

استراتژی شرکت و واکنش بازار به درآمدها (اعلام سود)

علی صمدی سروکلانی^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۱۲/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۴/۰۴/۲۸

چکیده

ما بررسی می‌کنیم که آیا استراتژی شرکت بر محتوای اطلاعاتی اعلام سود شرکت اثر می‌گذارد یا خیر. یک استراتژی رهبری هزینه، به این صورت مشخص می‌شود: حاشیه فروش کم که با حجم بالای فروش، صرفه‌جویی در مقیاس، و سرمایه‌گذاری‌های عمده در اموال و دارایی‌های فیزیکی، یکی شده است. در حالی که استراتژی تمایز، مستلزم حاشیه فروش بالا است که از طریق کیفیت محصول و نام تجاری درک شده با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نامشهود همچون تبلیغات و تحقیق و توسعه به دست می‌آید. این ویژگی‌های استراتژی‌منجربه تأثیرات متفاوتی بر واکنش سرمایه‌گذار به اطلاعات جدید می‌شود که در مورد شرکت فاش شده است. نتایج ما نشان می‌دهد که شرکت‌ها، یک استراتژی رهبری هزینه را دنبال می‌کنند که اطلاعاتی در آمد و سود داشته باشد و منجر به تغییر بزرگ‌تر در باور عمومی در مورد قیمت سهام شود. از طرف دیگر، اعلام درآمدهای شرکت‌هایی که استراتژی تمایز را دنبال می‌کنند منجر به تفاسیر ناهمگون‌تر می‌شود آن‌هم از طریق تغییر کوچک‌تر در باور عمومی در مورد قیمت سهام. این مقاله درک ما را از تغییرات مقطعی در واکنش بازار به اعلان‌های درآمد افزایش می‌دهد. علاوه بر این مقاله، نمونه قابل پیش‌بینی از واگرایی در واکنش قیمت و واکنش حجم مبادلات به اعلان‌های درآمدی را نیز نشان می‌دهد.

واژگان کلیدی

استراتژی، اعلام سود، حجم مبادلات

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد، حسابداری، دانشگاه آزاد واحد قائمشهر، قائمشهر، مازندران، ایران.

۱. مقدمه

در این مقاله ما اثرات متفاوت اعلان سودهای حسابداری را بر باور عمومی و متمایز سرمایه‌گذار مورد ارزیابی قرار می‌دهیم که با بررسی اثر استراتژی شرکت بر روشیکه سرمایه‌گذاران باورهایشان را در پاسخ به اعلان سود تجدید نظر می‌کنند، تجدید نظر می‌شود. ما از واکنش قیمت سهام در طول زمان انتشار سود استفاده کردیم تا بررسی کنیم که چگونه اعلان سود بر گمان متوسط بازار در مورد شرکتی خاص تاثیر می‌گذارد. سپس ما از واکنش حجم معاملات برای بررسی این اثر بر تک تک باورهای سرمایه‌گذاران در مورد آن شرکت استفاده کردیم. در کل، نتایج ما نشان می‌دهد که استراتژیک شرکت، عامل تعیین کننده مهمی برای تاثیر اعلان سود بر باورهای سرمایه‌گذار می‌باشد. استراتژی‌ها گزینه‌های سرمایه‌گذاری و عملیاتی هستند که توسط شرکت ایجاد شده تا به مزیت رقابتی دست یابند. استراتژیکسب و کار برای هر شرکت، منحصر به فرد است و به شدت بر عملکرد و محیط اطلاعاتی شرکت تاثیر می‌گذارد. استراتژی کسب و کار برای یک شرکت، چیزی فراتر از مجموع بخش‌ها و اجزای آن است. (پورتر ۱۹۸۰) استراتژی شرکت زیاد در طول زمان تغییر نمی‌کند. بنابراین تبدیل به یک عامل مهم در محیط اطلاعاتی اش می‌شود. بنابراین، چارچوب مفیدی را برای درک بهتر تغییرات مقطعی در محیط اطلاعاتی شرکت و تغییرات متعاقب آن در اثر اعلان سود، ارائه می‌دهد. با توجه به مفهوم استراتژی‌های کلی و عمومی، ما استراتژی را به صورت یک فضای دو بعدی مفهوم سازی می‌کنیم (رهبری هزینه و تمایز) و بنابراین، استراتژی خاصیکه توسط یک شرکت دنبال می‌شود بر گستره و حد و میزانی است که آن شرکت هریک از این ابعاد استراتژیک را دنبال می‌کند. ما استدلال می‌کنیم که تصمیمات سرمایه‌گذاری، که توسط شرکت به دنبال یک استراتژی خاص، روشهای حسابداری مالی، افشای داوطلبانه و پوشش توسط واسطه‌های اطلاعاتی اتخاذ می‌شود، همه تاثیرات متفاوتی بر محیط اطلاعاتی آن شرکت دارد آن‌هم بر اساس استراتژی‌هایی که دنبال می‌کنند. این امر نیز به نوبه خود ممکن است منجر به تغییر مقطعی قابل پیش‌بینی، در پاسخ بازار به اطلاعات جدید گنجانده شده در اعلان سودها شود. تاکنون دو مقاله جنبه‌های این موضوع را مورد بررسی قرار داده اند: بنتلی و همکارانش در سال ۲۰۱۴، متوجه شدند شرکت‌هایی که به طرز قابل توجهی در تحقیق و توسعه و دیگر دارایی‌های نامشهود سرمایه‌گذاری کرده اند، (شبیه به شرکت‌های متمایز)، عدم تقارن اطلاعاتی پایین‌تری بین شرکت و سرمایه‌گذار وجود دارد و به نظر می‌رسد که این موضوع با پیگیری‌های تحلیلی بیشتر و افشای داوطلبانه همراه باشد.

Asdemir, Fernando, Schneible, and Tripathy (2014)، هم رابطه بین استراتژی و اطلاعات تحلیلی

را به‌طور نزدیک مورد ارزیابی قرار دادند و این نشان می‌دهد که متوسط خطای تحلیلی پایین‌تر برای متمایز سازان، از طریق کسب اطلاعات خصوصی بیشتر از بخشی از تحلیل گران فردی انجام می‌شود. تا به امروز هیچ پژوهشیه‌طور مستقیم، اثر استراتژی شرکت را بر نقش سود حسابداری در اصلاح باورهای سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار نداده است. تحقیقات گذشته نشان می‌دهد که بازارها به درآمد واکنش نشان می‌دهند. با این حال، این واکنش به درآمد مشروط به محیط اطلاعاتی است: کیفیت متوسط اطلاعات قبلی و اطلاعات ویژه ای که توسط تک تک شرکت کنندگان بازار

جمع آوری شده. ۱ در این مقاله ما مدعی هستیم که استراتژی شرکت یک ساختار کلیدی است که بر همه عوامل دیگر که محیط اطلاعاتی شرکت را می‌سازند، تاثیر می‌گذارد: تصمیم گیر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، گزارش مالی، افشای داوطلبانه که توسط واسطه‌های اطلاعاتی دنبال می‌شود و برای جمع آوری اطلاعات خصوصی توسط سرمایه‌گذاران جمع آوری می‌شود. ۲

ما انتظار داریم که استراتژی شرکت، بر نقشی اثر خواهد گذاشت که اعلان سود در تجدید نظر باورهای سرمایه‌گذار هم به صورت متوسط و هم به صورت جداگانه، بازی می‌کند. برای ارزیابی فرضیه هایمان، اول ما، اثر استراتژی شرکت را بر واکنش قیمت به اعلان سود مورد ارزیابی قرار دادیم (با استفاده از ضرایب واکنش درآمد و قدر مطلق قیمت سهام)، آن‌هم به عنوان معیارهایی از تغییر متوسط در باورها در پاسخ به الف) درآمد فی نفسه، و ب) به همه اطلاعات لحاظ شده در اعلان درآمد. با استفاده از ؟؟؟؟ عادی معاملات به عنوان مصادیق متفاوت برای تغییر در سطح باور عمومی ناشی از اخبار جدیدی که در مورد اعلام شده وجود دارد. ما متوجه پاسخ‌های بزرگتر قیمت (هر دو بازده مطلق و **ERC** ها) و پاسخ‌های حجم مبادلات کوچک‌تر به اعلان درآمد شدیم تا حدیکه یک شرکت استراتژی‌های رهبری هزینه را دنبال می‌کند و واکنش قیمتی کوچک‌تر و واکنش حجم مبادلاتی بزرگتر، به حدی است که یک شرکت استراتژی‌های تمایز را دنبال می‌کند.

این مقاله، کمک منحصر به فردی را به ادبیات تحقیقی ارائه می‌دهد که از پاسخ بازار به اعلان سود برای درک محیط اطلاعاتی شرکت استفاده می‌کند. و در همین منوال؛ بینش‌های بیشتری را در ارتباط با نقش اطلاعاتیکه توسط اعلان سود ایجاد می‌شود ارائه می‌دهد. اینکه آیا و یا تا چه حد اعلان سود حسابداری اطلاعات جدیدی را به بازار عرضه می‌کند یک سوال مهم و مورد بحث است. ۳ اطلاعات جدید لحاظ شده در اعلان سود منجر می‌شود که تک تکسرمایه‌گذاران، باورهایشان را در مورد ارزش اوراق بهادار، تجدید نظر کنند. اگر این تجدید نظر باور فردی، باور عمومی بازار را تغییر دهد، تغییر متوسط در تغییر قیمت منعکس می‌شود. اگرچه ممکن است سرمایه‌گذاران به صورت متفاوت، باورهایشان را تغییر دهند. ۴ در این حوزه، تغییر قیمت ممکن است گستره و حد کامل تجدید نظر باور سرمایه‌گذار را پنهان کند زیرا این امر تنها تاثیر متوسط آن تجدید نظر باورها را اندازه‌گیری می‌کند.

بنابراین «معاملات در پاسخ به افشای مالی مسلماً مستقیم‌ترین شواهد را ارائه می‌دهد که این افشا بر انتظارات تک تکسرمایه‌گذاران و تصمیمات سرمایه‌گذاری تاثیر گذاشته است.» بنابراین اولین تلاش ما تاکید بر واکنش برجسته قیمت و حجم مبادلات به اطلاعات لحاظ شده در همان رویداد اطلاعاتی است. بسیاری از مقالات از واکنش قیمت و حجم مبادلات به عنوان معیاری متفاوت اما مکمل برای محتوای اطلاعاتی اعلام سود استفاده می‌کنند. کیم و ورسچیا در سال

1. Barron, Harris, & Stanford, 2005; Kandel & Pearson, 1995; Kim & Verrecchia, 1991.

2. Bentley et al., 2014.

3. Bamber, Christensen, & Gaver, 2000; Beaver, 1968.

4. Kandel & Pearson, 1995; Kim & Verrecchia, 1991.

۱۹۹۱، به لحاظ نظری نشان دادند که واکنش‌های قیمت و حجم مبادلات با هم مرتبط اند و این موضوع به صورت تجربی توسط **Atiase and Bamber (1994); Bailey, Li, Mao, and Zhong (2003) and Hope, Thomas, and Winterbotham (2009)**، تأیید شده است. با این حال، هر چند تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که این دو معیار، جنبه‌های متفاوتی از محتوای اطلاعاتی را کسب می‌کنند ما معتقدیم که تحقیق ما اولین تحقیقی است که این نوسان مقطعی و قابل پیش‌بینی را در نوع تجدید نظر باور ایجاد شده توسط محتوای اطلاعاتی اعلان سود، نشان می‌دهد. ما با تأکید بر واکنش‌های متمایز قیمتی و حجم مبادلات، لزوم ارزیابی واکنش‌های مربوط به قیمت و حجم مبادلات را به صورت همزمان نشان دادیم تا تصویر کاملتری را از این موضوع نشان دهند که چگونه اعلان سود بر باور سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد. دوم اینکه ما به بحث‌های اخیر در مورد محتوای اطلاعاتی درآمدها کمک می‌کنیم. برخی از تحقیقات فعلی و اخیر که عمدتاً براساس آزمون‌های واکنش قیمت به اعلان سود است شک و تردیدی را در مورد این ایده داشته اند که اعلان درآمد و یا سود، اطلاعات جدید و مهمی را برای بازار فراهم می‌کند. بقیه پژوهش‌ها عمدتاً با تکیه بر آزمون‌های حجم معاملات استدلال کرده‌اند درحالی که این امر می‌تواند تأثیر کوچکی بر میانگین بازار داشته باشد، اهمیت اعلان سود در آوردن اطلاعات جدید برای تک تک سرمایه‌گذاران و حل و فصل اختلافات سرمایه‌گذار در طول زمان افزایش می‌یابد. ۵ آنچه که پیش از این به‌طور کامل مورد بررسی قرار نگرفته است این است که آیا این دو نقش اطلاعاتی حسابداری می‌تواند به صورت مقطعی به شیوه‌ای قابل پیش‌بینی باشد. با توجه به بینش‌هایی که از ادبیات تحقیق مربوط به استراتژی گرفته شده ما قادریم که شواهد منحصر به فردی را ارائه دهیم و پیش‌بینی‌کنیم که نقش اطلاعاتی پر شده توسط اعلان سود حسابداری به شیوه‌ای قابل پیش‌بینی و به صورت مقطعی متفاوت است. این نتایج در تأیید درک نظری ما از این دو اثر اطلاعاتی بسیار مفید است (تجدید نظر باور در باره میانگین. یا متوسط و تجدید نظر باور متمایز) و نشان می‌دهد که این دو اثر مجزا و متمایزند. علاوه بر این نشان می‌دهد که میانگین واکنش بازار (چه تغییر قیمت و یا حجم مبادلات باشد) نسبت به اعلان سود حسابداری در کل شرکت، احتمالاً نقش اطلاعاتی اعلان‌ها را دست کم می‌گیرد اگر اعلان‌ها تنها یکی از دو نقش اطلاعاتی را برای برخی شرکت‌ها محقق کرده باشند. نتایج ما کاربردهای عملی هم دارد. در تصمیم‌گیری در مورد این که چه سیاست‌های حسابداری ایمن‌تر به ارقام سودمندتر حسابداری می‌شوند، ممکن است سیاست‌گذاران بخواهند نقش‌های اطلاعاتی مختلف اعلان‌های سود و نوع شرکتی را که کدام مورد برایش مهم‌تر است را در نظر بگیرند.

در نهایت همان‌گونه که در یافته‌های **Balsam, Fernando, and Tripathy (2011), Asdemir, Fernando, and Tripathy (2013), and Schneible** مشخص است این مقاله ادبیات تحقیق مربوط به استراتژی را با نشان دادن سودمندی معیارهای حسابداری برای ارزیابی توصیفی استراتژی‌های سطح شرکت، توسعه می‌دهد. بقیه این مقاله به صورت زیر سازماندهی شده است:

بخش ۲ شامل ادبیات تحقیق و ارائه فرضیه هاست. بخش ۳ شامل توصیف داده و وروش شناسی است. بخش ۴، تحلیل‌های تجربی را نشان می‌دهد و بخش ۵ شامل تحلیل حساسیت یافته‌ها و نتایج ماست. و در نهایت بخش ۶ یافته‌های ما را مورد بحث قرار می‌دهد و نتیجه گیری را ارائه می‌دهد.

۲. ادبیات تحقیق و توسعه فرضیه‌ها

۲-۱- استراتژی شرکت

براساس چارچوب ارائه شده در یافته‌های پورتر ۱۹۸۰، یک شرکت می‌تواند از طریق دنبال کردن یکی از استراتژی‌های عمومی زیر و یا هر دو، به مزیت رقابتی دست یابد: استراتژی رهبری هزینه و یا استراتژی تمایز. براساس این چارچوب، شرکتیکه به صورت موفق استراتژی‌های تمایز و رهبری هزینه را پیاده سازیکند قادر خواهد بود به صورت اثربخش در محیط بازار رقابت کند. چارچوب پورتر به صورت گسترده در کارهای دانشگاهی و در عمل مورد استفاده قرار می‌گیرد تا موارد مربوط به جهت گیری استراتژیک در شرکت‌ها را مورد ارزیابی قرار دهد. ۶ شرکت‌هایی که استراتژی رهبری هزینه را دنبال می‌کنند با ارائه کالا و خدمات با پایین ترین قیمت در مقایسه با رقبا به فعالیت می‌پردازند. قصد این است که مشتریانی که از قیمت آگاه هستند یک محصول با قیمت پایین تر را ترجیح خواهند داد و از این طریق تولید کننده ای را که قیمت پایین ارائه می‌دهد قادر می‌سازد با هزینه رقبا به سهم بازار دست یابد. بنابراین شرکت‌هایی که استراتژی رهبری هزینه را دنبال می‌کنند با دستیابی به حجم فروش بالا به عملکرد بالاتری دست می‌یابند. بنابراین استراتژی رهبری هزینه یک مبادله بین حاشیه سود پایین و گردش معاملاتی بالاست. برخی روش‌های دستیابی به استراتژی رهبری هزینه برابر است با حجم تولید بالا برای دستیابی به صرفه جویی در مقیاس، تاکید مدام بر بهبود فرایند و کاهش هزینه (که اغلب از طریق پایبندی به مدیریت کیفیت جامع، و تکنیک‌های کایزن به دست می‌آید).

رهبری هزینه در سرمایه گذاری‌هایی که یک شرکت انجام می‌دهد منعکس می‌شود. یک شرکت کارآمد، هزینه‌های سرمایه و میزان سرمایه حفظ شده را پایین نگه می‌دارد. ۷ و به سمت بهره برداری کارآمد از منابع شرکت توسط کارکنانشان حرکت می‌کنند. ۸ استراتژی تمایز مستلزم ایجاد یک تمایز قوی بین محصولات شرکت در مقایسه با همتایانش است. این تمایز ممکن است کیفیت، بسته بندی، ویژگی‌های منحصر به فرد، خدمات پس از فروش و یا ترکیبی از آنها باشد. این امر، شرکت را قادر می‌سازد تا یک حاشیه سود را دستور دهد و از این منظر، بالاتر از بارده متوسط تولید کند و درآمد کسب کند. در تلاش برای ایجاد و متمایز سازی محصولاتشان، شرکت‌هایی که استراتژی تمایز را دنبال می‌کنند بیشتر در بخش تحقیق و توسعه سرمایه گذاری می‌کنند. آنها بیشتر منابع شرکت را به تلاش‌های

6. Porter, 1985, Miller & Dess, 1993; Allen, 2007; Balsam et al., 2011.

7. David, Hwang, Pei, & Reneau, 2002; Hambrick, 1983; Hambrick, MacMillan, & Day, 1982; Miller & Dess, 1993; Prescott, 1986.

8. Nair & Filer, 2003.

بازاریابی اختصاص می‌دهند. متعاقباً این شرکت‌ها بیشتر به سمت رشد می‌روند. با این حال به دلیل ماهیت سرمایه‌گذاری‌ها، رشد به شدت بی‌ثبات است.

۲-۲. استراتژی شرکت و محیط اطلاعاتی

محیط اطلاعاتی شرکت برابر است با تابع مشترکی از تصمیمات سرمایه‌گذاری که توسط شرکت اتخاذ می‌شود، روشهای حسابداری که در این سرمایه‌گذاری‌ها بکار گرفته می‌شود، تصمیمات افشای داوطلبانه که توسط شرکت گرفته می‌شود، تصمیمات پوششی ای که توسط واسطه‌های اطلاعاتی گرفته می‌شود و تلاش‌های فردی که توسط سرمایه‌گذاران برای دریافت اطلاعات خصوصی انجام می‌گیرد. به احتمال زیاد هر یک از این ویژگی‌ها براساس استراتژی شرکت تغییر می‌کند و بنابراین بر نقشی که اعلان سود در اطلاع رسانی و تغییر باورهای سرمایه‌گذار بازی می‌کند تاثیر می‌گذارد.

۲-۲-۱- تمایز و محیط اطلاعاتی

استراتژی‌ها به آهستگی و به شیوه ای تدریجی در طول زمان تکامل می‌یابند. انتخاب‌های استراتژیک که توسط شرکت اتخاذ می‌شود در تصمیمات مربوط به تخصیص منابع آنها منعکس می‌شود. استراتژی تمایز براساس محصولات منحصر به فرد و نوآورانه و تلاش‌های بازاریابی خلاقانه است که در هزینه‌های تحقیق و توسعه، فروش و بازاریابی ظاهر می‌شود. شرکت‌هایی که هزینه‌های بالایی در تحقیق و توسعه و دیگر دارایی‌های نامشهود صرف می‌کنند با عدم تقارن اطلاعاتی بالا و عدم قطعیت زیاد و پتانسیل رشد بالاتر مرتبط شده‌اند. به عنوان مثال، **Lev (2001) and Gu and Wang (2005)** متوجه شدند شرکت‌هایی که استراتژی‌های تمایز را دنبال می‌کنند به دلیل سرمایه‌گذاری شان در بخش تحقیق و توسعه، ثبت اختراع و توسعه ارزش ویژه برند و دارایی‌های نامشهود مشابه آن، منحصر به فرد هستند. به این ترتیب این شرکت‌ها با ارزش‌های بازاری بسیار بی‌ثبات (ناپایدار) مرتبط می‌شوند. در همان پژوهش **vein Kothari, Laguerre, and Leone (2002)** بیان کردند شرکت‌هایی که به شدت از طریق هزینه‌های تحقیق و توسعه و دیگر دارایی‌های نامشهود، در نوآوری سرمایه‌گذاری می‌کنند در مقایسه با شرکت‌هایی که بیشتر در دارایی‌های متعارف سرمایه‌گذاری می‌کنند درآمدهایی بی‌ثبات‌تری دارند. با توجه به عدم قطعیت ذاتی ای که با نتیجه هزینه‌های **R&D** (تحقیق و توسعه) و دیگر دارایی‌های نامشهود مرتبط است که استراتژی تمایز را شکل می‌دهند تمایز سازان در معرض بی‌ثباتی درآمد بیشتری قرار می‌گیرند. بنابراین واقعیت اقتصادی اساسی مربوط به استراتژی تمایز منجر به عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری می‌شود. شرکت‌های متمایز نوعاً سرمایه‌گذاری بیشتری در دارایی‌های نامشهود دارد. در اغلب موارد براساس الزامات **GAAP**، مخارج باید هزینه شود. این برخورد، قابل بحث است زیرا پیامدهای خاص خود را دارد. برخی پژوهش‌ها بیان می‌کنند که این روش حسابداری منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و پایین‌تر ارزیابی شدن در برخی موارد می‌شود. اسکینر در سال ۲۰۰۸، نشان می‌دهد که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی ممکن است مربوط به ویژگیهای اقتصادی شرکت باشد تا روش‌های حسابداری. تحلیلگری‌های بعدی و افشای داوطلبانه توسط شرکت، مولفه مهمی از محیط اطلاعاتی را شکل می‌دهد. درحالی که این موضوع در ادبیات تحقیق پیشین مستند سازی شده که

شرکت‌هایی که محیط اطلاعاتی نامطمئن دارند (همچون متمایزسازان)، پوشش تحلیلی بیشتری دارند، یک تحقیق اخیر توسط **Asdemir et al. (2014)** متوجه شد که شرکت‌های متمایز توسط اغلب تحلیل گران دنبال می‌شوند و خطای پیش‌بینی پایین‌تری دارند. بنتلی و همکارانش در سال ۲۰۱۴، نتایج مشابهی را نشان دادند. تحقیقات پیشین نشان داده‌اند که در عدم اطمینان و عدم تقارن اطلاعاتی، کاهشی رخ داده که این امر منجر می‌گردد با انجام تحلیلی‌های بالاتر و بیشتر، قیمت گذاری اشتباه، کمتر شود.

هم‌چنین آسدمیر و همکارانش در سال ۲۰۱۴، متوجه شدند که خطاهای پیش‌بینی پایین‌تر برای شرکت‌های متمایز به‌طور متوسط مربوط به توسعه اطلاعات خصوصی در بخش تحلیلی‌گران است. بیشتر پژوهش‌ها در مورد افشای شرکتی، نشان دادند که در درجه اول، افشاها از زمان و رویداد تبعیت می‌کنند. **Ullmann (1985)** نشان داد که استراتژی‌های دنبال شده توسط شرکت‌ها، محرک تصمیماتی درباره افشایشان هستند. همان‌گونه که پیش از این بحث شد، متمایزسازان در پروژه‌هایی با سرمایه بالا سرمایه‌گذاری می‌کنند که دوره انتظار بالایی دارند و عدم قطعیت بالایی نیز دارد که بیشتر نیاز دارد بر تامین بودجه از خارج تکیه کند. **Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang (2011)** نشان دادند که چگونه شرکت‌ها پیش از افزایش سرمایه، افشا سازی را آغاز می‌کنند. به‌طور مشابه، پژوهش‌های **(Botosan, 1997; Healy & Palepu, 2001)** نشان دادند که ارائه اطلاعات مکرر و اضافی از طریق افشا، عدم تقارن در محیط اطلاعاتی شرکت را کاهش می‌دهد. بنابراین این احتمال وجود دارد که متمایزسازان افشاگری‌های بیشتری را آغاز کنند و در بازار سرمایه، اطلاعات را منتشر کنند که این امر نیز به نوبه خود به تامین بودجه خارجی‌کمک می‌کند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری در توسعه محصولات جدید، بازاریابی و فروش، توسط متمایز گران منجر به انتشار مطبوعاتی بیشتر و متعاقب آن پوشش مطبوعاتی بیشتر می‌شود. هم‌راستا با این یافته‌ها، بنتلی و همکارانش در سال ۲۰۱۴، متوجه شدند شرکت‌هایی که استراتژی ای را دنبال می‌کنند که نیازمند سرمایه‌گذاری بالا در تحقیق و توسعه و بازاریابی است رهنمودهای مدیریتی مکرری در امر درآمدها دارند انتشارات مطبوعاتی بیشتری را انجام می‌دهند و پوشش مطبوعاتی بیشتری دارند. همچنین آنها شواهدی (دقت بالا در پیش‌بینی، و پراکندگی پایین در پیش‌بینی تحلیل گران) را ارائه می‌دهد که نشان می‌دهد اینچنین شرکت‌ها ممکن است در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، موفق عمل کنند.

۲-۲-۲. رهبری هزینه و محیط اطلاعاتی

همان‌گونه که قبلاً بحث شد، استراتژی رهبری هزینه، از طریق حجم بالای فروش، صرفه‌جویی در مقیاس و دوره تولیدی طولانی مشخص می‌شود. رهبران هزینه، بیشتر در دارایی‌های فیزیکی برخلاف دارایی‌های نامشهود و هزینه‌های تحقیق و توسعه، سرمایه‌گذاری می‌کنند. بازدهی آتی سرمایه در دارایی‌های فیزیکی در مقایسه با سرمایه‌گذاری مشابه در دارایی‌های نامشهود، بیشتر قابل پیش‌بینی است. ۱۰ علاوه بر این برخورد حسابداری با دارایی‌های فیزیکی از طریق

9. Hambrick, 1983; Ittner et al., 1997.

10. Asdemir et al., 2013.

کاهش بها و یا استهلاک، به طرز معناداری متفاوت از برخورد **GAAP** با دارایی‌های ناملموس است. کیفیت اطلاعات اعلام شده نیز براساس رهبری هزینه و استراتژی ایکه شرکت اتخاذ می‌کند متفاوت است و آن موردی را انتخاب می‌کنند که درآمد مشخص و گویاتری داشته باشد. تطبیق هزینه‌ها و درآمدها نیز برای رهبران هزینه، دقیق‌تر است که این به دلایلی هزینه‌های مستقیم و فوری بیشتر دارایی‌های نامشهود است. از اینرو گزارش مالی مولفه‌های یک استراتژی رهبری هزینه باید منجر به درآمدهایی شود که بیشتر گویا باشد.

همان‌گونه که در بالا بحث شد، شرکت‌هایی که استراتژی‌های رهبری هزینه را دنبال می‌کنند جریان نقدی قابل پیش‌بینی‌تری دارند. متعاقباً آنها، افشاهای داوطلبانه کمتری را انجام می‌دهند و تحلیل‌گران کمتری آنها را دنبال می‌کنند. **Bentley et al. (2014) and Asdemir et al. (2014)** متوجه شواهدی شدند که نشانی‌دهد این امر در بخش تحلیل‌گران منجر به کیفیت پایین‌تر اطلاعات پیش از اعلام می‌شود (به دلیل خطاهای بالا در پیش‌بینی). اما این موضوع که آیا نتایج آنها به سرمایه‌گذاران می‌رسد یا خیر یک موضوع مورد بحث است.

۳-۲. واکنش بازار به درآمد

۱-۳-۲. بازده

واکنش قیمت سهام به اعلام اخبار، (۱) یک تابع صعودی از دقت اطلاعاتی است که اعلام می‌شود و (۲) یک تابع نزولی از دقت متوسط یا کیفیت متوسط از اطلاعات پیش از اعلام است. هدف و قصد اصلی این روابط، ساده است: هرچه کیفیت متوسط اطلاعات پیشین، پایین‌تر باشد اطلاعات اعلام شده برای سرمایه‌گذاران مفیدتر خواهد بود. به طور مشابه هر چه کیفیت اطلاعات اعلام شده بیشتر و بالاتر باشد اطلاعات هم مفیدتر خواهند بود. برای هر استراتژی، تاثیر مشترک بی‌ثباتی اقتصادی، گزارش دهی مالی و افشای داوطلبانه و گزینه‌هایی که توسط تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران ایجاد می‌گردد، در محیط اطلاعاتی نامشخص است. افزایش عدم قطعیت اقتصادی، ممکن است باعث شود که بازار بیشتر بر درآمدهای تمایزسازان تکیه کند. از طرف دیگر هرچه کیفیت گزارش مالی پایین‌تر باشد، و دیگر منابع اضافی اطلاعات ممکن است که باعث شود که بازار کمتر به اعلام سود و درآمدها تکیه کند. هرچه درآمدها بیشتر به اطلاع رسانده شود و دیگر منابع اطلاعاتی جایگزین کمتر باشد ممکن است باعث شود بازار، بیشتر بر درآمد رهبران هزینه تکیه کند و یا عدم قطعیت اقتصادی پایین‌تر ممکن است باعث شود که بازار کمتر بر درآمدهای رهبران هزینه تکیه کند.

در نهایت، تاثیر استراتژی بر نقش اعلام سود حسابداری در به روز رسانی میانگین باور بازار، نامشخص باشد و این امر منجر به یک سوال تجربی می‌شود. بنابراین ما فرضیه هایمان را به صورت فرضیه صفر بیان می‌کنیم:

فرضیه **H1a**: واکنش قیمت به سود با میزان یک شرکت استراتژی رهبری هزینه را دنبال می‌کند ارتباطی ندارد.

فرضیه **H1b**: واکنش قیمت به سود با میزانی که شرکت استراتژی تمایز را دنبال می‌کند ارتباطی ندارد.

۲-۳-۲. حجم معاملات

حجم معاملات، مجموعه اقداماتی است که توسط سرمایه‌گذاران اتخاذ می‌گردد درحالی که واکنش‌های قیمتی، بینش‌هایی را در مورد ارزیابی‌های مجدد بازده ارائه می‌دهد. بسیاری از اعلام سودها باعث واکنش‌های قابل توجهی در قیمت نمی‌شوند با این حال ممکن است که مفید باشند زیرا آنها سرمایه‌گذاران فردی را تحریک می‌کند تا معامله کنند. بیورد در سال ۱۹۶۸ ادعا کرد حجم معاملات منعکس کننده تجدید نظر باور تک تکسرمایه‌گذاران است درحالی که واکنش قیمتی منعکس کننده تجدید نظر باور کل بازار است. درحالی که یک بخش اطلاعاتی (همچون درآمدها) ممکن است به اندازه کافی برای حرکت بازار به سمت میانگین، اطلاعاتی در بر نداشته باشد اما می‌تواند باعث تجدید نظرهای باور در تک تکسرمایه‌گذاران شود که این امر منجر به واکنش در برابر حجم معاملات می‌شود. معاملات حول اطلاعاتی عمومی ناشی از تجدید نظر در باوری متمایز می‌باشد که بخاطر این تفاوت‌ها بوجود می‌آید (۱) باورهای پیشین سرمایه‌گذاران از اطلاعاتی‌ها (۲) تعبیر و تفاسیر سرمایه‌گذاران از اطلاعاتی‌ها، و یا هر دو اینها منجر به این حقیقت می‌گردد.

شواهد تجربی از این پیش‌بینی نظری حمایت می‌کند که این بازنگری‌های متفاوت در باور یا از دقت متفاوت اطلاعات پیشین اعلامیه نشأت گرفته و یا از تعبیر متفاوت این اعلامیه‌ها نشأت گرفته است. مقالات متعددی با حجم مبادلات بالا به عنوان شاخصی از نظرات متناقض یا متفاوت سرمایه‌گذاران برخورد می‌کنند.

Bamber (1986, 1987) and Bamber, Barron, and Stober (1997); Bamber et al. (1999) متوجه شدند که حجم کلی معاملات حول رویدادهای درآمدی که احتمالاً مرتبط با عقاید متفاوت سرمایه‌گذار

است، بالاتر است. **Ajinkya, Atiase, and Gift (1995)** رابطه مثبتی را بین معاملات و پراکندگی پیش‌بینی تحلیل گران تایید کردند. کندل و پیرسون در سال ۱۹۹۵ متوجه شدند که رویدادهای درآمدی که هیچ تغییر قیمتی را ایجاد نمیکنند هنوز باعث حجم معاملات بالا و غیر طبیعی می‌شوند. آنها این نتایج را به صورت شواهدی تفسیر کردند که این حجم منعکس کننده نظرات واگرا در مورد مفاهیم ارزشی اخبار درآمدی است. علاوه بر این حجم توضیح داده نشده به نظر می‌رسد بهترین پروکسی برای واگرایی عقاید سرمایه‌گذار باشد. برای هر استراتژی ما، تاثیر مشترک بی ثباتی اقتصادی، گزارش دهی مالی، افشای داوطلبانه، و انتخاب‌های ایجاد شده توسط سرمایه‌گذاران و تحلیل گران را بر تجدید باور متفاوت که توسط سرمایه‌گذاران در پاسخ به اعلامیه‌های درآمدی است در نظر گرفتیم.

هرچه عدم قطعیت اقتصادی و منابع اضافی اطلاعات بیشتر باشد سرمایه‌گذار را وادار می‌کند تا باورهای واگرایی را شکل دهد که در زمان اطلاعاتی این امر منجر می‌گردد بازنگری‌های بیشتری در باورها ایجاد کنند. به همین ترتیب هرچه کیفیت گزارش دهی مالی، پایین باشد ممکن است منجر به بازنگری‌های بیشتری و متمایز باور شود. هر چه عدم قطعیت اقتصادی پایین‌تر و منابع اطلاعاتی جایگزین کمتر باشد ممکن است باعث شود که سرمایه‌گذاران باورهایی کمتر واگرایی را توسعه دهند و بنابراین کمتر به صورت متفاوت به اطلاعاتی درآمدها واکنش نشان می‌دهند. و یا هر چه درآمدهای آگاهی دهنده

بیشتر باشد ممکن است باعث شود سرمایه‌گذاران بیشتر بر درآمدهای رهبران هزینه تکیه کنند و به صورت فردی بیشتر در باورهایشان را تجدید نظر دهند. در نهایت تاثیر استراتژی بر نقش اطلاعیه درآمدهای حسابداری در بازنگری متمایز باورهای سرمایه‌گذاران، نامشخص است که نیاز به تحقیقات بیشتری دارد.

بنابراین ما فرضیه هایمان را به صورت فرضیه صفر بیان می‌کنیم:

فرضیه H2a: واکنش حجم غیرطبیعی معاملات به درآمدها به میزانی که یک شرکت استراتژی رهبری هزینه را دنبال می‌کند ارتباطی ندارد.

فرضیه H2b: واکنش حجم غیرطبیعی معاملات به سود به میزانی که یک شرکت استراتژی متمایزسازی را دنبال می‌کند ارتباطی ندارد.

۳. توصیف داده و روش‌شناسی

۳-۱. داده

ما داده‌ها را از متغیرهای استراتژی و عملکرد که در پژوهش ما به کار گرفته شده به دست آوردیم آن‌هم از فایل‌های اطلاعاتی CRSP، compustat، و I/BE/S برای دوره زمانی سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۹. همچنین ما داده‌ها را از روی ۸ فرمیکه بر روی وب سایت SEC موجود بود جمع‌آوری کردیم. نمونه‌های ما تشکیل شده از ۳۴۹۶۵ سه ماه‌های شرکتی با ۲۱۰۱ شرکت منحصر به فرد.

۳-۲. سنج‌های استراتژی

استراتژیکسب و کار، می‌تواند براساس استراتژی محقق شده و استراتژی مورد هدف، متمایز شود. استراتژی مورد هدف در حقیقت آن چه است که شرکت امید دارد به آن دست یابد. درحالی که استراتژی محقق شده، نتیجه جمعی تصمیماتی است که یک شرکت برای دنبال کردن استراتژی مورد هدف، اتخاذ کرده است. (برای بحث دقیق در حوزه استراتژی مورد هدف و استراتژی محقق شده به یافته‌های مینزبرگ ۱۹۸۷ رجوع کنید). ممکن است یک نفر قادر باشد استراتژی شرکت را از گزارشات مالی به دست آورد زیرا این اعداد به واسطه تخصیص منابع شرکت در کنار هم قرار گرفته اند که این امر هم به نوبه خود، نتیجه انتخابهای استراتژیکی است که توسط شرکت اتخاذ شده است. ما با استفاده از داده‌های حسابرسی بایگانی شده، استراتژی‌های محقق شده شرکت را به دست آوردیم. تحقیقات گذشته، نگرانی‌ای را در ارتباط با سنج‌های استراتژیکه از طریق نظر سنجیه دست آمده، بیان می‌کنند. ۱۱ استفاده ما از سنج‌های استراتژی محقق شده بر این نگرانی غلبه می‌کند. ما یافته‌های بالسام و همکاران (۲۰۱۱) را دنبال می‌کنیم و از ۶ متغیر برای به دست آوردن گرایش استراتژیک شرکت در بلند مدت در ارتباط با ابعاد رهبری هزینه و تمایز سازی، استفاده می‌کنیم. سه متغیر، (SG&A/SALES, R&D/SALES and SALES/COGS)، موضع استراتژیک شرکت را براساس بعد تمایز و سه متغیر اضافی (SALES/CAPEX, SALES/P&E and EMPL/ASSETS)، موضع

استراتژیک شرکت را براساس بعد رهبری هزینه، به دست می آورند. بالسام و همکارانش در سال ۲۰۱۱، هر یک از متغیرها و ویژگی هایش را به طور دقیق مورد بحث قرار دادند. برای استفاده خوانندگان، ما آنها را در این مقاله خلاصه کرده ایم و ارائه داده ایم. **SG&A/SALES**، که به صورت هزینه کلی و اجرایی و فروش محاسبه می شود آن هم از طریق فروش خالصیکه از طریق سرمایه گذاری شرکت در فعالیت های بازاریابی به دست می آید تا خودش را از رقبا متمایز کند. **R&D/SALES**^{۱۲}، از طریق نسبت هزینه های تحقیق و توسعه به فروش خالص محاسبه می شود که اهمیت شرکت بر بخش تحقیق و توسعه را نشان می دهد. **SALES/COGS**^{۱۳}، به صورت فروش خالص بر هزینه کالای فروخته شده محاسبه می شود که حاشیه فروش به دست آمده توسط شرکت را نشان می دهد. هرچه این حاشیه فروش بالاتر باشد توانایی شان برای اعمال اضافه ارزش قیمتی نیز بیشتر می شود که نوعاً به بعد تمایز مرتبط می شود. **SALES/CAPEX** از طریق ارزش خالص بر هزینه سرمایه در اموال، ماشین آلات و تجهیزات به دست می آید. **SALES/P&E**، برابر است با فروش خالص بر ارزش خالص دفتری تجهیزات و کارخانه. هرچه مقدار این دومتغیر بالاتر باشد، به استفاده کارآمدتر از دارایی های شرکت اشاره می کند^{۱۴} که نوعاً مربوط به حجم بالای تولیدی است. به طور مشابه، **EMPL/ASSETS** برابر است با تعداد کارکنان بر دارایی کل^{۱۵} که در اینجا تعداد کارکنان بکار گرفته شده به عنوان پروکسی جایگزین برای اندازه بکاررفته است. هر سه معیار، بهره وری شرکت را در بکارگیری منابع سرمایه ای اش نشان می دهد و با استراتژی رهبری هزینه مرتبط است. مشابه با یافته های بالسام و همکارانش در سال ۲۰۱۱، ما میانگین ۵ سال قبل از داده ها را برای هر یک از ۶ متغیر بالا محاسبه کردیم تا گرایش استراتژیک شرکت را در بلندمدت به دست آوریم. بعد از آن ما یک تجزیه و تحلیل عاملی تاییدی (CFA) را انجام دادیم تا بررسی کنیم که آیا بار متغیرها بر روی ابعاد استراتژی مورد انتظار همان گونه که استدلالات تئوری پیشنهاد کرده است یا خیر؟ نتایج CFA که در جدول ۱ مشخص شده، مشابه با یافته های بالسام و همکارانش در سال ۲۰۱۱ است. بارهای عاملی (بارگذاری عاملی) و آماره **T**، برای هر بارگذاری عاملی بر روی متغیرهای استراتژی، نشان می دهد که معیارها و سنجه های شاخص، همگرایی روایی را برآورده می کنند. قابلیت اطمینان کامپوزیت و یا ترکیبی، که سازگاری درونی عوامل را اندازه گیری می کند برای دو عامل، بیش از آستانه و حد توصیه شده ۰٫۷ است. ما شاخص های مختلف و متفاوتی را ارزیابی کردیم در ارتباط با اینکه آیا مدل ارزیابی، برازش خوبی را ارائه می دهد یا خیر. خوبی شاخص برازش، بالاتر از میزان توصیه شده بود ۰٫۹۰ و خوبی تنظیم شده شاخص برازش، بالاتر از میزان توصیه شده ۰٫۸۰ است. شاخص برازش تطبیقی و یا نسبی، و شاخص غیر هنجاری نیز، در طیف و محدوده قابل قبول قرار دارند. متوسط واریانس استخراج شده **AVE**، که اعتبار تفکیکی این ساختارها را نشان می دهد (یعنی شاخصیکه میزان واریانس را اندازه گیری

12. David et al., 2002; Miller & Dess, 1993; Thomas et al., 1991.

13. David et al., 2002; Hambrick, 1983; Thomas et al., 1991.

14. Hambrick, 1983; Miller & Dess, 1993.

15. Hambrick, 1983; Nair & Filer, 2003.

می‌کند که از طریق یک عامل زمینه ایبه‌دست می‌آید که مربوط به میزان واریانس خطایاندازه‌گیری است) نیز در محدوده توصیه شده می‌باشد.

نتایج، سطح قابل‌قبولی را از میزان اعتبار و اعتماد مدل اندازه‌گیری، فاش می‌کند بنابراین مبنایی دقیق برای ایجاد دو سنجه استراتژی براساس ۶ معیار سطح شرکت است. دو معیار استراتژی، متغیرهای پیوسته ای هستند که قائم بر یکدیگر هستند آن‌هم با میانگین صفر و انحراف معیار ۱. دو استراتژی نه تنها به صورت دو انتهای پایانی طیف دیده می‌شوند بلکه تا حدی هم به صورت دو پلتفرم کاملاً مجزا دیده می‌شوند که می‌تواند به صورت مجزا و یا در ترکیب با هم نیز مورد استفاده قرار گیرد. برای مشخص‌تر کردن سیستم امتیازدهی، ما با استفاده از چندین شرکت نمونه، تصویری بصری را ارائه داده ایم. این شرکت‌های نمونه به عنوان نماینده انتخاب شده اند. شکل ۱، تصویری بصری از نمرات و امتیازات استراتژی تنظیم شده صنعت آن شرکت نمونه را ارائه می‌دهد. ما جهت استراتژیک شرکت‌ها را از منظر دسترس بودن اطلاعات، شناسایی کردیم (یعنی گزارشات سالانه - پروفایل‌های شرکت - بیانیه‌های چشم‌انداز و غیره).

برداشت‌های کیفی از اسناد مربوطه در کنار تحلیل‌های ما از هر یک از عملیاتی‌های شرکت می‌تواند در پیوست ۱ یافت شود. استراتژی تمایز، محور **X** و استراتژی رهبری هزینه، محور **Y** است. شرکت‌هایی با حاشیه ناخالص بالا، شدت فروش، و شدت تحقیق و توسعه بالا، به نسبت همتایانشان در صنعت، (همچون کوچ و چیکو)، نمرات بالایی را برای عامل تمایز می‌گیرند که این نشان می‌دهد اینچنین شرکت‌هایی در بخش استراتژی تمایز سرمایه‌گذاری می‌کنند. علاوه براین، شرکت‌هایی با تحقیق و توسعه پایین، شدت فروش کم و حاشیه باریک، نمرات تمایز پایین‌تری دارند (همچون شرکت‌های **Fresh Del Monte**, **BJs** عمده فروشی، **Tootsie Roll**)، که این نشان می‌دهد آنها سرمایه‌گذاری شان را در تضاد با استراتژی تمایز انجام داده اند. از طرف دیگر، شرکت‌هایی که هزینه سرمایه‌گذاری پایین؛ شدت سرمایه، و نسبت دارایی به کارکنان، پایین است آن‌هم در مقایسه با همتایانشان در صنعت، (یعنی رستوران‌های **Fresh Del Monte**, **Brown Shoe Co**, **Frisch's Restaurants**)، نمراتی نسبتاً بالا برای عامل رهبری هزینه به‌دست می‌آورند که نشان می‌دهد آنها بیشترین سرمایه‌گذاریشان را در بخش استراتژی رهبری هزینه انجام داده اند. شرکت‌هایی که هزینه سرمایه‌گذاری بالا؛ شدت سرمایه، و نسبت دارایی به کارکنان، پایین‌تر است همدارم مقایسه با همتایانشان در صنعت، (همچون **Tootsie Roll**, **Nike** and **School Specialty**)، نمراتی نسبتاً پایین برای عامل رهبری هزینه به‌دست می‌آورند که نشان می‌دهد آنها بیشترین سرمایه‌گذاریشان را در تضاد با بخش استراتژی رهبری هزینه انجام داده‌اند. با ایجاد این ساختار، نمرات شرکت‌ها در دو طرف این بعد، متغیر می‌شود. بنابراین دو شرکت با نمرات نسبتاً مشابه، در کنار یک بعد، ممکن است کاملاً متفاوت از بعد دیگر باشند. به عنوان مثال، نه رستوران فریش و نه عمده فروش **BJs**، سرمایه‌گذاریشان را در استراتژی تمایز داشته اند. و به‌طور مشابه، نمرات پایینی را در طول این بعد گرفته اند اما رستوران‌های فریش، در صنعتش، نسبت به عمده فروش **BJs** در صنعتش، بهتر کار رهبری هزینه را انجام داده است.

جدول ۱. تحلیل عاملی تاییدی برای تعیین ساختار استراتژی

تحلیل عاملی تاییدی				متغیرها
متوسط واریانس به دست آمده AVE	قابلیت اطمینان کامپوزیت	بارگذاری عامل تمایز (Diff) (مقدار t)	بارگذاری عامل رهبری هزینه (CL) (مقدار T)	
		خوبی شاخص برآزش خوبی شاخص برآزش تنظیم شده برای درجه آزادی شاخص برآزش نسبی بنتلر شاخص غیرهنجاری بنتلر و بونت		برآزش معیارها

نکته های جدول ۱:

SG&A /SALES برابر است با متوسط SG&A بر فروش خالص از سال ۱- تا سال ۵- (از یک سال قبل تا ۵ سال قبل)

R&D/SALES برابر است با متوسط هزینه تحقیق و توسعه بر فروش خالص از سال ۱- تا سال ۵- (از یک سال قبل تا ۵ سال قبل)

SALES/COGS برابر است با متوسط فروش خالص به هزینه کالاهای فروخته شده از سال ۱- تا سال ۵- (از یک سال قبل تا ۵ سال قبل)

SALES/CAPEX برابر است با متوسط فروش خالص به هزینه سرمایه گذاری از سال ۱- تا سال ۵- (از یک سال قبل تا ۵ سال قبل)

SALES/P&E برابر است با متوسط فروش خالص به هزینه تعمیرات از سال ۱- تا سال ۵- (از یک سال قبل تا ۵ سال قبل)

ASSETS/EMPL برابر است با متوسط دارایی کل به # کارکنان، از سال ۱- تا سال ۵- (از یک سال قبل تا ۵ سال قبل)

۳-۳. مدل های تجربی

۳-۳-۱. قدر مطلق بازده های غیرعادی

واکنش قیمتی که از طریق تغییر در باور عمومی در بازار به دست می آید که در پاسخ به اطلاعات جدید است. برای ارائه مدارک در مورد روشیکه استراتژی شرکت بر واکنش بازار اثر می گذارد آن هم در مقابل انتشار اطلاعات در زمان اعلام سود، ما نوسان مقطعی در بازده مطلق را حول زمان اعلام سود با استفاده از مدل زیر مورد بررسی قرار دادیم:

$$\begin{aligned}
 \text{ABS-SAR}(-1, +1)_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{CL} + \alpha_2 \text{DIFF} + \alpha_3 \text{LNMVE} + \alpha_4 \text{LEV} \\
 & + \alpha_5 \text{LOSS}_{it} + \alpha_6 \text{ABSCAR}_{it} + \alpha_7 \text{RETVAR}_{it} \\
 & + \alpha_8 \text{NEGCAR}_{it} + \alpha_9 \text{EPRATIO}_{it} + \alpha_{10} \text{BOND30}_{it} \\
 & + \alpha_{11} \text{NUMEST}_{it} + \alpha_{12} \text{VDISC}_{it} \\
 & + \text{Year and Industry dummies} + e_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

ABS-SAR: ارزش قدرمطلق انباشته بازده سه روزه در حول و حوش اعلام سود

LNMVE: لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (قیمت پایانی سهام به طور مشخص دو روز قبل از اعلام سود)

LEV: بدهی بلند مدت در انتهای دوره سه ماه تقسیم بر کل دارایی در انتهای همان دوره

LOSS: اگر شرکت در دوره سه ماهه، زیان گزارش کرد برابر است با ۱ در غیر این صورت برابر است با صفر

ABSCAR: قدرمطلق ارزش انباشته بازده غیرعادی که به اندازه همین شده باشد برای ۶۴ تا ۲ روز قبل از اعلام سود.

NEGCAR: اگر بازده غیرعادی انباشته از ۶۴ روز تا ۲ روز قبل از اعلام سود، منفی باشد برابر است با ۱ در غیر این صورت برابر است با صفر

RETVAR: انحراف معیار باقی مانده مدل بازار از ۶۴ روز تا ۲ روز قبل از اعلام سود

EPRATIO: نسبت فصلی (سه ماهه) سود - (نسبت ۳ G/P ماهه)

BOND30: بازده بر اساس شاخص اوراق ۳۰ ساله CRSP

NUMEST: تعداد تحلیل‌هایی که شرکت دنبال کرده (تعداد تحلیل‌های انجام شده برای شرکت)

VDISC: معیار انتشار داوطلبانه - حجم افشاهای داوطلبانه

DiFF: ساختاری برای درک استراتژی متمایز آن‌هم براساس تحلیل عاملی $t-1$ تا $t-0$ مبتنی بر متوسط نرخ هزینه‌های داوری و فروش به فروش، تحقیق و توسعه به فروش و فروش به بهای تمام شده کالای فروش رفته.

CL: ساختاری برای درک استراتژی رهبری هزینه، آن‌هم براساس تحلیل عاملی $t-1$ تا $t-5$ ، مبتنی بر فروش به مخارج سرمایه‌ایف فروش به خالص ارزش دفتری دارایی‌های ثابت و تعداد کارکنان به خالص ارزش دفتری دارایی‌های ثابت.

ضرایب سود، a_1 (ضریب DIFF) و a_2 (ضریب CLL) هستند. ضرایب DIFF، اثر حاشیه‌ای دنبال کردن یک استراتژی تمایز را بر نقش اعلام سود در تغییر باور عمومی بازار نشان می‌دهد. ضرایب CLL، اثر حاشیه‌ای دنبال کردن یک استراتژی رهبری هزینه را بر نقش اعلام سود در تغییر باور متوسط بازار نشان می‌دهد. بیشتر متغیرهای کنترلی ما از یافته‌های (Heflin, Subramanyam, and Zhang (2003) گرفته شده است. RETVAR و NEGVAR، نوسانات ذاتی قیمت را

کنترل می‌کنند. ABSCAR، LOSS و NEGSPEC، تفاوت در کیفیت اطلاعات نامرتبط به استراتژی شرکت را

کنترل می‌کند. BOND30، اثر نرخ بهره را بر بازده نشان می‌دهد. ما اهرم LEV را به عنوان پروکسی ریسک لحاظ

کردیم. در نهایت ما NUMEST و VDISC را برای کنترل محیط اطلاعاتی شرکت لحاظ کردیم. NUMEST

برابر است با تعداد تحلیل‌های انجام شده شرکت که برایکل محیط اطلاعاتی شرکت در نظر گرفته شده است. **VDISC**، معیاری از اطلاعات است که مربوط به انتشار داوطلبانه است که توسط کوپر و همکارانش در سال ۲۰۱۵ تعریف شد و اعتبار سنجی شد و براساس تعداد موارد گزارشی دسته بندی شده آن‌هم از طریق فایل بندی **8K** از پایگاه داده ای **SEC EDGAR**.

۳-۳-۲. ضرایب واکنش درآمدی

قدرمطلق واکنش غیرعادی قیمت به درآمد در بالا بحث شد که منعکس کننده کل محتوای اطلاعاتی اعلام سود است. بنابراین، این امر، تابعی از اطلاعات حسابداری و غیر حسابداری منتشر شده در حین اعلام سود است. به منظور بررسی مستقیم اثر استراتژی شرکت بر محتوای اطلاعاتی سود و یا درآمد، ما ضریب واکنش درآمدی ۱۶ را بررسی می‌کنیم که از این به بعد **ERC** نامیده می‌شود. **ERC** که به صورت رابطه بین قیمت سهام و آن بخش از سود که قبلاً افشا نشده بود، تعریف شده، مورد استفاده قرار می‌گیرد تا نوسانات مقطعی بازده قیمت سهام را (براساس استراتژیکسب و کار شرکت) برای یک واحد از درآمد پیش‌بینی نشده، مورد بررسی قرار دهد. **ERC**، حد و میزانی را اندازه‌گیری می‌کند که اطلاعات جدید در درآمد، مشخص می‌شوند. مدل تجربی ای که **ERC**ها را براساس استراتژی شرکت بررسی می‌کند به این صورت است:

$$\begin{aligned} CAR(-1, +1)_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 DIFF_{it} + \alpha_2 CL_{it} + \alpha_3 MTB_{it} + \alpha_4 LOSS_{it} \\ & + \alpha_5 LNMVE_{it} + \alpha_6 NUMEST_{it} + \alpha_7 VDISC_{it} + \alpha_8 NL_{it} \\ & + \alpha_9 UE_{it} + \alpha_{10} DIFF_{it} * UE_{it} + \alpha_{11} CL_{it} * UE_{it} \\ & + \alpha_{12} MTB_{it} * UE_{it} + \alpha_{13} LOSS_{it} * UE_{it} + \alpha_{14} LNMVE_{it} \\ & + UE_{it} + \alpha_{15} NUMEST_{it} * UE_{it} + \alpha_{16} VDISC_{it} * UE_{it} \\ & + \text{Year and Industry dummies} + e_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

CAR: بازده انباشته سه روزه حول اعلام سود

LNMVE: لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

MTB: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

UE: درآمد پیش‌بینی نشده (تفاوت بین درآمد واقعی و آخرین پیش‌بینی تحلیل میانگین که از طریق قیمت سهام اندازه‌گیری شده)

NUMEST: تعداد تحلیل‌هایی که شرکت دنبال کرده

VDISC: معیار انتشار داوطلبانه

NL: درآمد پیش‌بینی نشده در ارزش مطلق درآمد پیش‌بینی نشده

ضرایب سود، **a10** و **a11** هستند. اثر حاشیه ای بر **ERC** یک شرکت تا حدیکه آن شرکت استراتژی تمایز را دنبال می‌کند به صورت **a10** ارائه می‌شود و تا حدیکه استراتژی رهبری هزینه را دنبال می‌کند به صورت **a11** نشان داده شده

است. بیشتر متغیرهای کنترل در مدل ما براساس یافته‌های توء و ونگ در سال ۱۹۹۳ است. ما از **MTB** به عنوان پروکسی برای رشد و تداوم استفاده کردیم و ما از **LN MVE**، به عنوان پروکسی برای جنبه‌های محیط اطلاعاتیکه مرتبط با شرکت نیست استفاده کردیم. ما **VDISC** را نیز لحاظ کردیم تا تنوع در انتشار داوطلبانه را نیز کنترل کنیم. همچون یافته‌های ویلسون در سال ۲۰۰۸، ما از **LOSS** به عنوان پروکسی برای ریسک شرکت استفاده کردیم. همچون یافته‌های ویلسون در سال ۲۰۰۸، ما **NL** را لحاظ کردیم تا غیرخطی بودن را که قبلا در رابطه غیرخطی در آمد-قیمت مستندسازی شده به دست آوریم.

۳-۳-۳. حجم معاملات غیرطبیعی

برای ارائه شواهد بیشتر در رابطه با اثر استراتژی شرکت بر اختلاف نظر سرمایه‌گذار حول اعلام سود، ما حجم معاملات غیرطبیعی را براساس معیارهای دو استراتژی سطح شرکت مورد رگرسیون قرار دادیم. مدل تجربی با کنترل‌هایی برای دیگر عوامل شناخته شده که بر حجم معاملات غیر طبیعی اثر می‌گذارد به صورت زیر ارائه شده است:

$$\begin{aligned} ABVOL(-1, +1)_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 DIFF_{it} + \alpha_2 CLL_{it} + \alpha_3 LN MVE_{it} \\ & + \alpha_4 MKTVOL_{it} + \alpha_5 LGPRC_{it} + \alpha_6 ABSRET_{it} \\ & + \alpha_7 NUMEST_{it} + \alpha_8 VDISC_{it} \\ & + \text{Year and Industry dummies} + e_t \end{aligned} \quad (3)$$

ABVOL: حجم معاملات انباشته در ۳ روز حول اعلام سود هم‌چنین یک درصد سهام به‌طور مشخص در روز به اعلام سود.

LN MVE: لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

NUMEST: تعداد تحلیل‌هایی که شرکت دنبال کرده

VDISC: معیار انتشار داوطلبانه

MKTVOL: میانگین گردش مالی (حجم معاملات به عنوان ۱٪ از سهام) شرکت در نمونه برای همان زمانیکه اعلام سود می‌شود.

LGPRC: لگاریتم طبیعی قیمت (قیمت پایانی دو روز قبل از اعلام سود)

ضرایب α_1 (ضریب **DIFF**) و α_2 (ضریب **CLL**) هستند. ضرایب α_1 (ضریب **DIFF**) و α_2 (ضریب **CLL**) هستند. ضرایب **DIFF** اثر حاشیه‌ای دنبال کردن یک استراتژی تمایز را بر نقش اعلام سود در تغییر باور متوسط بازار نشان می‌دهد. ضرایب **CLL**،

اثر حاشیه‌ای دنبال کردن استراتژی بر هزینه‌ها بر نقش اعلام سود در تغییر باور متوسط بازار نشان می‌دهد. ما از **LN MVE**، به عنوان یک عامل کنترلی برای سطح محیط اطلاعاتی افشا قبلی که ربطی به استراتژی ندارد استفاده کردیم. به دنبال یافته‌های اوتاوا و کریدی در سال ۱۹۹۷، ما لگاریتم قیمت را به عنوان پروکسی **LGPRC**، برای هزینه معاملات استفاده کردیم. ما حجم بازار **MKTVOL** را برای کنترل تغییرات در حجم معاملات به دلیل اثرات گستردگی بازار استفاده کردیم. ما

مقدار مطلق بازده را حول اعلام سود سه ماهه **ABSRET**، را لحاظ کردیم تا قیمت را کنترل کنیم به منظور کنترل تغییرات در اطلاعات عمومی لحاظ شده در اعلام سود به لحاظ تجدید نظرهای مختلف در مورد باورهای بازار.

۶. بحث و نتیجه گیری

در این تحقیق، ما نوسانات مقطعی در محتوای اطلاعاتی درآمدها را با بررسی محتوای اطلاعاتی درآمد شرکت‌ها که استراتژی‌های متفاوتی را دنبال می‌کنند مورد بررسی قرار دادیم. ما استراتژی دنبال شده شرکت‌ها را با استفاده از چارچوب پورتر ۱۹۸۰-۱۹۸۵، مفهوم سازیکردیم که دو بعد استراتژیک را تعریف می‌کند: رهبری هزینه و تمایز. تحقیقات پیشین در این پژوهش استفاده شد تا نشان دهد که استراتژی رهبری هزینه، برای پیاده سازی استراتژی‌هایشان به صرفه جویی در مقیاس، حجم بالا و حاشیه سود کم وابسته است. درحالی که استراتژی‌های تمایز سازیه منحصر به فرد بودن محصول بستگی دارد که آن‌هم از طریق سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه و تبلیغات به بار می‌آید. ما مدعی شدیم که محیط اطلاعاتی شرکت، تابع مشترکی از تصمیمات سرمایه گذاری است که توسط شرکت اتخاذ می‌شود و برخورد حسابداری ای که این سرمایه گذاری‌ها دریافت می‌کنند و تصمیمات مربوط به افشای داوطلبانه که توسط شرکت اتخاذ می‌شود و تصمیمات پوششیکه توسط واسطه‌های اطلاعاتی اعمال می‌گردد و تلاش‌های فردی ای که توسط سرمایه گذاران برای کسب اطلاعات خصوصی انجام می‌گیرد. هر یک از این ویژگی‌ها به احتمال زیاد بنا بر استراتژی شرکت تغییر می‌کند و بنابراین بر نقشیکه این اطلاعاتی‌های درآمدی بر آگاه سازی و تغییر باور سرمایه گذار ایفا می‌کند تاثیر می‌گذارد. تعیین جهت این اثر، سخت است بنابراین می‌تواند مورد پژوهش تجربی قرار گیرد. ما از بازده غیر عادی، ضرایب واکنش درآمدی و حجم مبادلات حول تاریخ اعلام سود به عنوان پروکسی برای جنبه‌های مختلف تاثیر محتوای اطلاعاتی جدید درآمدی استفاده کردیم.

بازده غیر عادی، تغییر در میانگین باور ایجاد شده توسط کل اطلاعات لحاظ شده در اعلام سود را اندازه گیری می‌کند. و **ERC**ها، تغییر در قیمت را که ناشی از سود است را مجزا می‌کند. حجم مبادلات، واکنش متمایز سرمایه گذار را به اعلام سود اندازه گیری می‌کند. ما پروکسی‌ها را برای استراتژی شرکت را با استفاده از داده‌های تاریخی حسابداران اندازه گیریکردیم. ما با بکارگیری **CRSP** ترکیب شده و مجموعه داده **COPUSTAT**، برای دوره ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۹، متوجه شدیم که بازده غیر طبیعی حول تاریخ اعلام سود به طور مثبت و معناداری مربوط به میزانی است که شرکت استراتژی رهبری هزینه را دنبال می‌کند و به صورت منفی اما ناچیز با میزانی مرتبط است که شرکت استراتژی تمایز را دنبال می‌کند.

علاوه بر این **ERC**ها به طور مثبت با استراتژی رهبری هزینه مرتبط اند و به صورت منفی با استراتژی تمایز مرتبط اند. این موضوع ما را قادر می‌سازد تا به این نتیجه برسیم که درآمدها و یا سودهایی که باعث ایجاد تغییرات بزرگتر در میانگین باور می‌شوند بیشتر در شرکت‌هایی است که رهبری هزینه را دنبال می‌کنند و تا حدیکمتر در شرکت‌هایی است که استراتژی تمایز را دنبال می‌کنند. همچنین ما نشان دادیم که حجم مبادلات حول تاریخ اعلام سود به طور مثبت (به طور

منفی) با میزانی مرتبط است که یک شرکت استراتژی تمایز (استراتژی رهبری هزینه) را دنبال می‌کند. این موضوع ما را قادر می‌سازد تا به این نتیجه برسیم که یک بازنگری متمایزی در باور در پاسخ به اعلام سود وجود دارد تا حدیکه یک شرکت استراتژی تمایز را دنبال می‌کند. و این در حالی است که کمتر به اندازه‌ای مرتبط است که شرکت استراتژی رهبری هزینه را دنبال می‌کند.

تحقیق ما چندین کمک و سهم قابل توجه در این حوزه دارد. اول اینکه ما موقعیتی را نشان دادیم که در آن یک واکنشی متمایز به اطلاعات به‌دست آمده از طریق دوپروکسی‌ایکه معمولاً استفاده می‌شد وجود دارد با نام بازده غیر عادی و حجم معاملات. علی‌رغم اینکه تحقیقات پیشین نشان می‌دادند که این دو معیار، جنبه‌های متفاوتی از محتوای اخبار را کسب خواهند کرد و لزوماً همزمان هم نیستند ما معتقدیم تحقیق ما اولین مقاله‌ای است که متوجه نوسانات مقطعی متمایز و قابل پیش‌بینی در این دو معیار شده است. بنابراین این مقاله به درک و استفاده از این دو معیار بررسی باور که بخاطر اعلام خبر یا اطلاعیه‌ها ایجاد می‌شود کمک می‌کند. این مقاله، تعبیر محتوای خبری اعلام سود را با استفاده از تنها یک معیار که ممکن است ناکافی باشد نشان می‌دهد. دوم اینکه با استفاده از دو پروکسی‌ایکه معمولاً استفاده می‌شود ما شواهد منحصر به فردی را از نوسانات مقطعی واکنش به بازار به اعلام سود با نشان دادن این رویداد در همان صنعت ارائه دادیم. پاسخ به اعلام سود براساس استراتژی‌های مختلفی که شرکت‌ها دنبال می‌کنند متغیر است. این نتایج نشان می‌دهد که نقش اطلاعاتی محقق شده توسط اعلام سود به روش مقطعی و قابل پیش‌بینی متفاوت است. این موضوع راهی را به درک ما اضافه می‌کند که چگونه گزارش دهی مالی اطلاعات جدیدی را برای شرکت کنندگان در بازار ارائه می‌دهد. از آنجا که ارقام حسابداری به عنوان منبع اخبار، مورد بحث اند، یافته‌های پژوهش ما بر این نیاز تاکید می‌کنند که تعامل استراتژی شرکت و گزارش دهی مالی را در نظر بگیریم. با توجه به شدت نسبتاً پایین روابط قیمت سهام / درآمدها در سطح بازار، شناسایی نوسانات مقطعی‌کمک می‌کند تا انواع مختلفی از شرکت‌ها را شناسایی کنیم که در آن اعلام سود حسابداری، نقش اطلاعاتی خاصی را محقق کرده که ممکن است که در غیر این صورت ممکن بود در تحلیل‌های سطح بازار، نادیده گرفته شود.

این امر، پیامدهای عملی دارد زیرا قانون‌گذاران، مدیران و سرمایه‌گذاران همه، به توانایی حسابداری برای انتقال اطلاعات جدید شرکت‌شان علاقمندند. نکته‌نهایی ما در این بخش، تاکید بر حوزه‌ای دیگر است که در آن پروکسی‌های استراتژی مبتنی بر حسابرسی در پاسخ به سوالات علمی و عملی مفید است.

از دیدگاه عملی، تحقیق ما برای مدیران شرکت، قانون‌گذاران و سرمایه‌گذاران، نتایجی دارد. ممکن است مدیران تمایل داشته باشند استراتژی شرکت را زمانی در نظر بگیرند که تصمیم به انتشار دارند. تحلیل گران و سرمایه‌گذاران، استراتژی شرکت را زمانی در ذهن بخاطر می‌سپارند که بخواهند انتشار سود شرکت را ارزیابی‌کنند. در نهایت، کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)، کمیته مشاوره بهبود و ارتقای گزارش مالی (ACIFR)، در سال ۲۰۰۸ به‌طور ویژه از حرکت

جدا از رهنمودهای خاص صنعت دفاع کردند تا قابلیت مقایسه افزایش یابد با توجه به اینکه بهترین رویکرد این امر خواهد بود: «تمرکز بر ماهیت خود فعالیت کسب و کار...». نتایج ما هم حاکی از ارزش بالقوه این رویکرد است.

منابع و مآخذ

- References Advisory Committee on Improvements to Financial Reporting (ACIFR) (2008). A Final Report of the Advisory Committee on improvements to financial reporting to the United States Securities and Exchange Commission. Washington: D. C. SEC. Ahmed, A., & Schneible, R. (2007). The impact of regulation fair disclosure on investors' prior information quality — Evidence from an analysis of changes in trading volume and stock price reactions to earnings announcements. *Journal of Corporate Finance*, 13(2–3), 282–299 .
- Ahmed, A., Schneible, R., Jr., & Stevens, D. (2003). An empirical analysis of the effects of online trading on stock price and trading volume reactions to earnings announcements. *Contemporary Accounting Research*, 20(3), 413–439.
- Ajinkya, B. B., Atiase, R. K., & Gift, M. J. (1995). Differential interpretation of quarterly earnings signals and trading volume (Working paper). Austin: University of Texas at Austin.
- Ali, A., Klasa, S., & Li, O. (2008). Institutional stakeholdings and better-informed traders at earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 47–61 .
- Allen, R. S. (2007). Porter's Generic Strategies: An exploratory study of their use in Japan. *Journal of Business Strategies*, 24(1), 69–90. Asdemir, O., Fernando, G. D., Schneible, R. A., & Tripathy, A. (2014). Firm Strategy and Information Asymmetry. Working Paper. Tacoma: University of Washington. Asdemir, O., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2013). Market perception of firm strategy. *Managerial Finance*, 39(2), 90–115. Atiase, R. (1985). Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 21–36
- Kim, O., & Verrecchia, R. (1997). Pre-announcement and event-period private information. *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 395–419 .
- Kothari, S. P., Laguerre, T. E., & Leone, A. (2002). Capitalization versus expensing: evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R&D outlays. *Review of Accounting Studies*, 7(4), 355–382 .
- Krishnaswami, S., & Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 73–112. Lev, B. (2001) Intangibles: Management, measurement, and reporting. Washington, DC: Brookings Institution Press. Lev, B. (2008). A rejoinder to Douglas Skinner's 'Accounting for intangibles — A critical review of policy recommendations. *Accounting and Business Research*, 38(3), 209–213 .
- Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 353–385 .
- Miles, R. E., & Snow, C. C. (1978). Organizational strategy, structure and process. New York: McGraw-Hill. Miles, R. E., & Snow, C. C. (2003). Organizational strategy, structure, and process. Stanford: Stanford University Press. Miller, A., & Dess, G. G. (1993). Assessing Porter's (1980) model in terms of its generalizability, accuracy and simplicity. *Journal of Management Studies*, 30(4), 553–585. Mintzberg, H. (1987). The strategy concept I: Five Ps for strategy. *California Management Journal*, 30(1), 11–24. Nair, A., & Filer, L. (2003).