



ISSN: 2645-4408

# پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی

فصلنامه علمی تخصصی پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی  
سال پنجم، شماره ۳ (پیاپی ۱۷)، تابستان (شهریور) ۱۴۰۰

بررسی تأثیر افشای اطلاعات و رشد دارایی و رشد فروش بر  
هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق  
بهادار تهران

عبدالکریم مقدم، علی اصغر صالحی، وریا احمدی

بررسی ارتباط بین معافیت‌های مالیاتی و میزان سرمایه‌گذاری  
در منطقه آزاد تجاری چابهار

پرینسا محقق، مجید جامی، مهدیه مودی

گزارشگری ارزش آفرینی مدل کسب و کار

مجتبی قنبرزاده

تأثیر سیاست‌های مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران

خسرو مرادی شهدادی، مریم احمدیفر

مطالعه نقش بازار بورس اوراق بهادار و شاخص پس‌انداز ملی در

توسعه اقتصادی ایران

المیرا غیاث آبادی فراهانی، داریوش برزوئی

بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته

شده بورس اوراق بهادار تهران

ده شنی بهرامی





## نشریه

نشانی: کرج، آزادگان، ابتدای بلوار مطهری، کوچه شهید سبحانی، پلاک ۲۸، واحد ۴  
کد پستی: ۳۱۳۳۹۵۳۵۹۵  
www.JARES.ir  
Shij.journals@gmail.com

## چاپ

انتشارات هنر و علوم دانشگاهی، تلفن: ۰۲۱ ۳۳۸۴۷۹۲۰  
نشانی: تهران، افسریه، ۱۵ متری اول، کوچه ۲۸، پلاک ۲۹۳

## صاحب امتیاز و مدیرمسئول: مهرداد فتحی زیر نظر شورای سردبیری مدیر اجرایی: منیژه ملائی

### اعضای شورای علمی و داوری تحریریه: (به ترتیب حروف الفبا)

- دکتر عبدالمجید آهنگری، عضو هیئت علمی دانشگاه شهید چمران
- دکتر محمدمامد اخگر، عضو هیئت علمی دانشگاه کردستان
- دکتر روح اله بیات، عضو هیئت علمی دانشگاه امام خمینی
- دکتر محسن حمیدیان، عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی تهران جنوب
- دکتر اسماعیل رمضان پور، عضو هیئت علمی دانشگاه گیلان
- دکتر منصور زراء نژاد، عضو هیئت علمی دانشگاه چمران اهواز
- دکتر نرجس زمانی، عضو هیئت علمی دانشگاه گیلان
- دکتر مهدی ذوالفقاری، عضو هیئت علمی دانشگاه تربیت مدرس
- دکتر مسعود طاهری نیا، عضو هیئت علمی دانشگاه لرستان
- دکتر علیرضا عرفانی، عضو هیئت علمی دانشگاه سمنان
- دکتر حسین عظیمی، عضو هیئت علمی دانشگاه زنجان
- دکتر محبوبه فراهتی، عضو هیئت علمی دانشگاه سمنان
- دکتر بهروز کاردان، عضو هیئت علمی دانشگاه فردوسی مشهد
- دکتر عبدالمحمد کاشیان، عضو هیئت علمی دانشگاه سمنان
- دکتر حسین کاظمی، عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی قزوین
- دکتر وحید محمودی، عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی قزوین
- دکتر منصور مهبینی زاده، عضو هیئت علمی دانشگاه یزد

### فراخوان پذیرش مقاله:

نشریه «پژوهش در حسابداری و علوم اقتصاد» توسط موسسه مطبوعاتی مطالعات کاربردی شباک و با همکاری علمی اساتید برجسته دانشگاه‌های کشور به انتشار مقالات علمی در زمینه حسابداری و اقتصاد می‌پردازد. از این رو از تمام اساتید، صاحب نظران، کارشناسان، دانشجویان و پژوهشگران دعوت می‌شود با ارسال مقالات علمی خود از طریق وبسایت نشریه به نشانی [www.Jares.ir](http://www.Jares.ir) در پربارتر کردن این نشریه، ما را یاری نمایند. برای ارسال مقاله کافی است تا در وبسایت ثبت نام نموده و با ورود به پنل کاربری، مقاله خود را ثبت کنید.

### محورها و موضوعات پذیرش مقاله:

- |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <h4>مطالعات علوم اقتصاد:</h4> <ul style="list-style-type: none"> <li>- اقتصاد خرد، اقتصاد کلان و اقتصادسنجی</li> <li>- اقتصاد اسلامی، برنامه ریزی و نظام های اقتصادی</li> <li>- اقتصاد، توسعه و مطالعات اقتصادی ایران</li> <li>- اقتصاد محیط زیست، منابع طبیعی و انرژی</li> <li>- تاریخ تئوری ها، نظریات و سیاست های اقتصادی</li> <li>- مدل سازی و پیش بینی در بازار های اقتصادی</li> <li>- اقتصاد مالی، بانکداری و نظام پولی</li> <li>- اقتصاد مقاومتی، کار آفرینی و اشتغال زایی</li> <li>- اقتصاد و تجارت الکترونیک و بین الملل</li> <li>- اقتصاد تولید و اقتصاد صنعتی</li> <li>- مطالعات میان رشته ای در اقتصاد</li> </ul> | <h4>مطالعات حسابداری:</h4> <ul style="list-style-type: none"> <li>- تئوری ها و نظریات حسابداری</li> <li>- مباحث نوین در حسابداری و حسابرسی</li> <li>- پژوهش های کاربردی در حسابداری و حسابرسی</li> <li>- بورس، مدیریت مالی، سرمایه گذاری و حسابداری</li> <li>- جایگاه حسابداری و حسابرسی در توسعه اقتصادی</li> <li>- آموزش و اخلاق حرفه ای در حسابداری، حسابرسی</li> <li>- سیستم های اطلاعات حسابداری</li> <li>- حسابداری مالیاتی و حسابداری مدیریت</li> <li>- صنعت، تولید و حسابداری مدیریت</li> <li>- استانداردهای حسابداری و حسابرسی</li> <li>- مطالعات میان رشته ای در حسابداری</li> </ul> |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

| صفحه | عنوان مقاله                                                                                                                                                        |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ۱    | بررسی تأثیر افشای اطلاعات و رشد دارایی و رشد فروش بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران<br>عبدالکریم مقدم، علی اصغر صالحی، وریا احمدی |
| ۱۱   | بررسی ارتباط بین معافیت‌های مالیاتی و میزان سرمایه‌گذاری در منطقه آزاد تجاری چابهار<br>پریسا محقق، مجید جامی، مهدیه مودی                                           |
| ۱۹   | گزارشگری ارزش‌آفرینی مدل کسب و کار<br>مجتبی قنبرزاده                                                                                                               |
| ۳۷   | تأثیر سیاست‌های مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران<br>خسرو مرادی شهدادی، مریم احمدی‌فر                                                                        |
| ۴۷   | مطالعه‌ی نقش بازار بورس اوراق بهادار و شاخص پس‌انداز ملی در توسعه اقتصادی ایران<br>المیرا غیاث آبادی فراهانی، داریوش برزوئی                                        |
| ۵۹   | بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران<br>ده شنی بهرامی                                                                    |

## بررسی تأثیر افشای اطلاعات و رشد دارایی و رشد فروش بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۳۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۰۴

کد مقاله: ۴۱۱۰۲

عبدالکریم مقدم<sup>۱</sup>، علی اصغر صالحی<sup>۲</sup>، وریا احمدی<sup>۳\*</sup>

### چکیده

سرمایه‌گذاران و تحلیلگران در بحث درخصوص هزینه سرمایه، به طور معمول به میانگین ترکیبی هزینه‌های بدهی شرکت و هزینه سهام، اشاره می‌کنند. هزینه سرمایه متغیری چندبُعدی بوده که متأثر از متغیرهای مختلفی است. بنابراین هدف این پژوهش، مطالعه تأثیر افشای اطلاعات و رشد دارایی و رشد فروش بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی بوده و از نظر روش و ماهیت از نوع پژوهش توصیفی-همبستگی است. به این منظور، برای آزمون این اثرات تعداد ۱۶۲ شرکت پذیرفته شده در بوری اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵، مورد مطالعه قرار گرفتند. در این پژوهش از متغیرهای افشای اطلاعات، رشد دارایی و رشد فروش به عنوان متغیرهای مستقل و از متغیر هزینه سرمایه به عنوان متغیر وابسته، و همچنین متغیرهای عمر و اندازه شرکت نیز به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شده است. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، از نرم‌افزار EViews استفاده شد. نتایج این پژوهش حاکی از تأثیر معنادار رشد دارایی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، اما معناداری این رابطه، برای افشای اطلاعات و رشد فروش، مورد تأیید قرار نگرفت.

**واژگان کلیدی:** هزینه سرمایه، افشای اطلاعات، رشد فروش، رشد شرکت، بورس اوراق بهادار.

۱- دانشیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، واحد تهران غرب، تهران، ایران.

۲- مربی، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، واحد تهران غرب، تهران، ایران.

۳- کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، واحد تهران غرب، تهران ایران. (نویسنده مسئول)

## ۱- مقدمه

شواهد تجربی نشان می‌دهد گروه‌های مختلف در جامعه، متقاضی اطلاعات اجتماعی هستند و برخی بر گزارش‌های شرکت برای آگاهی از فعالیت‌های سازمان تکیه می‌کنند. افشای اطلاعات اجتماعی بخش مهمی از روش ارتباط شرکت‌ها با ذینفعان‌شان است (ژانگ و دیانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). هدف از افشای اطلاعات مالی را می‌توان ارزیابی عملکرد واحد تجاری، قضاوت در مورد چگونگی استفاده واحد تجاری از منابع موجود و پیش‌بینی روند سودآوری واحد تجاری در آینده دانست (بنی‌مهد و محسنی شریف<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). واژه افشای اطلاعات در گسترده‌ترین مفهوم خود به معنی چیزی جز ارائه اطلاعات نمی‌باشد. حسابداران می‌کوشند این عبارات را مفهومی دقیق‌تر به کار ببرند و هدف آنها ارائه اطلاعات مالی درباره شرکت است که از طریق گزارشات مالی (معمولاً دو قالب گزارشات سالانه) ارائه می‌شود (کوبیک و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶). بنابراین افشای ابهامات مربوط به اقلام وجوه نقد نظیر سپرده‌های مسدود بانکی یا سپرده‌های ارزی ممکن است با اهمیت و مربوط محسوب شود، در حالی که افشای ابهامات مربوط به اقلام نامشهود با همان میزان اهمیت ممکن است نامربوط باشد. اما از آنجایی که هر گروه از استفاده‌کنندگان معمولاً به اقلام خاصی از صورت‌های مالی اهمیت بیشتری می‌دهند، بنابراین طبیعی است که انتظار داشته باشند در ارتباط با اقلام مورد نظرشان، افشای کامل صورت گیرد (لین و وی<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵).

هزینه سرمایه یکی از مفاهیمی است که همواره مورد توجه صاحب‌نظران مالی بوده است و عامل اصلی در ایجاد شکاف بین سود حسابداری و سود اقتصادی است، این مفهوم به شکل‌های مختلف تعریف شده است لیکن یکی از تعریف‌هایی که مقبولیت بیشتری دارد. هزینه سرمایه، به عنوان کمینه نرخ بازدهی تعریف می‌شود که با کسب آن، ارزش واحد اقتصادی ثابت می‌ماند. از لحاظ مفهومی، هزینه سرمایه یک شرکت عبارت است از هزینه فرصت سرمایه‌گذار برای سرمایه‌گذاری در آن شرکت. هزینه سرمایه از دو بعد دارای اهمیت است، بعد اول این است که تمامی الگوهای ارزیابی اوراق بهادار بر هزینه سرمایه متکی است. بعد دوم این است که سرمایه‌گذاری وجوه توسط شرکت و تعیین اولویت‌های سرمایه‌گذاری و تعیین ساختار سرمایه بدون هزینه سرمایه عملی نخواهد بود (سلیمی، ۱۳۸۶).

از آنجائیکه ساختار مالی شرکت‌ها معمولاً شامل منابع مختلفی است، در محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه، تمامی منابع در نظر گرفته می‌شوند. با توجه به این که منابع مختلف تأمین مالی شرکت دارای ریسک‌های متفاوتی برای سرمایه‌گذاران است، بنابراین هر یک از این گروه‌ها، خواهان میزانی از نرخ بازدهی هستند که در خور ریسک مربوط باشد (ایزدی نیا و کربلایی کریم، ۱۳۹۱). هزینه حقوق صاحبان سهام دارای اهمیت بالایی برای شرکت‌ها می‌باشد، زیرا این فاکتور عموماً برای ارزیابی بدیل‌های تأمین مالی (زورن<sup>۵</sup>، ۲۰۰۷) و همچنین در تهیه بودجه و ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. بالا بودن هزینه حقوق صاحبان سهام ممکن است منجر به نپذیرفتن سرمایه‌گذاری‌های بالقوه‌ای گردد که می‌تواند بر رشد آتی شرکت اثرگذار باشد. بنابراین اگر راهی برای تحت تأثیر قرار دادن هزینه حقوق صاحبان سهام وجود داشته باشد، مزیت نبردن از آن غیرمنطقی می‌باشد (امبونگ، نورمن و محمد<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲).

آینده‌نگری گروه‌های استفاده‌کننده از صورت‌های مالی، همواره حسابداران را به جستجوی روش‌های برتر و تفسیر اطلاعات مالی هدایت کرده است. از جمله روش‌های برتر تفسیر اطلاعات، بررسی رشد دارایی‌ها و رشد فروش شرکت است. رشد دارایی‌ها را می‌توان به عنوان اخبار خوب و هم به عنوان اخبار بد تفسیر نمود. اخبار خوب به این ترتیب که مخارج سرمایه‌ای به احتمال بالا همبستگی مثبت و قابل ملاحظه‌ای با فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند. علاوه بر این مخارج سرمایه‌ای بالاتر، ممکن است نشان‌دهنده این نیز باشد که بازار سرمایه‌ای که منابع مالی را برای سرمایه‌گذاری‌ها فراهم می‌کند، اعتماد بالایی نسبت به شرکت و مدیریت دارد. جنبه اخبار بد نیز به این ترتیب است که مدیران دارای این انگیزه می‌باشند که منافع خود را در شرکت‌ها افزایش دهند. به عنوان مثال مدیران به منظور بدست آوردن حقوق و مزایای بالاتر، خواهان آن هستند که سود حسابداری شرکت را بیش از اندازه نشان دهند و به منظور افزایش سود حسابداری اقدام به افزایش مخارج سرمایه‌ای می‌کنند. این موضوع ممکن است در حالتی که هزینه فرصت سرمایه به کار گرفته شده پوشش داده نشود و سود اقتصادی منفی ایجاد گردد نیز، انجام گیرد. در این شرایط سرمایه‌گذاران آگاه این موضوع را درک کرده و در نهایت بازده آتی منفی ایجاد می‌شود. سرمایه‌گذاری در این پروژه‌ها باعث می‌گردد که سرمایه‌گذاران در ابتدا به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی فریب خورده و در سال‌های آتی از موضوع مطلع گشته و بازده را از این جهت تعدیل؛ بنابراین طبق پژوهش‌هایی که در ادبیات پیشین اشاره گردید این انتظار وجود دارد که یک رابطه‌ی منفی بین بازده آتی سهام و رشد دارایی‌ها وجود داشته باشد (مشایخی، افتخاری و پروایی، ۱۳۹۲).

رشد فروش نیز یکی از شاخص‌های ارزیابی فعالیت شرکت می‌باشد. رشد مستمر درآمد فروش و سود شرکت منجر به آن می‌شود که بازار ریسک کمتری را برای شرکت در نظر بگیرد. از طرفی شاخص‌های بحران مالی نیز یکی از شاخص‌های مطلوب جهت ارزیابی قدرت پرداخت بدهی‌ها و قابلیت نقدینگی شرکت‌ها می‌باشد که با استفاده از اطلاعات حسابداری می‌توان بحران

1. Zhang and Ding  
2. Banimahd and et al  
3. Kubick and et al  
4. Zorn  
5. Embong, Norman & Mohamat

مالی شرکت‌ها را پیش‌بینی نمود و سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و کارکنان شرکت را در خصوص از بین رفتن کنترل شرکت آگاه نمود (قره بیگلو، آب چر و آب چر، ۱۳۹۵).

معیارهای رشد شرکت یعنی رشد فروش و رشد دارایی، به عنوان یکی از ابزارهای مهم و اساسی در تصمیم‌گیری مدیریت برای انتخاب شیوه تأمین مالی و حداکثرسازی ارزش شرکت تلقی می‌شوند و این ابزار به سرمایه‌گذاران و سهام‌داران، در تصمیم‌گیری، آگاهی و دانش می‌دهند. بطور یقین، شناسایی راه‌های مختلف تأمین مالی و بهره‌گیری از ابزارهای مناسب مالی، مدیریت را در اتخاذ تصمیمات صحیح‌تر و کسب منافع بیشتر برای شرکت‌ها یاری خواهند نمود. استفاده بهینه از منابع مالی به مدیران این فرصت را خواهد داد تا از ارزش کلی شرکت و ثروت صاحبان سرمایه را افزایش دهند (اعطایی‌زاده و دارابی، ۱۳۹۳). روش‌های افشاسازی یک شرکت را می‌توان بعنوان مکانیسمی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران خارجی در نظر گرفت و این امر سبب می‌شود تا عدم تقارن اطلاعاتی کمتر بوجود آید و هزینه نمایندگی کاهش یابد. پیامدهای نامطلوب عدم تقارن اطلاعاتی را می‌توان با افشا و شفافیت اطلاعات مالی به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی اطلاعات تعدیل نمود. از سوی دیگر مفهوم هزینه سرمایه بین تصمیمات مالی در شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری ارتباط برقرار می‌کند، لذا با توجه به مطالب گفته شده تعیین رابطه بین افشای اطلاعات، رشد شرکت و هزینه سرمایه از اهمیت خاصی برخوردار است. در نتیجه هدف از پژوهش حاضر پاسخ به این سوال است که آیا افشای اطلاعات و رشد فروش و رشد دارایی تأثیری بر هزینه سرمایه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارند؟

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

افشای اطلاعات بهتر، هماهنگی و مشارکت میان شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را با توجه به تصمیم‌های سرمایه‌گذاری که مبتنی بر قیمت سرمایه‌گذاری است، به واسطه تعادل میان جریان‌های نقدی آینده مورد انتظار به نرخ بالاتر، بهبود می‌بخشد. بازار سرمایه در تعیین ارزش صحیح افشای شرکت در درازمدت کارآمد است. صرف اطلاعات، شامل ارزش ذاتی افشای بیشتر شرکت است. برای شرکت‌های با کیفیت افشای بالاتر، انتظار می‌رود صرف اطلاعات برابر با افشای اطلاعاتی معادل با افشای رقیبانی با دارایی‌ها و شرایط بازار مشابه باشد، اما برای شرکت‌های با کیفیت افشا و شفافیت پایین، این صرف اطلاعات کمتر خواهد بود (مدهانی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵).

کومار (۲۰۰۴) در بحث خود به این نکته اشاره دارد که شرکت‌ها به منظور افزایش نقدشوندگی سهام خود افشا را افزایش می‌دهند (شوستر و کونل<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶). منطق این موضوع چنین است که از طریق افشای بیشتر اطلاعات عدم تقارن اطلاعات کاهش می‌یابد. به همین خاطر جذابیت اینگونه سهام برای سرمایه‌گذاران افزایش یافته و متعاقباً نقدشوندگی آنها بالا می‌رود. گیرنستین و سمی (۱۹۹۴) و لیم و همکاران (۲۰۰۳) نشان دادند که سطح افشا و عدم تقارن اطلاعات رابطه منفی با همدیگر دارند. آنها در طی مطالعات خود مشاهده کردند که فاصله بین قیمت خرید و فروش با افزایش افشا کاهش می‌یابد (امبونغ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲).

هزینه سرمایه نیز برای یک سرمایه‌گذاری خاص در واقع یک هزینه فرصت یا درصد بازده مورد انتظار حاصل از هر فرصت سرمایه‌گذاری دیگر با ریسک مشابه است. نرخ کاهش که برای تبدیل جریان‌های نقدی آینده به ارزش فعلی مورد استفاده قرار می‌گیرد بایستی بیانگر هزینه فرصت تمام تأمین‌کنندگان مالی با توجه به میزان مشارکت آنها در کل سرمایه‌گذاری یا میانگین وزنی هزینه سرمایه باشد (ایزدی نیا و کربلایی کریم، ۱۳۹۰).

با توجه به موضوع، پژوهش‌های متعددی در این خصوص صورت گرفته است. سونیل داتا و نزلوبین<sup>۴</sup> (۲۰۱۷)، پژوهشی را با عنوان افشای اطلاعات، رشد شرکت و هزینه سرمایه انجام دادند. نتایج پژوهش آنها حاکی از وجود تأثیر افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه و رشد شرکت بر هزینه سرمایه می‌باشد. تفاوت پژوهش حاضر با این مورد، درخصوص رشد شرکت می‌باشد که خود از دو فاکتور رشد دارایی و رشد فروش تشکیل شده، که در حاکی از نوآوری در پژوهش حاضر می‌باشد.

همچنین گوتام و ویدیا<sup>۵</sup> (۲۰۱۳) اثر محدودیت‌های تأمین مالی بر رشد ۲۲۸۲ شرکت هندی را در دوره ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که رشد شرکت‌ها پایدار است و اندازه و محدودیت‌های تأمین مالی اثر منفی بر رشد شرکت‌ها دارند. لابت و همکاران (۲۰۰۷) به بررسی این موضوع پرداختند که چگونه اطلاعات حسابداری افشا شده در مورد یک واحد تجاری، با در نظر گرفتن تنوع آنها، در هزینه سرمایه آن واحد نمود پیدا می‌کند. نتایج بدست آمده نشان دهنده آن است که کیفیت اطلاعات حسابداری به دو صورت مستقیم و غیرمستقیم بر هزینه سرمایه شرکت تأثیر می‌گذارد. یک و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۵) نیز با استفاده از یک پایگاه داده اثر مشکلات مالی، قانونی و فساد بر رشد شرکت‌های ۵۴ کشور را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد، اینکه آیا مشکلات مالی، قانونی و فساد، رشد شرکت را محدود می‌کند یا خیر، بستگی به اندازه شرکت دارد و شرکت‌های کوچک‌تر بیشتر از شرکت‌های دیگر محدود هستند. همچنین تنها یک رابطه ضعیف بین درک شرکت‌ها

1. Madhani
2. Schuster and Connell
3. Embong and et al
4. Sunil Dutta and Nezlobin
5. Gautam & Vaidya
6. Beck and et al

از کیفیت دادگاه‌ها در کشورشان و رشد شرکت وجود دارد. اسیلی و اهارا<sup>۱</sup> (۲۰۰۴)، در خصوص اطلاعات و هزینه سرمایه بیان داشتند که تفاوت در ترکیب اطلاعات عمومی و خصوصی بر هزینه سرمایه تأثیر می‌گذارد.

خواجوی و علیزاده طلاتپه (۱۳۹۴) نیز در پژوهش خود با عنوان بررسی رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشان دادند که بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معناداری وجود ندارد. خواجوی و صالحی‌نیا (۱۳۹۴) پژوهشی را با عنوان محدودیت‌های تأمین مالی و رشد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند و نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین محدودیت‌های تأمین مالی و رشد دارایی‌ها و رشد فروش بعنوان شاخص‌های محاسبه رشد شرکت رابطه منفی معناداری وجود دارد. ناظمی و نصیری (۱۳۹۳) در پژوهش خود با عنوان بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشان دادند که اقدام به افزایش میزان افشای اطلاعات می‌کنند، نقدشوندگی سهام بیشتری نسبت به دیگر شرکت‌ها دارند. همچنین افزایش میزان اطلاعات افشا شده شرکت‌ها منجر به کاهش خطر برآورد سرمایه‌گذاران می‌شود و افزایش میزان اطلاعات افشا شده شرکت‌ها با هزینه سرمایه آن‌ها ارتباط معناداری ندارد. رحیمیان و توکل‌نیا (۱۳۹۲) نیز به بررسی ارتباط احتمالی بالقوه بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی و ارتباط بین توانایی مالی و اهرم مالی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که ارتباط U شکل وارون، بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی و عدم وجود رابطه بین درماندگی مالی و اهرم مالی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار شهر تهران وجود دارد. مهرآذین و عباس‌نژاد (۱۳۹۲) نیز به بررسی «اثر محافظه-کاری و افشا بر هزینه سرمایه سهام عادی» پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که رابطه معکوس و معناداری بین محافظه-کاری و هزینه سرمایه وجود دارد. همچنین رابطه بین افشا و هزینه سرمایه نیز به صورت معناداری معکوس می‌باشد. در نهایت نوروژی و مرهونیان‌نژاد (۱۳۹۲) نیز در پژوهش خود با عنوان «بررسی تأثیر افشای اطلاعات و ویژگی‌های عملکردی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، نشان دادند که هیچ یک از متغیرهای افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه شرکت اثر معناداری ندارند. همچنین نتایج مربوط به مدل تأثیر ویژگی‌های عملکردی شرکت بر هزینه سرمایه مشخص شد، تنها متغیرهای میزان سودآوری، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها دارای تأثیر منفی معنادار بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را دارند.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

در راستای دستیابی به هدف پژوهش، فرضیه‌هایی نیز به شرح زیر تدوین شده است:

**فرضیه اول:** افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تأثیر مثبت دارد.

**فرضیه دوم:** رشد دارایی‌ها بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

**فرضیه سوم:** رشد فروش بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

### ۴- روش پژوهش

این پژوهش برحسب هدف کاربردی و براساس نوع داده، کمی است. همچنین از لحاظ تحلیل داده‌ها از نوع توصیفی-همبستگی می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که حداقل از ابتدای سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده، تا پایان سال ۱۳۹۵ حضور داشته و از چهار ویژگی زیر، به طور همزمان برخوردار باشند:

۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش موجود باشد. ۲) طی دوره پژوهش در بورس حضور داشته باشد. ۳) سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد. ۴) جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها، لیزینگ و بیمه نباشد. ۵) در دوره بررسی، تغییر سال مالی نداده باشند.

با در نظر گرفتن شرایط فوق، تعداد نمونه پژوهش با استفاده از روش نمونه‌گیری تصادفی منظم و یا (در صورت محدود بودن تعداد شرکت‌های واجد شرایط پژوهش)، روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند. پس از حذف شرکت‌های بدون معیارهای یادشده، از بین کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۱۶۲ شرکت در حکم جامعه‌ی غربال شده آماری این پژوهش باقی ماند و داده‌های مربوط به پنج سال (۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵) این شرکت‌ها از نرم‌افزار Eviews استخراج خواهد شد.

### جدول ۱- جامعه‌ی آماری پژوهش

|                                                                        |           |       |
|------------------------------------------------------------------------|-----------|-------|
| کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۵ | ۵۲۰ شرکت  | ۱۰۰٪  |
| شرکت‌هایی که در سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ در بورس حضور داشته‌اند:          | ۳۱۷ شرکت  | ۶۳٪   |
| شرکت‌های هلدینگ و واسطه‌گر مالی:                                       | (۳۵ شرکت) | ۷٪ -  |
| شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۱۲/۲۹ نمی‌باشد:              | (۴۴ شرکت) | ۹٪ -  |
| تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات مالی آنها ناقص می‌باشد:                     | (۳۸ شرکت) | ۱۴٪ - |
| شرکت‌های دارای وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه                              | (۳۸ شرکت) | ۱۳٪ - |
| نمونه پژوهش (جامعه واجد شرایط)                                         | ۱۶۲ شرکت  | ۲۱٪   |

### ۱-۴- متغیرهای پژوهش

**الف- افشای اطلاعات:** کیفیت افشای شرکتی، یکی از متغیرهای درون‌زای این تحقیق است. در این تحقیق از امتیازهای سالیانه کیفیت افشای شرکتی که برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. امتیازهای کیفیت افشای شرکت‌های پذیرفته شده برای دوره‌های ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه محاسبه و توسط سازمان بورس و اوراق بهادار برای سال‌های ۱۳۸۲ به بعد منتشر گردیده است. این امتیازها، ارزیابی بورس درباره میزان آگاهی بخشی افشای شرکتی را منعکس می‌نماید. امتیازهای مذکور، براساس میانگین وزنی معیارهای به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشا شده محاسبه می‌گردد. اطلاعات ارزیابی شده، براساس مقررات افشای اطلاعات در بورس، ازجمله صورت‌های مالی سالیانه، صورت‌های مالی میان دوره-ی ۳ و ۶ (حسابرسی شده) و ۹ ماهه و پیش‌بینی درآمد هر سهم در مقاطع زمانی ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه می‌باشد (نوروش و حسینی، ۱۳۹۰).

**ب- رشد شرکت:** برای محاسبه رشد شرکت، از دو بعد رشد دارایی‌ها و رشد فروش استفاده شده است.

**- رشد دارایی‌ها (AG):** برای محاسبه رشد دارایی‌ها همانند پژوهش گری و جانسون<sup>۱</sup> (۲۰۱۱)، کارپنتر و پترسن<sup>۲</sup> (۲۰۰۱) و دارایی و کریمی (۱۳۸۹) از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$\text{رشد دارایی} = \frac{\text{مجموع دارایی های اول دوره} - \text{مجموع دارایی های پایان دوره}}{\text{مجموع دارایی های اول دوره}}$$

**- رشد فروش (SG):** همانند پژوهش گوتام و ویدیا<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) و رحمان<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) برای محاسبه رشد فروش از رابطه زیر استفاده شد:

$$\text{لگاریتم فروش سال قبل} - \text{لگاریتم فروش سال جاری} = \text{رشد فروش}$$

**ج- هزینه سرمایه:** مدل مورد استفاده برای محاسبه هزینه سرمایه در این پژوهش، مدل گوردن است که از مدل ارزش-گذاری زیر مشتق می‌شود:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} \quad (1)$$

در این مدل K معرف هزینه سرمایه سهام عادی می‌باشد و می‌توان آن را از طریق رابطه زیر به دست آورد:

$$K = r_{i,t} \frac{D_1}{P_0} + g \quad (2)$$

$D_1$ : سود نقدی پرداخت شده برای هر سهم

$P_0$ : قیمت هر سهم در ابتدای سال مالی.

$g$ : نرخ رشد سود تقسیمی.

### د- متغیرهای کنترلی

**عمر شرکت:** به منظور اندازه‌گیری عمر شرکت از مدت سال‌های حضور شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد.

**اندازه شرکت:** برای کنترل اثر این متغیر بر هزینه سرمایه از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت استفاده شده است.

1. Gray and Johnson
2. Carpenter and Petersen
3. Gautam and Vaidya
4. Rahman



## ۵- یافته‌های پژوهش

## ۵-۱- آمار توصیفی داده‌ها

خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش پس از غربالگری و حذف داده‌های پرت در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲- نتایج آمار توصیفی

| متغیرها | افشای اطلاعات | رشد دارایی‌ها | رشد فروش | هزینه سرمایه | عمر شرکت | اندازه شرکت |
|---------|---------------|---------------|----------|--------------|----------|-------------|
| میانگین | ۱۴۸/۳۲۴۷      | ۰/۲۰۳۶        | ۰/۱۳۱۷   | ۰/۰۲۸۰       | ۲۱/۸۴۳۲  | ۶/۱۴۲۴      |
| میانه   | ۱۵۰           | ۰/۱۳۲۲        | ۰/۱۴۰۱   | ۰/۰۰۰        | ۱۹       | ۶/۰۴۰۶      |
| چولگی   | -۰/۰۶۷        | ۸/۳۸۶         | -۰/۳۵۳   | ۳/۱۲۲        | ۲/۰۴۵    | ۰/۸۴۳       |
| کشیدگی  | -۱/۱۹۷        | ۱۱۸/۹۱۸       | ۱۱/۷۹۱   | ۱۵/۴۰۰       | ۵/۲۵۳    | ۱/۲۶۶       |

در جدول ۳ نیز، خلاصه نتایج آزمون مانایی با روش ADF آمده است. همانطور که ملاحظه می‌شود ضریب معنی‌داری به جز متغیر کنترلی عمر شرکت، کمتر از ۰/۰۵ هستند، بنابراین می‌توان گفت میانگین واریانس و کوواریانس در سطح مستقل از زمان است. همچنین در ادامه، برای بررسی نرمال بودن توزیع خطاها از آزمون جارتیو- برا استفاده شد که نتایج حاکی از نرمال بودن توزیع خطاها بود.

جدول ۳- نتایج آزمون مانایی

| عنوان متغیر | ADF    | Prob | افشای اطلاعات | رشد دارایی‌ها | رشد فروش | هزینه سرمایه | عمر شرکت | اندازه شرکت |
|-------------|--------|------|---------------|---------------|----------|--------------|----------|-------------|
|             |        |      | ۰/۰۰۰۰        | ۰/۰۰۰۰        | ۰/۰۰۰۰   | ۰/۰۰۰۰       | ۰/۸۶۱۸   | ۰/۰۰۰۰      |
| دیکی و فولر | Static |      | ۶۰۲/۵۸۶       | ۶۴۲/۲۸۱       | ۵۷۹/۳۸۳  | ۶۳۳/۰۳۲      | ۱/۲۹۷۶۷  | ۶۲۶/۹۰۰     |

## - فرض عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل

در این مطالعه برای بررسی عدم وجود همخطی از ضریب همبستگی پیرسون استفاده شد.

جدول ۴- نتایج فرض عدم هم خطی

| عنوان متغیر   | افشای اطلاعات | رشد دارایی‌ها | رشد فروش | هزینه سرمایه | عمر شرکت | اندازه شرکت |
|---------------|---------------|---------------|----------|--------------|----------|-------------|
| افشای اطلاعات | ۱             | -۰/۰۵۰        | -۰/۰۵۶   | ۰/۰۰۵        | ۰/۰۳۷    | ۰/۰۴۸       |
| رشد دارایی‌ها | -۰/۰۵۰        | ۱             | ۰/۱۹۹**  | ۰/۱۰۳**      | -۰/۰۳۲   | ۰/۰۳۰       |
| رشد فروش      | -۰/۰۵۶        | ۰/۱۹۹**       | ۱        | ۰/۰۳۲        | -۰/۰۴۱   | -۰/۰۲۴      |
| هزینه سرمایه  | ۰/۰۰۵         | ۰/۱۰۳**       | ۰/۰۳۲    | ۱            | ۰/۰۱۱    | -۰/۰۰۳      |
| عمر شرکت      | ۰/۰۲۷         | -۰/۰۳۲        | -۰/۰۴۱   | ۰/۰۱۱        | ۱        | -۰/۰۴۹      |
| اندازه شرکت   | ۰/۰۴۸         | ۰/۰۳۰         | -۰/۰۲۴   | -۰/۰۰۳       | -۰/۰۴۹   | ۱           |

همانطور که مشاهده می‌شود تمامی ضرایب کمتر از ۰/۷ هستند بنابراین می‌توان فرضیه عدم همبستگی خطی بین متغیرهای پژوهش را پذیرفت.

## - برآورد مدل اصلی پژوهش

قبل از برآورد مدل ابتدا باید روش مناسب تخمین مدل برآورد شود. برای انتخاب میان روش‌های حداقل مربعات تلفیقی، اثر ثابت<sup>۱</sup> (FE) و اثر تصادفی<sup>۲</sup> (RE) از آزمون‌های چاو<sup>۳</sup> و آزمون هاسمن<sup>۴</sup> استفاده شده است. نتایج بدست آمده از جدول ۵ نشان می‌دهد که Prob در آزمون لمیر کوچکتر از ۰/۰۵ است، بنابراین در انتخاب بین دو روش داده‌های تلفیقی و اثرات ثابت، روش اثرات

1. Fixed Effects (FE)  
2. Random Effects (RE)  
3. Chow Test  
4. Hausman Test

ثابت مورد تأیید است. همچنین نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که Prob بزرگتر از ۰/۰۵ (۰/۷۹۱۵) است، بنابراین در انتخاب بین دو روش اثرات تصادفی و اثرات ثابت، روش اثرات تصادفی مورد تأیید است.

جدول ۵- نتایج آزمون لیمر و هاسمن

| مدل کلی پژوهش | آماره F لیمر |          | آزمون هاسمن |          |
|---------------|--------------|----------|-------------|----------|
|               | آماره F      | معناداری | کای دو      | معناداری |
|               |              |          |             |          |
|               | ۰/۸۴۵        | ۰/۰۰۰۱   | ۲۵/۴۰۰      | ۰/۷۹۱۵   |

با توجه به نتایج آزمون هاسمن، با استفاده از آزمون اثرات تصادفی به تخمین مدل و آزمون فرضیات می‌پردازیم.

## ۵-۲- آزمون فرضیات پژوهش

۱- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش: افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تأثیر مثبت دارد.

جدول ۶- تحلیل رگرسیون فرضیه اول

| آزمون فرضیه دوم |         |       | متغیر                    |
|-----------------|---------|-------|--------------------------|
| P-value         | آماره t | ضریب  |                          |
| ۰/۸۸۲           | ۰/۱۴۹   | ۰/۰۰۵ | افشای اطلاعات            |
| ۰/۷۶۶           | ۰/۲۹۷   | ۰/۰۱۰ | عمر شرکت                 |
| ۰/۹۲۷           | ۰/۰۹۱   | ۰/۰۰۳ | اندازه شرکت              |
| ۰/۴۷۵           | ۰/۷۱۵   | ۰/۰۲۸ | C                        |
| ۰/۰۴۱           |         |       | آماره F                  |
| ۰/۰۰۲           |         |       | R <sup>2</sup>           |
| ۰/۰۰۸           |         |       | R <sup>2</sup> تعدیل شده |
| ۲/۰۶۹           |         |       | آماره دوربین- واتسون     |
| ۰/۸۸۹           |         |       | سطح معنی داری (Prob)     |

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول فوق سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ است و بیانگر عدم تأیید فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه می‌باشد. بنابراین فرضیه اول پژوهش مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. همچنین ضریب رگرسیونی برابر با ۰/۰۰۲ و ضریب رگرسیون تعدیل شده ۰/۰۰۸ است. مقدار آماره دوربین- واتسون طبق جدول فوق ۲/۰۶۹ می‌باشد و این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و نشان از مستقل بودن باقی‌مانده‌ها است. برای معناداری مدل مورد برازش باید به قسمت آماره F و سطح معناداری مراجعه کرد. جدول فوق نشان می‌دهد که آماره F در حد پایینی است (۰/۰۴۱) و سطح معناداری نیز برابر ۰/۸۸۹ است، بنابراین می‌توان استناد نمود که P-value کمتر از خطای دلخواه  $\alpha$  است، پس نتیجه می‌گیریم که مدل معنادار نیست.

۲- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش: رشد دارایی‌ها بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

جدول ۷- تحلیل رگرسیون فرضیه دوم

| آزمون فرضیه دوم |         |       | متغیر                    |
|-----------------|---------|-------|--------------------------|
| P-value         | آماره t | ضریب  |                          |
| ۰/۰۰۳           | ۲/۹۳۶   | ۰/۱۰۳ | رشد دارایی‌ها            |
| ۰/۶۹۵           | ۰/۳۹۳   | ۰/۰۱۴ | عمر شرکت                 |
| ۰/۸۶۷           | ۰/۱۶۷   | ۰/۰۰۶ | اندازه شرکت              |
| ۰/۵۰۸           | ۰/۶۶۲   | ۰/۲۶  | C                        |
| ۲/۹۰            |         |       | آماره F                  |
| ۰/۰۱۱           |         |       | R <sup>2</sup>           |
| ۰/۰۰۷           |         |       | R <sup>2</sup> تعدیل شده |
| ۲/۰۸۲           |         |       | آماره دوربین- واتسون     |
| ۰/۰۳۴           |         |       | سطح معنی داری (Prob)     |

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول فوق سطح معناداری کوچکتر از ۰/۰۵ است و بیانگر تأیید فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت رشد دارایی‌ها بر هزینه سرمایه می‌باشد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش مورد تأیید قرار می‌گیرد. همچنین ضریب رگرسیونی برابر با ۰/۰۱۱ و ضریب رگرسیون تعدیل شده ۰/۰۰۷ است. مقدار آماره دوربین-واتسون طبق جدول فوق ۲/۰۸۲ می‌باشد و این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و نشان‌دهنده برازش مناسب مدل می‌باشد. برای معناداری مدل مورد برازش باید به قسمت Prob (F-statistic) مراجعه کرد. جدول فوق نشان می‌دهد Prob (F-statistic) برابر ۰/۰۳۴ است، بنابراین می‌توان استناد نمود که P-value کمتر از خطای دلخواه  $\alpha$  است، پس نتیجه می‌گیریم که مدل به طور کلی از لحاظ آماری مورد قبول است و مقدار بالای آماره (F) بیانگر این مطلب است که رابطه خطی قوی‌ای میان متغیرها در این مدل وجود دارد، در نتیجه مدل رگرسیون مناسب می‌باشد و در نتیجه متغیر رشد دارایی، قدرت پیش‌گویی متغیر وابسته یعنی هزینه سرمایه را دارد.

۳- نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش: رشد فروش بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

جدول ۸- تحلیل رگرسیون فرضیه سوم

| متغیر                    | آزمون فرضیه سوم |         |       |
|--------------------------|-----------------|---------|-------|
|                          | P-value         | آماره t | ضریب  |
| رشد فروش                 | ۰/۳۶۳           | ۰/۹۰۹   | ۰/۰۳۲ |
| عمر شرکت                 | ۰/۷۳۴           | ۰/۳۴۰   | ۰/۰۱۲ |
| اندازه شرکت              | ۰/۹۵۲           | ۰/۰۶۰   | ۰/۰۰۲ |
| C                        | ۰/۴۹۹           | ۰/۶۷۷   | ۰/۰۳۶ |
| آماره F                  | ۰/۳۰۹           |         |       |
| R <sup>2</sup>           | ۰/۰۰۸           |         |       |
| R <sup>2</sup> تعدیل شده | ۰/۰۱۰           |         |       |
| آماره دوربین-واتسون      | ۲/۰۷۵           |         |       |
| سطح معنی داری (Prob)     | ۰/۸۱۹           |         |       |

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول فوق سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ است و بیانگر عدم تأیید فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت رشد فروش بر هزینه سرمایه می‌باشد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. همچنین ضریب رگرسیونی برابر با ۰/۰۰۸ و ضریب رگرسیون تعدیل شده ۰/۰۱۰ است. مقدار آماره دوربین-واتسون طبق جدول فوق ۲/۰۷۵ می‌باشد و این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند، در نتیجه مدل مورد نظر دارای برازش نیست. همچنین سطح معناداری به دست آمده که برابر با ۰/۸۱۹ می‌باشد نشان می‌دهد که این مقدار از آلفای پژوهش (۰/۰۵) بیشتر بوده در نتیجه فرضیه فوق رد می‌شود.

## ۶- بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر درخصوص بررسی تأثیر افشای اطلاعات و رشد شرکت بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. نتایج پژوهش نشان داد که افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد. با توجه به نتایج، در فرضیه اول پژوهش مبنی بر تأثیر افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه، چون سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه این فرضیه مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. یافته‌های این پژوهش با نتایج پژوهش‌های خواجه‌وی و علیزاده طلاتیه (۱۳۹۴)، ناظمی و نصیری (۱۳۹۳) و نوروزی و مرهونیان‌نژاد (۱۳۹۲) همسو بوده و با نتایج پژوهش‌های سونیل داتا و نزلولین (۲۰۱۷)، اسیلی و اهارا (۲۰۰۴) و مهرآذین و عباس نژاد (۱۳۹۲) مغایرت دارد. در تبیین این یافته می‌توان گفت که افشای اطلاعات در شرکت‌های بررسی شده آنچنان که باید و شاید مورد توجه قرار نگرفته است و به دلیل فقدان تحلیل-گران مالی، میزان افشای اطلاعات شرکت‌ها توانسته میزان عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت‌ها را به طور قابل توجهی تغییر دهد. همچنین بنا بر نتایج حاصل شده رشد دارایی‌ها بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود. یافته‌های این فرضیه با پژوهش سونیل داتا و نزلولین (۲۰۱۷) مطابقت دارد. در تبیین این نتیجه می‌توان گفت که افزایش در دارایی‌های هر شرکتی می‌تواند بیان‌کننده شرکت در مسیر سودآوری حرکت می‌کند، رشد دارایی نوعی سرمایه‌گذاری در شرکت را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان انتظار

داشت شرکتی که رشد دارایی بالایی دارد، در سال‌های آتی بتواند بازده مناسبی به دست آورده و همین انتظار تأثیر بر ارزش‌گذاری سرمایه‌گذاران بازده مورد انتظار آن‌ها را شکل دهد. در فرضیه سوم مبنی بر تأثیر رشد فروش بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نتایج نشان داد که بین ایندو متغیر رابطه‌ای وجود ندارد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش پذیرفته نمی‌شود. یافته‌های این فرضیه با نتایج پژوهش سونیل داتا و نزلوبین (۲۰۱۷) مطابقت ندارد. در تبیین این نتیجه نیز می‌توان گفت که به احتمال زیاد، در شرکت‌های مورد بررسی فرصت‌های رشد فروش، در حد کمی می‌باشد در نتیجه بر هزینه سرمایه تأثیرگذار نبوده، فرصت‌های رشد به عنوان یک دارایی نامشهود مورد استفاده قرار گرفته، و هرچه فرصت رشد یک شرکت بیشتر باشد ریسک آن نیز بیشتر است، اما به دلیل سطح کم رشد فروش در پژوهش حاضر، بین این مؤلفه و هزینه سرمایه رابطه‌ای حاصل نشد.

درمجموع می‌توان گفت که یاتوجه به اینکه افشای داوطلبانه و اختیاری اطلاعات شرکت‌ها می‌تواند به عنوان مفهومی در نظر گرفته شود که به موجب آن سازمان‌ها بر منافع ذینفعانشان از طریق الزامات قانونی، تأکید داشته باشند، بنابراین پیشنهاد می‌شود با داشتن الزامات قانونی و افشای الزامی اطلاعات مالی درخصوص رشد شرکت‌ها و سازمان‌ها، بتوان به عنوان سازوکارهای مؤثر جهت گسترش روابط بین واحد تجاری و ذینفعانش تلاش نمود. بنابراین لازم است آن دسته از سرمایه‌گذاران که توجه به سودهای جاری و کوتاه مدت دارند و به منظور به حداکثر رساندن سودآوری خود، اولویت را به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی دهند که بیشترین افشای اطلاعات را داشته باشند و سرمایه خود را به هدر ندهند. همچنین پیشنهاد می‌شود نهادهای حرفه‌ای که مسئولیت تدوین استانداردهای حسابداری را بر عهده دارند به تدوین استانداردهای حسابداری اجتماعی توجه کنند و با انجام تحقیقات بیشتر و با عنایت به ویژگی‌های فرهنگی و اجتماعی حاکم بر کشورمان زمینه‌ی لازم برای افشای اینگونه اطلاعات را توسط مدیران واحدهای تجاری فراهم آورند. از آنجایی که افشای اطلاعات مربوط به اثرات اجتماعی فعالیت واحدهای تجاری بدون وجود قوانین الزام‌آور امکانپذیر نیست، لذا نهادهای قانونگذار نیز باید در زمینه‌ی تدوین قوانین الزام‌آور در این زمینه اقدام نمایند و همچنین رشد شرکت از راه افزایش مشروعیت اقدامات سازمان، استفاده از مزایای ناشی از افزایش چندگانگی و افزایش درآمد، سودآوری و بهبود مزیت رقابتی موفقیت سازمان را تحت تأثیر قرار می‌دهد و همچنین هزینه سرمایه را به حداقل می‌رساند. همچنین پیشنهاد می‌شود که اثر افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی و ارزش شرکت؛ و همچنین اثر مشکلات مالی، قانونی و فساد بر رشد شرکت و تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد آتی شرکت‌ها نیز در پژوهش‌های بعدی مورد بررسی قرار گیرند.

## منابع

۱. اعطایی‌زاده، رضا و دارایی، رویا (۱۳۹۳) «رابطه میان معیارهای مختلف رشد شرکت و نسبت تغییرات سود انباشته در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، راهبرد مدیریت مالی، سال ۳، شماره ۸، صص ۵۰-۲۱.
۲. ایزدی نیا، ناصر و کربلایی کریم، امیرحسین (۱۳۹۱) «شناسایی تأثیر متغیرهای منتخب مالی بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۴، شماره ۱، صص ۳۰-۱۷.
۳. خواجوی، شکراله و صالحی نیا، محسن (۱۳۹۴) «محدودیت‌های تأمین مالی و رشد شرکت (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار تهران)»، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۴۵-۲۹.
۴. خواجوی، شکراله و علیزاده طلایه، وحید (۱۳۹۴) «بررسی رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله بررسی‌های حسابداری، پیاپی ۷، صص ۴۶-۲۵.
۵. دارایی، رویا و کریمی، اکرم (۱۳۸۹) «تأثیر نرخ رشد دارایی‌های ثابت بر بازده سهام»، پژوهش‌نامه حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۸، صص ۹۹-۱۳۰.
۶. رحیمیان، نظام‌الدین و توکل نیا، اسماعیل (۱۳۹۲) «اثر مالی و ارتباط آن با درماندگی مالی و فرصت‌های رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (روابط خطی و انحنایی)»، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، جلد ۵، شماره ۲۰، صص ۱۲۹-۱۰۸.
۷. سلیمی، احمد (۱۳۸۶) «محاسبه هزینه سرمایه واحد تجاری»، دو ماهنامه حسابرسی، دوره ۹، شماره ۳۷، صص ۱۰۸-۱۰۲.
۸. قره‌بیگللو، حسین، آب چر، بهجت و آب چر، سمانه (۱۳۹۵) «تئوری چشم‌انداز و بررسی نقش نرخ رشد فروش و نحوه سنجش عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار»، ماهنامه پژوهش‌های مدیریت و حسابداری، شماره ۲۲ و ۲۳، صص ۴۳-۲۹.
۹. مشایخی، بیتا، افتخاری، وحید و پروایی، اکبر (۱۳۹۲) «بررسی معیارهای مختلف رشد دارایی‌ها در پیش‌بینی بازده آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران (با در نظر گرفتن رویکرد تحلیل عاملی)»، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۶، شماره ۱۹، صص ۹۹-۱۱۲.

۱۰. مهرآذین، علیرضا و عباس نژاد، فاطمه (۱۳۹۲) «اثر محافظه‌کاری و افشا بر هزینه سرمایه سهام عادی»، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۳، شماره ۹، صص ۹۳-۱۱۰.
۱۱. ناظمی، امین و نصیری، طاهره (۱۳۹۳) «بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، نشریه پژوهش‌های کاربردی در گزارش‌های مالی، دوره ۳، شماره ۱، صص ۹۷-۱۱۸.
۱۲. نوروزی، محمد و مرهونیان نژاد، لیلا (۱۳۹۲) «بررسی تأثیر افشای اطلاعات و ویژگی‌های عملکردی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادله رگرسیون‌های به ظاهر نامرتب». اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز، موسسه بین‌المللی آموزشی و پژوهشی خوارزمی.
۱۳. نوروش، ایرج و میرحسینی، سیدعلی (۱۳۹۰) «بررسی رابطه بین کیفیت افشاء (قابلیت اتکاء و به موقع بودن) و مدیریت سود»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۵، ۱۱۷-۱۳۴.
14. Banimahd, B., and Mohseni-Sharif, M. (2016). An Investigation of effective factors on ranking of firm disclosure quality and timeliness Tehran stock exchange. *Management Accounting*, 3(4): 51-63.
15. Beck, T., Demircuc-Kunt and Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to growth: does firm size matter?. *The Journal of Finance*, 60(1): 137-177.
16. Carpenter, R and Petersen, B. (2001). Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?, *Review of Economics and Statistics*, Forthcoming.
17. Easley, D. and O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4): 1553-1583.
18. Embong, Z., Norman, M, and Mohamat, S. (2012). Firm size, disclosure and cost of equity capital. *Asian Review of Accounting*, 20(2): 119-139.
19. Gautam, V., and Vaidya, R. (2013). Growth and finance constraints in Indian manufacturing firms. *Applied Financial Economics*, 24(1): 31-40.
20. Gray, P. and Johnson, J. (2011). The relationship between asset growth and the cross-section of stock returns. *Journal of Banking & Finance*, 35: 670-680.
21. Kubick, R. Lynch, D. and Mayberry, M. (2016). The Effects of Increased Financial Statement Disclosure Quality on Tax Avoidance: An Examination of SEC Comment Letters. *Journal of the American Taxation Association*, 33(2): 35-65.
22. Lin, C. and Wei. L. (2015). Product Market Competition and Firms, Voluntary Disclosure Behavior. Evidence from a Quasi-Natural Experiment. 22(6): 115-142.
23. Madhani, M. (2015). Role of Voluntary Disclosure and Transparency in Financial Reporting. *The Accounting World*, 2009: 63-66.
24. Rahaman, M. M. (2011). Access to financing and firm growth. *Journal of Banking & Finance*, 35(3): 709-723.
25. Schuster. P, and Connell, V. (2006). The Trend Toward Voluntary Corporate Disclosures. *Management Accounting Quarterly*, 7(2): 1-9.
26. Sunil Dutta and Alexander Nezlobin. (2017). Information disclosure, firm growth, and the cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 123, 415-431.
27. Zhang, L, and Ding, S. (2006). The Effect of Increased Disclosure on Cost of Capital: Evidence from China. *Review of Quantitative Financial Accounting*, 27: 383-401.
28. Zorn. L. (2007). Estimating the Cost of Equity for Canadian and U.S. Firms. *Bank of Canada Review*, <http://www.bankofcanada.ca/wpcontent/uploads/2010/06/zorn1.Pdf>.



## بررسی ارتباط بین معافیت‌های مالیاتی و میزان سرمایه‌گذاری در منطقه آزاد تجاری چابهار

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۰۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۵/۲۷

کد مقاله: ۲۰۸۹۹

پریسا محقق<sup>۱\*</sup>، مجید جامی<sup>۲</sup>، مهدیه مودی<sup>۳</sup>

### چکیده

مالیات به‌عنوان یکی از مهم‌ترین منابع درآمدی دولت، همواره در برنامه‌های توسعه، جایگاه ویژه‌ای داشته است. اعطای تخفیف مالیاتی برای سرمایه‌گذاری‌هایی است که به تولید، ارزآوری و استقرار تولیدکنندگان در مناطق محروم، کمک نماید. دولت با برقراری سیاست حمایت از سرمایه‌گذاران و فعالان اقتصادی مناطق مورد نظر، زمینه را برای انتقال سرمایه به مناطق مذکور فراهم می‌کند. معافیت‌های مالیاتی از دلایل اصلی رشد و توسعه مناطق آزاد تجاری می‌باشد. لذا در مطالعه حاضر به بررسی ارتباط بین معافیت‌های مالیاتی و میزان سرمایه‌گذاری در منطقه آزاد تجاری چابهار پرداخته شده است. تحقیق به لحاظ هدف از نوع مطالعات کاربردی و به لحاظ روش تحقیق از نوع مطالعات توصیفی-پیمایشی می‌باشد. از بین کلیه شرکت‌ها و غرفه‌های واقع در منطقه آزاد تجاری چابهار، تعداد ۳۰۳ شرکت طبق فرمول کوکران و با استفاده از روش نمونه‌گیری تصادفی انتخاب شدند. نتایج نشان می‌دهد که بین معافیت‌های مالیاتی و میزان سرمایه‌گذاری ارتباط معناداری وجود دارد.

### واژگان کلیدی: معافیت‌های مالیاتی، میزان سرمایه‌گذاری

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی هاتف، زاهدان (نویسنده مسئول)  
parisamohaghegh1371@gmail.com

۲- دکتری حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی هاتف، زاهدان

۳- کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی هاتف، زاهدان

## ۱- مقدمه

یکی از مهم‌ترین منابع درآمدی دولت، مالیات است. با توجه به اینکه در ایران بودجه دولت متکی به درآمدهای حاصل از فروش نفت و منابع طبیعی است، نقش مالیات در تأمین منابع دولت، تاکنون نتوانسته آن‌چنان که شایسته است پررنگ باشد. ظرفیت مالیات در کشور به نحوی بالاست و این توان از یک‌طرف به درآمدها، مصارف و سرمایه‌گذاری متکی بوده و از طرف دیگر با اهداف بلندمدت و میان مدت و برنامه‌ریزی‌های حکومت در خصوص شیوه‌های دریافت مالیات بستگی دارد. هر چه میزان مالیات دریافتی بیشتری داشته باشد، مخارج دولت نیز بیشتر در اقتصاد مصرف می‌گردد و استفاده بیشتر از منابع در اختیار دولت منجر به رشد و توسعه اقتصادی می‌گردد. (حسین نورانی و حسینی گراشی، ۱۳۹۵)

دولت در برخی موارد برای تشویق به گروه‌های خاصی از افراد، بنگاه‌ها و فعالان اقتصادی جهت سرمایه‌گذاری در مناطق مشخص، آنها را از پرداخت مالیات معاف می‌کند. (علی عسکری و تینا جعفری، ۱۳۹۵)

معافیت مالیاتی برای حمایت از یک منطقه مشخص و یا به منظور کمک به قشری خاص اعطا می‌شود. در واقع، اعمال معافیت‌های مالیاتی یکی از مهم‌ترین سیاست‌های مالی به شمار می‌رود که علاوه بر تنظیم جریان مصارف و منابع عمومی، اهدافی مانند اشتغال کامل، تثبیت قیمت‌ها، رشد اقتصاد ملی و منطقه را نیز دنبال می‌کند. یکی از اهداف معافیت‌های مالیاتی، توسعه و تقویت بنیه اقتصادی مناطق خاص می‌باشد. (حجت‌الله عبدالملکی و شهناز شیردلیان، ۱۳۸۹)

بنا به تعاریف بین‌المللی، منطقه آزاد محدوده حراست شده بندری و غیر بندری است که از شمول برخی از مقررات جاری کشور متبوع خارج بوده و با بهره‌گیری از مزایایی نظیر معافیت‌های مالیاتی، بخشودگی سود و عوارض گمرکی، عدم وجود تشریفات زائد ارزی، اداری و مقررات دست و پا گیر و همچنین سهولت و تسریع در فرایندهای صادرات و واردات با جذب سرمایه‌گذاری خارجی و انتقال فناوری به رشد و توسعه سرزمین اصلی کمک می‌نماید. (فریبا سلامی و همکاران، ۱۳۹۶)

ایجاد یک منطقه آزاد امتیازات ویژه‌ای را می‌تواند به همراه داشته باشد. از جمله‌ی این امتیازات می‌توان به ایجاد فرصت‌های اشتغال در داخل و خارج و جذب سرمایه‌های خارجی و همچنین کمک به کشور برای ورود به بازارهای جهانی و گسترش صادرات اشاره کرد. به همین دلیل امکانات و تسهیلات قانونی، شرایط مساعدی را جهت سرمایه‌گذاری‌های اقتصادی و زیربنایی برای حضور فعالان اقتصادی در مناطق آزاد مهیا کرده است. ([www.companyregister.ir](http://www.companyregister.ir))

لذا محقق به مطالعه و بررسی ارتباط بین معافیت‌های مالیاتی و میزان سرمایه‌گذاری در منطقه آزاد تجاری چابهار می‌پردازد تا تاثیر این معافیت‌ها بر میزان سرمایه‌گذاری در این منطقه، مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد.

## ۲- مبانی نظری

مالیات عبارت است از سهمی که به موجب اصل تعاون ملی و طبق مقررات موضوعه هر یک از افراد کشور موظف است از درآمد یا دارایی خود به منظور تأمین هزینه‌های عمومی و حفظ منافع اقتصادی، سیاسی و اجتماعی کشور بر حسب توانایی مالی خود به خزانه دولت بپردازد (رزاقی، ۱۳۷۵).

مالیات در اکثر کشورها به ویژه کشورهای توسعه یافته به عنوان عمده‌ترین منبع مالی دولت در بخش درآمدی بودجه بوده و بخش قابل توجهی از هزینه‌های عمومی را پوشش می‌دهد به گونه‌ای که در برخی از کشورها ۹۰ تا ۹۵ درصد از هزینه‌های عمومی دولت از طریق درآمدهای مالیاتی تأمین می‌گردد. در اقتصاد کشور ما به دلیل شفاف نبودن درآمدها و عدم توانایی سیستم مالیاتی در شناسایی صحیح میزان درآمد مردم، میزان مالیات تشخیصی ناچیز بوده و بخش قابل توجهی از همین مالیات تشخیصی نیز به مرحله وصول نمی‌رسد و اگر هم وصول گردد هزینه وصول نسبت به مالیات وصولی بیشتر می‌شود.

همچنان که مشوق‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرند، میزان استفاده از عوامل تولید تحت تاثیر قرار می‌گیرد. استفاده از مشوق‌ها باعث می‌شود که قیمت عوامل غیر متحرک تولید، مانند زمین افزایش یابد. اگر بازار عوامل تولید کارا باشد، قیمت عوامل تولید در یک منطقه هدف به گونه‌ای تعیین می‌شود که نرخ سود درون منطقه هدف با نرخ سود در خارج از منطقه هدف برابر شود. حتی اگر قیمت عوامل تولید برای ثابت نگه داشتن سود به اندازه کافی افزایش یابد، مالیات پایین‌تر و قیمت‌های بالاتر زمین، باعث جذب فعالیت‌هایی می‌شوند که سرمایه برتر هستند و بنابراین استفاده‌کنندگان از زمین تمایل به جانشینی سرمایه به جای زمین دارند و در نتیجه مقادیر سرمایه در درون منطقه هدف افزایش می‌یابد. (بارتیک و تیموتی<sup>۱</sup>، ۱۹۹۱)

## ۲-۱- مناطق آزاد تجاری

پس از جنگ جهانی دوم، نظریات مربوط به توسعه اقتصادی با جدیت و دقت هر چه بیشتر موضوع بحث مجامع اقتصادی، اجتماعی، سیاسی، فرهنگی و بین المللی قرار گرفت. تشکیل سازمان های بین المللی : سازمان ملل متحد، بانک جهانی و بانک های توسعه ای منطقه ای، کنفرانس توسعه و تجارت (آنکتاد)، موافقت نامه ی عمومی تعرفه و تجارت (گات) و غیره. برگزاری ده ها کنفرانس بین المللی در زمینه توسعه اقتصادی موجب آگاهی ملل توسعه نیافته از عقب ماندگی خویش گردید. موضوع توسعه اقتصادی به ویژه در سالهای بعد از دهه ۱۹۶۰ جنبه حاد و سیاسی به خود گرفت. به طوری که توسعه اقتصادی به صورت یک ضرورت حیاتی برای دولت ها درآمده و اصولاً تداوم حکومت ها تابعی از موفقیت آنها در این زمینه قرار گرفت. (رفعتی، محمدرضا، ۱۳۶۹)

## ۲-۲- تئوری سرمایه گذاری

دکتر علی جهانخانی، سرمایه گذاری را صرف وجوه در حال حاضر به امید دریافت عایدات بیشتر در آینده تعریف می کند. (جهانخانی، علی، ۱۳۷۳)

هدف سرمایه گذاری در نهایت، بالا بردن ارزش سرمایه فعلی می باشد. (جعفر پورنصیر محله، ناصر، همان ماخذ، ص ۲۱)

هر تئوری در زمینه های فعالیتهای سرمایه گذاری معطوف بر ۳ هدف عمده از طریق سرمایه گذاران می باشد :

الف) کسب اصل اطمینان، ب) کسب حداکثر برگشت در سرمایه، ج) تعادل بین ریسک و بازده

امتیازات قانونی برای افرادی که در منطقه آزاد چابهار سرمایه گذاری می کنند به شرح زیر است:

۱- ماده ۱۳ قانون چگونگی اداره مناطق آزاد : اشخاص حقیقی و حقوقی که در منطقه به انواع فعالیت های اقتصادی اشتغال دارند، نسبت به هر نوع فعالیت اقتصادی در منطقه آزاد از تاریخ بهره برداری مندرج در مجوز به مدت بیست سال از پرداخت مالیات بردرآمد و دارایی موضوع قانون مالیات های مستقیم معاف خواهند بود و پس از انقضای بیست سال تابع مقررات مالیاتی خواهند بود. (مجموعه قوانین و مقررات مناطق آزاد تجاری-صنعتی جمهوری اسلامی ایران)

۲- ماده ۵ مقررات سرمایه گذاری: سرمایه گذاران خارجی می توانند در فعالیت های اقتصادی منطقه به هر نسبتی سرمایه گذاری نمایند. (مجموعه قوانین سرمایه گذاری مناطق آزاد)

۳- ماده ۵ مقررات صادرات و واردات : کالاهایی که از خارج کشور جهت صدور مجدد، وارد منطقه آزاد می شوند از پرداخت عوارض بندری و فرودگاهی معاف هستند. (مجموعه قوانین صادرات و واردات مناطق آزاد)

## ۳- پیشینه تحقیق

محمد اوشنی و حمید رستم زاد (۱۳۹۹)، در پایان نامه ای به بررسی "تاثیر برنامه های تشویق صادرات بر عملکرد صادراتی در شرکت های صادرکننده استان ایلام" پرداختند. جامعه آماری تحقیق حاضر عبارت است از مدیران و کارشناسان شرکتهای صادرکننده استان ایلام که محصولات خود را به بازار کشور عراق صادر می کنند که با توجه به حجم کم جامعه آماری و احتمال برگشت ناپذیری پرسشنامه از روش تمام شماری استفاده شده است و در مجموع تعداد ۲۰۰ پرسشنامه جمع آوری گردید. ابزار گردآوری داده ها نیز پرسشنامه استاندارد بوده است. جهت بررسی روایی پرسشنامه تحقیق از روایی محتوایی و برای بررسی پایایی آن نیز از ضریب آلفای کرونباخ (۰/۹۲) استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده ها نیز از نرم افزار لیزرل استفاده شده است. نتایج نشان دادند که برنامه های تشویق صادرات بر عملکرد صادراتی شرکتهای صادرکننده استان ایلام تاثیر (۰/۸۶) مثبت و معناداری دارد. همچنین معافیت های مالیاتی (۰/۷۶)، ارائه پاداش های مهم (۰/۷۸)، سیاست های حمایتی (۰/۸۴) و استراتژی های سبز صادرات (۰/۸۰) نیز بر عملکرد صادراتی شرکتهای صادرکننده استان ایلام تاثیر مثبت و معناداری دارند.

کیومرث شهبازی و جلال گنجی (۱۳۹۸)، در پایان نامه ای به بررسی "اثر آستانه ای سیاست مشوق های مالیاتی بر توسعه صنعتی استان های کشور با استفاده از رهیافت رگرسیونی انتقال ملایم پانلی" پرداختند. بنابراین در این مطالعه با معرفی متغیرهایی مانند نرخ متوسط مالیاتی در سطح استان ها به عنوان شاخص مشوق های مالیاتی شرکت های تجاری، شاخص های توسعه صنعتی و شوک بارتیک به عنوان شاخص تقاضای نیروی کار، به بررسی نقش سیاست مشوق های مالیاتی اعم از تخفیفات و معافیتها بر متغیرهای کلان اقتصاد استانی مانند رشد تشکیلات شرکتی، دستمزد سرانه، نرخ اجاره مسکن و نرخ بیکاری در قالب چهار مدل و در دوره ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۵ با استفاده از مدل داده های تابلویی پرداخته شد. همچنین به بررسی رابطه غیرخطی بین سیاست مشوق مالیاتی و توسعه صنعتی استان های ایران با استفاده از مدل PSTR<sup>۱</sup> و متغیر حد آستانه ای نرخ متوسط مالیات

استانی برآورد شد. طبق نتایج این تحقیق اعطای مشوق های مالیاتی در قالب کاهش نرخ مالیات متوسط در سطح استانی تاثیر مثبت اما بسیار ناچیزی بر افزایش رشد تشکیلات شرکتی و دستمزد سرانه نیروی کار داشته و بر نرخ اجاره مسکن و نرخ بیکاری تاثیر بی معنی دارد. همچنین نتایج نشان داد که نرخ متوسط مالیات شرکتی در سطح استانی رابطه غیرخطی با شاخص های توسعه صنعتی نظیر ضریب درجه توسعه صنعتی و ضریب ویژه توسعه صنعتی داشته و تغییر رژیم در این مدل ها در حد آستانه ای نرخ مالیات ۱۹/۷ درصد رخ می دهد.

علی عسکری و تینا جعفری (۱۳۹۵)، در پایان نامه ای به " بررسی عملکرد قانون اعطای معافیت مالیاتی به مناطق آزاد از گذشته تاکنون (۱۳۹۳\_۱۳۷۴)، (مطالعه موردی، مناطق آزاد قشم، کیش و چابهار) " پرداختند. در این تحقیق با مطالعه تجربه دیگر کشورها، هدف روشن ساختن آثار اقتصادی مناطق آزاد و دستیابی به شرایط لازم برای موفقیت و عوامل موثر در شکست آن ها بوده است. مطالعات موردی انجام شده نشان داده اند که مناطق آزاد در صورتی که درست طراحی و اجرا شده و از شرایط لازم برای جذب سرمایه گذاری های مستقیم خارجی و برقراری پیوندهای ماقبل با اقتصاد داخلی برخوردار باشند، می توانند فضای مناسبی برای گسترش سرمایه گذاری های صنعتی \_ بازرگانی با مشارکت خارجیان بوده و به اهداف یاد شده دست یابند. درس هایی که از بررسی تجربه دیگر کشورها آموخته ایم، می توانند در هموار ساختن مسیر حرکت مناطق آزاد ایران ما را یاری نمایند. لوک هایوود و مایکل نویمان<sup>۱</sup> (۲۰۲۱)، در مقاله ای به بررسی " اثرات تعادلی معافیت های مالیاتی برای حقوق کم " پرداختند. آنها یک مدل جستجوی شغل ساختاری با مالیات ناپیوسته بر روی داده های آمار اداری آلمان ایجاد و تخمین زدند. شبیه سازی سیاست های ضد واقعیت پیامدهای توزیعی اصلاح معافیت مالیاتی را برجسته می کند. آنها دریافتند که ۱/۹۹ میلیون نفر فقط به دلیل معافیت مالیاتی در بازار کار شرکت می کنند. حذف یارانه مالیاتی از نظر بودجه به این کارگران آسیب می رساند (به عنوان مثال بازنشستگان، دانشجویان)، اما به کسانی که مستقل از معافیت مالیات به دنبال مشاغل کوچک هستند، ضرر می رساند. علاوه بر این، حذف منجر به اختلاف بیشتر در حقوق تعادل خواهد شد، و به سود کارگرانی که بیشتر جستجو می کنند (کسانی که شغل دیگری ندارند) با هزینه کارگرانی که کمتر جستجو می کنند (به عنوان مثال افرادی که به دنبال کار دوم هستند).

ایشول جی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰)، در مقاله ای به بررسی "تاثیر برنامه ریزی مالیاتی و مشوق های مالیاتی بر سودآوری شرکت ها در مناطق آزاد تجاری" پرداختند. در این تحقیق از روش نمونه گیری تصادفی ساده برای ترسیم یک نمونه استفاده شده است. همچنین از مدل رگرسیون خطی چندگانه برای تعیین روابط بین مشوق های مالیاتی و سودآوری استفاده شد. نتایج این مطالعه نشان می دهد که این تحقیق توانسته است براساس مشوق های مالیاتی اعطا شده توسط دولت، اطمینان از سودآوری شرکت های بزرگ را در سرمایه گذاری در مناطق آزاد تجاری ایجاد کند. همچنین اثبات شده است که سیاست های تشویقی مالیاتی اعطا شده در مناطق، وسیله قابل اعتمادی برای توسعه صنعتی است.

سپهر قاضی نوری و زهرا هاشمی<sup>۳</sup> (۲۰۲۰)، به بررسی اینکه " آیا مشوق های مالیاتی و بودجه مستقیم، ورودی و خروجی نوآوری را در شرکت های با فناوری پیشرفته افزایش می دهند؟ " پرداختند. مشوق های مالیاتی و بودجه مستقیم دو ابزار پشتیبانی عمومی مختلف هستند که برای تسهیل شکل گیری و رشد شرکت ها استفاده می شوند. شواهد تجربی محدود اثر دو سیاست مختلف و تعاملات آنها را برای شرکت ها مقایسه کرده است. در این مقاله، آنها اثرات اصلی و متقابل این مداخلات را در شرکتهای با فناوری پیشرفته بررسی می کنند. از آنجا که شرکت های بزرگ و کوچک به روش های مختلفی نوآوری دارند، آنها با استفاده از یک روش طراحی فاکتوریل، استفاده از مشوق ها را توسط SME<sup>۴</sup> های پیشرفته و شرکت های بزرگ ایرانی مقایسه می کنند. در این مقاله تفاوت های قابل توجهی بین ابزار و اندازه شرکت وجود دارد. نتایج نشان می دهد که برای SME ها، معافیت مالیاتی تأثیر قابل توجهی در سرمایه گذاری تحقیق و توسعه دارد و بودجه تأثیر قابل توجهی بر سرمایه گذاری تحقیق و توسعه، کارمندان تحقیق و توسعه و محصولات جدید دارد. با این حال، هیچ اثر متقابل بین ابزار وجود ندارد. برای شرکت های بزرگ، بودجه ابزاری موثر برای سرمایه گذاری تحقیق و توسعه است. همچنین، یک تأثیر متقابل بین مشوق های مالیاتی و بودجه مستقیم برای محصولات جدید وجود دارد. این یافته ها نشان می دهد که بودجه ابزاری موثرتر از معافیت مالیاتی، به ویژه برای شرکت های کوچک و متوسط است، اما حاکی از برخی تغییرات در سیاست های پشتیبانی شرکت های با فناوری پیشرفته در ایران است.

#### ۴- فرضیه تحقیق

بین معافیت های مالیاتی و میزان سرمایه گذاری در مناطق آزاد تجاری ارتباط معناداری وجود دارد.

1 Luke Haywood, Michael Neumann

2 ISHUL G. UNDE , DORATHY C. AKPAN , ADAMU H. SEZUO

3 Sepehr Ghazinoory, Zahra Hashemi

4 Small & Medium Enterprises

## ۵- مدل تحقیق

معافیت مالیاتی باعث جذب سرمایه های خارجی و افزایش میزان سرمایه گذاری در مناطق آزاد می شود و در نتیجه رشد و توسعه منطقه آزاد تجاری چابهار را بدنبال خواهد داشت. با توجه به توضیحات، مدل مفهومی نحوه ارتباط بین معافیت های مالیاتی و میزان سرمایه گذاری در منطقه آزاد تجاری چابهار بصورت زیر است:



شکل ۱- مدل مفهومی تحقیق

## ۶- روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ نوع و هدف، کاربردی می باشد و از آنجایی که روش انجام تحقیق بصورت میدانی و از طریق پرسشنامه است بنابراین از لحاظ روش و ماهیت از نوع توصیفی و پیمایشی می باشد و با توجه به اینکه روابط بین متغیرها بررسی می گردد از نوع همبستگی می باشد. در این پژوهش از طیف لیکرت استفاده شده است. طیف لیکرت یک مقیاس فاصله ای است که از تعدادی عبارت و گزینه های جوابیه تشکیل شده است. (غلامرضا خاکی، ۱۳۷۸)

### ۶-۱- جامعه آماری، نمونه و روش نمونه گیری

مجموعه واحدهایی که حداقل در یک صفت مشترک باشند یک جامعه آماری را مشخص می سازند. (دکتر غلامرضا خاکی، ۱۳۷۸) جامعه آماری در این تحقیق کلیه شرکتها و غرفه های واقع در منطقه آزاد تجاری چابهار است که در بازه زمانی ۱۳۹۹ می باشد. ضمناً حجم جامعه کل برابر با ۱۴۳۷ می باشد. نمونه آماری نمونه کوچکی از کل جامعه آماری است که باید تمام شرایط جامعه آماری را داشته باشد و جواب حاصل به کل جامعه آماری تعمیم داده می شود. در این پژوهش براساس فرمول کوکران نمونه ای به حجم ۳۰۳ شرکت انتخاب شدند. همچنین روش نمونه گیری در این پژوهش از نوع تصادفی می باشد.

### ۶-۲- چگونگی گردآوری اطلاعات و ابزار پژوهش

در این تحقیق برای گردآوری اطلاعات مربوط به ادبیات تحقیق ابتدا به صورت کتابخانه ای از مطالعات مرتبط استفاده شد. سپس از پرسشنامه برای جمع آوری داده ها استفاده شده است. در نهایت اطلاعات استخراج شده از پرسشنامه های توزیع شده بین غرفه داران منطقه آزاد چابهار از طریق نرم افزار SPSS و با استفاده از آزمون های مربوطه به تجزیه و تحلیل داده ها پرداخته شد.

## ۷- روش تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

### ۷-۱- آزمون های آماری پژوهش

در ابتدا با استفاده از جداول فراوانی و آماره های توصیفی، متغیرهای جمعیت شناختی تحلیل شدند، در بخش بعدی با استفاده از روش رگرسیون، فرضیه ی پژوهش مورد آزمون قرار گرفت و برای آزمون نرمال بودن جزء خطا از آزمون کولموگوروف اسمیرنوف استفاده شد. برای بررسی فرضیه و آنالیز داده های پژوهش، نرم افزار SPSS مورد استفاده قرار گرفت.

### ۷-۲- آزمون روایی و پایایی

در پژوهش های کمی ابزار اندازه گیری باید دارای دو ویژگی فنی پایایی و روایی باشد.

#### الف) روایی

مفهوم روایی بیان می دارد که ابزار اندازه گیری تا چه حد خصیصه و صفت مورد اندازه گیری را می سنجد. روش های متعددی برای تعیین روایی ابزار اندازه گیری وجود دارد که می توان به روایی محتوای، روایی ملاک و روایی سازه اشاره نمود (عابدی و شواخی، ۱۳۸۹: ۱۶۰).

**ب) پایایی**

مفهوم پایایی بیان می کند که ابزار اندازه گیری در شرایط یکسان تا چه اندازه نتایج یکسانی به دست می دهد. در پژوهش های کمی برای محاسبه ضریب پایایی از روش هایی مانند اجرای دوباره، روش همتا، روش دو نیمه کردن، روش کودر-ریچاردسون و آلفای کرونباخ و دیگر روش ها استفاده می گردد.

پرسشنامه های استفاده شده در این تحقیق توسط محقق طراحی شده است و روایی آن قبلاً توسط اساتید مربوطه مورد ارزیابی و در نهایت تأیید قرار گرفته است و پس از تأیید، پرسشنامه بین غرفه داران جهت پاسخگویی به سولات و جمع آوری اطلاعات توزیع می گردد. جهت پایایی پرسشنامه ها از روش ضریب آلفای کرونباخ استفاده شده است و مقدار آلفای کرونباخ ۰/۹۵۱ گزارش شده است که سازگاری درونی بالایی را برای ۳۵ آیت نشان می دهد و از پایایی بسیار خوبی برخوردار است.

**۳-۷- آزمون فرضیه ها**

در این پژوهش هدف پژوهشگر تعمیم نتایج بدست آمده از یک گروه کوچک به یک جامعه بزرگتر می باشد. این تعمیم مستلزم آن است که پژوهشگر از روش های آماری پیشرفته تری تحت عنوان آمار استنباطی استفاده نماید. در این تحقیق از روش رگرسیون ساده برای آزمون فرضیه ی تحقیق استفاده خواهیم کرد.

**فرضیه:** بین معافیت های مالیاتی و میزان سرمایه گذاری در مناطق آزاد تجاری ارتباط معناداری وجود دارد.

**جدول ۱- نتایج حاصل از مدل رگرسیونی برای آزمون فرضیه**

| متغیر          | ضریب رگرسیونی | خطای معیار      | آماره t | سطح معنی داری |
|----------------|---------------|-----------------|---------|---------------|
| عرض از مبدا    | ۰/۰۵          | ۰/۰۴            | ۱/۳۴    | ۰/۱۸۱         |
| معافیت مالیاتی | ۰/۹۱          | ۰/۰۲            | ۴۰/۲۷   | ۰/۰۰۰         |
| آماره F        | ۱۶۲۱          | سطح معنی داری F | ۰/۰۰۰   |               |

نتایج جدول فوق حاکی از آن است که تاثیر معافیت های مالیاتی بر میزان سرمایه گذاری در مناطق آزاد تجاری در چابهار (کلیه شرکت ها و غرفه های واقع در منطقه) معنادار است (زیرا سطح معنی داری بدست آمده برای معافیت مالیاتی از سطح آزمون (۰/۰۵) کمتر است). مقدار سطح معنی داری F مدل کمتر از سطح آزمون می باشد که نشان می دهد که مدل رگرسیونی معنی دار بوده و امکان برازش چنین مدلی نیز وجود دارد.

**۴-۷- ارزیابی مدل های برازش داده شده**

در این قسمت مدلی که در بخش قبل برازش داده شد، مورد ارزیابی قرار می گیرد. در واقع نرمال بودن خطا از فروض مدل- های رگرسیونی می باشد. بدین ترتیب خطای حاصل شده از برازش مدل باید نرمال باشد. برای آزمون نرمال بودن جزء خطا می توانیم از آزمون کلوموگروف اسمیرنوف استفاده کنیم. در صورت نرمال بودن خطا می توانیم اظهار نظر کنیم که مدل از برازش خوبی برخوردار است.

**جدول (۲-۱) نتایج آزمون کلوموگروف- اسمیرنوف برای خطای مدل**

| خطاها مدل فرضیات | آماره آزمون | سطح معنی داری |
|------------------|-------------|---------------|
| فرضیه            | ۰/۰۲۷       | ۰/۲۰۰         |

طبق جدول فوق خطای مدل رگرسیونی فرضیه از توزیع نرمال پیروی می کند (زیرا سطح معنی داری برای فرضیه از ۰/۰۵ بیشتر شده است). پس مدل رگرسیونی مذکور از برازش مطلوبی برخوردار است.

## ۸- نتیجه گیری

### ۸-۱- نتایج فرضیه ها

**فرضیه: بین معافیت های مالیاتی و میزان سرمایه گذاری در مناطق آزاد تجاری ارتباط معناداری وجود دارد.**

در این فرضیه رابطه بین معافیت های مالیاتی و میزان سرمایه گذاری در مناطق آزاد تجاری مورد بررسی قرار گرفت که نتایج نشان داد که تاثیر معافیت های مالیاتی بر میزان سرمایه گذاری در مناطق آزاد تجاری در چابهار معنادار است زیرا سطح معنی داری بدست آمده برای معافیت مالیاتی از سطح آزمون (۰/۰۵) کمتر است. بنابراین فرضیه تایید می شود. با توجه به نتیجه فرضیه فوق می توان گفت که معافیت های مالیاتی باعث جذب سرمایه های داخلی و خارجی، کاهش ریسک سرمایه گذاری و افزایش بازدهی سرمایه گذاران و همچنین گسترش زمینه های سرمایه گذاری در مناطق آزاد تجاری خواهد شد. به عبارتی دیگر معافیت های مالیاتی از راه های فوق باعث افزایش میزان سرمایه گذاری در این مناطق می شود. نتیجه ی این فرضیه با تحقیق علی عسکری و تینا جعفری (۱۳۹۵) که نشان داد مناطق آزاد در صورتی که درست طراحی و اجرا شده و از شرایط لازم برای جذب سرمایه گذاری های مستقیم خارجی و برقراری پیوندهای ماقبل با اقتصاد داخلی برخوردار باشند، می توانند فضای مناسبی برای گسترش سرمایه گذاری های صنعتی-بازرگانی با مشارکت خارجیان بوده و به اهداف یاد شده دست یابند، مطابقت دارد.

### ۸-۲- پیشنهادات مبتنی بر نتایج پژوهش

با توجه به تاثیر مثبت و معنادار معافیت های مالیاتی بر میزان سرمایه گذاری در مناطق آزاد تجاری- صنعتی پیشنهاد می شود که تسهیلات ویژه ای از جمله: معافیت مالیاتی را در نظر بگیرند. در صورتی که نرخ مالیات در این مناطق صفر باشد باعث می شود که سرمایه گذاران و گردشگران تمایل بیشتری به سرمایه گذاری در این مناطق داشته باشند و در نتیجه باعث جذب سرمایه های داخلی و خارجی بیشتری می شود و از این طریق میزان سرمایه گذاری در این مناطق افزایش می یابد و سیاست گذاری در زمینه سرمایه گذاری و جذب سرمایه گذار ریشه ای و بادوام، شفاف و مطابق با واقعیت های کشور باید باشد زیرا یکی از علل فرار سرمایه وجود قوانین متعدد، من درآوردی، دست و پاگیر و غیرشفاف می باشد.

## منابع

۱. اوشنی، محمد، رستم زاد، حمید، (۱۳۹۹)، «تاثیر برنامه های تشویق صادرات بر عملکرد صادراتی در شرکت های صادرکننده استان ایلام»
۲. جعفرپورنصیر محله، ناصر، (۱۳۶۷)، «بررسی موانع سرمایه گذاری داخلی در منطقه ویژه اقتصادی»، دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی دانشگاه تهران، ص ۲۹-۹
۳. جهانخانی، علی، (۱۳۷۳)، «مدیریت سرمایه گذاری»، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران
۴. خاکی، غلامرضا، (۱۳۷۸)، «کتاب روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی»، ص ۷۳-۳۳۸
۵. رفعتی، محمدرضا (مترجم)، (۱۳۶۹)، «اثرات اقتصادی اجتماعی شرکت های چند ملیتی در مناطق پردازش صادرات»، تهران: موسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی، ص ۱۵ و ۱۶
۶. سلامی، فریبا، ضرونی، زهرا، فایق، رادین، (۱۳۹۶)، «نقش مناطق آزاد در توسعه اقتصادی و ضرورت ایجاد آن در کردستان»، ص ۸
۷. شهبازی، کیومرث، گنجی، جلال، (۱۳۹۸)، «اثر آستانه ای سیاست مشوق های مالیاتی بر توسعه صنعتی استان های کشور با استفاده از رهیافت رگرسیونی انتقال ملایم پانلی»
۸. عسکری، علی، جعفری، تینا، (۱۳۹۵)، «ارزیابی آثار اعطای معافیت مالیاتی در مناطق آزاد تجاری ایران (مطالعه موردی منطقه آزاد قشم، کیش و چابهار)»، فصلنامه اقتصاد مالی، سال دهم، شماره ۳۷، ص ۴۵
۹. عسکری، علی، جعفری، تینا، (۱۳۹۵)، «بررسی عملکرد قانون اعطای معافیت مالیاتی به مناطق آزاد از گذشته تاکنون (۱۳۹۳-۱۳۷۴)»، (مطالعه موردی، مناطق آزاد "قشم، کیش و چابهار")، ص ۱۹-۷
۱۰. عبدالملکی، حجت الله، شیردلیان، شهناز، (۱۳۸۹)، «تحلیل تاثیر سیاست های مالیاتی بر توسعه منطقه ای در ایران (مطالعه موردی: معافیت های مالیاتی در مناطق محروم)»، ص ۱۰۴-۱۰
۱۱. نورانی، حسین، گراشی، حسنعلی، (۱۳۹۵)، «بررسی معافیت های مالیاتی به مناطق آزاد تجاری از گذشته تاکنون»، ص ۸۱-۱

12. Bartik, timothy. (1991). Who benefits from state and local economic development policies? W. E. Upjohn institute for employment research.



13. ISHUL G. UNDIE , DORATHY C. AKPAN , ADAMU H. SEZUO . (2020). Impact of Tax Planning and Tax Incentives on the Profitability of Companies in the Free Trade Zones , IOSR Journal of Business and Management , Issue 6 , Volume 22, PP 26.
14. Luke Haywood, Michael Neumann. (2021). Equilibrium effects of tax exemptions for low pay, Labour Economics, Volume 69.
15. Sepehr Ghazinoory, Zahra Hashemi. (2020). Do tax incentives and direct funding enhance innovation input and output in high-tech firms?, The Journal of High Technology Management Research.
16. [www.companyregister.ir](http://www.companyregister.ir)
17. [www.omranconf.ir](http://www.omranconf.ir)
18. [www.irurbanconf.ir](http://www.irurbanconf.ir)

## گزارشگری ارزش آفرینی مدل کسب و کار

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۱۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۰۱

کد مقاله: ۵۷۷۲۴۶

مجتبی قنبرزاده<sup>۱\*</sup>

### چکیده

ارزش آفرینی یکی از عناصر اصلی گزارشگری شفاف و آگاهی بخش بوده، چرا که ارائه دهنده تصور بهتری از ریسک ها و فرصت هایی است که یک شرکت با آن روبروست. انتظار بر این است که شرکت ها اطلاعاتی که در گزارش های مدیریتی خود ارائه می دهند بتوانند استفاده کنندگان را قادر سازد تا درک صحیحی از چگونگی، روش و میزان ارزش آفرینی فعلی و آینده مدل کسب و کار واحدهای تجاری کسب کنند. امروزه افشا و گزارش نحوه تأثیرگذاری مدل های کسب و کار بر ارزش آفرینی به یکی از درخواست های بارز سرمایه گذاران مبدل شده است. این شیوه گزارشگری به تازگی در ادبیات حسابداری و گزارشگری مالی وارد شده و هم چنان در حال توسعه است. بر این اساس، مطالعه حاضر با هدف بررسی مفهوم مدل کسب و کار و شیوه گزارشگری ارزش آفرینی آن سعی دارد مروری بر مبانی نظری آن داشته و ابعاد آن را طبق شیوه نامه گزارشگری یکپارچه بیان نماید. بررسی انجام شده نشان می دهد که شرکت ها می توانند بینش بهتری در مورد تأثیر بلندمدت راهبردهای خود در مدل های ارزش آفرین داشته باشند. علاوه بر این، گزارشگری ارزش آفرینی مدل های کسب و کار باید مورد مذاقه بیشتر قرار گرفته و جنبه های منفی ارزش آفرینی یا تخریب ارزش ها نیز در روند گزارشگری مورد توجه قرار گیرد.

**واژگان کلیدی:** ارزش، ارزش آفرینی، مدل کسب و کار، اطلاعات غیرمالی، گزارشگری یکپارچه

۱- دانش آموخته دکترای حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، ایران. (نویسنده مسئول)

مشارکت، ارزش‌آفرینی (خلق ارزش)<sup>۱</sup>، هم‌آفرینی<sup>۲</sup> و رقابت، راهبردهای اصلی موفقیت در کسب و کارهای نوین امروزی هستند. در مقایسه با روش‌های کسب و کاری که در انزوا و به دور از تفکر گروه محوری انجام می‌شوند، سازواره‌ها (اکوسیستم‌ها) فرصت‌های فراوانی را برای خلق ارزش‌های اساسی و قابل‌توجه فراهم نموده‌اند (خادمی، ۲۰۲۰). با این وجود، تهدیدهای بالقوه‌ای نیز در مسیر موفقیت سازواره‌ها وجود دارد. مفاهیم ارزش‌آفرینی (خلق ارزش) و کسب ارزش<sup>۳</sup> یک سازواره در یک دهه اخیر در ادبیات دانشگاهی مدیریت و کسب و کار مورد توجه خاص محققان قرار گرفته است. به علت ساختار پیچیده سازواره‌ها و ابهام در درک این مفاهیم، در پژوهش‌های انجام شده که جنبه‌های مختلفی از مفاهیم خلق ارزش و کسب ارزش سازواره‌ها را مورد تحلیل قرار داده‌اند، معزلی به نام پراکندگی و عدم انسجام را شاهد هستیم. بررسی‌ها نشان می‌دهد که از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۶ آنچنان که باید به موضوع ارزش‌آفرینی و کسب ارزش سازواره‌ها پرداخته نشده است. اما از سال ۲۰۱۶ به بعد، شاهد افزایش رشد ۱۵۰ درصدی در تعداد مقالات هستیم. عدم انسجام و پراکندگی در این تحقیقات را می‌توان به عواملی از جمله فقدان درک کافی از مفاهیم مطرح در شبکه‌های مشارکتی سازمان‌های نوآور (چسبرو، لتل و ریتز<sup>۴</sup>، ۲۰۱۸)، پیچیدگی تعاملات در سازواره‌ها (بن‌لتایفا<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴؛ ریتالا و آلمپانپولو<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷) و به‌طور کلی ابهام در ساختار سازواره‌های موجود (بن‌لتایفا، ۲۰۱۴؛ ریتالا و گوستافسون<sup>۷</sup>، ۲۰۱۸) اشاره کرد. به هر حال، چون این موضوع با شبکه‌های مشارکتی سازمان‌های نوآور ارتباط دارد، مفهوم ارزش‌آفرینی و کسب ارزش با ابهام‌های موجود در نظریه ارزش نیز روبه‌رو هستند (چسبرو و همکاران، ۲۰۱۸). بنابراین، لازم است موضوع ارزش‌آفرینی و کسب ارزش سازواره‌ها به‌صورت علمی و جامع توسط جامعه دانشگاهی مورد تحلیل قرار گیرد (خادمی، ۲۰۲۰). سازواره، استعاره‌ای است از حوزه زیست‌شناسی (اکولوژی) که در سال ۱۹۹۳ توسط موری برای تشریح پیچیدگی، تغییرات پویا و روابط همزی‌گری<sup>۸</sup> موجود در شبکه سازمان‌های تجاری مطرح شد. حوزه‌هایی چون مدیریت بازرگانی، مدیریت راهبردی، سازمان‌های صنعتی و مدل‌های کسب و کار، به‌صورت مفهومی موضوعات ارزش‌آفرینی و کسب ارزش را مورد بحث قرار داده‌اند (چسبرو و همکاران، ۲۰۱۸؛ پیتلیس<sup>۹</sup>، ۲۰۰۹). فرایند ارزش‌آفرینی سازواره به سازوکار مشارکتی و فعالیت‌های یک سازواره اشاره دارد که هدفش خلق ارزش برای مشتریان و استفاده‌کنندگان است (هانو تومیساری، پلتونن، دانگ و نیمن<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۳). کسب ارزش سازواره نیز به طرح‌های راهبردی در سطوح مختلف شرکت اشاره دارد که سهم آن‌ها را از کل ارزش خلق شده توسط سازواره مشخص کرده و به نحوه تخصیص‌های هدفمند یا اتفاقی (رادزیون، بوگرز و بیلبرگ<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۷؛ ریتالا، آلوریداش، آسیماکوپولو و گیس<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۳) ارزش‌های خلق شده می‌پردازد (هانو تومیساری و همکاران، ۲۰۱۳).

خلق ارزش و کسب ارزش سازواره‌ها، بخش اصلی مدل‌های کسب و کار (سکاجنولی، فورمن، هوآنگ و وو<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۲) و پایداری سازواره‌ها (چسبرو و همکاران، ۲۰۱۸) را تشکیل می‌دهد. در تحقیقات جدید، ارزش‌آفرینی فرایندهایی هستند که به افزایش ارزش خلق شده در سازمان کمک می‌کنند (چسبرو و همکاران، ۲۰۱۸؛ دایر، سینگ و هسترلی<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۸؛ ویسنجیک، جیوانوئیک، نیلی و انگوال، ۲۰۱۸). به عنوان مثال، در مدل کسب و کار تبدیل ورودی‌ها به عنصری به‌نام پیامدها بدین معنی است که هم فروشنده و هم مشتری در فعالیت‌های خلق ارزش برای مشتری خاص شریک و سهیم بوده و دانش عملیاتی مشتری و تخصص فروشنده ابزارهایی هستند که در ارائه ارزش مصرفی بالاتر به مشتری نقش مهمی ایفا می‌کنند (چاتین<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۱؛ رابرتو و کتاباکی، لتونن و کستاما<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۵؛ سجودین، پاریدا و وینسنت<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۶). این موضوع اصطلاحاً به دیدگاه ارزش مصرفی معروف است؛ یعنی ارزشی که به دلیل مصرف مشتری خلق می‌شود و با دیدگاه مقابل آن یعنی ارزش مبادله‌ای متفاوت است. اینطور باید گفت که امروزه فروشندگان بر دیدگاه ارزش مصرفی متمرکز شده‌اند؛ آن‌ها معتقدند که این دیدگاه، از ظرفیت بزرگتری برای ایجاد مزیت رقابتی بلندمدت برخوردار است. در این دیدگاه تمام مسیر و زنجیره مصرف کالا توسط مشتری مدنظر قرار می‌گیرد (چسبرو و همکاران، ۲۰۱۸). ارزش خلق شده اشاره بر فعالیت‌هایی دارد که فروشندگان و مشتریان را قادر می‌سازد تا ارزش‌های بالاتری که بر پایه تفکر توسعه و ترقی بوجود آمده‌اند را برای مشتریان خلق نمایند (همان).

1. Value Creation
2. Co-Creation
3. Value Capture
4. Chesbrough, Lettl, and Ritter
5. Ben Letaifa
6. Ritala and Almpnanopoulou
7. Ritala and Gustafsson
8. Symbiotic
9. Pitelis
10. Hannu Tuomisaari, Peltonen, Dong and Nyman
11. Radziwon, Bogers and Bilberg
12. Ritala, Agouridas, Assimakopoulos and Gies
13. Ceccagnoli, Forman, Huang and Wu,
14. Dyer, Singh and Hesterly
15. Chatain
16. Rabetino, Kohtamäki, Lehtonen and Kostama
17. Sjödin, Parida and Wincent

ارزش‌آفرینی یکی از عناصر اصلی در گزارشگری شفاف و آگاهی‌بخش بوده، چرا که ارائه دهنده تصویر بهتری از ریسک‌ها و فرصت‌هایی است که یک شرکت با آن روبه‌رو است. انتظار می‌رود شرکت‌ها طبق مقررات گزارش سالانه خود و در چارچوب‌های مربوط به گزارشگری غیرمالی در مورد ارزش‌آفرینی مدل‌های کسب و کار شفاف‌سازی کنند (ناندرام و ال‌هارچاوی<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). هم‌چنین، انتظار بر این است که شرکت‌ها اطلاعاتی که در گزارش‌های مدیریتی خود ارائه می‌دهند بتوانند استفاده‌کنندگان را قادر سازد تا درک صحیحی از چگونگی، روش و میزان ارزش‌آفرینی فعلی و آینده مدل کسب و کار واحدهای تجاری کسب کنند. امروزه افشا و گزارش نحوه تأثیرگذاری مدل‌های کسب و کار بر ارزش‌آفرینی به یکی از درخواست‌های بارز سرمایه‌گذاران مبدل شده است. این شیوه گزارشگری به تازگی در ادبیات حسابداری و گزارشگری مالی وارد شده و هم‌چنان در حال توسعه است. اطلاعات مدل کسب و کار برای درک صحیح از ظرفیت ارزش سهامداران، جانمایی در زنجیره ارزش، منافع ذی‌نفعان و غیره سودمند است. از این‌رو، شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه در چارچوب جامع‌نگر خود سعی نموده است تا با تأکید بر مفهوم مدل کسب و کار و ارائه ارزش‌آفرینی تعریف درخور و شایسته‌ای ارائه نماید. پژوهش حاضر با هدف بررسی مفاهیم ارزش و ارزش‌آفرینی مدل‌های کسب و کار بر نحوه گزارشگری آن پرداخته و ابعاد آن را بر اساس چارچوب بین‌المللی گزارشگری یکپارچه مورد مذاقه قرار داده است. در ادامه ضمن اشاره به مفاهیم ارزش، خلق ارزش و کسب ارزش، در نهایت طریقه افشا و گزارش ارزش‌آفرینی مدل‌های کسب و کار با تأکید بر تفکر یکپارچه بیان خواهد شد.

## ۲- ارزش

### ۲-۱- تعریف ارزش و ارزش‌آفرینی (خلق ارزش)

مفهوم ارزش، مفهومی است فراگیر (کارو و کووا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳؛ هلکولا، کلر و پیلستروم<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲؛ سانچز-فرناندز و اینیستا-بولینا<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷؛ هولمکوویست، ویسکونتی، گرونروز، گوایزو کسوز<sup>۵</sup>، ۲۰۲۰) که موضوعات گوناگونی از جمله ارزش‌آفرینی (خلق ارزش) (گرونروز<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷)، هم‌آفرینی ارزش (وارگو و لاش<sup>۷</sup>، ۲۰۰۴؛ ۲۰۰۸؛ ۲۰۱۶) و آسان‌سازی ارزش<sup>۸</sup> (گرونروز و وایما<sup>۹</sup>، ۲۰۱۳) را در بر می‌گیرد. محور قرار گرفتن مفهوم «ارزش و ارزش‌آفرینی»<sup>۱۰</sup> به بنگاه‌های اقتصادی کمک خواهد کرد تا در شرایط جدید اقتصادی بتوانند راهبردهای مناسبی را برای حفظ مزیت رقابتی و توسعه پایدار اتخاذ کنند (کردستانی و خوانساری، ۱۳۹۵). ارزش‌آفرینی یکی از عناصر اصلی در گزارشگری شفاف و آگاهی‌بخش بوده، چرا که ارائه دهنده تصویر بهتری از ریسک‌ها و فرصت‌هایی است که یک شرکت با آن روبه‌رو است. انتظار می‌رود شرکت‌ها طبق مقررات گزارش سالانه خود و در چارچوب‌های مربوط به گزارشگری غیرمالی در مورد ارزش‌آفرینی مدل‌های کسب و کار شفاف‌سازی کنند (ناندرام و ال‌هارچاوی، ۲۰۲۰). مدیران صنایع تلاش می‌کنند تا خواسته اصلی سهام‌داران و ذی‌نفعان خود را که چیزی جز خلق ارزش نیست با بهره‌گیری از الگوها و مدل‌های مدیریتی مبتنی بر ارزش‌آفرینی برآورده نمایند و در این راه گوی سبقت را از یکدیگر برابند تا در محیط پر رقابت امروز بقای خود را تضمین کنند (رهنمای رودپشتی و افتخاری علی‌آبادی، ۱۳۸۹). تمامی تلاش‌های صورت‌پذیرفته در فرآیند مدیریت راهبردی (تدوین، اجرا و ارزیابی راهبردها) راهی است که شرکت‌ها برای ارزش‌آفرینی طی می‌کنند (کولیس و مونتگمرگ<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۸).

امروزه در باب ارزش‌آفرینی نظریه‌های زیادی مطرح شده است که توضیح می‌دهند یک واحد تجاری چگونه به خلق ارزش اقدام می‌کند. مثال‌هایی از این باب دیدگاه مبتنی بر منابع (روملت<sup>۱۲</sup>، ۱۹۸۴؛ ورنفلت<sup>۱۳</sup>، ۱۹۸۴؛ بارنی<sup>۱۴</sup>، ۱۹۹۱) و نظریه اقتصادی هزینه مبادله (کوز<sup>۱۵</sup>، ۱۹۳۷؛ ویلیامسون<sup>۱۶</sup>، ۱۹۷۹؛ ویلیامسون و وینتر<sup>۱۷</sup>، ۱۹۹۱) را می‌توان نام برد. همچنین نظریه‌هایی نیز وجود دارند که توضیح می‌دهند یک واحد تجاری چگونه ارزش‌آفرینی کرده و چگونه بر ارزش در داخل مرزها و بیرون مرزهای سازمانی تأثیر می‌گذارد؛ مثال‌هایی در این باب نظریه مشروعیت<sup>۱۸</sup> واحد تجاری (راو<sup>۱</sup>، ۱۹۹۴؛ ساچمن<sup>۲</sup>، ۱۹۹۵) و نظریه نهادهای<sup>۳</sup> (دی مگیو و پوول<sup>۴</sup>، ۱۹۸۳؛ پوول و دی مگیو، ۱۹۹۱) است.

1. Nandram and El Harchaoui
2. Carù & Cova
3. Helkkula, Kelleher, & Pihlström
4. Sánchez-Fernández & Iniesta-Bonilla
5. Holmqvist, Visconti, Grönroos, Guais and Kessous,
6. Grönroos
7. Vargo & Lusch
8. Value Facilitation
9. Grönroos & Voima
10. Value and Vale Creation
11. Collis and Montgomery
12. Rumelt
13. Wernerfelt
14. Barney
15. Coase
16. Williamson
17. Williamson and Winter
18. Legitimacy Theory

مفهوم ارزش آفرینی در قالب «مدیریت مبتنی بر ارزش»<sup>۵</sup> را اولین بار ریمن (۱۹۸۹) مطرح کرد. از نظر کاپلان (۱۹۹۴) مدیریت مبتنی بر ارزش بر تصمیم‌گیری بهتر در تمام سطوح شرکت تأکید دارد و با ایجاد انگیزه در مدیران، آن‌ها را به سمت افزایش ارزش شرکت سوق می‌دهد (رهنمای رودپشتی و افتخاری علی آبادی، ۱۳۸۹؛ استنسیس، تدر اوک و کاپیک، ۲۰۱۲). در پارادایم ارزش آفرینی که رضایت همه ذی‌نفعان مد نظر قرار می‌گیرد، در حقیقت شناسایی و مدیریت تغییرات محیطی نیز نکته اصلی محسوب می‌شود. بنابراین شرکت‌ها ناگزیر از توجه به تغییرات محیطی هستند و باید به‌خوبی از ابزارهای مدیریتی تطبیق‌پذیر با رویکرد ارزش آفرینی بهره‌مند شوند (رهنمای رودپشتی و افتخاری علی آبادی، ۱۳۸۹). ارزش، واژه‌ای عمیق و بنیادی و با تاریخچه‌ای طولانی اما با نگاهی نو در ادبیات علمی مطرح است. ارائه تعریفی از ارزش نه تنها دشوار است، بلکه به‌راحتی نیز مقدور نیست. ارزش‌ها تصویر آینده‌اند و بیشتر فلاسفه از دوران تمدن یونان باستان به آن توجه داشته‌اند. در اصطلاح دانش جامعه‌شناسی، ارزش‌ها عقایدی هستند که اشخاص در خصوص آنچه مطلوب، مناسب، خوب یا بد است، دارند. بر اساس این تعریف، ارزش‌ها فقط پدیده‌های روانشناختی قابل درک‌اند و نمی‌توان آن‌ها را جدای از بستر اجتماعی تبیین کرد. به‌طور کلی از لحاظ تاریخی، علوم اجتماعی بر رویکرد عینی یا اثبات‌گرایی نسبت به ارزش‌ها تأکید کرده‌اند (الوانی و دانایی‌فرد، ۱۳۹۰). درواقع، فلاسفه ارزش‌ها را واقعیاتی عینی تصور می‌کردند که می‌تواند در قالب‌هایی خارج از ذهن فرد تبیین شوند، بر این اساس، ارزش‌ها پدیده‌هایی اجتماعی‌فرهنگی‌اند. همچنین، با تأکید بر جنبه عینی و دوگانگی عینیت‌ذهنیت، به‌طور منطقی از نوعی سیستم تبیینی مستقل سخن گفته‌اند (بلونه و نایگرو، ۲۰۰۹: ۱۵). برای آشنایی بیشتر با ابعاد و تعاریف متنوع از منظرهای مختلف ارزش، به چند نمونه از تعاریف در جدول (۱) اشاره می‌شود:

جدول (۱) - تعاریف ارزش از منظرهای مختلف

| ردیف | تعریف                                                                                                                                       | منابع                            |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|
| ۱    | ارزش‌ها منشأ ایجاد افکار متفاوت و نمایانگر آن‌ها هستند (دوازده تعریف از ارزش قید شده است).                                                  | فرهنگ وبستر                      |
| ۲    | یک ارزش اهمیتی کوچک یا بزرگ را بیان می‌کند که انسان، آن را به مسائل مرتبط با فعالیت یا تجربه‌ای خاص یا به‌طور کلی به زندگی خود نسبت می‌دهد. | پل رویژک <sup>۸</sup>            |
| ۳    | ارزش‌ها معانی شناختی و عاطفی داده‌شده به اشیاء و پیوند نمادین ذهن انسان و محیط هستند.                                                       | بلونه و نایگرو                   |
| ۴    | ارزش یعنی آنچه برای تصمیم‌گیرنده مهم است.                                                                                                   | رالف کینی <sup>۹</sup>           |
| ۵    | ارزش تعریف‌شدنی نیست؛ زیرا خوبی، زیبایی و عشق تجربیات آنی و مستقیم هستند.                                                                   | ادگار برایتن <sup>۱۰</sup>       |
| ۶    | ارزش‌ها برآیند الزامات، ساختارها و فرایندهای سیستم هستند.                                                                                   | هیلاری پاتنم <sup>۱۱</sup>       |
| ۷    | ارزش، نحوه برخورد انسان با محیط زندگی خویش است.                                                                                             | ون میسس                          |
| ۸    | ارزش‌ها حلقه‌های نمادین بین ذهن انسان و محیط هستند.                                                                                         | فرهنگ فلسفی لالاند <sup>۱۲</sup> |

مأخذ: محمدصادق حاذقی (۱۳۹۰). «ارزیابی نقش ارزش‌ها در مدیریت راهبردی و ارائه الگوی مدیریت راهبردی مبتنی بر ارزش‌های اسلامی در حوزه تدوین»، رساله دکتری، دانشکده مدیریت راهبردی دانشگاه عالی دفاع ملی.

ارزش‌ها، مجموعه‌ای از باورها، اعتقادات و اصول کلی یکپارچه، منسجم، هدف‌دار و ثابت هستند که در ابعاد ساختاری، معنایی، رفتاری، محیطی و فرهنگی می‌کوشد تا با تقویت سرمایه اجتماعی، آحاد مردم و در نهایت جامعه را به تعالی سوق دهد (ممبینی دهکردی و ربانی، ۱۳۹۱).

امروزه موفقیت کسب و کار و استمرار و پایداری آن با توجه به ارزش‌های مورد نظر همه ذی‌نفعان، تحقق می‌یابد. ارزش در فرآیند پذیرش، بقا و نهادینه‌سازی، نیازمند ارزش آفرینی است. تعامل ارزش و ارزش آفرینی، هم‌افزایی را به ارمغان می‌آورد که بر همه فرآیندهای ارزش و مهم‌تر از همه بر تفکر مدیریت مبتنی بر ارزش، تأثیر خواهد گذاشت. ارزش آفرینی یعنی خلق ارزش، ناشی از اعمال انسانی و مدیریتی است که خلق ثروت را به همراه دارد. ارزش آفرینی برای مشتریان شامل ساخت محصولات و ارائه خدماتی است که مشتریان آن را مفید تشخیص دهند و رضایت و نیاز آنان را به‌درستی تأمین کند. بین ارزش آفرینی و موفقیت

1. Rao
2. Suchman
3. Institutional Theory
4. Dimaggio and Powell
5. Value-based Management
6. Stancic et al
7. Bellone and Nigro
8. Paul Roubiczek
9. Ralph L. Keeney
10. Edgar Sheffield Brightman
11. Hilary Putnam
12. Andre Lalande

کسب و کار ارتباط تنگاتنگ و تعامل همه‌جانبه‌ای وجود دارد. اتینر و لاکر<sup>۱</sup> (۲۰۰۲)، اصول مدیریت مبتنی بر ارزش را به همراه کاربردهای آن ارائه دادند و پارادایم ارزش و ارزش‌آفرینی را به‌عنوان اندیشه جدید معرفی کردند (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۶). ارزش‌آفرینی، عمل دستیابی به امتیازات (مالی، اجتماعی یا فردی) است که فراتر از مجموع هزینه‌های مرتبط با اکتساب است (که ممکن است شامل نرخ میانگین سود در یک صنعت خاص باشد یا نباشد). به‌طور مشخص‌تر، ارزش‌آفرینی نتیجه‌ای است که دارای فوایدی مثبت (اقتصادی یا غیراقتصادی)، برای هر عضو یک سیستم فرعی است. برای برخی، ارزش یعنی به‌زای پولی که پرداخته می‌شود، کالا یا خدمات مناسبی دریافت شود. برای برخی دیگر، ارزش یعنی ارائه خدمات و یا کالاهایی که مزایای تازه‌ای داشته باشد، یا مزایای آن فراتر از حد انتظار باشد. این در اصل به دید مشتریان بازمی‌گردد. یعنی هرچه کفه خدمات و یا کالای ارائه‌شده به مشتری، سنگین‌تر و پایین‌تر از کفه توقعات باشد، ارزش بیشتری برای مشتری خلق می‌شود. به بیانی دیگر، هرچه منافع<sup>۲</sup> مشتری در مقایسه با هزینه‌هایی که پرداخته است، بیشتر باشد، ارزش بیشتری خلق شده است. بومن و آمبروسینی<sup>۳</sup> (۲۰۰۰) دو نوع ارزش را در سطح سازمانی تجزیه و تحلیل خود معرفی می‌کنند: استفاده از ارزش یا ارزش به موازات مصرف (استفاده)<sup>۴</sup> و تبادل ارزش یا ارزش به موازات معامله<sup>۵</sup>. آن‌ها معتقدند در صورتی که ارزش مبادله‌ای بیشتر از ارزش مصرفی باشد، خلق ارزش رخ خواهد داد. نوع اول، استفاده از ارزش به کیفیت خاص و ویژه یک شغل، وظیفه، محصول یا خدمت اطلاق می‌شود که کاربران آن را در ارتباط با نیازهایشان مدنظر قرار می‌دهند؛ مانند سرعت یا کیفیت عملکرد در یک شغل جدید یا قالب‌ها و ویژگی‌های عملکردی یک محصول یا خدمت جدید. چنین قضاوت‌هایی جزو ویژگی‌های فردی و ذهنی هستند. این محققان نوع دوم را، تبادل ارزش می‌نامند و آن را به‌عنوان میزان پول به‌دست آمده در یک مدت مشخص زمانی تعریف می‌کنند؛ یعنی در زمان تبادل وظیفه، کار، محصول یا خدمتی جدید و یا به‌عنوان میزان پول پرداختی توسط مشتری به فروشنده برای استفاده از ارزش آن وظیفه، کار، محصول یا خدمت (لیپاک و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۷).

در یک تعریف کلی و سازگار با ادبیات امروز حوزه سازمان و مدیریت، می‌توان مدیریت را فرایند «خلق ارزش» و مدیریت راهبردی را فرایند «خلق ارزش پایدار» تعریف کرد (پورتر<sup>۷</sup>، ۱۹۸۵؛ بومن و آمبروسینی<sup>۸</sup>، ۲۰۰۰؛ لیپاک و همکاران، ۲۰۰۷). ارزش، مفهوم وسیعی است که مطلوب درک‌شده مشتری از ارائه محصول یا خدمت را نشان می‌دهد. مبلغی که مشتری بابت محصول یا خدمت حاضر به پرداخت است، متناسب با مطلوبیت درک‌شده اوست (لیپاک و همکاران، ۲۰۰۷؛ بومن و آمبروسینی، ۲۰۰۰). به عبارت دیگر، محصول یا خدمت، زمانی برای مشتری ارزش‌زا خواهد بود که از دیدگاه مشتری، منافع ناشی از دریافت آن از هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم آن بیشتر باشد. زنجیره ارزش، دامنه تمامی آن فعالیت‌هایی است که ارائه محصول یا خدمت را از مرحله ایده و مفهوم تا مراحل مختلف تولید، تحویل به مشتری نهایی و بازیافت در بر می‌گیرد (پورتر، ۱۹۸۵). ارزش‌آفرینی به‌معنای رویکردی است که یک سازمان در قبال همه ذی‌نفعان و به‌ویژه مشتریان خود در پیش می‌گیرد و در آن مشتری را محور همه فعالیت‌ها و فرایندهای خود قرار می‌دهد و از دیدگاه او سازمان را به نحوی مهندسی می‌کند که محصولات و خدماتی که ارائه می‌دهد نیازها و خواسته‌های مشتری را تأمین کند (کاپلینسکی<sup>۹</sup>، ۲۰۰۰؛ لیپاک و همکاران، ۲۰۰۷؛ برون<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۹).

ارزش‌آفرینی، هدفی متعالی در کسب‌وکار و به معنای رویکردی است که یک سازمان در قبال همه ذی‌نفعان و به ویژه مشتریان خود در پیش می‌گیرد و در آن مشتری را محور همه فعالیت‌ها و فرایندهای خود قرار می‌دهد. ارزش‌آفرینی رویکردی یکپارچه است که نشان می‌دهد سازمان چگونه می‌تواند در منظر ذی‌نفعان و به‌ویژه مشتریان، ارزش خلق کند. اگر سازمانی نتواند برای مشتریان خود ارزش‌آفرینی کند، به‌مرور از ذهن و زبان مشتریان، خارج و از صحنه بازار محو می‌شود. ارزش‌آفرینی برای مشتریان، با تقویت قابلیت‌های سازمانی و توانایی‌های فردی محقق می‌شود. این دو، از جنس نامشهودهایی است که هویت یک سازمان را تشکیل می‌دهد و حتی تقلیدپذیر نیست. ارزش‌آفرینی از جنس اثربخشی است. به بیان دیگر، اثربخشی، مقوله‌ای ارزش‌مدار است که از عدد و رقم فراتر می‌رود و به جهت حرکت سازمان مربوط می‌شود. ارزش‌آفرینی بیش‌تر به انجام کارهای درست برای مشتری مربوط می‌شود تا انجام درست کارها در سازمان (دیو اولریش و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۵؛ پرویز درگی، ۱۳۹۲؛ میشل هگارتلی<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۷).

ارزش در اقتصاد مفهومی مادی دارد؛ اما این واژه، به‌عنوان یک مفهوم مدیریتی در فضای کسب‌وکار محتوایی توأم از کیفیت و کمیت را در بر دارد که بسته به خواست و نظر مشتری، سازمان دارای سهمی شناور از آن است. در زمینه ارزش‌آفرینی باید به دو

1. Ittner and Larcker

۲. منفعت آن چیزی است که خدمت یا محصول برای مشتری به ارمغان می‌آورد.

3. Bowman and Ambrosini

4. Use Value

5. Exchange Value

6. Lepak et al

7. Porter

8. Bowman and Ambrosini

9. Kaplinsky

10. Brown

11. Dave Ulrich et al

12. Michael Hegarty

بُعد پایداری ارزش (ارزش آفرینی پایدار)<sup>۱</sup> و نیز استمرار در آن (ارزش آفرینی مستمر)<sup>۲</sup> توجه شود. در بعد پایداری ارزش به ایجاد ارزش‌هایی توجه می‌شود که به غنی‌سازی ارزش آفرینی یاری می‌رساند و به نوعی سرمایه‌گذاری ارزشی محسوب می‌شوند و در بحث ارزش آفرینی مستمر نیز به این موضوع توجه می‌شود که ارزش آفرینی، فرایندی بی‌انتهاست و باید همواره مورد برنامه‌ریزی و تجدید نظر قرار گیرد؛ چراکه از نظر مشتری، ارزش مفهومی ثابت و ایستا نیست و بنا به اقتضائات تغییر می‌یابد (همان). در ادامه، به سه مکانیسم اساسی که از طریق آن‌ها ارزش یا مجموعه‌ای از ارزش‌ها خلق می‌شوند، اشاره خواهیم کرد. این سه مکانیسم عبارت‌اند از: مکانیسم‌های اقتصادی، اجتماعی و ادراکی<sup>۳</sup>.

## ۲-۱-۱-۲-۱-۲ مکانیسم‌های اقتصادی در خلق ارزش (مجموعه‌ای از ارزش‌ها)

یکی از مکانیسم‌های اصلی شناخته‌شده و تئوریزه‌شده که در باب ارزش آفرینی مطرح گردیده است، مکانیسم‌های اقتصادی هستند. ادبیات نظام‌بخشی راهبرد و اقتصاد در این خصوص از غنای کافی برخوردار هستند و تمایل دارند که از بین سایر مکانیسم‌های خلق ارزش، این مکانیسم را به‌عنوان یک عامل اصلی مورد بررسی قرار دهند.

مطابق دیدگاه پایز، بکمن و هیلشر (۲۰۱۰)، این مکانیسم‌ها اصطلاحاً «بازی اصلی»<sup>۴</sup> واحد تجاری هستند که کسب و کارهای عملیاتی روزانه را در بر می‌گیرند؛ مثل تولید کالاها و خدمات، تحقیق و توسعه، نوآوری و مدیریت منابع کمیاب با دیدگاه اثربخشی (پایز و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰، ۲۶۹). مکانیسم‌های اقتصادی هم موجب ایجاد ارزش می‌شوند و هم اینکه در ایجاد مجموعه‌ای از ارزش‌ها نقش ایفا می‌کنند. این موضوع در مفهوم «تکنولوژی فشار»<sup>۶</sup> و «قانون سی»<sup>۷</sup> منعکس شده است؛ مفهومی که در آن عرضه، تقاضای خود را به وجود می‌آورد.

با تولید محصولات و خدمات جدید و در دسترس، شرکت‌ها ایده‌های افراد را در خصوص اینکه چه چیزی مطلوب و بااهمیت است، تغییر می‌دهند. نمونه‌هایی از قبیل رایانه شخصی، تلفن‌های سیار و دیگر وسایلی که امروزه تصور می‌کنیم زندگی بدون آن‌ها غیرممکن است، مثال‌های خوبی برای درک این واقعیت به شمار می‌آیند. این محصولات باعث تغییر مفهوم ما از ارزشمندی اشیاء شده‌اند و بدین طریق می‌توانیم قضاوت کنیم که آیا شیء خاصی برای ما باارزش است یا خیر. مکانیسم‌های اقتصادی منجر به تعدیل ارزش‌ها به معنی کلی‌تر می‌شوند. با ثروت‌سازی و فراهم کردن محصولات و خدمات جدید برای افراد، مکانیسم‌های اقتصادی، زندگی افراد را تغییر می‌دهند. آن‌ها قادرند که استانداردهای زندگی افراد را ارتقا داده و از این‌رو حس درک اینکه چه چیزی مطلوب و با اهمیت است را تغییر دهند. براساس دیدگاه سلسله مراتب نیازهای مازلو (۱۹۹۸)، مکانیسم‌های اقتصادی باعث می‌شوند که افراد از سطح نیاز به رضایتمندی فیزیولوژیکی و ایمنی به سطح نیاز به رضایتمندی تعلقات و وابستگی، عزت نفس و خودکفایی ارتقا یابند. از این‌رو، مکانیسم‌های اقتصادی منجر به ایجاد ارزش‌های جدید و تغییر در اهمیت نسبی ویژگی‌های این ارزش‌ها از طریق گسترش امکانات و رفاه افراد می‌شوند.

## ۲-۱-۲-۲-۱-۲ مکانیسم‌های اجتماعی در خلق ارزش (مجموعه‌ای از ارزش‌ها)

مارکسیست‌های سنتی بین نیروی کار فعال (مولد) و غیرفعال (غیر مولد) تمایز قائل شده‌اند و فرض آن‌ها بر این است که ارزش فقط از بُعد اقتصادی خلق می‌گردد. فعالیت‌هایی که هدفشان در جهت توزیع یا گردش ارزش قرار دارد به‌عنوان فعالیت‌های غیرفعال یا غیرمولد طبقه‌بندی شده و از این‌رو ارزشی خلق نمی‌کنند. هاروی (۲۰۰۵) معتقد است که این شیوه تمایز یعنی تمایز بین نیروی کار مولد و غیرمولد به اندازه‌ای که به نظر می‌رسد عقلانی و منطقی نیست (هاروی<sup>۸</sup>، ۲۰۰۵).

همانطور که امروزه بسیاری از شرکت‌ها نشان می‌دهند، در کنار مکانیسم‌های اقتصادی، مکانیسم‌های اجتماعی نیز می‌توانند ارزش آفرینی کنند. در بخش خدماتی شواهدی وجود دارد که تعامل اجتماعی اولویت اصلی است و باید آن را فراهم کرد. البته مکانیسم‌های اجتماعی در بخش صنعت نیز موجب ارزش آفرینی می‌شوند و ارزش آفرینی منحصر به بخش خدماتی نمی‌شود. برای مثال، می‌توان بررسی کرد که چرا افراد برای خرید مواد غذایی یا البسه خود فروشگاه‌های خاص را انتخاب می‌کند. دلیل آن ممکن است مرتبط با کیفیت محصولات باشد؛ لیکن بنا به دلایلی از جمله رفاقت و دوستی با کارکنان یا شاید مالک مغازه نیز افراد فروشگاه‌های خاصی را انتخاب می‌کنند. از این‌رو، مکانیسم‌های اجتماعی نیز به اندازه مکانیسم‌های اقتصادی در ارزش آفرینی نقش ایفا می‌کنند.

مکانیسم‌های اجتماعی نیز ارزش‌های جدید خلق می‌کنند. همانطور که مکانیسم‌های اقتصادی به‌عنوان مکانیسم اصلی در ارزش آفرینی در نظر گرفته می‌شوند، مکانیسم‌های اجتماعی نیز در ادبیات خود به‌عنوان مکانیسم اصلی ارزش آفرینی به حساب می‌آید.

1. Sustainable Value Creation  
2. Continuous Value Creation  
3. Economic, Social, and Cognitive Mechanisms  
4. Basic Game  
5. Pies et al  
6. Technology Push  
7. Say's Law  
8. Harvie

آیند. نقش مکانیسم‌های اجتماعی در خلق و اثرگذاری بر ارزش‌ها به‌طور گسترده‌ای در ابعاد سیاسی و معانی، شناسایی شده است. برای مثال، در مطالعات صورت‌گرفته برخی از عوامل اجتماعی بررسی شده‌اند: عامل مشروعیت (ساجمن<sup>۱</sup>، ۱۹۹۵؛ سادابی و گرین وود<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵)، عامل انگیزه‌های اجتماعی (استیونسون و گرین برگ<sup>۳</sup>، ۲۰۰۰)، عامل شهرت شرکت (راو<sup>۴</sup>، ۱۹۹۴) و عامل نام تجاری (ویل موت<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰). هریک از این مطالعات بر چگونگی نحوه تأثیر و استفاده از مکانیسم‌های اجتماعی برای تغییر تصورات افراد از تعریف مطلوب بودن و نبودن متمرکز شده است.

## ۲-۱-۳- مکانیسم‌های ادراکی برای خلق ارزش (مجموعه‌ای از ارزش‌ها)

سومین طبقه از مکانیسم‌هایی که منجر به خلق ارزش یا مجموعه‌ای از ارزش‌ها می‌شوند، مکانیسم‌های ادراکی است. در حالی که مکانیسم‌های اقتصادی بر همکاری و تولید و مکانیسم‌های اجتماعی بر برقراری ارتباط و متقاعدسازی متمرکز شده‌اند، مکانیسم‌های ادراکی بر تصورات افراد و تفاسیر افراد تمرکز دارد.

در ارتباط با موضوع ارزش‌آفرینی، مکانیسم‌های ادراکی، خلق ایده‌ها و اطلاعات جدید و پیش‌بینی رویدادهای آتی را در بر می‌گیرد. چنین ایده‌ها و تصوراتی ممکن است مکانیسم‌های اقتصادی جدیدی از ارزش‌آفرینی را برای تحقق مواردی از قبیل تأسیس واحدهای تجاری توسط کارآفرینان منجر شود (ویت<sup>۶</sup>، ۲۰۰۷). نقش مکانیسم‌های ادراکی تأکید بر اقتصاد اتریشی است که می‌گوید: قضاوت ذهنی<sup>۷</sup> افراد از منابعی است که مبانی ارزش‌آفرینی را تشکیل می‌دهد (نپروز<sup>۸</sup>، ۱۹۵۹؛ فوس و ایشیکاوا<sup>۹</sup>، ۲۰۰۷؛ کور و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۷). بدین ترتیب مکانیسم‌های ادراکی مکمل مکانیسم‌های اقتصادی و اجتماعی در ارزش‌آفرینی تلقی می‌شوند. هرچند که مکانیسم‌های ادراکی نیز می‌توانند بصورت نسبتاً مستقل از مکانیسم‌های اجتماعی و اقتصادی برای خود ارزش تولید کنند. این موضوع در صنایع خلاق و مبتنی بر اطلاعاتی رخ می‌دهد که مشتریان ایده‌ها و اطلاعات ارزشمند را بخردند. روزنامه‌نگاران و هنرمندان را می‌توان از جمله این صنایع تلقی کرد. شبیه مکانیسم‌های اجتماعی و اقتصادی، مکانیسم‌های ادراکی نیز باعث خلق ارزش می‌شوند؛ یعنی اینکه افراد می‌توانند ارزش‌های جدید و مفاهیم جدید از تعریف مطلوب بودن را درک کنند. افراد می‌توانند ارزش‌های سایر افراد را نیز برای خود تصویرسازی کنند. از طریق تصویرسازی اخلاقی، آن‌ها می‌توانند را خودشان در موقعیت سایر افراد مهم یا عامی که کنش‌های خود را می‌آزمایند، مجسم کنند (مید<sup>۱۱</sup>، ۱۹۶۷؛ هیجینز<sup>۱۲</sup>، ۱۹۸۷؛ اسمیت<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۶). در تفاوت‌های موجود بین مکانیسم‌های اجتماعی و مکانیسم‌های ادراکی باید گفت که در مکانیسم‌های ادراکی ارزش‌ها تصویرسازی می‌شوند؛ در حالی که در مکانیسم‌های اجتماعی ارزش‌ها نتیجه تعاملات اجتماعی هستند. مکانیسم‌های ادراکی را نیز می‌توان به‌صورت غیر مستقیم به‌کار برد. همانگونه که تحقیقات روانشناختی ادراکی نشان داده است، افراد از اکتشافات و تعصبات ارزش‌محور گوناگون در تصمیم‌سازی‌های خود بهره می‌برند (کاهنمن و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۱۹۸۲؛ گیلوویچ و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۲). شرکت‌ها از مکانیسم‌های ادراکی در بازاریابی و راهبردهای فروش خود به منظور تأثیر بر نحوه چگونگی ارزیابی افراد از محصولات خود بهره می‌برند.

## ۲-۲- ارزش‌آفرینی و کسب (تسخیر) ارزش

ارزش‌آفرینی یا خلق ارزش هدف اولیه هر واحد تجاری است. ارزش خلق‌شده برای مشتریان به فروش محصولات و خدمات کمک می‌کند؛ در حالی که ارزش‌آفرینی برای سهام‌داران در قالب افزایش قیمت سهام، موجب اطمینان از استمرار سرمایه‌گذاری منابع خواهد شد. دو موضوع ارزش‌آفرینی و کسب ارزش<sup>۱۶</sup> به‌طور فزاینده‌ای در بحث‌ها و متون منتشرشده مدیریت راهبردی رواج یافته است. با خلق ارزش می‌توان ارزش واحد تجاری را بالا برد و لذا به مشتریان و ارباب رجوع شرکت نیز ارزش بهتری ارائه خواهد شد. خلق ارزش، منفعتی است که مشتری درک یا جذب می‌کند (رامو و سونیتا<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۶). این تعریف با تعریفی که در اقتصاد خرد از مطلوبیت خدمات به مشتریان ارائه شده است، هماهنگ است. هدف از بررسی مطلوبیت ارائه خدمات به مشتریان این است

1. Suchman
2. Suddaby and Greenwood
3. Stevenson and Greenberg
4. Rao
5. Willmott
6. Witt
7. Subjective Judgment
8. Penrose
9. Foss and Ishikawa
10. Kor et al
11. Mead
12. Higgins
13. Smith
14. Kahneman et al
15. Gilovich et al
16. Value Capture
17. Ramu and sunitha



که ببینیم آیا افزایش کیفیت زندگی مشتری نهایی و افزایش در بهره‌های شرکت حاصل شده است یا خیر. در صورتی که محصول یا خدمتی از چنین هدفی بازمانده باشد، واضح است که اجازه ورود به بازار را نخواهد داشت. هدف از تصمیم‌گیری راهبردی تحقق سودهای پایدار است. برای تحقق این هدف، مدیران باید روش‌هایی را برای خلق و تسخیر ارزش ارائه دهند. اولین گام اساسی در ایجاد سود، شناسایی روش‌های ارزش آفرینی (خلق ارزش) است. حداقل چهار روش وجود دارد که مدیریت می‌تواند ارزش را افزایش دهد (همان):

۱. مدیران می‌توانند به کاهش هزینه‌های محصول یا هزینه تولیدکننده اقدام کنند.
  ۲. مدیران می‌توانند سیاست‌هایی را برای کاهش هزینه‌های مصرف‌کننده اجرا کنند.
  ۳. مدیران می‌توانند راهبردهایی را به کار گیرند که تقاضا افزایش یابد. تقاضا می‌تواند از طریق افزایش کیفیت دریافت‌شده، کاهش قیمت محصولات یا افزایش قیمت محصولات جایگزین افزایش یابد.
  ۴. مدیران می‌توانند محصولات جدید یا خدمات نوینی را اختراع یا تولید کنند.
- خلق ارزش، اولین گام ضروری در سودآوری است. خلق ارزش برای کسب ارزش نیز ضروری است (همان). امکان دارد شرکتی هزینه تولید محصولات یا هزینه معامله را کاهش یا میزان تقاضا برای محصولات خود را افزایش دهد؛ لیکن اگر سایر شرکت‌ها این تغییرات رخ داده را تقلید کنند و بسیار سریع به بازار راه پیدا کنند، رقابت به وجود آمده سودها را حذف خواهد کرد. پتانسیل واحدهای تجاری برای تسخیر ارزش از طریق قدرت بازار<sup>۱</sup> افزایش می‌یابد. گاهی اوقات نیز ممکن است تسخیر ارزش بدون قدرت بازار نیز انجام شود و این موضوع در صورتی امکان پذیر است که واحد تجاری عوامل ممتاز و ویژه‌ای برای تولید محصول داشته باشد که اجازه دهد شرکت رقابتی‌تر و خلاق‌تر عمل کند (همان).
- در ادبیات مدیریت راهبردی، محققان بین دو واژه خلق ارزش و کسب ارزش تمایز قائل هستند. آن‌ها معتقدند که سازمان‌ها ممکن است ارزش جدیدی را که خلق کرده‌اند از دست بدهند یا اینکه این ارزش را بین سایر ذی‌نفعان (مانند کارمندان، رقبا یا جامعه) تسهیم کنند (کوف<sup>۲</sup>، ۱۹۹۹؛ مکادوک و کوف<sup>۳</sup>، ۲۰۰۲).

مفاهیم ارزش مصرفی<sup>۴</sup> و ارزش مبادله‌ای<sup>۵</sup> را بومن و آمبروسینی<sup>۶</sup> (۲۰۰۰) مطرح کردند. آن‌ها معتقد بودند در صورتیکه ارزش مبادله‌ای بیشتر از ارزش مصرفی باشد، خلق ارزش رخ خواهد داد. هریک از ذی‌نفعان سعی در تسخیر ارزش ایجاد شده دارند. در صورتی که عکس این حالت رخ بدهد، یعنی ارزش مصرفی بیشتر از ارزش مبادله‌ای گردد، هیچ انگیزه‌ای برای تولید محصول رخ نخواهد داد و به این حالت اصطلاحاً افت ارزش<sup>۷</sup> گفته می‌شود. برای درک مفهوم کسب ارزش، از دو مفهوم رقابت<sup>۸</sup> و مکانیسم مجزاسازی<sup>۹</sup> بهره می‌بریم. در واقع، وجود این دو مفهوم علت وجودی کسب ارزش را تشریح می‌کنند. چنانچه ارزش مبادله‌ای کالایی بیشتر از ارزش مصرفی آن باشد، منجر به ارزش‌آفرینی خواهد شد. تا زمانی که هیچ رقیبی وجود نداشته باشد تمام ارزش خلق شده از آن مشتری یا هر کاربر هدف خاصی خواهد بود. اما طولی نمی‌کشد که ارزش خلق شده، سایر رقبا را تحریک کرده تا بتوانند از شیوه ارزش خلق شده بهره برده و به تسخیر ارزش اقدام کنند. پس با ورود یک رقیب به بازار، ارزش مبادله‌ای کالا کاهش یافته و عملاً میزان ارزش خلق شده کاسته خواهد شد. به عبارت دیگر، بخشی از این ارزش را رقیب دیگر ضبط یا تسخیر کرده است. مکانیسم مجزاسازی، دانش، موانع قانونی یا فیزیکی هستند که از جذب و کسب ارزش خلق شده یک وظیفه جدید، محصول جدید یا خدمات جدید توسط رقیب ممانعت به عمل می‌آورند. مکانیسم مجزاسازی در محدود کردن افت ارزش نقش اساسی ایفا می‌کند؛ لذا نقش اساسی در توانمندسازی منابعی که موجب خلق ارزش می‌شوند، داشته و سعی در تسخیر یا ضبط اکثریت ارزش خلق شده دارد. وجود این مکانیسم، پتانسیل قدرت سودآوری<sup>۱۰</sup> خالق ارزش را برای حفظ و بقای ارزش افزایش می‌دهد (لیپیک و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۷).

### ۳- گزارشگری یکپارچه

امروزه، محیط کسب و کار تغییرات قابل توجهی داشته و نسبت به گذشته پیچیده‌تر شده است، این در حالی است که گزارشگری مالی به دلیل وجود برخی از محدودیت‌ها و موانع مانند غیاب اطلاعات غیرمالی (از جمله اطلاعات اجتماعی، حوزه سلامت، انتشار کربن و حقوق کارگری) افق کوتاه‌مدت، پیچیدگی و فقدان انسجام توانایی رویارویی با این تغییرات را ندارد (حاجی و غزالی<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۳؛ سیلوستری ولتری، ونچلری و تپروزی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷؛ سیلوستری ولتری، ۲۰۱۹). اکثر گزارش‌های مالی چالش‌ها و

1. Market Power  
2. Coff  
3. Makadok and Coff  
4. Use Value  
5. Exchange Value  
6. Bowman and Ambrosini  
7. Value Slippage  
8. Competition  
9. Isolating Mechanism  
10. Bargaining power  
11. Lepeak et al  
12. Haji and Ghazali

فرصت‌های بلندمدتی که شرکت‌ها با آنها روبه‌رو هستند را در برنگرفته و توضیحات کافی در خصوص راهبردها، اهداف نهایی، مدل کسب و کار، تجزیه و تحلیل‌های زیر بنایی و اصلی، مدیریت ریسک و غیره را به صورت جز به جز ارائه نمی‌کنند (دیلینگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). برای غلبه بر این محدودیت‌ها، در سال‌های اخیر گزارشگری یکپارچه به عنوان یک رویکرد نوظهور در حوزه گزارشگری شرکتی توجه بسیاری را به خود جلب نموده است (کامودکا، آلمیسی و ساگلیاچی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸). گزارشگری یکپارچه می‌تواند با بهبود بخشیدن به کیفیت اطلاعات ارائه شده و همچنین افزایش پاسخگویی و مباشرت ذی‌نفعان، پاسخ مناسبی به تقاضای آن‌ها ارائه نماید (حاجی و حسین، ۲۰۱۶). گزارشگری یکپارچه موجب تخصیص مناسب منابع شده و فرآیند تصمیم‌گیری راتسهیل می‌کند (فرایز-آسیتونو، رودریگز-ریزا و گارشیا-سانچز<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳)؛ به عبارت دیگر شیوه‌ای از گزارشگری شرکتی منسجم‌تر، موجز و کارآمدتری را ارائه می‌کند که چگونگی خلق ارزش سازمان در یک بازه زمانی را نمایش می‌دهد (شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، ۲۰۱۳). گزارشگری یکپارچه را می‌توان مستندی بر حرکت رو به رشد و بهبود گزارشگری شرکتی قلمداد کرد (پیسوتنی، سنگینی و باوا گنلی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸).

چون گزارشگری یکپارچه رویه‌ای جدید در گزارشگری مالی است، لذا پژوهش‌ها در این حوزه محدود بوده اما از روند رو به رشد مناسبی برخوردار است و برخی از پژوهشگران نیز بر نیاز به انجام پژوهش‌های تجربی بیشتر با موضوع به‌کارگیری و اثرات استفاده از این شیوه گزارشگری تأکید نموده‌اند (وال، چریفزاده و دیفنباخ<sup>۶</sup>، ۲۰۲۰؛ دی ویلیرز، ووتر و سایو، ۲۰۱۷؛ دومای، برناردی و گوتیه، ۲۰۱۶؛ حامد، عمر دراز و لای، ۲۰۲۰). به همین منظور، پژوهشگران سطح پذیرش گزارشگری یکپارچه را در کشورها یا منابع مختلف ارزیابی نموده‌اند (دیلویت<sup>۷</sup>، ۲۰۱۵؛ احمد حاجی، آیفوز<sup>۸</sup>، ۲۰۱۶؛ حسن، آدیکاریپاراجول، فلتچر و الامر<sup>۹</sup>، ۲۰۱۹؛ هرات، کوری و گوناراتنی<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۹؛ اشتن ودولر<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۵؛ کلیک و کوزی<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۸)، که از شاخص‌های مختلف و یا چک لیست چارچوب بین‌المللی گزارشگری یکپارچه برای این ارزیابی‌ها بارها استفاده شده است (کوری، سناراتنی، گوناراتنی، هرات و سامودراج<sup>۱۳</sup>، ۲۰۲۰). یافته‌های این بررسی‌ها نتایج متفاوتی را گزارش کرده‌اند. دیلویت (۲۰۱۵) چنین گزارش کرده است که تعداد شرکت‌هایی که از عناصر محتوایی چارچوب بین‌المللی گزارشگری یکپارچه استفاده کرده‌اند رو به افزایش بوده و شکل گزارشگری یکپارچه این شرکت‌ها در حال تکمیل شدن است. احمد حاجی و آیفوز (۲۰۱۶) و هرات و همکاران (۲۰۱۹) به روند افزایش رویه‌های گزارشگری یکپارچه در آفریقای جنوبی و سریلانکا اذعان کرده‌اند. لیکن، در هر دو مطالعه صورت گرفته بر نگرانی‌های مرتبط با محتوا و کیفیت گزارشگری یکپارچه تأکید دارند (کوری و همکاران، ۲۰۲۰). در مقابل، آیکاریپاراجول و همکاران (۲۰۱۹) به سطح بالاتری از پذیرش چارچوب بین‌المللی گزارشگری یکپارچه در موسسات آموزش عالی بریتانیا اشاره کرده‌اند. بنابراین، بررسی عمیق در این پژوهش‌ها نشان می‌دهد که بررسی‌های بیشتر در خصوص سطح پذیرش گزارشگری یکپارچه لازم و ضروری بوده و باید بر چگونگی تأثیر این شیوه گزارشگری بر ذی‌نفعان نیز پژوهش‌های بیشتری صورت گیرد (کوری و همکاران، ۲۰۲۰).

گزارشگری یکپارچه رویه جدید و نوآور در رویه‌های گزارشگری شرکتی حال حاضر محسوب می‌شود (کاکلیو، ملونی و برگو<sup>۱۴</sup>، ۲۰۲۰؛ نیکولو، زانلاتو و تیرون-تودور<sup>۱۵</sup>، ۲۰۲۰)، چون این شیوه گزارشگری عناصر مهم اطلاعات که به صورت جداگانه در رویه‌های فعلی گزارش می‌شوند را در یک شکل منسجم در کنار هم قرار داده و توصیف‌کننده چگونگی توانایی ارزش‌آفرین بودن سازمان در بازه زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت است (شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، ۲۰۱۱؛ تللی، بن-اوتمن، و حسینی<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۹). به‌طور کلی، گزارشگری یکپارچه بر ارائه یک مدل گزارشگری شرکتی جامع تأکید دارد (کامودکا، آلمیسی، ساگلیانچی و تودور<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۸؛ دیکاتور، گریو، فیورانی و پاسیولو<sup>۱۸</sup>، ۲۰۲۰) که ارتباط درونی بین راهبردهای شرکت، عملکرد شرکت و موضوعات اجتماعی، زیست‌محیطی و اقتصادی را به تصویر می‌کشد (کوری و همکاران، ۲۰۲۰). از این‌رو، از جریان گزارشگری یکپارچه مزایای متعددی مورد انتظار بوده که می‌توان آن‌ها را در سه طبقه مزایای داخلی، مزایای بازار خارجی و مدیریت ریسک قانون‌گذاری دسته‌بندی کرد (الکز و سالتزن<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۱). چارچوب بین‌المللی گزارشگری یکپارچه برای برقراری تعادل مطلوب بین انعطاف‌پذیری و تجویز اصول گزارشگری خود از رویکرد مبتنی بر اصول پیروی کرده است. طبق این رویکرد، طیف وسیعی از

1. Silvestri, Veltri, Venturelli and Petruzzelli
2. Dilling
3. Camodeca, Almici and Sagliaschi
4. Frias-Aceituno, Rodriguez-Ariza and Garcia-Sanchez
5. Pistoni, Songini and Bavagnoli
6. Wahl, Charifzadeh and Diefenbach
7. Deloitte
8. Ahmed Haji and Anifowose
9. Hassan, Adhikariparajuli, Fletcher and Elamer
10. Herath, Cooray and Gunarathne
11. Stent and Dowler
12. Kılıç and Kuzey
13. Cooray, Senaratne, Gunarathne, Herath and Samudrage
14. Caglio, Melloni and Perego
15. Nicolò, Zanellato and Tiron-Tudor
16. Tlili, Ben-Othman and Hussainey
17. Camodeca, Almici, Sagliaschi and Tudor
18. Dicorato, Di Gerio, Fiorani and Paciullo
19. Eccles and Saltzman

متغیرها در شرایط خاص سازمان‌های مختلف شناسایی گردیده تا میزان رضایت‌بخشی از قابلیت مقایسه سازمان‌ها تحقق یافته و نیازهای مرتبط با اطلاعات مربوط نیز تأمین گردد (شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، ۲۰۱۳).  
در بسیاری از کشورها، تغییر دیدگاه گزارشگری و حرکت به سمت گزارشگری یکپارچه تقریباً به یک مدل واقعی تبدیل شده و اکثر شرکت‌های بزرگ دنیا نیز سعی در یکپارچه‌سازی اطلاعات مالی و غیرمالی خود در گزارش‌های سالانه دارند (کی پی ام جی، ۲۰۱۷). طبق پایگاه داده شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، بیش از ۱۶۰۰ سازمان در بیش از ۷۰ کشور با هدف پشتیبانی از راهبردها و فرآیند گزارشگری از چارچوب بین‌المللی گزارشگری یکپارچه پیروی می‌کنند (شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، ۲۰۱۹)؛ از این‌رو، این موضوع را می‌توان گامی معنادار در یک حرکت پر شتاب به سمت پذیرش گزارشگری یکپارچه توصیف کرد (حامد، عمر دراز و لای، ۲۰۲۰).

امروزه گزارشگری یکپارچه توجه بسیاری از دانشگاهیان و متخصصین حوزه گزارشگری را به عنوان تکاملی برای شیوه گزارشگری شرکتی (ولت و استاوینگا، ۲۰۱۷) و بحث در مورد سطح پذیرش گزارشگری یکپارچه و مزایای آن و عوامل تعیین‌کننده‌ای که نیازهای ذی‌نفعان را مرتفع می‌سازد، به خود جلب نموده است (حامد، عمر دراز و لای، ۲۰۲۰). تاکنون، پذیرش گزارشگری یکپارچه در تمامی کشورهای دنیا به استثنای کشورهای آفریقای جنوبی و برزیل به عنوان یک رویه داوطلبانه مورد عمل قرار گرفته است. با این حال، در کشورها و سازمان‌های خاصی پذیرش جهانی نیز داشته است. برای مثال، طبق بررسی‌های کی پی ام جی (۲۰۱۷)، تعداد شرکت‌هایی که چارچوب گزارشگری یکپارچه را پذیرفته‌اند و گزارش‌های خود را به صورت کاملاً یکپارچه ارائه نموده‌اند در برخی از کشورهای دنیا از سال ۲۰۱۵ تا سال ۲۰۱۷ افزایش داشته است. در ژاپن، تعداد شرکت‌هایی که در سال ۲۰۱۵ گزارش‌های خود را به صورت کاملاً یکپارچه ارائه نموده‌اند ۲۱ شرکت بوده و این تعداد در سال ۲۰۱۷ به تعداد ۴۲ شرکت افزایش یافته است. در برزیل، این تعداد افزایش به ۱۶ شرکت و در کره جنوبی به ۷ شرکت رسیده است. در کشور مالزی نیز از ۲ شرکت در سال ۲۰۱۵ به ۱۱ شرکت در سال ۲۰۱۷ افزایش در گزارشگری کاملاً یکپارچه را می‌توان مشاهده نمود.

برخی از پژوهش‌های انجام شده به مزیت‌ها و منافعی که از گزارشگری یکپارچه حاصل می‌شوند، پرداخته‌اند؛ برای مثال، گزارشگری یکپارچه کیفیت اطلاعات را از طریق برقراری ارتباط بین بخش‌های مجزای اطلاعات پایداری و مالی افزایش می‌دهد (بابوکاردوس و ریمل، ۲۰۱۶). همچنین، در شرکت‌هایی که با محیط اطلاعاتی و عملیات پیچیده روبه‌رو هستند، این شیوه گزارشگری هزینه‌های پردازش اطلاعات را کاهش می‌دهد (لی و یو، ۲۰۱۶). علاوه بر این، این شیوه گزارشگری می‌تواند بسیاری از سازمان‌ها را در کاهش مسئولیت‌های سنگین گزارشگری و عدم تقارن اطلاعاتی یاری رساند (شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، ۲۰۱۳). بررسی‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که رویه داوطلبانه را در به‌کارگیری گزارشگری یکپارچه اقتباس کرده‌اند از کیفیت سود بالاتری برخوردار هستند (آینگ، احمد و میگالانی، ۲۰۲۰) و کیفیت سود هر سهم آنها نیز افزایش داشته است (کورتسی و ونا، ۲۰۱۹). طبق بررسی‌هایی که ونا، سیاسی و کورتسی<sup>۷</sup> (۲۰۱۹) انجام داده‌اند، پذیرش گزارشگری یکپارچه با ارائه اطلاعات لازم برای بازارهای سرمایه و پذیرش ساختارهای استاندارد در بازه زمانی کوتاه‌مدت نقش بسیار مهمی را در حداقل‌سازی ریسک مقررات دارد (پاولوپولوس، مگنیز و ایاتریدیس، ۲۰۱۷).

اخیراً نیز رویه‌های افشای گزارشگری یکپارچه و الزامات آن به بخش مهمی از پژوهش‌ها تبدیل شده است. برخی از پژوهش‌ها (حاجی و غزالی، ۲۰۱۳؛ لی و لئو، ۲۰۱۶؛ پیستونی و همکاران، ۲۰۱۸؛ ریورا-آروبالا، زوریو-گریما و گارشیا-نباثو، ۲۰۱۷) به دنبال پاسخی برای این سؤال هستند که چگونه سطح افشای داوطلبانه گزارشگری یکپارچه را باید اندازه‌گیری یا ارزیابی نمود. آن‌ها معتقدند همانطور که برای ارزیابی سطح هموارسازی سود نیاز به ابزار ارزیابی وجود دارد، برای ارزیابی و اندازه‌گیری سطح افشای داوطلبانه گزارشگری یکپارچه نیز باید از ابزار مناسب استفاده کرد. برخی از پژوهش‌های انجام شده سعی نموده‌اند تا با بهره‌مندی از آیین‌نامه پادشاهی آفریقای جنوبی و چارچوب شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه چک لیست یا شاخص‌هایی را برای اندازه‌گیری و ارزیابی کیفیت افشا گزارشگری یکپارچه ارائه نمایند (حامد، عمر دراز و لای، ۲۰۲۰). در منطقه آسیای جنوب شرقی، گزارشگری یکپارچه هنوز در مراحل اولیه خود بسر می‌برد. با این حال، برخی از کشورها از قبیل مالزی، اندونزی و سنگاپور تلاش‌های ارزنده‌ای را برای پذیرش گزارشگری یکپارچه انجام داده‌اند. این کشورها تقریباً شیوه گزارشگری یکپارچه را بعد از انتشار چارچوب گزارشگری شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه شروع کرده‌اند (عبداله، حسین، صلاح و الرازی، ۲۰۱۸؛ دراگو و تیرون-تودور<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۳؛ ستیاون<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۶).

1. Hamad, Umar Draz and Lai
2. Velte & Stawinoga
3. Baboukardos and Rimmel
4. Lee and Yeo
5. Obeng, Ahmed and Miglani
6. Cortesi and Vena
7. Vena, Sciascia and Cortesi
8. Pavlopoulos, Magnis and Iatridis
9. Rivera-Arrubla, Zorio-Grima and Garcia-Benau
10. Abdullah, Husin, Salleh and Alrazi
11. Dragu and Tiron-Tudor
12. Setiawan

همانگونه که ملاحظه می‌شود شیوه گزارشگری یکپارچه مورد توجه بسیاری از کشورهای جهان واقع شده و این روند هر ساله رو به افزایش است. همین موضوع می‌تواند اهمیت مطالعه گزارشگری یکپارچه و مفاهیم مرتبط با آن را دو چندان کند. پژوهش‌های زیادی پیرامون گزارشگری یکپارچه و تأثیرگذاری یا تأثیرپذیری آن‌ها از عوامل مختلف مورد توجه پژوهشگران واقع شده است. برخی از پژوهش‌ها اثر ویژگی‌های شرکت مانند اندازه شرکت، سودآوری و صنعت را به عنوان شاخص‌های کیفیت گزارشگری یکپارچه مورد بررسی قرار داده‌اند. به عنوان مثال، فرایز-آسیتینو، رودریگز-آریزا و گارشیا-سانچز<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) تأیید کردند که اندازه شرکت و سودآوری اثر مثبتی بر انتشار گزارشگری یکپارچه دارد، این در حالی است که برای شاخص‌های صنعت و فرصت‌های رشد اثر قابل توجهی یافت نشد. هم چنین، بررسی‌های ایردل<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) نشان داد که بین سودآوری شرکت و گزارشگری یکپارچه رابطه مثبت وجود داشته و این رابطه برای شاخص اهرم به‌دست نیامد. در مالزی، جمال و قانی<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) تأکید نمودند که اندازه شرکت نقش مهمی در زمینه رویه‌های گزارشگری یکپارچه بازی می‌کند. نتایج قانی، جمال، پوسپیتاساری و گوناردی<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) نیز نشان داد که در شرکت‌های ساختمانی مالزی، اندازه شرکت و اندازه حسابرسی شرکت اثر مثبتی بر افشای گزارشگری یکپارچه دارند. واز، فرناندرز-فیجو و رویز<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) اثر برخی از ویژگی‌های شرکت را بر پذیرش گزارشگری یکپارچه به صورت تجربی آزمون نموده و هیچ اثری از اندازه شرکت، صنعت و افشای پایداری بر گزارشگری یکپارچه دریافت نکردند. گزارشگری یکپارچه، افشای اطلاعات راهبردی و مدل کسب و کار شرکت‌ها را الزامی کرده است (دی ویلیرز، لو و سامکین<sup>۶</sup>، ۲۰۱۴)، بنابراین، استفاده از گزارشگری یکپارچه می‌تواند پاسخی برای بهبود افشای اطلاعات راهبردی و مدل کسب و کار بوده و محیط اطلاعاتی را برای استفاده سرمایه‌گذاران ارتقا دهد (سوخاری و دی ویلیرز<sup>۷</sup>، ۲۰۱۹).

در اکتبر سال ۲۰۱۸، شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه پیشرفت قابل توجهی در مسیر راهبردی خود ایجاد کرد و از مرحله شکاف<sup>۸</sup> به مرحله شتاب (جهش) آنی<sup>۹</sup> تغییر مسیر داد. در واقع، شورا برای ملحق شدن به بازارهای جهانی و کسب موافقت تدوین-کنندگان مقررات تا سال ۲۰۲۱ یعنی زمانی که مرحله گذار را پشت سر گذاشته و به مرحله پذیرش جهانی برسد، برنامه‌ریزی‌های جامعی تدارک دیده است. (شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، ۲۰۱۹). شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه در بیانیه خود (۲۰۱۳) اعلام کرده بود که شرکت‌ها با چالش‌هایی از جمله تعریف مدل کسب و کار و رابطه آن با راهبرد واحدهای تجاری روبه‌رو هستند. تاکنون پژوهش‌ها و مطالعات تجربی مختلفی (دوما، برناردی، گوتیه و لاتوره<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۷؛ پرگو، کندی و وایتمن<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۶؛ دی ویلیرز و همکاران، ۲۰۱۴؛ دی ویلیرز، ووتر و سیائو<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۷؛ دی ویلیرز، سیائو و مارون<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۷) به موضوع گزارشگری یکپارچه پرداخته‌اند. به زعم دی ویلیرز و همکاران (۲۰۱۴) اگرچه شرکت‌های بریتانیایی، اسپانیایی، استرالیایی، ژاپنی، سنگاپوری و نیوزیلندی اهداف راهبردی خود را افشا می‌کنند، لیکن فقط ۴۰ درصد جزئیات مربوط به چگونگی دست یافتن به اهداف راهبردی را توضیح داده و حداقل جزئیات را درباره مدل کسب و کار افشا کرده‌اند و یا اینکه چگونه راهبرد شرکت را با مدل‌های کسب و کار پیوند داده و چگونه منابع خود را برای رسیدن به اهداف بیان شده تخصیص داده‌اند، توضیحات کاملی را ارائه ننموده‌اند. دوما و همکاران (۲۰۱۷) نشان دادند که از ۵۶ مقاله چاپ شده بین سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۵، فقط هشت مقاله مبتنی بر داده‌های کشور آفریقای جنوبی بوده است (دوما و همکاران، ۲۰۱۷).

پژوهش‌های قبلی بر ظرفیت افشای مدل کسب و کار و بهبود گزارشگری شرکتی پرداخته‌اند (نیلسن، فاکس و روزلندر<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۵) و موضوع افشای راهبردها، اهداف راهبردی، راهبردهای واقعی یا عینی، پیاده‌سازی طرح‌ها، اثرات بر سرمایه و ذی‌نفعان را مورد بررسی قرار داده‌اند (مارکس و محمد علی حاجی<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۴؛ پادیا و یاسین<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۱؛ استن و داولر<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۵). این پژوهش‌های تجربی دریافتند که تنها ۶ درصد از شرکت‌ها افشای کاملی از راهبردها در سال ۲۰۰۵ ارائه داده و این در حالی است که در سال ۲۰۱۳ فقط ۳۰ درصد از شرکت‌ها اهداف راهبردی و چگونگی دست یافتن به این اهداف را افشا نموده بودند (مارکس و محمد علی حاجی<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۴؛ پادیا و یاسین، ۲۰۱۱ و ۲۰۱۵). این پژوهش‌ها بر کمیت افشای راهبردها تأکید داشته‌اند لیکن اهداف راهبری واقعی، مدل کسب و کار یا ارتباط بین مدل کسب و کار و راهبردها را بررسی نکرده‌اند (سوخاری و دی ویلیرز، ۲۰۱۹).

1. Frias-Aceituno, Rodriguez-Ariza and Garcia-Sanchez
2. Iredele
3. Jamal and Ghani
4. Ghani, Jamal, Puspitasari and Gunardi
5. Vaz, Fernandez-Feijoo and Ruiz
6. De Villiers, Low and Samkin
7. Sukhari and De Villiers
8. Breakthrough Phase
9. Mementium Phase
10. Dumay, Bernardi, Guthrie and La Torre
11. Perego, Kennedy and Whiteman
12. De Villiers, Venter and Hsiao
13. De Villiers, Hsiao and Maroun
14. Nielsen, Fox and Roslender
15. Marx and Mohammadali-Haji
16. Padia and Yaseen
17. Stent and Dowler

#### ۴- نقش مدل کسب‌وکار در گزارشگری یکپارچه

به نظر می‌رسد طی دهه گذشته، اطلاعاتی که شرکت‌های جهانی عضو بورس‌های اوراق منتشر می‌کنند، به شدت افزایش یافته است. با این حال، شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه این نوع از گزارشگری را نقد کرده و معتقد است که اطلاعات ارائه شده باید گویای وجود ارتباطات صریح و روشن بین عناصر گزارشگری باشد و درهم‌ریختگی‌ها نیز باید حذف شوند (شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، ۲۰۱۱). قصد شورا این بود که با همکاری شبکه‌ای از شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران و افراد تحصیل کرده دانشگاهی، چارچوبی را برای گزارشگری یکپارچه تنظیم کند تا نیازهای ذی‌نفعان قرن ۲۱ فراهم شود و عدم تقارن اطلاعاتی نیز کاهش یابد. چون الزامات گزارشگری اکثر کشورها بر مبنای گزارشگری داوطلبانه قرار گرفته است، توسعه و بهبود گزارشگری یکپارچه نیز فرایندی مستمر و زمان‌بر خواهد بود. آفریقای جنوبی رهبر و سردمدار گزارشگری یکپارچه و اولین کشوری است که الزامات اجباری گزارش‌های یکپارچه را برای شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار اجرایی کرد. اهداف گزارشگری یکپارچه ایجاد اطلاعات درباره راهبری، حاکمیت و عملکرد واحدهای تجاری بوده و به دنبال آن است که مشخص نماید چگونه شرکت به ارزش-آفرینی‌های اقتصادی، اجتماعی و محیطی اقدام می‌کند (شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، ۲۰۱۱). مطابق با شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه (۲۰۱۱)، گزارشگری یکپارچه باید منبع اولیه و اصلی ارتباط با سهام‌داران و همچنین ذی‌نفعان باشد. از این‌رو، سایر گزارش‌ها تقریباً ارزشی ندارند؛ به طوری که ادعا می‌شود این گزارش جایگزین مناسبی برای تمامی گزارش‌هاست. بر اساس تعاریف صورت گرفته از گزارشگری یکپارچه که موجب رشد و توسعه آن نیز شده است، این مفهوم بیانی جامع و یکپارچه از عملکرد شرکت بر حسب بُعد پایداری و بُعد مالی است (انجمن مدیران عامل آفریقای جنوبی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹). طبق شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، هدف گزارشگری یکپارچه حمایت از ارزش آفرینی و حفظ ارزش پایدار در شرکت است.

تعریف شورا از واژه مدل کسب‌وکار در چارچوبی که ارائه داده چنین این است: مدل کسب‌وکار سازمان سیستمی از تبدیل ورودی‌ها از طریق فعالیت‌های کسب‌وکار آن به خروجی‌ها و دستاوردهایی است که به تکمیل اهداف راهبردی سازمانی و ارزش-آفرینی طی بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت کمک می‌کند (شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، ۲۰۱۳). چارچوب شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، مدل کسب‌وکار شرکت را ماهیت و اساس سازمانی می‌داند که فرایند ارزش آفرینی شش نوع سرمایه مختلف به کار گرفته شده (مالی، تولیدی، فکری، طبیعی، انسانی، اجتماعی، ارتباطی) را منعکس می‌کند. خروجی این شش نوع سرمایه از طریق فعالیت‌های کسب‌وکار واحد تجاری به خروجی‌ها (مثل تولیدات، خدمات، ضایعات) تبدیل شده که در نهایت اثرات آن‌ها به صورت دستاوردهای ناشی از سرمایه‌های به کار گرفته شده مشخص می‌شود. این چارچوب چهار جزء اصلی را برای الگوی کسب‌وکار تعیین کرده است: ورودی‌ها، فعالیت‌های کسب‌وکار، خروجی‌ها و دستاوردها. مطابق شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه (۲۰۱۳) تفاوت بین خروجی‌ها و دستاوردها، ویژگی‌های خاص توصیف مدل کسب‌وکار است. به عنوان مثال، خروجی‌ها بر تولیدات و خدمات اصلی و کلیدی یک سازمان اشاره دارد. تعامل اجزای مدل کسب‌وکار باید ارزش آفرینی را به همراه داشته باشد. تمامی کسب‌وکارها به یک یا چند منبع وابسته هستند که ورودی‌های مدل کسب‌وکار سازمان را شکل می‌دهند. گزارش‌های یکپارچه باید به ورودی‌های مهمی توجه داشته باشند که برای مدل کسب‌وکار حائز اهمیت بوده و در ارزش آفرینی طی بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت مؤثر هستند (شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، ۲۰۱۳).

چارچوب بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، الگو و فعالیت‌های کسب‌وکار واحد تجاری را مشخص و روشن می‌سازد که شامل: برنامه‌ریزی، طراحی و تولید محصولات یا مبادله دانش در ارائه خدمات می‌شود. علاوه بر این، مدل کسب‌وکار توضیح می‌دهد که یک شرکت چگونه از طریق فعالیت‌های کسب‌وکار، خود را در بازار متفاوت می‌سازد، چگونه نیاز به نوآوری‌های خود را مدیریت می‌کند و چگونه برای مدیریت هر نوع تغییر در بازار، الگوی کسب‌وکار جدید طراحی می‌شود. چارچوب مدل کسب‌وکار به توانمندسازی ارتباطات دقیق و روشن از ارزش آفرینی کمک می‌کند. گزارش یکپارچه باید سرمایه‌گذاران را در ارزیابی چگونگی ترکیب شش نوع سرمایه مختلف به کار گرفته شده توسط سازمان و ارزش خلق شده یاری کند. اشتباه رایج در مورد چارچوب گزارشگری یکپارچه این است که برخی تصور می‌کنند این گزارش سعی دارد هر چیزی را به صورت پول و وجه نقد بیان کند. درحالی که گزارشگری یکپارچه در مورد چگونگی و نحوه کسب پول نیست؛ بلکه سعی دارد به سرمایه‌گذاران این اطمینان را بدهد که اطلاعات مورد نیاز آن‌ها برای ارزیابی ارزش آفرینی سازمان، در اختیار آنان قرار داده شده است. بنابراین مدل کسب‌وکار نقشی اصلی و کلیدی در چارچوب گزارشگری یکپارچه بازی می‌کند. در گزارشگری یکپارچه، برقراری ارتباط بین این سه جزء مهم است: ایجاد تصویر بزرگ،<sup>۲</sup> ارتباط افق‌های زمانی<sup>۳</sup> و بهبود پیام سازگار.<sup>۴</sup> افشاهای تکه‌تکه باید به منظور نشان دادن تصویری جامع از چگونگی ارزش آفرینی در طول زمان با استفاده از سرمایه‌های مختلف با یکدیگر گره زده شوند. علاوه بر این، گزارش یکپارچه باید ارزش آفرینی سازمان را از گذشته تا آینده توصیف کند. این نوع ارتباط برقرار کردن باعث می‌شود که پیام مؤثر و سازگاری از داخل سازمان به بیرون سازمان ارسال شود. طبق دستورالعمل‌های شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، شرکت‌ها باید اجزای اصلی

1. Institute of Directors in Southern Africa (IoDSA)

2. Establishing the Big Picture

3. Connecting Time Horizons

4. Developing a Consistent Message

مدل کسب‌وکار را شناسایی کنند. گزارش یکپارچه باید نمودارهای ساده یا تصاویر بصری فراهم کند تا از این طریق مدل کسب‌وکار را تشریح و اجزای اصلی آن را توصیف کند. نمودارها باید توضیحات روشنی درباره ارتباط اجزای سازمان افشا و گزارش کنند. گزارش یکپارچه باید برای خواننده گزارش دیدگاهی را فراهم آورد که بتواند روابط ذی‌نفعان اصلی شرکت را مشاهده کند (شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، ۲۰۱۳). در نتیجه، این چارچوب بسیاری از موضوعات افشا در مورد مدل‌های کسب‌وکار را پیشنهاد کرده است. با چارچوب فعلی گزارشگری یکپارچه، رویه گزارشگری فعلی نیز بهبود یافته و شرکت‌ها خواهند توانست طرح و الگوی گزارشگری و افشای مدل کسب‌وکار خود را با مدل‌های برخی شرکت‌ها منطبق کنند.

## ۵- مفهوم ارزش آفرینی از منظر گزارشگری یکپارچه

در تعریف شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) از مدل کسب‌وکار آمده است: در واقع سیستمی است که از طریق چهار مرحله ورودی‌ها، فعالیت‌های کسب‌وکار، خروجی‌ها و نتایج، تحقق اهداف راهبردی سازمان و ایجاد ارزش در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت را دنبال می‌کند. به این ترتیب یک گزارش یکپارچه مدل کسب‌وکار یک سازمان را از طریق ورودی‌ها، فعالیت‌ها، خروجی‌ها و نتایج توصیف می‌کند و هدف آن تحقق اهداف راهبردی سازمان و ایجاد ارزش در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت است.

در گزارشگری یکپارچه ارزش از طریق مدل کسب‌وکار حاصل شده، تغییر یافته یا از بین می‌رود. به عبارتی، مدل کسب‌وکار در قلب یا مرکز یک سازمان وجود دارد و معرف اساس و زیر بنای فعالیت‌های واحد تجاری است که در راستای تحقق معماری سازمانی عمل می‌کند. ارزش‌ها به خودی خود شکل نمی‌گیرند؛ بلکه زمانی به‌وجود می‌آیند، تغییر می‌کنند یا از بین می‌روند که سرمایه‌های مختلف به‌کار گرفته شده (مالی، تولیدی، فکری، انسانی، اجتماعی و ارتباطی و سرمایه طبیعی)، با هم ترکیب شوند و توان شکل‌گیری نتایج و خروجی‌ها را داشته باشند. سرمایه‌های سازمان بر یکدیگر نیز اثر می‌گذارند و سازمان باید بین آن‌ها موازنه برقرار کند. سرمایه‌های مختلف به‌کار گرفته شده عبارت‌اند از:

**سرمایه مالی:**<sup>۲</sup> وجوهی که برای استفاده در تولید کالا یا ارائه خدمت در دسترس سازمان قرار دارد. این وجوه به وسیله وام، سرمایه‌گذاری مالک یا از عملیات شرکت به‌دست می‌آید.

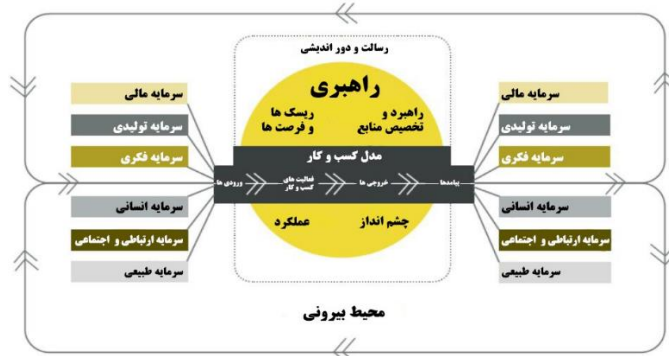
**سرمایه انسانی:**<sup>۳</sup> شایستگی، قابلیت، مهارت افراد و انگیزه آن‌ها برای نوآوری که در برگیرنده این موارد است: همراهی و حمایت آنان از چارچوب راهبری؛ رویکرد مدیریت ریسک و ارزش‌های اخلاقی سازمان؛ توانایی آنان در درک، بهبود و اجرای راهبردهای سازمان؛ انگیزه آنان برای بهبود فرایند تولید کالا و خدمات و توانایی مدیریت و همکاری با فرایند.

**سرمایه فکری:**<sup>۴</sup> دارایی‌های نامشهود مبتنی بر دانش هستند؛ مانند حق امتیاز، نرم‌افزارها، مجوزها، دانش فنی و توافقنامه‌ها.

**سرمایه تولیدی:**<sup>۵</sup> دارایی‌های فیزیکی که برای استفاده در تولید کالا یا ارائه خدمات در دسترس سازمان قرار دارد؛ مانند ساختمان، تجهیزات و زیرساخت‌ها.

**سرمایه طبیعی:**<sup>۶</sup> منابع محیطی تجدیدپذیر یا تجدیدناپذیر که شرط لازم برای موفقیت گذشته، حال و آینده سازمان بحساب می‌آیند؛ مانند آب، هوا، زمین، مواد معدنی، جنگل‌ها و...

**سرمایه ارتباطی و اجتماعی:**<sup>۷</sup> روابط سازمان با گروه ذی‌نفعان و دیگر شبکه‌ها؛ مانند اعتماد و خواست ذی‌نفعان برای توسعه سازمان و حمایت از آن، شهرت و نام تجاری و مجوز فعالیت سازمان.



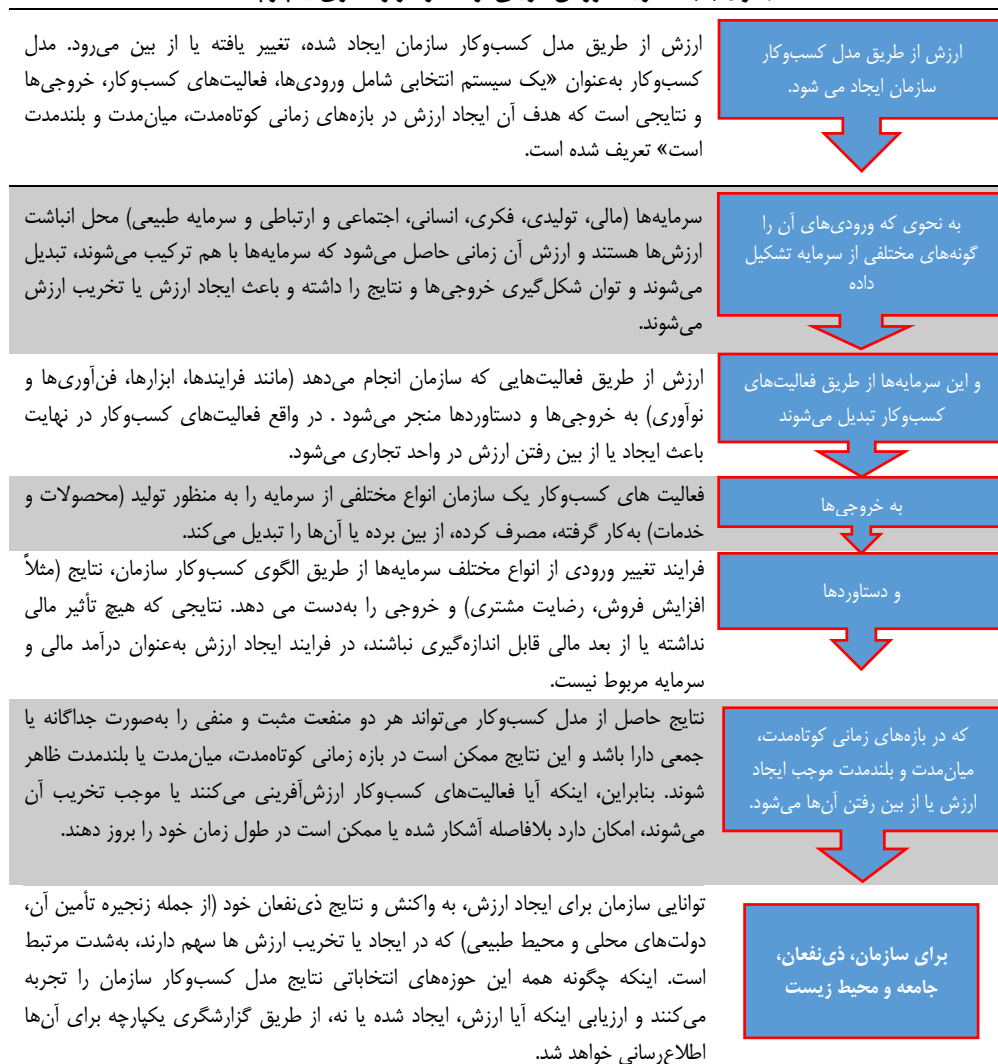
1. The International Integrated Reporting Council (IIRC)
2. Financial capital
3. Human Capital
4. Intellectual Capital
5. Manufactured capital
6. Natural capital
7. Social and Relationship Capital

سرمایه‌ها از طریق فعالیت‌هایی که دارای ارزش افزوده هستند، توانایی شکل‌دهی نتایج و خروجی‌ها را دارند. این فعالیت‌ها عبارت‌اند از: برنامه‌ریزی، طراحی و تولید محصولاتی که نیازهای بازار را برآورده می‌کنند یا خدماتی را ارائه می‌دهند که راه‌حلی برای مشکلات مشتری تلقی می‌شود. خروجی‌ها را نباید با دستاوردها اشتباه گرفت. در صورتی که از ترکیب کردن سرمایه‌های شش‌گانه ارزش‌هایی از بین بروند یا تخریب شوند، آن‌ها را دستاورد تلقی نخواهیم کرد. افزایش فروش و رضایت مشتری از نمونه‌های دستاوردهایی هستند که از طریق فعالیت‌های دارای ارزش افزوده حاصل شده‌اند.

گزارش یکپارچه باید اطلاعاتی درباره راهبردهای شرکت و توانایی سازمان در دستیابی به آن راهبردها برای ارزش‌آفرینی در کوتاه مدت، میان‌مدت و بلندمدت ارائه دهد. نتایج حاصل از مدل کسب‌وکار می‌تواند هر دو منفعت مثبت و منفی را به‌صورت جداگانه یا جمعی دارا باشد و این نتایج ممکن است در بازه زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت یا بلندمدت ظاهر شوند. بنابراین، اینکه آیا فعالیت‌های کسب‌وکار ارزش‌آفرینی می‌کنند یا موجب تخریب آن می‌شوند، امکان دارد بلافاصله آشکار شده و یا ممکن است در طول زمان خود را بروز دهند. زمان صرف شده در هر بُعد زمانی، با توجه به چرخه تجاری و سرمایه‌گذاری، راهبردها و نیازها و علاقه‌مندی‌های مشروع ذی‌نفعان تعیین می‌شود. زمان صرف شده در هر بُعد زمانی، بر ماهیت اطلاعات افشاشده در گزارش یکپارچه اثر می‌گذارد. به‌عنوان نمونه، از آنجایی که مدت طولانی‌تر، عدم اطمینان بیشتری را به همراه دارد، اطلاعات مربوط به آن نیز احتمالاً بیشتر جنبه کیفی خواهند داشت.

گزارش یکپارچه باید اطلاعاتی درباره ارتباط سازمان با ذی‌نفعان کلیدی و نحوه واکنش به نیازهای مشروع آنان فراهم کند. ذی‌نفعان اطلاعات مفیدی که بر توانایی ارزش‌آفرینی سازمان اثر می‌گذارد (مانند مسائل اقتصادی، محیطی و اجتماعی) جستجو می‌کنند. توجه مدیریت سازمان به نیازهای اطلاعاتی ذی‌نفعان مزایایی را به همراه خواهد داشت، از جمله اینکه: به مدیریت سازمان کمک خواهد کرد تا مفهوم ارزش را از دید سهام‌داران دریابد، موضوعات مهمی از جمله ریسک‌ها و فرصت‌ها را شناسایی کند، راهبردها را تدوین و ارزیابی نماید و ریسک‌ها را مدیریت کند (شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، ۲۰۱۳). در جدول (۲) خلاصه‌ای از مطالب فوق ارائه شده است:

جدول (۲) - تعریف ارزش‌آفرینی از منظر گزارشگری یکپارچه



## ۶- نتیجه گیری

تعریف «ارزش» را می‌توان یکی از موضوعات مهم در ادبیات اقتصاد، مدیریت و حسابداری دانست. بومن و آمبروسینی (۲۰۰۰) در مقاله خود با تمرکز بر نظریه مبتنی بر منابع سعی کردند تا از این واژه تعریف مناسبی ارائه نمایند. سهم اصلی این نظریه در کشف و شناسایی منابع نامتناجس و چگونگی تلقی آن‌ها به عنوان مزیت رقابتی بوده است (آمیت و شومیکو، ۱۹۹۳؛ بلک و بول، ۱۹۹۴؛ ماهونی و پاندیان، ۱۹۹۲). از مفروضات اصلی این نظریه، با ارزش تلقی نمودن منابع در اختیار شرکت است (روملت، ۱۹۸۴). برخی از پژوهشگران سعی در ارائه تعریف و تعیین چارچوب مفهوم ارزشمندی منابع هستند. از این رو، آن‌ها معتقدند که ارزشمندی منابع را باید با توجه به ویژگی محیط بازار تعریف نمود (آمیت و شومیکو، ۱۹۹۳). به زعم بارنی (۱۹۹۱)، منابع در صورتی با ارزش هستند که بتوانند حداکثر استفاده ممکن را از فرصت‌ها برده و یا تهدیدها را در محیط شرکت خنثی نمایند. همچنین، منابع در صورتی با ارزش هستند که بتوانند نیازهای مشتری را برآورده کرده، رضایت آن‌ها را جلب نموده (بونگر و توماس، ۱۹۹۴؛ وردین و ویلیامسون، ۱۹۹۴) و یا اینکه بتوانند از لحاظ قیمت تمام شده محصولات یا خدمات نسبت به سایر رقبا رقابت نمایند و قیمت کمتری را به مشتریان عرضه کنند (بارنی، ۱۹۸۶؛ پتراف، ۱۹۹۳). به نظر بارنی (۱۹۹۱)، منابع در صورتی با ارزش هستند که بتوانند شرکت را در درک یا پیاده‌سازی راهبردهایی که اثربخشی و کارایی آن‌را بهبود می‌دهند، توانمند سازد. بومن و آمبروسینی (۲۰۰۰)، برای درک واژه «ارزش» از دو مفهوم «ارزش مصرفی» و «ارزش مبادله‌ای» که توسط اقتصاددانان کلاسیک مطرح شده بود، استفاده کردند. ارزش مصرفی اشاره به ویژگی‌های خاصی از محصولات دارد که توسط مشتریان با توجه به نیازهای آنان قابل درک است؛ مثل سرعت، شتاب یا مدل یک خودرو، مزه و طعم یک سیب و از این قبیل. بنابراین، قضاوت در مورد ارزش مصرفی یک موضوع ذهنی است که توسط مشتریان قابل درک و بیان می‌باشد. به عبارت دیگر، ارزش مصرفی توسط مشتریان درک می‌شود. در مقابل، ارزش مبادله‌ای که یک موضوع عینی است اشاره به قیمت کالا و خدمات دارد. این ارزش، مبلغ پولی تحقق یافته‌ای است که در یک نقطه زمانی و در زمان مبادله کالا رخ می‌دهد. ارزش مصرفی، صرفاً خاص مشتریان نیست بلکه این ارزش برای مدیران، رقبا و یا شرکا نیز وجود دارد.

مشتریان کالاهایی را انتخاب می‌کنند که بیشترین و بزرگترین مزاد مصرف‌کننده را بر آن‌ها فراهم کند. مزاد مصرف‌کننده می‌تواند از طریق بهبود و ارتقا ارزش مصرفی درک شده کالا (و در نهایت افزایش ارزش پولی کل مبلغی که مشتری برای پرداخت فراهم خواهد کرد) یا ثابت نگه‌داشتن قیمت در سطح یکسان یا از طریق حفظ ارزش پولی کل و کاهش قیمت یا انجام همزمان آن‌ها افزایش دهد.

ارزش مصرفی توسط مشتری و در نقطه فروش درک می‌شود و در نقطه‌ای که مشتری تصمیم به خرید محصول می‌گیرد ارزیابی می‌شود و محصولات در نقطه فروش، هم دارای ارزش مبادله‌ای هستند و ارزش مصرفی قابل درک دارند. به طور کلی، زمانی که شرکت بتواند مقدار ارزش مصرفی درک شده توسط مشتریان را افزایش دهد و یا به عبارتی، مزاد مصرف‌کننده بیشتری نسبت به رقبا برای مشتریان فراهم نماید در این حالت می‌تواند محصولات خود را با ارزش مبادله‌ای بیشتری به فروش برساند. فروش بالاتر یا ارزش مبادله‌ای بیشتر همان مفهوم ارزش آفرینی را به ذهن القا خواهد کرد. بنابراین، ارزش آفرینی فرآیندی است که در طول زنجیره تولید باید انجام شود تا اثر نهایی خود را در ارزش مبادله‌ای نمایان سازد. ارزش مصرفی جدید موجب می‌شود تا مزاد مصرف‌کننده بیشتری را به ذهن مشتری القا کرده و مشتری را متقاعد نماید تا قیمت بالاتری را برای محصولات و خدمات پرداخت نماید.

ارزش آفرینی یکی از عناصر اصلی گزارشگری شفاف و آگاهی‌بخش بوده، چرا که ارائه دهنده تصویر بهتری از ریسک‌ها و فرصت‌هایی است که یک شرکت با آن روبه‌روست. انتظار بر این است که شرکت‌ها اطلاعاتی که در گزارش‌های مدیریتی خود ارائه می‌دهند بتوانند استفاده‌کنندگان را قادر سازد تا درک صحیحی از چگونگی، روش و میزان ارزش آفرینی فعلی و آینده مدل کسب و کار واحدهای تجاری کسب کنند. امروزه موضوع ارزش آفرینی مورد توجه بسیاری از پژوهشگران و نهادهای حرفه‌ای قرار گرفته است. شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه (۲۰۱۳) با تمرکز بر مفهوم مدل کسب و کار تعریف جدیدی از ارزش آفرینی را ارائه نموده است. درک مفهوم ارزش آفرینی توسط شورا را می‌توان با تفکرات اقتصاددانان کلاسیک همراستا دانست. به زعم آن‌ها، ارزش آفرینی فرآیندی است که باید در طول زنجیره تولید و حتی بعد از آن هم به آن توجه شود. محصول گزارشگری یکپارچه را باید گزارش ارزش آفرینی مدل‌های کسب و کار دانست. مدل کسب و کار در قلب گزارشگری یکپارچه قرار دارد و دستاوردهای شرکت را باید با ارزیابی مدل‌های کسب و کار سنجید. مهم‌ترین چالش گزارشگری یکپارچه تعریف مدل کسب و کار است. چارچوب (۲۰۱۳) مدل کسب و کار را به این صورت تعریف نموده است: در واقع سیستمی است که از طریق چهار مرحله ورودی‌ها، فعالیت‌های کسب‌وکار، خروجی‌ها و نتایج، تحقق اهداف راهبردی سازمان و ایجاد ارزش در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت را دنبال می‌کند. به این ترتیب یک گزارش یکپارچه مدل کسب‌وکار یک سازمان را از طریق ورودی‌ها، فعالیت‌ها، خروجی‌ها و نتایج توصیف می‌کند و هدف آن تحقق اهداف راهبردی سازمان و ایجاد ارزش در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت است. گزارشگری یکپارچه را می‌توان در سه عبارت زیر خلاصه کرد:

- نمودار و روایی مدل کسب و کار مروری است بر عناصر اصلی یک شرکت با انرژی‌های یکپارچه پیچیده که بر دارایی‌ها و محرک‌های راهبردی در کل زنجیره ارزش متمرکز شده و اصول شرکت را برای ارائه ارزش پایدار شکل می‌دهد.



- این دیدگاه نشان می‌دهد که قبل از اینکه بخواهیم اجزاء مختلف سازمانی را به صورت جزئی بررسی کنیم، در یک نمای کلی از شرکت، چگونه شرکت به صورت کارا عمل کرده است.
  - موضوع مدل کسب و کار با روایی راهبرد و مدل مدیریت ریسک یکپارچه و هم چنین چالش‌های محیط رقابتی ارتباط نزدیکی دارد. در واقع، تبیین روشی از چگونگی حمایت‌های ساختار راهبری در ارزش‌آفرینی‌های بلندمدت ارائه می‌دهد.
  - گزارش یکپارچه باید اطلاعاتی درباره ارتباط سازمان با ذی‌نفعان کلیدی و نحوه واکنش به نیازهای مشروع آنان فراهم کند. ذی‌نفعان اطلاعات مفیدی که بر توانایی ارزش‌آفرینی سازمان اثر می‌گذارد (مانند مسائل اقتصادی، محیطی و اجتماعی) جستجو می‌کنند.
- بررسی انجام شده نشان می‌دهد که شرکت‌ها می‌توانند بینش بهتری در مورد تأثیر بلندمدت راهبردهای خود در مدل‌های ارزش‌آفرین داشته باشند. علاوه بر این، گزارشگری ارزش‌آفرینی مدل‌های کسب و کار باید مورد مذاقه بیشتر قرار گرفته و جنبه‌های منفی ارزش‌آفرینی یا تخریب ارزش‌ها نیز در روند گزارشگری مورد توجه قرار گیرد.

## منابع

۱. الوانی، سیدمهدی و دانایی‌فرد، حسن (۱۳۹۰). *درآمدی بر نظریه‌های مدیریت دولتی*. انتشارات شرکت انتشارات علمی و فرهنگی، تهران، ایران.
۲. رهنما رودپشتی، فریدون و افتخاری علی‌آبادی، اکبر (۱۳۸۹). تدوین استراتژی با رویکرد ارزش‌آفرینی در موسسات مالی. *مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی*، شماره چهارم، ۱۲۹-۱۴۹.
۳. کردستانی، غلامرضا و خوانساری، نیکو (۱۳۹۵). بررسی ارتباط رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی شرکت. *مجله حسابداری و حسابرسی مدیریت*، شماره ۱۸، ۱۰۵-۱۱۷.
4. Ahmed Haji, A.; Anifowose, M. (2016). The trend of integrated reporting practice in South Africa: Ceremonial or substantive. *Sustain. Account. Manag. Policy J.*, Vol. 7, 190-224.
5. Bowman, C., and Ambrosini, V. (2000). Value Creation Versus Value Capture: Towards a Coherent Definition of Value in Strategy. *British Journal of Management*, Vol. 11, 1-15.
6. Caglio, A.; Melloni, G.; Perego, P. (2020). Informational content and assurance of textual disclosures: Evidence on integrated reporting. *Eur. Account. Rev.*, Vol. 29, 55-83.
7. Camodeca, R.; Almici, A.; Sagliaschi, U. (2018). Sustainability Disclosure in Integrated Reporting: Does It Matter to Investors? A Cheap Talk Approach. *Sustainability*, Vol. 10, 4393.
8. Carù, A. & Cova, B. (2003). Revisiting Consumption Experience: A More Humble but Complete View of the Concept. *Marketing Theory*, 3(2), 267-86.
9. Ceccagnoli, M., Forman, C., Huang, P., & Wu, D. J. (2012). Cocreation of Value in a Platform Ecosystem: The Case of Enterprise Software. *Mis Quarterly*, 36(1), 263-290.
10. Chesbrough, H., Lettl, C., & Ritter, T. (2018). Value Creation and Value Capture in Open Innovation. *Journal of Product Innovation Management*, 35(6), 930-938.
11. Chatain, O. (2011). Value creation, competition, and performance in buyer-supplier relationships. *Strategic Management Journal* 32 (1), 76- 102.
12. Cortesi, A.; Vena, L. (2019). Disclosure quality under integrated reporting: A value relevance approach. *J. Clean. Prod.*, Vol. 220, 745-755.
13. Cortesi, A., & Vena, L. (2019). Disclosure quality under integrated reporting: A value relevance approach. *Journal of Cleaner Production*, 220, 745-755.
14. Deloitte. Integrated Reporting as a Driver for Integrated Thinking? 2015. Available online: <https://www2.1.com/content/dam/1/nl/Documents/risk/1-nl-risk-integrated-reporting-a-driver-for-integrated-thinking.pdf> (access edon 18 June 2018).
15. De Villiers, C., Venter, E., & Hsiao, P. (2017a). Integrated reporting: Background, measurement issues, approaches and an agenda for future research, *Accounting & Finance*, 57(4), 937-959.
16. De Villiers, C., Hsiao, P.-C.K. & Maroun, W. (2017b). Developing a Conceptual Model of influences around Integrated Reporting, New Insights, and Directions for Future Research, *Meditari Accountancy Research*, 25(4), 450-460.
17. Dicorato, S.L.; Di Gerio, C.; Fiorani, G.; Paciullo, G. (2020). Integrated Reporting in unicipally Owned Corporations: A Case Study in Italy. In *New Trends in Public Sector Reporting*; Palgrave Macmillan: Cham, Switzerland, 175-194.

18. Dumay, J., Bernardi, C., Guthrie, J., & La Torre, M. (2017). Barriers to implementing the International Integrated Reporting Framework: A contemporary academic perspective. *Meditari Accountancy Research*, 25(4), 461-480.
19. Dyer, J. H., H. Singh, and W. S. Hesterly. (2018). The relational view revisited: A dynamic perspective on value creation and value capture. *Strategic Management Journal* 39 (12), 3140– 62.
20. Eccles, R.G.; Saltzman, D. (2011). Achieving sustainability through integrated reporting. *Stanf. Soc. Innov. Rev.*, Vol. 9, 56–61.
21. Ghani, E. K., Jamal, J., Puspitasari, E., & Gunardi, A. (2018). Factors influencing integrated reporting practices among Malaysian public listed real property companies: A sustainable development effort. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 10(2), 144–162.
22. Grönroos, C. & Voima, P. (2013). Critical service logic: making sense of value creation and co-creation. *Journal of the academy of marketing science*, 41(2), 133-150.
23. Grönroos, C. (2017). On value and value creation: A management perspective. *Journal of Creating Value*, 3(2), 1-17.
24. Hannu Tuomisaari, J., Peltonen, T. R. N., Dong, X., & Nyman, G. (2013). Value Capture and Value Creation in High-Velocity Networked Environments. 2013 IEEE International Conference on Service Operations and Logistics, and Informatics. Dongguan, China: IEEE.
25. Hassan, A.; Adhikariparajuli, M.; Fletcher, M.; Elamer, A. (2019). Integrated reporting in UK higher education institutions. *Sustain. Account. Manag. Policy J.*, Vol. 10, 844–876.
26. Helkkula, A., Kelleher, C. & Pihlström, M. (2012). Characterizing value as an experience: implications for service researchers and managers. *Journal of service research*, 15(1), 59-75.
27. Herath, R.; Cooray, T.; Gunarathne, A.D.N.; Samudrage, D.; Senaratne, S.; Lee, K.H. (2019). The Adoption of Integrated Reporting Practice in Sri Lanka. In *Proceedings of the Global Conference of Environmental and Sustainability Management Accounting Network (EMAN)*, Danang, Vietnam, 12–13 . 2–4.
28. Holmqvist, J., Visconti, L. M., Grönroos, C., Guais, B., & Kessous, A. (2020). Understanding the value process: Value creation in a luxury service context. *Journal of Business Research*, 120, 114-126.
29. IASB. (2010). IFRS Practice Statement. Management Commentary. A Framework for Presentation. IFRS Foundation, London. International Integrated Reporting Council UK.
30. IASB. (2015). IFRS 9 Financial Instruments, available at: <http://doi.org/10.1002/9781118870372.ch24> (accessed on 1 March 2016).
31. IIRC. (2013a). The International Integrated Reporting Framework, International Integrated Reporting Council, available at: <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf> (accessed on 20 June 2015).
32. IIRC. (2013b). Prototype of the International/IR Framework, International Integrated Reporting Council, available at: <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2012/11/23.11.12-Prototype-Final.pdf> (accessed on 20 June 2015).
33. IIRC. (2013c). Summary of Significant Issues - IR Framework, International Integrated Reporting Council, available at: <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-Summary-of-significant-issues-IR.pdf> (accessed 30 on June 2015).
34. IIRC. (2013d). Business Model - Background Paper for Integrated Reporting, Issued by the Technical Collaboration Group of the IIRC, International Integrated Reporting Council, available at: [http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/03/Business\\_Model.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/03/Business_Model.pdf) (accessed on 2 July 2015).
35. IIRC. (2013e). Capitals Background Paper for <IR>, International Integrated Reporting Council, available at: <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/03/IR-Background-Paper-Capitals.pdf> (accessed on 20 May 2016).
36. Kılıç, M.; Kuzey, C. (2018). Determinants of forward-looking disclosures in integrated reporting. *Manag. Audit.*, Vol. 33, 115–144.

37. Khademi, K. (2020). Ecosystem Value Creation and Capture: A Systematic Review of Literature and Potential Research Opportunities. *Technology Innovation Management Review*, 10(1), 16-34.
38. Nicolò, G.; Zanellato, G.; Tiron-Tudor, A. (2020). Integrated Reporting and European State-Owned Enterprises: A Disclosure Analysis Pre and Post 2014/95/EU. *Sustainability*, Vol. 12, 1908.
39. Nielsen, C., Fox, A. & Roslender, R. (2015). Enhancing financial reporting: The contribution of business models. *The British Accounting Review*, 1-13.
40. Padia, N., & Yasseen, Y. (2011). An examination of strategy disclosure in the annual reports of South African listed companies. *South African Journal of Business*, 42(3), 27-36.
41. Perego, P., Kennedy, S. & Whiteman, G. (2016). A lot of icing but little cake? Taking integrated reporting forward. *Journal of Cleaner Production*, 136(July 2014), pp.53-64.
42. Ritala, P., & Almpantopoulou, A. (2017). In defense of 'eco' in innovation ecosystem. *Technovation*, 60-61, 39-42.
43. Ritala, P., Agouridas, V., Assimakopoulos, D., & Gies, O. (2013). Value creation and capture mechanisms in innovation ecosystems: a comparative case study. *International Journal of Technology Management*, 63(3-4), 244-267.
44. Sánchez-Fernández, R. & Iniesta-Bonilla, M.A. (2007). The Concept of Perceived Value: A Systematic Review of the Research. *Marketing Theory*, 7(4), 427-51.
45. Stent, W.; Dowler, T. (2015). Early assessments of the gap between integrated reporting and current corporate reporting. *Meditari Account. Res.*, Vol. 23, 92-117.
46. Setia, N., Abhayawansa, S., Joshi, M., & Huynh, A.V. (2015). Integrated reporting in South Africa: some initial evidence. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 6(3), 397-424.
47. Sjödin, D. R., V. Parida, and J. Wincent. (2016). Value co-creation process of integrated product-services: Effect of role ambiguities and relational coping strategies. *Industrial Marketing Management* 56, 108- 19.
48. Sjödin, D., Parida, V., Jovanovic, M., and Ivanka Visnjic, I. (2019). Value Creation and Value Capture Alignment in Business Model Innovation: A Process View on Outcome-Based Business Models. *Journal of Product Innovation Management*, 37(2), 158-183.
49. Sukhari, A. & De Villiers, C. (2019). The Influence of Integrated Reporting on Business Model and Strategy Disclosures, *Australian Accounting Review*, 29(4), 708-725.
50. Tlili, M.; Ben-Othman, H.; Hussainey, K. (2019). Does integrated reporting enhance the value relevance of organizational capital? Evidence from the South African context. *J. Intellect. Cap.*, Vol. 20, 642-661.
51. Vargo S.L. & Lusch, R.F. (2016). Institutions and Axioms: An Extension and Update of Service-Dominant Logic. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 44(1), 5-23.
52. Visnjic, I., Neely, A., Cennamo, C., & Visnjic, N. (2016). Governing the City: Unleashing Value from the Business Ecosystem. *California Management Review*, 59(1), 109-140.
53. Wahl, A.; Charifzadeh, M.; Diefenbach, F. (2020). Voluntary Adopters of Integrated Reporting—Evidence on Forecast Accuracy and Firm Value. *Bus. Strategy Environ.*, Vol. 29, 2542-2556.

## تاثیر سیاست‌های مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۲۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۱۴

کد مقاله: ۷۹۶۴۵

خسرو مرادی شهدادی<sup>۱\*</sup>، مریم احمدی فر<sup>۲</sup>

### چکیده

این پژوهش با هدف بررسی تاثیر سیاست‌های مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۸ طی بازه ۱۰ ساله مورد بررسی قرار گرفته است. روش پژوهش از نوع همبستگی است. در این پژوهش جامعه آماری این تحقیق را تمامی شرکت‌ها و صنایع پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. سیاست مالی در این پژوهش متشکل از متغیرهای درآمد نفتی دولت، پرداختی عمرانی دولت و کسری بودجه می‌باشد. در خصوص فرضیه اصلی مشخص شد که سیاست‌های مالی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم و معنادار دارد. نتیجه فرضیه فرعی اول نشان داد که درآمد نفتی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم و معنادار دارد. در خصوص فرضیه فرعی دوم نتیجه به دست آمده مشخص گردید که پرداخت‌های عمرانی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم و معنادار دارد. نتیجه فرضیه فرعی سوم نیز حاکی از آن بود که کسری بودجه بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معکوس و معنادار دارد. بدین ترتیب تمامی فرضیه‌ها مورد تایید واقع شدند.

واژگان کلیدی: سیاست مالی دولت، شاخص کل، بورس اوراق بهادار تهران

۱- عضو هیأت علمی، استادیار گروه مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قشم. (نویسنده مسئول)  
shahdadikh@gmail.com

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، گروه مدیریت، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، ایران.

## ۱- مقدمه

ملت‌ها و نظام اقتصادی هرملت دارای هدف‌های آشکار و روشن اقتصادی است که برای دستیابی به آن‌ها کوشش میکنند. به عنوان نمونه نظام‌های اقتصادی کشورهای رو به پیشرفت و از جمله کشور ما به دنبال دستیابی به هدف‌های رشد و پیشرفت اقتصادی و حداکثری اشتغال و رفاه جامعه می‌باشند. در کشورهای صنعتی توسعه یافته نیز هدف اغلب دولت‌ها در برآورده کردن فرصت‌های شغلی کامل و مبارزه با پدیده‌ی تورم است تا همراه با حفظ پایداری نرخ‌ها، هزینه‌ها و اعتبار پول کشور، با اعتراض بیکاران و قشرهای کم درآمد روبرو نشوند (غفارلوی مقدم، ۱۳۹۸) (شیرافکن، ۱۳۹۰) (جلالیان، ۱۳۸۳). انجام پژوهشی که نشان دهد تأثیر واکنش شاخص بازار سهام نسبت به اعلان و اعمال سیاست‌های مالی به چه صورت است از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. دلیل این اهمیت را می‌توان بطور خلاصه در موارد زیر مطرح کرد:

۱. پژوهشی که هم‌زمان بازخورد بازار سرمایه را نسبت به اعلان و اعمال سیاست‌های مالی نشان دهد کم انجام شده است.
  ۲. درک واکنش بازار سرمایه نسبت به هرکدام از این سیاست‌ها می‌تواند در سیاست‌گذاری‌ها و جهت‌دهی سیاست‌گذاری‌های مالی آینده تأثیرگذار باشد
  ۳. تالطم‌های گسترده در بازار سرمایه کشور در طی سال‌های اخیر و همچنین تحولات مهم در حیطه‌ی سیاست‌های مالی می‌تواند دارای ارتباطی باشد که انجام مطالعات در این زمینه، و بیان رابطه میان هریک از این متغیرها را به شفافیت نشان دهد.
  ۴. گزینش سیاست‌های مالی علمی مستدل، خود سبب پاسخ‌گویی اتخاذ تصمیمات خواهد بود.
- هدف‌گذاری‌های اقتصادی در شاخص‌های بورس یک رویه ارجح به منظور هدایت خواسته‌ها و در نهایت منبعی جهت تحقیق در خصوص تجزیه و تحلیل اتفاقات ناشی از سیاست‌های مالی است. یک ظرفیت مهم به منظور مشخص نمودن یک راهبرد موثر، ارتباطی علمی هوشمند است که چگونه بازارهای پیشرفته و توسعه‌یافته‌ی مالی نسبت به سیاست‌های پولی بازخورد نشان می‌دهند. بنابراین اعلان و اعمال سیاست‌های اقتصادی قادر خواهد بود بر شرایط اخذ تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد. لذا در این پژوهش قصد داریم تأثیر سیاست‌های مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهیم. بنابراین سوال زیر مطرح می‌شود: آیا سیاست‌های مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

## ۲- چارچوب نظری

### ۲-۱- تعریف سیاست مالی

سیاست مالی به سیاستی می‌گویند که از راه ابزارهایی مانند تحول در هزینه‌های دولتی و مالیات تلاش می‌کند به اهداف مشخص اقتصادی نایل گردد. مقصود از سیاست‌های پولی در کشورهای صنعتی توسعه یافته و کشورهای روبه توسعه تا حدودی تفاوت دارد. در کشورهای صنعتی به طور عمده برطرف کردن تورم، رفع کساد و دستیابی به اشتغال کامل می‌باشد در صورتی که برای کشورهای روبه توسعه، بیشتر سیاست‌های پولی را رشد اقتصادی و حداکثر نمودن درآمدهای دولتی و عرضه کل تشکیل می‌دهد. بعد از بی‌رونقی بزرگ ۱۹۲۹-۱۹۳۳ در اقتصاد غرب و به‌خصوص بعد از جنگ جهانی دوم، اشتغال کامل به‌صورت یکی از هدف‌های اولیه جوامع درآمدی است. به‌طور نمونه قانون اشتغال سال ۱۹۴۶ ایالات متحده آمریکا دولت فدرال ایالات متحده را موظف می‌کند تا هرچه قدرت دارد به منظور خلق و حفظ فرصت‌های اشتغال، توسعه مداوم و قدرت خرید ثابت برای پول در جریان، استفاده نماید. قانون اساسی کشورمان نیز در اصل چهل و سوم یکی از ضوابط اقتصاد جمهوری اسلامی ایران را «برآورده کردن شرایط و امکانات کار برای همه در راستای دستیابی به اشتغال کامل و...» قرار داده است. به قراری که تعریف شد سیاست مالی شامل اقداماتی نظیر تحول در هزینه‌های جاری و عمرانی دولت، تحول در مالیات مستقیم، تحول در مالیات غیرمستقیم، تحول در پرداخت‌های انتقالی و کمک‌های بلاعوض می‌باشد. (خدیجه مسعودی، ۱۳۸۸، ۴)

### ۲-۲- شاخص‌های بازار اوراق بهادار

بیشتر شاخص‌های بازار اوراق بهادار مربوط به اوراق قرضه و سهام است که ما در این بخش به بررسی نمونه‌ایی از شاخص‌های سهام می‌پردازیم: (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳، ص ۵۸) ۲.

## ۲-۳- شاخص‌های قیمت سهام

شاخص‌های قیمت سهام در همه‌ی بازارهای مالی دنیا یکی از مهم‌ترین معیارهای میزان عملکرد بورس اوراق بهادار از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. مهم‌ترین دلیل توجه روزافزون این امر این است که شاخص‌های مزبور از تجميع سیر قیمتی سهام کلیه شرکت‌ها یا طبقه خاصی از شرکت‌های موجود در بازار بورس حاصل می‌شود و در نهایت ارزیابی جهت و سنجش حرکت‌های قیمتی را در بازار سهام ممکن می‌کند. لذا سنجش حرکت‌های بازار به این دلایل مفید و بااهمیت است (مسلمی، ۱۳۹۶) (اسماعیل پور قمی، ۱۳۸۹). کاربرد اصلی بیشتر شاخص‌ها، عناصر مشخصی از بازار در یک دوره معین یا محاسبه بازدهی کل بازار و به کارگیری از رقم بازده محاسبه شده جهت قضاوت درباره پرتفوی‌های گوناگون می‌باشد. فرض اساسی زمان بررسی عملکرد پرتفوی، این می‌باشد که سرمایه‌گذاران قادر به دستیابی بازده قابل مقایسه‌ای با بازده بازار با انتخاب تصادفی تعداد گسترده‌ی سهام یا اوراق قرضه از تمام بازار می‌باشند (مسلمی، ۱۳۹۶).

از این رو یک مدیر پرتفوی با کارکرد بهتر، باید همیشه بهتر از بازار عمل نماید. لذا یک شاخص جامع سهام یا اوراق قرضه بازار، قادر است معیاری به منظور قضاوت اطراف عملکرد مدیران سرمایه‌گذاری باشد. هم‌چنین می‌توان انواع ریسک پرتفوی را با ریسک شاخص مبنای مورد نظر مقایسه کرد. شاخص‌ها هم‌چنین به منظور پیشرفت و خلق پرتفوی شاخصی به کار می‌روند. برای بیشتر مدیران سرمایه‌گذاری، اغلب دستیابی به بازدهی فراتر از بازدهی بازار در بلندمدت و به‌صورت همیشگی مشکل می‌باشد. در این صورت یک تکنیک ساده، سرمایه‌گذاری در پرتفوی است که به جهت رقابت با پرتفوی بازار برخوردار باشد. این راهکار سبب صندوق‌های شاخصی که باهدف پیگیری کارکرد شاخص‌های معین بازار، در طول زمان می‌باشد ایجاد شده است (اسماعیل پور قمی، ۱۳۸۹).

قیمت سهام، معمولاً بیان‌گر خواسته‌های بازار از وضعیت اقتصادی شرکت‌هاست. از این رو شاخص‌های بازار مشخص‌کننده وضعیت و کارکرد آینده کل اقتصاد می‌باشند. مدیران پرتفوی، تحلیل‌گران اوراق بهادار و دیگر متصدیان اقتصادی از شاخص‌های بازار به منظور ارزیابی متغیرهایی که سیر تمام قیمت‌های سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهند، استفاده می‌نمایند. برای نمونه می‌توان به تحلیل ارتباط میان بازده سهام یا اوراق قرضه در ایالات متحده، آلمان و ژاپن اشاره کرد. هم‌چنین با ارزیابی جریان حرکتی بازار بورس، بازده سرمایه‌گذاری این بازار را می‌توان با دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مثل سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه، ارز و طلا مقایسه کرد. دیگر دسته‌های علاقه‌مند به شاخص‌ها، تحلیل‌گران فنی هستند. آن‌ها اعتقاد دارند که تحولات تاریخی قیمت‌ها می‌تواند در راستای پیش‌بینی حرکات آتی آن‌ها به‌کارگیری شود.

به‌صورت خلاصه شاخص‌های بازار سرمایه، در موارد ذیل به‌کارگیری می‌شوند (اسماعیل پور قمی، ۱۳۸۹):

- مبنایی به منظور بررسی کارکرد مدیران متخصص سرمایه‌گذاری
- خلق و نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری شاخصی
- سنجش ارقام بازده بازار در تحقیقات اقتصادی
- پیش‌بینی سیر آتی بازار به وسیله تحلیل‌گران متخصص
- شاخصی جهت پرتفوی بازار دارایی‌های ریسک‌دار، زمان محاسبه ریسک سیستماتیک دارایی‌ها

## ۳- مروری بر پژوهش‌های پیشین

میرشفیعی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی "نااطمینانی بازار سهام و تحلیل شوک سیاست پولی برآن" پرداختند. دراین مطالعه ابتدا با استفاده از معادلات دیفرانسیل تصادفی (SDE)، شاخص نااطمینانی در بازار سهام تهران برآورد و سپس به بررسی تأثیر شوک‌های سیاست پولی پرداخته شده است. دوره مورد نظر داده‌های فصلی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. پس از برآورد شاخص نااطمینانی، حجم پول و تولید ناخالص داخلی، به ترتیب به عنوان ابزار سیاست پولی و شاخص رشد تولید در یک الگوی خود رگرسیون برداری ساختاری (SVAR) مدلسازی و تحلیل شده است. نتایج حاکی از آن است که شوک‌های سیاست پولی بر تغییرات تولید اثری منفی و معنادار دارند. همچنین نتایج نشان داد که سیاست پولی اثری معنادار و مثبت بر نااطمینانی بازار سهام و نااطمینانی نیز اثری مثبت و معنادار بر سیاست پولی از طریق تغییرات حجم پول دارد. در نهایت جلوگیری از ورود شوک‌های سیاست پولی جهت ثبات در بازار مالی از جانب سیاست‌گذاران پولی و ارایه روش‌های جدید بازارگردانی، حمایتی و ارایه ابزارهای پوششی ریسک و شفافیت از جانب متولیان بازار مالی، پیشنهاد شده است.

افشاری و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی به بررسی "بررسی تأثیر شوک شاخص کل قیمت سهام بر متغیرهای کلان اقتصادی با استفاده از رویکرد DSGE" پرداختند. نتایج، بررسی توابع عکس‌العمل آتی متغیرها در برابر شوک بازار سهام، نشان می‌دهد شوک شاخص کل قیمت سهام، اثر ناچیزی بر متغیرهای تولید و تورم داشته است که این می‌تواند به دلیل اندازه کوچک بازار سهام در ایران باشد. در پایان، با یافتن ضرایب بهینه برای شکاف تورم، تولید و شاخص کل قیمت سهام و زیان رفاهی بانک

مرکزی تحت هر یک از سناریوها، این نتیجه حاصل شد که اولاً، بانک مرکزی در توابع واکنش خود باید وزن بیشتری به تورم دهد؛ ثانیاً، سناریویی که در آن وزن شکاف شاخص کل قیمت سهام صفر باشد، زیان رفاهی کمتری دارد، لذا واکنش بانک مرکزی به شکاف شاخص کل قیمت سهام منجر به کاهش رفاه اجتماعی خواهد شد. بنابراین توصیه می شود در شرایط رونق بازار سهام، بانک مرکزی از طریق کاهش حجم پول، مداخله نماید.

احدی سرکانی و قاسم پور (۱۳۹۶) در تحقیقی به بررسی "ارزیابی تاثیر سیاست های پولی، مالی و رشد صنعت بر نوسانات شاخص رشد بازار سرمایه ایران" پرداختند. نتایج نشان داده اند که بین حجم نقدینگی و شاخص تولیدات صنعتی با شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی دار و مثبت و بین مالیات و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی وجود دارد. بین سایر شاخص های به کار گرفته شده نظیر حجم معاملات و نرخ ارز با شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار قابل ملاحظه ای مشاهده نشد. این نتایج حاکی از اثرات خنثی کننده دو دسته سیاست های پولی و مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران بوده و اثر شدید توسعه بخش صنعت بر شاخص بورس را تأیید می کند.

ستوده نیا و عابدی (۱۳۹۲) در تحقیقی به بررسی "تاثیر سیاست های پولی و مالی در تثبیت مالی ایران" پرداختند. نتایج به دست آمده نشان می دهد که افزایش مخارج سرمایه ای دولت، درآمدهای مالیاتی و نرخ سپرده قانونی منجر به افزایش ثبات مالی و خروج از بحرانهای اقتصادی می شود و از طرفی افزایش مخارج جاری دولت، تورم، درآمدهای حاصل از صدور نفت و نقدینگی منجر به کاهش ثبات مالی و تشدید بحران اقتصادی در کشور می شود.

حمیده پور و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی "بررسی نقش درآمدهای نفتی و سیاست های پولی و مالی در بخش کشاورزی ایران" پرداختند. نتایج پژوهش نشان میدهد با توجه به روابط بلند مدت و کوتاه مدت تخمین زده شده، درآمدهای نفتی در بلند مدت ابزار مناسبی برای بهبود صادرات و کاهش واردات است. در حالیکه سیاست پولی انبساطی برای کاهش واردات و سیاست مالی انبساطی جهت افزایش صادرات در کوتاه مدت مناسب است.

لیو (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی "در مورد پویایی نوسانات اقتصاد کلان ناشی از سیاست های مالی و پولی" پرداخت. نتایج تجربی نشان می دهد که تأثیر شوک به عدم اطمینان در مورد سیاست های پولی به ترتیب حدود ۴۰٪ و ۲۵٪ از پویایی نوسانات تاریخی تولید و تورم را بیشتر از سایر شوک های سیاست از اواسط دهه ۱۹۸۰ توضیح می دهد. تأثیر شوک سطح هزینه های دولت یک واحدی بر عدم قطعیت تولید و تورم برابر با با تأثیر حدود نیم واحد شوک بی ثباتی سیاست های پولی در طولانی مدت یا حدود یک چهارم واحد شوک سطح سیاست های پولی در کوتاه مدت میباشد.

فو و لوئو (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی "عدم اطمینان سیاست پولی و اهرم بانکی: شواهدی از چین" می پرداختند. یافته اصلی آنها این است که افزایش عدم اطمینان سیاست پولی تأثیر منفی بر نسبت اهرم بانکی در چین، به ویژه بعد از ۲۰۰۸ دارد. با اندازه گیری جایگزین عدم اطمینان سیاست پولی چین بررسی شد، یافته های آنان همچنان قوی است.

کپور توله و همکاران (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی "سیاست های پولی و مالی در یک اقتصاد آزاد کوچک: شواهدی از نیجریه" پرداختند. نتایج آنها نشان می دهد که در حالی که سیاست پولی ممکن است تأثیرات مثبت همزمان بر اقتصاد داشته باشد، اما سیاست مالی سطح قیمت را افزایش می دهد اما تأثیر قابل توجهی بر نرخ بهره ندارد.

جائو و همکاران (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی "اثرات سیاست های کلان اقتصادی، مالی و مالی در رابطه با انتشار اوراق قرضه" پرداختند. آنها دریافتند که انتشار اوراق قرضه اثر قابل توجهی بر بازده تولید دارد. همچنین انتشار اخبار بد مالی به افزایش انتشار کمک می کند.

میشائو (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی "سیاست مالی و مالی در یک تله نقدینگی با تداوم تورم" پرداخت. نتایج نشان می دهد که با یک منحنی فیلپس که هم جلو و هم عقب است، سیاست پولی که در طول یک برنامه نقدینگی اجرا می شود می تواند برای جلوگیری از افسردگی کافی باشد. بانک مرکزی نیازی ندارد که فراتر از پایان بحران متعهد شود تا در فعالیتهای اقتصادی کشش ایجاد کند. با توجه به سیاست مالی، تداوم تورم برخی از هزینه های دولتی را توجیه می کند تا تورم شروع شود، از جمله کاهش نرخ سود واقعی. بزرگی محرک مالی بهینه در درجه تداوم تورم کاهش می یابد.

هائوگ و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی "پول و سیاست مالی در لهستان" پرداختند. ضریب مالیاتی به طور کلی در این تحقیق نزدیک به صفر است. آنها ترکیب مکانیسم های انتشار مالی را هنگام ارزیابی اثرات سیاست های اقتصاد کلان دولتی را نشان دادند.

#### ۴- اهمیت و ضرورت پژوهش

انجام دادن این پژوهش به دلیل سهم بازار سهام در بازار مالی و سرمایه می باشد. بورس مهم ترین دلیل جهت هدایت نمودن سرمایه هاست. سرمایه هایی که هر شخص با شریک بودن در سود و زیان یک شرکت به بهتر بودن کارکرد شرکت و مرتفع نمودن مشکلات اقتصادی یک کشور، کمک می نماید. در کشورهای صنعتی بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از مهمترین شاکله های

اقتصاد در این نوع کشورها قلمداد می‌شود. در این بین باید به این نکته توجه کرد که هر سهم دارای قیمتی است و پایان روز شاخص کل محاسبه خواهد شد از آنجا که قیمت یک سهم در صنایع مختلف تحت تاثیر برخی عوامل دچار تحولاتی می باشد به‌صورتی که با افزایش و کاهش قیمتی روبرو می‌شویم ارزیابی و تحلیل هریک از این عوامل ضروری می‌باشد. لذا به سبب نقش بازار سهام و عواملی چون سیاست‌های مالی دولت که سبب تغییرات شاخص کل می‌شوند قصد داریم در این پژوهش تاثیر سیاست پولی بر شاخص کل ارزیابی نماییم و تاثیر هر کدام از عوامل بر شاخص کل مورد بررسی و تحلیل قرار دهیم.

## ۵- چارچوب تحقیق

### ۵-۱- ابزار گردآوری اطلاعات

بخش ادبیات و تئوری پژوهش اقتباس از مطالعات کتابخانه ای و مطالعات کاربردی می باشد؛ به منظور سنجش متغیرهای پژوهش از سایت بانک مرکزی و دیتای اقتصادی و مالی استفاده شده است.

### ۵-۲- روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

با توجه به اینکه نوع داده های پژوهش بر اساس سری زمانی می باشد لذا از آزمون براش پاگان به منظور تحلیل فرضیه ها استفاده و به منظور رفع ناهمسانی واریانس نیز از آزمون WLS استفاده شده است.

### ۵-۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی: سیاست های مالی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.  
فرضیه های فرعی:

- درآمد نفتی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- پرداخت های عمرانی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- کسری بودجه بر شاخص کل بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

### ۵-۴- جامعه آماری و تعداد نمونه

جامعه آماری این پژوهش تمامی صنایع در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۰ ساله طی سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۸ می باشد. نمونه های پژوهش شامل تمامی شرکت ها و صنایع سرمایه گذاری ها ، مواد و دارویی ، کانه های فلزی ، انتشار و چاپ ، دستگاه های برقی ، مواد دارویی ، کارخانه های تولیدی ، بانک ها ، صنایع بیمه ، وسایل حمل و نقل می باشند که بر اساس شاخص کل بررسی شده است.

### ۵-۵- روش تحقیق

روش این پژوهش باتوجه به محوریت موضوع از نوع توصیفی و همبستگی مبتنی بر داده‌های سری زمانی است و به منظور ارزیابی میان متغیرهای مستقل و وابسته آن از روش آماری رگرسیون استفاده می شود. تجزیه و تحلیل داده‌ها بر اساس روش مطالعه داده‌های سری زمانی می‌باشد.

## ۶- مدل‌های تحلیلی تحقیق و بیان متغیرها

فرضیه اصلی: سیاست های مالی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

$$TED = \beta_0 + \beta_1 SF + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه های فرعی:

درآمد نفتی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

$$TED = \beta_0 + \beta_1 OILREV + \varepsilon_{i,t}$$

پرداخت های عمرانی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

$$TED = \beta_0 + \beta_1 CIVILPAY + \varepsilon_{i,t}$$



کسری بودجه بر شاخص کل بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

$$TED = \beta_0 + \beta_1 \text{Deficit} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۱- متغیرهای پژوهش (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

| متغیرها           | علامت اختصاری | ماهیت متغیرها | نحوه محاسبه                                 |
|-------------------|---------------|---------------|---------------------------------------------|
| شاخص کل           | TED           | وابسته        | استخراج از داده های بانک مرکزی و اقتصادی    |
| سیاست مالی دولت   | SF            | مستقل         | مشکل از درآمد نفتی دولت و پرداخت‌های عمرانی |
| درآمد نفتی دولت   | Oilrev        | مستقل         | استخراج از داده های بانک مرکزی و اقتصادی    |
| پرداخت‌های عمرانی | Civilpay      | مستقل         | استخراج از داده های بانک مرکزی و اقتصادی    |
| کسری بودجه        | Deficit       | مستقل         | استخراج از داده های بانک مرکزی و اقتصادی    |

## ۷- یافته‌های پژوهش

### ۷-۱- آماره توصیفی

جدول ۲- آماره توصیفی (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

|              | سیاست مالی<br>(میلیارد ریال) | شاخص کل  | درآمد نفتی دولت<br>(میلیارد ریال) | کسری بودجه<br>(میلیارد ریال) | پرداخت‌های عمرانی<br>(میلیارد ریال) |
|--------------|------------------------------|----------|-----------------------------------|------------------------------|-------------------------------------|
| میانگین      | ۱۹۲۹۲۳۳                      | ۷۳۴۶۵,۱۷ | ۱۵۲۲۷۱۷                           | ۹۷۰۶۹,۴۴                     | ۳۰۹۴۴۶,۹                            |
| میانه        | ۱۸۴۹۵۷۹                      | ۷۷۲۳۰,۰۰ | ۱۵۳۴۸۹۲                           | ۷۱۰۰۳                        | ۲۳۰۳۹۸,۵                            |
| بیشترین      | ۳۱۲۷۶۹۶                      | ۱۷۸۶۵۹,۱ | ۲۴۲۸۳۷۲                           | ۱۶۳۵۱۳                       | ۶۸۲۳۹۶,۶                            |
| کمترین       | ۱۲۹۰۵۲۷                      | ۳۳۲۹۴,۹۰ | ۱۰۰۵۴۱۲                           | ۴۶۲۴۵                        | ۱۴۳۱۶۷                              |
| انحراف معیار | ۵۶۴۱۳۴                       | ۴۷۲۱۰,۵۸ | ۴۷۵۲۵۸,۳                          | ۴۷۵۰۸,۹۵                     | ۲۰۷۱۴۵,۳                            |

در این جدول وضعیت متغیرهای تمامی صنایع بر اساس میانگین، میانه، بیش‌ترین، کم‌ترین، انحراف معیار، ارائه شده است. اغلب روش‌های استنباط آماری، مبتنی بر توزیع نرمال برای جامعه آماری است. چنین شیوه‌هایی اغلب به روش‌های استنباط آمار پارامتری شهرت دارند که مناسب برای داده‌هایی با توزیع نرمال هستند. ولی جامعه نرمال به عنوان یک جامعه ایده‌آل شناخته شده و کمتر داده‌های واقعی از این توزیع برخوردارند. در نتیجه ابداع روش‌هایی که بدون در نظر گرفتن توزیع (یا حداقل توزیع نرمال) برای جامعه آماری به کار گرفته می‌شوند، ضروری به نظر می‌رسد.

جدول ۳- آزمون نرمال بودن متغیرها (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

| متغیرها   | آزمون    | مقدار آماری | سطح معناداری |
|-----------|----------|-------------|--------------|
| شاخص بورس | جاکر برا | ۲,۱۸        | ۰,۳۳         |

نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد سطح معناداری آزمون ۰,۳۳ و بالاتر از ۰,۰۵ می باشد لذا متغیر وابسته از توزیع نرمال برخوردار است.

### ۷-۲- آزمون براش پاگان

جهت آزمون فرضیه ها در سری زمانی بایست ابتدا به بررسی ناهمسانی واریانس پرداخت. در این پژوهش از آزمون براش پاگان استفاده می کنیم. اگر سطح معنی داری این آماره کمتر از ۰,۰۵ باشد دارای ناهمسانی واریانس است و بایست برطرف شود. در صورتیکه سطح اهمیت بیشتر از ۰,۰۵ باشد دارای ناهمسانی واریانس نمی باشد.

جدول ۴- آزمون براش پاگان (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

| فرضیه      | سطح اهمیت | نتیجه                  |
|------------|-----------|------------------------|
| فرضیه اصلی | ۰,۰۰      | دارای ناهمسانی واریانس |
| ۱-۱        | ۰,۰۰      | دارای ناهمسانی واریانس |
| ۱-۲        | ۰,۰۰      | دارای ناهمسانی واریانس |
| ۱-۳        | ۰,۰۰      | دارای ناهمسانی واریانس |

نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که سطح اهمیت فرضیه‌ها کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد و دارای ناهمسانی واریانس هستند بایستی این ناهمسانی به روش WLS در فرضیه‌ها بر طرف شود.

۱۲-۱-آزمون فرضیه‌ها

### ۳-۷- نتایج آزمون فرضیه اصلی پژوهش

آزمون فرضیه اول پژوهش بررسی این موضوع می‌باشد که آیا سیاست مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد یا خیر؟

جدول ۵- فرضیه اصلی (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

| متغیر وابسته : شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران |             |           |          |               |          |
|------------------------------------------------|-------------|-----------|----------|---------------|----------|
| عنوان متغیر                                    | علامت متغیر | ضریب      | آماره تی | سطح معنی داری | رابطه    |
| جزء ثابت                                       | C           | -۱۸۶۲۸۸,۵ | -۱,۲۲    | ۰,۲۵          |          |
| سیاست مالی                                     | SF          | ۰,۳۵      | ۲,۰۶     | ۰,۰۰          | معنی دار |
| ضریب تعیین مدل                                 |             |           |          |               |          |
| ۰,۵۵                                           |             |           |          |               |          |
| دوربین واتسون                                  |             |           |          |               |          |
| ۱,۵۷                                           |             |           |          |               |          |
| آماره F                                        |             |           |          |               |          |
| ۳۴,۲۶                                          |             |           |          |               |          |
| (P-Value)                                      |             |           |          |               |          |
| (۰/۰۰۰۰)                                       |             |           |          |               |          |

با توجه به جدول ۵ مشخص می‌شود کل مدل با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره p-value برابر ۰,۰۰ و کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد لذا از لحاظ معنی داری مدل تایید میشود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰,۵۵ از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد (بحری ثالث و همکاران، ۱۳۹۷).

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به آماره مشخص میشود که سطح معنی داری برای ضریب سیاست مالی برابر با ۰,۰۰ است و از ۰,۰۵ کمتر می‌باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین سیاست مالی و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تایید می‌شود. بنابراین فرضیه اصلی تایید میشود. مثبت بودن ضریب سیاست مالی (۰,۳۵) حاکی از آن است که ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران دارد. یعنی با افزایش یک واحدی سیاست مالی، شاخص کل بورس نیز به میزان (۰,۳۵) افزایش می‌یابد. آماره دوربین واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر استفاده میشود که اگر مقدار آماره دوربین واتسون در فاصله ۱,۵ تا ۲,۵ باشد فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار آماره دوربین واتسون در این جدول ۱,۵۷ می‌باشد و این عدد نشان میدهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد میشود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد (بحری ثالث و همکاران، ۱۳۹۷).

### ۴-۷- نتایج آزمون فرضیه فرعی اول پژوهش

هدف از آزمون فرضیه فرعی اول پژوهش بررسی این موضوع می‌باشد که آیا درآمد نفتی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد یا خیر؟

جدول ۶- فرضیه فرعی اول (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

| متغیر وابسته : شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران |             |          |          |               |          |
|------------------------------------------------|-------------|----------|----------|---------------|----------|
| عنوان متغیر                                    | علامت متغیر | ضریب     | آماره تی | سطح معنی داری | رابطه    |
| جزء ثابت                                       | C           | -۶۴۵۹,۲۸ | -۲,۱۱    | ۰,۰۰          |          |
| درآمد نفتی دولت                                | OILREV      | ۰,۴۴     | ۲,۴۱     | ۰,۰۰          | معنی دار |
| ضریب تعیین مدل                                 |             |          |          |               |          |
| ۰,۷۵                                           |             |          |          |               |          |
| دوربین واتسون                                  |             |          |          |               |          |
| ۱,۵۴                                           |             |          |          |               |          |
| آماره F                                        |             |          |          |               |          |
| ۳۴,۰۰                                          |             |          |          |               |          |
| (P-Value)                                      |             |          |          |               |          |
| (۰/۰۰)                                         |             |          |          |               |          |

با توجه به جدول ۶ مشخص می‌شود کل مدل با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره p-value برابر ۰,۰۰ و کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد لذا از لحاظ معنی داری مدل تایید میشود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰,۷۵ از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به آماره مشخص می‌شود که سطح معنی داری برای ضریب درآمد نفتی دولت برابر با ۰,۰۰ است با و از ۰,۰۵ کمتر می باشد ، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین درآمد نفتی دولت و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تایید می‌شود. بنابر این فرضیه فرعی اول تایید می‌شود. مثبت بودن ضریب درآمد نفتی دولت (۰,۴۴) حاکی از آن است که ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران دارد. یعنی با افزایش یک واحدی درآمد نفتی دولت ، شاخص کل بورس نیز به میزان (۰,۴۴) افزایش می یابد.

آماره دوربین واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر استفاده می‌شود که اگر مقدار آماره دوربین واتسون در فاصله ۱,۵ تا ۲,۵ باشد فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و می توان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار آماره دوربین واتسون در این جدول ۱,۵۴ می باشد و این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و میتوان از رگرسیون استفاده کرد.

## ۷-۵- نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم پژوهش

هدف از آزمون فرضیه فرعی دوم پژوهش بررسی این موضوع می‌باشد که آیا پرداختی های عمرانی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد یا خیر؟

جدول ۷- فرضیه فرعی دوم (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

| متغیر وابسته : شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران |             |          |          |               |          |
|------------------------------------------------|-------------|----------|----------|---------------|----------|
| عنوان متغیر                                    | علامت متغیر | ضریب     | آماره تی | سطح معنی داری | رابطه    |
| جزء ثابت                                       | C           | ۲۵۵۹۹,۵۴ | ۲,۰۴     | ۰,۰۰۰         |          |
| پرداختی‌های عمرانی دولت                        | CIVILPAY    | ۰,۴۳     | ۲,۲۹     | ۰,۰۰۰         | معنی دار |
| ضریب تعیین مدل                                 |             |          |          |               |          |
| دوربین واتسون                                  |             |          |          |               |          |
| آماره F                                        |             |          |          |               |          |
| (P-Value)                                      |             |          |          |               |          |
| ۲۵,۲۵                                          |             |          |          |               |          |
| (۰/۰۰۰۰)                                       |             |          |          |               |          |

با توجه به جدول ۷ مشخص می شود کل مدل با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره p-value برابر ۰,۰۰ و کمتر از ۰,۰۵ می باشد لذا از لحاظ معنی داری مدل تایید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰,۵۱ از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به آماره مشخص می‌شود که سطح معنی داری برای ضریب پرداختی های عمرانی دولت برابر با ۰,۰۰ است با و از ۰,۰۵ کمتر می باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین پرداختی های عمرانی دولت و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تایید می شود. بنابر این فرضیه فرعی دوم تایید می‌شود. مثبت بودن ضریب پرداختی های عمرانی دولت (۰,۴۳) حاکی از آن است که ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران دارد. یعنی افزایش یک واحدی پرداختی های عمرانی ، احتمال افزایش شاخص کل بورس نیز به میزان (۰,۴۳) وجود دارد.

آماره دوربین واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر استفاده می‌شود که اگر مقدار آماره دوربین واتسون در فاصله ۱,۵ تا ۲,۵ باشد فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و می توان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار آماره دوربین واتسون در این جدول ۲,۱۰ می باشد و این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و میتوان از رگرسیون استفاده کرد.

## ۷-۶- نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم پژوهش

هدف از آزمون فرضیه فرعی سوم پژوهش بررسی این موضوع می‌باشد که آیا کسری بودجه بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد یا خیر؟

جدول ۸- فرضیه فرعی سوم (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

| متغیر وابسته: شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران |             |          |          |               |                |
|-----------------------------------------------|-------------|----------|----------|---------------|----------------|
| عنوان متغیر                                   | علامت متغیر | ضریب     | آماره تی | سطح معنی‌داری | رابطه          |
| جزء ثابت                                      | C           | ۸۳۴۰۸,۲۹ | ۱,۹۵     | ۰,۰۹          |                |
| کسری بودجه                                    | DEFICIT     | -۰,۰۹    | -۲,۲۵    | ۰,۰۰          | معکوس معنی دار |
| ضریب تعیین مدل                                |             |          |          |               |                |
| دوربین واتسون                                 |             |          |          |               |                |
| آماره F                                       |             |          |          |               |                |
| (P-Value)                                     |             |          |          |               |                |
|                                               |             |          |          | ۳۱,۰۶         |                |
|                                               |             |          |          | (۰/۰۰۰۰)      |                |

با توجه به جدول ۸ مشخص می‌شود کل مدل با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره p-value برابر ۰,۰۰ و کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد لذا از لحاظ معنی داری مدل تایید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰,۳۹ از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به آماره مشخص می‌شود که سطح معنی داری برای ضریب کسری بودجه برابر با ۰,۰۰ است و از ۰,۰۵ کمتر می‌باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین کسری بودجه و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تایید می‌شود. بنابر این فرضیه فرعی سوم تایید می‌شود. منفی بودن ضریب کسری بودجه (-۰,۰۹) حاکی از آن است که ارتباط معکوس با متغیر وابسته یعنی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران دارد. یعنی زمانی که دولت با کسری بودجه، مواجه شود احتمال اینکه شاخص کل بورس نیز به میزان (-۰,۰۹) کاهش یابد وجود دارد.

آماره دوربین واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر استفاده می‌شود که اگر مقدار آماره دوربین واتسون در فاصله ۱,۵ تا ۲,۵ باشد فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار آماره دوربین واتسون در این جدول ۱,۶۰ می‌باشد و این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و میتوان از رگرسیون استفاده کرد.

## ۸- بحث و نتیجه گیری

این تحقیق به بررسی تاثیر سیاست‌های مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است، بازه زمانی این پژوهش ۱۳۸۹-۱۳۹۸ می‌باشد. سیاست مالی دولت شامل درآمدهای نفتی دولت و پرداخت‌های عمرانی می‌باشد که تمامی این متغیرهای سیاست مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار بوده اند. به طوری که در فرضیه فرعی اول از نتایج نشان داد که درآمدهای نفتی دولتی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد، درآمد حاصل از فروش نفت وضعیت اقتصادی کشور را رو به بهبودی خواهد بخشید، دولت با حمایت در بخش اقتصاد و سرمایه گذاری، مردم و افراد سرمایه گذار را ترغیب به به سرمایه گذاری در بخش بورس می‌نمایند به طوریکه دولتی اگر حامی باشد رشد سهام شرکت‌ها را در پی خواهد داشت. در خصوص فرضیه فرعی دوم نتایج نشان داد که پرداختی‌های عمرانی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. این در شرایطی است که پرداختی‌های عمرانی به منظور توسعه و رشد اقتصاد به همراه باشد که افراد سرمایه گذار با خرید سهم‌هایی در بورس اوراق بهادار تهران به رشد بازار نیز کمک نمایند. نتیجه فرضیه فرعی سوم حاکی از آن بود که کسری بودجه بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معکوس معناداری دارد؛ در شرایطی که کشور دچار تحریم‌ها از سوی برخی کشورها باشد و درآمدها و بودجه‌ها رو به کاهش باشد بورس اوراق بهادار در این شرایط رو به کاهش خواهد رفت و افراد سرمایه گذار با فروش سهام خود باعث به وجود آمدن روند کاهشی شاخص بورس اوراق بهادار تهران خواهند شد. به طور کلی این پژوهش از یک سو دولت و از سوی دیگر بورس اوراق بهادار تهران ارتباط مستقیمی با هم دارند، اگر دولت با حمایت از بورس اوراق بهادار تهران زمینه سرمایه گذاری افراد سرمایه گذار را فراهم نماید شاخص کل بورس روند افزایشی خواهد داشت. اگر بخشی از سهام شرکت‌ها در اختیار تعدادی از افراد حقوقی باشد بقیه صنایع و شرکت‌ها روند کاهشی را طی خواهند کرد و افراد سرمایه گذار علاقه‌ای به سرمایه گذاری در بورس نشان نمی‌دهند

این پژوهش هم راستا با نتایج تحقیقات خارجی کپور توله (۲۰۲۰)، جائو و همکاران (۲۰۲۰)، میشانو (۲۰۱۹)، هائوگ و همکاران (۲۰۱۹)، و تحقیقات داخلی احدی سرکانی و قاسم پور (۱۳۹۶)، ستوده نیا و عابدی (۱۳۹۲) می‌باشد.

## منابع

۱. فارسافشاری زهرا، توکلیان حسین، بیات مرضیه، ۱۳۹۷، "بررسی تاثیر شوک شاخص کل قیمت سهام بر متغیرهای کلان اقتصادی با استفاده از رویکرد DSGE"، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، سال هجدهم شماره ۲ (تابستان ۱۳۹۷)، صص ۸۱-۱۰۳
۲. احدی سرکانی سیدیوسف، قاسم پور معصومه، ۱۳۹۶، "ارزیابی تاثیر سیاست های پولی، مالی و رشد صنعت بر نوسانات شاخص رشد بازار سرمایه ایران"، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، پیاپی ۲۲ (تابستان ۱۳۹۶)
۳. اسماعیل پور قمی عابدین، ۱۳۸۹، پایان نامه: مقایسه بازدهی سهام در دو گروه شرکت های تولید کننده سیمان و شرکت های سرمایه گذاری بر مبنای شاخص شارپ، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات
۴. بحری ثالث جمال؛ پاک مرام عسگر؛ قادری قدرت، ۱۳۹۷، تبیین رابطه رقابت در بازار محصول با مدیریت سود شرکتها (شواهدی از اقلام تعهدی اختیاری)، حسابداری مدیریت - پاییز ۱۳۹۷ - شماره ۳
۵. جلالیان کتایون، ۱۳۸۳، تاثیر عرضه اوراق مشارکت بر متغیرهای اصلی اقتصاد کلان، پژوهشنامه اقتصادی (دانشگاه علامه طباطبائی- پاییز ۱۳۸۳- شماره ۱۴)
۶. حمیده پور حمیده؛ صالح ایرج؛ یزدانی سعید، ۱۳۸۹، "بررسی نقش درآمدهای نفتی و سیاست های پولی و مالی در بخش کشاورزی ایران"، فصلنامه اقتصاد کشاورزی، سال چهارم شماره ۴ (۱۳۸۹)، ص ۲۹
۷. ستوده نیا سلمان، عابدی فریبا، ۱۳۹۲، "تاثیر سیاست های پولی و مالی در تثبیت مالی ایران"، فصلنامه سیاست های راهبردی و کلان، پیاپی ۳ (پاییز ۱۳۹۲)، ص ۱۰۳
۸. شیرافکن احسان، ۱۳۹۰، پایان نامه: بررسی رابطه بین مصرف انرژی و تولید ناخالص داخلی در کشورهای کمتر از درآمد متوسط با استفاده از الگوی پانل دیتا، دانشگاه آزاد اسلامی- واحد علوم و تحقیقات
۹. غفارلوی مقدم سید جواد، ۱۳۹۸، پایان نامه: تاثیر سیاست های هماهنگ پولی و مالی بر تورم، بیکاری، رشد اقتصادی و شاخص بورس تهران مطالعه موردی در ایران ۱۳۵۷-۱۳۹۵، دانشگاه مفید
۱۰. مسلمی مهرداد، ۱۳۹۶، پایان نامه: حساسیت بازار سرمایه و گزارشگری محافظه کارانه باتوجه به محدودیت های فروش کوتاه مدت، دانشگاه آزاد اسلامی- واحد علوم و تحقیقات
۱۱. میرشقیعی امیر، شهرستانی حمید، غفاری فرهاد، معمارنژاد عباس، ۱۳۹۹، نااطمینانی بازار سهام و تحلیل شوک سیاست پولی بر آن، نشریه اقتصاد پولی، مالی، پیاپی ۱۹ (بهار و تابستان ۱۳۹۹)، صص ۲۹-۴۶
۱۲. خدیجه مسعودی، ۱۳۸۸، پایان نامه: سیاست های پولی و مالی
13. Afonso António, Tovar Jalles João, Kazemi Mina, 2020, the effects of macroeconomic, fiscal and monetary policy announcements on sovereign bond spreads, International Review of Law and Economics September 2020...
14. Fu Buben, Luo Daqing, 2021, monetary policy uncertainty and bank leverage: Evidence from China, Economics Letters 22 April 2021.
15. Haug Alfred A., Jędrzejowicz Tomasz, Sznajderska Anna, 2019, Monetary and fiscal policy transmission in Poland, Economic Modelling June 2019
16. Kpughur Tule Moses, Funmilade Onipede Samuel, Uwawunkonye Ebuha Godday, 2020, monetary and fiscal policy mix in a small open economy: Evidence from Nigeria, Scientific African, 25 April 2020
17. Liu Xiaochun, 2021, on fiscal and monetary policy-induced macroeconomic volatility dynamics, Journal of Economic Dynamics and Control 26 April 2021.
18. Michau Jean-Baptiste, 2019, Monetary and fiscal policy in a liquidity trap with inflation persistence, Journal of Economic Dynamics and Control March

## مطالعه‌ی نقش بازار بورس اوراق بهادار و شاخص پس انداز ملی در توسعه اقتصادی ایران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۰۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۲۱

کد مقاله: ۸۲۱۸۶

المیرا غیاث آبادی فراهانی<sup>۱</sup>، داریوش برزوئی<sup>۲\*</sup>

### چکیده

بازار بورس اوراق بهادار به عنوان نماینده‌ای از بازار سرمایه، یکی از ارکان مهم مالی-اقتصادی کشور است. این بازار نقش موثری در تهیه امکانات مالی و سرمایه‌ای به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشور ایفا می‌کند. از جمله وظایف بازار بورس می‌توان به افزایش سرمایه، خدمات سرمایه‌گذاران، شاخص کمک‌کننده به سلامت مالی و تاثیر بر توسعه اقتصادی اشاره کرد. توسعه اقتصادی مستلزم تعهد به سرمایه‌گذاری درازمدت است. بورس اوراق بهادار، سرمایه‌های طولانی‌مدت برای بخش‌های اصلی اقتصاد از جمله کسب‌وکار و دولت را فراهم می‌کند. بدین علت از شاخص‌های بورس اوراق بهادار اغلب به عنوان شاخص سلامت اقتصادی استفاده می‌شود. این نوشتار به بررسی نقش بازار بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصادی پرداخته و با تکیه بر شاخص‌های پس انداز و بازار بورس، دلایل عدم توسعه بازار سرمایه را مورد بررسی قرار داده است. در پایان پس از بررسی شاخص‌ها و آمار و ارقام موجود، دلایل اصلی عدم توسعه بازار سرمایه به صورت: جذابیت سرمایه گذاری در بانک‌ها در مقایسه با بازار سرمایه، ریسک بالای شرکت‌های صنعتی موجود در بازار بورس و بازدهی اندک بازار سرمایه (با در نظر گرفتن نرخ تورم) بر شمرده می‌شوند.

**واژگان کلیدی:** توسعه اقتصادی، بازار بورس اوراق بهادار، پس انداز ملی، بازار سرمایه

۱- کارشناسی رشته مهندسی مکانیک، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

۲- دانشجوی دکتری مهندسی مکانیک، دانشگاه علم و صنعت ایران، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

d\_borzuei@mecheng.iust.ac.ir

## ۱- مقدمه

بورس اوراق بهادار دارای اهمیت بسیاری در سیستم‌های اقتصادی پیچیده امروزی می‌باشد به گونه‌ای که از آن بعنوان شاخصی جهت تعیین میزان سلامت یا بیماری اقتصادی کشورها، نام می‌برند. همچنین یکی از مهمترین وظایف یک بورس، مهیا نمودن بازاری پیوسته برای اوراق بهادار است. در یک بازار پیوسته، مقادیر زیادی از اوراق بهادار بدون به وجود آمدن تغییر زیادی در قیمت آن‌ها، مورد معامله قرار می‌گیرند. به بیان دیگر بورس اوراق بهادار با جذب پس‌اندازهای راکد و هدایت آن‌ها به سمت واحدهای تولیدی، بستر و امکاناتی را فراهم می‌نماید که سبب مشارکت و سهیم شدن مردم در توسعه اقتصاد می‌شود که این امر از اهداف اصلی این بازار می‌باشد.

هدف از این پژوهش، بررسی نقش بازار بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصادی و تحلیل دلایل عدم توسعه بازار سرمایه است. این تحلیل با بررسی پس‌اندازهای ملی و انتخاب آماری برخی از سال‌های اخیر به عنوان نمونه میسر گردید. بدین جهت، ابتدا مفاهیم مقدماتی پیرامون انواع بازارهای مالی و مقایسه آن‌ها مطرح می‌شود، سپس پیش‌نیازهای اصلی مبحث، تحت عناوین پس‌انداز و سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار می‌گیرد و در انتها با پردازش و تحلیل آمارهای قابل دسترس از سالیان گذشته و منابع معتبر، به نتیجه‌گیری کلی از موضوع پرداخته می‌شود.

امروزه بازار سرمایه به عنوان یکی از ارکان مهم بازارهای مالی، نقش به‌سزایی در بسیج امکانات مالی و سرمایه‌ای به‌منظور رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارد. هم‌اکنون در بسیاری از کشورهای جهان نقش تامین مالی اعتبارات مورد نیاز بنگاه‌های اقتصادی، بر عهده بازار سرمایه است. در این خصوص، توجه به نقش بازار بورس در توسعه و رشد اقتصادی کشورها، امری ضروری است.

در سال‌های اخیر، همواره بر وجود رابطه مثبت میان واسطه‌گری مالی و رشد اقتصادی به‌عنوان یکی از محورهای اصلی در ادبیات توسعه مالی تاکید شده است. براساس این ادبیات، بخش مالی نقش اساسی در توسعه و رشد اقتصادی دارد. به دلیل ایفای نقش واسطه‌ای در تخصیص منابع به همه بخش‌های اقتصادی از طریق کاهش هزینه تأمین مالی و نیز تشویق پس‌اندازها و استفاده کارا از آن‌ها، بخش مالی سهم عمده‌ای در رشد بلند مدت اقتصادی دارد (Moosavian et al. 2021). علاوه بر ادبیات توسعه مالی، اقتصاددانان کلاسیک از جمله رابرت لوکاس، ربلو، رومر، روزن اشتاین، گروسمن و هلمپن نیز با توجه به نظریه رشد کلاسیک جدید، بر اهمیت تاثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی تاکید داشته‌اند (Lucas Jr 1988, Romer 1994). آن‌ها معتقدند که کارکردهای مالی از دو کانال انباشت سرمایه و ابداعات تکنولوژی بر رشد اقتصادی تأثیر می‌گذارند. از سوی دیگر، براساس تئوری‌های اقتصادی، رشد اقتصادی با افزایش ظرفیت تولید و سرمایه‌گذاری بر افزایش اشتغال تأثیر می‌گذارد (Jamaliah 2016). بنابراین براساس مبانی نظری موجود، توسعه مالی به صورت مستقیم بر رشد اقتصادی و به صورت غیرمستقیم بر افزایش اشتغال تأثیرگذار است (اسکندری ۱۳۹۶).

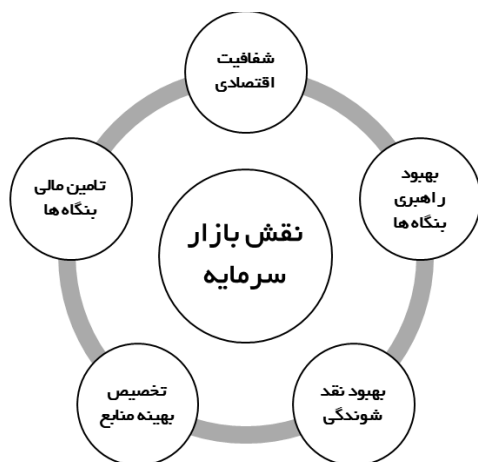
پس از احراز ضرورت بررسی بازار سرمایه و بورس، لازم است مروری بر مطالعات انجام شده در این زمینه انجام پذیرد. مطالعات تجربی صورت گرفته در این زمینه نشان می‌دهد که افزایش دسترسی به ابزارها و نهادهای مالی، هزینه اطلاعات و مبادلات را در اقتصاد کاهش می‌دهد و سبب رشد اقتصادی، افزایش سرمایه‌گذاری، بهبود اشتغال و در مجموع افزایش رفاه جامعه خواهد شد. علاوه بر ادبیات توسعه مالی و نظریه‌های رشد کلاسیک، بسیاری از اقتصاددانان در سال‌های پیشین نظیر شومپتر، هیکس، مک‌کینون و فرای، بر اهمیت بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه و بورس و نقش کلیدی آن در توسعه و رشد اقتصادی تأکید داشته‌اند و مطالعات تجربی که در سطح جهانی توسط محققین انجام شده است نیز بر ارتباط مثبت توسعه مالی بر رشد اقتصادی تأکید دارند (Masoumi et al. 2013). زارعی (۲۰۱۸). علاوه بر مطالعات گسترده در سطح جهانی، در داخل کشور نیز برخی مطالعات بر اهمیت بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه در بهبود فضای کسب و کار و رشد اقتصادی تأکید داشته‌اند (حافظیان ۲۰۱۷). در مجموع با توجه به مطالعات داخلی صورت گرفته در این خصوص، تأثیر مثبت بازار سرمایه بر رشد اقتصادی و اشتغال انکار ناپذیر است. در ادامه برخی از مطالعات انجام شده در این زمینه به طور خلاصه مورد بررسی قرار می‌گیرد.

محمدی و ملقرنی (ملقرنی ۲۰۰۵) نقش بازار بورس اوراق بهادار توسعه اقتصادی را بررسی و مواردی را برای بهبود بازار بورس پیشنهاد نمود که مهم‌ترین آن‌ها عبارتند از:

- ایجاد شرکت‌های جدید با ساختار مالی مناسب و سودآوری در بازار بورس
- ایجاد رغبت حضور در بازار بورس برای شرکت‌هایی که منابع مالی خود را از طریق بانک تامین می‌کنند. این امر موجب کاهش فشار بر سیستم بانکی کشور می‌شود.
- دادن اولویت در تخصیص ارز به شرکت‌هایی که در بورس اوراق بهادار پذیرفته می‌شوند.
- فراهم نمودن شرایط مساعد و صندوق‌های لازم جهت خرید اقساطی سهام

رودرا و همکاران تأثیر شاخص توسعه بازار بورس بر تولید سرانه واقعی آمریکا را در سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۱ مورد بررسی و مطالعه قرار دادند. بررسی‌های به عمل آمده نشان از آن داشت که هر یک واحد افزایش در تغییرات شاخص توسعه بازار سهام، سبب افزایش رشد ۳/۸۸ درصدی تولید سرانه این کشور می‌شود. در این پژوهش، شاخص توسعه بازار سهام از ترکیب ۴ شاخص

پیشنهاد شده است: ۱) نسبت ارزش بازاری شرکت‌ها به رشد ناخالص داخلی، ۲) نسبت ارزش معاملات سهام به رشد ناخالص داخلی، ۳) تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به ازای هر ۱۰ هزار نفر جمعیت و ۴) نسبت گردش معاملات (Pradhan et al. 2017).



شکل ۱- نقش بازار سرمایه در افزایش رشد اقتصادی

ذوالفقاری و همکاران نقش بازار سرمایه کشور در رشد اقتصادی و ایجاد اشتغال را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها به طبقه‌بندی بازارهای مالی به دو بازار اصلی پول و سرمایه پرداختند و سپس با استفاده از ۵ فاکتور نقش بازار سرمایه را در افزایش رشد اقتصادی توصیف کردند. فاکتورهای موردنظر آن‌ها در شکل ۱ مشاهده می‌شود (اسکندری ۱۳۹۶).

چن و هو به مطالعه اثر بازارهای سهام و بانک بر رشد اقتصادی ۳۱ کشور انتخاب شده طی سال‌های ۱۹۸۱ تا ۲۰۰۸ پرداختند. مدل انتخابی آن‌ها در این پژوهش، مدل رگرسیون حداقل مربعات بود. ملاحظات آن‌ها نشان داد که افزایش ۱۰ درصدی در ارزش معاملات سهام بازار داخلی، به افزایش ۲/۲ درصدی رشد اقتصادی میان کشورهای مذکور می‌انجامد (Wu et al. 2010).

گرامی اصل و همکاران سودآوری بازار سهام در اقتصاد ایران را بررسی کردند. آن‌ها بازار سرمایه را یکی از ارکان مهم بازار مالی برشمردند. در این پژوهش سه روش خرید و نگهداری، میانگین متحرک و مونتوم جهت بررسی سودآوری بازار بورس اوراق بهادار تهران مورد استفاده و آزمایش قرار گرفت. مشاهدات حاصله نشان داد که با تغییر استراتژی‌های متفاوت می‌توان برای هر صنعت به بازده سالانه ۳۶ درصد و برای کل بازار به بازده میانگین ۳۲ درصد دست یافت (بحیرایی ۱۳۹۴).

کرباسی و نوبخت با بررسی رابطه علی بین شاخص‌های توسعه بازار سهام و تولید سرانه واقعی در ۱۵ کشور طی دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۵، به وجود رابطه قوی بین بازار سهام و رشد اقتصادی پی‌بردند. نتایج مطالعه آن‌ها حاکی از آن بود که این رابطه به نحوی است که افزایش شاخص توسعه بازار سهام، تأثیر مثبتی بر افزایش رشد اقتصادی کشورها دارد (کرباسی ۱۳۸۸).

در پژوهش حاضر، پس از مروری بر مقدمات و پیش‌نیازهای موضوع، عملکرد بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های اخیر بررسی شده و نقش بازار بورس اوراق بهادار در رشد اقتصادی و اشتغال‌زایی مطالعه می‌گردد. در بخش بعد، جهت درک ادبیات موضوع به مفاهیمی در زمینه پس‌انداز و سرمایه‌گذاری پرداخته خواهد شد.

## ۲- پس‌انداز و سرمایه‌گذاری

پس‌انداز ملی عبارت است از تفاوت تولید کل و مخارج کل در یک نظام اقتصادی. پس‌انداز ملی در اصل از دو عنصر مجزا تشکیل شده است:

- پس‌انداز بخش دولتی
- پس‌انداز بخش خصوصی

همواره در تئوری‌های اقتصادی بر وجود رابطه مثبت میان رشد اقتصادی و سطوح پس‌انداز و سرمایه‌گذاری تأکید شده است. باتوجه به اهمیت این موضوع، لازم است که منشأ آن، یعنی مازاد درآمد و مصرف افراد جامعه، بررسی شود. از آنجایی که درآمد آحاد جامعه پس‌انداز را شکل می‌دهد و پس‌انداز نیز موجب رشد اقتصادی می‌گردد، می‌توان نتیجه گرفت عواملی که بر الگوی درآمد و مصرف افراد در طول دوره زندگی تأثیر دارند، سطح پس‌انداز و سرمایه‌گذاری ملی را نیز متأثر می‌سازند. در شکل ۲ دیاگرامی از رابطه مطرح شده ملاحظه می‌شود.



شکل ۲- دیاگرام رابطه بین درآمد افراد و رشد اقتصادی

دیاگرام شکل ۲ نشان می‌دهد که با افزایش درآمد آحاد جامعه می‌توان شاهد افزایش سرمایه‌گذاری ملی و رشد اقتصادی حاصل از آن بود. لازم به ذکر است که در یک اقتصاد باز، از محل پس‌انداز خارجی (خارج از مرزهای ناحیه اقتصادی مورد بررسی) می‌توان



نسبت به تامین سرمایه اقدام نمود (فرزین وش 2015 et al.). در شرایط فقدان امنیت و نبود سرمایه‌گذار خارجی، پس‌انداز بخش خصوصی و جهت دهی به آن از اهمیت ویژه برخوردار است چراکه این پس‌انداز تامین‌کننده اصلی سرمایه در کشور می‌باشد. با توجه به موارد فوق، می‌توان نتیجه گرفت توسعه بخشی مالی نیازمند توجه ویژه به عرصه سرمایه‌گذاری می‌باشد که مهم‌ترین عوامل آن عبارتند از: وجود ساختار مناسب و قانونی در بازار بورس، ارتقای دانش سرمایه‌گذاری و فرهنگ‌سازی میان مردم و تقویت و آموزش نیروی انسانی مجرب و متخصص جهت حضور در بازارهای مالی (Todaro 2021). جهت اثبات وجود رابطه مثبت میان رشد اقتصادی و سطوح پس‌انداز آحاد جامعه، ذیلاً به بررسی نظریات بزرگان علم اقتصاد به‌اختصار پرداخته شده است.

به اعتقاد روستو، مرحله خیز اقتصادی مرحله‌ای است که در آن نرخ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری از حدود ۵ درصد درآمد به بیش از ۱۲ درصد افزایش یابد (Rostow 1990).

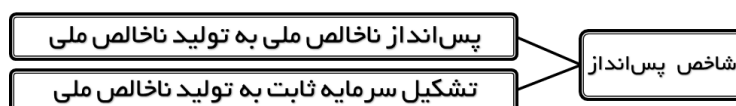
روزن اشتاین رودن داشتن حداقل سرمایه‌گذاری را لازمه قرار گرفتن اقتصاد در خط رشد و تداوم موفقیت‌آمیز آن می‌دانست. او معتقد بود که این امر نیاز به سطوح بالای پس‌انداز دارد (Strout 1966).

سامرز کاهش پس‌اندازها را مانعی جدی برای رشد اقتصادی به‌شمار آورده و مهم‌ترین ریشه‌های افزایش بهره‌وری را پس‌انداز می‌داند.

باتوجه به موارد فوق و نظریات بزرگان علم اقتصاد، اهمیت مقوله پس‌انداز و رابطه آن با رشد اقتصادی اثبات می‌گردد اما سوالی که باقی می‌ماند این است که شاخص‌های بررسی میزان پس‌اندازهای یک جامعه چیست؟

## ۱-۲- معرفی شاخص‌های پس‌انداز

تأثیر به‌سزای پس‌انداز بر رشد و توسعه اقتصادی، توجه به شاخص‌های پس‌انداز و شناخت آن‌ها را امری مهم جلوه‌گر می‌سازد. در این خصوص مطالعات بسیاری انجام شده و شاخص‌های زیادی معرفی گردیده است. در این بخش به معرفی مهم‌ترین این شاخص‌ها پرداخته می‌شود. در شکل ۳ رایج‌ترین شاخص‌های موجود در زمینه بررسی سطح پس‌انداز یک جامعه قابل مشاهده است.

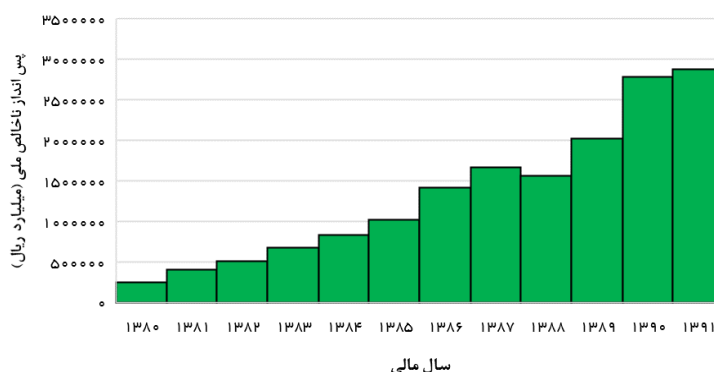


شکل ۳- شاخص‌های موجود در زمینه بررسی سطح پس‌انداز جامعه

نسبت پس‌انداز ناخالص ملی به تولید ناخالص ملی، رایج‌ترین فاکتوری است که سطح پس‌انداز را در یک نظام اقتصادی نشان می‌دهد. برای محاسبه مقدار پس‌انداز ناخالص ملی، لازم است که تمام موارد زیر را با هم جمع نماییم:

- ۱- تشکیل سرمایه ثابت ناخالص ملی
- ۲- خالص صادرات کالا و خدمات
- ۳- تغییر در موجودی انبار
- ۴- خالص درآمد عوامل تولید از خارج

شاخص نسبت پس‌انداز ناخالص ملی به تولید ناخالص ملی، بیان‌گر این است که چه کسری از مقدار تولید ناخالص ملی مربوط به پس‌انداز است و مقدار آن همواره بین صفر و یک می‌باشد که معمولاً به صورت درصدی گزارش می‌شود. در جدول ۱ شاخص مذکور و در شکل ۴ نمودار آن ارائه شده است (عدسرا ۱۳۹۰).



شکل ۴- نمودار نسبت پس‌انداز ملی به قیمت‌های جاری از سال ۱۳۸۰ تا سال ۱۳۹۱

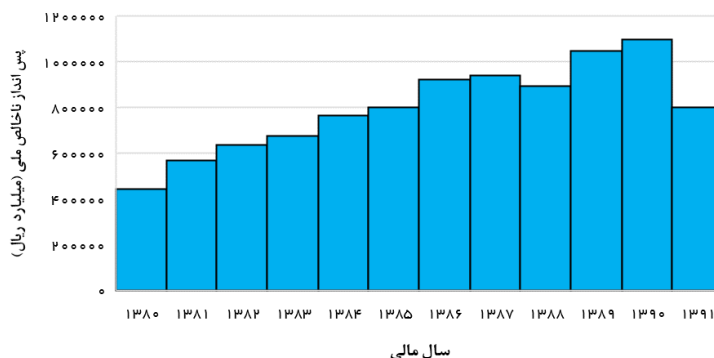
جدول ۱- داده‌های نسبت پس‌انداز ملی به قیمت‌های جاری از سال ۱۳۸۰ تا سال ۱۳۹۱

| سال  | تشکیل سرمایه ثابت ناخالص | تغییر در موجودی انبار | خالص صادرات کالاها و خدمات | خالص درآمد عوامل تولید از خارج | پس‌انداز ملی ناخالص ملی | کسر می‌شود: استهلاک سرمایه‌های ثابت | پس‌انداز خالص ملی |
|------|--------------------------|-----------------------|----------------------------|--------------------------------|-------------------------|-------------------------------------|-------------------|
| ۱۳۸۰ | ۲۶۴۳۰۹/۶                 | -۴۰۴۲/۸               | -۱۴۲۴۱/۴                   | ۱۷۳۴/۲                         | ۲۴۷۷۵۹/۶                | ۱۲۵۲۳۶/۶                            | ۱۲۲۵۲۳/۰          |
| ۱۳۸۱ | ۳۴۰۳۰۸/۲                 | ۵۹۴۵۴/۸               | ۶۷۰۵/۹                     | ۲۸۷۸/۴                         | ۴۰۹۳۴۷/۳                | ۱۵۹۵۲۷/۹                            | ۲۴۹۸۱۹/۳          |
| ۱۳۸۲ | ۴۱۰۸۸۰/۷                 | ۱۱۸۸۵۷/۷              | -۱۷۹۱۷/۸                   | ۲۳۵۷/۸                         | ۵۱۴۱۷۸/۵                | ۱۹۳۰۵۸/۴                            | ۳۲۱۱۲۰/۱          |
| ۱۳۸۳ | ۴۹۶۳۵۵/۰                 | ۱۹۵۷۳۴/۹              | -۱۲۷۶۸/۹                   | -۲۶۵۵/۸                        | ۶۷۶۶۶۵/۲                | ۲۳۱۹۸۵/۶                            | ۴۴۴۶۷۹/۶          |
| ۱۳۸۴ | ۵۶۶۳۱۰/۶                 | ۱۴۸۵۲۰/۱              | ۱۲۵۸۴۰/۱                   | -۳۶۷۳/۶                        | ۸۳۶۹۹۷/۲                | ۲۶۸۹۳۶/۰                            | ۵۶۸۰۶۱/۲          |
| ۱۳۸۵ | ۶۵۰۳۹۳/۹                 | ۲۰۶۱۶۱/۲              | ۱۵۹۲۰۴/۱                   | ۱۰۲۴/۵                         | ۱۰۱۶۷۸۳/۸               | ۳۳۵۷۷۲/۱                            | ۶۸۱۰۱۱/۸          |
| ۱۳۸۶ | ۸۸۰۳۵۵/۸                 | ۲۸۴۳۸۴/۶              | ۲۴۶۸۷۹/۷                   | ۸۸۵۵/۱                         | ۱۴۲۰۴۷۵/۳               | ۴۳۰۶۲۲/۳                            | ۹۸۹۸۵۳/۰          |
| ۱۳۸۷ | ۱۱۸۱۸۳۵/۰                | ۲۸۴۵۱۱/۲              | ۱۸۵۱۵۱/۸                   | ۱۲۷۸۴/۲                        | ۱۶۶۴۲۸۲/۲               | ۵۳۹۵۴۲/۰                            | ۱۱۲۴۷۴۰/۲         |
| ۱۳۸۸ | ۱۲۱۶۰۵۱/۳                | ۲۸۱۴۴۸/۰              | ۶۳۴۶۹/۷                    | -۱۲۰۷/۳                        | ۱۵۵۹۷۶۱/۷               | ۵۶۸۵۳۱/۶                            | ۹۹۱۲۳۰/۱          |
| ۱۳۸۹ | ۱۳۳۳۳۵۶/۹                | ۴۴۷۷۴۵/۴              | ۲۴۲۸۶۶/۲                   | ۸۱۷/۸                          | ۲۰۲۴۷۸۶/۴               | ۶۲۵۵۳۸/۹                            | ۱۳۹۹۲۴۷/۶         |
| ۱۳۹۰ | ۱۶۴۸۶۷۱/۳                | ۵۵۳۶۵۷/۷              | ۵۷۳۱۵۱/۹                   | ۳۵۳۵/۲                         | ۲۷۷۹۰۱۶/۲               | ۷۸۷۶۴۵/۷                            | ۱۹۹۱۳۷۰/۵         |
| ۱۳۹۱ | ۱۹۷۳۰۶۸/۰                | ۷۵۸۴۷۰/۱              | ۱۱۶۴۶۱/۷                   | ۲۹۲۸۶/۴                        | ۲۸۷۷۲۸۶/۲               | ۱۳۰۴۴۹۰/۴                           | ۱۵۷۲۷۹۵/۸         |

از آنجایی که تأثیر تورم باعث تحلیل غلط نمودار شکل ۵ شده و روند صعودی به صورت اشتباه استنباط می‌شود، لازم است نسبت پس‌انداز ملی به قیمت‌های یک سال مرجع منتقل شده و با یکدیگر مقایسه شود که در این صورت از داده‌های جدول ۲ (عددسرا ۱۳۹۰)، نمودار شکل ۵ حاصل می‌شود:

جدول ۲- داده‌های نسبت پس‌انداز ملی به قیمت‌های ثابت از سال ۱۳۸۰ تا سال ۱۳۹۱

| سال  | تشکیل سرمایه ثابت ناخالص | تغییر در موجودی انبار | خالص صادرات کالاها و خدمات | خالص درآمد عوامل تولید از خارج | نتیجه رابطه مبادله بازرگانی | پس‌انداز ملی ناخالص ملی | پس‌انداز خالص ملی |
|------|--------------------------|-----------------------|----------------------------|--------------------------------|-----------------------------|-------------------------|-------------------|
| ۱۳۸۰ | ۴۰۵۴۰۶/۵                 | ۶۴۴۳۸/۸               | ۶۹۲۰۷/۴                    | ۱۶۷۰/۲                         | -۹۸۸۷۷/۸                    | ۴۴۱۸۴۵/۱                | ۲۴۹۴۹۷/۰          |
| ۱۳۸۱ | ۴۳۲۴۶۷/۶                 | ۱۲۳۵۲۹/۰              | ۳۱۰۰۰/۴                    | ۳۸۵۳/۷                         | -۲۱۶۹۳/۴                    | ۵۶۹۱۵۷/۳                | ۳۶۶۹۰۹/۸          |
| ۱۳۸۲ | ۴۶۰۰۲۲/۳                 | ۱۹۶۱۵۷/۸              | ۲۰۹۰۶/۵                    | ۲۷۷۵/۲                         | -۴۳۳۰۱/۰                    | ۶۳۶۵۶۰/۸                | ۴۲۱۳۵۹/۷          |
| ۱۳۸۳ | ۴۹۶۳۵۵/۰                 | ۱۹۵۷۳۴/۹              | -۱۲۷۶۸/۹                   | -۲۶۵۵/۸                        | ۰/۰                         | ۶۷۶۶۶۵/۲                | ۴۴۴۶۷۹/۷          |
| ۱۳۸۴ | ۵۱۹۴۴۹/۹                 | ۱۵۱۸۰۳/۰              | ۶۸۸۵/۲                     | -۳۲۲۶/۰                        | ۸۹۸۷۰/۵                     | ۷۶۴۷۸۲/۷                | ۵۱۷۳۱۱/۹          |
| ۱۳۸۵ | ۵۱۲۱۸۴/۸                 | ۱۸۰۱۵۵/۸              | ۱۳۷۲۰/۴                    | ۸۰۲/۷                          | ۹۴۴۱۳/۴                     | ۸۰۱۲۷۷/۰                | ۵۳۶۹۷۹/۸          |
| ۱۳۸۶ | ۵۶۹۲۱۷/۶                 | ۲۰۶۵۰۹/۱              | -۱۸۶۱۷/۴                   | ۶۲۲۴/۸                         | ۱۵۸۰۶۲/۰                    | ۹۲۱۳۹۶/۱                | ۶۴۰۶۴۷/۱          |
| ۱۳۸۷ | ۶۳۱۷۳۸/۲                 | ۲۰۷۵۴۴/۳              | -۵۵۷۱۰/۷                   | ۷۶۸۵/۶                         | ۱۴۷۳۸۴/۹                    | ۹۳۸۶۴۲/۳                | ۶۴۳۰۶۸/۳          |
| ۱۳۸۸ | ۶۵۰۳۲۹/۹                 | ۲۱۱۵۱۵/۴              | -۴۰۰۵۱/۷                   | -۶۸۵/۴                         | ۷۲۸۴۲/۵                     | ۸۹۳۹۵۰/۷                | ۵۸۳۳۶۹/۲          |
| ۱۳۸۹ | ۶۷۵۳۴۷/۰                 | ۲۶۲۲۲۲/۲              | -۲۱۳۶۴/۱                   | ۴۲۵/۹                          | ۱۲۸۸۶۷/۵                    | ۱۰۴۵۴۹۸/۴               | ۷۱۸۹۳۰/۹          |
| ۱۳۹۰ | ۶۹۹۰۶۲/۰                 | ۱۹۷۷۵۸/۷              | ۲۳۵۲۰/۹                    | ۱۵۷۰/۰                         | ۱۷۵۸۸۰/۵                    | ۱۰۹۷۷۹۲/۰               | ۷۵۲۶۶۸/۸          |
| ۱۳۹۱ | ۵۳۲۷۰۲/۰                 | ۲۳۴۴۷۰/۲              | ۳۰۵۶۵/۵                    | ۴۴۸۷/۳                         | -۳۲۶۵/۸                     | ۷۹۸۹۵۹/۲                | ۴۳۵۴۳۱/۷          |



شکل ۵- نمودار نسبت پس‌انداز ملی به قیمت‌های ثابت از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱

همان‌گونه که در نمودار شکل ۵ ملاحظه می‌شود، پس‌انداز ملی در سال ۱۳۹۰ بیشینه مقدار خود را تجربه نموده و در سال ۱۳۸۰ کمینه مقدار را دارد.

برای معرفی فاکتور دوم یعنی نسبت تشکیل سرمایه ثابت به تولید ناخالص ملی، ابتدا لازم است مفهوم سرمایه ثابت معرفی شود. سرمایه ثابت آن دسته از سرمایه است که شامل کالاها و خدمات سرمایه‌ای مانند ماشین و ابزارآلات باشد. در جدول ۳ مقایسه‌ای میان داده‌های مربوط به شاخص اول و در جدول ۴ مقایسه میان داده‌های مربوط به شاخص دوم، انجام شده است؛ در جداول ارائه شده، داده‌های مربوط به ایران با سایر کشورهای جهان در سال‌های ۱۹۷۵، ۱۹۸۵، ۱۹۹۵ و ۲۰۰۲ مقایسه گردیده است.

داده‌های ارائه شده حاکی از آن است که روند شاخص اول پس‌انداز در کشور ایران از ۱۹۷۵ تا ۲۰۰۲، ابتدا سیری نزولی و سپس سیری صعودی را تجربه کرده است به نحوی که در سال ۲۰۰۲ میلادی، شاخص پس‌انداز این کشور ۴۰٪ از میانگین جهانی بالاتر بوده و این مورد اشتیاق مردم کشور ایران به مقوله پس‌انداز را نشان می‌دهد.

جدول ۳- مقایسه شاخص اول پس‌انداز (نسبت تشکیل سرمایه ثابت به تولید ناخالص ملی) در ایران با آمار جهانی

| نسبت تشکیل سرمایه ثابت به تولید ناخالص ملی |        |        |        |        |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| شرح / سال میلادی                           | (۱۹۷۵) | (۱۹۸۵) | (۱۹۹۵) | (۲۰۰۲) |
| میانگین جهانی                              | ۲۳/۹   | ۲۱/۹   | ۲۱/۸   | ۲۲/۳   |
| کشورهای با درآمد بالا                      | ۲۴/۰   | ۲۳/۰   | ۲۲/۳   | -      |
| کشورهای با درآمد بالاتر از متوسط           | ۲۴/۰   | ۲۳/۳   | ۲۳/۰   | ۱۹/۴   |
| کشورهای با درآمد متوسط                     | ۲۵/۱   | ۲۵/۶   | ۲۶/۷   | ۲۲/۵   |
| کشورهای با درآمد کم‌تر از متوسط            | -      | ۲۵/۸   | ۲۸/۴   | ۲۵/۸   |
| کشورهای کم درآمد                           | -      | ۱۹/۰   | ۲۳/۳   | ۲۰/۵   |
| ایران                                      | ۲۸/۱   | ۱۷/۵   | ۲۳/۲   | ۳۰/۴   |

جدول ۴- مقایسه شاخص دوم پس‌انداز (نسبت پس‌انداز ناخالص ملی به تولید ناخالص ملی) در ایران با آمار جهانی

| نسبت پس‌انداز ناخالص ملی به تولید ناخالص ملی |        |        |        |        |
|----------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| شرح / سال میلادی                             | (۱۹۷۵) | (۱۹۸۵) | (۱۹۹۵) | (۲۰۰۲) |
| میانگین جهانی                                | ۲۴/۱   | ۲۳/۳   | ۲۳/۱   | ۲۴/۰   |
| کشورهای با درآمد بالا                        | ۲۴/۰   | ۲۳/۰   | ۲۲/۳   | ۲۲/۲   |
| کشورهای با درآمد بالاتر از متوسط             | ۲۴/۶   | ۲۴/۶   | ۲۴/۱   | ۲۱/۳   |
| کشورهای با درآمد متوسط                       | ۲۵/۲   | ۲۵/۶   | ۲۶/۷   | ۲۵/۴   |
| کشورهای با درآمد کم‌تر از متوسط              | ۲۶/۲   | ۲۷/۶   | ۳۰/۹   | ۲۹/۶   |
| کشورهای کم درآمد                             | ۱۸/۳   | ۱۹/۶   | ۲۱/۵   | ۲۰/۱   |
| ایران                                        | ۳۳/۷   | ۲۱/۰   | ۲۲/۷   | ۳۵/۹   |

## ۲-۲- عوامل موثر بر شکل‌گیری پس‌انداز

عوامل موثر بر شکل‌گیری پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در کشور، شامل درآمد، ساختار سنی جمعیت، توسعه بازارهای مالی و قیمت کالاها و ثروت می‌باشد. در ادامه به بررسی نحوه تأثیر هر یک از این عوامل پرداخته می‌شود:

**درآمد:** از آنجایی که منبع پس‌اندازها، مازاد درآمد خانوارها می‌باشد، واضح است که با کاهش درآمد، میزان پس‌انداز نیز کاهش می‌یابد، یعنی بین درآمد و میزان پس‌انداز رابطه مستقیم وجود دارد.

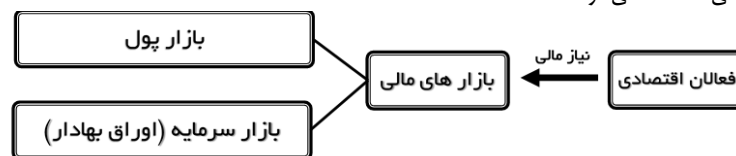
**ساختار سنی جمعیت:** بر اساس مطالعات انجام شده هرچه نسبت افراد زیر ۲۰ سال به افراد ۲۰-۶۲ سال و یا نسبت افراد کهن‌سال و در سنین بازنشستگی به جمعیت شاغل افزایش یابد، نرخ پس‌انداز ملی کاهش می‌یابد. علت این امر آن است که تمایل به پس‌انداز هنگامی مفهوم دارد که امید به آینده وجود داشته باشد و این تمایل در سنین بالاتر از ۶۲ سال کمتر است. همچنین سنین زیر ۲۰ سال مربوط به دوران جوانی و نوجوانی است که هنوز بلوغ فکری حاصل نشده است، به همین دلیل بیش از آینده‌نگری در این سنین کمتر می‌باشد.

**توسعه بازارهای مالی:** برخی از صاحب‌نظران بر این عقیده‌اند که توسعه بازارهای مالی قابلیت دسترسی به ابزارهای پس‌انداز را افزایش داده و بازده پس‌انداز را مناسب‌تر و همچنین استقراض را برای افراد سهل‌تر می‌کند، بنابراین موجب کاهش پس‌انداز می‌شود (Bayoumi et al. 1994). با این وجود، تجارب کشورهای مختلف و مطالعات متعدد تجربی در این زمینه بیان‌کننده این واقعیت است که توسعه بازار مالی، اثر خالص مثبت بر پس‌انداز، تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی داشته است و می‌توان میان توسعه بازارهای مالی و پس‌انداز یک رابطه مثبت را در نظر گرفت.

**قیمت کالاها و ثروت:** در شرایطی که قیمت کالاها با دوام به علت تورم افزایش یافته باشد، نرخ پس‌انداز کاهش می‌یابد. پس از مرور مفاهیم کلی مقوله پس‌انداز در ادامه به بررسی مفاهیم پارامتر اصلی مورد مطالعه، یعنی بورس اوراق بهادار پرداخته می‌گردد.

## ۳- بورس و اوراق بهادار

پس از معرفی سرمایه‌گذاری و بررسی تأثیر آن در رشد اقتصادی، لازم است که هدف نهایی پس‌اندازهای اندوخته‌شده شناسایی شود. بر این اساس نظام‌های مالی موجود، جهت سرازیر شدن پس‌اندازهای اندوخته‌شده به دو دسته نظام بانکی و نظام مبتنی بر بورس و اوراق بهادار تقسیم می‌شوند. منظور از نظام مالی در تعریف فوق، آن بخش از نظام اقتصادی است که از طریق بازارهای مالی، عرضه و تقاضای منابع مالی را سامان می‌دهد و نیازهای مالی فعالان اقتصادی را فراهم می‌سازد. در شکل ۶ طبقه‌بندی بازارهای مالی مشاهده می‌شود.



شکل ۶- طبقه‌بندی بازارهای مالی

## ۳-۱- نظام مالی بانکی و بورس

در نظام مالی بانک محور، پس‌اندازکنندگان کوچک نزد واسطه‌های مالی که عموماً بانک‌ها و سایر نهادهای مالی سپرده‌پذیر هستند، اقدام به اندوختن پس‌انداز می‌نمایند و بازار اوراق بهادار با استقبال کم‌تری مواجه می‌شود. نظام مالی بانکی مولد پول است و قلمرو آن مربوط به وجوه وام‌دانی با طول عمر کم‌تر از یک سال می‌باشد.

در نظام مالی پایه-اوراق بهادار، سرمایه‌گذاری با اعطای اعتبار به واحدهای تولیدی یا تجاری به شیوه مستقیم صورت می‌گیرد. در این نظام، اعتباردهندگان یا پس‌اندازکنندگان، وجوه مازاد خود را تبدیل به اوراق بهادار کوتاه و بلندمدت دولت، شهرداری‌ها و بنگاه‌های اقتصادی می‌نمایند. نظام مالی مبتنی بر اوراق بهادار مولد بورس است و قلمرو آن مربوط به وجوه وام‌دانی با طول عمر بیش از یک سال می‌باشد. چراکه اکثر فعالین اقتصادی نیاز به جذب سرمایه برای اهداف بلندمدت دارند. در نظام مالی مبتنی بر بورس طرفین بازار عبارتند از خریدار سهام و بنگاه اقتصادی که نیاز به جذب سرمایه دارد. در این خصوص می‌توان گفت که خریدار سهام، وام بدون مدت (تا زمان انحلال بنگاه مربوطه) را در اختیار سرمایه‌گذار قرار می‌دهد. همچنین خریدار می‌تواند با فروش سهام، حقوق و مطالبات آن وام را به دیگری انتقال دهد. این باور که بانک‌ها در بازار سرمایه حضور ندارند نادرست است و مقید دانستن بورس به بازار سرمایه نیز صحیح نیست و تعاریف ذکر شده حالت کلی دارند. به گونه‌ای که امروزه شاهد حضور بانک‌ها در عرصه بورس و فرابورس هستیم. لذا می‌توان نتیجه‌گیری کرد که در حالت کلی مبادله منابع بلندمدت و کوتاه‌مدت مالی، بنابر مورد و اقتضای کار، هم در بانک‌ها و هم در بورس صورت می‌گیرد. در حالت کلی بورس می‌تواند با تامین منابع مالی مورد نیاز برای

سرمایه‌گذاری‌های برتر موجب افزایش نرخ رشد اقتصادی کشور شود. پس از تبیین جایگاه اقتصادی بورس و نظام بانکی، شایسته است تا تاریخچه مختصری از بازار بورس اوراق بهادار تهران ارائه گردد.

بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۴۶ تأسیس شد. این سازمان از پانزدهم بهمن ماه آن سال فعالیت خود را با انجام چند معامله بر روی سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی آغاز کرد. در پی آن شرکت نفت پارس، اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه، اوراق قرضه سازمان گسترش مالکیت صنعتی و اوراق عباس‌آباد به بورس تهران راه یافتند. اعطای معافیت‌های مالیاتی شرکت‌ها و موسسه‌های پذیرفته‌شده در بورس در ایجاد انگیزه برای عرضه سهام آن‌ها نقش داشته است. طی ۱۱ سال فعالیت بورس تا پیش از انقلاب اسلامی در ایران، تعداد شرکت‌ها، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده از ۶ بنگاه اقتصادی با ۶/۲ میلیارد ریال سرمایه در سال ۱۳۴۶ به ۱۰۵ بنگاه با بیش از ۲۳۰ میلیارد ریال سرمایه در سال ۵۷ افزایش یافت (ملقونی ۲۰۰۵).

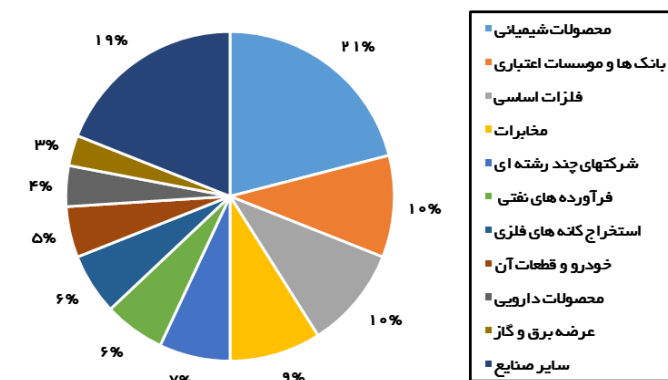
### ۳-۲- بررسی عملکرد بازار بورس ایران

بررسی ارزش بازاری بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵، بیان‌گر رشد ۸۸/۶ درصدی ارزش جاری و رشد ۱۷۲ درصدی ارزش اسمی می‌باشد. بر اساس جدول ۵، ارزش جاری بازار از ۱۷/۰۷ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۹۱ به ۳۲۲ هزار میلیارد تومان در پایان سال ۱۳۹۵ رسیده است. طی این دوره ارزش اسمی بازار نیز از ۵۰/۶ میلیارد تومان در سال ۱۳۹۱ به ۱۳۷/۸ هزار میلیارد تومان در پایان سال ۱۳۹۵ افزایش یافته است.

جدول ۵- ارزش بازاری بورس اوراق بهادار در تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ (اسکندری ۱۳۹۶)

| ردیف | عنوان                          | سال ۱۳۹۱  | سال ۱۳۹۲ | سال ۱۳۹۳ | سال ۱۳۹۴  | سال ۱۳۹۵  | درصد تغییرات طی ۵ سال |
|------|--------------------------------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------------------|
| ۱    | ارزش جاری بازار (میلیارد ریال) | ۱۰۷۰۷۰۴۹۸ | ۳۸۶۵۰۹۷۰ | ۲۸۱۳۰۱۵۶ | ۳۰۴۴۸۰۳۹۰ | ۳۰۲۲۰۳۷۳  | ۸۸/۶                  |
| ۲    | ارزش اسمی بازار (میلیارد ریال) | ۵۰۶۰۴۹۸   | ۷۲۵۰۸۱۰  | ۹۵۴۰۱۹۸  | ۱۰۱۷۱۰۸۱۲ | ۱۰۳۷۷۰۸۸۲ | ۱۷۲                   |
| ۳    | متوسط P/E بازار                | ۵/۳۵      | ۷/۱۰     | ۵/۴۳     | ۷/۴۵      | ۶/۸۴      | -                     |
| ۴    | شاخص کل (ارزش وزنی)            | ۳۸۰۴۰۸    | ۷۹۰۰۱۵   | ۶۲۰۵۳۲   | ۸۰۰۲۱۹    | ۷۷۰۲۳۰    | ۱۰۱/۱                 |

همان‌گونه که پیش‌تر ذکر شد، صنایع و بنگاه‌های اقتصادی که نیاز به تأمین سرمایه و منابع مالی دارند، از طریق بورس اقدام به جذب سرمایه می‌کنند. در این خصوص در نمودار شکل ۷ سهم صنایع از ارزش بازاری بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۹۵ ملاحظه می‌شود. با بررسی سهم صنایع از ارزش کل بازار بورس مشاهده می‌شود که «محصولات شیمیایی» در حدود ۲۱ درصد از کل ارزش بازار بورس تهران را تشکیل می‌دهند و پس از آن سه صنعت «بانک‌ها، موسسه‌های اعتباری و سایر نهادهای پولی» و «مخابرات» به ترتیب به سهم ۱۰، ۱۰ و ۹ درصدی در رتبه‌های بعدی قرار دارند.



شکل ۷- سهم ارزش کل بورس به تفکیک صنایع در سال ۱۳۹۵ (فرا بورس ایران)

برای بررسی عملکرد بازار بورس، شاخص‌های بسیاری وجود دارند که در این بخش به معرفی رایج‌ترین آن‌ها پرداخته می‌شود. اصلی‌ترین شاخص بررسی بازار بورس، شاخص نسبت حجم معاملات بورس به تولید ناخالص داخلی می‌باشد. شاخص بعدی نسبت

ارزش بازار سهام به تولید ناخالص داخلی بوده و شاخص آخر نسبت سپرده‌های غیر دیداری به تولید ناخالص داخلی است. همچنین از دیگر فاکتورهای اقتصادی موثر در زمینه بررسی بازار بورس، نسبت تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی از کل وام اعطایی است و در کلیه شاخص‌های معرفی شده و مربوط به بازار بورس ایران طی سال‌های ۱۳۷۴ و ۱۳۸۱ و ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ قابل مشاهده می‌باشد.

جدول ۶- شاخص‌های مربوط به بازار بورس ایران (عددسرا ۱۳۹۰)

| ردیف | عنوان                                                    | سال ۱۳۷۴ | سال ۱۳۸۱ | سال ۱۳۸۲ | سال ۱۳۸۳ |
|------|----------------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| ۱    | نسبت تسهیلات بخش خصوصی از کل تسهیلات اعطایی              | ۴۰/۰۱    | ۶۱/۳۳    | ۶۷/۲۲    | ۷۲/۱     |
| ۲    | نسبت حجم معاملات بورس به تولید ناخالص داخلی <sup>۱</sup> | ۱        | ۲/۵      | ۶/۱      | ۷/۵      |
| ۳    | نسبت ارزش بازار سهام به تولید ناخالص داخلی               | ۱۱/۹     | ۱۲/۹     | ۲۸/۳     | ۲۸       |
| ۴    | نسبت سپرده‌های غیر دیداری به تولید ناخالص داخلی          | ۲۴/۴     | ۲۵/۶     | ۲۸/۲     | ۳۱/۳     |

#### ۴- نتیجه‌گیری

پژوهشی با هدف بررسی نقش بازار بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصادی کشور ایران تعریف گردید. در ادامه ضمن بررسی شاخص‌های اصلی پس‌انداز و بازار بورس و آمار و ارقام ارائه شده در مراجع، دلایل اصلی عدم توسعه بازار سرمایه به شرح مفاد زیر استنتاج می‌گردد:

- ۱- در شرایطی که یک سرمایه‌گذار با ریسک صفر و بدون پرداخت مالیات، قادر است با سرمایه‌گذاری در بانک‌های دولتی و خصوصی به طور میانگین به ترتیب ۱۶ درصد و ۲۲ درصد سود و در صورت خرید اوراق مشارکت تا سقف ۱۸ درصد سود کسب نماید، عملاً جذابیت سرمایه‌گذاری در بورس کاهش خواهد یافت. لذا راهکار اول کاهش سود بانک‌ها، جهت حرکت سرمایه‌ها به سمت بازار بورس می‌باشد.
- ۲- در شرایطی که بورس اوراق بهادار متشکل از شرکت‌های صنعتی بوده و ریسک صنعت در مقایسه با بخش‌های دیگر اقتصادی بیشتر است، این ریسک به بازار سهام انتقال می‌یابد. طی سال‌های اخیر بخش خدمات بیش از ۶۰ درصد در تشکیل سرمایه در کشور و بخش صنعت تنها ۲۴ درصد در تشکیل سرمایه نقش داشته است. لذا راهکار این مورد کاهش ریسک‌های صنعتی از طریق ایجاد ضمانت نهادهای دولتی پشتوانه می‌باشد.
- ۳- بازدهی در بازار سهام (با در نظر گرفتن نرخ تورم) در دو سال اخیر منفی بوده و با توجه به ریسک بالای سرمایه‌گذاری در آن و فقدان ابزار و نهادهای کاهش ریسک در این بازار، توانسته است سهم قابل توجهی از پس‌انداز بخش خصوصی را جذب نماید.
- ۴- وجود ریسک سیاسی و مدیریتی قابل توجه در سطح کلان و بازار اوراق بهادار.

در پایان در خصوص نقش بازار بورس اوراق بهادار در اقتصاد کشور موارد ذیل استنباط می‌گردد:

- ۱- هدف بازار سرمایه جذب پس‌اندازهای راکد و سوق دادن آن‌ها در واحدهای تولیدی و ایجاد امکانات و تسهیلات برای مشارکت عموم مردم در توسعه اقتصادی کشور می‌باشد.
- ۲- بازار سرمایه، به منظور تامین منابع مالی مورد نیاز شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، می‌تواند منابع مورد نیاز بخش‌های دولتی و خصوصی را از وجوه در گردش جامعه تامین نماید.
- ۳- این بازار دارای خاصیت ایجاد نقدینگی بالقوه بوده و عموم مردم به تناسب پس‌اندازهای خود می‌توانند از طریق بورس اوراق بهادار، سود متناسبی از شرکت‌های پذیرفته‌شده دریافت نمایند.

## منابع

۱. اسکندری، م. ذ. م. ج. ح. (۱۳۹۶). نقش بازار سرمایه کشور در رشد اقتصاد و ایجاد اشتغال. سالنامه بورس اوراق بهادار تهران مدیریت تحقیق و توسعه.
۲. ایران، ف. from <https://www.ifb.ir/SepratedByIndustry.aspx>.
۳. بحیرایی، ا. گ. غ. گ. ا. ع. (۱۳۹۴). "سودآوری بازار سهام در اقتصاد ایران". فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی: ۷۴-۶۱.
۴. حافظیان، م. پ. ف. (۲۰۱۷). "بررسی نقش توسعه مالی در رابطه بین نرخ ارز و رشد بهره‌وری (با تأکید بر توسعه بازار سرمایه)". فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی ۴(۱۵): ۷-۲۲.
۵. بزارعی، و. ح. لاجوردی (۲۰۱۸). "بررسی رابطه توسعه مالی و تکانه های نفتی بر بی‌ثباتی رشد اقتصادی". اقتصاد مالی ۱۲(۴۳): ۱۱۲.
۶. عددسرا، (۱۳۹۰). "بانک داده های اقتصادی". from <http://adadsara.ir/>.
۷. فرزین وش، ا. ا. م. احسانی and ه. کشاورز (۲۰۱۵). "اصطکاک مالی و نوسانات بازار کار (مطالعه موردی: اقتصاد ایران به‌عنوان یک اقتصاد باز کوچک)". تحقیقات اقتصادی ۵۰(۲): ۴۱۵-۴۴۷.
۸. کرباسی، ع. and م. نوبخت (۱۳۸۸). "بازار سهام و رشد اقتصادی: آزمون علیت". پژوهشنامه اقتصادی - (۵) ویژه نامه بورس: -.
۹. ملقرنی، ع. م. (۲۰۰۵). "نقش بازار بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصادی". کنگره منطقه ای راهکار های توسعه اقتصادی استان کردستان.
10. Bayoumi, T. A., B. J. Eichengreen and B. J. Eichengreen (1994). One money or many?: Analyzing the prospects for monetary unification in various parts of the world, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University ....
11. Jamaliah (2016). "The Effect of Investment to Value Added Production, Employment Absorption, Productivity, and Employee" Economic Welfare in Manufacturing Industry Sector in West Kalimantan Province." Procedia - Social and Behavioral Sciences 219: 387-393.
12. Lucas Jr, R. E. (1988). "On the mechanics of economic development." Journal of monetary economics 22(1): 3-42.
13. Masoumi, S. Z., J. Poorolajal, A. Keramat and S. A. Moosavi (2013). "Prevalence of depression among infertile couples in Iran: a meta-analysis study." Iranian journal of public health 42(5): 458.
14. Moosavian, S. F., D. Borzuei and A. Ahmadi (2021). "Energy, exergy, environmental and economic analysis of the parabolic solar collector with life cycle assessment for different climate conditions." Renewable Energy 165: 301-320.
15. Pradhan, R. P., M. B. Arvin, S. Bahmani, J. H. Hall and N. R. Norman (2017). "Finance and growth: Evidence from the ARF countries." The Quarterly Review of Economics and Finance 66: 136-148.
16. Romer, P. M. (1994). "The origins of endogenous growth." Journal of Economic perspectives 8(1): 3-22.
17. Rostow, W. W. and W. Rostow (1990). The stages of economic growth: A non-communist manifesto, Cambridge university press.
18. Strout, H. B. C. a. A. M. (1966). "The American Economic Review."
19. Todaro, M. P. and S. C. Smith (2021). "Economic development."
20. Wu, J.-L., H. Hou and S.-Y. Cheng (2010). "The dynamic impacts of financial institutions on economic growth: Evidence from the European Union." Journal of Macroeconomics 32(3): 879-891.

# Investigating the role of the stock exchange market and the national savings index in the economic development of Iran

Elmira Ghasabadi Farahani<sup>1</sup>, Daryoosh Borzuei<sup>2\*</sup>

1- Mechanical Engineering , Shahid Beheshti University, Tehran, Iran

2- Mechanical Engineering, Iran University of Science and Technology, Tehran, Iran.

\*Corresponding Author: d\_borzuei@mecheng.iust.ac.ir

## Abstract

The stock exchange market, as a representative of the capital market, is one of the essential financial-economic pillars of the country. This market plays an effective role in providing financial and capital resources for the economic growth and development of the country. Among the tasks of the stock market, we can mention the increase of capital, investor services, the index contributing to financial health, and the impact on the economic development. Economic development requires a commitment to long-term investment. The stock market provides long-term capital to crucial sectors of the economy, including business and government. For this reason, stock market indices are often used as an indicator of economic health. This article examines the role of the stock market in economic development and explores the reasons for the lack of capital market development based on savings and stock market indicators. Finally, after reviewing the available indicators and statistics, the main reasons for the lack of development of the capital market are: the attractiveness of investment in banks compared to the capital market, high risk of industrial companies in the stock market, and low return on the capital market (with Taking into account the inflation rate) are counted.

**Keywords:** Economic development, Stock market, National savings





## بررسی تاثیر خصوصی سازی بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۰۷

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۱۹

کد مقاله: ۸۶۱۰۱

ده شنی بهرامی<sup>۱</sup>

### چکیده

هدف از این تحقیق بررسی اثر خصوصی سازی بر سودآوری با استفاده از شاخص های بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام می باشد. اهمیت این تحقیق تأثیری است که خصوصی سازی می تواند بر سودآوری شرکت های دولتی بعد از خصوصی سازی داشته باشد و از طریق شناخت این تأثیر می توان بهتر به فرایند خصوصی سازی پرداخت و آن را مدیریت نمود. جامعه آماری مورد مطالعه این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند که داده های آن ها طی ۶ سال، از سال ۱۳۹۵ تا سال ۱۳۹۹ جمع آوری شده و جهت بررسی فرضیات تحقیق مورد استفاده قرار می گیرند. نمونه آماری این تحقیق شامل ۱۴ شرکت می باشد. روش تحقیق حاضر از نوع توصیفی می باشد. در این تحقیق متغیر وابسته سودآوری از طریق دو شاخص شامل بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام در قبل و بعد از دوره خصوصی سازی استفاده می شود. داده های مورد نیاز تحقیق از نرم افزار ره آورد نوین جمع آوری شده و داده ها به وسیله نرم افزارهای Excel و Eviews برای بررسی فرضیات تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج تحقیق نشان داد که خصوصی سازی تأثیری بر نرخ بازده دارایی ها ندارد و همچنین خصوصی سازی تأثیر بر بازده حقوق صاحبان سهام نیز ندارد. بر اساس نتایج تحقیق پیشنهاد می شود که شرکت های خصوصی شده سیاست های صحیح و تدابیر لازم و اقدامات مؤثر در جهت به کارگیری روش ها و فنون مدیریت برای افزایش سودآوری شرکت های دولتی خصوصی شده اتخاذ نمایند.

**واژگان کلیدی:** خصوصی سازی، نرخ بازده دارایی، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام

خصوصی‌سازی، فرایندی اجرایی، مالی و حقوقی است که دولت‌های بسیاری از کشورهای جهان، از آن برای انجام اصلاحات اقتصادی و نظام اداری کشور، استفاده می‌کنند. واژه خصوصی‌سازی، حاکی از تغییر در تعادل بین حکومت و بازار به نفع بازار است. خصوصی‌سازی، شیوه‌ای برای افزایش کارایی (مالی و اجتماعی) عملیات یک مؤسسه اقتصادی است زیرا به نظر می‌رسد که مکانیسم عرضه و تقاضا و بازار در شرایط رقابتی، باعث به‌کارگیری بیشتر عوامل تولید، افزایش کارایی عوامل و تولید بیشتر و متنوع‌تر کالاها و خدمات و نیز کاهش قیمت‌ها خواهد شد. خصوصی‌سازی از مهمترین عناصر اصلی برنامه اصلاح ساختاری اقتصادی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه بوده است. کشورهای زیادی از این برنامه در جهت اصلاح ساختارهای مدیریتی و اقتصادی خود استفاده نموده اند. ضرورت انجام خصوصی‌سازی کاملاً به اثبات رسیده است. سوابق نشان داده است که شرکت‌های دولتی از عملکرد خوبی برخوردار نبوده و در مجموع به خوبی نشان داده اند که واحدهای اسرافگر و ناکارآمدی هستند. همچنین به دلیل تلاش دولت برای ایجاد و یا حفظ اشتغال، این شرکت‌ها از داشتن نیروی کار اضافی رنج می‌برند و به دلیل کارکردن در فضای غیررقابتی قیمت‌های پایینی برای محصولات خود برمی‌گزینند و این باعث زیان‌های هنگفت مالی شده و بودجه دولت را شدیداً تحت فشار قرار می‌دهد. خصوصی‌سازی شرکت‌های تحت مالکیت دولت برنامه‌ای است که در سالهای اخیر دنبال شده و استقبال گسترده‌ای از آن شده است. مرز بندی بین نقش دولت و بخش خصوصی در هر عصر با توجه به شرایط و مقتضیات زمان ترکیب متفاوت داشته است حتی در یک جامعه و کشور خاص در هر مقطع از زمان یکی از دوماحوریت بخش دولتی یا بخش غیر دولتی بازار حاکمیت داشته است. هدف از دنبال کردن برنامه‌های خصوصی‌سازی، رسیدن به اثربخشی اقتصادی بالاتر و تسريع رشد اقتصادی می‌باشد. با توجه به اهمیت خصوصی‌سازی و تأثیر آن بر سودآوری سازمان در این تحقیق به بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. در این فصل در ابتدا به صورت خلاصه مقدمه‌ای بر تحقیق بیان می‌شود و سپس به صورت خلاصه به بیان مساله تحقیق پرداخته می‌شود. در بخش اهمیت تحقیق به ضرورت و اهمیت تحقیق پرداخته خواهد شد. در مرحله بعدی اهداف، فرضیات و سوالات تحقیق ارائه می‌شوند. سپس متغیرهای تحقیق معرفی و ابعاد متغیرها معرفی می‌شوند. مساله اصلی که در این تحقیق به دنبال بررسی آن هستیم بررسی اثر خصوصی‌سازی بر سودآوری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

پیتر دراگر<sup>۱</sup> استاد نام‌آشنای مدیریت، اعتبار بسیار زیادی برای اصطلاح خصوصی‌سازی که در اواخر دهه ۶۰ به تازگی در حال ترویج بود، قائل است و در همین زمینه عنوان می‌نماید که اجرای خدمات دولتی بایستی از سیاست‌های بخش عمومی (دولتی) مجزا باشد زیرا دولت در تصمیم‌سازی خوب عمل می‌نماید اما در اجرای همان تصمیمات، مجری ضعیفی است (برازیل و دیگران،<sup>۲</sup> ۲۰۰۷، ۸۶). در واقع دراگر اولین کسی بود که از اصطلاح خصوصی‌سازی مجدد استفاده نمود که مبین نیاز به انتقال دارایی‌های دولتی به بخش خصوصی بود زیرا که او اعتقاد داشت دولت "مدیر ضعیفی" است (دوداریانی،<sup>۳</sup> ۲۰۰۹، ۴۶۱). امروزه کمتر کشوری را در جهان می‌توان یافت که در حال اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی نباشد حداقل در بیش از ۸۳ کشور جهان، برنامه‌های خصوصی‌سازی به عنوان راهکار اصلاحات اقتصادی در نظر گرفته شده است (رضایی،<sup>۴</sup> ۱۳۹۳). به جرأت می‌توان گفت که خصوصی‌سازی یکی از مهمترین مؤلفه‌های اقتصادی قرن ۲۱ می‌باشد. در واقع خصوصی‌سازی عنصر کلیدی برنامه‌های اصلاح ساختار (هم در کشورهای توسعه یافته و هم در کشورهای در حال توسعه می‌باشد که هدف از چنین برنامه‌هایی رسیدن به اثربخشی اقتصادی بالاتر و تسريع رشد اقتصادی می‌باشد) (ششینسکی و کالوا،<sup>۵</sup> ۲۰۱۲، ۷۱۳). بسیاری از اقتصاددانان و طرفداران اصلاحات اقتصادی، خصوصی‌سازی را به عنوان "سنگ بنای" اصلاحات ساختاری می‌دانند زیرا معتقدند خصوصی‌سازی باعث تحریک و توسعه بخش خصوصی، جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، گسترش رقابت، آزادسازی تجارت و توسعه بازارهای سرمایه می‌گردد و همچنین "سیستم حاکمیت شرکت‌ها"<sup>۶</sup> را بهبود بخشیده و بطور ویژه‌ای بر روی عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌ها تأثیرات قابل ملاحظه‌ای دارد (گالیان و لوتز،<sup>۷</sup> ۲۰۱۷، ۲۵۳). از سوی دیگر مخالفان خصوصی‌سازی بیان می‌دارند که شرکت‌ها و سازمان‌هایی که تنها بر روی کاهش هزینه و بهبود عملکرد مورد انتظار خصوصی‌سازی متمرکز می‌شوند تنها به مشتریان سودآور و در دسترس خود خدمات ارائه می‌دهند و از ارائه خدمات به عموم مردم و مشتریانی که برای آن‌ها منفعت خاصی نداشته باشند، سرباز می‌زنند (برازیل و دیگران،<sup>۷</sup> ۲۰۰۷، ۸۶). معمولاً مخالفان خصوصی‌سازی در مخالفت با خصوصی‌سازی بیان می‌دارند که فعالان بخش خصوصی به منظور نفوذ در تصمیم‌سازی‌ها و سیاستگذاری‌های بخش عمومی در جهت گسترش و توسعه صنعت مورد نظر و بخشی که خود در آن فعالیت می‌نمایند، به لابی کردن با مجاری قدرت می‌پردازند. به عنوان مثال سردمداران خصوصی‌سازی زندانها (شرکت‌های فعال در عرصه زندان داری خصوصی) در جستجو برای افزایش شمار زندانیان خود (و به تبع آن افزایش سودآوری) با نفوذ در مجاری و دستگاه‌های سیاستگذاری، از سیاست‌ها و قوانین مربوط به افزایش مجازات

1. Peter Drucker

2. Brazil Carlos &amp; E.Thal Alfred &amp; D.Weir Jeffrey

3. Devdariani Natia

4. Sheshinski, E. and Calva, L.F

5. Corporate Governance System

6. Galyan Grygorenko &amp; Stefan Lutz

7. Brazil Carlos &amp; E.Thal Alfred &amp; D.Weir Jeffrey

حس حمایت می نمایند (وولوخ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰، ۶۲). از دید گاه مخالفان خصوصی سازی، فروش دارائی های عمومی به افراد خصوصی، همانند فروش الماس خانوادگی و یا از دست دادن دارائی ها می باشد (فافالیو و دونالدسون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷، ۴۶۱). ارزیابی هر سیاست یا مجموعه رفتاری، تنها در قالب هدف های تعیین شده برای آن معنی و مفهوم می یابد؛ از این رو نخستین پرسشی که در مورد برنامه های خصوصی سازی می تواند مطرح شود این است که واگذاری شرکت های دولتی با چه هدف هایی صورت می پذیرد؟ به این ترتیب و به طور کلی می توانیم اهداف خصوصی سازی (واگذاری شرکت های دولتی به بخش خصوصی) را به سه کلی دسته تقسیم بندی نمائیم: ۱- اهداف اقتصادی ۲- اهداف مالی ۳- اهداف اجتماعی و سیاسی.

اهداف اقتصادی خصوصی سازی شامل افزایش بهره وری، تقویت اقتصاد بازار آزاد، تقویت و توسعه بازار سرمایه، افزایش درآمدهای ارزی، ایجاد تعادل اقتصادی، استفاده بهینه از امکانات کشور و ... می باشد. از جمله اهداف مالی خصوصی سازی نیز می توان به سودآوری شرکت، افزایش ثروت سهامداران، کسب در آمد، کاهش بار مالی دولت و ... اشاره نمود و اهداف های اجتماعی و سیاسی نیز شامل تقسیم سرمایه بین مردم، افزایش اشتغال، توزیع عادلانه ثروت و در آمد، گسترش مالکیت صنعتی، افزایش رفاه اجتماعی و ... می باشد (میری ۱۳۹۵). نکته حساس در خصوصی سازی، در نظر داشتن جنبه های مختلف از جمله جنبه های اجتماعی موضوع به موازات جنبه های اقتصادی و مالی آن می باشد. عدم توجه به کلیه جنبه های خصوصی سازی می تواند عواقب نامطلوبی را برای هر کشور به همراه داشته باشد به طوری که مزایای آن را تحت الشعاع قرار دهد. در واقع در یک برنامه خصوصی سازی، نه تنها مشکلات اقتصادی بلکه مشکلات سیاسی، اجتماعی و فرهنگی نیز بایستی در نظر گرفته شود. به عبارت دیگر، تأثیرات اجتماعی خصوصی سازی در همان سطحی از اهمیت قرار دارد که نتایج مالی و اقتصادی قرار دارند. یک برنامه موفق خصوصی سازی برنامه ای است که تمامی جنبه های مختلف آن، با هم و به طور همزمان مورد تاکید قرار گیرد (الحسینی و مولز<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹، ۳۹۱). در ایران نیز نتایج مدیریت اقتصادی دولت (همانند سایر اقتصادهای دستوری دنیا) نا امید کننده بوده است و افزایش تورم، کسری بودجه، استفاده غیراقتصادی از منابع، تراز منفی بازرگانی و ... دولت را بر آن داشت تا در سیاست های اقتصادی خود تجدید نظر کند. این امر موجب شد که سیاست خصوصی سازی در قالب برنامه تعدیل اقتصادی تجویز و به اجرا گذاشته شود و امروزه یکی از اساسی ترین مسائل مورد بحث دولتمردان، سیاستگذاران، اقتصاددانان و عموم مردم، بحث خصوصی سازی و آثاری که این سیاست به دنبال دارد، می باشد؛ سیاستی که موجی از تغییرات اقتصادی، اجتماعی و سیاسی در جامعه به راه انداخته است و در واقع این موضوع، بحث روز اقتصاد ما می باشد. سیاست های پولی بخشی از سیاست های اقتصادی هر کشور را تشکیل می دهند که از طریق آن مقامات پولی تلاش می کنند هماهنگی با سایر سیاست های اقتصادی، عرضه پول را طوری کنترل کنند که متناسب با اهداف کشور باشد. نقش اصلی سیاست پولی، تنظیم و کنترل حجم نقدینگی هماهنگ با رشد امکانات تولیدی کشور است و مقامات پولی می توانند با استفاده از این ابزار، کنترل جریان نقدینگی جامعه را به دست گیرند و با هدایت آن به سمت سرمایه گذاری در بخش مولد، بر رشد و توسعه اقتصادی تأثیر بگذارند. اهمیت نقش سیاست پولی به عنوان یکی از مهم ترین سیاست های طرف تقاضا و همچنین تسهیل کننده فرایند رشد اقتصادی موجب شده تا بحث رشد حجم پول و اثر آن بر بخش های مختلف اقتصادی همواره یکی از چالش برانگیزترین مباحث در ادبیات اقتصاد کلان باشد و بخش بزرگی از پژوهش های تجربی را به خود اختصاص دهد. در ایران نیز سیاست های پولی با به کارگیری ابزارهای خاص خود در نهایت برای دستیابی به اهداف اقتصادی مانند سطح اشتغال، نرخ تورم، سرمایه گذاری ها و تولید و غیره اعمال می شود (داودی و صمصامی، ۱۳۹۸: ۲۶۵)؛ در نتیجه ابتدا باید از نحوه اثرگذاری یا بی تأثیر بودن این سیاست ها اطمینان یافت و سپس نسبت به اعمال آن ها اقدام کرد، چرا که سیاست های بی اثر پولی نه تنها متناظر با صرف هزینه های بی ثمر اعمال سیاست اند، بلکه هزینه های دیگری همچون تورم در دوره های آتی را نیز به اقتصاد تحمیل خواهند کرد. از طرف دیگر به دلیل اینکه سیر افزایشی مخارج دولت و تأمین مالی کسری بودجه از طریق فروش ارزهای حاصل از درآمدهای نفتی به بانک مرکزی در دهه های اخیر، به افزایش مداوم حجم نقدینگی در کشور منجر شده است، بررسی اثرگذاری افزایش حجم پول و نقدینگی بر متغیرهای مهم اقتصاد ایران اهمیت دوچندان می یابد. براساس مباحث اقتصادی می توان انتظار داشت که سیاست های پولی انبساطی و سهولت در اعطای وام به بنگاه ها موجب شده که سرمایه گذاری افزایش و همچنین کمبود نقدینگی بنگاه ها کاهش یافته و در نتیجه ظرفیت تولید کشور افزایش یابد. به علاوه رشد نقدینگی حاصل از طرف تقاضا نیز رشد اقتصادی را تحریک می کند؛ اما اگر این تغییرات در تقاضای کل و سیاست پولی به سمت عرضه اقتصاد و بخش حقیقی منتقل نشود و نقدینگی به وجود آمده به سمت فعالیت های سوداگرانه و غیرمولد سوق داده شود، اثر منفی بر رشد اقتصادی خواهد داشت. نگاهی به نرخ رشد نقدینگی و نیز سایر شاخص های اقتصادی موفقیت این سیاست و هدایت صحیح نقدینگی در کشور را با تردید جدی مواجه می کند. به عبارت دیگر، این پژوهش به دنبال یافتن پاسخی برای این سؤال است که: آیا خصوصی سازی بر سودآوری شرکت ها تأثیر دارد یا نه؟

1. Volokh Alexander  
2. Fafaliou Irene & Donaldson Jhon  
3. Alhussani & Molz

## ۲- پیشینه پژوهش

در زمینه خصوصی سازی تحقیقات فراوانی انجام شده است که این موضوع خود نشان دهنده اهمیت موضوع خصوصی سازی از نظر صاحب نظران می باشد. در ادامه به تعدادی از این تحقیقات انجام شده و نتایج آن به صورت خلاصه اشاره می شود:

در ایران، بیشتر تحقیقات انجام شده در زمینه خصوصی سازی بیشتر به صورت مطالعه موردی بوده که تنها یک شرکت به عنوان نمونه، مورد تحقیق قرار گرفته است. از جمله این تحقیقات می توان به تحقیق آقای احمد عبدالله پور (خصوصی سازی در شرکت نکا چوب)، عبدالله رضائی (خصوصی سازی در کشتیرانی ایران)، رسول بنائی (خصوصی سازی در شرکت کوشش برق اصفهان)، مصطفی کریمی (خصوصی سازی در شرکت توزیع برق چهارمحال و بختیاری) اشاره کرد که در اکثر این تحقیق ها متغیرهای همچون افزایش تولید خدمات ارائه شده، کارایی، سودآوری، سهم بازار و میزان رضایت کارکنان مورد بررسی قرار گرفته است که نتایج حاصله نشانگر این امر می باشد که خصوصی سازی تأثیر مثبتی بر این متغیرها و در کل بر مجموعه مورد مطالعه به همراه نداشته است. یکی دیگر از تحقیقات انجام شده در این زمینه، تحقیق آقای سید حسین میری می باشد که در سال ۱۳۹۵، تأثیر خصوصی سازی بر کارائی شرکت های تولیدی خصوصی شده در بورس را مورد تحقیق قرار داده است. او در این تحقیق ۸ شرکت تولیدی (به دلیل حجم کم خصوصی سازی در آن برهه از زمان را با توجه به معیارهای سودآوری، سهم تولید، میزان فروش، بازده دارائیه و حاشیه سود مورد بررسی قرار داد که نتایج بدست آمده حاکی از افزایش تمامی متغیرها بعد از خصوصی سازی بود که البته به دلیل حجم کم نمونه چندان قابل استناد نیست.

دانش جعفری و برقی اسکویی (۱۳۸۹) به بررسی آثار اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ بر متغیرهای کلان اقتصادی با استفاده از مدل<sup>۱</sup> رهیافت پرداختند. یافته های پژوهش حاکی از آن است که واگذاری بنگاه های دولتی به بخش خصوصی منجر به بهبود متغیرهای کلان اقتصادی در بخش های مختلف اقتصادی می شود. قالیباف و رنجبر (۱۳۹۶) اثر خصوصی سازی بر عملکرد شرکت های واگذار شده به بخش خصوصی و عمومی را مورد مطالعه قرار داده اند. آن ها با استفاده از اطلاعات مالی، عملکرد سه سال قبل و بعد از واگذاری ۱۸ شرکت (۸ شرکت واگذار شده به بخش خصوصی و ۱۰ شرکت واگذار شده به بخش عمومی را در بازه ی زمانی ۱۳۹۸ تا ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار داده اند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که عملکرد شرکت ها بعد از واگذاری بهبود یافته است. مهدوی و میدری (۱۳۹۴)، ساختار مالکیت و کارایی شرکت های فعال در بازار اوراق بهادار تهران را پس از بررسی تجربه ی خصوصی سازی در کشورهای سوسیالیستی به ویژه کشور چک، میزان تمرکز مالکیت در بازار اوراق بهادار را محاسبه کردند و سودآوری انواع ساختارهای مالکیت را مورد بررسی قرار داده اند. بر اساس یافته های این تحقیق در ایران همانند کشورهای چین و چک تمرکز مالکیت تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی شرکت ها دارد. طالب نیا و محمدزاده (۱۳۹۴) تأثیر خصوصی سازی شرکت های دولتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بر بازده سهام مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که پس از خصوصی سازی بازده سهام شرکتها کاهش معناداری داشته است. سیلوری (۱۳۹۹)، نیز به بررسی تأثیر خصوصی سازی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و از سه معیار درآمد هر سهم، بازده دارایی ها و بازده ارزش ویژه استفاده کرده است. وی وضعیت این سه معیار را پنج سال قبل و بعد از خصوصی سازی برای شرکت های خصوصی شده مورد بررسی قرار داده است. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که پس از خصوصی سازی عملکرد مالی شرکت ها تغییر معناداری نداشته است. مصلح شیرازی و قائدشرف (۱۳۹۰)، پژوهشی با موضوع انتظار بهبود عملکرد صنایع دولتی واگذار شده به بخش خصوصی، عملکرد مالی و عملیاتی سه سال قبل و سه سال بعد از واگذاری ۴۲ شرکت، که حداقل ۵۰٪ از سهام آن ها در فاصله سالهای ۱۳۶۸ تا ۱۳۸۶ از طریق بورس اوراق بهادار واگذار شده است را مورد مطالعه و بررسی قرار دادند. نتایج این تحقیق نشان داد واگذاری سهام، هر چند تا حدودی باعث بهبود سودآوری و بهره وری نیروی کار می شود، تأثیر قابل ملاحظه ای بر بهره وری کل عوامل، بهره وری سرمایه و گردش مجموع دارایی های شرکت های واگذار شده ندارد. تسامنی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) در تحقیقی با عنوان "عملکرد خصوصی سازی و تغییرات سازمانی در غنا" عملکرد دو شرکت بزرگ خصوصی سازی شده در غنا را مورد بررسی قرار دادند. در این راستا آن ها عملکرد شرکت ها را از ۵ بعد اصلی مالی، مشتری، فرآیند تجارت و کسب و کار داخلی، یادگیری و رشد و ارتباطات بر مبنای امتیاز متوازن بررسی نمودند. نتایج تحقیق نشان داد که در کل، عملکرد هر دو سازمان بعد از خصوصی سازی در همه ابعاد عملکرد ارزیابی شده، بهبود یافته است. ماطر و بانچوان ویجیت<sup>۳</sup> در سال ۲۰۰۷ در مطالعه ای با عنوان "تأثیرات خصوصی سازی بر عملکرد شرکت های تازه خصوصی شده" تغییر در عملکرد مالی و عملیاتی ۱۰۳ شرکت در سراسر جهان را که طی سال های ۲۰۰۳-۱۹۹۳ از طریق فروش سهام به عموم مردم خصوصی شده اند را هم در بازارهای توسعه یافته و هم در کشورهای در حال توسعه بررسی نمودند. نتایج این تحقیق افزایش در سودآوری، کارایی عملیاتی، هزینه سرمایه و بازده و کاهش در اهرم ها را نشان داد. محمد عمران<sup>۴</sup> نیز در سال ۲۰۰۷ در مطالعه ای با عنوان "خصوصی سازی، مالکیت دولتی و عملکرد بانک ها در مصر" عملکرد مالی و عملیاتی نمونه ای ۱۲ تایی از بانک های مصری را در

1. CGE

2. Mathew Tsamenyi, Joseph Onumah & Edmund Tetteh-Kumah

3 Ike Mathur & Wanarapee Banchuenvijit

4 Mohammed Omran

خلال سال های ۱۹۹۹-۱۹۹۶ که در طی این دوره از بخش دولتی به بخش خصوصی واگذار شده اند را بررسی کرد. نتایج تحقیق نشان می دهد که در نتیجه خصوصی سازی، نرخ های نقدینگی بانک های خصوصی شده به میزان قابل توجهی کاهش یافت، اما سایر معیارهای عملکرد بدون تغییر باقی ماندند. در مقابل عملکرد نسبی بانک های خصوصی شده نسبت به بانک هایی که دولتی بودند، بهتر اما نسبت به بانک هایی که سایر اشکال مالکیت را داشتند، بدتر بود. بنت و همکاران (۲۰۱۴) با ارائه مدلی به بررسی اثر روش های مختلف خصوصی سازی بر رشد پرداختند در مدل فوق با بهره گیری از اقتصادی در ۲۳ کشور در حال گذار در دوره زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۱ روش های مختلف خصوصی سازی و متغیرهای اقتصادی مانند حجم سرمایه بخش خصوصی، اشتغال، حجم سرمایه انسانی و سرمایه گذاری بخش دولتی جهت بررسی نحوه تأثیرپذیری رشد اقتصادی استفاده نمودند مدل مورد استفاده توسط بنت و همکاران با توجه به طبقه بندی شیوه های خصوصی سازی است با در نظر گرفتن روش های مختلف به عنوان یک متغیر برون زامعاداتی را برای عرضه و تقاضا معرفی می کنند که در هر یک از معادلات عرضه و تقاضا شیوه خصوصی سازی به عنوان یک متغیر مستقل عمل می کند با ادغام عرضه و تقاضا، تولید ناخالص داخلی استخراج می شود که به شیوه های خصوصی سازی و عوامل گوناگون دیگر بستگی خواهد داشت.

فیشر و دیگران (۲۰۱۳) مطالعه ای را در مورد فرایند خصوصی سازی در شیلی با عنوان تأثیرات خصوصی سازی بر شرکتها و رفاه اجتماعی در مورد ۳۳۷ بنگاه ۲۰۲۰-۲۰۰۰ انجام دادند نتایج کارایی و اشتغال مناسب نشان می دهد که منجر به رفاه اجتماعی شده است. این پژوهشگران مقایسه خود را با استفاده از شاخص های سودآوری مثل بازده فروش، نرخ بازده سرمایه گذاری و شاخص های بهره وری یعنی نسبت بدهی، نسبت مخارج سرمایه ای به فروش و مخارج سرمایه ای به دارایی انجام دادند. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که عملکرد شرکت ملی راه آهن پس از اعلام دولت مبنی بر واگذاری در اکثر شاخص ها در مقایسه با همتای خود، وضعیت مطلوب تری یافته است.

### ۳- روش تحقیق

این تحقیق از نوع توصیفی بوده و داده های مورد استفاده در آن جهت بررسی فرضیات و پاسخ به سوالات تحقیق از نرم افزار رهاورد نوین بدست خواهد آمد. تحقیق توصیفی آنچه را که هست توصیف و تفسیر می کند و به شرایط یا روابط موجود، عقاید متداول، فرایندهای جاری، آثار مشهود یا روندهای در حال گسترش توجه دارد. روش آزمون فرضیات در مطالعه حاضر آزمون مقایسه میانگین جفت نمونه، آزمون رتبه ای نشانه ای ویلکاکسون و همچنین تحلیل رگرسیون مقطعی می باشد که با بهره گیری از نرم افزارهای Spss و Eviews انجام شده است. خصوصی سازی و تأثیر آن بر سودآوری مبحثی است که در این مطالعه مورد بررسی قرار گرفته. در این پژوهش اثر خصوصی سازی بر سودآوری شرکت های بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. در ابتدا با مقدمه ای در باب خصوصی سازی مساله تحقیق و اهمیت و ضرورت آن بیان شده و سپس با بیان اهداف و فرضیات به ادبیات تحقیق در مورد خصوصی سازی و همچنین پیشینه تحقیق مرتبط با خصوصی سازی پرداخته شد. متغیرهایی که در این تحقیق، تأثیر خصوصی سازی بر آن ها مورد بررسی قرار گرفتند شامل: بازده دارایی (ROA)<sup>۱</sup> و بازده حقوق صاحبان سهام<sup>۲</sup> بوده است. در این تحقیق اطلاعات و داده های خام مورد نیاز شرکت ها به منظور بررسی فرضیه پژوهش از طریق نرم افزارهای «ره آورد نوین»، «تدبیر پرداز» و در بسیاری از موارد با مراجعه مستقیم به صورتهای مالی شرکت ها که در لوح فشرده توسط سازمان بورس اوراق بهادار در دسترس است جمع آوری گردید. همچنین گزارشات اقتصادی به طور سالانه از طریق مرکز آمار و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تهیه خواهد شد. جامعه آماری تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. نمونه ی انتخابی پس از اعمال محدودیت های زیر از میان جامعه آماری انتخاب شده است. نمونه آماری این تحقیق شامل ۱۴ شرکت است که داده های آن ها در طی ۶ سال، از سال ۱۳۹۴ تا سال ۱۳۹۹ جهت بررسی فرضیات تحقیق مورد بررسی قرار می گیرند. دلیل محدود بودن حجم جامعه آماری در این تحقیق این است که تنها این شرکتها دارای شرایط مورد نظر در این تحقیق می باشند. این تحقیق پیمایشی و از نوع توصیفی بوده و داده های مورد استفاده در آن جهت بررسی فرضیات و پاسخ به سوالات تحقیق از نرم افزار رهاورد نوین بدست خواهد آمد. تحقیق توصیفی آنچه را که هست توصیف و تفسیر می کند و به شرایط یا روابط موجود، عقاید متداول، فرایندهای جاری، آثار مشهود یا روندهای در حال گسترش توجه دارد. روش تجزیه و تحلیل آزمون فرضیات در مطالعه حاضر آزمون مقایسه میانگین جفت نمونه، آزمون رتبه ای نشانه ای ویلکاکسون و همچنین تحلیل رگرسیون مقطعی می باشد که با بهره گیری از نرم افزارهای Spss و Eviews انجام شده است.

### ۴- یافته ها

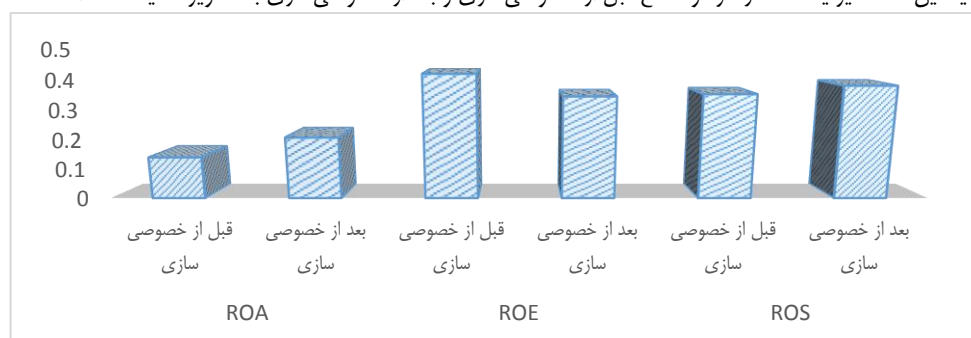
آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق به کمک نرم افزار SPSS در جدول ۱ و ۲ ارائه شده است.

1 Return On Assets (Roa)  
2 Return On Equity (Roe)

جدول ۱- آمار توصیفی وضعیت سودآوری شرکت‌های نمونه قبل و بعد از خصوصی‌سازی

| متغیر                      | مقطع              | میانگین | انحراف معیار | کمترین مقدار | بیشترین مقدار | چولگی | کشیدگی |
|----------------------------|-------------------|---------|--------------|--------------|---------------|-------|--------|
| نرخ بازده دارایی‌ها        | قبل از خصوصی‌سازی | ۰/۱۴۰   | ۰/۱۲۶        | -۰/۰۸۸       | ۰/۴۱۲         | ۰/۴۷۰ | ۱/۹۵۰  |
|                            | بعد از خصوصی‌سازی | ۰/۲۰۷   | ۰/۱۲۷        | ۰/۰۱۷        | ۰/۴۰۶         | ۰/۲۲۴ | -۰/۸۶۳ |
| نرخ بازده حقوق صاحبان سهام | قبل از خصوصی‌سازی | ۰/۴۱۸   | ۰/۳۷۱        | -۰/۰۹۸       | ۱/۰۳۸         | ۰/۴۵۲ | -۰/۶۵۵ |
|                            | بعد از خصوصی‌سازی | ۰/۳۴۴   | ۰/۲۲۴        | ۰/۰۰۰۱       | ۰/۷۳۴         | ۰/۲۱۵ | -۰/۲۳۶ |

با توجه به نگاره ۱، میانگین نرخ بازده دارایی‌های شرکت‌های نمونه قبل از خصوصی‌سازی برابر با ۱۴ درصد و بعد از خصوصی‌سازی برابر با ۲۰/۷ درصد می‌باشد. بررسی انحراف معیار این متغیر نشان می‌دهد نرخ بازده دارایی‌های شرکت‌های نمونه هم قبل از خصوصی‌سازی و هم بعد از خصوصی‌سازی از پراکندگی نسبتاً کمی برخوردار می‌باشد بطوری که قبل از خصوصی‌سازی کمترین و بیشترین مقدار آن به ترتیب ۸- درصد و ۴۱/۲ درصد بوده و بعد از خصوصی‌سازی کمترین و بیشترین مقدار آن به ترتیب ۱/۷ درصد و ۴۰/۶ درصد می‌باشد. بررسی چولگی و کشیدگی این متغیر در هر دو مقطع قبل از خصوصی‌سازی و بعد از خصوصی‌سازی حاکی از نزدیک بودن توزیع آن به توزیع نرمال است. همچنین میانگین نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه قبل از خصوصی‌سازی برابر با ۴۱/۸ درصد و بعد از خصوصی‌سازی برابر با ۳۴/۴ درصد می‌باشد. بالا بودن مقدار انحراف معیار این متغیر از میانگین آن گویای پراکندگی نسبتاً زیاد آن هم قبل از خصوصی‌سازی و هم بعد از خصوصی‌سازی می‌باشد. بطوری که قبل از خصوصی‌سازی کمترین و بیشترین مقدار آن به ترتیب ۰/۱ درصد و ۱۰۰/۳ درصد بوده و بعد از خصوصی‌سازی کمترین و بیشترین مقدار آن به ترتیب ۰/۱۸ درصد و ۱۰۰/۳ درصد است. بررسی چولگی و کشیدگی این متغیر در هر دو مقطع قبل از خصوصی‌سازی و بعد از خصوصی‌سازی نشان دهنده نزدیک بودن توزیع آن به توزیع نرمال می‌باشد. در نمودار ۱-۴ میانگین سه متغیر یاد شده در هر دو مقطع قبل از خصوصی‌سازی و بعد از خصوصی‌سازی به تصویر کشیده شده است.



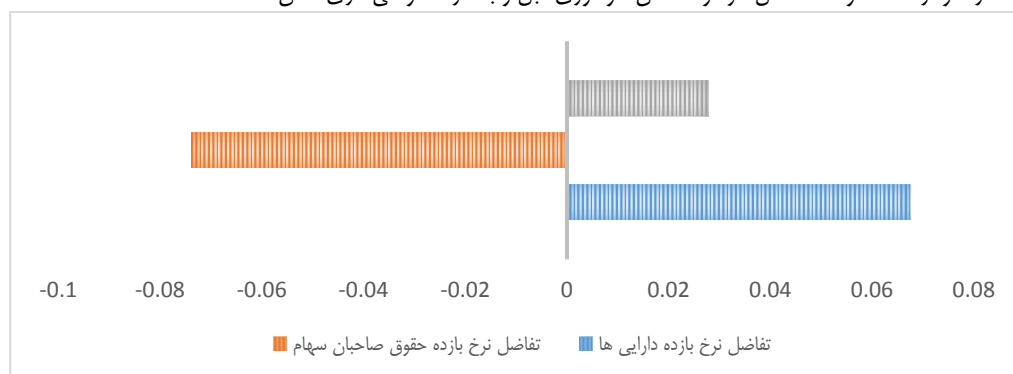
نمودار ۱- متوسط متغیرهای سودآوری قبل و بعد از خصوصی‌سازی

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

| متغیر                                                       | میانگین | انحراف معیار | کمترین | بیشترین | چولگی  | کشیدگی |
|-------------------------------------------------------------|---------|--------------|--------|---------|--------|--------|
| تفاضل نرخ بازده دارایی‌ها قبل و بعد خصوص سازی (DROA)        | ۰/۰۶۷   | ۰/۱۷۹        | -۰/۲۴۳ | ۰/۲۹۳   | -۰/۵۳۳ | ۲/۰۷۶  |
| تفاضل نرخ بازده حقوق صاحبان سهام قبل و بعد خصوص سازی (DROE) | -۰/۰۷۳  | ۰/۵۰۸        | -۱/۰۳۸ | ۰/۴۹۰   | -۰/۹۲۳ | ۲/۶۵۳  |
| نسبت سرمایه به دارایی بعد از خصوصی‌سازی (S/D)               | ۰/۲۴۷   | ۰/۱۷۹        | ۰/۰۵۷  | ۰/۶۰۳   | ۱/۲۷۷  | ۳/۲۴۱  |
| نسبت بدهی به دارایی بعد از خصوصی‌سازی (B/D)                 | ۰/۴۳۰   | ۰/۱۹۷        | ۰/۰۳۸  | ۰/۶۲۱   | ۰/۸۴۳  | ۲/۳۱۱  |
| عمر شرکت (Age)                                              | ۱۴      | ۴/۱۹۵        | ۶      | ۲۲      | -۰/۱۷۰ | ۳/۱۹۰  |
| اندازه شرکت (SIZE)                                          | ۱۵/۵۰۷  | ۱/۷۱۷        | ۱۰/۸۰۳ | ۱۷/۴۶۵  | -۱/۹۲۵ | ۶/۴۳۲  |
| نوع صنعت (Ind)                                              | ۰/۴۵۴   | ۰/۵۲۲        | ۰      | ۱       | ۰/۱۸۲  | ۱/۰۳۳  |
| متغیر مجازی سال (Year)                                      | ۰/۶۳۶   | ۰/۵۰۴        | ۰      | ۱       | -۰/۵۶۶ | ۱/۳۲۱  |

با توجه به جدول ۲، متوسط تفاضل نرخ بازده دارایی‌های شرکت‌های نمونه قبل و بعد از خصوصی‌سازی برابر با ۶/۷ درصد بوده و کمترین و بیشترین آن به ترتیب ۲۴/۳- و ۲۹/۳ درصد است. میانگین تفاضل نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های

نمونه قبل و بعد از خصوصی سازی نیز برابر با ۷/۳- درصد بوده و کمترین و بیشترین آن به ترتیب ۱۰۳/۸- درصد و ۴۹ درصد می باشد. در نمودار ۲-۴ متوسط تفاضل هر دو شاخص سودآوری قبل و بعد از خصوصی سازی نشان داده شده است.



نمودار ۲- متوسط تفاضل شاخص های سودآوری قبل و بعد از خصوصی سازی

بر اساس آمار توصیفی ارائه شده در نگاره ۲، متوسط نسبت سرمایه به دارایی های شرکت های نمونه بعد از خصوصی سازی برابر با ۰/۲۴۷ بوده و میانگین نسبت بدهی آن ها به دارایی ها بعد از خصوصی سازی برابر با ۰/۴۳۰ می باشد. همچنین میانگین عمر شرکت های نمونه برابر با ۱۴ سال بوده و متوسط اندازه آن ها که با استفاده از لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی ها اندازه گیری شده برابر با ۱۵/۵۰۷ است.

#### ۴-۱- آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق

در این مطالعه جهت نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق از آماره کولموگروف- اسمیرنوف بهره گرفته شده است. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر می باشد:

$$\begin{cases} H_0 : Z = N(1,0) \\ H_1 : Z \neq N(1,0) \end{cases}$$

اگر سطح اهمیت آماره این آزمون بیشتر از ۰/۰۵ باشد (Prob>.05) فرضیه  $H_0$  مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر پذیرفته می شود. در جدول ۳-۴ نتایج آزمون کولموگروف- اسمیرنوف برای متغیرهای تحقیق ارائه شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون نرمال بودن متغیرهای تحقیق

| متغیر                                        | آماره K-S | سطح اهمیت |
|----------------------------------------------|-----------|-----------|
| نرخ بازده دارایی ها قبل از خصوصی سازی        | ۰/۱۶۷     | ۰/۲۰۰     |
| نرخ بازده دارایی ها بعد از خصوصی سازی        | ۰/۱۴۹     | ۰/۲۰۰     |
| نرخ بازده حقوق صاحبان سهام قبل از خصوصی سازی | ۰/۱۲۴     | ۰/۲۰۰     |
| نرخ بازده حقوق صاحبان سهام بعد از خصوصی سازی | ۰/۱۴۰     | ۰/۲۰۰     |

با توجه به این که سطح اهمیت آماره کولموگروف- اسمیرنوف برای تمامی متغیرها بیشتر از ۰/۰۵ می باشد بنابراین فرضیه  $H_1$  مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیرها در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می گیرد و بیانگر این است که متغیرها از توزیع نرمال برخوردار می باشند.

#### ۵- نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق

سوال اصلی تحقیق حاضر این است که آیا خصوصی سازی بر سودآوری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار می باشد یا خیر؟ برای بررسی این موضوع دو شاخص نرخ بازده دارایی ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیارهایی از سودآوری شرکت ها مد نظر قرار گرفته و در قالب دو فرضیه مورد آزمون واقع شده اند. در ادامه نتایج حاصل از آزمون فرضیات و تفسیر آن به تفکیک هر فرضیه ارائه می گردد.



## ۵-۱- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول تحقیق

هدف از آزمون فرضیه اول تحقیق بررسی تأثیر خصوصی سازی بر نرخ بازده دارایی ها قبل و بعد از خصوصی سازی می باشد و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

$H_0$ : میان نرخ بازده دارایی ها قبل از خصوصی سازی و بعد از خصوصی سازی تفاوت معنی داری وجود دارد.

$H_1$ : میان نرخ بازده دارایی ها قبل از خصوصی سازی و بعد از خصوصی سازی تفاوت معنی داری وجود ندارد.

برای آزمون این فرضیه از آماره  $t$  جفت نمونه در سطح اطمینان ۹۵٪ استفاده شده که نتایج حاصل از آن به شرح جدول ۴-۴ می باشد.

جدول ۴- نتایج آزمون  $t$  جفت نمونه ای برای فرضیه اول تحقیق

| آزمون $t$ جفت نمونه | میانگین | انحراف معیار | آماره $t$ | سطح معنی داری | نتیجه فرضیه |
|---------------------|---------|--------------|-----------|---------------|-------------|
| قبل از خصوصی سازی   | ۰/۱۴۰   | ۰/۱۲۶        | -۱/۲۴۸    | ۰/۲۴۰         | رد          |
| بعد از خصوصی سازی   | ۰/۲۰۷   | ۰/۱۲۷        |           |               |             |

با توجه نتایج ارائه شده در نگاره ۴-۴، سطح معنی داری آماره  $T$  بیشتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۲۴۰)، لذا فرضیه  $H_0$  تأیید شده و با اطمینان ۹۵٪ می توان گفت میان نرخ بازده دارایی های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل از خصوصی سازی و بعد از خصوصی سازی تفاوت معنی داری وجود ندارد. در نتیجه فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود و حاکی از این است که سودآوری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بعد از خصوصی سازی تغییرات با اهمیتی نداشته و خصوصی سازی سودآوری این شرکت ها را بطور قابل ملاحظه ای تحت تأثیر خود قرار نداده است. به منظور افزایش اطمینان نسبت به نتایج بدست آمده، فرضیه اول تحقیق با استفاده از آزمون رتبه ای- نشانه ای ویلکاکسون نیز بررسی شده است که نتایج آن به شرح جدول ۴-۵ می باشد.

جدول ۵- نتایج آزمون رتبه ای نشانه ای ویلکاکسون برای فرضیه اول تحقیق

| رتبه ها       | تعداد | میانگین رتبه ها | آماره $Z$ | Asymp. Sig | نتیجه فرضیه |
|---------------|-------|-----------------|-----------|------------|-------------|
| رتبه های منفی | ۳     | ۶/۳۳            | -۱/۲۴۵    | ۰/۲۱۳      | رد          |
| رتبه های مثبت | ۸     | ۵/۸۸            |           |            |             |

بر اساس نتایج ارائه شده در نگاره ۴-۵ نیز سطح معنی داری آماره  $Z$  آزمون ویلکاکسون بیشتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۲۱۳)، لذا فرضیه  $H_0$  تأیید شده و با اطمینان ۹۵٪ می توان گفت میان نرخ بازده دارایی ها قبل از خصوصی سازی و بعد از خصوصی سازی تفاوت معنی داری وجود ندارد. در نتیجه فرضیه اول تحقیق با استفاده از آزمون ویلکاکسون نیز رد می شود. ادامه به منظور مطالعه اثر خصوصی سازی و تغییرات سودآوری بعد از آن بر متغیرهای درون شرکتی، مدل زیر با استفاده از روش رگرسیون مقطعی مورد آزمون قرار گرفته است. شایان ذکر است با توجه به وجود مشکل همخطی شدید میان متغیر اندازه شرکت با سایر متغیرها، این متغیر از مدل حذف شده است.

$$DROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 S / D_{i,t} + \beta_2 B / D_{i,t} + \beta_3 Age_{i,t} + \beta_4 Year_{i,t} + \beta_5 Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

در جدول ۶ نتایج حاصل از برآورد مدل شماره (۱) ارائه شده است. در بررسی معنی دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره  $F$  از ۰/۰۵ کوچکتر می باشد (۰/۰۲۹۳) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود.

ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۶۴/۳۷ درصد از تغییرات نرخ بازده دارایی های شرکت ها قبل و بعد از خصوصی سازی توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می شود. همچنین در بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک، نتایج آزمون جارکوا- برا گویای آن است که باقیمانده های حاصل از برآورد مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار می باشند بطوری که مقدار احتمال (P-VALUE) مربوط به این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ است (۰/۸۰۶۰). در خصوص همسانی واریانس باقیمانده ها نیز با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) مربوط به آزمون برش- پاگان بزرگتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۵۷۶۴) همسانی واریانس باقیمانده های مدل تأیید می شود. علاوه بر این از آنجایی که مقدار آماره دوربین واتسن مابین عدد ۱/۵ و ۲/۵ می باشد (۱/۵۹۳) لذا استقلال باقیمانده های مدل تأیید می شود. در خصوص همخطی میان متغیرهای مدل نیز از آنجایی که مقدار آماره VIF برای تمامی متغیرها کمتر از ۱۰ می باشد می توان گفت همخطی شدیدی میان آن ها وجود نداشته و این فرض از مفروضات رگرسیون کلاسیک نیز تأیید می شود.

جدول ۶ - نتایج برآورد مدل (۱) تحقیق

| متغیر وابسته: تفاضل نرخ بازده دارایی ها قبل و بعد از خصوصی سازی |                   |                                |                   |       |
|-----------------------------------------------------------------|-------------------|--------------------------------|-------------------|-------|
| متغیر                                                           | ضریب              | آماره t                        | P-Value           | VIF   |
| ضریب ثابت                                                       | -۰/۱۶۴۵           | -۲/۸۰۱                         | ۰/۰۳۷۹            | -     |
| نسبت سرمایه به دارایی                                           | ۱/۰۶۲۴            | ۴/۲۳۸                          | ۰/۰۰۸۲            | ۹/۰۵۲ |
| نسبت بدهی به دارایی                                             | ۰/۳۱۱۱            | ۱/۸۲۸                          | ۰/۱۲۷۰            | ۴/۷۱۳ |
| عمر شرکت                                                        | -۰/۰۱۴۱           | -۲/۳۰۵                         | ۰/۰۶۹۳            | ۷/۶۷۶ |
| نوع صنعت                                                        | ۰/۱۸۲۲            | ۳/۲۱۲                          | ۰/۰۲۳۷            | ۵/۶۶۹ |
| متغیر مجازی سال                                                 | -۰/۰۷۸۲           | -۱/۵۲۲                         | ۰/۱۸۸۵            | ۱/۵۲۱ |
| ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۰/۶۴۳۷                                 |                   |                                |                   |       |
| آماره F مدل<br>(P-Value)                                        | ۴/۶۱۴<br>(۰/۰۲۹۳) | آماره Jarque-Bera<br>(P-Value) | ۰/۴۳۱<br>(۰/۸۰۶۰) |       |
| آماره Breusch-Pagan<br>(P-Value)                                | ۰/۸۳۴<br>(۰/۵۷۶۴) | آماره دوربین واتسن             | ۱/۵۹۳             |       |

## ۵-۲- تفسیر نتایج حاصل از آزمون مدل (۱)

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۴-۶، سطح معنی داری (P-Value) آماره t مربوط به متغیر «نسبت سرمایه به دارایی» کوچکتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۸۲) و ضریب آن مثبت می باشد (۱/۰۶۲۴) و بیانگر تأثیر مستقیم و معنی دار این نسبت بر تغییرات نرخ بازده دارایی های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بعد از خصوصی سازی می باشد. همچنین با توجه به این که سطح معنی داری (P-Value) آماره t مربوط به متغیر «نوع صنعت» کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۲۳۷) می توان گفت تغییرات نرخ بازده دارایی های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بعد از خصوصی سازی از نوع صنعت آن ها متأثر می گردد. در خصوص متغیرهای «نسبت بدهی به دارایی ها»، «عمر شرکت» و «متغیر مجازی سال» نیز از آنجایی که سطح معنی داری (P-Value) آماره t مربوط به آن ها بزرگتر از ۰/۰۵ می باشد می توان نتیجه گرفت این متغیرها اثر معنی داری بر تغییرات نرخ بازده دارایی های شرکت های فعال در حوزه نفت و گاز پارس بعد از خصوصی سازی ندارند.

## ۶- نتیجه گیری

سیاست واگذاری فعالیتهای اقتصادی به بخش خصوصی، در دو دهه اخیر در جهان رواج بی سابقه ای یافته است، و امروزه کم و بیش در تمامی کشورهای جهان به مرحله اجرا در آمده. خصوصی سازی به عنوان یک سیاست اقتصادی براین فرضیه استوار است که کارایی مالکیت و مدیریت خصوصی از نقطه نظر تخصیص منابع بیشتر از بخش عمومی است. در این پژوهش اثر خصوصی سازی بر سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفتند. همانگونه که در ادبیات تحقیق اشاره شد، خصوصی سازی از جمله مباحث جنجالی میان صاحب نظران اقتصادی و مجریان سیاستهای اقتصادی بوده است. بسیاری بر این باورند که دولت به علت توانایی و داشتن امکانات مالی و قانونی گسترده می تواند توسعه اقتصادی را تحقق بخشد. در برابر، برخی معتقدند که دخالت بیش از اندازه دولت در اقتصاد و بازار به تخصیص غیر بهینه منابع و کاهش رشد و توسعه اقتصادی می انجامد. خصوصی سازی فرآیندی اجرائی، مالی و حقوقی است که دولتها در بسیاری از کشورها برای انجام اصلاحات در اقتصاد و نظام اداری کشور به اجرا در می آورند طبق ادبیات خصوصی سازی، هدف خصوصی سازی در سه حوزه مالی، اقتصادی و اجتماعی- سیاسی شامل افزایش کارائی بنگاه ها، توزیع مناسب درآمد، کوچک سازی دولت، توانمندسازی بخش خصوصی، گسترش بازار سرمایه، افزایش رقابت، تامین منافع مصرف کنندگان از طریق واگذاری مالکیت و مدیریت بنگاه های اقتصادی دولتی به بخش غیردولتی است. نکته حساس در خصوصی سازی، در نظر گرفتن همه جوانب آن از جمله جنبه های اجتماعی در کنار جنبه های اقتصادی است، چرا که عدم نگاه جامع به خصوصی سازی می تواند عواقب نامطلوبی را در پی داشته باشد به نحوی که مزایای اقتصادی آن را نیز تحت الشعاع قرار دهد. موج جدید خصوصی سازی، نتیجه شرایط و مقتضیات سیاسی و اقتصادی در کشورهای اروپایی بوده است و به کارگیری آن در کشورهای جهان سوم، با شرایط اقتصادی و سیاسی متفاوت، بایست با احتیاط و دقت کامل صورت گیرد.

واقعیتی که بسیاری از اقتصاد دانان به آن آگاهند، این است که دولت و بخش خصوصی در زمینه اقتصاد در تعارض با یکدیگر نیستند، بلکه ترکیب مطلوب این دو بخش است که رشد و توسعه اقتصادی می انجامد. ترکیب مطلوب را سطح رشد و توسعه اقتصادی و نظام اقتصادی و حقوقی کشور تعیین می کند. بی گمان در یک نظام اقتصادی متمرکز، گرایش به تمرکز زدایی دور از

انتظار است، هر چند در گفتار، بر اهمیت بخش خصوصی تاکید فراوان می شود، ولی در نظام مبتنی بر بازار، تردیدی نیست که بخش خصوصی باید دست بالا را در فعالیت های اقتصادی داشته باشد و هر چه کشور به سوی رشد و توسعه اقتصادی پیش می رود باید از حجم دولت کاسته و به نقش بخش خصوصی در فعالیتهای اقتصادی افزوده شود، زیر در مراحل آغازین توسعه اقتصادی، کالاهای عمومی و زیرساختهای اقتصادی سخت مورد نیاز است. همچنین، تعیین چارچوب مناسب برای کارکرد بخش خصوصی و پیش بینی زیر ساختهای لازم ضرورت دارد. با توجه به موارد فوق و اهمیت خصوصی سازی این پژوهش جهت بررسی نتایج خصوصی سازی در شرکت های نفت و گاز انجام شد تا مشخص گردد این شرکت ها چه تأثیر از خصوصی سازی پذیرفته اند. فرضیه اصلی تحقیق حاضر این بود که خصوصی سازی بر سودآوری شرکت های فعال در بورس تأثیرگذار می باشد یا خیر. برای بررسی این موضوع دو شاخص نرخ بازده دارایی ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیارهایی از سودآوری شرکت ها مد نظر قرار گرفته و در قالب دو فرضیه مورد آزمون واقع شدند. نتایج تحقیق نشان داد که میان نرخ بازده دارایی های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل از خصوصی سازی و بعد از خصوصی سازی تفاوت معنی داری وجود ندارد. در نتیجه فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود و حاکی از این است که سودآوری شرکت های فعال در حوزه نفت و گاز و پتروشیمی بعد از خصوصی سازی تغییرات با اهمیتی نداشته و خصوصی سازی سودآوری این شرکت ها را بطور قابل ملاحظه ای تحت تأثیر خود قرار نداده است. هدف از آزمون فرضیه اول تحقیق بررسی تأثیر خصوصی سازی بر نرخ بازده دارایی ها قبل و بعد از خصوصی سازی بوده است. تحلیل داده های آماری نشان داد که میان نرخ بازده دارایی های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل از خصوصی سازی و بعد از خصوصی سازی تفاوت معنی داری وجود ندارد. در نتیجه فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود و حاکی از این است که سودآوری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بعد از خصوصی سازی تغییرات با اهمیتی نداشته و خصوصی سازی سودآوری این شرکت ها را بطور قابل ملاحظه ای تحت تأثیر خود قرار نداده است.

## منابع

۱. داوودی، م. صمامیرال ت. (۱۳۹۸). مجموعه های پژوهش های اقتصادی. تهران.
۲. دانش جعفری، ح.، برقی اسکویی، ع. (۱۳۸۹). روش شناسی پژوهش کمی در مدیریت: رویکردی جامع. تهران: نشر اشراقی.
۳. رضایی، م. (۱۳۹۳). بررسی موانع نهادی کارایی نظام اقتصادی بازار در اقتصاد ایران، سازمان مدیریت و برنامه ریزی اقتصادی. تهران: چاپ اول.
۴. سیلواری، ع. (۱۳۹۹). بررسی تحلیلی تأثیر خصوصی سازی سهام دولت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر ارزش آن ها. تهران: پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز.
۵. مصلح شیرازی، ا.، و جبارزاده، س. (۱۳۹۰). تأثیر خصوصی سازی بر عملکرد بنگاههای اقتصادی بر اساس معیارهای نوین. تهران.
۶. قالیباف، س.، و رنجبر نوری، ب. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر خصوصی سازی بر روی. تهران.
۷. میری، م. (۱۳۹۲). خصوصی سازی و ترکیب مطلوب بازار. سازمان مطالعات و تحقیقات تجاری.
8. Shashineski, J., Saul, E., & James, M. (2012). "Privatization Methods And Economic Growth In Transition Economies.
9. Bortolotti, B., & Dejong, N. (2007). Privatization And Stock Market Liquidity. Journal Of Banking And Finance, Vol.31, Pp.297-316.
10. Galian, N. (2017). The Dynamics Of Privatization, The Legal Environment And Stock Market Development. International Review Of Financial Analysis.
11. Volokh, R. (2010). The Effect Of Privatization On Firm.
12. Alhussani, W. Molz, W. (2009). A Liquidity-Augmented Capital Asset Pricing Model. Journal Of Financial Economics.
13. Ike Mathur & Wanarapee Banchuenvijit, T. (2006). Equitisation And Stock Market Development. University Of Groningen.
14. Fisher, I. (2013). The Effect Of Privatization On Performance Of Newly Privatized Firm In Emerging Marketed. Journal Of Emerging Markets Review.
15. Bent, S. (2014). The Determinants Of Stock Market Development In The Middle Eastern And North African Region. Managerial Finance.
16. Tsamenyi, M. (2010). Post-Privatization Performance And Organizational Changes: Case Studies From Ghana. Journal Of Critical Perspective On Accounting.

# پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی

فصلنامه علمی تخصصی پژوهش  
در حسابداری و علوم اقتصادی