

تأثیر استراتژی‌های تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری

دکتر فرخ برزیده*

موسی جوانی قلندری**

عابد عظیمی***

چکیده

هدف: استراتژی تجاری شرکت‌ها یکی از عوامل مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری و مشخص‌کننده سطوح سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌ای است استراتژی آینده‌نگر و تدافعی به عنوان دو سر طیف استراتژی‌های تجاری **مایلز و اسنو (۱۹۷۸)**، شرکت‌ها را در معرض سطوح متفاوتی از سرمایه‌گذاری، نظارت و اختیارات مدیریتی قرار می‌دهند که دارای پیامد متعددی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریتی است. هدف این مقاله، بررسی تأثیر استراتژی‌های تجاری فوق بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است.

روش: برای بررسی موضوع، براساس رگرسیون لجستیک چندجمله‌ای، داده‌های ۱۱۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۰-۱۳۹۴ از نرم‌افزار رهاورد نوین، صورت‌های مالی و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شد.

یافته‌ها: براساس یافته‌های پژوهش، شرکت‌هایی که استراتژی آینده‌نگر و مبتنی بر نوآوری را دنبال می‌کنند، در پروژه‌های با ریسک بالا سرمایه‌گذاری کرده و

* دانشیار حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

** دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

*** دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی تهران، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: موسی جوانی قلندری (Email: musa_javani@yahoo.com).

تاریخ پذیرش: ۹۷/۸/۹

تاریخ دریافت: ۹۶/۸/۱۱

احتمال زیادی برای بیش سرمایه‌گذاری دارند. در حالی که شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی و مبتنی بر کارایی بیشتر در معرض سرمایه‌گذاری کمتر از حد قرار دارند.

نتیجه‌گیری: سطح پایین اختیارات مدیریتی و نظارت دقیق‌تر و الزام به سرمایه‌گذاری کمتر در شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی عمدتاً منجر به تصمیمات سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود. از طرف دیگر، در شرکت‌های پیرو استراتژی آینده‌نگر، اختیارات مدیریتی بیشتر، نظارت سهل‌گیرانه و نیاز به سرمایه‌گذاری بیشتر منجر به تصمیمات بیش سرمایه‌گذاری می‌شود.

واژه‌های کلیدی: استراتژی‌های تجاری، سرمایه‌گذاری کمتر از حد، بیش سرمایه‌گذاری.

مقدمه

کارایی سرمایه‌گذاری به صورت مفهومی، به معنی پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت است و منظور از ناکارایی سرمایه‌گذاری، گذر از این فرصت‌های سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) است (فروغی و همکاران، ۱۳۹۵). استدلال می‌شود استراتژی تجاری شرکت‌ها یکی از عوامل مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری و مشخص‌کننده سطح سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌ای است (نویسی و همکاران، ۲۰۱۶). از طرف دیگر مسئله اصلی در تحقیقات حسابداری و مدیریت این است که چگونه استراتژی تجاری^۱ یک شرکت ممکن است موجب گردد مدیران برخلاف منافع سهامداران عمل نمایند. تحقیقات قبلی سنجۀ ترکیبی از استراتژی تجاری یک شرکت را مورد بررسی قرار داده‌اند که برحسب استراتژی‌های آینده‌نگر و تدافعی تعریف شده است (مایلز و اسنو، ۱۹۷۸) و این موضوع را به صورت تجربی مستند کرده‌اند که شرکت‌های با استراتژی تجاری آینده‌نگر در پروژه‌های با ریسک بالا سرمایه‌گذاری کرده، بیشتر با مسائل نمایندگی مواجه می‌شوند (راجاگوپالان، ۱۹۹۷). بنابراین بی‌نظمی‌های گزارشگری مالی بیشتری از خود نشان می‌دهند که نیازمند تلاش‌های بیشتر در حسابرسی چنین شرکت‌هایی است (بتلی و همکاران، ۲۰۱۳). علاوه بر این، تحقیقات دیگر نشان می‌دهد که شرکت‌های با استراتژی

آینده‌نگر بیشتر درگیر استراتژی‌های اجتناب مالیاتی (هیگین و همکاران، ۲۰۱۵؛ دیانتی دیلمی و همکاران، ۱۳۹۴) بوده و کیفیت سود بهتری دارند (تنانی و محب‌خواه، ۱۳۹۳). استدلال می‌شود که اختیارات مدیریتی بیشتر (بوید و سالامین، ۲۰۰۱) و نظارت ضعیف (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳) در یک استراتژی آینده‌نگر محیط را برای دیدگاه‌های مستقل مدیریتی آماده می‌سازد که ممکن است منجر به بیش سرمایه‌گذاری شود (نویسی و همکاران، ۲۰۱۶) از طرف دیگر، استراتژی تدافعی اختیارات مدیریتی کمتر (توماس و راماسوامی، ۱۹۹۶) و نظارت جدی‌تری (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳) را در پی دارد که مدیران را به منظور کاهش ریسک‌های مرتبط با شغل خود به سرمایه‌گذاری کمتر از حد در پروژه‌های با بازدهی بالا اما پر ریسک برمی‌انگیزاند (نویسی و همکاران، ۲۰۱۶).

بررسی ارتباط بین استراتژی تجاری و کارایی سرمایه‌گذاری در تحقیق حاضر به دو دلیل حائز اهمیت است: اول اینکه در پاسخ به تحقیقات قبلی (نظیر بیدل و همکاران، ۲۰۰۹) که بررسی رابطه علی بین کیفیت گزارش‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را الزامی کرده‌اند، تحقیق حاضر استراتژی تجاری را به‌عنوان اثر درجه اول معرفی می‌کند. دوم اینکه در تحقیقات خارجی مختلفی نظیر نویسی و همکاران (۲۰۱۶) رابطه بین نوع استراتژی تجاری و سطح مطلوب سرمایه‌گذاری به خوبی بررسی و مستند شده است؛ اما در تحقیقات داخلی، تأثیر استراتژی‌های تجاری بر سطوح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و میزان بهینه آنها مورد بررسی و آزمون قرار نگرفته است. بنابراین، با انجام تحقیق حاضر، خلأ مربوطه در ادبیات پژوهش‌های داخلی نیز مرتفع می‌گردد.

در ادامه ساختار مقاله به این ترتیب خواهد بود؛ ابتدا مبانی نظری پژوهش شامل کارایی سرمایه‌گذاری، استراتژی‌های تجاری و انواع آن تعریف شده است. بخش بعد به پیشینه تجربی و طرح فرضیه‌های پژوهش اختصاص دارد. در ادامه روش‌شناسی پژوهش شامل متغیرها و الگوهای تحقیق ارائه می‌شود. در بخش پایانی نیز پس از بیان نتایج پژوهش، نتیجه‌گیری و پیشنهادها خواهد آمد.

پیشینه پژوهش و تدوین فرضیه‌ها

کارایی سرمایه‌گذاری

با توجه به چارچوب نئوکلاسیک سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌ای بر مبنای نسبت نهایی Q ارزیابی می‌شوند. نسبت نهایی Q بیانگر این مورد است که آیا منافع نهایی حتی با در نظر گرفتن تعدیلات بابت سرمایه‌گذاری‌های جدید فراتر از هزینه نهایی سرمایه‌گذاری خواهد بود یا خیر (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ نویسی و همکاران، ۲۰۱۶). علاوه بر این سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت، نیازمند تأمین مالی خارجی است و بعد از پرداخت هزینه‌های بهره‌مربوط، مدیران باید وجه نقد اضافی را به سرمایه‌گذاران برگردانند. درحالی‌که مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) پیشنهاد می‌کنند که شرکت‌ها همیشه می‌توانند سطوح بهینه سرمایه را در بازارهای کامل حفظ کنند، تحقیقات دیگر بیان می‌کنند که اصطکاک بازار می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری که شامل منابع مالی (مایرز، ۱۹۷۷) و تضاد نمایندگی است تأثیرگذار باشد (جنسن، ۱۹۸۶).

بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) به‌طور مفهومی زمانی سرمایه‌گذاری یک شرکت را به‌عنوان کارا تعریف می‌کنند که پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت تحت سناریوی بدون اصطکاک بازار مانند انتخاب معکوس و هزینه‌های نمایندگی انتخاب کند؛ بنابراین سرمایه‌گذاری کمتر از حد شامل کنار گذاشتن هرگونه فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که می‌تواند در غیاب انتخاب معکوس خالص ارزش فعلی مثبتی داشته باشد. به شیوه‌ای مشابه آنها بیش سرمایه‌گذاری را به‌عنوان سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی تعریف می‌کنند. در ادبیات مرتبط با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، استدلال می‌شود مدیران ریسک‌گریز که نگران شغل خود هستند، اگر به این نتیجه برسند که چنین پروژه‌هایی رفاه شخصی آنها را در معرض ریسک قرار دهد (لمبرت، ۱۹۸۶)، ممکن است با رد پروژه‌های افزایش‌دهنده ارزش یا اجتناب از پروژه‌های سرمایه‌گذاری ریسکی اما بهینه، کم‌کاری کنند. از طرف دیگر، با بیش سرمایه‌گذاری، مدیران می‌خواهند شرکت خود را گسترش دهند و میزان سرمایه‌گذاری آن را فراتر از حالت بهینه کنند تا

قدرت و منافع بیشتری کسب کنند (آقاروال و سامویک، ۲۰۰۶). جنسن (۱۹۸۶) پیشنهاد می‌کند که مدیران منفعت طلب جریان‌های نقد آزاد را به جای پرداخت به سهامداران در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری خواهند کرد که این عمل منجر به بیش سرمایه‌گذاری غیربهبه خواهد شد.

استراتژی تجاری

نمازی و همکاران (۱۳۹۶)، استراتژی را راه و روش تحقق مأموریت سازمانی تلقی می‌کنند، به گونه‌ای که سازمان عوامل خارجی (فرصت‌ها و تهدیدها) و عوامل داخلی (قوت‌ها و ضعف‌ها) را بررسی و از نقاط قوت داخلی و فرصت‌های خارجی به خوبی بهره‌برداری می‌کند و ضعف‌های داخلی را از بین می‌برد. ادبیات مدیریت شامل گونه‌شناسی متعددی از استراتژی‌ها (بویژه استراتژی کسب و کار) است و به توصیف این موضوع می‌پردازد که شرکت‌ها چگونه در بازارهای مربوط به عملیات خود به رقابت می‌پردازند. به عنوان مثال **پورتر (۱۹۹۸)** بین استراتژی‌هایی که مزیت رقابتی آنها بر مبنای قیمت (رهبری بها) و کیفیت (تنوع محصولات) است فرق قائل می‌شود. از طرف دیگر **مارچ (۱۹۹۱)** استراتژی‌های تجاری را به دو گروه ۱. استشارگر و ۲. اکتشافی تقسیم‌بندی می‌کند به شیوه‌ای مشابه **تریسی و ویرسما (۱۹۹۵)** استراتژی‌های تجاری را به سه گروه عالی عملیاتی، رهبری محصول و صمیمیت با مشتری^۲ تقسیم می‌کند. با وجود این، گونه‌شناسی استراتژی ارائه شده توسط **مایلز و اسنو (۱۹۷۸)** در تحقیقات اخیر بیشتر به کار گرفته شده است و استراتژی‌های تجاری را به خروجی‌های شرکت نظیر کیفیت گزارش‌های مالی، کیفیت سود، عملکرد شرکت، ریسک سقوط قیمت سهام، عدم تقارن اطلاعاتی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، اجتناب از مالیات و خودشیفتگی مدیران مرتبط می‌کند (بتلی و همکاران، ۲۰۱۳؛ هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵؛ دیانتی دیلمی و همکاران، ۱۳۹۴؛ حبیب و حسن، ۲۰۱۷؛ ژانگ، ۲۰۱۶؛ مرادی و سپهوند، ۱۳۹۴؛ تنانی و محب خواه، ۱۳۹۳، نمازی و همکاران، ۱۳۹۶؛ حاجیها، ۱۳۹۷، حاجیها، ۱۳۹۶). مایلز و اسنو (۱۹۷۸) استدلال می‌کنند که شرکت‌ها یکی از سه استراتژی ممکن آینده‌نگر، تدافعی یا تحلیلی را

به کار می‌گیرند و این مهم با پذیرش الگوهای مختلف بازارهای محصول، فناوری، ساختارها و فرایند سازمانی حاصل می‌شود تا در شرایط رقابتی در بازار باقی بمانند استراتژی تجاری شرکت (از طریق استراتژی‌های آینده‌نگر یا تدافعی) مشخص‌کننده مسیر استراتژیک سرمایه‌گذاری آن بوده و سطح اختیارات مدیریت و عدم تقارن اطلاعاتی آن را تحت تأثیر قرار داده و در نهایت تصمیمات سرمایه‌گذاری آن را نیز متأثر می‌سازد (نویسی و همکاران، ۲۰۱۶).

در این تحقیق نیز از سنجش‌های استراتژی و گونه‌شناسی ارائه‌شده توسط مایلز و اسنو (۱۹۷۸) به چندین دلیل استفاده شده است: اول اینکه استنباط‌های ارائه‌شده بر اساس گونه‌شناسی مذکور هم‌پوشانی قابل ملاحظه‌ای با سایر گونه‌شناسی‌های سازمانی دارد و این استنباط‌ها برای سایر گونه‌شناسی‌های سازمانی قابل استفاده است (چن و همکاران، ۲۰۱۶). به‌طور خاص می‌توان استراتژی آینده‌نگر مایلز و اسنو (۱۹۷۸) را معادل با استراتژی تمایز محصول پورتر (۱۹۹۸)، استراتژی اکتشافی^۳ مارچ (۱۹۹۱) یا استراتژی رهبری بازار محصول تریسی و ویرسمس (۱۹۹۵) دانست. به شیوه‌ای مشابه استراتژی تدافعی مایلز و اسنو (۱۹۷۸) را می‌توان هم‌ارز با استراتژی رهبری بهای پورتر (۱۹۹۸)، استراتژی استثمارگری^۴ مارچ (۱۹۹۱) یا استراتژی رهبری تعالی عملیاتی^۵ تریسی و ویرسمس (۱۹۹۵) دانست. دوم اینکه گونه‌شناسی سازمانی مایلز و اسنو (۱۹۷۸) با استفاده از داده‌های آرشیوی قابل عملیاتی شدن است، در حالی که سایر گونه‌شناسی‌های ذکر شده عمدتاً بر مصاحبه یا پیمایش از کارکنان اتکا می‌کنند و به احتمال زیاد قابلیت تکرار ندارند (چن و همکاران، ۲۰۱۶). سوم اینکه گونه‌شناسی مایلز و اسنو (۱۹۷۸) در محیط‌های مختلف و تحقیقات گوناگون نظیر همبریک (۱۹۸۳)، بنتلی و همکاران (۲۰۱۳)، هیگینز و همکاران (۲۰۱۵)، چن و همکاران (۲۰۱۶) و نویسی و همکاران (۲۰۱۶) مورد تأیید قرار گرفته است. لازم به یادآوری است که بحث‌های نظری درباره استراتژی‌های تدافعی و

آینده‌نگر در مورد استراتژی‌های تجاری پیشنهادشده تحت سایر گونه‌شناسی‌ها قابل به‌کارگیری است.

استراتژی آینده‌نگر

آینده‌نگرها، اغلب شرکت‌های نوآورانه‌ای هستند که به دنبال محصولات جدید و استثمار فرصت‌های بازار هستند. آنها بخش عظیمی از بودجه خود را به تحقیق و توسعه و بازاریابی اختصاص داده‌اند، علاوه بر این، آنها دامنه محصولات گسترده‌ای داشته، تمایل دارند سریعاً ترکیب محصولات خود را تغییر دهند تا بتوانند در بازار مربوطه، اولین قدرت را داشته باشند. این استراتژی به شرکت‌ها اجازه می‌دهد که از انعطاف‌پذیری بالایی برخوردار باشند و از هر گونه سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌ای در فناوری‌های مکانیکی که منجر به تولید نوع خاصی از محصول می‌شود، اجتناب کنند. این موضوع باعث می‌شود تا بی‌درنگ به تغییرات بازار واکنش نشان داده، از دست‌یابی به کارایی در فعالیت‌های تولید و توزیع بازمانند (چن و همکاران، ۲۰۱۶). به سخنی دیگر، این استراتژی اختیارات بیشتری را برای مدیران ارائه می‌کند، زیرا شرکت را پیشرو در بازار و دنبال‌کننده نوآوری توصیف می‌کند. این مهم نیاز به سرمایه‌گذاری در فناوری‌های جدید و چندگانه جهت تأمین مالی طراحی محصولات نو و کشف بازارهای جدید محصولات را دارد (کونانت و همکاران، ۱۹۹۰؛ نویسی و همکاران، ۲۰۱۶). به کارگیری فناوری‌های مختلف به‌طور همزمان و با سطوح مختلف پیچیدگی نیازمند استخدام کارمندان ماهری است که باید توجه ویژه‌ای به آنها شود تا به‌صورت بهینه‌ای از فناوری‌ها استفاده کند (نایکر و همکاران، ۲۰۰۸). به دلیل تأکید بر کشف ایده‌های جدید و استراتژی‌های تهاجمی، برنامه‌ریزی رفتار مدیران در یک بافتی که آزادی عمل زیادی داشته باشد، سخت است (راجوگوپالان و فینکلستین، ۱۹۹۲).

نویسی و همکاران (۲۰۱۶) به شیوه‌ای مشابه استدلال کرده و به‌صورت تجربی نشان می‌دهند که استراتژی تجاری آینده‌نگر، نیازمند سرمایه‌گذاری گسترده است و زمینه را برای مدیران جهت بیش سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی مهیا ساخته، اختیار قابل ملاحظه‌ای جهت تصمیم‌گیری به آنان همراه با رویه‌های تعریف‌شده و

ارزیابی‌های عملکرد ضعیف ارائه می‌کند (نایکر و همکاران، ۲۰۰۸). این گونه اختیار زیاد و رویه‌های عملکرد ضعیف تعریف شده، موجب افزایش عدم قطعیت در مورد عملکرد مدیریتی خواهد شد (هودارت و کی، ۲۰۰۷). این مدیران ممکن است از فرصت به دست آمده جهت بیش سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی استفاده نمایند تا شرکت‌ها را ماورای اندازه بهینه خود رشد و توسعه دهند (جنسن، ۱۹۸۶). مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) نشان می‌دهند که عدم تقارن اطلاعاتی منجر به تصمیمات سرمایه‌گذاری ناکارا می‌شود. از طرف دیگر به علت اینکه سرمایه‌گذاران پروژه‌های سرمایه‌ای را به عنوان نشانه‌ای از جریان نقد بیشتر در آینده تصور می‌کنند، موجب افزایش ارزش شرکت می‌شوند (گراهام و فرنکنبرگر، ۲۰۰۰). این مدیران ممکن است ترغیب شوند تا با بیش سرمایه‌گذاری موجب افزایش عملکرد قیمت سهام شوند (بیزجاک و همکاران، ۱۹۹۳) بنابراین، این امکان وجود دارد که اختیارات مدیریتی بیشتر، نظارت سهل‌گیرانه (مایلز و اسنو، ۱۹۷۸) و نیاز به سرمایه‌گذاری بیشتر، مدیران را جهت بیش سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی تشویق نماید در نتیجه فرضیه اول تحقیق به صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیه اول: استراتژی تجاری آینده نگر موجب بیش سرمایه‌گذاری در تصمیمات

مدیریتی می‌گردد.

استراتژی تدافعی

تدافعی‌ها بر کارایی در تولید و توزیع کالا و خدمات تأکید می‌کنند و ترکیب محدودی از کالاها یا خدمات را نگه می‌دارند؛ به سخنی دیگر تمرکز خود را بر کسب مزیت رقابتی در آن بازار محدود می‌گذارند. شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی ممکن است چندین محصول تولید کنند، اما به احتمال زیاد محصولات آنها مرتبط است (چن و همکاران، ۲۰۱۶). این گونه شرکت‌ها به منظور حداکثر سازی کارایی تولید، بر تقویت قابلیت‌های فنی و اجرایی فناوری انتخاب شده تمرکز می‌کنند (همبریک، ۲۰۰۳). در این باره نویسی و همکاران (۲۰۱۶) استدلال می‌کنند که حفظ قدرت چنین شرکت‌هایی صرفاً

به دلیل بهبود مستمر آنها در کارایی فناوری مورد استفاده نیست، بلکه همچنین به دلیل توانایی آنها در عدم ورود به سرمایه گذاری های غیر مرتبط است. این مورد حاکی از سطح پایین تری از سرمایه گذاری در یک استراتژی تدافعی نسبت به استراتژی آینده نگر است (نویسی و همکاران، ۲۰۱۶). شرکت های دارای استراتژی تدافعی به صورت قابل ملاحظه ای اختیارات مدیریتی کمتری را از طریق اعمال قوانین و مقررات سخت گیرانه در عملیات کسب و کار ارائه می دهند تا ریسک خود را کاهش دهند (مایلز و اسنو، ۱۹۷۸) و مدیران را ترغیب می کنند تا پروژه های ریسکی اما با خالص ارزش فعلی مثبت را کاهش دهند. بنابراین، پنهان کاری سرمایه گذاری کمتر از حد تحت شرایط استراتژی تدافعی، آسان تر است (نویسی و همکاران، ۲۰۱۶). زیرا چنین استراتژی هایی معمولاً به سرمایه گذاری کمتری نیاز دارند (کابانوف و براون، ۲۰۰۸). علاوه بر این بنتلی و همکاران (۲۰۱۴) بیان می کنند که شرکت های پیرو استراتژی تدافعی از پوشش رسانه ای و تحلیل گران کمتری برخوردارند، بنابراین افشائات داوطلبانه کمتری انجام می دهند و محیط اطلاعاتی آنها با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری در مقایسه با آینده نگرها مواجه است. این مورد حاکی از آن است که با حجم کم اطلاعات، سرمایه گذاران کمتر قادر خواهند بود تا مدیران چنین شرکت هایی را ارزیابی کنند که آیا به صورت مناسب سرمایه گذاری کرده است یا به صورت عامدانه سرمایه گذاری کمتر از حد انجام داده است؟

سطح پایین اختیارات مدیریتی، نظارت دقیق تر (مایلز و اسنو، ۱۹۷۸) و الزام به سرمایه گذاری کمتر (کابانوف و براون، ۲۰۰۸) در شرکت های پیرو استراتژی تدافعی، مدیران را برمی انگیزد تا سود خالص را افزایش داده و موجب سرمایه گذاری کمتر از حد در پروژه های بلندمدتی که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، شود. علاوه بر این، راجاگوپالان و فینکلشتین (۱۹۹۲) و راجاگوپالان (۱۹۹۷) نشان می دهند که مدیران شرکت های پیرو استراتژی تدافعی گرایش به به کارگیری ساختار پاداش های نقدی دارند، بنابراین این امکان وجود دارد که مدیران چنین شرکت هایی پروژه های سودآور

کوتاه‌مدت را در اولویت قرار دهند و به صورت بالقوه موجب سرمایه‌گذاری کمتر از حد در پروژه‌های بلندمدت می‌شوند تا بتوانند سطح بالایی از پاداش جاری را پوشش دهند. بنابراین فرضیه دوم تحقیق به صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیه دوم: استراتژی تدافعی موجب سرمایه‌گذاری کمتر از حد در تصمیمات مدیریتی می‌گردد.

در ادامه برخی از تحقیقات مرتبط به صورت اختصار بیان می‌شود:

بنتلی و همکاران (۲۰۱۳) در تحقیقی تأثیر استراتژی‌های تجاری شرکت‌ها را بر میزان بی‌نظمی گزارشگری مالی و میزان تلاش حسابرسان آنها بررسی کردند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که شرکت‌های پیرو استراتژی آینده‌نگر نسبت به استراتژی تدافعی، بیشتر درگیر بی‌نظمی در گزارشگری مالی هستند و حسابرسان آنها نیاز به تلاش بیشتری برای حسابرسی دارند و حق‌الزحمه بیشتری بر آنها شارژ می‌کنند.

هیگینز و همکاران (۲۰۱۵) نیز تأثیر استراتژی‌های کسب و کار شرکت‌های آمریکایی را بر میزان رویه جسورانه مالیاتی^۷ آنها، مورد آزمون قرار دادند. آنها در ابتدا رابطه بین استراتژی‌های تجاری شرکت‌ها و سطح اجتناب مالیاتی را مورد بررسی قرار دادند و نشان دادند که شرکت‌های پیرو استراتژی آینده‌نگر نسبت به شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی، بیشتر درگیر اجتناب مالیاتی هستند. علاوه بر این آنها نشان دادند که شرکت‌های دنباله‌رو استراتژی آینده‌نگر نسبت به شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی از پرخاشگری مالیاتی بیشتری برخوردارند و مواضع مالیاتی ناپایدارتری دارند.

چن و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین گزارش حسابرسی و استراتژی‌های کسب و کار پرداختند. آنها با اتکا به ادبیات سازمانی پیش‌بینی و نشان دادند که در نمونه شرکت‌های دارای در ماندگی مالی شرکت‌های پیرو استراتژی آینده‌نگر نسبت به شرکت‌های دنباله‌رو استراتژی تدافعی با احتمال بسیار زیادی گزارش حسابرسی عدم تداوم فعالیت و ضعف‌های بااهمیت کنترل‌های داخلی را از حسابرسان خود دریافت کنند. علاوه

بر این، آنها نمونه‌ای از شرکت‌هایی را که بعداً ورشکسته شدند، مورد بررسی قرار داده، نشان دادند که حساب‌رسان به احتمال خیلی کم برای صاحب‌کارانی که استراتژی آینده‌نگر را دنبال می‌کنند، گزارش عدم تداوم فعالیت صادر می‌کنند. به بیانی دیگر، حساب‌رسان موقع حسابرسی چنین صاحب‌کارانی مرتکب خطای نوع دو می‌شوند.

ژانگ (۲۰۱۶) نیز در تحقیقی ابتدا تأثیر استراتژی‌های تجاری را بر عملکرد سازمانی مورد آزمون قرارداد، سپس اثر تعدیل‌کنندگی رقابت در بازار محصول را بر رابطه بین استراتژی تجاری و عملکرد سازمانی مورد آزمون قرارداد. نتایج تحقیق وی نشان داد که شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی نسبت به شرکت‌های پیرو استراتژی تحلیلی و آینده‌نگر، عملکرد بهتری دارند. با افزایش میزان تمرکز بازار، مزیت عملکردی شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی کاهش می‌یابد. این تحقیق حاکی از آن است که با افزایش رقابت‌پذیری بازار، تغییرات عمده‌ای در جهت‌گیری استراتژی شرکت‌ها وجود دارد. به عبارت دیگر یافته‌های آنها ماهیت پویای استراتژی‌های کسب‌وکار و اهمیت هم‌سوسازی استراتژی با محیط اطراف شرکت‌ها را برجسته کرد.

نویسی و همکاران (۲۰۱۶) نیز در تحقیقی تأثیر استراتژی‌های تجاری بر بیش‌سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری کمتر از حد و پاداش‌مدیریتی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که استراتژی آینده‌نگر و مبتنی بر نوآوری را دنبال می‌کنند، احتمال بیشتری برای بیش‌سرمایه‌گذاری دارند. در حالی که شرکت‌های با استراتژی مبتنی بر کارایی، بیشتر در معرض سرمایه‌گذاری کمتر از حد قرار دارند. بیش‌سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری کمتر از حد با عملکرد ضعیف شرکت‌ها در دوره‌های آتی همراه است. علاوه بر این، میزان بیش‌سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) با حضور بیشتر پاداش‌های مبتنی بر سهام (نقد) در شرکت‌های دنباله‌رو استراتژی آینده‌نگر (تدافعی) تشدید می‌شود.

حیب و حسن (۲۰۱۷) در تحقیقی تأثیر استراتژی‌های سطح شرکت را بر ریسک سقوط قیمت آتی سهام و بیش قیمت‌گذاری سهام بررسی کردند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد شرکت‌هایی که استراتژی نوآورانه را دنبال می‌کنند نسبت به شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی، بیشتر در معرض ریسک سقوط قیمت آتی سهام هستند. علاوه بر این سهام‌چنین شرکت‌هایی با احتمال زیادی بیش قیمت‌گذاری شده‌اند و این مهم موجب تشدید ریسک سقوط قیمت آتی سهام می‌شود. **حاجیها (۱۳۹۶)** نیز با الهام از تحقیق فوق نشان می‌دهد که استراتژی نوآورانه موجب تشدید ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود. از طرف دیگر استراتژی تدافعی موجب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود. همچنین در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی شدید، استراتژی نوآورانه بیش از پیش باعث افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود.

در تحقیقات داخلی نیز **نایب‌زاده و همکاران (۱۳۹۲)** نیز در یک تحقیق پیمایشی به بررسی روابط بین گرایش‌های استراتژیک، قابلیت‌های سازمانی و عملکرد با توجه به نقش تغییرات سیستم‌های کنترل و حسابداری مدیریت در بین مدیران مالی شرکت‌های تولیدی پرداختند. نتایج آنها نشان می‌دهد که گرایش‌های استراتژیک بر روی قابلیت‌های سازمانی، تأثیر معناداری دارد و از طریق قابلیت‌های سازمانی و تغییرات سیستم‌های کنترل و حسابداری مدیریت نیز بر روی عملکرد سازمانی نیز تأثیر می‌گذارد.

دیانتی دیلمی و همکاران (۱۳۹۴) با الهام از پیش‌نویس اولیه کار **هیگینز و همکاران (۲۰۱۵)** به بررسی رابطه بین استراتژی‌های تجاری شرکت و سطح اجتناب مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها با استفاده از اطلاعات ۶۵ شرکت بورسی در بازه زمانی بین ۱۳۹۰-۱۳۸۳ نشان دادند که بین نرخ مؤثر مالیاتی نقدی بلندمدت (به‌عنوان معیار اجتناب مالیاتی) و استراتژی‌های تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. به سخنی دیگر شرکت‌هایی که به دنبال حداقل کردن هزینه هستند (شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی) نسبت به شرکت‌هایی که به دنبال فرصت رشد بیشتر و

نوآوری در تولید هستند (شرکت‌های دنباله‌رو استراتژی آینده‌نگر)، از اجتناب مالیاتی کمتری برخوردارند. با وجود این، آنها رابطه معناداری میان نرخ مؤثر مالیاتی دفتری (به‌عنوان معیار دیگری از اجتناب مالیاتی) و استراتژی‌های تجاری شرکت نیافتند.

مرادی و سپهوند (۱۳۹۴) نیز با استفاده از اطلاعات ۱۳۰ شرکت بورسی در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۶ تأثیر استراتژی‌های رقابتی بر پایداری عملکرد مالی و ریسک را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که به کارگیری استراتژی تمایز محصول نسبت به استراتژی رهبری بها منجر به عملکرد پایداری می‌شود؛ اما استراتژی تمایز ممکن است با ریسک بیشتری همراه باشد. در تحقیقی نسبتاً مشابه، **حاجیها (۱۳۹۷)** نیز نشان داد که استراتژی رهبری هزینه، تمایز و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد و با افشای بیشتر مسئولیت اجتماعی شرکت، استراتژی تمایز نسبت به رهبری هزینه، تأثیر بیشتری بر عملکرد دارد.

روش‌شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از حیث هدف بنیادی و ازلحاظ گردآوری داده‌ها در طبقه توصیفی (زیرشاخه همبستگی) قرار می‌گیرد. بر اساس طبقه‌بندی تحقیقات حسابداری توسط **اسمیت (۲۰۰۳)**، طرح تحقیق و روش آن به ترتیب کمی و آرشیوی بوده و پارادایم زیر بنایی آن نیز اثباتی است. مشابه با تحقیق **بیدل و همکاران (۲۰۰۹)** و **نویسی و همکاران (۲۰۱۶)** از چارچوب رگرسیون لجستیک چندجمله‌ای^۱ (الگوی شماره ۱) جهت آزمون این موضوع که آیا احتمال بیش سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد با استراتژی‌های تجاری شرکت مرتبط است، استفاده می‌شود. به‌طور خاص به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا احتمال بیش سرمایه‌گذاری ($INV=2$) با نمره‌های بالای استراتژی تجاری (استراتژی آینده‌نگر) و احتمال سرمایه‌گذاری کمتر از حد ($INV=1$) با نمره پایین استراتژی تجاری (استراتژی تدافعی) مرتبط است. در این چارچوب سرمایه‌گذاری کارا یا عادی ($INV=0$) به‌عنوان طبقه یا الگوی مرجع^۲ استفاده شده است.

$$\text{Multinomial Logit model } (\text{Pr}\{ INV=2, INV=1\}) = F\{ BO, \text{CONTROLS} \} \quad (1)$$

اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

انحراف از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار

به منظور مشخص کردن متغیر وابسته (انحراف از سرمایه‌گذاری مورد انتظار یا سطح کارایی سرمایه‌گذاری) مطابق با تحقیق بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، محمودآبادی و رجایی (۱۳۹۳) و نویسی و همکاران (۲۰۱۶)، ابتدا الگوی رگرسیونی زیر برآورد می‌شود. این الگو رابطه بین سرمایه‌گذاری را با فرصت‌های سرمایه‌گذاری برازش می‌کند:

$$INVEST_{t+1} = f \{ SALEGROWTH \} \quad (۲)$$

باقی‌مانده‌های حاصل از الگوی بالا در سطح سال-شرکت، به عنوان جایگزین انحراف از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار یا به بیانی دقیق‌تر بیش سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد مورد استفاده قرار می‌گیرد. در همین راستا الگوی ۲ به صورت سالانه در بازه زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۴ برازش می‌شود، سپس باقی‌مانده‌های الگو چارک بندی می‌شود. چارک یکم بیانگر باقی‌مانده‌های بسیار منفی است و نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری کمتر از حد است. از طرف دیگر چارک چهارم بیانگر باقی‌مانده‌های بسیار مثبت است و بیانگر بیش سرمایه‌گذاری است. چارک‌های دوم و سوم نیز بیانگر سطح مورد انتظار سرمایه‌گذاری است که به عنوان سطح عادی یا کارایی سرمایه‌گذاری تلقی می‌شود. سپس با الگوی لجستیک چندجمله‌ای (الگوی شماره یک) احتمال قرار گرفتن شرکت در یکی از چارک‌های آستانه‌ای (چارک اول یا چهارم) نسبت به سطح عادی سرمایه‌گذاری پیش‌بینی می‌شود.

متغیر مستقل: استراتژی تجاری

مطالعات قبلی، نظیر بنتلی و همکاران (۲۰۱۳) و هیگینز و همکاران (۲۰۱۵) از شش سنجه واحد و برخی دیگر نظیر دیانتی دیلمی و همکاران (۱۳۹۴) و تنانی و محب‌خواه (۱۳۹۳) از پنج سنجه واحد برای محاسبه نمره استراتژی تجاری شرکت‌ها استفاده کرده‌اند. اول اینکه آنها از نسبت تعداد کارکنان به میزان فروش شرکت‌ها بر اساس رگرسیون غلتان طی پنج سال اخیر استفاده می‌کنند (دیانتی دیلمی و همکاران، ۱۳۹۵) تا نشان دهند که

توانایی شرکت در تولید و توزیع محصولات و خدمات به چه میزان کارا بوده است. دوم اینکه تحقیقات قبلی از رشد تاریخی شرکت نیز جهت اندازه گیری تغییرات سالانه فروش که بر اساس رگرسیون غلتان طی پنج سال اخیر محاسبه شده‌اند، استفاده می‌کنند. مطالعات قبلی نظیر سید و همکاران، ۲۰۰۳ نشان می‌دهد که شرکت‌های پیرو استراتژی آینده‌نگر نسبت به شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی، رشد بالقوه بیشتری از خود نشان می‌دهند. سوم اینکه در تحقیقات قبلی از تلاش‌های بازاریابی و تبلیغاتی شرکت‌ها که با استفاده از نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش به کل فروش و بر اساس رگرسیون غلتان طی پنج سال محاسبه می‌شود، استفاده شده است. شرکت‌های پیرو استراتژی آینده‌نگر نسبت به تدافعی‌ها اتکای بیشتری به بازاریابی و تبلیغات به‌منظور افزایش آگاهی مشتریان از محصولات جدیدی که منجر به تمایز آنها از رقبای می‌شود می‌کنند (کوتا و نایر، ۱۹۹۵). چهارم اینکه ثبات سازمانی شرکت‌ها که با استفاده از انحراف استاندارد کل کارکنان و بر اساس رگرسیون غلتان طی پنج سال اخیر محاسبه شده است، جهت کنترل گردش کارکنان استفاده شده است. مایلز و اسنو (۱۹۷۸) بیان می‌کنند در شرکت‌های پیرو استراتژی آینده‌نگر به میزانی که گردش کارکنان بر اساس پروژه‌های تخصص محور باشد، دوره تصدی کارکنان در چنین شرکت‌هایی نسبت به تدافعی‌ها بیشتر خواهد شد.

بنتلی و همکاران (۲۰۱۳) و هیگینز و همکاران (۲۰۱۵) در تحقیق خود از نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به فروش که بر اساس رگرسیون غلتان طی پنج سال اخیر محاسبه شده است و تمایل شرکت‌ها را به محصول و بازارهای جدید نشان می‌دهد، استفاده کرده‌اند. علاوه بر این آنها از نسبت میزان سرمایه بر بودن شرکت‌ها که از تقسیم خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات بر کل دارایی‌ها و بر اساس رگرسیون غلتان طی پنج سال اخیر محاسبه می‌شود، استفاده کرده‌اند. با وجود این، به دلیل عدم افشای کامل داده‌های هزینه‌های تحقیق و توسعه در یادداشت توضیحی صورت‌های مالی، معیار مذکور در محاسبه نمره استراتژی‌های شرکت مستثنی شده است. بنابراین مطابق با تحقیق نویسی و

همکاران (۲۰۱۶) از چهار معیار که پیش‌تر اشاره شد، برای محاسبه استراتژی شرکت استفاده شده است. این متغیرها در هر سال پنجگانه بندی شده‌اند، به گونه‌ای که به مشاهدات موجود در پایین‌ترین (بالا‌ترین) پنجگانه نمره یک (پنج) تعلق می‌گیرد. سپس برای هر شرکت نمره‌های چهار متغیر در هر سال جمع شده تا نمره ترکیبی استراتژی برای هر شرکت در هر سال که بین چهار تا بیست متغیر خواهد بود، حاصل شود. نمره‌های استراتژی بین ۴ تا ۸ بیانگر استراتژی تدافعی، نمره‌های استراتژی بین ۹ تا ۱۵ بیانگر استراتژی تحلیلی و در نهایت نمره استراتژی بین ۱۶-۲۰ بیانگر استراتژی آینده‌نگر خواهد بود. نمره بالای (پایین) بیانگر تمایل شرکت‌ها به سمت استراتژی تجاری آینده‌نگر (تدافعی) خواهد بود.

متغیرهای کنترلی

مطابق با تحقیقات پیشین، نظیر بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و نویسی و همکاران (۲۰۱۶)، هاشمی و همکاران (۱۳۹۶) و بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۳)، چندین ویژگی خاص شرکت که عوامل مشخص‌کننده سرمایه‌گذاری کمتر از حد یا بیش سرمایه‌گذاری است، به‌عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است. علاوه بر این، سطح یا میزان سرمایه‌گذاری نیز که از تقسیم سرمایه‌گذاری بر میزان فروش شرکت‌ها به دست می‌آید، کنترل شده است. اعمال این متغیر، اثر اندازه سرمایه‌گذاری را خنثی کرده، اطمینان‌دهی می‌کند که نتایج به دست آمده ناشی از این متغیر نیست. تعریف و نحوه اندازه‌گیری تمام متغیرهای کنترلی تحقیق در جدول شماره ۱ به صورت دقیق ارائه شده است:

جدول شماره ۱. تعریف و اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد انگلیسی	تعریف عملیاتی
نسبت سرمایه‌گذاری به فروش	INVEST_SALE	از تقسیم خالص وجوه سرمایه‌گذاری شده (طبق صورت جریان وجوه نقد) بر فروش به دست می‌آید.
اندازه	SIZE	از لگاریتم کل دارایی‌ها در پایان سال مالی به دست می‌آید.
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	از تقسیم ارزش بازار بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید ارزش بازار نیز از حاصل ضرب سهام در جریان شرکت در قیمت سهام پایان سال محاسبه شده است.

تعریف عملیاتی	نماد انگلیسی	نام متغیر
درصدی از سهام شرکت که توسط سرمایه‌گذاران نهادی نگهداری می‌شود.	INSTHLDG	سهام تحت مالکیت سهامداران نهادی
کیفیت اقلام تعهدی بر اساس الگوی دجو و دیجو (۲۰۰۲) که توسط مک نیکولز (۲۰۰۲) اصلاح شده است محاسبه شده است.	AQUALITY	کیفیت اقلام تعهدی
از تقسیم جریان‌های نقدی عملیاتی به فروش به دست می‌آید.	CFO	جریان‌های نقدی عملیاتی بر فروش
مشهود بودن از تقسیم اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.	TANGIBIL	نسبت دارایی ثابت مشهود به کل دارایی‌ها
از تقسیم بدهی‌های بلندمدت به مجموع بدهی‌های بلندمدت و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید.	KSTRUC	ساختار سرمایه
از تقسیم وجوه نقد به اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به دست می‌آید.	SLACK	نسبت وجوه نقد به اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات
انحراف استاندارد سرمایه‌گذاری طی سال $t-1$ تا $t-5$ از تقسیم انحراف معیار جریان‌های نقدی عملیاتی تقسیم‌بر جمع دارایی‌ها در سال‌های $t-1$ الی $t-5$ به دست می‌آید.	STD_INVEST	انحراف معیار سرمایه‌گذاری
انحراف استاندارد نسبت فروش بر کل دارایی‌ها طی سال $t-1$ الی $t-5$ از لگاریتم نسبت حساب‌های دریافتی به فروش به اضافه نسبت موجودی به بهای تمام‌شده کالای فروش رفته ضرب در ۳۶۰ به دست می‌آید.	STD_CFO	انحراف معیار نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی بر جمع دارایی‌ها
متغیری دوجویی بوده و در صورتی که شرکت زیان ده باشد عدد یک به آن تعلق می‌گیرد در غیر این صورت عدد صفر به آن تخصیص می‌یابد.	STD_REV	انحراف معیار درآمد فروش بر جمع دارایی‌ها
	OPCYCLE	چرخه عملیاتی
	LOSS	زیان

داده‌ها و جامعه آماری تحقیق

دوره تحقیق، دوره بلندمدت ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۴ است. با توجه به این که برای محاسبات برخی متغیرهای تحقیق نیاز به اطلاعات پنج سال قبل نیز است و برای برخی متغیرها به اطلاعات یک سال بعد نیاز است از اطلاعات شرکت بررسی طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳

استفاده شده است. جامعه آماری شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و با تعدیل جامعه مذکور به وسیله برخی محدودیت‌ها، ۱۱۹ شرکت (۱۰۳۵ سال- شرکت) مشخص گردید. به عبارت دیگر، پس از اعمال محدودیت‌های زیر بر جامعه انتخابی شرکت‌های باقی‌مانده مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند:

۱. قبل از سال مالی ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 ۲. اطلاعات مورد نیاز آنها برای محاسبه متغیرهای تحقیق در دسترس باشد.
 ۳. شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری‌های مالی - به دلیل ماهیت متفاوت عملیات آنها به دلیل سرمایه‌گذاری در صنایع گوناگون، عملیات بانکی، بیمه‌گری و لیزینگ - نباشند.
- داده‌های مالی مورد نیاز از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین، سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران و صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج می‌شود.

نتایج و یافته‌های پژوهش

در جدول شماره ۲ آمار توصیفی متغیرهای تحقیق ارائه شده است. مطابق با جدول فوق، میانگین نمره استراتژی شرکت‌های مورد بررسی در دوره تحقیق تقریباً دوازده است. نمره پایین استراتژی نشان می‌دهد که بیشتر شرکت‌های مورد بررسی در بازه زمانی تحقیق استراتژی تحلیلی را دنبال می‌کنند. به عبارت دیگر مطابق با جدول شماره ۳ به صورت میانگین تقریباً ۷۸ درصد از شرکت‌های مورد بررسی در بازه زمانی تحقیق استراتژی تحلیلی را دنبال کرده‌اند. از طرف دیگر به صورت میانگین ۱۲ درصد از شرکت‌ها در بازه زمانی تحقیق استراتژی تدافعی و در نهایت ۱۰ درصد از آنها استراتژی آینده‌نگر را دنبال کرده‌اند. علاوه بر این جزئیات تفصیلی شرکت‌های پیرو استراتژی‌های یادشده به تفکیک سال‌های مختلف ارائه شده است. به عنوان مثال در سال ۱۳۹۳ از ۱۱۸ شرکت مورد بررسی ۱۰ درصد آنها استراتژی تدافعی، ۱۲ درصد آنها استراتژی آینده‌نگر و ۷۸ درصد آنها استراتژی تحلیلی را دنبال کرده‌اند. برای سال‌های دیگر نیز می‌توان تحلیل مشابهی ارائه داد.

جدول شماره ۲. آمار توصیفی

شرح	کمینه	بیشینه	میانگین	انحراف استاندارد	چولگی	کشیدگی
-----	-------	--------	---------	------------------	-------	--------

شرح	کمینه	بیشینه	میانگین	انحراف استاندارد	چولگی	کشیدگی
کیفیت اقلام تعهدی	۰/۰۰۰	۲/۹۷۶	۰/۶۲۵	۰/۶۰۹	۱/۴۲۴	۴/۸۴۶
سهام تحت مالکیت سهام‌داران نهادی	۰/۰۰۰	۰/۹۹۷	۰/۶۱۳	۰/۱۸۵	-۰/۶۳۹	۳/۲۶۴
سطح سرمایه‌گذاری به فروش	۰/۰۰۰	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۲۸/۶۵۵	۸۴۰/۳۶۳
اندازه شرکت	۱۰/۰۹۴	۱۸/۴۵۵	۱۳/۶۵۰	۱/۴۰۸	۰/۷۰۰	۳/۹۸۳
ارزش بازار سهام به ارزش دفتری	-۹/۵۰۴	۱۴/۴۲۴	۲/۴۰۱	۲/۳۶۴	۱/۲۴۹	۸/۶۰۱
جریان‌ات نقدی عملیاتی بر فروش	-۰/۶۰۷	۱۵/۱۷۵	۰/۱۹۱	۰/۵۴۵	۲۳/۵۱۴	۶۴۵/۱۰۲
نسبت دارایی ثابت مشهود به کل دارایی‌ها	۰/۰۰۱	۰/۸۸۹	۰/۲۳۹	۰/۱۸۷	۱/۰۰۴	۳/۶۰۷
ساختار سرمایه	۰/۰۰۰	۰/۹۳۶	۰/۱۳۹	۰/۱۶۳	۲/۱۴۹	۸/۳۷۹
نسبت وجوه نقد به اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات	۰/۰۰۱	۴/۱۳۵	۰/۲۷۴	۰/۳۹۳	۳/۹۱۰	۲۵/۷۴۶
انحراف استاندارد سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۲	۲۰۴/۶۹۴	۱/۲۷۴	۱۴/۹۵۰	۱۳/۲۲۷	۱۷۶/۰۲۴
انحراف معیار نسبت جریان‌ات نقدی عملیاتی بر جمع دارایی‌ها	۰/۰۰۰	۳۳/۳۹۴	۰/۲۸۷	۲/۳۵۹	۱۳/۴۷۷	۱۸۴/۶۸۴
انحراف معیار فروش بر جمع دارایی‌ها	۰/۰۲۳	۱۰/۹۳۵	۰/۳۱۳	۰/۶۵۵	۸/۱۷۰	۱۰۰/۹۲۸
چرخه عملیاتی	۱/۰۴۲	۳/۲۷۳	۲/۴۱۶	۰/۲۷۸	-۰/۸۲۰	۴/۹۳۴
زیان	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۱۰۳	۰/۳۰۵	۲/۶۰۶	۷/۷۸۹
کارایی سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۰	۲/۰۰۰	۰/۷۵۸	۰/۸۲۲	-۰/۴۷۲	۱/۶۳۸
استراتژی شرکت	۴/۰۰۰	۲۰/۰۰۰	۱۲/۰۷۰	۲/۷۳۵	-۰/۱۰۸	۲/۷۸۸

علاوه بر این، در جدول شماره ۳ وضعیت شرکت‌های مورد بررسی به لحاظ سطوح سرمایه‌گذاری نیز در سال‌های مورد بررسی و میانگین آنها در بازه زمانی تحقیق نیز ارائه شده است. به عنوان مثال جدول شماره ۳ نشان می‌دهد به‌طور میانگین تقریباً ۴۸ درصد از شرکت‌های مورد بررسی در بازه زمانی تحقیق، سرمایه‌گذاری کارا داشته، از طرف دیگر به صورت میانگین ۲۸ و ۲۴ درصد از شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کمتر از حد و بیش سرمایه‌گذاری (به ترتیب) داشته‌اند. در نهایت برای سال ۹۳ می‌توان بیان کرد که ۴۹ درصد از شرکت‌های مورد بررسی سرمایه‌گذاری کارا داشته‌اند و ۲۶ و ۲۵ درصد از آنها (به ترتیب) با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و بیش سرمایه‌گذاری مواجه بوده‌اند. برای سایر سال‌های مورد بررسی نیز می‌توان تحلیل مشابهی ارائه داد. جدول شماره دو نشان می‌دهد

که به صورت میانگین تقریباً ۱۴ درصد ساختار سرمایه شرکت‌های مورد بررسی را، بدهی‌های بلندمدت تشکیل می‌دهد. از طرف دیگر تقریباً ۲۴ درصد دارایی‌های آن را اموال، ماشین‌الات و تجهیزات تشکیل می‌دهد. در نهایت جدول شماره دو نشان می‌دهد که ۱۰ درصد از شرکت‌های مورد بررسی زیانده بوده‌اند و به صورت میانگین چرخه عملیاتی آنها ۲۶۱ روز ($10 \times 261 = 2610$) هستند. همان‌طور که پیش‌تر بحث شد در ادامه در جدول شماره ۳ وضعیت شرکت‌های مورد بررسی به لحاظ سطوح سرمایه‌گذاری و استراتژی تجاری طی سال‌های تحقیق ارائه شده است.

جدول شماره ۳. طبقه‌بندی شرکت‌ها بر مبنای متغیر مستقل و وابسته

سال - مشاهده	استراتژی سرمایه‌گذاری -	استراتژی تحلیلگر	استراتژی تدافعی	استراتژی آینده‌نگر	بیش سرمایه‌گذاری	سرمایه‌گذاری کارا		سرمایه‌گذاری کمتر از حد		تعداد مشاهدات	رتب		
						تعداد	درصد	تعداد	درصد				
۱۳۸۵	۱۱۴	۸۳	۷۳	۱۷	۱۵	۱۳	۱۲	۲۵	۲۲	۵۴	۴۸	۳۴	۳۰
۱۳۸۶	۱۱۶	۸۴	۷۳	۱۹	۱۶	۱۳	۱۱	۲۹	۲۵	۵۵	۴۷	۳۲	۲۸
۱۳۸۷	۱۱۷	۸۹	۷۶	۱۵	۱۳	۱۳	۱۱	۲۸	۲۴	۵۶	۴۸	۳۳	۲۸
۱۳۸۸	۱۱۴	۹۳	۸۲	۱۰	۹	۱۱	۹	۲۹	۲۶	۵۵	۴۸	۳۰	۲۶
۱۳۸۹	۱۱۴	۹۱	۸۰	۱۱	۱۰	۱۲	۱۰	۲۹	۲۵	۵۱	۴۵	۳۴	۳۰
۱۳۹۰	۱۱۶	۹۹	۸۵	۸	۷	۹	۸	۲۸	۲۴	۵۴	۴۷	۳۴	۲۹
۱۳۹۱	۱۱۴	۸۷	۷۶	۱۵	۱۳	۱۲	۱۱	۲۸	۲۵	۵۵	۴۸	۳۱	۲۷
۱۳۹۲	۱۱۳	۹۲	۸۱	۱۱	۱۰	۱۰	۹	۲۵	۲۲	۵۵	۴۹	۳۳	۲۹
۱۳۹۳	۱۱۸	۹۲	۷۸	۱۲	۱۰	۱۴	۱۲	۲۹	۲۵	۵۸	۴۹	۳۱	۲۶
جمع	۱۰۴۵	۸۱۰	۷۷۰	۱۱۰	۹۰	۱۰۷	۹۰	۲۵۰	۲۰۰	۴۹۰	۴۸۰	۲۹۰	۲۰۰

جدول شماره ۴. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول تحقیق

متغیرها	فرضیه اول تحقیق
	بیش سرمایه‌گذاری
	(INV=2)

سطح معناداری	آماره والد	انحراف استاندارد	ضریب	نماد	
۰/۲۴۸	۱/۳۳۵	۱/۳۷۴	-۱/۵۸۸	C	عرض از مبدأ
۰/۴۵۶	۰/۵۵۵	۰/۱۵۶	۰/۱۱۶	AQUALITY	کیفیت ارقام تعهدی
۰/۵۱۷	۰/۴۱۹	۰/۴۱۹	-۰/۲۷۱	INSTHLDG	سهام تحت مالکیت سهام‌داران نهادهی
۰/۲۰۵	۱/۶۰۸	۲۵۵۵/۸۵۳	۳۲۴۱/۳۲۶	INVEST_SALE	نسبت سرمایه‌گذاری به فروش
۰/۹۷۰	۰/۰۰۱	۰/۰۸۲	۰/۰۰۳	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۴۰	۴/۲۰۸	۰/۰۴۱	۰/۰۸۳	MB	نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام
۰/۷۰۸	۰/۱۴۰	۰/۱۵۰	-۰/۰۵۶	CFO	جریان نقد عملیاتی بر فروش
۰/۰۰۰	۲۹/۶۲۳	۰/۶۰۱	۳/۲۷۱	TANGIBIL	مشهود بودن
۰/۰۸۷	۲/۹۲۱	۰/۷۶۳	-۱/۳۰۴	KSTRUC	ساختار سرمایه
۰/۶۰۰	۰/۲۷۵	۰/۲۴۸	۰/۱۳۰	SLACK	نسبت وجوه نقد به اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات
۰/۹۸۳	۰/۰۰۰	۰/۲۰۲	۰/۰۰۴	STD_INVEST	انحراف استاندارد سرمایه‌گذاری
۰/۸۲۰	۰/۰۵۲	۱/۲۱۴	۰/۲۷۶	STD_CFO	انحراف استاندارد نسبت جریانات نقدی عملیاتی بر جمع دارایی‌ها
۰/۶۳۰	۰/۲۳۲	۰/۱۸۶	-۰/۰۸۹	STD_REV	انحراف استاندارد فروش بر جمع دارایی‌ها
۰/۳۴۸	۰/۸۸۱	۰/۲۰۷	۰/۱۹۵	OPCYCLE	چرخه عملیاتی
۰/۳۳۳	۰/۹۳۶	۰/۳۶۹	-۰/۳۵۷	LOSS	زیان
۰/۰۲۹	۴/۷۵۲	۰/۰۳۵	۰/۰۷۷	BO	استراتژی تجاری
		لحاظ شده است			اثرات ثابت صنعت
		لحاظ شده است			اثرات ثابت سال
		۰/۱۲۳			ضریب تعیین مک‌فادن

آمار استنباطی

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول تحقیق، نشان می‌دهد که بین استراتژی آینده‌نگر و بیش سرمایه‌گذاری، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد (c=0.077, p-value=0.029). به

سخنی دیگر با افزایش نمره استراتژی و حرکت به سمت طیف استراتژی آینده‌نگر احتمال بیش سرمایه‌گذاری شرکتها افزایش می‌یابد؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه یک تحقیق مورد تأیید واقع می‌شود. از طرف دیگر نتایج فرضیه دوم تحقیق نشان می‌دهد که بین نمره استراتژی تجاری و سرمایه‌گذاری کمتر از حد، رابطه منفی و معناداری وجود دارد ($c=-0.085$, $p\text{-value}=0.006$). به عبارتی دیگر با کاهش نمره استراتژی و حرکت از استراتژی آینده‌نگر به سمت استراتژی تدافعی احتمال سرمایه‌گذاری کمتر از حد کاهش شرکتها افزایش می‌یابد. به سخنی دیگر می‌توان بیان کرد که هرچه شرکتها تدافعی‌تر می‌شوند (نمره استراتژی آنها کاهش می‌یابد) سطح سرمایه‌گذاری فعلی خود را بیشتر کاهش داده و تفاوت آن با سطح کارایی سرمایه‌گذاری به صورت قابل ملاحظه‌ای افزایش می‌یابد؛ بنابراین فرضیه دوم تحقیق نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. از طرف دیگر ضریب تعیین مک‌فادن نشان می‌دهد که متغیرهای کنترلی و استراتژی تجاری شرکتها تنها ۱۲/۳ درصد از ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکتها (سرمایه‌گذاری کمتر از حد یا بیش سرمایه‌گذاری شرکتها) را توضیح می‌دهند.

با توجه به آماره راست‌نمایی و سطح معناداری آن ($\text{Chi-Square}=262/59$ و $p\text{-value}=0.00$) می‌توان بیان کرد که کل الگو به لحاظ آماری در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. از طرف دیگر آماره‌های نیکویی برازش و سطح معناداری آنها که در جدول شماره ۷ ارائه شده است، نشان می‌دهد الگوی برازش شده از توان تبیین بالایی برخوردار است.

جدول شماره ۵. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم تحقیق

فرضیه دوم تحقیق	
متغیر	سرمایه‌گذاری کمتر از حد (INV=1)

سطح معناداری	آماره والد	انحراف استاندارد	ضریب	نماد	
۰/۷۴۶	۰/۱۰۵	۱/۰۹۷	-۰/۳۵۶	C	عرض از مبدأ
۰/۲۹۷	۱/۰۹۰	۰/۱۴۶	۰/۱۵۲	AQUALITY	کیفیت اقلام تعهدی
۰/۵۰۸	۰/۴۳۸	۰/۳۷۳	۰/۲۴۷	INSTHLDG	سهام تحت مالکیت سهام‌داران نهادی
۰/۱۹۲	۱/۷۰۴	۲۵۲۶/۸۵۹	۳۲۹۸/۷۶۴	INVEST_SALE	نسبت سرمایه‌گذاری به فروش
۰/۲۸۴	۱/۱۴۹	۰/۰۶۸	۰/۰۷۳	SIZE	اندازه شرکت
۰/۶۷۳	۰/۱۷۸	۰/۰۳۹	-۰/۰۱۷	MB	نسبت ارزش باز به دفتری حقوق صاحبان سهام
۰/۰۰۰	۱۳/۱۸۱	۰/۴۴۹	-۱/۶۲۹	CFO	جریان نقد عملیاتی بر فروش
۰/۸۷۵	۰/۰۲۵	۰/۵۸۶	-۰/۰۹۲	TANGIBIL	مشهود بودن
۰/۵۵۵	۰/۳۴۸	۰/۵۷۱	۰/۳۳۶	KSTRUC	ساختار سرمایه
۰/۰۱۱	۶/۴۵۶	۰/۱۹۲	۰/۴۸۸	SLACK	نسبت وجوه نقد به اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات
۰/۴۰۰	۰/۷۰۸	۰/۴۲۱	-۰/۳۵۴	STD_INVEST	انحراف استاندارد سرمایه‌گذاری
۰/۳۴۳	۰/۹	۰/۹۳۱	۰/۸۸۳	STD_CFO	انحراف استاندارد نسبت جریانات نقدی عملیاتی بر جمع دارایی‌ها
۰/۳۸۸	۰/۷۴۶	۰/۱۵۸	-۰/۱۳۶	STD_REV	انحراف استاندارد فروش بر جمع دارایی‌ها
۰/۰۱۵	۵/۹۱۷	۰/۱۵۴	-۰/۳۷۴	OPCYCLE	چرخه عملیاتی
۰/۷۰۰	۰/۱۴۸	۰/۲۶۹	۰/۱۰۳	LOSS	زیان
۰/۰۰۶	۷/۶۵۲	۰/۰۳۱	-۰/۰۸۵	BO	استراتژی تجاری
		لحاظ شده است			اثرات ثابت صنعت
		لحاظ شده است			اثرات ثابت سال
		۰/۱۲۳			ضریب تعیین مک فادن

جدول شماره ۶. برازش الگو

الگو	معیار برازش الگو -2 Log Likelihood	کایدو	آزمون نسبت راست نمایی درجه	سطح معناداری
------	---------------------------------------	-------	-------------------------------	--------------

آزادی			
		۲۱۴۲/۵۲۲	Intercept Only
۰/۰۰۰	۷۶	۲۶۲/۵۸۸	۱۸۷۹/۹۳۴
			Final

جدول شماره ۷. نیکویی بوازش

شرح	خی اسکور	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
پیرسون	۲۰۲۰/۸۶۸	۱۹۶۲	۰/۱۷۳	توان تبیین بالای الگوی برآورد شده
دیوانیس	۱۸۷۹/۹۳۴	۱۹۶۲	۰/۹۰۶	توان تبیین بالای الگوی برآورد شده

در آزمون فرضیه دوم نیز از بین متغیرهای کنترلی، جریان‌های نقد عملیاتی بر فروش (نسبت و وجه نقد به اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات) ارتباط معکوس (مستقیم) و معناداری با میزان سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت‌ها دارند. این مورد مشابه (مغایر) با نتایج تحقیق نویسی و همکاران (۲۰۱۶) است. از طرف دیگر در فرضیه اول نیز متغیر کنترلی مشهود بودن و نسبت ارزش بازار به دفتری ارتباط مثبت و معناداری با بیش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارند؛ این موارد مشابه با نتایج تحقیق نویسی و همکاران (۲۰۱۶) است.

آزمون اضافی

رگرسیون لجستیک چندجمله‌ای که برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از آن استفاده شد، سطح کارایی سرمایه‌گذاری را به‌عنوان یک الگو یا طبقه مرجع برای پیش‌بینی و بررسی تأثیر استراتژی‌های تجاری بر بیش سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری کمتر از حد مورد استفاده قرار می‌دهد. در این بخش به منظور بررسی بیشتر، شرکت‌های با سطوح سرمایه‌گذاری کارا از متغیر وابسته و شرکت‌های با استراتژی تحلیلی از متغیر مستقل مستثنی می‌شود. به سخنی دیگر متغیرهای وابسته محدود به شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و شرکت‌های با بیش سرمایه‌گذاری بوده و به ترتیب عدد صفر و یک به آنها تخصیص می‌یابد. از طرف دیگر، متغیرهای مستقل تحقیق، محدود به شرکت‌های با استراتژی تدافعی و آینده‌نگرند و به ترتیب عدد صفر و یک به آنها تخصیص می‌یابد. این حالت به بررسی تأثیر تدریجی استراتژی‌های تجاری بر بیش سرمایه‌گذاری یا

سرمایه گذاری کمتر از حد کمک می کند. نتایج آزمون اضافی به شرح جدول شماره ۸ است.

جدول شماره ۸. الگوی پرویت

شرح	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۱/۵۳۱	۲/۴۹۶	۰/۶۱۳	۰/۵۴۰
کیفیت اقلام تعهدی	۰/۲۲۷	۰/۲۸۵	۰/۷۹۷	۰/۴۲۵
سهام تحت مالکیت سهام داران نهادی	-۲/۶۹۰	۱/۴۰۷	-۱/۹۱۱	۰/۰۵۶
نسبت سرمایه گذاری به فروش	۸۶۵۴۶۰/۲۰۰	۳۷۷۸۷۷/۸۰۰	۲/۲۹۰	۰/۰۲۲
اندازه شرکت	-۰/۰۴۳	۰/۱۷۵	-۰/۲۴۶	۰/۸۰۶
نسبت ارزش باز به دفتری حقوق صاحبان سهام	۰/۰۴۹	۰/۰۸۰	۰/۶۱۳	۰/۵۴۰
جریان نقد عملیاتی بر فروش	-۱/۹۶۲	۱/۳۸۰	-۱/۴۲۲	۰/۱۵۵
مشهود بودن	۰/۴۱۱	۱/۷۸۴	۰/۲۳۰	۰/۸۱۸
ساختار سرمایه	-۲/۴۱۱	۲/۴۸۱	-۰/۹۷۲	۰/۳۳۱
نسبت وجوه نقد به اموال، ماشین آلات و تجهیزات	۰/۲۳۰	۰/۳۹۶	۰/۵۸۲	۰/۵۶۱
انحراف استاندارد سرمایه گذاری	۲/۶۲۴	۲/۰۷۵	۱/۲۶۴	۰/۲۰۶
انحراف استاندارد نسبت جریانات نقدی عملیاتی بر جمع دارایی ها	-۰/۱۹۰	۲/۳۶۳	-۰/۰۸۰	۰/۹۳۶
انحراف استاندارد فروش بر جمع دارایی ها	۰/۵۹۶	۰/۶۱۷	۰/۹۶۵	۰/۳۳۵
چرخه عملیاتی	-۰/۲۸۶	۰/۷۵۳	-۰/۳۸۰	۰/۷۰۴
زیان	۰/۷۴۵	۰/۷۳۳	۱/۰۱۶	۰/۳۱۰
استراتژی تجاری	۰/۹۰۸	۰/۳۷۲	۲/۴۴۱	۰/۰۱۵
آماره راست نمایی			۳۳/۵۸۰	۰/۰۰۳۸
ضریب تعیین مک فادن			۰/۲۸۱	

مطابق با جدول شماره ۸ ضریب متغیر استراتژی تجاری در سطح خطای ۵ درصد مثبت و به لحاظ آماری معنادار است (P-Value=0.015, C=0.908). به لحاظ آماری این موضوع بیانگر این واقعیت است که احتمال بیش سرمایه گذاری در شرکت های با استراتژی آینده نگر به صورت معنادارتری بیشتر از شرکت های با استراتژی تدافعی است. از طرف

دیگر آماره‌ی راست‌نمایی و سطح معناداری آن حاکی از معنادار بودن کل الگوی برازش شده است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در تحقیق حاضر با استفاده از تئوری سازمانی **مایلز و اسنو (۱۹۷۸)** و تحقیقات قبلی، سنجه‌های استراتژی‌های سازمانی یا کسب‌وکار که با استفاده از داده‌های عمومی و در دسترس شرکت‌ها قابل عملیاتی شدن است، توسعه داده شد. سپس تأثیر استراتژی‌های تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۰-۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفت. همان‌طور که پیش‌تر در مبانی نظری بحث شد، استراتژی‌های تدافعی و آینده‌نگر، شرکت‌ها را در معرض سطوح متفاوتی از سرمایه‌گذاری، نظارت، ریسک و پیچیدگی ذاتی و اختیارات مدیریتی قرار می‌دهد. این موضوع، پیامد مهمی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها به دنبال دارد. نتایج فرضیه اول تحقیق نشان داد شرکت‌های با استراتژی آینده‌نگر، احتمال زیادی برای بیش سرمایه‌گذاری دارند. به عبارتی دیگر تصمیمات مدیران در چنین شرکت‌هایی موجب بیش سرمایه‌گذاری می‌شود. بر اساس مبانی بحث شده، این استراتژی اختیارات بیشتری را برای مدیران ارائه کرده، شرکت را به‌عنوان سازمانی که برخورد نامتقارن‌تری در ارتباط با هزینه‌های عمومی، اداری و فروش داشته، پیشرو در بازار و دنبال‌کننده نوآوری توصیف می‌کند. این مهم نیاز به سرمایه‌گذاری در فناوری‌های جدید و چندگانه جهت تأمین مالی طراحی محصولات نو و کشف بازارهای جدید محصولات را در پی دارد. در نتیجه نیاز به سرمایه‌گذاری گسترده‌ای وجود داشته و احتمال بالایی برای بیش سرمایه‌گذاری را می‌توان متصور شد. این موضوع با نتایج تحقیقات **نویسی و همکاران (۲۰۱۶)** هم‌راستا است. به شیوه‌ای مشابه اما غیرمستقیم **بالاس و همکاران (۲۰۱۵)** در تحقیق خود نیز دریافتند که استراتژی انتخابی عامل مهمی در رفتار هزینه است و سرمایه‌سازمانی و توانایی مدیریت تا حدودی منجر به چسبندگی بیشتر هزینه‌ها می‌شود. علاوه بر این، آنها به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاری

در دارایی‌های نامشهود نیز عامل مهمی در تعدیل رابطه بین استراتژی انتخابی شرکت و رفتار هزینه آن است.

از طرف دیگر نتایج فرضیه دوم نشان می‌دهد که شرکت‌های با استراتژی تدافعی، احتمال بیشتری برای سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد دارند. به سخنی دیگر، تصمیمات مدیریتی در چنین شرکت‌هایی عمدتاً منجر به سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد می‌شود. سطح پایین اختیارات مدیریتی و نظارت دقیق‌تر و الزام به سرمایه‌گذاری کم‌تر در شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی، مدیران را برمی‌انگیزد تا سود خالص را افزایش داده، موجب سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد در پروژه‌های بلندمدتی که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، شوند. نتایج این فرضیه نیز با تحقیق نویسی و همکاران (۲۰۱۶) نیز سازگاری دارد. شرکت‌های با استراتژی‌های مختلف ممکن است مکانیزم‌های حاکمیت شرکت متفاوتی اتخاذ کنند.

به محققان آتی پیشنهاد می‌شود که به بررسی نقش تعدیل‌کنندگی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین کارایی سرمایه‌گذاری و استراتژی‌های تجاری شرکت‌ها بپردازند. علاوه بر این، بررسی این موضوع که آیا سرمایه‌گذاران به کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بر اساس استراتژی تجاری آنها متفاوت یا یکسان، واکنش می‌دهند نیز، سودمند خواهد بود. هم چنین با توجه به اینکه میزان شدت سرمایه در صنایع مختلف، متفاوت است، بررسی فرضیه‌های تحقیق در سطح صنایع مختلف نیز سودمند است. در نهایت به محققان آتی پیشنهاد می‌شود که تحقیق حاضر را با در نظر گرفتن اثر تعدیل‌گری محیط اطلاعاتی شرکت‌ها و شاخص رقابت در بازار محصول (به عنوان یکی از جایگزین‌های مکانیزم نظارتی) بررسی کنند.

یادداشت‌ها

۱. در این تحقیق استراتژی تجاری و استراتژی کسب و کار به جای هم به کار رفته است.

2. Customer Intimacy
4. Exploiters

3. Explorer
5. Operational Excellence Leaders

6. Innovative Firms	7. Tax Aggressiveness
8. Multinomial Logistic Regression	9. Reference Category

منابع

- تنانی، محسن؛ محب‌خواه، محمد. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین استراتژی کسب و کار با کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۴(۱۳)، ۱۰۵-۱۲۷.
- حاجیها، زهره. (۱۳۹۷). راهبردهای رقابتی، عملکرد شرکت و مسئولیت پذیری اجتماعی به عنوان راهبرد سوم. *حسابداری مدیریت*، ۱۱(۳۶)، ۳۱-۴۳.
- حاجیها، زهره. (۱۳۹۶). راهبرد تجاری تدافعی و اکتشافی، عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط قیمت سهام. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۳۱، ۷۵-۹۴.
- نمازی، محمد؛ دهقانی سعدی، علی اصغر؛ قوهستانی، سمانه. (۱۳۹۶). خودشیفتگی مدیران و استراتژی تجاری شرکت‌ها. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۶(۲۲)، ۳۷-۵۱.
- دیانتی دیلمی، زهرا؛ بنی مهد، بهمن؛ روستایی دره میانه، الهام. (۱۳۹۴). رابطه بین استراتژی‌های تجاری شرکت و سطح اجتناب مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهشنامه مالیات*، ۲۵، ۱۵۶-۱۲۳.
- فروغی، داریوش؛ ساکینی، امین. (۱۳۹۵). توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۳(۳)، ۶۳-۹۰.
- محمودآبادی، حمید؛ رجایی، سکینه. (۱۳۹۳). ارزیابی رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری*، ۴(۱)، ۱۰۵-۱۲۷.
- مدرس، احمد؛ حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. *بورس اوراق بهادار*، ۲(۲)، ۸۵-۱۱۶.
- مرادی، محمد؛ سپهوند، سعیده. (۱۳۹۴). تأثیر استراتژی‌های رقابتی بر پایداری عملکرد مالی و ریسک. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۷(۳)، ۷۵-۹۰.
- نایب‌زاده، شهناز؛ اشرف گنجویی، اسما؛ معین‌الدین، محمود. (۱۳۹۲). بررسی روابط بین گرایش استراتژیک. قابلیت‌های سازمانی و عملکرد با توجه به نقش تغییرات سیستم‌های کنترل و حسابداری مدیریت. *دانش حسابداری و حسابداری مدیریت*، ۲(۸)، ۷۱-۸۲.
- بادآور نهندی، یونس؛ تقی‌زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۳). ارتباط برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر. *دانش حسابداری*، ۵(۱۸)، ۱۱۳-۱۴۰.

هاشمی، سیدعباس؛ امیری، هادی؛ افیونی، علیرضا. (۱۳۹۶). بررسی نوسانات جریان‌های نقدی عملیاتی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی. *دانش حسابداری*، ۸(۱)، ۴۹-۲۹.

References

- Aggarwal, R.K., Samwick, A.A. (2006). Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incentives. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 489-515.
- Ballas, A., Naoum, V.C., Vlismas, O. (2015). Strategy, managerial ability and sticky behavior of selling, general and administrative expenses. *Working paper*, Athens University of Economics and Business, Athens, Greece.
- Badavar Nahandi, Y., Taghizade Khanghah, V. (2014). The relationship between some of corporate governance mechanism and investment efficiency on corporate lifecycle. *Journal of Accounting Knowledge*, 5(18), 113-140 [In Persian].
- Bentley, K.A., Omer, T.C., Sharp, N.Y. (2013). Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 780-817.
- Bentley, K., Omer, T., Twedt, B. (2014). Does business strategy impact a firm's information environment? *www.ssrn.com*.
- Biddle, G.C., Hilary, G., Verdi, R.S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 112-131.
- Bizjack, J.M., Brickley, J.A., Coles, J.L. (1993). Stock-based incentive compensation and investment behavior. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 349-372.
- Boyd, B.K., Salamin, A. (2001). Strategic reward systems: A contingency model of pay system design. *Strategic Management Journal*, 22(8), 777-792.
- Chen, Y., Eshleman, J.D., Soileau, J.S. (2016). Business strategy and auditor reporting. *Journal of Practice and Theory*, 36(2), 63-86.
- Conant, J.S., Mokwa, M.P., Varadarajan, P.R. (1990). Strategic types, distinctive marketing competencies and organizational performance: a multiple measures-based study. *Strategic Management Journal*, 11(5), 365-383.
- Dianati Deilami, Z., Banimahd, B., Rostaei darehmiane, E. (2015). Relationship between firms's business strategy and level of tax avoidance in the firms listed at Tehran Stock Exchange. *Journal of Tax Research*, 25, 123-156 [In Persian].

- Foroghi, D., Sakiyani, A. (2016). Managerial ability, investment efficiency and financial reporting quality. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 6(3), 63-90 [In Persian].
- Graham, R.C., Frankenberger, K.D. (2000). The contribution of changes in advertising expenditures to earnings and market values. *Journal of Business Research*, 50(2), 149-155.
- Habib, A., Hasan, M.M. (2017). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 39, 389-405.
- Hambrick, D. C. (1983). Some tests of the effectiveness and functional attributes of Miles and Snow's strategic types. *Academy of Management Journal*, 26(1), 5-26.
- Hambrick, D.C. (2003). On the staying power of miles and snow's defenders, analyzers, and prospectors. *Academy of Management Executive*, 17(4), 115-118.
- Hashemi, S.A., Amiri, H., Afyuni, A. (2017). Effects of cash flow volatility on investment with restricted financing sources. *Journal of Accounting Knowledge*, 8(1), 29-49 [In Persian].
- Hajiha, Z. (2017). Prospector and defender strategy, information asymmetry and stock price crash risk. *Journal of Financial Engineering and Portfolio Management*, 36, 75-94 [In Persian].
- Hajiha, Z. (2018). Competitive strategy, firm performance and corporate social responsibility as third strategy. *Journal of Managerial Accounting*, 11(36), 31-43 [In Persian].
- Higgins, D., Omer, T.C., Phillips, J.D. (2015). The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 674-702.
- Huddart, S.J., Ke, B. (2007). Information asymmetry and cross-sectional variation in insider trading. *Contemporary Accounting Research*, 24(1), 195-232.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kabanoff, B., Brown, S. (2008). Knowledge structures of prospectors, analyzers, and defenders: Content, structure, stability, and performance. *Strategic Management Journal*, 29(2), 149-171.
- Kotha, S., Nair, A. (1995). Strategy and environment as determinant of performance: Evidence from the Japanese machine tool industry. *Strategic Management Journal*, 16(7), 497-518.
- Lambert, R.A. (1986). Executive effort and selection of risky projects. *RAND Journal of Economics*, 17(1), 77-88.

- Mamoudabadi, H., Rajayi, S. (2014). Evaluating relation between agency cost and investment efficiency of companies listed on Tehran Stock Exchange. *Accounting Research*, 4(1), 105-127 [In Persian].
- March, J.G. (1991). Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization Science*, 2(1), 71-87.
- Miles, R.E., Snow, C.C., Meyer, A.D., Coleman, H.J. (1978). Organizational strategy, structure, and process. *Academy of Management Review*, 3(3), 546-562.
- Modares, A., Hesarzade, R. (2008). Financial reporting quality and investment efficiency. *Journal of Security Exchange*, 1(2), 85-116 [In Persian].
- Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investments. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Moradi, M., Sepahvand. S. (2015). The effect of competitive strategy on stability of financial performance and risk. *Financial Accounting Research*, 3(7), 75-90 [In Persian].
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-176.
- Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information those investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Naiker, V., Navissi, F., Sridharan, V.G. (2008). The agency cost effects of unionization on firm value. *Journal of Management Accounting Research*, 20(1), 133-152.
- Navissi, F., Sridharan, V.G., Khedmati, M., Lim, E.K.Y., Evdokimov, E. (2016). Business strategy, over-(under-) investment and managerial compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 29(2), 63-86.
- Nayebzade, Sh., Ashraf ghanjuie, A., Moinedin, M. (2013). Investigating the strategic tendencies, organization capability & performance with considering control system and management accounting. *Quarterly Accounting Knowledge and Management Accounting*, 2(8), 71-82 [In Persian].
- Namazi, M., Dehghani Sadi, A.A., Ghouhestani, S. (2017). CEO Narcissism and corporate business strategy. *Journal of Accounting Knowledge and Managerial Accounting*, 6(22), 37-51 [In Persian].
- Porter, M.E. (1998). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York, NY: The Free Press.

- Rajagopalan, N. (1997). Strategic orientations, incentive plan adoptions, and firm performance: Evidence from electric utility firms. *Strategic Management Journal*, 18(10), 761-785.
- Rajagopalan, N., Finkelstein, S. (1992). Effects of strategic orientation and environmental change on senior management reward systems. *Strategic Management Journal*, 13(S1), 127-141.
- Said, A., Hassab Elnaby, H., Wier. B. (2003). An empirical investigation of the performance consequences of nonfinancial measures. *Journal of Management Accounting Research*, 15(1), 193-223.
- Smith, M. (2003). *Research Methods in Accounting*. Sage Publication.
- Tanani, M., Mohebkhah, M. (2014). Investigating the relation between business strategy and earnings quality and stock return in companies listed on Tehran Stock Exchange. *Empirical Research of Accounting*, 4(13), 105-127 [In Persian].
- Thomas, A.S., Ramaswamy, K. (1996). Matching managers to strategy: Further tests of the miles and snow typology. *British Journal of Management*, 7(3), 247-261.
- Treacy, M., Wiersema. F. (1995). *The Discipline of Market Leaders*. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Zhang, R. (2016). Business strategy and firm performance: The moderating role of product market competition. Available at SSRN: <https://ssrn.com>.