/۱۲۴ (۰/۰۰۱)	BS
۱۸/۳۰۶ (۰/۰۰۰)	۳۶/۴۷۹ (۰/۰۰۱)	۲۷/۵۲۵ (۰/۰۰۰)	۲۷/۰۹۷ (۰/۰۰۰)	۴۳/۳۰۲ (۰/۰۰۰)	۲۰/۵۱۳ (۰/۰۰۰)	۲۶/۵۰۴ (۰/۰۰۰)	F_REV
-۰/۶۰۳ (۰/۰۰۶)	۰/۵۳۶ (۰/۰۳۲)	-۰/۳۰۸ (۰/۰۲۹)	۲/۹۳۱ (۰/۲۷۷)	-۱/۷۳۱ (۰/۷۵۷)	۹/۸۸۶ (۰/۱۸۲)	۴/۷۶۶ (۰/۴۲۱)	F_SGA
-۳/۹۸۵ (۰/۳۰۷)	-۱۴/۰۰۹ (۰/۰۷۸)	-۸/۴۱۳ (۰/۰۰۲)	-۰/۲۶۱ (۰/۰۹۷۳)	-۲/۷۶۹ (۰/۵۹۵)	-۱۳/۴۱۶ (۰/۰۳۴)	-۷/۷۴۶ (۰/۱۳۳)	F_CAP
۴۱/۰۸۸ (۰/۱۶۳)	۱۱۹/۱۷۹ (۰/۰۰۵)	۴۵/۶۲۸ (۰/۰۲۸)	۷۰/۷۸۴ (۰/۰۰۱)	۵۲/۶۰۴ (۰/۰۵۱)	۶۶/۸۴۸ (۰/۰۰۱)	۳۹/۸۸۲ (۰/۱۵۳)	F_EMP
۱۸/۸۶۳ (۰/۰۰۰)	۳۵/۹۳۱ (۰/۰۰۱)	۲۳/۱۲۴ (۰/۰۰۰)	۸/۴۳۹ (۰/۰۳۵)	۳۱/۳۳۹ (۰/۰۰۰)	۲۰/۰۷۷ (۰/۰۰۰)	۵/۹۰۹ (۰/۰۷۵)	F_TEMP
۷/۹۷۵ (۰/۰۰۱)	۱۴/۳۸۱ (۰/۱۹۵)	۱۱/۶۴۱ (۰/۰۰۰)	۲۰/۷۳۸ (۰/۰۰۰)	۲۱/۷۴۴ (۰/۰۰۲)	۷/۶۴۲ (۰/۰۶۷)	۱۰/۵۷۵ (۰/۰۰۸)	F_REV_CAP
۵/۶۹۳ (۰/۱۰۵)	۲۶/۰۶۱ (۰/۰۰۱)	۱۶/۷۶۲ (۰/۰۰۰)	۱۲/۴۱۹ (۰/۰۰۲)	۲۱/۱۴۵ (۰/۰۰۲)	۱۸/۶۳۴ (۰/۰۰۰)	۴/۰۳۶ (۰/۱۲۱)	F_EMP_TEMP
۱/۲۷۱ (۰/۵۴۹)	۱۵/۳۶ (۰/۰۱۸)	۵/۴۹۱ (۰/۰۰۸)	۸/۰۹۶ (۰/۰۰۷)	۱۳/۲۶۴ (۰/۰۱۹)	۷/۶۳۷ (۰/۰۰۷)	۰/۷۰۸ (۰/۷۷۸)	F_EMPS-TEMP-CAP

به‌طور کلی با دقت در نتایج استنتاج می‌شود که تأثیر استراتژی تجاری (و اجزای آن) بر بازده مازاد سهام شرکت در صنایع مختلف هم‌جهت و در یک راستا است؛ برای مثال ضریب استراتژی تجاری (BS) در اکثر صنایع مثبت و باتوجه به این نکته معنادار شده است که معناداری آن کمتر از یک درصد است یا معیار هزینه عمومی اداری به فروش (F_SGA) در هیچ‌یک از صنایع معنادار نشده است؛ اما شدت اثر (بزرگی ضریب) در صنایع مختلف متفاوت است؛ برای مثال صنعت دارویی در بیشتر ردیف‌ها بزرگ‌ترین ضریب را دارد یا صنعت فلزات اساسی در بیشتر ردیف‌ها کمترین تأثیر را دارد. این نشان می‌دهد که صنایع باتوجه به ویژگی‌های خاصشان استراتژی تجاری (و اجزای آن) را با شدت متفاوتی قیمت‌گذاری می‌کنند. این ویژگی‌های خاص می‌توانند مواردی نظیر تعداد کارکنان و اندازه صنایع، توسعه موفقیت‌آمیز محصول جدید (Saeidaardakani et al., 2010) و واکنش هزینه‌ها (چسبندگی هزینه‌ها) (Ezadpour et al., 2018) باشد.

به‌منظور کنترل اثر ویژگی‌های سال در قیمت‌گذاری استراتژی تجاری و اجزای آن، فرضیه اول پژوهش در هر یک از سال‌های دوره زمانی پژوهش نیز به‌صورت جداگانه آزمون شد. شکل (۱) روند ضریب متغیر استراتژی تجاری را طی سال‌های مختلف دوره زمانی پژوهش نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که تأثیر استراتژی تجاری بر بازده مازاد سهام شرکت

در طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵، ۱۳۹۷، ۱۳۹۹، ۱۴۰۱ و ۱۴۰۱ مثبت و معنادار و طی سال‌های ۱۳۹۶، ۱۳۹۸ و ۱۴۰۰ منفی و معنادار است؛ به عبارت دیگر استنباط می‌شود که در طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۱، استراتژی تجاری به عنوان عامل ریسک بر بازده مازاد سهام شرکت تأثیرگذار بوده است. هرچه ضریب معیار استراتژی تجاری بزرگ‌تر باشد، تأثیر بیشتری نیز بر بازده مازاد سهام شرکت می‌گذارد.



شکل (۱): روند تغییر در تأثیر استراتژی تجاری بر بازده مازاد طی دوره زمانی پژوهش

Figure (1): The trend of change in the effect of business strategy on excess returns during the research period

شرکت‌ها از نظر استراتژی تجاری روی یک طیف قرار دارند. هرچه عدد استراتژی تجاری برای شرکت بزرگ‌تر باشد، شرکت استراتژی تهاجمی‌تر داشته و هرچه این عدد کوچک‌تر باشد، استراتژی شرکت تدافعی بوده است (Hajjiha & Tanani & Mohebkhah, 2014; Ranjbarnavi, 2018). بر همین اساس شرکت‌ها در این پژوهش به سه گروه تقسیم شدند. شرکت‌هایی که امتیاز BS برای آنها از ۵ تا ۱۱ بود در دسته «تدافعی»، شرکت‌هایی که امتیاز BS برای آنها از ۱۲ تا ۱۸ بود در دسته «ختی (تحلیلگر)» و شرکت‌هایی که امتیاز BS برای آنها از ۱۹ تا ۲۵ بود، در دسته «تهاجمی» قرار گرفتند. سپس فرضیه پژوهش برای هر یک از این سه دسته شرکت به صورت مجزا آزمون شد (به دلیل محدودیت در حجم مقاله از ارائه نتایج کامل خودداری شده است). نتایج نشان داد که میزان تأثیرگذاری و ارتباط استراتژی تجاری و هر یک از اجزای استراتژی تجاری بر بازده مازاد سهام شرکت با توجه به نوع استراتژی اتخاذی شرکت (تدافعی، ختی و تهاجمی) متفاوت است؛ به عبارت دیگر شرکت‌ها می‌توانند با توجه به اهداف خود یکی از انواع استراتژی (تدافعی، ختی و تهاجمی) را انتخاب کنند. این انتخاب باعث تفاوت در میزان، شدت و جهت تأثیرگذاری استراتژی تجاری و اجزای آن بر بازده مازاد سهام می‌شود. در مجموع از نتایج این گونه استنباط شد که می‌توان نتیجه گرفت که اهمیت استراتژی تجاری برای سرمایه‌گذاران در شرکت‌های تهاجمی بیشتر از شرکت‌های ختی بوده است.

نتیجه‌گیری

این پژوهش به دنبال یافتن پاسخی به این پرسش بود که آیا استراتژی تجاری شرکت و اجزای تشکیل دهنده آن به عنوان عامل ریسک اطلاعات بر بازده مازاد سهام تأثیرگذار است؛ به همین منظور، فرضیه اول پژوهش تأثیر استراتژی تجاری را به عنوان

عامل ریسک بر بازده مازاد بررسی و فرضیه دوم پژوهش تأثیر اجزای تشکیل دهنده استراتژی تجاری را به عنوان عامل ریسک به شیوه متفاوتی بر بازده مازاد بررسی می‌کند. نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که استراتژی تجاری به عنوان عامل ریسک بر بازده مازاد سهام شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد؛ بنابراین، می‌توان چنین نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاران استراتژی تجاری شرکت را سیگنالی برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری‌شان در نظر می‌گیرند و استراتژی تجاری شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر دارد. نتیجه به دست آمده در این پژوهش با یافته‌های ایزلی و اوهارا (2004)، بنتلی و همکاران (2013)، پژوهش کردستانی و طایفه (1392) و بنتلی و همکاران (2014) همخوانی دارد. فرضیه دوم اثر اجزای مختلف استراتژی تجاری و ترکیب‌های آن را بر بازده مازاد سنجید. نتایج نشان داد که تأثیر معیار رشد فروش، معیار تعداد کارکنان به فروش، معیار انحراف معیار کارکنان، معیار رشد فروش و شدت سرمایه، معیار تعداد کارکنان به فروش و انحراف معیار کارکنان و معیار تعداد کارکنان به فروش و انحراف معیار تعداد کارکنان و شدت سرمایه بر بازده مازاد سهام شرکت مثبت و معنادار است و تأثیر معیار هزینه عمومی و اداری به فروش و معیار شدت سرمایه بر بازده مازاد سهام شرکت معنادار نیست؛ بنابراین، می‌توان چنین نتیجه گرفت که از هشت ترکیب مختلف از معیارهای استراتژی تجاری، شش ترکیب دارای تأثیر مشابه (مثبت و معنادار) بر بازده مازاد شرکت‌ها هستند؛ یعنی اجزای مختلف استراتژی تجاری را نیز عمدتاً مشابه با استراتژی تجاری کل (متغیر BS)، سرمایه‌گذاران به عنوان عوامل ریسک قیمت‌گذاری می‌کنند. معیارهای شدت سرمایه و هزینه‌های عمومی و اداری و فروش به صورت جداگانه بر بازده مازاد تأثیری ندارند و این به آن معنی است که سرمایه‌گذاران این دو عامل را به تنهایی قیمت‌گذاری نمی‌کنند. از مجموع این نتایج این گونه استنباط می‌شود که فرضیه دوم پژوهش رد شده است؛ یعنی اجزای تشکیل دهنده استراتژی تجاری به عنوان عامل ریسک عمدتاً به شیوه مشابهی بر بازده مازاد تأثیر می‌گذارند. نتیجه به دست آمده در این پژوهش با یافته‌های لیم (2015) همخوانی ندارد.

باتوجه به نتایج به دست آمده پیشنهادهایی مبنی بر یافته‌های پژوهش و پیشنهادهایی جهت انجام پژوهش‌های آتی ارائه شده است: الف) مدیران شرکت‌ها باید بر توسعه و اجرای استراتژی‌های تجاری قوی تمرکز کنند که با روندهای بازار و نیازهای مشتری همسو باشد. آنها باید نوآوری، کارایی هزینه و سرمایه‌گذاری استراتژیک را در اولویت قرار دهند. بازنگری و تطبیق منظم استراتژی‌ها در پاسخ به تغییرات بازار می‌تواند بسیار مهم باشد؛ ب) سرمایه‌گذاران بازار سرمایه با تنوع‌بخشی هدفمند و کارآمد می‌توانند در جهت حداکثرسازی ثروت خود در کوتاه‌مدت و نیز در بلندمدت گام بردارند. برای تحقق این هدف بهتر است در سبد سرمایه‌گذاری خود، سهام شرکت‌هایی نیز قرار داده شود که از استراتژی‌های تجاری مختلف در جهت رشد در آینده برخوردار هستند؛ ج) برنامه‌نویسان هوش مصنوعی یا پلتفرم‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند، ابزارهای خودکاری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهند تا استراتژی تجاری شرکت را در کنار سایر معیارهای مالی، تجزیه و تحلیل کند و در اختیار سرمایه‌گذاران بازار سرمایه قرار دهد. همچنین برخی از موضوع‌ها و مواردی که پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی مد نظر قرار گیرد، عبارت‌اند از: الف) از آنجایی که اوضاع اقتصادی بر استراتژی تجاری، ریسک اطلاعات و بازار شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد، با تفکیک اوضاع اقتصادی به دوران رکود و توسعه، موضوع پژوهش را می‌توان براساس این شرایط بررسی کرد؛ ب) در پژوهش حاضر استراتژی تجاری و اجزای آن به عنوان عامل ریسک اطلاعات در نظر گرفته شده است؛ از این رو پیشنهاد می‌شود پژوهشگران آتی عوامل دیگری از ریسک اطلاعات را در بررسی تأثیر ریسک اطلاعات بر بازده مازاد سهام شرکت در نظر بگیرند.

مهم‌ترین محدودیت پژوهش حاضر عدم امکان بررسی ترکیب‌های بیشتر بین اجزای استراتژی تجاری به دلیل فراهم نبودن اطلاعات آن در محیط ایران بود. همچنین به دلیل حذف شدن بانک‌ها و شرکت‌های واسطه‌گری مالی از نمونه، نتایج این پژوهش در خصوص استراتژی تجاری تعمیم‌پذیر به شرکت‌های مذکور نیست.

منابع

- افلاتونی، عباس (۱۳۹۶). تجزیه و تحلیل آماری با *Eviews* در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی. انتشارات ترمه.
- ایزدپور، مصطفی، نیکومرام، هاشم، رهنمای رودپشتی، فریدون، و بنی‌مهد، بهمن (۱۳۹۷). تحلیل چگونگی تأثیرگذاری نااطمینانی بر چسبندگی هزینه‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه اقتصاد مالی*، ۱۲(۴۳)، ۷۴-۴۹.
- بلبالویان، شهرام، و مظفری، مهرداد (۱۳۹۵). مقایسه قدرت پیش‌بینی مدل پنج عاملی فاما و فرنج با مدل‌های چهار عاملی کارهارت و q-عاملی HXZ در تبیین بازده سهام. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۹(۳۰)، ۱۷-۳۲.
- بت‌شکن، محمدهاشم، و فرهادی، روح‌اله (۱۳۹۵). بده و بستان ریسک و بازده: شواهدی از مدل رگرسیون چارکی. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۹(۳۳)، ۴۷-۷۰.
- برزگر، قدرت‌اله، فولادی سوادکوهی، فاطمه، یعقوبی، سوسن، و مهرپویافر، ندا (۱۳۹۷). تأثیر استراتژی‌های تجاری بر افشای فعالیت‌های تحقیق و توسعه شرکت‌ها. *پژوهشنامه مدیریت اجرایی*، ۱۰(۱۹)، ۱۲۱-۱۴۵. <https://doi.org/10.22080/jem.2019.14964.2754>
- پورزمانی، زهرا، و فانیانی، محسن (۱۳۹۵). مقایسه تأثیر معیارهای کیفیت سود بر بازده مازاد. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۸(۳۱)، ۳۶-۴۹.
- تهرانی، رضا، عباسیان، عزت‌اله، میرلوحی، سیدمجتبی، و بیاتی، حسن (۱۴۰۰). اثر احساس سرمایه‌گذار و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بر بازده مازاد سهام در بورس اوراق بهادار تهران در قالب مدل ۸ عاملی. *نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱۳(۵۲)، ۵-۲۶.
- تنانی، محسن، و محب‌خواه، محمد (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین استراتژی کسب‌وکار با کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۴(۳)، ۱۰۵-۱۲۷. <https://doi.org/10.22051/jera.2015.1886>
- حاجیها، زهره، و رنجبرناوی، رستم (۱۳۹۷). تأثیر استراتژی تجاری و بیش‌ارزش‌گذاری سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۰(۲)، ۴۵-۶۴. <https://doi.org/10.22108/far.2018.106483.1142>
- سعیداردکانی، سعید، زارع احمدآبادی، حبیب، طالعی‌فر، رضا، و حاتمی‌نسب، سیدحسن (۱۳۸۹). تحلیل عوامل مؤثر بر موفقیت توسعه محصول جدید در بنگاه‌های کوچک و متوسط (صنایع غذایی و آشامیدنی منتخب استان فارس). *مدیریت تولید و عملیات*، ۱(۱)، ۵۳-۷۰.
- کردستانی، غلامرضا، و طایفه، سیامک (۱۳۹۲). ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی. *تحقیقات مالی*، ۱۵(۱)، ۹۴-۷۵. <https://doi.org/10.22059/jfr.2013.35433>

References

- Adiwibowo, A., & Rohmah, D. S., & Nurmala, P. (2023). The role of financial distress on company life cycle and stock return. *Jak (Journal Akuntansi) Kajian Ilmiah Akuntansi*, 10(2), 283-295. <https://doi.org/10.30656/jak.v10i2.6222>
- Aflatooni, A. (2017). *Statistical Analysis with Eviews in Accounting and Financial Management Research*. Termeh Publications. [In Persian].
- Ahn, H., Cai, J., Hamao, Y., & Ho, R. Y. K. (2005). Adverse selection, brokerage coverage, and trading activity on the Tokyo stock exchange. *Journal of Banking and Finance*, 29(6), 1483-1508. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.05.039>
- Babalooyan, S., & Mozaffari, M. (2016). To compare the explanatory power of the five-factor fama french model with carhart and q-factor models: evidences from Tehran stock exchange. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 9(30), 17-32. [In Persian].

- Banker, R., Mashruwala, R., & Tripathy, A. (2014). Does a differentiation strategy lead to more sustainable financial performance than a cost leadership strategy?. *Management Decision*, 52(5), 872-896. <https://doi.org/10.1108/md-05-2013-0282>
- Barzegar, G., Fooladi, S. F., Yaghobi, S., & Mehrpoyafar, N. (2019). Business strategies and disclosure of research and development activities. *Journal of Executive Management*, 10(19), 121-145. <https://doi.org/10.22080/jem.2019.14964.2754> [In Persian].
- Bentley, K. A., & Omer, T. C., & Sharp, N. Y. (2013). Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 780-817. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01174.x>
- Bentley, K. A., & Omer, T. C., & Twedt, B. J. (2014). *Does Business Strategy Impact a Firm's Information Environment?*. Working paper, University of New South Wales, University of Nebraska-Lincoln and Indiana University. <https://doi.org/10.1177/0148558X1772689>
- Bentley-Goode, K., & Omer, T., & Twedt, B. (2017). Does business strategy impact a firm's information environment?. *Journal of Accounting Auditing & Finance*, 34(4), 563-587. <https://doi.org/10.1177/0148558x17726893>
- Botshekan, M., & Farhadi, R. (2016). Risk-return tradeoff: Evidence of quantile regression models. *Journal of Securities Exchange*, 9(33), 47-70. [In Persian].
- Chung, K. H., McInish, T. H., Wood, R. A., & Wyhowski, D. J. (1995). Production of information, information asymmetry, and the bid-ask spread: Empirical evidence from analysts' forecasts. *Journal of Banking and Finance*, 19(5), 1025-1046. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(94\)00068-E](https://doi.org/10.1016/0378-4266(94)00068-E)
- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>
- Ezadpour, M., Nikoomaram, H., Rahnema R. F., & Banimahd, B. (2018). Analysis of how uncertainty affects cost stickiness in tehran stock exchange. *Financial Economics*, 12(43), 49-74. [In Persian].
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 131-155. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05169.x>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25-46. <https://doi.org/10.1257/0895330042162430>
- Fang, Y. (2015). A study on the correlations between investor sentiment and stock index and macro economy based on EEMD method. *Journal of Financial Risk Management*, 4, 206-215. <https://doi.org/10.4236/jfrm.2015.43016>
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 39(1), 389-405. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.011>
- Hajiha, Z., & Ranjbarnavi, R. (2018). The effect of business strategy and overvalued equities on stock price crash risk. *Financial Accounting Research*, 10(2), 45-64. <https://doi.org/10.22108/far.2018.106483.1142> [In Persian].
- Hsu, D., & Ziedonis, R. (2013). Resources as dual sources of advantage: Implications for valuing entrepreneurial-firm patents. *Strategic Management Journal*, 34(7), 761-781. <https://doi.org/10.1002/smj.2037>
- Kamau, G., Aosa, E., Machuki, V., & Pokhariyal, G. (2018). Corporate governance, strategic choices and performance of financial institutions in Kenya. *International Journal of Business and Management*, 13(7), 169. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v13n7p169>
- Khan, M., Khan, A., Ahmad, D., & Bashir, O. (2021). Impact of macroeconomic factors on stock returns of kse 100 index. *Journal of Business & Tourism*, 4(1), 133-145. <https://doi.org/10.34260/jbt.v4i1.95>
- Kim, E., Nam, D., & Stimpert, J. (2004). The applicability of porter's generic strategies in the digital age: Assumptions, conjectures, and suggestions. *Journal of Management*, 30(5), 569-589. <https://doi.org/10.1016/j.jm.2003.12.001>
- Kordestani, G., & Tayefeh, S. (2013). Earnings attributes and cost of equity. *Financial Research Journal*, 15(1), 75-94. <https://doi.org/10.22059/jfr.2013.35433> [In Persian].
- Lee, W., & Wang, L. (2016). Do political connections affect stock price crash risk? Firm-level evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(3), 643-676. <https://doi.org/10.1007/s11156-016->

0563-3

- Lim, E. K. Y. (2015). *Is Business Strategy a Priced Fundamental-Broad Information Risk Factor?*. [Ph.D. Dissertation, Monash University].
- Miles, R. E., & Snow, C. C., Meyer, A. A. D., Coleman, H. J. (1978). *Organizational Strategy, Structure, and Process*. Stanford University Press.
- Mykytyn, P., & Mykytyn, K. (2002). Computer software patents: A dilemma in competitive advantage its research. *Communications of the Association for Information Systems*, 8, 109-131. <https://doi.org/10.17705/1cais.00807>
- Moyer, R. C., Chatfield, R. E., & Sisneros, P. M. (1989). Security analyst monitoring activity: Agency costs and information demands. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24(4), 503-512. <https://doi.org/10.2307/2330982>
- Qi, L. (2023). After covid-19 epidemic restriction: Investor sentiment and stock market response. *Highlights in Business Economics and Management*, 21, 578-585. <https://doi.org/10.54097/hbem.v21i.14693>
- Pourzamani, Z., & Faniani, M. (2016). Comparing the effect of earnings quality measures on excess returns. *Accounting and Auditing Research*, 8(31), 36-49. [In Persian].
- Rajagopalan, N. (1997). Strategic orientations, incentive plan adoptions, and firm performance: Evidence from electric utility firms. *Strategic Management Journal*, 18(10), 761-785. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199711\)18:10<761::AID-SMJ906>3.0.CO;2-2](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199711)18:10<761::AID-SMJ906>3.0.CO;2-2)
- Saeidaardakani, S., Zare, A. H., Taleifar, R., & Hataminasab, S. H. (2010). Analyzing the factors influencing the success of new product development process in small-medium enterprises of selected food and drink industries of fars province. *Research in Production and Operations Management*, 1(1), 53-70. [In Persian].
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Siggelkow, N., & Rivkin, J. W. (2006). When exploration backfires: Unintended consequences of multilevel organizational search. *The Academy of Management Journal*, 49(4), 779-795. <https://doi.org/10.5465/amj.2006.22083053>
- Singh, A. (2021). Predictive value of estimated beta. *Westcliff International Journal of Applied Research*, 5(1), 29-43. <https://doi.org/10.47670/wuwijar202151ags>
- Tanani, M., & Mohebkah, M. (2014). The relation of business strategy with earnings quality and stock return in firms listed in TSE. *Empirical Research in Accounting*, 4(3), 105-127. <https://doi.org/10.22051/jera.2015.1886> [In Persian].
- Tehrani, R., Abbasian, E., Mirlohi, S. M., & Bayati, H. (2021). The effect of investor sentiment, individual and institutional investors trading behavior on stock excess return in TSE with an 8 factors model. *Accounting and Auditing Research*, 13(52), 5-26. [In Persian].
- Thomas, A. S., & Ramaswamy, K. (1996). Matching managers to strategy: Further tests of the Miles and Snow typology. *British Journal of Management*, 7(3), 247-261. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.1996.tb00118.x>
- Zhou, B., Zhang, G., & Bi, S. (2023). How does emissions trading affect the efficiency of enterprise resource allocation? Evidence from China. *Sage Journals*, 13(4). <https://doi.org/10.1177/21582440231212040>

