فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره چهل ویکم، زمستان ۱۴۰۱- صفحات ۲۷۶-۲۵۳

اثر تعدیلی جبهه‌گیری مدیران بر روابط بین استراتژی تجاری و خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نوع مقاله: پژوهشی

حبیب پیری[۱]
حسین صامت[۲]
فرشته نامی فرد طهران[۳]

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۴/۱۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۵/۳۰

چکیده

هدف اصلی این تحقیق بررسی تاثیر تعدیلی جبهه گیری مدیران بر روابط بین استراتژی تجاری و خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. استراتژی تجاری با بهره-گیری از مدل ترکیبی بنتلی[۴] و همکاران(۲۰۱۴) و مدل حبیب و حسن[۵] (۲۰۱۷)، ریسک سقوط قیمت سهام به پیروی از مدل مدل ضریب منفی چولگی چن، هانگ و استین (۲۰۰۱) جبهه‌گیری مدیریتی از مدل چن و همکاران (۲۰۱۱) اندازه گیری شده است .جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری آن شامل داده های ۱۱۱ شرکت برای دوره ۷ ساله ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹است. روش نمونه گیری، روش حذفی سامانمند (غربالگری) می‌باشد. روش استفاده برای برآورد الگو روش رگرسیون چندمتغیره به روش داده های ترکیبی است. نتایج تحقیق نشان داد که بین استراتژی تجاری و خطر سقوط قیمت سهام رابطه معنی داری به لحاظ آماری وجود ندارد. همچنین جبهه گیری مدیران بر روابط بین استراتژی تجاری و خطر سقوط قیمت سهام اثر تعدیلی ندارد.

واژگان کلیدی: استراتژی تجاری، جبهه گیری مدیران، خطر سقوط قیمت سهام.
طبقه بندی JEL: M21 , M40, B26, G10

---

۱ استادیار گروه حسابداری، واحد زاهدان، دانشگاه آزاد اسلامی، زاهدان، ایران. (نویسنده مسئول)
Hhpiri1354@gmail.com
۲ دانشجوی دکتری حسابداری، واحد زاهدان، دانشگاه آزاد اسلامی، زاهدان، ایران.
Samer_1355@yahoo.com
۳ دانشجوی دکتری حسابداری، واحد زاهدان، دانشگاه آزاد اسلامی، زاهدان، ایران.
f.namifard.t@gmail.com
۴ Bentley
۵ Habib, A. & M.M. Hasan

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

مقدمه

ریسک سقوط قیمت سهام در بازار یکی از نگرانی‌های اصلی سرمایه‌گذاران است و پژوهش در این زمینه می‌تواند برای بازار سرمایه حائز اهمیت باشد. افزایش پدیده سقوط قیمت سهام، باعث بدبینی سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌شود که این مسأله در نهایت می-تواند سبب خارج ساختن منابع سرمایه‌گذاران توسط آنها از بورس اوراق بهادار شود؛ بنابراین دانستن علل وجود این پدیده، راه کارهایی که از بروز این پدیده در بازارهای سرمایه جلوگیری به عمل می آورد و مدل‌هایی که بتواند این پدیده را پیش‌بینی کند از اهمیت بسزایی برای اداره کنندگان بازار سرمایه برخوردار است (شهریاری و فدایی، ۱۳۹۹). سقوط قیمت سهام پدیده‌ای است که معمولاً به علت وجود حباب در قیمت سهام شرکت رخ می‌دهد. این مسئله ناشی از اقدام-های مدیریتی مانند تعویق در انتشار اخبار بد، تسر یع در انتشار اخبار خوب، فرار از مالیات، استمرار پروژه‌هایی با ارزش فعلی منفی، و عدم شفافیت اطلاعات مالی است (حاجیها و رنجبر ناوی، ۱۳۹۷). در این پدیده قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می‌شود. مدیریت شرکت بر اثر انگیزه‌های خود خواهان یا خیر خواهان، با استفاده از سیستم حسابداری اقدام با بیش نمایی عملکرد شرکت از راه تعویق در انتشار اخبار بد و نیز تسریع در انتشار اخبار خوب می‌کند. این روند موجب نبود شفافیت اطلاعات مالی و ایجاد حباب در قیمت سهام شرکت می‌شود (یویانسیا[۱] و همکاران، ۲۰۱۷). شرکتهای تهاجمی یا آینده نگر تقریباً قطب مخالف تدافعی‌ها هستند. توانایی آنها شناخت و بهره‌گیری از فرصت‌های بازاریابی و تولید محصولات جدید است. گاهی در اینگونه از سازمان‌ها نوآوری اهمیت بیشتری از سودآوری دارد. جهت‌گیری و استراتژی‌های منتخب سازمانی بر اطلاعات مالی شرکت تأثیرگذار است. تحلیلگران حدّ وسط مدافعان و مهاجمان قرار می‌گیرند؛ با عبارت دیگر، تحلیلگران حالتی دوگانه دارند و بخشی از خصوصیات هر دو گروه تدافعی و تهاجمی در آنها دیده می‌شود. منفعلان از سایر سازمان‌ها متفاوتند و پس از وقوع هر نوع رویداد، واکنش منفعلانه نشان می‌دهند مروری بر پیشینه پژوهش نشان می‌دهد که مدیران شرکتهای تهاجمی معمولاً علاقه بسیاری به نگهداشت اخبار بد دارند. همچنین ضعف در سیستم کنترل داخلی و موارد فراوان تجدید ارائه صورتهای مالی در شرکتهای تهاجمی نشان دهنده گزارشگریِ نادرست این شرکت‌ها است. درمجموع، موارد یاد شده به این مفهوم است که سطح عدم تقارن اطلاعاتی در شارکتهای تهاجمی بالاتر از شرکت‌های تدافعی است و ریسک سقوط قیمت سهام نیز در شرکتهای تهاجمی بیشتر است (بنتلی[۲] و همکاران، ۲۰۱۵).

---

۱ Yuliansyah,

۲ Bentley

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ توجه به ریسک سقوط قیمت سهام به طور فزاینده‌ای در بین دانشگاهیان و افراد حرفه‌ای افزایش یافت و کاهش شدید قیمت سهام و بی‌اعتمادی سرمایه گذاران نسبت به بازار سرمایه تبدیل به یکی از نگرانی‌های عمده سیاست‌گذاران در این حوزه شد. حتی در زمان بحران‌های مالی ترس سرمایه‌گذاران از این که قیمت سهام یک شرکت در آینده حتی بیشتر از پیش سقوط خواهد کرد باعث تشدید سقوط ارزش سهام شرکت‌ها در تمام بازار خواهد شد. بلانچارد[۱] (۲۰۰۹) بیان می‌کند در یک بازاری که با بحران مواجه است، اگرچه از بین بردن ریسک سقوط قیمت سهام مهم است ولی از بین بردن احساس ریسک سقوط قیمت مهمتر از ترمیم ارزش یک سهام است. سانتا کلارا و یان[۲] (۲۰۱۰) نشان دادند بازده مورد انتظار برای تحمل ریسک سقوط قیمت بیشتر از تحمل ریسک واقعی تحقق یافته است. تعریف سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است: الف- سقوط قیمت سهام، تغییری بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد؛ ب- این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی است؛ ج-سقوط قیمت سهام، پدیده‌ای واگیردار در سطح بازار است بدین معنی که کاهش قیمت سهام فقط به یک سهم خاص منجر نمی‌شود، بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می شود (بادآور نهندی و بابایی، ۱۳۹۸). بسیاری از منابع مالی استراتژی تجاری را برنامه کاری شرکت برای دستیابی به چشم انداز آتی، اولویت‌بندی اهداف، رقابت موفق و بهینه‌سازی عملکرد مالی با استفاده از مدل تجاری آن تعریف می‌کنند. استراتژی تجاری مسیر کسب و کار و چشم انداز آتی آن را مشخص می‌کند. توسعه کسب و کار و برنامه رشد برای رسیدن به اهداف شرکت به تعریف شفاف و واضح استراتژی تجاری بستگی دارد. زیرا تمرکز بر روی نقاط قوت شرکت باعث یافتن روش‌هایی برای ایجاد تمایل بین رقبا می‌شود. به طور کلی استراتژی تجاری تعیین می‌کند که شرکت چگونه مسیر رسیدن به اهدافش را می‌پیماید؛ با انتظارات مشتریانش مواجه می‌شود و مزیت رقابتی اول را در بین رقبا حفظ می‌کند (حیدرزاده هنزائی و حسین‌زاده ظروفچی، ۱۳۹۸). شرکتها نیز برای رشد و دستیابی به اهداف سازمانی ناچار به استفاده از مدیریت و برنامه‌ریزی استراتژیک هستند. در این راستا، مایلز و اسنو[۳] (۱۹۷۸)، استراتژی را به عنوان پاسخ مدیران ارشد به محدودیت‌ها و فرصت‌هایی که با آنها مواجه می‌شوند، تعریف می‌کنند. نمازی (۱۳۹۲) از دیدگاهی دیگر، استراتژی را سازه‌های داخلی و خارجی کلیدی که شرکت باید در آینده دنبال

---

۱ Blanchard, O

۲ Santa-Clara, P., & Yan, S

۳ Miles and Snow

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

نماید تا به مزیت رقابتی پایدار دسترسی پیدا کند، تعریف می‌نماید. این سازه‌ها شامل معیارهای مالی از قبیل سود، فروش، بازده سرمایه، رشد و همچنین، معیارهای غیرمالی از قبیل توسعه محصولات جدید، کیفیت محصول و رضایت مشتری است. تنها با تکیه بر این سازه‌ها است که شرکت می‌تواند به اهداف از قبل تعیین شده خود دست یابد. در واقع، استراتژی را می‌توان راه و روش تحقق مأموریت سازمان تلقی کرد، به گونه‌ای که سازمان از این راه عوامل خارجی (فرصتها و تهدیدها) و عوامل داخلی (قوت‌ها و ضعف‌ها) را بررسی و شناسایی کرده و از نقاط قوت داخلی و فرصت‌های خارجی به درستی بهره برداری نموده، ضعف‌های داخلی را از بین ببرد و از تهدیدهای خارجی بپرهیزد. همچنین، هورنگرن[۱] و همکاران (۲۰۱۲) نیز در توصیفی دقیق بیان می‌کنند استراتژی به گونه‌ای مشخص بیانگر این است که یک سازمان چگونه می‌تواند قابلیت‌های خود را با فرصت‌های موجود در بازار برای رسیدن به اهداف موردنظر تطبیق دهد. استراتژی، توصیف کننده این موضوع است که یک سازمان چگونه می‌تواند برای مشتریان خود ایجاد ارزش کند، در حالی که تفاوت‌های خود را از رقبای موجود حفظ کند. به گونه خلاصه، رقبای قوی، قدرت چانه‌زنی مشتریان و قدرت چانه زنی تأمین کنندگان مواد اولیه، باعث ایجاد فشار قابل توجهی بر قیمت فروش محصولات شرکت می‌شود (رنجبر و رجب‌دری، ۱۳۹۸). مطابق با اظهارات مارویان[۲] (۲۰۱۵) جبهه گیری از دو نقطه نظر مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد: جبهه‌گیری مدیر، این جبهه گیری به تمام رفتارهایی که موجب حفظ شغل، افزایش آزادی تصمیم‌گیری و حفظ سودهای شخصی است، مربوط می‌شود. دومین نوع، جبهه‌گیری سهامدار است. این نوع از جبهه‌گیری یا به عنوان یک نوع ابزار تخریب محسوب می‌شود، زمانی که هزینه‌های بالایی به شرکت تحمیل شده و سرمایه-گذاری‌های شرکت ناکارا است. یا به شکل یک ابزار مطلوب است، زمانی که ادامه حیات شرکت ممکن شده و با رشد شرکت مرتبط است.

پیشینه تجربی

امین عشایری(۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت های بورسی پرداخت. نتایج نشان دادند که بین قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت های بورسی رابطه معنی دار وجود دارد. ما تأثیر منفی قابل توجهی از ریسک سقوط قیمت سهام بر قدرت مدیر عامل را مطرح و پیدا کردیم، که نشان می دهد قدرت مدیر عامل پس از سقوط قیمت سهام کوچکتر می شود. ما همچنین دریافتیم که نتایج ما برای شرکت‌هایی با

---

۱ Horngren

۲ Marouan, K

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

مدیران عامل زن قوی‌تر است و عمدتاً توسط شرکت‌هایی با مدیران اجرایی کوتاه‌تر هدایت می‌شود. آزادی و همکاران (۱۴۰۰). در پژوهشی به بررسی اثر خوانائی صورت‌های مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام و رفتار سهامداران پرداختند. جامعه آماری پژوهش حاضر، بورس تهران است. داده‌های مورد نیاز از پایگاه اطلاعاتی ره‌آورد نوین، سایت سازمان بورس و سامانه کدال استخراج شده است. بر اساس غربالگری صورت گرفته، ۸۹ واحد طی بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ انتخاب و مطالعه شدند. نتایج نشان می‌دهد بین خوانائی گزارش‌های مالی با ریسک سقوط قمیت سهام و همچنین رفتار سهامداران، ارتباط معناداری وجود دارد.اما نتایج آزمون فرضیه سوم نشان داد که خوانایی تأثیر معنی‌داری بر رابطه بین ریسک نوسان قیمت سهام و رفتار سهامداران ندارد. پورحسین و همکاران (۱۴۰۰) در تحقیقی با عنوان ارایه الگویی جهت ارزیابی ریسک و رتبه‌بندی اعتباری داده‌های تجربی ۱۵۸ شرکت بورسی طی بازه زمانی ۱۳۹۷-۱۳۸۵ را مورد بررسی قرار دادند. برای اندازه‌گیری ریسک اعتباری از مدل بلک-شولز-مرتون و داده‌های مربوط به بازار (نوسان سهام، بازده سهام، ارزش شرکت، سودآوری) و معیارهای نقدشوندگی (معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، معیار نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود، معیار نسبت گردش سهام، معیار نسبت گردش به تغییرپذیری سهام) استفاده شد. پس از آزمون‌های آماری مشخص گردید از بین معیارهای نقدشوندگی به غیر از متغیر نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود و در بین متغیرهای مربوط به بازار سهام به غیر از شاخص سودآوری و نوسان سهام بقیه متغیرها دارای ارتباط معنادار با احتمال نکول و ریسک نکول دارند. داداش زاده (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی نقش تعدیلی مالکیّت نهادی بر ارتباط بین فرهنگ کُنفُوسیوس‌گرایی (مدیران) و ریسک سقوط قیمت سهام پرداخت. برای انجام این پژوهش، اطّلاعات صورت‌های مالی ۱۱۶ شرکت بورسی در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ جمع‌آوری شده است. برای آزمون فرضیّه‌های پژوهش، از مدل رگرسیون لاجیت و چندمتغیّره با داده‌های تابلویی به روش‌های اثرات ثابت و تصادفی استفاده شده است. برای اندازه‌گیری فرهنگ کُنفُوسیوس‌گرایی از معیار موقعیّت جغرافیایی از مدل دو (۲۰۱۵) استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین فرهنگ کُنفُوسیوس-گرایی و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط وجود ندارد. همچنین، مالکیّت نهادی موجب تضعیف ارتباط منفی بین فرهنگ کُنفُوسیوس‌گرایی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها نمی‌شود. ریسک سقوط قیمت سهام متوجّه پیامدهای فرهنگ کُنفُوسیوس‌گرایی نمی‌گردد که این موضوع به شرایط حاکم در بازار سرمایه ایران برمی‌گردد و همچنین، متغیّر فرهنگ کُنفُوسیوس‌گرایی یک موضوع جدید بوده و مبانی نظری آن و نیز میزان اهمیّت آن عملاً برای مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان شرکت‌ها قابل لمس و یا مشهود نبوده است. در شرکت‌های ایرانی، مالکیّت نهادی نیز نتوانسته است در تبیین ارتباط فرهنگ

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

کُنفُوسیوس‌گرایی و ریسک سقوط قیمت سهام نقش مؤثّری ایفا نماید. حبیب زاده بایگی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به ارائه مدلی برای تشخیص زمان سقوط قیمت سهام پرداختند. برای این منظور، تعداد ۴۹۵۵۹ داده مربوط به بازده ماهانه ۲۹۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی مهرماه ۱۳۷۱ الی فروردین ماه ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفت. به منظور راستی آزمایی مدل طراحی شده، ۹۰ درصد از شرکت‌های مورد بررسی (۲۶۹ شرکت)، به صورت تصادفی به عنوان شرکت‌های آموزش برای طراحی مدل انتخاب شدند و ۱۰ درصد باقی مانده (۳۰ شرکت) به‌عنوان شرکت‌های آزمایش برای راستی‌آزمایی مدل مورد استفاده قرار گرفتند. نتایج نشان دادند که مدل تعیین شده بر مبنای نسبت درست‌نمایی، توانایی تشخیص زمان سقوط قیمت سهام شرکت‌های مورد مطالعه را مطابق با هدف پژوهش دارد دامن کشیده و کیقبادی (۱۳۹۹). در پژوهشی به بررسی تاثیرمحدودیت در تامین مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام با تاکید بر نقش تعدیل کننده اجتناب مالیاتی پرداختند. با استفاده از داده هـای ۱۶۵ شـرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در فاصلهٔ سالهای ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷به عنوان نمونـهٔ پـژوهش انتخاب و سپس از رگرسیون چند متغیره از نوع مدل پانل دیتـا و روش حـداقل مربعـات تعمـیم یافتـه (GLS)جهت آزمون فرضـیه هـای پژوهش اسـتفاده گردیده اسـت. یافته های پژوهش حاکی از آن است که محدودیت در تامین مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر مستقیم داشته و اجتناب مالیاتی نیز در کنار این محدودیت می تواند باعث افزایش ریسک سقوط قیمت سهام گردد. رحیمی‌پور و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیقی با عنوان تأثیر اندازه دولت بر بازدهی و قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران داده‌های فصلی دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۵ و برای تعداد ۵۲ شرکت بورس اوراق بهادار که از بزرگ‌ترین شرکت‌های مطرح در بورس اوراق بهادار بودند انتخاب و از طریق روش داده‌های تابلوئی تأثیر اندازه دولت بر بازدهی سهام مورد بررسی قرار دادند. برای مقایسه کشور ایتالیا نیز مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان داده است که هرچه اندازه دولت در ایران بیشتر باشد، بازدهی سهام نیز افزایش می‌یابد و در کشور ایتالیا هر چند اندازه دولت بیشتر باشد، بازدهی سهام منفی می‌باشد. فرزاد و قاسمی (۱۳۹۹) در پژوهشی به شناسایی عوامل موثر بر سقوط قیمت سهام پرداختند. این بررسی نشان داد که طی ده سال گذشته مطالعات زیادی در زمینه خطر سقوط قیمت سهام در داخل کشور انجام گرفته است و در اکثر مطالعات پیشین توجه اصلی بر روی عوامل مؤثر بر خطر سقوط قیمت سهام بوده و تحقیقات بسیار کمی در رابطه با روش مورداستفاده برای پیش‌بینی خطر سقوط قیمت سهام انجام شده است. همچنین از روش‌های مختلف اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام استفاده شده اما نتیجه‌گیری‌ها بر مبنای روش‌های مختلف اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام، به تفکیک بررسی نشده است. بررسی این مطالعات نشان می‌دهد که

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

متغیرهایی مانند محافظه‌کاری، مدیریت سرمایه در گردش، سرمایه‌گذاران نهادی، کیفیت حسابرسی، انعطاف‌پذیری مالی، سودآوری، بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، نسبت کیوتو بین، تداوم انتخاب حسابرس، تخصص حسابرس در صنعت، مالکیت مدیریتی، استقلال اعضای هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه رییس هیأت مدیره، بدهی‌های کوتاه‌مدت، سررسید بدهی، پرداخت سود سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. درحالی‌که بین عدم شفافیت اطلاعات مالی، ناهمگنی عقاید سرمایه‌گذاران، اظهارنظر تعدیل‌شده، تجدید سازمان، هزینه اختیاری غیرعادی، جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی، مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره، ضعف‌های عمده کنترل داخلی، نقدشوندگی، اطمینان بیش از حد مدیریتی، عدم تقارن اطلاعاتی، مراحل رشد و افول، اجتناب از مالیات، تمرکز مالکیت، راهبرد تجاری اکتشافی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد همچنین بین بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی، نسبت قیمت به سود هر سهم، میانگین بازده واقعی، با خطر سقوط قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد. شهریاری و فدایی (۱۳۹۹). در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش دوره تصدی مدیرعامل و رقابت در بازار محصول پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری آن شامل داده های ۱۰۵ شرکت برای دوره ۸ ساله ۱۳۹۷-۱۳۹۰ است. روش نمونه گیری، روش حذفی سامانمند می‌باشد. روش مورد استفاده برای برآورد الگو روش رگرسیون چندمتغیره به روش داده های ترکیبی است. نتایج تحقیق نشان داد که توانایی مدیران تاثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. همچنین نتایج نشان داد که با در نظر گرفتن نقش تعدیل کنندگی دوره تصدی مدیر عامل، توانایی مدیران تاثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. سایر نتایج نشان داد که با در نظر گرفتن نقش تعدیل کنندگی رقابت در بازار محصول، توانایی مدیران تاثیر معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. بادآور نهندی و بابایی (۱۳۹۸). در پژوهشی به شناسایی ارتباط قابلیت مقایسه صورت های مالی و ریسک سقوط قیمت سهام با تاکید بر نقش عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از نمونه آماری، شامل ۱۳۲ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۴ پرداختند. نتایج پژوهش نشان دادند که بین قابلیت مقایسه صورت های مالی و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. همچنین یافته های پژوهش نشان می دهد این ارتباط منفی در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بالا تشدید می شود.

کای[۱] و همکاران(۲۰۱۹)، در پژوهشی با عنوان توانایی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام، به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت ها پرداخته اند. این پژوهش در

۱ Cui

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

بازه زمانی۱۹۹۱-۲۰۱۴ با استفاده از تعداد مشاهدات ۵۳۱۴۸ سال -شرکت انجام شده است. با استفاده از نمونه های بزرگی از شرکت های ایالات متحده، نتایج نشان داد که مدیران با توانایی بالا با احتمال بالای سقوط قیمت سهام در آینده در ارتباط هستند .این رابطه مثبت زمانی که مدیران دارای نگرانی های وابستگی شغلی، داشتن دانش بهتر از اطلاعات عملیاتی و مشارکت در فعالیت های ریسکی بیشتر هستند، بیشتر به چشم می آید .علاوه بر این، نتایج نشان داد که ذخیره کردن خبر بد و سرمایه گذاری بیش از حد، دو کانال امکان پذیر است که از طریق توانایی مدیریت، خطر سقوط قیمت سهام را افزایش می دهد. به طور کلی، یافته ها نشان می دهد که توانایی های مدیریتی ممکن است هزینه بر باشد زیرا مدیران توانا تر ممکن است منجر به ریسک سقوط بیشتر شود. المامون[۱] و همکاران(۲۰۱۹)، در پژوهشی با عنوان قدرت مدیرعامل بر ریسک سقوط قیمت آتی سهام به بررسی تأثیر ۱۹۹۳-۲۰۱۳ با استفاده از تعداد مشاهدات ۱۴۷۸۸۰ سال -شرکت انجام شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین قدرت مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت آتی سهام رابطهٔ مثبتی وجود دارد .همچنین نتایج پژوهش آنان نشان داد تأثیر اجتناب مالیاتی، انگیزه های مالی مدیر و اعتماد بی ازحد مدیرعامل در شرکت های با مدیریت قدرتمند در مقایسه با شرکت های دارای مدیرعامل ضعیف، بر ریسک سقوط قیمت سهام بیشتر است. آندرو[۲] و همکاران (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان سن مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام به بررسی رابطهٔ میان عمر مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۹۵-۲۰۱۳ با استفاده از تعداد مشاهدات ۱۸۶۴۹ سال-شرکت انجام شده است. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که شرکت های با مدیرعامل جوان تر، بیشتر سقوط قیمت سهام را تجربه کردند. این ریزش قیمت بیشتر ناشی از افشای اخبار بدی بوده است که در اثر افشای افزایش سودهای اعلان شده در دوره های متوالی حاصل شده است. حبیب و حسن[۳](۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان توانایی مدیران، کارایی سرمایه گذاری و ریسک سقوط قیمت سهام، به بررسی تاثیر توانایی مدیران بر سطوح کارایی سرمایه گذاری شرکت ها و چگونگی تاثیر آن بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداخته اند .این پژوهش در بازه زمانی۱۹۸۷-۲۰۱۲ با استفاده از مشاهدات ۲۶۷۱۵۴ سال-شرکت انجام شده است. نتایج پژوهش نشان داد که توانایی مدیران رابطه مثبتی با تمایل شرکت ها به سرمایه گذاری بیش از حد دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان می دهد که در شرکت های با مدیران توانمندتر ریسک سقوط قیمت سهام نیز افزایش می یابد که این موضوع از طریق کانال عدم کارایی سرمایه گذاری

---

۱ Al Mamun

۲ Andreou

۳ Habib, & Hasan

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

امکان پذیر است. کیم و همکاران (۲۰۱۶)، به بررسی تأثیر قابلیت مقایسه صورتهای مالی بر ریسک سقوط مورد انتظار قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد ریسک سقوط مورد انتظار با افزایش قابلیت مقایسه صورتهای مالی کاهش می‌یابد و این رابطه منفی در محیط‌هایی شدیدتر است که در آن مدیران بیشتر به دنبال مخفی کردن اخبار منفی هستند. همچنین آنها نشان دادند قابلیت مقایسه می‌تواند واکنش نامتقارن بازار به افشای اخبار منفی و اخبار مثبت را کاهش دهد. طبق یافته‌های این محققین قابلیت مقایسه صورتهای مالی تمایل مدیران برای مخفی کردن اخبار منفی را کاهش می‌دهد. این موضوع باعث کاهش میزان ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت از دیدگاه سرمایه گذاران می‌شود.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری فوق فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر ارائه شده است:

- فرضیه اول: بین استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط وجود دارد.
- فرضیه دوم: جبهه گیری مدیران رابطه بین استراتژی تجاری ریسک سقوط قیمت سهام را تعدیل می‌کند.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت از نوع همبستگی می‌باشد؛ زیرا ازیک طرف وضع موجود را بررسی می-نماید و از سوی دیگر رابطه میان متغیرهای مختلف را با به کارگیری تحلیل رگرسیون کشف و یا تعیین می‌نماید. با توجه به این مطالب پژوهش. حاضر از نظر هدف کاربردی می باشد؛ زیرا یافته-های این پژوهش می تواند مورد استفاده دیگر ذینفعان قرار بگیرد. در پژوهش حاضر جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات مدل‌های رگرسیون چند متغیره به روش داده های ترکیبی به کار گرفته می‌شود. علاوه بر این نرم افزارهای اکسل و ایویوز جهت تحلیل نتایج مورداستفاده قرار گرفته است.

جامعه آماری پژوهش

جامع آماری پژوهش محدود و هدفمند است و از بین شرکتهای پذیرفت شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ ، با برخورداری از ویژگی‌های زیر انتخاب شده است

- برای این که اطلاعات شرکتهای منتخب قابلیت مقایسه را داشته باشند، پایان سال مالی این شرکتها به پایان اسفند ماه ختم شود
- شرکتهای منتخب از جمله بانک ها، موسسات مالی و اعتباری، بیمه و لیزینگ نباشند تا از این طریق اطلاعات به دست آمده قابلیت همگن شدن را داشته باشند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

- در بازه زمانی مورد پژوهش حداقل هر سه ماه یکبار سهام شرکت ها مبادله گردیده باشد.
- در بازه زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.
- اطلاعات شرکتهای منتخب برای انجام پژوهش قابلیت دسترسی را داشته باشند.

با توجه به شرایط نامبرده تعداد ۱۱۱ شرکت به عنوان نمونه آماری به روش غربالگری انتخاب گردید.

تبیین مدل و انداز ه‌گیری متغیرها

مدل فرضیه اول:

$$NCSKEW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STRATEGY_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 BM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه دوم:

$$NCSKEW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STRATEGY_{i,t} + \beta_2 OINV_{i,t} + \beta_3 STRATEGY_{i,t} * OINV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 BM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در ادامه متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل، تعدیل‌کننده و کنترلی است که در ادامه به توصیف آنها پرداخته می‌شود.

متغیر وابسته- خطر سقوط قیمت سهام[۱] :

برای اندازه گیری خطر سقوط قیمت سهام از مدل ضریب منفی چولگی چن، هانگ و استین (۲۰۰۱) استفاده شده است. هر چه مقدار ضریب منفی چولگی ماهانهٔ سهام بیشتر باشد، آن شرکت در معرض سقوط قیمت سهام بیشتری قرار دارد. معیار ضریب منفی چولگی بر مبنای بازده ماهانهٔ خاص شرکت و با استفاده از رابطهٔ 3 محاسبه می شود:

$$W_{i,t} = Ln(1 + \varepsilon_{i,t})$$

در این رابطه W_{jt} بازده ماهانه خاص شرکت j در ماه t طی سال مالی است و ε_{it} بازده باقی مانده سهام شرکت j در ماه t و عبارت است از باقی مانده مدل در رابطه:

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

۱ Risk of falling stock prices

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

$r_{j,t}$بازده سهام شرکت j در ماه t طی سال مالی$r_{m,t}$ بازده بازار در ماه t است . برای محاسبهٔ بازده ماهانهٔ بازار، شاخص کل ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می شود.

چولگی منفی بازده سهام: چن و همکاران[۱](۲۰۰۱)، معتقدند که نشانه‌های سقوط قیمت سهام از یک سال قبل از وقوع این پدیده شکل می‌گیرد و یکی از این نشانه‌ها وجود چولگی منفی در بازده سهام شرکت است. بنابراین شرکتهایی که در سال گذشته چولگی منفی بازده سهام را تجربه کرده‌اند، با احتمال بیشتری در سال آینده با پدیده سقوط قیمت سهام مواجه خواهند بود. هانگ و استین[۲] (۲۰۰۳)، نیز بیان کردند که چولگی منفی بازده سهام یک راه جایگزین برای اندازه گیری عدم تقارن در توزیع بازده است. برای محاسبه چولگی منفی بازده سهام از رابطه زیر استفاده می-شود:

$$NCSKEW_{j,t} = -\left[N(N-1)^{3/2}\sum W_{j,t}^{3}\right]/\left[(N-1)(N-2)(\sum W_{j,t}^{2})^{3/2}\right]$$

در رابطه فوق:

$NCSKEW_{j,t}$چولگی منفی بازده ماهانه سهام شرکتj طی سال مالیt

$W_{j,t}$بازده ماهانه خاص شرکتj طی سال مالیt

N تعداد ماه‌هایی که بازده آنها محاسبه شده است (شهریاری و فدایی، ۱۳۹۹).

متغیر مستقل - استراتژی تجاری (STRATEGY):

در این پژوهش اندازه‌گیری استراتژی تجاری با بهره‌گیری از مدل ترکیبی بنتلی[۳] و همکاران(۲۰۱۴) و مدل حبیب و حسن[۴] (۲۰۱۷)، انجام شده است. پنج معیار برای اندازه گیری مطرح شده است که عبارتند از: رشد فروش، نسبت هزینه‌های اداری و فروش، شدت سرمایه، تعداد کارکنان با فروش و انحراف معیار تعداد کارکنان. در مرحل نخست، میزان رشد فروش هر شرکت نمونه نسبت به سال قبل محاسبه می‌شود. سپس شرکت‌ها با توجه به نسبت محاسبه شده، از بزرگ با کوچک مرتب می شوند و با توجه با پنجک‌های آماری، به هر یک از شرکت‌ها نمره ۱ تا ۵ تعلق می‌گیرد. نمره ۱ را شرکتی دریافت می‌کند که بیشترین نسبت را داشته باشد. در مرحله دوم، نسبت هزینه‌های اداری و فروش به مبلغ فروش هر شرکت نمونه محاسبه می‌شود. ادامه روند این

---

۱ Chen et al

۲ Hong & Stein

۳ Bentley

۴ Habib, A. & M.M. Hasan

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

مرحله مانند مرحله نخست (مرتب کردن، اختصاص نمره ۱ تا ۵ و .....) است. در مرحله سوم، شدت سرمایه از تقسیم دارایی‌های ثابت با کل دارایی‌های هر شرکت نمونه محاسبه می‌شود. ادامه روند و توضیحات این مرحله مانند دو مرحله پیش است. در مرحله چهارم، نسبت تعداد کارکنان به فروش هر شرکت نمونه محاسب می‌شود. ادامه روند این مرحله نیز مشابه با مراحل پیشین است. در مرحل پنجم، انحراف معیار تعداد کارکنان در هر شرکت نمونه محاسبه می‌شود و در ادامه، باز هم روندی مشابه با مراحل قبل انجام می‌شود. در مرحله پایانی، جمع امتیاز هر شرکت محاسبه می‌شود. بیشترین امتیازِ ممکن عدد ۲۵ است. این عدد نشان دهنده استراتژی تجاری تهاجمی است. کمترین امتیازِ ممکن هم عدد ۱ است که بیانگر استراتژی تجاری تدافعی است؛ به عبارت دیگر، افزایش امتیاز محاسبه شده به معنای آن است که استراتژی تجاری شرکت از حالت تدافعی به حالت تهاجمی تغییر کرده است (حاجیها و رنجبر ناوی، ۱۳۹۷).

متغیر تعدیل‌گر - جبهه‌گیری مدیریتی: برای اندازه گیری جبهه گیری مدیریتی به پیروی از تقی زاده و زینالی (۱۳۹۶)، از ریسک سرمایه گذاری بیشتر از حد بشرح زیر استفاده شده است.

ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر از حد(OINV): در این پژوهش از مدل چن و همکاران (۲۰۱۱) برای اندازه گیری ریسک سرمایه گذاری بیشتر از حد استفاده می‌شود.

$$INVESTMENT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{i,t-1} + \beta_2 REVGRW_{i,t-1} + \beta_3 NEG_{i,t-1} \times REVGRW_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل

سرمایه گذاری کل($\boldsymbol{INVESTMENT_{i,t}}$): نسبت خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود بر دارایی‌های کل؛

رشد منفی فروش($\boldsymbol{NEG_{i,t-1}}$): اگر رشد فروش شرکت در سال $t-1$ منفی باشد یک در غیر این صورت صفر

رشد فروش($\boldsymbol{REVGRW_{i,t-1}}$): درصد فروش شرکت از سال $t-1$ به سال $t-2$

بر اساس این رویکرد، سرمایه‌گذاری کل تابعی از رشد منفی فروش و فرصت‌های رشد است. از طریق جایگذاری رقم محاسبه شده بابت سرمایه گذاری کل در مدل رگرسیونی فوق پسماندهای این مدل محاسبه می‌شود. پسماندهای مثبت نشان دهنده سرمایه گذاری بیشتر از حد و پسماندهای منفی نشان دهنده سرمایه‌گذاری کمتر از حد است. اگر پسماندها، مثبت (سرمایه گذاری بیشتر از حد) باشد از متغیر موهومی یک در غیر این صورت از متغیر موهومی صفر استفاده می‌شود (تقی زاده و زینالی، ۱۳۹۶).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

متغیرهای کنترل:

اهرم مالی(LEV): که از طریق نسبت کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها بدست می‌آید. هدف از این کار کنترل تاثیر پوشش بدهی بر سودآوری و ثروت است. خان واتس[۱](۲۰۰۹)، بیان کردند که در شرکتهایی با اهرم مالی بالاتر، تضادهای نمایندگی بیشتری بین سهامداران و اعتبار دهندگان وجود دارد که این می‌تواند احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش دهد.

اندازه شرکت(SIZE): شرکتهای بزرگ به واسطه شرایط خاصی که دارند همواره مورد توجه گروه‌های مختلف قرار دارند این موضوع باعث می‌شود که کیفیت اطلاعات افشا شده از سوی این شرکتها توسط مراجع نظارتی متعدد مورد بررسی قرار گیرد از سوی دیگر با توجه به نیاز شرکتهای بزرگ جهت تامین وجوه مورد نیاز آنها انگیزه دارند تا از طریق افزایش کیفیت گزارشگری مالی و فرایند افشای اطلاعات هزینه‌های سرمایه خود را کاهش دهند. از این رو در شرکتهای بزرگ احتمال اندکی برای انباشت و عدم افشای اخبار بد وجود دارد این موضوع از ورود ناگهانی توده اخبار بد جلوگیری کرده و در نتیجه ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد برای اندازه‌گیری اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های استفاده می‌کنیم (کیم و ژانگ[۲]، ۲۰۱۰).

فرصتهای رشد (MB): متغیر مزبور، ابتدا ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت، از مجموع سرمایه ثبت شده، اندوخته قانونی، اندوخته احتیاطی، اندوخته طرح و توسعه و سود و زیان انباشته مندرج در ترازنامه شرکت به دست می‌آید. سپس ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت، از حاصل ضرب تعداد سهام عادی طی سال مالی و قیمت سهام در پایان سال مالی به دست می‌آید. سپس ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم می‌گردد (شهریاری و فدایی، ۱۳۹۹). خان و وانس (۲۰۰۹)، بیان کردند که شرکتهایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازارحقوق صاحبان سهام بالا فرصتهای سرمایه‌گذاری بیشتری پیش روی خود دارند گزینه های بیشتر برای رشد ارتباط مثبتی با هزینه‌های نمایندگی دارد بعلاوه انتظار میرود شرکتهایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازارحقوق صاحبان سهام بالا نوسان بیشتری داشته

---

۱ Khan, M. and R. L. Watts

۲ Kim, J. B., Zhang, L

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

باشند زیرا بخش بیشتری ار ارزش بازار آنها به سبب فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که بازدهی آنها همراه با نوسان است که این موضوع احتمال اقامه دعوی علیه شرکت را افزایش می‌دهد و همچنین این موارد احتمال سقوط قیمت سهام را نیز می‌توانند افزایش دهند (خان و واتس، ۲۰۰۹).

بازده حقوق صاحبان سهام(ROE): عبارت است از نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام. هاتن[۱] و همکاران (۲۰۰۹)، بیان کردند که شرکتهای با بازده حقوق صاحبان سهام بالاتر(به عنوان معیار عملکرد بهتر)، ریسک سقوط سهام پایین تری دارند.

یافته‌های پژوهش

قبل از تحلیل آماری داده های پژوهش، لازم است داده‌های متغیرهای مورد استفاده در پژوهش توصیف شوند. این کار اقدامی در جهت الگوی حاکم و پایه و اساس وابط بین متغیرهاست. لذت قبل از تحلیل فرضیات، متغیرهای پژوهش موردی مورد بررسی قرار می‌گیرد که نتایج آن در جدول شماره۱بشرح زیر ارائه شده است.

جدول شماره ۱. توصیف متغیرهای کمی پژوهش

شرح متغیر		خطر سقوط قیمت سهام	استراتژی شرکت	اهرم مالی	اندازه شرکت	فرصتهای رشد	بازده حقوق صاحبان سهام
تعداد	شرکت	۱۱۱	۱۱۱	۱۱۱	۱۱۱	۱۱۱	۱۱۱
	سال- شرکت	۷۷۷	۷۷۷	۷۷۷	۷۷۷	۷۷۷	۷۷۷
میانگین		-۰,۱۴۰	۱۴,۹۸۷	۰,۵۹۵	۱۴,۷۵۱	۰,۲۵۸	۰,۱۱۴
میانه		-۰,۱۰۳	۱۵,۰۰۰	۰,۵۸۲	۱۴,۵۷۷	۰,۱۹۰	۰,۰۸۸
ماکزیمم		۲,۴۵۳	۲۴,۰۰۰	۱,۷۵۴	۲۰,۷۶۸	۱,۵۷۱	۰,۶۸۲
مینیمم		-۲,۰۳۳	۵,۰۰۰	۰,۰۵۷	۱۱,۱۱۶	-۶,۴۰۶	-۱,۰۶۳
انحراف معیار		۰,۶۵۹	۳,۱۲۴	۰,۲۴۲	۱,۵۵۳	۰,۴۱۷	۰,۱۷۳
چولگی		-۰,۰۰۵	-۰,۰۰۹	۰,۹۸۴	۱,۰۴۵	-۶,۵۲۳	-۰,۴۹۰
کشیدگی		۳,۵۴۰	۲,۶۹۶	۶,۰۸۷	۴,۸۷۰	۹۸,۲۸۵	۷,۹۷۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۱ Hutton

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

جدول شماره ۱ نشان دهنده پارامترهای توصیفی هر متغیر بصورت جداگانه می‌باشد. این جدول نشان دهنده آمار توصیفی تمامی داده‌های متغیرهای کمی پژوهش مورد استفاده در سطح شرکتهای نمونه آماری است. مهمترین شاخص مرکزی معمولاً میانگین بوده که شاخص اصلی برای مرکزیت داده ها محسوب می‌شود. برای نمونه این مقدار برای متغیر اهرم مالی برابر ۰,۵۹۵ بوده که نشان می‌دهد. ۵۹,۵ درصد دارایی‌های شرکت‌های نمونه آماری را کل بدهی‌های شرکت به خود اختصاص داده‌اند. در بخش شاخص‌های پراکندگی هم معمولاً انحراف معیار متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. این شاخص نشان دهنده میزان پراکندگی از میانگین نمونه مورد آزمون می‌باشد. برای نمونه این شاخص برای متغیر بازده حقوق صاحبان سهام برابر با (۰.۱۷۳) می‌باشد. که نشان دهنده فاصله کم این متغیر از مرکزیت داده مورد نظر است.

جدول شماره۲. توصیف متغیر کیفی جبهه‌گیری مدیریتی

شرح		فراوانی	درصد	درصد تجمعی
جبهه‌گیری مدیریتی	عدم جبهه‌گیری مدیریتی	۶۵۹	۸۴,۸۱	۸۴,۸۱
	دارای جبهه‌گیری مدیریتی	۱۱۸	۱۵,۱۹	۱۰۰,۰۰
جـــــمـــــع		۷۷۷	۱۰۰,۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به جدول۲در ۱۱۸ سال-شرکت، یا ۱۵,۱۹ درصد از شرکت‌های نمونه آماری جبهه-گیری مدیریتی وجود دارد. در نهایت با توجه به ماهیت داده‌های مورد استفاده در این پژوهش(داده‌های تلقیقی-دیتا پانل) تعداد مشاهدات بر اساس دوره و تعداد شرکت ۷۷۷ سال-شرکت می‌باشد.

با اینکه نرمال بودن بودن متغیرهای پژوهش یکی از پیش شرط‌های رگرسیون می‌باشد ولی از نظر گجراتی می‌توان این شرط را در قالب متغیر وابسته مطرح نموده و یا حتی در نظر گرفته نشود. در آزمون جاک برا اگر سطح معنی داری متغیرهای پژوهش بیشتر از ۵٪ باشد متغیر مورد نظر نرمال بوده و در غیر اینصورت نرمال نمی‌باشد. روش‌های مختلفی برای نرمال کردن وجود دارد که عبارتند از: توابع نمایی یا لگاریتمی، مثلثاتی، معکوس و ..... که در این میان آزمونی تحت عنوان جانسون در نرم‌افزار مینی تب وجود دارد که روش‌های ذکر شده را انجام داده و بهترین آنها را انتخاب کرده و تحت عنوان متغیر نرمال خروجی ارائه می‌دهد. در صورت عدم نرمال سازی متغیر وابسته که منجر به نرمال شدن مدل می‌شود. با استفاده از قضیه حد مرکزی با توجه با تعداد مشاهدات بیشتر فرض نرمال بودن متغیرهای پژوهش را می‌پذیریم. در جدول۳، با توجه به نتایج

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

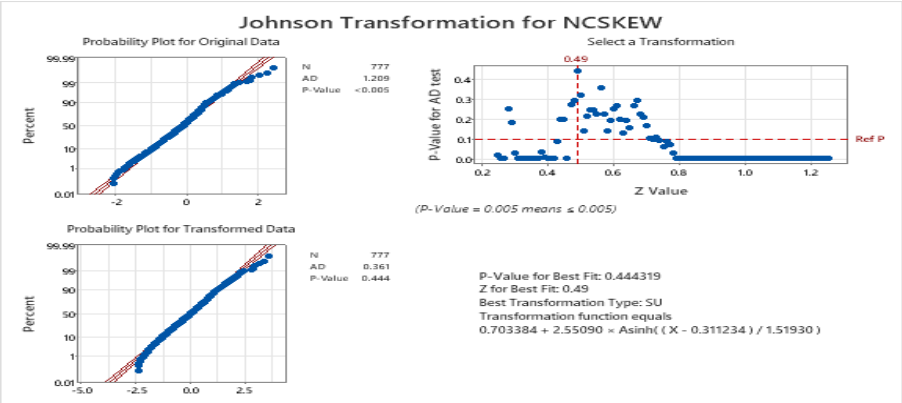
آزمون جاک برا سطح معنی داری تمام متغیرها کمتر از پنج درصد بوده فلذا از توزیع نرمال بهره نمی‌برند بنابراین با استفاده از آزمون تبدیلات جانسون نسبت به نرمال سازی متغیر وابسته (خطر سقوط قیمت سهام) اقدام می‌نمائیم که نتایج آن در نمودار ۱ ارائه گردیده است.

جدول شماره۳: آزمون تشخیص توزیع نرمال جارکو برا

نام متغیر	سطح معناداری جارکو برا	تفسیر
خطر سقوط قیمت سهام	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
استراتژی تجاری	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
جبهه گیری مدیریت	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اندازه شرکت	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اهرم مالی	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
فرصتهای رشد	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
بازده حقوق صاحبان سهام	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نمودار ۱نشان دهنده نتایج نرمال سازی متغیر وابسته پژوهش یعنی اجتناب مالیاتی است با توجه به این نمودار مقدار P-VALUE بدست آمده کمتر از ۰,۰۵ بوده بنابراین متغیر وابسته با استفاده از روش‌های مجاز نرمال سازی (مانند توابع لگاریتمی، معکوس، مثلثاتی و ....) نرمال گردید.



نمودار۴-۱: نتایج نرمال سازی متغیر وابسته توسط آزمون جانسون

منبع: یافته های پژوهشگر

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

در یک رگرسیون ممکن است با وجود ضریب تعیین تعدیل شده بالا، آماره ضرایب نیز بیشتر شود که در این حالت می‌گوئیم رگرسیون کاذب ایجاد شده، این امر باعث باعث استنباط‌های غلط در مورد میزان ارتباط بین متغیرها ایجاد شود. برای جلوگیری از این استنباط‌های غلط می‌توان از آزمون لوین، لین و چو،آزمون هریس و. . . استفاده کرد. نتایج این آزمون در جدول شماره ۴ خلاصه عرضه می‌گردد.

جدول شماره۴: نتایج آزمون مانایی

نام متغیر	آماره z	سطح معناداری	نتیجه
خطر سقوط قیمت سهام	-۲۵,۴۰۲	۰,۰۰۰	مانا است
استراتژی تجاری	-۶,۲۷۱	۰,۰۰۰	مانا است
جبهه گیری مدیریت	-۶,۶۹۰	۰,۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	-۵۴,۵۷۲	۰,۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	-۱۵,۹۴۵	۰,۰۰۰	مانا است
فرصتهای رشد	-۱۷,۱۱۴	۰,۰۰۰	مانا است
بازده حقوق صاحبان سهام	-۸,۵۹۰	۰,۰۰۰	مانا است

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول ۴ ، سطح معنی‌داری تمامی متغیرها کمتر از پنج درصد است فلذا متغیرهای پژوهش ابستا و مانا می‌باشند. و رگرسیون کاذب در پژوهش ایجاد نمی‌شود.

فرضیه اول: بین استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط وجود دارد.

جدول شماره ۵: تخمین نهایی رابطه **استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام**

$$NCSKEW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STRATEGY_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 BM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	ضرایب	خطا	آمارهt	سطح معناداری	ازمون هم خطی
استراتژی تجاری	۰,۰۰۴	۰,۰۲۰	۰,۲۱۹	۰,۸۲۵	۱,۱۰۵
اندازه شرکت	-۰,۱۶۶	۰,۰۶۱	-۲,۷۰۴	۰,۰۰۷	۱,۳۵۴
اهرم مالی	-۰,۵۳۵	۰,۳۶۰	-۱,۴۸۵	۰,۱۳۷	۱,۹۷۵
فرصتهای رشد	-۰,۵۴۷	۰,۲۸۶	-۱,۹۱۰	۰,۰۵۶	۱,۸۰۸

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

بازده حقوق صاحبان سهام	-۰,۱۱۰	۰,۰۹۳	-۱,۱۸۱	۰,۲۳۷	۱,۱۰۵
C (عرض از مبدا)	۲,۸۱۱	۰,۹۲۹	۳,۰۲۵	۰,۰۰۲	----
ضریب تعیین	۰,۲۶۳	دوربین واتسون	۲,۳۵۶		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۱۳۴	نوع آزمون	اف لیمر	هاسمن	
آماره فیشر	۲,۰۵۲	آماره (سطح معنی داری)	۲,۰۲۷(۰,۰۰۰)	۹,۲۸۹(۰,۰۰۸)	
معنی داری آماره فیشر	(۰,۰۰۰)	نوع رگرسیون	پانل – اثرات ثابت		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج آزمون اف لیمر حاکی از آن است که سطح معنی‌داری این آزمون کمتر از ۰,۰۵ بوده بنابراین داده های پژوهش پانل بوده و اثراث مقید حذف و آزمون هاسمن را برای تشخیص اثرات تصادفی یا ثابت انجام می‌دهیم با توجه به نتایج بدست آمده سطح معنی‌داری این آزمون هاسمن کمتر از ۰,۰۵ بوده لذا نوع رگرسیون فرضیه پانل- اثرات ثابت می‌باشد

با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره در جدول ۵ متغیر استراتژی تجاری دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد(۰,۸۲۵) است، از اینرو بین استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط معنی‌دار به لحاظ اماری وجود ندارد. ود دارد. آزمون عدم خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش با استفاده از آماره دوربین- واتسون با مقدار ۲,۳۵۶ ناشی از عدم خود همبستگی متغیرها است. همچنین مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با مقدار ۱۳,۴ درصد نشان دهنده تغیرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل است.

فرضیه دوم: جبهه گیری مدیران رابطه بین استراتژی تجاری ریسک سقوط قیمت سهام را تعدیل می‌کند

با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره در جدول ۶، متغیر استراتژی تجاری در جبهه گیری مدیران دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد(۰,۸۵۹) است، از اینرو جبهه گیری مدیران رابطه بین استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام را به لحاظ آماری تعدیل نمی‌کند. آزمون عدم خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش با استفاده از آماره دوربین- واتسون با مقدار ۲,۳۳۷ ناشی از عدم خود همبستگی متغیرها است. همچنین مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

نیز با مقدار ۱۴,۲ درصد نشان دهنده تغیرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل است.

جدول شماره ۶: تخمین نهایی اثر متقابل جبهه گیری مدیران رابطه بین استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام

$$NCSKEW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STRATEGY_{i,t} + \beta_2 OINV_{i,t} + \beta_3 STRATEGY_{i,t} * OINV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 BM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	ضرایب	خطا	آمارهt	سطح معناداری	ازمون هم خطی
استراتژی تجاری	-۰,۰۱۸	۰,۰۲۱	-۰,۸۵۸	۰,۳۹۱	۱,۲۷۵
جبهه گیری مدیران	۰,۲۵۹	۰,۵۷۵	۰,۴۵۱	۰,۶۵۲	۲,۸۸۰
استراتژی تجاری * جبهه گیری مدیران	۰,۰۰۶	۰,۰۳۷	۰,۱۷۷	۰,۸۵۹	۲,۰۶۲
اندازه شرکت	-۰,۱۴۶	۰,۰۶۱	-۲,۳۷۳	۰,۰۱۷	۱,۳۷۸
اهرم مالی	-۰,۲۶۳	۰,۳۷۱	-۰,۷۰۸	۰,۴۷۹	۲,۱۹۴
فرصتهای رشد	-۰,۴۲۲	۰,۲۸۸	-۱,۴۶۳	۰,۱۴۳	۲,۰۲۵
بازده حقوق صاحبان سهام	-۰,۱۰۶	۰,۰۹۲	-۱,۱۵۲	۰,۲۴۹	۱,۰۹۸
C (عرض از مبدا)	۲,۶۹۰	۰,۹۳۱	۲,۸۸۸	۰,۰۰۴	-----

ضریب تعیین	۰,۲۷۱	دوربین واتسون	۲,۳۳۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۱۴۲	نوع آزمون	اف لیمر / هاسمن
آماره فیشر	۲,۱۰۳	آماره (سطح معنی داری)	۲,۰۴۷(۰,۰۰۰) / ۱۴,۷۸۲(۰,۰۳۸)
معنی داری آماره فیشر	(۰,۰۰۰)	نوع رگرسیون	پانل – اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج آزمون اف لیمر حاکی از آن است که سطح معنی‌داری این آزمون کمتر از ۰.۰۵ بوده بنابراین داده های پژوهش پانل بوده و اثراث مقید حذف و آزمون هاسمن را برای تشخیص اثرات تصادفی یا ثابت انجام می‌دهیم با توجه به نتایج بدست آمده سطح معنی‌داری این آزمون هاسمن کمتر از ۰,۰۵ بوده لذا نوع رگرسیون فرضیه پانل- اثرات ثابت می‌باشد

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

نتیجه‌گیری

در این پژوهش اثر تعدیلی جبهه گیری مدیران بر روابط بین استراتژی تجاری و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ با استفاده از اطلاعات که نتایج ۱۱۱ شرکت با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت که نتایج حاصله از آن بشرح زیر ارائه گردیده است.

بین استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط وجود دارد. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره در جدول ۵ متغیر استراتژی تجاری دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد(۰,۸۲۵) است، از اینرو بین استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط معنی‌دار به لحاظ آماری وجود ندارد. محمدزاده و عبدلی و همکاران در سال ۱۳۹۳ نشان دادند که با افزایش کارایی استراتژی مدیریت نقدینگی اعمال شده، میزان ریسک ریزش قیمت سهام کاهش یافته است. در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی، به دلیل نبود یک جریان روان اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران، محیط اطلاعاتی شرکت، ابهام بیشتری دارد. در نتیجه مدیران برای افشا نکردن اخبار بد و نگهداری آنها در داخل شرکت، انگیزه‌های لازم را در اختیار دارند، بنابراین در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی، ریسک سقوط قیمت سهام افزایش خواهد یافت. نتایج این فرضیه بر خلاف مبانی نظری پژوهش و تحقیقات حبیب و حسن (۲۰۱۶) و بنتلی و همکاران (۲۰۱۴)، ابراهیمی و همکاران(۱۳۹۷) و حیدرزاده هنزائی و حسین زاده ظروفچی(۱۳۹۹) است.

جبهه گیری مدیران رابطه بین استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام را تعدیل می‌کند. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره در جدول ۶، متغیر استراتژی تجاری در جبهه گیری مدیران دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد(۰,۸۵۹) است، از اینرو جبهه گیری مدیران رابطه بین استراتژی تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام را تعدیل به لحاظ آماری تعدیل نمی‌کند. به دلیل نبود تحقیقات مشابه امکان مقایسه فراهم نگردید.

در پژوهش حاضر مانند هر پژوهش علمی دیگری محدودیت‌هایی وجود دارد. که گاهاً ذاتی و یا ناشی از ویژگی‌های محیطی و زمانی پژوهش هستند. که در ادامه به مواردی از آنها اشاره شده است.

- در تحقیقات حوزه علوم انسانی(تحقیقات نیمه تجربی) امکان حذف متغیرهای خارج از کنترل پژوهشگر و حذف پیشامدهای ناشی از آن امکان پذیر نیست. مانند وضعیت ناشی از تحریم ها که بر شرایط جامعه حاکم بوده و موجب عدم ثبات اقتصادی و تجاری گردیده که این عامل در اقتصاد و شرکتهای اقتصادی مستتر است

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

- متغیرهای پژوهش ناشی از اطلاعات صورتهای مالی است. اطلاعاتی که با استفاده از بهای تمام شده در دفاتر ثبت گردیده‌اند. در صورت تجدید ارزیابی و محاسبه قیمت بازار(تعدیل آنها)، و استفاده از آن اطلاعات نتایج بدست آمده از این پژوهش مطمئنن فرق خواهد کرد
- عدم دسترسی به اطلاعات متغیرهای بازده ماهانه شرکتها، این اطلاعات مستلزم استفاده از ره آورد نوین بوده که این امر با توجه به اینکه توسط پژوهشگر انجام می‌شود امکان اشتباه و خطا در آن وجود دارد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

منابع

۱. آزادی، کیهان، عزیزمحمدلو، حمید، تصدّی کاری، محمّدجواد و خدمتگذار، حمید. (۱۴۰۰). اثر خوانائی صورت‌های مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام و رفتار سهامداران. دانش حسابداری مالی، ۸(۱)، ۱۲۱-۱۴۴.

۲. امین عشایری، آسو. (۱۴۰۰). رابطه قدرت مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت-های بورسی. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۵(۷۹)، ۴۵-۶۵.

۳. بادآور نهندی، یونس و بابایی، قادر. (۱۳۹۸). ارتباط قابلیت مقایسه صورت های مالی و ریسک سقوط قیمت سهام با تاکید بر نقش عدم تقارن اطلاعاتی. پژوهشهای کاربردی در گزارشگری مالی، ۱(۸)، ۱۷۳-۲۰۶.

۴. پورحسین، مسلم، علی اصغر، متقی و محمدی، احمد. (۱۴۰۰). ارایه الگویی جهت ارزیابی ریسک و رتبه‌بندی اعتباری در بازار سهام. نشریه اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۱۰(۳۶) :-۳۲۳ ۲۹۵.

۵. حاجیها، زهره و رنجبر ناوی، رستم. (۱۳۹۷). تأثیر استراتژی تجاری و بیش‌ارزشگذاری سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام .پژوهش های حسابداری مالی، ۱۰(۲)، ۴۵-۶۴

۶. حبیب زاده بایگی، سید جواد، دارابی، رویا، صراف، فاطمه و نوری فرد، یداله. (۱۴۰۰). ارائه مدلی برای تشخیص زمان سقوط قیمت سهام. راهبرد مدیریت مالی، ۹(۲)، ۱۵۶-۱۷۷.

۷. حیدرزاده، هنزائی، علیرضا و حسین زاده ظروفچی، غزل. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر استراتژی تجاری و بیش‌ارزشیابی بر ریسک سقوط قیمت سهام .دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۲(۴۴)، ۱۱-۲۲

۸. داداش زاده، قادر. (۱۴۰۰). نقش تعدیلی مالکیّت نهادی بر ارتباط بین فرهنگ کُنفُوسیوس‌گرایی (مدیران) و ریسک سقوط قیمت سهام، چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۴(۴۸)، ۱-۱۸.

۹. دامن کشیده، مرجان و کیقبادی، امیررضا. (۱۳۹۹). تاثیرمحدودیت در تامین مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام با تاکید بر نقش تعدیل کننده اجتناب مالیاتی. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۳(۴۸)، ۶۳-۷۶

۱۰. رحیمی‌پور، اکبر، میر، هدیه و جلایی، سیدعبدالمجید. (۱۳۹۹). تأثیر اندازه دولت بر بازدهی و قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۹(۳۰): ۲۳-۷.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

۱۱. رنجبر، محمدحسین و رجب دری، حسین. (۱۳۹۸). رابطه استراتژی تجاری آینده نگر و خطر سقوط قیمت سهام با نقش تعدیل گر بیش ارزیابی سهام. آینده پژوهی مدیریت (پژوهش های مدیریت). ۳۰(۱۱۶)، ۱۱۹-۱۳۹.

۱۲. شهریاری، امیرحسین و فدایی، مهدی. (۱۳۹۹). تأثیر توانایی مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش دوره تصدی مدیرعامل و رقابت در بازار محصول. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۴(۴۶)، ۱۶-۳۶.

۱۳. فرزاد، سروه و قاسمی، جمال. (۱۳۹۹). شناسایی عوامل موثر بر سقوط قیمت سهام (مرور ادبیات) بررسی‌های بازرگانی، ۱۸(۱۰۱)، ۱۱۱-۱۳۲.

14. Al Mamun, Md and Balachandran, Balasingham and Duong, Huu Nhan, (2019). Powerful CEOs and Stock Price Crash Risk (January 9, 2019). FIRN Research Paper No. 2791707.
15. Andreou, P. C., Louca, C., Panayides, P. M., & Petrou, A. P. (2017). CEO age and stock price crash risk. Review of Finance, 21(3), 1287-1325
16. Bentley, K.A., Omer, T.C. & B.J. Twedt. (2014). Does Business Strategy Impact a Firm's Information Environment? Working Paper. University of New SouthWales, Pp.52.
17. Blanchard, O. (2009). (Nearly) Nothing to fear but fear itself. The Economist, January 29th.
18. Bentley, K.A., Newton, N.J. & A.M. Thompson, (2015). Business Strategy and Internal Control over Financial Reporting. Working Paper. University of NewSouth Wales, Pp. 1- 46
19. Chen, J., H. Hong, and J. C. Stein.(2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. Journal of Financial Economics 61: 345-81.
20. Cui, Huijie. Chong Chen, Yanan Zhang & Xiji Zhu (2019): Managerial ability and stock price crash risk, Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics,DOI:10.1080/16081625.2019.1636662.
21. Habib, Ahsan. Mostafa Monzur Hasan. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk, Research in International Business and Finance 42: 262–274
22. Habib, A. & M.M. Hasan. (2017). Business Strategy, Overvalued Equities, and Stock Price Crash Risk. Research in International Business and Finance, Vol. 39, No. 1, Pp. 389– 405
23. Hutton, A. P., Marcus, A. J. & Tehranian, H. (2009). "Opaque financial reports, r 2 , & crash risk". Journal of Financial Economics, 94(1), pp, 67-86.
24. Hong, H. and Stein, J. C. (2003). "Differences of Opinion, Short-sales Constraints, and Market Crashes." The Review of Financial and Studies, Vol. 16, No. 2, pp. 487-525

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]

25. Horngren, C. T.; Datar, S. M.; and Rajan, M. V. (2012). Cost Accounting: A Managerial Emphasis, 14th Edition, New Jersey: Prentice-Hall, Inc
26. Khan, M. and R. L. Watts (2009). "Estimation and Empirical Properties of a FirmYear Measure of Accounting Conservatism. " Journal of Accounting and Economics, Vol. 48, pp. 132-150
27. Kim, J. B., Zhang, L.,(2010). Does accounting conservatism reduce stock price crash risk? Available at: (www.ssrn.com)
28. Kim, J-B., Li, L., Yi Lu, L &Yu, Y. (2016). Financial statement comparability and expected crash risk, Journal of Accounting and Economics, Vol 61, Issue 2-3, 294–312.
29. Marouan, K. (2015). Corporate Board Characteristics, Managerial Entrenchment and Diversification Strategy: Evidence from Tunisian Context, International Journal of Business and Management; 10 (7): 184-195.
30. Santa-Clara, P., & Yan, S. (2010). Crashes, volatility, and the equity premium: Lessons from S&P500 options. Review of Economics and Statistics, Vol 92, Issue 2, 435-451
31. Yuliansyah, Y., Bruce, G. & M. Nafsiah. (2017). The Significant of Business Strategy in Improving Organizational Performance. Humanomics, Vol. 33, No. 1, Pp. 56- 74.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-01-02]