



ISSN: 2645-4408

پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی

فصلنامه علمی تخصصی پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی
سال ششم، شماره ۱ (پیاپی ۲۰)، بهار ۱۴۰۱، جلد یک

تأثیر بی ثباتی اقتصاد کلان (با منشاء تورم) بر کسری بودجه دولت در اقتصاد
ایران (۱۳۹۷-۱۳۴۲)
حسن کارنامه حقیقی

بررسی تأثیر توانایی مدیریت و بحران مالی بر ابهام شرکت در شرکت های
پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
نازنین پیری وکیل، محمد محمدی

تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری بر عکس العمل بازار سهام با
در نظر گرفتن نقش تعدیلی تنوع جنسیت هیئت مدیره در بورس و فرابورس
ایران
بهزاد پرویزی، چیا امین پناه، محمد باقری

بررسی عملکرد انتشار اوراق مشارکت شهرداری مشهد بر اساس مدل
SWOT-AHP
صابر ابراهیمبای، عبدالرضا اسعدی

بررسی تأثیر ریسک بر میزان حساسیت و رضایت سرمایه گذاران
سعید پاکدلان، علیرضا آذربهرمان، جلال آذربهرمان، مهدی سلیمی



نشریه

نشانی: کرج، آزادگان، ابتدای بلوار مطهری، کوچه شهید سبحانی، پلاک ۲۸، واحد ۴
کد پستی: ۳۱۴۳۹۵۳۵۹۵
www.JARES.ir
Shij.journals@gmail.com
۳۱۴۳۹۵۳۵۹۵

چاپ

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

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 فراحتی، 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 مجید مرادی، عضو هیئت علمی دانشگاه ناصر خسرو
- دکتر منصور مهینی 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 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:

مطالعات علوم اقتصاد:

- اقتصاد خرد، اقتصاد کلان و اقتصادسنجی
- اقتصاد اسلامی، برنامه ریزی و نظام های اقتصادی
- اقتصاد، توسعه و مطالعات اقتصادی ایران
- اقتصاد محیط زیست، منابع طبیعی و انرژی
- تاریخ تئوری ها، نظریات و سیاست های اقتصادی
- مدل سازی و پیش بینی در بازارهای اقتصادی
- اقتصاد مالی، بانکداری و نظام پولی
- اقتصاد مقاومتی، کار آفرینی و اشتغال زایی
- اقتصاد و تجارت الکترونیک و بین الملل
- اقتصاد تولید و اقتصاد صنعتی
- مطالعات میان رشته ای در اقتصاد

مطالعات حسابداری:

- تئوری ها و نظریات حسابداری
- مباحث نوین در حسابداری و حسابرسی
- پژوهش های کاربردی در حسابداری و حسابرسی
- بورس، مدیریت مالی، سرمایه گذاری و حسابداری
- جایگاه حسابداری و حسابرسی در توسعه اقتصادی
- آموزش و اخلاق حرفه ای در حسابداری، حسابرسی
- سیستم های اطلاعات حسابداری
- حسابداری مالیاتی و حسابداری مدیریت
- صنعت، تولید و حسابداری مدیریت
- استانداردهای حسابداری و حسابرسی
- مطالعات میان رشته ای در حسابداری

فهرست مقالات

صفحه	عنوان مقاله
۱	تأثیر بی ثباتی اقتصاد کلان (با منشاء تورم) بر کسری بودجه دولت در اقتصاد ایران (۱۳۹۷-۱۳۴۲) حسن کارنامه حقیقی
۱۳	بررسی تأثیر توانایی مدیریت و بحران مالی بر ابهام شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نازنین پیری وکیل، محمد محمدی
۳۵	تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری بر عکس العمل بازار سهام با در نظر گرفتن نقش تعدیلی تنوع جنسیت هیئت مدیره در بورس و فرابورس ایران بهزاد پرویزی، چیا امین پناه، محمد باقری
۴۷	بررسی عملکرد انتشار اوراق مشارکت شهرداری مشهد بر اساس مدل SWOT AHP صابر ابراهیم بای، عبدالرضا اسعدی
۶۱	بررسی تأثیر ریسک بر میزان حساسیت و رضایت سرمایه گذاران سعید پاکدلان، علیرضا آذربراهمان، جلال آذربراهمان، مهدی سلیمی

تأثیر بی ثباتی اقتصاد کلان (با منشاء تورم) بر کسری بودجه دولت در اقتصاد ایران (۱۳۹۷-۱۳۴۲)

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۰۶

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۱/۲۸

کد مقاله: ۱۴۲۳۱

حسن کارنامه حقیقی^۱

چکیده

پژوهش حاضر تأثیر بی ثباتی اقتصاد کلان با منشاء تورم بر کسری بودجه دولت در اقتصاد ایران و با استفاده از اطلاعات دوره زمانی ۱۳۹۷-۱۳۴۲ را از دیدگاه تجربی مورد بررسی قرار می دهد. برای انجام این بررسی، مدل مناسبی از خانواده مدل های هم زمان به کار گرفته شده است. مدل مذکور نشان دهنده روابط میان متغیرهای اقتصادی از قبیل کسری بودجه و عرضه پول و تورم بوده و بیانگر رفتار پویای سیستمی میان آنهاست. از آنجا که مدل به صورت همزمان و خطی است، از روش 3SLS استفاده شده است. نتایج تجربی نشان می دهد که در اقتصاد ایران با افزایش بی ثباتی اقتصاد کلان با منشاء تورم، هزینه های اسمی دولت سریع تر از درآمدهای آن افزایش می یابد، لذا اثر نهایی آن بر ساختار مالی دولت افزایش کسری بودجه خواهد بود.

واژگان کلیدی: بی ثباتی اقتصاد کلان (با منشاء تورم)، هزینه های دولت، درآمد دولت، اقتصاد ایران.

۱- مقدمه

ارتباط میان تورم و کسری بودجه از لحاظ نظری مبهم بوده و پژوهش‌های صورت گرفته نتایج متفاوتی را نشان می‌دهند. بعضی رابطه علت و معلولی کسری بودجه و تورم را رد کرده و برخی دیگر این رابطه را رد نکرده اند؛ تعدادی نیز ارتباط آن‌ها را مبهم بیان کرده اند. در بعضی پژوهش‌ها، با افزایش تورم، کسری بودجه افزایش و در بعضی دیگر کاهش یافته و یا متاثر نشده است. در نتیجه می‌توان گفت از لحاظ نظری اثر تورم بر کسری بودجه به طور قطعی مشخص نیست و می‌تواند متناسب با ساختار اقتصادی هر کشور، منفی، مثبت یا خنثی باشد. بعضی پژوهشگران مانند کاردوسو^۱ (۱۹۹۸)، نشان دادند که کسری بودجه بر تورم اثر گذاشته و تورم نیز از طریق وقفه‌های مالیاتی و هزینه‌های واقعی بر کسری بودجه اثر می‌گذارد. یعنی یعنی یک رابطه دوطرفه تاخیری وجود دارد. تانزی^۲ (۱۹۸۷) نیز بر این باور است که افزایش تورم می‌تواند درآمدهای مالیاتی واقعی را کاهش داده و کسری بودجه را افزایش دهد. در مقابل پاتینکین^۳ معتقد است با افزایش تورم، مخارج واقعی دولت کاهش یافته و به تبع آن کسری بودجه نیز تعدیل می‌شود. بررسی شواهد آماری نیز نشان می‌دهد که رابطه کسری بودجه و تورم در بین کشورها متفاوت است؛ مثلاً در کشورهای فنلاند، فرانسه، ایتالیا و انگلستان با وجود کسری بودجه بالا، نرخ تورم بسیار پایین است و برعکس در کشورهای شیلی و مکزیک با وجود مازاد بودجه، تورم بالا و دو رقمی است. در کشورهایی مانند رومانی و ترکیه نیز اگرچه کسری بودجه زیادی ندارند اما تورم بالا است (ضیائی بیگدلی و مقصودی، ۱۳۸۴).

در ایران، عمده پژوهش‌ها، متمرکز بر تأثیر کسری بودجه بر تورم بوده و بیشتر چنین نتیجه گرفته اند که کسری بودجه، تورم را تشدید کرده و رابطه علیت از سمت کسری بودجه به تورم است. مع الوصف پژوهش حاضر تأثیر بی‌ثباتی اقتصاد کلان با منشاء تورم^۴ بر هزینه‌ها و درآمدهای دولت در اقتصاد ایران طی دوره (۱۳۹۷-۱۳۴۲) بررسی می‌شود. موضوع تأثیر تورم بر هزینه‌ها و درآمدهای دولت و واکنش ساختار مالی دولت در شرایط تورمی یا بی‌ثباتی، از مهمترین مسائلی است که دولت همواره با آن مواجه است، لذا به نظر می‌رسد باید تأثیرات متقابل بروز بی‌ثباتی ناشی از تورم و ساختار مالی دولت به طور دقیق تحلیل شود.

۲- نظریه‌های تورم

در ادبیات اقتصادی نظریات مختلفی درباره چگونگی پیدایش تورم ارائه گردیده است. تعدد نظریه‌ها از یکسو به علت تلقی نظری متفاوت اقتصاددانان از سازوکارهای اصلی اقتصاد و از سوی دیگر به واسطه ساختار متفاوت حوزه‌های مختلف فعالیت اقتصادی است. در این زمینه چندین نظریه اساسی و کاملاً متفاوت وجود دارد که به آن‌ها اشاره می‌گردد.

۲-۱- دیدگاه پولیون^۵

از دیدگاه طرفداران مکتب اصالت پول (پولیون)، تورم یک علت دارد و آن هم افزایش گسترده حجم پول است. به اعتقاد پولیون به ویژه فریدمن -پایه گذار مکتب پولی جدید- نظریه‌های دیگر تورم، همانند تورم ناشی از فزونی میزان سرمایه گذاری بر پس انداز، ناشی از فشار دستمزدها و ناتوانی در افزایش تولید مواد غذایی نسبت به تولید دیگر کالاها، اگر موجب افزایش حجم پول شوند، تورم ایجاد خواهد شد. از نظر پولیون، متغیر حجم پول کمیته برونزا است که می‌تواند از طریق بانک مرکزی در هر شرایطی تحت کنترل قرار گیرد. در نتیجه اگر مقامات پولی سیاست‌های پولی مناسب در پیش گیرند، هیچ کدام از عوامل عرضه و تقاضای کل موجب بروز تورم نمی‌شوند. تورم زمانی ایجاد می‌شود که این مقامات در مقابل فشارهای درونی اقتصاد، اقدام به افزایش حجم پول می‌نمایند. بر این اساس حجم پول نسبت به تولید افزایش قابل ملاحظه‌ای پیدا کرده و حاصل آن افزایش قدرت خرید مردم و کمبود تولید و عرضه نسبت به افزایش تقاضا و در نتیجه افزایش قیمت‌ها است. فریدمن می‌گوید: «هیچ نمونه تجربی یافت نمی‌شود که در آن حجم پول نسبت به واحد تولید تغییر قابل ملاحظه‌ای کرده باشد، بدون آنکه سطح عمومی قیمت‌ها نیز در همان جهت به نحو چشمگیری تغییر یافته باشد و بر عکس من از هیچ نمونه‌ای اطلاع ندارم که در آن سطح عمومی قیمت‌ها تغییر قابل ملاحظه‌ای یافته باشد، بی‌آنکه تغییر قابل توجهی نیز در همان جهت در حجم پول نسبت به واحد تولید صورت گرفته باشد» (قبادی و رئیس دانا، ۱۳۶۸). طرفداران مکتب پولی تنها درمان مؤثر تورم را سیاست مهار حجم پول دانسته و دیگر سیاست‌ها را که اجرای آن‌ها دخالت گسترده دولت در جریان تعیین دستمزدها و قیمت‌ها بود، نفی می‌نمودند.

1 Cardoso

2 Tanzi

3 Patinkin

۴- فیونتنس، لارین و اشمیت هیل ۲۰۰۶، ۴، در مقاله‌ای با عنوان منابع رشد و رفتار بهره‌وری کل عوامل تولید در شیلی، از نرخ تورم به عنوان شاخصی برای بی‌ثباتی اقتصاد کلان استفاده کرده اند.

5 Monetarists

۲-۲- دیدگاه ساختارگرایان^۱

اقتصاددانان ساختار گرا، افزایش حجم پول را عامل اصلی تورم نمی دانند، بلکه تورم را عامل اصلی افزایش حجم پول می دانند. یعنی حجم پول از نظر آن ها یک متغیر درونزا است. در این دیدگاه، هرگاه تغییر در یکی از اجزای تشکیل دهنده تقاضای کل منجر به مازاد تقاضا شود، تورم به وجود می آید. بنابراین رشد بیش از ظرفیت تقاضا قیمت ها را بالا برده و تورم ایجاد می شود. مهمترین عامل ایجاد کننده تورم، هزینه های دولت است. با ایجاد تورم، دولت برای کاهش کسری بودجه خود اقدام به افزایش حجم پول می کند تا با این سیاست از شدت کسری بودجه بکاهد. افزایش حجم پول نیز تورم را تشدید می کند. آنچه ساختارگرایان بر آن تاکید دارند اتخاذ سیاست هایی است که بتواند موانع و مشکلات و اختلال های ساختاری کشور را مرتفع کند. (Francis and Miller, 1985)

۳- پی آمدهای تورم

تورم هزینه های زیادی به اقتصاد تحمیل می کند. پی آمدهای تورم محدود به توان رقابت تولیدات ملی و کاهش صادرات، افزایش واردات و کسری بیشتر موازنه تجاری نیست، بلکه اثرات غیرقابل برگشتی بر تخصیص منابع و تولید جامعه دارد. با توجه به موضوع پژوهش حاضر، تورم از طریق کاهش ارزش پول قدرت خرید دولت را کاهش داده و بودجه دولت را متاثر می کند. در شرایط بی ثباتی با منشاء تورم، دولت برای تامین مقدار مشخصی از کالاها و خدمات ناچاراً هزینه بیشتری می کند. لذا چنانچه افزایش هزینه دولت نسبت به درآمدهای آن موجب کسری بودجه شود، تامین کسری بودجه از طریق استقراض از نظام بانکی کشور، افزایش حجم پول را به دنبال می آورد.

۴- بودجه دولت

دولت برای انجام وظایف خود اقدام به هزینه می کند اما مخارج دولت محدود به هزینه نیست بلکه شامل انواع پرداخت های انتقالی و رفاهی به اشخاص نیز می گردد، اعم از پرداخت ها به شکل تملک های بلاعوض و یا به صورت کمک های نقدی و رفاهی به خانواده های کم درآمد و طبقه بندی شده. درآمدهای دولت را از یک سو انواع درآمدهای مالیاتی و از سوی دیگر اشکال مختلف استقراض تشکیل می دهند. منابع استقراض دولت می تواند داخلی یا خارجی باشد. منابع استقراض داخلی شامل صدور اوراق بهادار دولتی و فروش آن ها به مردم و یا سیستم بانکی است درحالی که استقراض از منابع خارجی می تواند به صورت وام از دولت های خارجی، صندوق بین المللی پول، بانک های خارجی و به طور عمده بانک جهانی باشد. بنابراین توازن همیشگی بودجه به صورت زیر خواهد بود:

درآمدهای مالیاتی و ... + استقراض = هزینه های دولتی + پرداختهای انتقالی

۴-۱- کسری بودجه دولت

یکی از مهمترین مسائل در بودجه، توازن میان دریافتی ها و پرداختی های دولت است. به عبارت دیگر در تهیه بودجه باید تلاش شود که پرداختی های دولتی بطور مستمر و برای سالیان متوالی بر دریافتی هایش فزونی نگیرد. این مسئله وقتی به شکل حاد خود بروز می کند که میزان افزایش پرداختی های دولتی (کسری بودجه) درصد قابل ملاحظه ای از کل بودجه را تشکیل دهد. اغلب اقتصاددانان تعاریف مختلفی را برای کسری بودجه ارائه کرده اند. کسری بودجه از نظر زمانی نیز مفاهیمی متفاوت دارد. به عنوان نمونه باید بین کسری های چرخه ای، کسری های ساختاری و کسری های ناشی از نرخ بالای اشتغال در اقتصاد تفاوت قائل شد. آنچه در این پژوهش از تعریف کسری بودجه مد نظر بوده فزونی پرداختی های دولت بر دریافتی های آن در یک دوره زمانی معین یکساله است. بنابراین دلیل تغییرات کسری بودجه دولت را باید در تغییرات تحولات دریافتی ها و پرداختی ها جستجو نمود.

میزان آثار و عواقب مرتبط با کسری بودجه به نحو بارزی بستگی به روش تامین آن دارد. میزان تاثیری که هر یک از روش ها بر رشد عرضه پول و متعاقب آن افزایش سطح عمومی قیمت ها به جا می گذارد بسیار متفاوت است. اخذ وام از بانک مرکزی (منبع عمده تامین کسری بودجه در کشورهای در حال توسعه)، موثرترین عامل رشد عرضه پول و تورم است (هژبر کیانی، ۱۳۷۹).

۵- دیدگاه نظری آثار کسری بودجه بر متغیرهای اقتصاد کلان

سه دیدگاه نظری نئوکلاسیک، کینزی و برابری ریکاردویی در خصوص آثار کسری بودجه دولت بر متغیرهای اقتصاد کلان، علی رغم وجوه مشترک، از نظر فروض پیشنهادی و نتایج با یکدیگر اختلاف دارند.

۵-۱- دیدگاه نئوکلاسیک

بحث مربوط به کسری بودجه دولت یا بدهی عمومی و آثاری که می تواند بر دیگر متغیرهای اقتصادی داشته باشد، از دیرباز مورد توجه اقتصاددانان بوده است. مودیگلیانی (۱۹۶۱) معتقد است، بدهی عمومی به عنوان باری بر دوش اقتصاد است و هزینه های کنونی دولت صرف نظر از راه های تامین آن ها به نسل های بعدی منتقل خواهد شد. او همچنین بر این باور است که کسری بودجه، انباشت سرمایه را کاهش می دهد.

دیاموند^۱ (۱۹۶۵) از جمله نخستین افرادی است که به مطالعه آثار کسری های دولت در چارچوب دیدگاه نئوکلاسیک پرداخته است. براساس نتایج دیاموند، بدهی عمومی در بلندمدت باعث کاهش پس انداز و انباشت سرمایه می شود. به علاوه ترکیب دارایی های افراد و بدهی های عمومی جانشین سرمایه فیزیکی شده و این خود باعث کاهش بیشتر انباشت سرمایه می گردد. به این صورت که در نرخ های اولیه بهره، مصرف کنندگان که ترکیب حجم اولیه سرمایه فیزیکی و اوراق قرضه خود را به صورت بهینه تنظیم نموده اند، علاقه ای به خرید اوراق قرضه جدید که از سوی دولت منتشر شده است ندارند. در این حالت برای ترغیب مصرف کنندگان به تغییر ترکیب بهینه دارایی های خود، باید نرخ های بهره افزایش یابد تا با پس انداز اضافی و در نتیجه کاهش سرمایه گذاری، بار دیگر تعادل در بازار سرمایه برقرار شود. بدین ترتیب، کسری های دائمی در بودجه دولت که از طریق ایجاد بدهی عمومی تامین شده، جانشین انباشت سرمایه بخش خصوصی می گردد. (هزبر کیانی، ۱۳۷۹)

هرگاه دولت برای تامین مخارج خود از انتشار اوراق قرضه به جای اخذ مالیات استفاده کند، مصرف کل افزایش و پس اندازهای بخش خصوصی و عمومی کاهش می یابد. و اگر تولید براساس فرض اشتغال کامل نئوکلاسیک ثابت باشد، مصرف بالاتر به کاهش برابر و در دیگر اشکال مخارج (سرمایه گذاری یا خالص صادرات) منجر می شود (Yellen, 1989).

در دیدگاه نئوکلاسیک جایگزینی جبری^۲ بدهی عمومی در دو حالت اقتصاد بسته و باز به دو شکل متفاوت صورت می گیرد. در یک اقتصاد بسته به منظور برقراری مجدد تعادل میان پس انداز مطلوب ملی و تقاضای سرمایه گذاری کل، باید نرخ بهره واقعی مورد انتظار افزایش یابد. بدیهی است که هرچقدر این افزایش بیشتر باشد، اثر جانشینی بر سرمایه گذاری بیشتر بوده و سرانجام انباشت کمتری از سرمایه مولد صورت می گیرد. در اقتصادهای باز و کشور کوچک با سهولت در جابجایی بین المللی سرمایه، وجود کسری بودجه و اثرات جابجایی جبری، به جای این که سرمایه گذاری را کاهش دهند، باعث بدتر شدن وضع خالص صادرات می شود. این جایگزینی از طریق افزایش نرخ بهره داخلی، ورود سرمایه های خارجی و تقویت ارزش پول داخلی انجام می گیرد. در این دیدگاه، افزایش کسری دولت از طریق بالا بردن نرخ بهره، باعث کاهش تقاضای پول می شود. فلدشتاین (۱۹۷۴)^۳ بر این باور است که اجرای برنامه های تامین اجتماعی و بازنشتگی از سوی دولت که باعث افزایش مخارج دولتی می شود، دارای آثار مشابه کسری بودجه است.

۵-۲- دیدگاه کینزی

بسیاری از طرفداران این دیدگاه از جمله ایزنر^۴ (۱۹۸۹) معتقدند افزایش تعهدات واقعی دولت (ناشی از کسری بودجه) با ایجاد تقاضای مازاد برای کالاها و خدمات، باعث افزایش تولید یا سطح قیمت ها یا هر دو می شود و نیازی نیست تا کسری و بدهی عمومی، جایگزین جبری سرمایه گذاری بخش خصوصی شود. براساس این دیدگاه، عدم اشتغال کامل منابع تولید در جامعه باعث می شود تا کسری بودجه، تولید و تقاضای کل را افزایش دهد. افزایش در تقاضای کل شامل اجزای آن یعنی مصرف و سرمایه گذاری نیز می شود. در این حالت کسری بودجه، از طریق بکارگیری منابع بیکار نه تنها باعث افزایش مصرف می شود، بلکه سرمایه گذاری را نیز تشویق می کند. در دیدگاه کینزی، اگر کسری بودجه از طریق انتشار اوراق قرضه تامین مالی شود، می تواند از طریق اثر ثروت، مصرف را تحت تاثیر قرار دهد و باعث افزایش تقاضای کل شود. به بیان دیگر درآمد بدست آمده از انتشار اوراق قرضه باعث می شود که مصرف کنندگان، سطح مصرف خود را افزایش دهند. افزایش تعهدات دولت به بخش خصوصی به منزله افزایش ثروت در قید بودجه افراد است و زمانی که مصرف کنندگان می کوشند تا سطح مطلوبیت یا رفاه دوره زندگی خود را حداکثر نمایند این افزایش ثروت به نیازهای کنونی و آینده تخصیص می یابد، به طوری که منجر به افزایش مصرف کنونی مصرف

1 Diamond
2 Crowding Out
3 Feldstein
4 Eisner

کنندگان می شود. همچنین با توجه به اینکه تقاضای پول می تواند تابعی از میزان ثروت و دارایی های افراد باشد، ثروت ناشی از خرید اوراق قرضه می تواند به خوبی مقدار آن را تا زمانی که مردم مصرف خود را به خاطر مطالبات مالیات آتی کاهش ندهند، افزایش دهد (Gully, 1994).

از سوی دیگر در افراد کوتاه نگر، میل نهایی به مصرف زیاد است. به طوری که با افزایش مخارج دولت یا کاهش مالیات ها (کسری بودجه) از محل افزایش در میزان درآمدهای قابل تصرف، بخش بیشتری از آن را مصرف می کنند که منجر به افزایش تقاضای پول می شود. این استدلال از آنجا ناشی می شود که افراد کسری بودجه را همچون ثروت خالص که می تواند تقاضای کل را افزایش دهد، می انگارند (Vamvoukas, 2003).

اگر تامین کسری بودجه به وسیله انتشار اوراق قرضه صورت نگیرد و به صورت پولی و از طریق استقراض از بانک مرکزی باشد، چنانچه تعدیل بخش خصوصی نسبت به کسری بودجه دولت با تاخیر صورت گیرد، حتی در غیاب اثر ثروت، تاثیرگذاری کسری بودجه بر تقاضای پول وجود خواهد داشت. (Tanner, 1993)

در دیدگاه کینزی برخلاف دیدگاه نئوکلاسیک و ریکاردویی، کسری های بودجه دولت می تواند آثار مثبتی همچون افزایش مصرف و سرمایه گذاری داشته باشد.

۵-۳- دیدگاه برابری ریکاردویی

دیدگاه ریکاردویی نخستین بار از سوی دیوید ریکاردو مطرح شد و تداوم آن از سوی بارو همچون انقلابی منجر به احیای پژوهش های نظری و تجربی در زمینه اثر کسری بودجه دولت بر متغیرهای اقتصادی شد. (Seater, 2001)

به عقیده بارو اگر اوراق قرضه دولتی از سوی بخش خصوصی به منزله ثروت خالص تلقی شود، می تواند نقش مهمی را در تاثیرگذاری سیاست های پولی و مالی ایفا نماید. در واقع از این مسیر، سیاست مالی انبساطی بر تقاضای کل اثر می گذارد. او معتقد است نمی توان هیچ حالت نظری متقاعد کننده ای را برای مواجهه با بدهی های عمومی به عنوان یک جز از ثروت خالص خانوارها یافت. بنابراین، براساس این دیدگاه، تغییر در موجودی اوراق قرضه دولتی نمی تواند از طریق اثر ثروت، متغیرهای اقتصادی از جمله تقاضای پول را تحت تاثیر قرار دهد.

در خصوص تاثیر تورم بر درآمدهای مالیاتی (اثر تانزی)، افزایش تورم می تواند درآمدهای مالیاتی را به علت تأخیر در پرداخت مالیات ها کاهش داده و احتمال ایجاد کسری بودجه را افزایش دهد. هر چقدر این تأخیر بیشتر باشد و نظام مالیاتی انعطاف کمتری داشته باشد، اثر تورم بر درآمدهای مالیاتی و گسترش کسری بودجه بیشتر خواهد بود (Tanzi, 1978).

با این حال تجربه کشورهای توسعه یافته نشان می دهد، عمدتاً تورم با افزایش درآمدهای مالیاتی همراه بوده و مشکل، نحوه برخورد آن ها در کاهش اثرات نامطلوب این افزایش است.

در حالت جمع آوری درآمدهای مالیاتی با وقفه های طولانی و کسش قیمتی درآمد مالیاتی کمتر از یک، نتایج تأثیر تورم متفاوت خواهد بود. لذا تورم موجب کاهش درآمدهای واقعی مالیاتی می شود (ضیائی بیگدلی و مقصودی، ۱۳۸۴).

مطابق با ادبیات اقتصادی، تورم نیز می تواند مخارج واقعی را متاثر کند. پاتینکین (۱۹۹۳)، نشان داد که چگونه فشارهایی مانند مصالح سیاسی می تواند منجر به استفاده از تورم، به منظور از بین بردن بار سنگین اختلاف هزینه های اسمی دولت از درآمدهایش شود. او معتقد است زمانی که هزینه های دولت بیش از درآمدهایش باشد، دولت برای تامین هزینه ها می تواند از بانک مرکزی استقراض کند و این عمل موجب افزایش نرخ تورم و به تبع آن کاهش هزینه های واقعی دولت خواهد شد. اثر منفی تورم بر مخارج واقعی دولت به "اثر پاتینکین" مشهور است. رابطه تورم و کسری بودجه ابتدا توسط تورونی^۲ (۱۹۳۷)، مطالعه شد. او نشان داد در تورم فزاینده رابطه کسری بودجه و تورم معکوس است. پاتینکین (۱۹۹۳)، ضمن تایید نظریه تورونی، معتقد بود که در تورم های بالا مخارج کمتر از زمانی خواهد بود که تورم وجود نداشته یا پایین است.

در کشورهای با تجربه تورم اثر تانزی و پاتینکین متناسب با شرایط اقتصادی، متفاوت است. اثر تانزی از ناحیه درآمد و اثر پاتینکین از ناحیه هزینه، کسری بودجه را متاثر می کند. تورم از طرف درآمد و با فعال شدن اثر تانزی موجب انباشت کسری بودجه و تشدید آن می شود. از سوی دیگر، تورم از سوی هزینه بر مخارج اثر گذاشته و متناسب با شرایط اقتصادی و دامنه تورم، بودجه را تحت تأثیر قرار می دهد (Patinkin, 1993). تورم بالا، ناپایدار است و این ناپایداری از طریق اثر تانزی تقویت می شود؛ زیرا با افزایش تورم، کسری بودجه به علت کاهش درآمدهای مالیاتی تشدید می شود (Cardoso, 1998).

دولت ها در برخی مواقع با تأخیر در پرداخت دستمزدها، زمانی که پول کمتری برای پرداخت دستمزدها و سایر هزینه ها داشته باشند، هزینه های واقعی را کاهش می دهند. چنین استنباط می شود که کسری بودجه با کاهش تورم افزایش می باید و در نرخ های پایین تورم، شاید هیچ انگیزه ای برای شاخص بندی مالیات ها و کاهش شکاف وصول مالیات ها وجود نداشته باشد و اثر تانزی رابطه مثبت بین کسری و تورم را به وجود آورد. بر عکس زمانی که تورم زیاد است انگیزه آشکاری برای شاخص بندی مالیات ها وجود

1 Patinkin Effect

2 Turroni

دارد. لذا در کشورهایی که سابقه طولانی در زمینه تورم دارند، نمی‌توان رابطه مثبت بین تورم و کسری بودجه را متصور شد؛ زیرا اثر تانزی متوقف خواهد شد (ضیائی بیگدلی و مقصودی، ۱۳۸۴).

۶- مروری بر پژوهش‌های گذشته

بیشتر کشورهای در حال توسعه در دهه اخیر شاهد افزایش کسری بودجه بوده‌اند. یکی از آسان‌ترین روش‌های تامین مالی کسری بودجه در این کشورها، استقراض از نظام بانکی بوده است، اما هم‌زمان با افزایش کسری بودجه و نرخ‌های تورمی فزاینده، اقتصاد این کشورها با بحران‌های جدی مواجه شده به طوری که بسیاری از اقتصاددانان ترغیب شده‌اند، به مطالعه رابطه کسری بودجه، عرضه پول و تورم بپردازند. یکی موثرترین پژوهش‌ها در این خصوص مقاله آق‌اولی و خان^۱ است. آق‌اولی و خان (۱۹۷۸)، ضمن تبیین ارتباط متقابل رشد عرضه پول و نرخ تورم، مدل مبین ارتباط کسری بودجه دولت و تورم را نیز ارائه کردند.

چادری و پارای^۲ (۱۹۹۱) نیز در مقاله‌ای تحت عنوان «کسری بودجه و تورم: تجربه ی پرو» به بررسی نقش کسری‌های بزرگ در بروز تورم شدید در کشور پرو، پرداخته‌اند. این دو پژوهشگر با استفاده از مدل کلان انتظارات عقلایی و داده‌های فصلی دوره ۱۹۷۳ تا ۱۹۸۰ اثرات کسری بودجه را بر نرخ‌های تورم، مورد تجزیه و تحلیل قرار داده‌اند. آن‌ها با برآورد مدل تعیین قیمت کینزی، نشان می‌دهند که کسری‌های بزرگ بودجه در کشور پرو همانند عرضه پول در ایجاد تورم شدید نقش مؤثری داشته است.

چادری و احمد^۳ (۱۹۹۵)، در مطالعه خود، موضوع «عرضه پول، کسری بودجه و تورم در کشور پاکستان» را مورد بررسی قرار داده‌اند. رشد چشمگیر شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI^۴) و نرخ تورم بالا طی دهه ۱۹۷۰ و کسری بودجه بزرگ طی سال‌های ۸۰-۱۹۷۰ بستری مناسب برای انجام این پژوهش بوده است. آن‌ها با استفاده از یک مدل، روابط میان کسری بودجه، عرضه پول و تورم را در کشور پاکستان بررسی کرده‌اند. اساس این مدل بر پول و نظریه مقداری پول بنا شده است. مهمترین نتیجه این پژوهشگران، وجود ارتباط مثبت میان کسری بودجه و تورم در دوره‌های تورمی لجام‌گسیخته دهه ۱۹۷۰ در پاکستان است. در مطالعه دیگری علوی راد (۲۰۰۶)، فرآیند تورمی و کسری بودجه را در ایران با رویکرد الگوی خودتوضیح برداری مورد بررسی قرار داده است. نتیجه مطالعه او نشان می‌دهد که کسری دولت مستقیماً از تورم متأثر می‌شود. کاردوسو (۱۹۹۸)، با انجام پژوهشی با عنوان «کسری بودجه واقعی و اثر پاتینکین» به تشریح تأثیر تورم بر کسری بودجه در اقتصاد برزیل پرداخته است. به طور کلی یافته‌های تجربی به طور گسترده بر صحت این فرضیه دلالت دارد که بین کسری بودجه و نرخ تورم بالا در برزیل رابطه منفی وجود دارد، براساس این پژوهش، اثر تانزی به دلیل انعطاف‌پذیری سیستم مالیاتی، کوتاه بودن وقفه‌های مالیات و شاخص‌بندی مالیات‌های تأخیری و نیز اعمال جریمه‌ها، نتوانسته است از بُعد درآمدی بر کسری بودجه اثر منفی بگذارد. از طرف دیگر اثر پاتینکین به سبب عکس‌العمل بعضی اقلام هزینه‌ها؛ یعنی اقلامی که شاخص‌بندی نشده‌اند و یا امکان شاخص‌بندی آن‌ها وجود ندارد نسبت به تورم، فعال عمل کرده و با افزایش تورم از بُعد مخارج بر کسری بودجه اثر منفی گذاشته و بین تورم و مخارج واقعی رابطه معکوس برقرار بوده است. برآیند اثر تانزی و پاتینکین رابطه‌ای منفی بین تورم و کسری بودجه را سبب شده است. در ایران، تأثیر تورم بر کسری بودجه، چندان مطالعه نشده و عمده مطالعات متمرکز بر تأثیر کسری بودجه بر تورم بوده است. عموماً نیز نتیجه گرفته‌اند که کسری بودجه تورم را افزایش می‌دهد.

معروف خانی (۱۳۷۷)، در پایان نامه کارشناسی ارشد خود به بررسی ارتباط کسری بودجه و تورم در اقتصاد ایران طی دوره ۷۵-۱۳۳۸ پرداخته است. نتیجه پژوهش او نشان می‌دهد کسری بودجه علت تورم است.

همچنین برادران و دیگران (۱۳۹۶)، معتقدند تورم از دو بعد درآمدی (فرضیه تانزی) و هزینه‌ای (فرضیه پاتینکین) بر کسری بودجه مؤثر است. شناخت چگونگی اثر تورم بر کسری بودجه دولت می‌تواند زمینه را برای کنترل تورم و کاهش کسری بودجه فراهم کند. در این راستا، برای بررسی تأثیر تورم بر کسری بودجه ایران از داده‌های فصلی، طی دوره ۱۳۷۰:۱-۱۳۹۳:۴ استفاده کرده‌اند. مدل پژوهش مورد استفاده آن‌ها رگرسیون کوانتایل در صدک‌های مختلف بوده است. نتایج پژوهش ایشان نشان می‌دهد که با افزایش تورم، کسری بودجه دولت کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر، در این مطالعه اثر پاتینکین بر اثر تانزی غالب است. در واقع نتایج نشان می‌دهد هر چند تورم باعث کاهش مخارج حقیقی و درآمدهای حقیقی دولت می‌شود، لیکن تورم هزینه‌های دولت را بیش‌تر از درآمدهای دولت کاهش داده است و در نتیجه افزایش تورم موجب شده است کسری بودجه دولت کاهش یابد. از طرفی به دلیل سطوح مختلف تورم در ایران، وجود رابطه غیرخطی بین تورم و کسری بودجه تأیید می‌شود، زیرا نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در صدک‌های ابتدایی تأثیر تورم بر کسری بودجه بیش‌تر از صدک‌های میانی است. با اجرای باز نمونه‌گیری (بوت استرپ) نتایج حاصل از تخمین رگرسیون چندک نیز در مدل تأیید گردیده است.

1 Aghevli and khan

2 Chaudhary and Parai

3 Chaudhary and ahmad

4 Consumer Price Index

۷- روش شناسی پژوهش

ارتباط متقابل میان بی ثباتی اقتصاد کلان با منشاء تورم و کسری بودجه دولت، هم از سوی پولگرایان و هم از سوی مکتب کینزی رد نشده است. همانطور که پیشتر اشاره شد، براساس مدل ارائه شده از سوی آق اولی و خان (۱۹۷۸)، ارتباط متقابل میان تورم و کسری بودجه دولت در چهار کشور در حال توسعه (برزیل، کلمبیا، جمهوری دومینیکن و تایلند) رد نشده است. چون به دلیل ساختاری، این مدل برای کشورهای صادرکننده نفت، مانند ایران قابل استفاده نیست، در پژوهش حاضر از تلفیق دو مدل آق اولی و خان و توکل و طیبی (۱۹۹۸)، استفاده شده است. مدل مذکور به روش حداقل مربعات سه مرحله ای، برآورد شده و جامعه آماری، داده ها و اطلاعات اقتصاد ایران در سطح کلان مانند تغییرات سطح عمومی قیمت ها، عرضه اسمی پول، تولید ناخالص واقعی مخارج اسمی دولت، درآمدهای اسمی داخلی و غیره است. داده ها، سری زمانی سالانه و دوره زمانی سال های ۹۷-۱۳۴۲ می باشد.

۷-۱- مدل

مدل استفاده شده، مدلی پویا و شامل چهار معادله است.

الف) معادله سطح عمومی قیمت ها: تقاضای واقعی پول، تابعی از درآمد واقعی و تورم مورد انتظار است. در الگوی کینزی تقاضا برای پول تابعی از درآمد و نرخ بهره است. چون در کشورهای در حال توسعه، عموماً نرخ بهره کارا نبوده و مردم پول خود را به دارایی تبدیل می کنند، لذا نرخ بازده دارایی معادل نرخ تورم انتظاری در نظر گرفته می شود و از آن جایی که تورم انتظاری قابل مشاهده نیست، از تورم واقعی استفاده می شود. در نتیجه برای تعیین معادله سطح عمومی قیمت ها، ابتدا تقاضای واقعی پول $(\frac{M}{P})^D$ در قالب معادله لگاریتمی خطی و به صورت زیر نوشته می شود:

$$\ln\left(\frac{M}{P}\right)^D_t = a_0 + a_1 \ln GDP_t - a_2 \pi_t \quad (1)$$

در معادله فوق، تقاضای واقعی پول با تولید ناخالص داخلی واقعی رابطه مستقیم و با تورم رابطه عکس دارد (آق اولی و خان، ۱۹۷۸). همچنین تغییر در تقاضای واقعی پول برابر است با تقاضای واقعی پول جاری منهای تقاضای واقعی پول تأخیری ضرب در ضریب تعدیل، یعنی:

$$\ln\left(\frac{M}{P}\right)^D_t = \lambda \left[\ln\left(\frac{M}{P}\right)^D_t - \ln\left(\frac{M}{P}\right)^D_{t-1} \right] \quad (2)$$

در رابطه فوق، λ ضریب تعدیل بوده و مقدار آن $0 < \lambda < 1$ است. با جایگزینی معادله (۱) در معادله (۲) و حل آن برحسب تقاضای واقعی پول، معادله تعیین سطح قیمت ها به شکل زیر به دست می آید:

$$\ln P_t = -\lambda a_0 - \lambda a_1 \ln GDP_t + \lambda a_2 \pi_t - (1-\lambda) \ln\left(\frac{M}{P}\right)_{t-1} + \ln M_t \quad (3)$$

در معادله مذکور، سطح عمومی قیمت ها: P_t ، تولید ناخالص داخلی واقعی: GDP_t ، بی ثباتی اقتصاد کلان (با منشاء تورم):

π_t ، عرضه پول واقعی تأخیری: $(\frac{M}{P})_{t-1}$ و عرضه اسمی پول M_t است. لگاریتم M_t نیز یک محدودیت با ضریب واحد

است که تحلیل اثر تغییر عرضه پول بر سطح عمومی قیمت ها را کامل می کند.

ب) معادله هزینه ها و درآمدهای دولت: به دلیل فروش نفت، درآمدهای دولت در ایران بسیار نوسانی است و چون

قیمت نفت برونزا است؛ درآمدهای نفتی دولت نیز برونزا در نظر گرفته می شود. در صورتی که درآمدهای داخلی دولت (GR) درونزا است. لذا کل درآمدهای داخلی شامل درآمدهای مالیاتی مستقیم و غیرمستقیم تابع مثبتی از درآمدهای غیرنفتی به قیمت عوامل (YNO) در نظر گرفته می شود.

منتج از پژوهش های اخیر، در شرایط بی ثباتی اقتصاد کلان (تورمی)، اثر نهایی بر ساختار مالی دولت خود را به شکل افزایش کسری بودجه نشان می دهد. زیرا در نظام مالیاتی کشورهایی مانند ایران، جمع متوسط تأخیرات زمانی در وصول مالیات ها بیشتر از تأخیرات زمانی به وجود آمده در انجام هزینه های دولت است و این باعث افزایش کسری بودجه می شود (توکل و طیبی، ۱۹۹۸). بدین جهت برای نشان دادن میزان متوسط تأخیرات زمانی بر هزینه ها و درآمدهای دولت در شرایط بی ثباتی اقتصاد کلان، از نظریه چادری (۱۹۹۱) پیروی می شود. یعنی هزینه های واقعی دولت ($\frac{GE}{P}$) و درآمدهای واقعی دولت ($\frac{GR}{P}$) از نظر شتاب با

مفهوم بی ثباتی اقتصاد کلان (π_t) مقایسه می گردند، به گونه ای که:

$$\frac{GE}{P} = GE_0 e^{g\pi} \quad (4)$$

$$\frac{GR}{P} = GR_0 e^{-\gamma \pi t} \quad (5)$$

GR_0 و GR_0 نشان دهنده هزینه های واقعی و درآمدهای واقعی دولت در سطح قیمت ($P_0 = 1$) و در زمان $t = 0$ است. g و $-\gamma$ نیز به ترتیب متوسط تاخیرات زمانی در هزینه ها و درآمدهای دولت را نشان می دهند. معادلات نهایی هزینه ها و درآمد های دولت به شکل زیر است:

$$\text{LnGE}_t = g_0 + g_1 \text{LnGDP}_t + \text{LnP}_t \quad (6)$$

$$\text{LnGR}_t = \gamma_0 + \gamma_1 \text{LnYNO}_t + \gamma_2 \pi_{t-1} + \text{LnP}_t \quad (7)$$

در معادلات هزینه ها و درآمدهای دولت نیز لگاریتم P_t یک محدودیت با ضریب واحد است، چرا که دولت همیشه زمان بالا رفتن سطح قیمت ها تلاش می کند تا بین پرداخت های و دریافت های خود توازن ایجاد کند.

ج) معادله عرضه پول: آق اولی و خان (۱۹۷۸)، معتقدند افزایش کسری بودجه منجر به تغییر عرضه پول خواهد شد. در ایران، عامل اصلی تغییر در عرضه پول، افزایش پایه پولی از طریق استقراض از بانک مرکزی بوده است. بنابراین در معادله عرضه پول، عواملی که می توانند عرضه پول را تحت تاثیر قرار دهند در متغیر (E_t) لحاظ شده اند؛ لذا معادله نهایی عرضه پول که رابطه ای لگاریتمی است به شکل زیر خواهد بود:

$$\text{LnM}_t = k_0 + k_1 \text{LnGE}_t + k_2 \text{LnGR}_t + k_3 \text{LnE}_t + \text{Ln}m_t \quad (8)$$

در معادله عرضه پول نیز لگاریتم ضریب فزاینده پولی (m_t) به عنوان یک محدودیت با ضریب واحد در نظر گرفته شده است.

۷-۲- تشخیص مدل

موضوع تشخیص در سیستم معادلات هم زمان بسیار مهم است و باید پیش از تخمین مدل بررسی شود (گجراتی، ۱۳۷۸). به این منظور برای تشخیص سیستم معادلات، از قواعد سیستماتیک استفاده می شود.^۱

$$\text{LnP}_t = -\lambda a_0 - \lambda a_1 \text{LnGDP}_t + \lambda a_2 \pi_{t-1} - (1-\lambda) \text{Ln}\left(\frac{M}{P}\right)_{t-1} + \text{LnM}_t \quad (1)$$

$$\text{LnGE}_t = g_0 + g_1 \text{LnGDP}_t + \text{LnP}_t \quad (2)$$

$$\text{LnGR}_t = \gamma_0 + \gamma_1 \text{LnYNO}_t - \gamma_2 \pi_{t-1} + \text{LnP}_t \quad (3)$$

$$\text{LnM}_t = k_0 + k_1 \text{LnGE}_t - k_2 \text{LnGR}_t + k_3 \text{LnE}_t + \text{Ln}m_t \quad (4)$$

تشخیص یک معادله، در قالب شرایط رتبه ای و درجه ای صورت می گیرد. به این منظور نمادهای زیر تعریف می شوند.

M: تعداد متغیرهای درون زا در مدل

m: تعداد متغیرهای درون زا در معادله

K: تعداد متغیرهای از پیش تعیین شده در مدل

k: تعداد متغیرهای از پیش تعیین شده در معادله

اگر $K-k > m-1$ باشد، شرط درجه ای برقرار است، اگر $K-k = m-1$ باشد، معادله دقیقاً مشخص و در صورتی که $K-k < m-1$ باشد، معادله بیش از حد مشخص است.

بررسی شرط درجه ای در رابطه با قابلیت تشخیص: در معادله سطح عمومی قیمت ها، ($K=7$)، ($k=3$) و ($m=2$) است، بنابراین معادله مذکور بیش از حد مشخص بوده و شرط درجه ای برقرار است. یعنی $K-k > m-1$. در معادله مخارج دولت، ($K=7$)، ($k=1$) و ($m=2$) می باشد، بنابراین معادله مذکور بیش از حد مشخص بوده و شرط درجه ای برقرار است، یعنی $K-k > m-1$. در معادله درآمدهای دولت، ($K=7$)، ($k=2$) و ($m=2$) می باشد و بنابراین معادله مذکور بیش از حد مشخص بوده و شرط درجه ای برقرار است، یعنی $K-k > m-1$. در معادله عرضه پول دولت، ($K=7$)، ($k=2$) و ($m=3$) می باشد و بنابراین معادله مذکور بیش از حد مشخص بوده و شرط درجه ای برقرار است، یعنی $K-k > m-1$.

^۱ در این مقاله مانایی و یا نامانایی تمامی متغیرهای بکار گرفته شده در هر چهار مدل از طریق آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (ADF) مورد بررسی قرار گرفته است.

بررسی شرط رتبه ای در رابطه با قابلیت تشخیص: شرط رتبه ای برای مدل در جدول (۱) تحلیل می شود. برای تعیین شرط رتبه ای هر یک از معادلات سیستم، باید دترمینانی غیر صفر از درجه (M-1) از ضرایب متغیرهای خارج از معادله مورد نظر به دست آورد. طبق اطلاعات جدول (۱)، برای هیچ یک از معادلات سیستم نمی توان دترمینان صفر از درجه (M-1) به دست آورد لذا کلیه معادلات سیستم مشخص بوده و شرط رتبه ای برقرار است.

جدول (۱): بررسی مسئله تشخیص

شماره معادله	عرض از مبدا	P_t	GE_t	GR_t	M_t	GDP_t	π_t	$(\frac{M}{P})_{t-1}$	π_{t-1}	YNO_t	E_t	m_t
(۱)	$-\lambda a_0$	۱	.	.	۱	$-\lambda a_1$	λa_2	$-(1-\lambda)$	.	.	.	.
(۲)	g_0	۱	۱	.	.	g_1	.	.	.	.	.	.
(۳)	γ_0	۱	.	۱	.	.	.	.	$-\gamma_2$	γ_1	.	.
(۴)	κ_0	.	κ_1	$-k_2$	.	.	.	.	.	.	K_3	۱

ماخذ: یافته های پژوهشگر

تعریف متغیرها:

الف) متغیرهای دورن زا:

(۱) سطح عمومی قیمت ها: P_t

(۲) مخارج اسمی دولت: GE_t

(۳) درآمدهای اسمی داخلی دولت: GR_t

(۴) عرضه اسمی پول: M_t

ب) متغیرهای برون زا:

(۱) تولید ناخالص داخلی واقعی: GDP_t

(۲) نرخ تورم واقعی (بی ثباتی اقتصاد کلان): π_t

(۳) عرضه پول واقعی تاخیری: $(\frac{M}{P})_{t-1}$

(۴) درآمدهای غیر نفتی به قیمت عوامل

(۵) نرخ تورم واقعی تاخیری: π_{t-1}

(۶) ساختار خطا (شامل پایه پولی در سال قبل + تغییر در

ذخایر خارجی): E_t

۷-۳- برآورد مدل

برای تحلیل روابط اقتصادی به صورت هم زمان از مدل های سیستمی استفاده می شود. در پژوهش حاضر چون مدل هم زمان و خطی است، به صورت حداقل مربعات معمولی سه مرحله ای و طی دوره ۹۷-۱۳۴۲ برآورد شده است. نتایج جدول (۲)، نشان می دهد، تمام ضرایب برآورد شده دارای علامت های مورد انتظار بوده و از نظر آماری معنی دار می باشند. مقدار متغیر مجازی معادله سوم برای دوره ی زمانی ۶۷-۱۳۶۰ برابر با صفر و برای سال های بعد برابر ۱ در نظر گرفته شده است.

جدول (۲): نتایج برآورد مدل

معادله	معادله	برآورد	R ²	S.E
۱	سطح عمومی قیمت ها	$\ln P_t = 1.76 - .25 \ln GDP_t - .003 \pi_t - \ln(\frac{M}{P})_{t-1} + 1.05 \ln M_t$ (-4.47) (-1.62) (46.87) (-19.95)	.۹۶	.۰۸۰
۲	هزینه های اسمی دولت	$\ln GE_t = -10.14 + 1.6 \ln GDP_t + 2.33 \ln P_t$ (17.84) (6.13)	.۹۷	.۱۸
۳	درآمدهای اسمی داخلی دولت	$GR_t = -2.39 + 1.43 \ln YNO_t - .017 \pi_{t-1} + 4.87 \ln P_t + 7DUM$ (4.84) (-2.05) (16.6) (3.74)	.۹۴	.۴۱
۴	عرضه اسمی پول	$\ln M_t = -.65 + 1.34 \ln GE_t - .97 \ln GR_t + .69 \ln E_t + .88 \ln m_t$ (1.7) (-1.6) (4.23) (1.54)	.۹۸	.۳۰

اعداد داخل پرانتز آماره t (محاسبه شده) می باشند.

۷-۴- تحلیل رفتار پویای مدل

الف) معادله قیمت ها: چون در معادله قیمت ضریب تعدیل وجود دارد، برای به دست آوردن ضرایب باید ابتدا مقدار ضریب تعدیل را تعیین کرد. با توجه به اینکه مقدار برآوردی ضریب تقاضای واقعی تاخیری پول برابر با $\lambda=1$ می باشد، بنابراین مقدار ضریب تعدیل λ بسیار کوچک است. با داشتن مقدار λ می توان مقادیر برآوردی برای ضرایب انفرادی را محاسبه کرد.

ب) معادله مخارج دولت: با توجه به نتایج برآوردی برای ضرایب معادله مخارج دولت، اثر درآمدی بر مخارج دولت مثبت است. اثر درآمدی (ضریب تولید ناخالص داخلی واقعی در رابطه با مخارج دولت) $1/61$ است.

ج) معادله درآمدهای دولت: اثر درآمدی بر درآمدهای دولت (ضریب برآوردی برای متغیر درآمدهای غیر نفتی به قیمت عوامل در رابطه با درآمدهای دولت) برابر با $1/43$ است. به بیان دیگر، درآمدهای غیر نفتی به قیمت عوامل و اثر آن بر درآمدهای داخلی اسمی دولت مشهود است. از سوی دیگر متوسط تاخیرات در دریافت های دولت یعنی ضریب نرخ تورم واقعی تاخیری، برابر با 0.17 می باشد. در این رابطه متغیر مجازی به عنوان یک متغیر اثر گذار و با معنی، دارای ضریب برآوردی 7 می باشد.

د) معادله عرضه پول: نتایج معادله عرضه پول بیانگر نقش کسری دولت و دیگر عوامل تعیین کننده بر رشد عرضه پول است. ضرایب مخارج و درآمدهای دولت در رابطه عرضه پول به ترتیب برابر با $1/34$ و -0.97 می باشد. این نتایج، نشان دهنده اثر مستقیم افزایش کسری بودجه دولت بر عرضه پول است. از سوی دیگر، ضریب برآوردی متغیر در برگیرنده عوامل دیگر موثر بر رشد عرضه پول E_t برابر با 0.69 است. به عبارت دیگر، 1 درصد افزایش (کاهش) در متغیر در برگیرنده عوامل موثر بر رشد عرضه پول، منجر به 0.69 درصد افزایش (کاهش) در عرضه پول خواهد شد.

۸- جمع بندی

اهمیت تحلیل تاثیر بی ثباتی اقتصاد کلان با منشاء تورم بر درآمدها و مخارج دولت باعث استفاده از سری های زمانی سالانه در این پژوهش شده است. برآورد سیستم معادلات این پژوهش، نشان دهنده رفتار پویای اقتصادی میان آن ها در کوتاه مدت است. بطور کلی این رفتار را می توان در قالب نتیجه گیری مدل به شرح زیر بیان کرد.

در معادله عرضه پول با رشد عرضه پول E_t ، حجم پول افزایش خواهد یافت. این افزایش در حجم پول باعث افزایش سطح قیمت ها در رابطه قیمت خواهد شد و شرایط تورمی را در اقتصاد به وجود خواهد آورد. در شرایط تورمی چیزی که مشخص خواهد کرد ساختار مالی دولت به سمت گسترش کسری بودجه حرکت می کند یا به سمت کاهش آن، مقدار تاخیرات زمانی در دریافت ها و پرداخت های دولت است. نتایج رابطه مخارج و درآمدهای دولت نشان می دهد که متوسط تاخیرات در دریافت های دولت بیشتر از متوسط تاخیرات در پرداخت های آن است. لذا کسری بودجه دولت افزایش و افزایش کسری بودجه نیز مجدداً باعث افزایش حجم پول و تکرار فرآیند مذکور خواهد شد.

۹- پیشنهادها

با توجه به نتایج، پیشنهادهای زیر ارائه می شود.

از آنجایی که دریافتی های داخلی دولت همواره با تاخیر زمانی نسبتاً طولانی وصول می گردد، بنابراین در صورت وجود تورم در جامعه از میزان ارزش واقعی این دریافتی ها به شدت کاسته می شود. در چنین شرایطی پیشنهاد می شود از دو طریق اقدام شود، یکی از طریق تثبیت سطح عمومی قیمت ها و دیگر از طریق کاهش زمان وقفه در وصول دریافتی ها. از آنجایی که دستیابی به هدف تثبیت سطح قیمت ها عموماً مشکل و پیچیده است، لذا به نظر می رسد استفاده از روش دیگر برای کاهش فرسایش دریافتی های داخلی اش آسانتر باشد. برای کاهش زمان وقفه در وصول دریافتی های داخلی که عمدتاً از دریافتی های مالیاتی تشکیل شده، لازم است تا دولت از یک سو برای اصلاحات در نظام مالیاتی تلاش کند و از سوی دیگر فرهنگ مالیاتی جامعه را ارتقا بخشد.

سیاستگذاران اقتصادی کشور برای کنترل و تثبیت سطح عمومی قیمت ها لازم است در برنامه ریزی های خود به موارد زیر توجه کنند:

الف) نتایج پژوهش نشان داد که عمده ترین عامل افزایش سطح عمومی قیمت ها، رشد فزاینده عرضه پول در کشور بوده است. بنابراین مقام سیاست پولی کشور باید با استفاده از ابزارهای پولی در اختیار، به کنترل رشد عرضه پول اقدام نماید. به عبارت دیگر باید با اتخاذ سیاست های پولی مناسب، اقدام به محدود نمودن رشد عرضه پول متناسب با رشد تولید ناخالص واقعی کشور کند.

ب) به دلیل نقش بسزای انتظارات در افزایش سطح عمومی قیمت ها، ضروری است دولت با برنامه ریزی های صحیح اقتصادی و متعاقب آن اقدامات فرهنگی، تبلیغاتی مناسب اذهان افراد جامعه را نسبت به آینده اقتصادی کشور مطمئن سازد و بدین وسیله انتظارات آنان را نسبت به افزایش سطح قیمت ها در آینده کاهش دهد.

منابع

ج) متناسب ساختن هزینه های جاری و عمرانی یکی دیگر از اقداماتی است که دولت می تواند در جهت تخفیف فشارهای تورمی در جامعه انجام دهد. نتایج حاصل از بررسی انجام شده نشان داد، که در طی دوره مورد بررسی ترکیب هزینه های جاری و عمرانی در پرداختی های عمومی دولت به نفع هزینه های جاری تغییر کرده است. افزایش نسبی هزینه های جاری به دلیل ماهیت خاص آن ها تاثیر انبساطی سریع تری بر اقتصاد دارد و در بلندمدت موجب فشارهای تورمی بیشتری در جامعه می شود در حالی که هزینه های عمرانی اگر چه در کوتاه مدت تقریباً دارای همان اثرات هزینه های جاری بر اقتصاد است اما در میان مدت و بلندمدت یعنی هنگامی که پروژه های ناشی از صرف هزینه های عمرانی به بهره برداری رسید، از میزان اثرات تورمی آن به تدریج کاسته می شود. بنابراین دولت باید در برنامه ریزی خود نکات فوق را مد نظر قرارداده و تناسب معقولی را میان هزینه های جاری و عمرانی خود ایجاد کند.

۱. اخوی، احمد. (۱۳۷۴). اقتصاد کلان. تهران: مؤسسه مطالعات و پژوهش های بازرگانی، چاپ اول.
۲. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. اداره حسابهای اقتصادی. گزارش اقتصادی ترازنامه بانک مرکزی، سال های مختلف.
۳. برادران، زینب. اصغرپور، حسین. پناهی، حسین و کارزونی، علیرضا. (۱۳۹۶). اثرات نامتقارن تورم بر کسری بودجه در ایران: رویکرد رگرسیون کوانتایل، فصلنامه نظریه های کاربردی اقتصاد. ۱۶۹-۱۹۴
۴. ضیائی بیگدلی، محمد تقی و مقصودی، نصراله. (۱۳۸۴). بررسی اثرات تورم بر کسری بودجه از لحاظ درآمد و مخارج دولت در اقتصاد ایران. پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۱۸.
۵. قبادی، فرخ و فریبرز، رئیس دانا. (۱۳۷۸). پول و تورم. انتشارات پیشرو، تهران.
۶. قربانی دستگردی، حمید رضا. (۱۳۷۹). تجزیه و تحلیل علل تورم ایران: از روش خود رگرسیون برداری (۷۶-۱۳۶۰ : فصلی). پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه خوارسگان، اصفهان.
۷. گجراتی، دامودار. (۱۳۷۸). مبانی اقتصاد سنجی. ترجمه حمید ابریشمی، جلد دوم، موسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، چاپ دوم.
۸. لاجوردی حسینی، احمد. (۱۳۷۳). برآورد متوسط وقفه دریافتی های دولت و تاثیر آن بر کسری بودجه و تورم، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان.
۹. معروف خانی، علی. (۱۳۷۷). بررسی ارتباط کسری بودجه دولت و تورم، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
۱۰. نوفرستی، محمد. (۱۳۷۸). ریشه واحد و همجعی در اقتصاد سنجی. تهران: موسسه خدمات فرهنگی رسا، چاپ اول.
۱۱. هزبر کیانی، کامبیز و حلاقی، حمید رضا. (۱۳۷۹). بررسی رابطه بین کسری بودجه و تقاضای پول در اقتصاد ایران. مجله برنامه و بودجه. شماره ۶۰ و ۶۱.

12. Aghevli.B.and S.M.Khan. (1978). Government deficits and inflationary process in developing countries. IMF staff papers. 25.
13. Alavirad, A. (2006). The budget deficit and inflationary process in Iran, apply VAR method. Journal of Political and Economic Ettela'at, 20: 258-267.
14. Barro ,R. (1974). Are Government Bonds Net wealth?. Journal of Political Economy.82.
15. Bernheim, B. (1989) . A Neo-Classical Perspective on Budget Deficits. Journal of Economic Perspectives.
16. Cardoso ,Eliaana (1998).Virtual Deficits and the Patinkon Effect, IMF Working Paper.
17. Chaudhary,M and A.Parai. (1991). Budget deficit and inflation: the Peuvian experience. Applied Economics.23.
18. Chaudhary,M.A.and N. Ahmad. (1995). Money Supply, Deficit and inflation in Pakistan. The Pakistan Development Review.34
19. Diamond ,P.A. (1965). Nation and Debt and Neoclassical Economic Growth. American Economic Review.55.
20. Eisner,R. (1989). Budget Deficits: Rhetoric and Reality. Journal of Economic Perspectives.3.
21. Felstein ,M .(1974). Social Security. Induced Retirement and Aggregate Capital Accumulation. Journal of Political Economy.82.
22. Friedman,Milton. (1956). Quantity Theory of Money. A Restatement.Studies in The Quantity Theory of Money. University of Chicago Press.Chicago.
23. Fuentes, R. Larrain, M, Schmith-Hebbel, K. (2006). Source of Growth and Behavior of TFP on Chile. Cuadernos De Economia,43.
24. Gully ,O.D. (1994). An Emirical Test of the Effect on Government Deficits of Money Demand. Applied Economics.26.

25. Modigliani, F. (1961). Long Run Implication of Alternative Fiscal Policies and The Burden of Debt. *Economic Journal*. 71.
26. Patinkin, D. (1993), 'Irving Fisher and his compensated dollar plan', *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, 79, 1-33.
27. Patinkin, D. (1993). Israel's Stabilization Program of 1985, or Some Simple Truths of Monetary Theory, *Journal of Economic Perspectives*. 7 103-208.
28. Seater, J.J. (2001). Ricardian Equivalence. *Journal of Economic Literature*. 31.
29. Tanner, E. and Devereux, J. (1993). Deficit and The Demand for Money. *Southern Economic Journal*. 60.
30. Tanzi, V. (1978). Inflation, Real Tax Revenues and cases for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina, *IMF Staff Paper*, vol25.
31. Tavakoli, A. and S. K. Tayyebi. (1998). The effect of a delay in government receipts on the government budget deficit and inflation of Iran (1963-1992). *Iranian Economic Review*. 3.
32. Vamvoukas, G.A. (2003). The Relationship between Budget Deficits and Money Demand: Evidence from a small Economy. *Applied Economics*. 30.
33. Yellen, J.L. (1989). Symposium on the Budget Deficit. *Journal of Economic Perspectives*. 3.

بررسی تاثیر توانایی مدیریت و بحران مالی بر ابهام شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۲/۱۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۱/۲۵

کد مقاله: ۹۲۵۳۹

نازنین پیری وکیل^۱، محمد محمدی^۲

چکیده

توانایی های مدیران را می توان عاملی مؤثر بر ارزش و عملکرد شرکت دانست، شرکت های دارای بحران و درماندگی مالی، علاوه بر داشتن شاخص های سلامت مالی و تجاری پایین تر، چرخش هیئت مدیره بیشتر همچنین دوره تصدی کمتر اعضای غیرموظف هیئت مدیره داشته اند. اما این تأثیرات در صورت رفع محدودیت و ابهام می تواند آثار متفاوتی را در اظهارنظر نهایی حسابرس بر جای بگذارد و بدین مفهوم که عدم اظهارنظر در صورت شفاف شدن شرایط مورد ابهام و محدودیت می تواند تأثیرات مطلوب یا نامطلوبی جای بگذارد. در پژوهش حاضر، به بررسی تأثیر توانایی مدیریت و بحران مالی بر ابهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ استفاده شده است و نمونه نهایی متشکل از ۱۴۵ شرکت و در مجموع ۸۷۰ سال-شرکت می باشد. در این پژوهش از تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره برای آزمون فرضیه ها استفاده گردید. آزمون ها با استفاده از نرم افزار Eviews8 و تکنیک آماری داده های پانلی (اثرات ثابت) صورت پذیرفته است. نتایج به دست آمده در این مطالعه نشان می دهد که توانایی مدیران دارای اثر مثبت و معناداری بر حجم معاملات و تعداد سهامداران شرکت هاست. ضمن اینکه این اثر بر خطای پیش بینی سود منفی و معنادار و برای شکاف قیمتی غیرمعنادار به دست آمده است. همچنین، یافته های مربوط به فرضیه های دیگر نشان می دهد که بحران مالی دارای اثر معکوس و معناداری بر حجم معاملات و تعداد سهامداران شرکت هاست. اما این اثر بر شکاف قیمتی مثبت و خطای پیش بینی سود غیرمعنادار به دست آمده است.

واژگان کلیدی: توانایی مدیریت، بحران مالی، ابهام شرکت، شکاف قیمتی.

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد گروه حسابداری، مؤسسه آموزش عالی پرندک، تهران، ایران.

۲- استادیار گروه حسابداری، مؤسسه آموزش عالی پرندک، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

۱- مقدمه

سقوط بازار بورس، ترکیدن حبابهای مالی، بحران ناشی از نرخ بهره‌های ارزی و ناتوانی در پرداخت بدهی‌های سنگین خارجی مصادیقی از بحران مالی محسوب می‌شود. در حالت کلی می‌توان به برخی از مهم‌ترین زمینه‌های شکل‌گیری و ظهور بحران‌های اشاره کرد. (نوردگراف، ۲۰۱۴) توانایی مدیریت یکی از ابعاد سرمایه‌انسانی شرکت‌ها است که به عنوان دارایی نامشهود طبقه بندی می‌شود. توان مدیریت عبارت است از توانایی و کارایی مدیر به منظور هدایت و رهبری یک سازمان و یا رسیدن به یک هدف خاص، با در اختیار داشتن منابع و امکانات موجود. هرچه این منابع و امکانات بیشتر و بهتر باشد و راحت‌تر در اختیار مدیر قرار گیرد توانایی مدیریتی بالاتر می‌تواند منجر به مدیریت کارآتر عملیات روزانه شرکت شود، خصوصاً در دوره‌های بحرانی عملیات، که تصمیم‌گیری‌های مدیریتی می‌تواند تأثیر بسزایی بر عملکرد شرکت داشته باشد. افزون بر آن، در دوره‌هایی که شرکت با بحران رو بروست، مدیران توانا تر تصمیم‌گیری مناسب تری در ارتباط با تأمین منابع مورد نیاز خواهند داشت (آندرو^۱ و همکاران، ۲۰۱۳). سرمایه‌گذاری مناسب تر در پروژه‌ها با ارزش تر و مدیریت کارای کارکنان نیز از ویژگی‌های مدیران توانمند است. در نتیجه در کوتاه مدت انتظار می‌رود، مدیران توانا تر بتوانند درآمد بیشتری با استفاده از سطح معینی از منابع کسب کنند، یا با استفاده از منابع کمتر، به سطح معینی از درآمد دست یابند (دیمرجان^۲ و همکاران، ۲۰۱۲) و بالعکس، تصمیمات ضعیف و مهارت پایین مدیریت در رهبری می‌تواند شرکت را به سمت ورشکستگی سوق دهد (القاروهمکاران، ۱۳۹۶). بحران مالی ۱۹۹۸-۱۹۹۷ شرق آسیا که بازارهای مالی و اقتصادی کشورهای عمده آسیایی را در بر گرفت تنها به خاطر مدیریت نادرست اقتصاد کلان یا ضعف ساختارهای و یا شوک‌های شدید اقتصادی نبود بلکه به عقیده بسیاری از تحلیل گران، عامل اصلی این بحران متأثر از ضعف حاکمیت شرکتی در میان مؤسسات مالی و غیر مالی بوده است (قیداری، ۱۳۹۸). حاکمیت شرکتی قوی در شرکت‌ها مهم‌ترین ابزار جلوگیری از فساد محسوب می‌شود مطالعات صورت گرفته از کشورها نشان می‌دهد که با ضعف حاکمیت شرکتی فساد مالی افزایش یافته و به دنبال آن سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی تنزل و مخارج دولت افزایش و رشد اقتصادی کاهش می‌یابد (غفاری و همکاران، ۱۳۹۷). از طرفی نبود شفافیت، دقت، قانون مندی، قابلیت تشخیص آسان و رویه‌های قابل قبول در بخش‌هایی که تجارت، بازار مالی و دولت درگیر هستند ابهام وجود دارد. ابهام که در مقابل مفهوم شفافیت قرار دارد اثرات گسترده‌ای بر بازار، سرمایه‌گذاری خارجی و سایر موارد بر جای می‌گذارد. در این صورت موجب کاهش توانایی مدیریت در شرکت و شاید ایجاد بحران مالی را به همراه داشته باشد (جلیلی کامجو، ۱۳۹۹). لذا بحران مالی به موقعیتی اطلاق می‌شود که طی آن و در نتیجه یورش به بازار ارز، پول رایج با کاهش ارزش مواجه می‌شود و یا ذخایر بین المللی شدیداً کاهش می‌یابد و یا ترکیبی از این دو اتفاق رخ می‌دهد. ارائه تعریف دقیقی از بحران مالی مشکل است، که این شاید به خاطر تنوع رویدادهایی که برای یک شرکت تحت بحران مالی رخ می‌دهد تا حدودی طبیعی باشد. با توجه به تبعات منفی که بحران‌های مالی برای نظام‌های اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و فرهنگی به بار می‌آورند (جلیلی و پاک مرام، ۱۳۹۷). بررسی علل و عوامل بروز بحران‌های مالی شده اند همواره مورد توجه پژوهشگران زیادی قرار گرفته است. نقطه شروع اغلب بحران‌های مالی، بازار سرمایه بوده است. پژوهش اتی که در کشورهای درگیر بحران‌های مالی به بررسی علل و عوامل بحران مالی پرداخته اند، نشان می‌دهند که یکی از دلایل عمده بحران‌ها می‌تواند کنترل و هدایت ناصحیح شرکت‌ها، بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری باشد. (غفاری و همکاران، ۱۳۹۶). از طرفی وجود ابهام در شرکت بیانگر تفاوت بین اطلاعات مورد نیاز برای انجام وظیفه و اطلاعات دردسترس موجود می‌باشد. از ارائه این متغیر در مطالعه برای تعیین اثر سطح عدم اطمینان یا ابهام موجود بر فعالیت های روزانه مدیریت است. بنابراین عدم قطعیت مفهوم مرکزی در سازمان است، ابهام به ساختار سازمان، استراتژی و فرآیند اشاره دارد و به طور خلاصه، ابهام را به عنوان یک سطح کار تعریف می‌کند که انجام و درک آن دشوار و پیچیده است (پاول و یورچنکو، ۲۰۲۰). بنابراین در این پژوهش جهت بررسی ابهام شرکتی از مدل (اویگور، ۲۰۴۷؛ گول و همکاران، ۲۰۱۸) استفاده شده و این مدل به گونه ای است که می‌توانیم ۴ عامل (حجم معاملات، شکاف قیمتی، تعداد سهامداران و خطای پیش‌بینی سود) را مدنظر قرار دهیم همچنین در این پژوهش از بحران مالی استفاده کردیم این مؤلفه ها گامی مفید در جهت تکمیل ادبیات مربوط در محیط اقتصادی مربوط به بازار سرمایه ایران می‌باشد و با توجه به اینکه نتایج این بررسی برای سهامداران، سرمایه گذاران و دانشگاه‌ها می‌تواند مفید باشد. بنابراین، مسئله اصلی در تحقیق حاضر «بررسی تاثیر توانایی مدیریت و بحران مالی بر ابهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» می‌باشد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- توانایی مدیریت و ابهام شرکت

توانایی مدیریت روش رسمی برای تعیین مهارت‌ها و رفتارهایی است که کارکنان برای کسب موفقیت در کارهایشان به آنها نیازمندند (مارتون^۳، ۲۰۱۳) به علاوه، توانایی مدیریت مستقیماً با تلاش‌های سازمان جهت توسعه ی دانش داخلی و استقرار عملیات سازمان مرتبط است (دراکانیدیز^۴ و همکاران، ۲۰۱۶). برنامه‌های توانایی مدیریت برای بهبود نتایج عملکرد سازمانی بکار گرفته می‌شوند، هدف این برنامه‌ها شناسایی توانایی‌های محوری و حصول اطمینان از کاربرد این توانایی‌ها برای ایفای مؤثر یک نقش می‌باشد (کریشان^۵ و همکاران، ۲۰۲۰). دانش و مهارت‌های افراد باید با توجه به نقش‌های فعلی و نقش‌های آتی سازمان توسعه داده شوند و با این نقش‌ها مطابقت داشته باشند. (پیکت^۶، ۲۰۱۳) چرخه حیات توانایی مجموعه ای از چهار مرحله کلان است که

هدف آن ارتقا و توسعه مستمر توانایی‌های فردی و سازمانی است. این چهار مرحله کلان عبارتند از: ترسیم توانایی، تشخیص توانایی، توسعه توانایی و نظارت بر شایستگی. هدف از ترسیم توانایی آماده کردن سازمان جهت بازنگری بر کلیه توانایی‌های لازم برای انجام اهداف است که بوسیله طرح تجاری سازمان، الزامات ویژه، نیازهای گروه و نیازهای نقش شغلی تعریف می‌شوند. (گارسیا ماکا^۷ و همکاران، ۲۰۱۸). تحلیل شکاف مهارت نیز در این مرحله ضروری است تا شکاف بین تعداد و سطح توانایی‌هایی که کارکنان دارای آن هستند در مقایسه با تعداد و سطح توانایی‌های لازم برای سازمان با توجه به نقش شغلی آنها، تعریف شود. توسعه توانایی مرحله سوم است و آن برنامه ریزی فعالیت‌هاست. آخرین مرحله نظارت بر توانایی‌هاست، یعنی ارزیابی مداوم نتایج تحقق یافته، بوسیله مرحله توسعه شایستگی (دراگانیدیز و همکاران، ۲۰۱۶). رویکرد توانایی از یک رویکرد استراتژیک و یکپارچه برای پرورش رهبران استراتژیک حمایت می‌کند. مدیریت مبتنی بر توانایی نیز به کاربرد مجموعه‌ای از توانایی‌ها برای تحقق تعالی هم در عملکرد و هم نتایج اشاره دارد که استراتژی‌های سازمان را حمایت می‌کند. بنابراین اغلب توانایی‌ها به عنوان ابزار میان آنچه که برای سازمان ارزشمند است و تعریف خصیصه‌هایی که منتج به تعالی عملکرد می‌شود، در نظر گرفته می‌شود (ها و مینه^۸، ۲۰۲۰). بدین معنا که به کارکنان رویکردی منظم برای گسترش و استفاده از تمام ظرفیت‌ها و توانایی‌هایشان را ارائه می‌دهد و پرورش فردی با استراتژی سازمانی مرتبط می‌سازد. توانایی‌های کارکنان ظرفیت یک سازمان را برای تبدیل استراتژی‌های رهبران به واقعیت را نشان می‌دهد (گارسیا ماکا و همکاران، ۲۰۱۸). در صورت وجود ابهام با اهمیت درباره تداوم فعالیت و افشای کافی در صورتهای مالی، حسابرس باید نظر مقبول اظهار نماید و با افزودن یک بند توضیحی حاوی وجود ابهام با اهمیت درباره رویدادها یا شرایطی که ممکن است به تردید عمده در مورد توانایی واحد مورد رسیدگی به ادامه فعالیت بینجامد و با اشاره به یادداشت توضیحی صورتهای مالی گزارش خود را تعدیل نماید. (جاروال و ویسون^۹، ۲۰۱۶) حسابرس در ارزیابی کفایت افشا در صورتهای مالی، به این موضوع توجه می‌کند که اطلاعات افشا شده توجه استفاده‌کنندگان را به احتمال ناتوانی واحد مورد رسیدگی در باز یافت دارایی‌ها و پرداخت بدهیها در روال عادی عملیات تجاری، به‌روشنی جلب نماید در مواردی که حسابرس افشای اطلاعات در یادداشت‌های صورتهای مالی را کافی بداند (ویرتانی^{۱۰}، ۲۰۱۴).

۲-۲- بحران مالی و ابهام شرکت

از مهم‌ترین کارکردهای مدیریت مالی تصمیم‌گیری مالی است هدف از تهیه و ارایه اطلاعات مالی و حسابداری فراهم کردن مبنایی مناسب جهت تصمیم‌گیری مالی و اقتصادی است. انتخاب راهکار مطلوب مستلزم کسب اطلاعات، پردازش و تجزیه و تحلیل اطلاعات و استنتاج منطقی و مناسب از اطلاعات است که در مدیریت به آن تحلیلی‌گری مالی گفته می‌شود. تجزیه و تحلیل صورتهای مالی به سهامداران و بستانکاران در ارزیابی شرکت از لحاظ مالی کمک می‌کند که شرکت در چه وضعی است. سقوط شرکتها نشانه ورشکستگی است و ورشکستگی نشانه عدم پرداخت تعهدات است. شناخت علل پدید آورنده ورشکستگی و درک کامل آن توسط مدیر مالی بسیار ضروری و با اهمیت است چون مدیران مالی با تحلیل گری مالی و تحلیل ساختار سرمایه به عنوان ابزارهای مناسب مدیریت مالی شواهد لازم برای وقوع ورشکستگی را فراهم می‌کند و می‌توانند قبل از سقوط شرکت، مدیریت را از آن آگاه و راه حل‌های پیشگیرانه ارایه نمایند (فرانک^{۱۱} و همکاران، ۲۰۱۳). در مواردی در همان ابتدای کار صاحب کار اقدام به سنگ‌اندازی در مسیر رسیدگی‌ها می‌کند و حسابرس نیز می‌داند که این سنگ‌اندازی‌ها در پایان کار منجر به عدم اظهارنظر می‌شود، اما بنا به دلایل قانونی از ادامه کار منصرف نمی‌شود. اما در سایر موارد که اجبار قانونی وجود ندارد باید از ادامه کار منصرف شود. اما در خصوص وجود ابهام اساسی، حسابرس باید صرف‌نظر از افشا یا عدم افشای موضوع، نسبت به صورتهای مالی عدم اظهارنظر ارائه کند (گارسیا ماکا و همکاران، ۲۰۱۸). وضع نامطلوب مالی، شکست، عدم موفقیت واحد تجاری، وخامت، عدم قدرت پرداخت دیون می‌باشد. توصیف یا حقیقت نداشتن یا عدم کفایت وجوه در کوتاه مدت همه واحدهای تجاری برای رسیدن به موفقیت برنامه ریزی می‌کنند اما برخی از آنها برای دستیابی به این هدف دست به عملیات ریسک آور و خطرناکی می‌زنند و غیر منتظره بودن بحران مالی است که آن را خطرناک تر می‌کند (فرانک و همکاران، ۲۰۱۳). دلایل متعددی با هم منجر به پدیده بحران مالی می‌شود و تعیین دلایل دقیق بحران مالی در مورد خاص کار آسانی نیست. همچنین بسیاری از مطالعات صورت گرفته عدم استقرار حاکمیت شرکتی مناسب در سطح خرد و کلان اقتصاد کشور را یکی از مهم‌ترین دلایل بروز بحران در این کشورها شناخته‌اند و به همین دلیل بهسازی و ترمیم ساختار حاکمیت شرکتی در این کشورها را به عنوان مهمترین برنامه اجتناب از وقوع بحران معرفی نموده‌اند. (گارسیا ماکا و همکاران، ۲۰۱۸). از طرفی سرمایه‌گذاران برای اتخاذ تصمیمات منطقی خود نیازمند دریافت اطلاعاتی مالی صحیح در ارتباط با شرکت‌ها هستند. هسته مرکزی گزارشگری مالی، صورت‌های مالی شرکت می‌باشد. عدم شفافیتی ابهام آن‌ها می‌تواند موجبات گمراهی سرمایه‌گذاران را فراهم نموده و بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر گذار باشد. نتیجه تصمیمات این گروه نیز به نوبه خود با اثرگذاری بر عرضه و تقاضای سهم می‌تواند منجر به واکنش قیمت نسبت به عدم شفافیتی ابهام گزارش‌های مالی شده و ریسک سرمایه‌گذاران را افزایش دهد. بنابراین با توجه به موارد مطرح شده می‌توان گفت دلایل متعددی با هم به درماندگی مالی و ورشکستگی منجر می‌شوند؛ بنابراین، تعیین دقیق آن‌ها به آسانی امکان‌پذیر نیست.

۲-۳- پیشینه پژوهش

گارسپا ماکا و همکاران (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی تاثیر توانایی مدیران بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها پرداختند. برای این منظور، آن‌ها بانک‌های بزرگ کشورهای مختلف را در دوره زمانی بین سال‌های ۲۰۰۴ الی ۲۰۱۰ مورد مطالعه قرار دادند. شواهد به دست آمده در این مطالعه نشان می‌دهد توانایی مدیران نقش مهمی در کیفیت گزارشگری مالی بانک‌ها دارد و مدیران توانمند بانک‌ها احتمالاً کمتر فعالیت‌های دستکاری سود را انجام می‌دهند. به این ترتیب، آن‌ها نتیجه گرفتند که توانایی مدیران می‌تواند موجب بهبود کیفیت گزارشگری مالی بانک‌ها شود.

گول و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی توانایی مدیران، درماندگی مالی و حق الزحمه‌های حسابرسی پرداختند. برای این منظور آنها شرکت‌های استرالیایی را در دوره زمانی بین سال‌های ۲۰۰۰ الی ۲۰۱۲ مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند و یافته‌های تحقیق نشان داد که توانایی‌های بالاتر مدیران موجب افزایش حق الزحمه‌های حسابرسی در شرکت‌های دارای درماندگی مالی شده و این در حالی است که حق الزحمه‌های حسابرسی در شرکت‌های بدون درماندگی مالی کاهش یافته است. هم چنین، شرکت‌های دارای درماندگی مالی با توانایی‌های بالاتر مدیران، کیفیت اقلام تعهدی پایین تری و نیز تجدید ارایه صورت‌های مالی بیشتری را از خود نشان می‌دهند.

اویگور (۲۰۱۷) در مطالعه ای به بررسی توانایی مدیران و ابهام شرکت پرداخت. با بررسی ۵۰۰ شرکت در بورس اوراق بهادار ایالات متحده و در دوره زمانی بین سال‌های ۱۹۹۸ الی ۲۰۱۰، وی دریافت که شرکت‌هایی با توانایی بالاتر مدیران، احتمالاً دارای ابهام کمتری نسبت به دیگر شرکت‌ها (دارای توانایی پایین مدیران) هستند. هم چنین، ابهام شرکت می‌تواند موجب کاهش ارزش شرکت‌هایی شود که در آنها مدیران دارای توانایی کمتری هستند. وانگ و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان "توانایی مدیریتی، ارتباطات سیاسی و گزارشگری متقلبان در چین" که در نشریه حسابداری و سیاست عمومی به چاپ رسیده است، تلاش می‌کنند رابطه بین متغیرهای فوق را در فرضیه ای علمی بررسی کنند. با استفاده از اطلاعات شرکت‌های سهامی در چین برای دوره ۲۰۰۷ الی ۲۰۱۲، ایشان دریافتند که اولاً افزایش توانایی مدیریتی منجر به کاهش گزارشگری مالی متقلبان می‌گردد و ثانیاً، ارتباطات سیاسی بنگاه‌ها می‌تواند تاثیر توانایی مدیریتی بر احتمال صورت‌های مالی متقلبان را محدود یا تضعیف نماید. نهایتاً بنگاه‌های با مدیران با ظرفیت در مقایسه با بنگاه‌هایی که چنین مدیران لایقی نداشته باشند، با جریمه‌های کمتری توسط نهادهای نظارتی مواجه می‌گردند. لوکا و همکاران (۲۰۱۷)، به بررسی تاثیر توانایی مدیریتی بر سرمایه گذاری در دوره بحران پرداختند. در این مطالعه از بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ به عنوان یک آزمایش طبیعی برای بررسی رابطه بین توانایی‌های مدیریتی و سرمایه گذاری شرکت‌ها استفاده می‌شود. نتایج نشان می‌دهد که رابطه مثبت بین توانایی مدیریتی و سرمایه گذاری شرکت‌ها با ظرفیت چنین بنگاه‌هایی برای تأمین اعتبار بیشتر پشتیبانی می‌شود و در برابر بحران محدودیت‌های مالی آسیب پذیرتر هستند.

نعمت الهی (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی تاثیر بحران مالی بر رابطه بین توانایی مدیریت و مخارج سرمایه ای در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور برای اجرای این پژوهش، ۱۱۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ انتخاب شدند و از رویکرد داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده گردید. نتایج تجربی حاکی از آن است که در شرکت‌هایی که دارای مدیران توانمند و کارآمدی هستند، شرایط سرمایه گذاری بهتر خواهد بود که این توانایی مدیر، وضعیت مالی شرکت را در زمان بحران، بهبود می‌بخشد. پورقنبری و همکاران (۱۳۹۸)، به بررسی بحران‌های مالی و تاثیرات آن بر حسابرسی داخلی پرداختند. داده‌های این تحقیق در دوره زمانی سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ جمع آوری شده است و جهت تحلیل داده‌ها از نرم افزار ایویوز بهره گرفته شده است و به این نتایج دست یافت که از آنجا که بروز بحران‌های مالی به طور کلی در سطح جهان انگشت اتهام را به سوی حسابداری و حسابرسی نشانه گرفته است، ضرورت اتخاذ تدابیری برای جلوگیری و مقابله با بحران را ایجاب می‌کند. بنابراین با توجه به این موضوع ضرورت بررسی بحران و نقش حسابداری و حسابرسی در بروز بحران‌های مالی بیش از پیش نمایان می‌گردد. در اقتصاد جهانی شده، حسابرسی به عنوان ابزاری برای مدیریت صحیح منابع اقتصادی عمل می‌کند. در نهایت، می‌توان اذعان نمود که حسابرسی به عنوان عاملی جلوگیری کننده از وقوع بحران مالی عمل می‌نمایند.

قیداری (۱۳۹۸)، به بررسی تاثیر مدیریت سود بر تقلب مالی و بحران مالی پرداختند. هدف این پژوهش، تعیین تاثیر اقلام تعهدی اختیاری، به عنوان یکی از پذیرفته شده ترین شاخص های دخالت مدیریت در فرایند گزارشگری، بر گزارشگری مالی است. علاوه بر آن، تاثیر مدیریت سود بر بحران مالی نیز آزمون میشود. بدین منظور برای اجرای این پژوهش، ۱۴۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ انتخاب شدند و از رویکرد داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده گردید. نتایج حاصل از پژوهش نشان میدهد که مدیریت سود دارای تاثیر مثبت و معنادار بر تقلب در گزارشگری مالی است. همچنین نتایج نشان میدهد که مدیریت سود دارای تاثیر مثبت و معنادار بر بحران مالی است. جلیلی و همکاران (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر خط مشی سرمایه گذاری تأمین مالی در دوران بحران مالی پرداختند که دوره مالی شش ساله از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ را مورد نظر داشتند. روش پژوهش از نوع همبستگی علی پس رویدادی روش آزمون فرضیه‌ها، آزمون رگرسیون چندمتغیره است. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد که توانایی مدیریت بر خط مشی سرمایه گذاری تاثیر معنی داری دارد. عابد و همکاران (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی اثر تعدیلی توانایی مدیران عامل بر ارتباط بین بحران مالی و همزمانی قیمت سهام پرداختند. داده‌های این تحقیق در دوره زمانی سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ جمع آوری شده است. برای تعیین بحران مالی از مدل تعدیل شده آلمن استفاده گردیده است. همچنین برای سنجش توانایی مدیران عامل به عنوان متغیر تعدیل کننده، از روش تحلیل پوششی داده‌ها استفاده

شده است. روش مورد استفاده تجزیه تحلیل داده‌ها، روش رگرسیون چند متغیره است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که میان بحران مالی و هم زمانی قیمت سهام، رابطه معناداری وجود ندارد. و همچنین توانایی مدیریت بر رابطه بین بحران مالی و همزمانی قیمت سهام تأثیری ندارد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی: توانایی مدیران و بحران مالی بر ابهام شرکت تأثیر معناداری دارد.

۱. فرضیه‌های فرعی اول: توانایی مدیران بر حجم معاملات تأثیر معناداری دارد.
۲. توانایی مدیران بر شکاف قیمتی تأثیر معناداری دارد.
۳. توانایی مدیران بر تعداد سهامداران تأثیر معناداری دارد.
۴. توانایی مدیران بر خطای پیش‌بینی سود تأثیر معناداری دارد.
۵. فرضیه‌های فرعی دوم: بحران مالی بر حجم معاملات تأثیر معناداری دارد.
۶. بحران مالی بر شکاف قیمتی تأثیر معناداری دارد.
۷. بحران مالی بر خطای پیش‌بینی سود تأثیر معناداری دارد.
۸. بحران مالی بر تعداد سهامداران تأثیر معناداری دارد.

در فرضیه اصلی پژوهش و فرضیه‌های فرعی مربوط به آن به بررسی رابطه بین توانایی مدیران و ابهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است که برای این منظور و به پیروی از ادبیات پیشین پژوهش (اویگور، ۲۰۱۷؛ گول و همکاران، ۲۰۱۸) از مدل‌های رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است. در این مدل، در صورتی که ضرایب متغیر مستقل (β_1) معنادار باشد می‌توان پذیرفت که فرضیه‌های فرعی اول پژوهش مورد تأیید قرار گرفته اند. به این ترتیب داریم:

$$TV_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$SPREAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$SH_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$ERROR_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

در فرضیه اصلی پژوهش و فرضیه‌های فرعی مربوط به آن به بررسی رابطه بین توانایی مدیران و ابهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است که برای این منظور و به پیروی از ادبیات پیشین پژوهش (اویگور، ۲۰۱۷؛ گول و همکاران، ۲۰۱۸) از مدل‌های رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است. در این مدل، در صورتی که ضرایب متغیر مستقل (β_1) معنادار باشد می‌توان پذیرفت که فرضیه‌های فرعی اول پژوهش مورد تأیید قرار گرفته اند. به این ترتیب داریم:

$$TV_{it} = \beta_0 + \beta_1 DISTRESS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$SPREAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 DISTRESS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$SH_{it} = \beta_0 + \beta_1 DISTRESS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$ERROR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DISTRESS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

۳-۱- تعریف و اندازه گیری متغیرها

الف- متغیرهای مستقل: متغیرهای مستقل در پژوهش حاضر شامل توانایی مدیران و بحران مالی شرکت‌ها می‌باشد که به صورت زیر اندازه گیری شده اند:

توانایی مدیران (MA): در پژوهش حاضر، به منظور اندازه گیری توانایی مدیریت از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، استفاده شده است. در این مدل، با استفاده از اندازه گیری کارایی شرکت و سپس وارد کردن آن در رگرسیون خطی چند متغیره به عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه می‌شود. به منظور اندازه گیری کارایی شرکت،

دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، از مدل تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) استفاده کرده اند. مدل تحلیل پوششی داده‌ها، نوعی مدل آماری است که برای اندازه گیری عملکرد سیستم با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی، کاربرد دارد.

$$max_{\theta} = \frac{sales}{v_1 CoGS + v_2 SG\&A + v_2 NetPPE + v_4 OpsLease + v_5 R\&D + v_6 Goodwill + v_7 Intan}$$

در این مدل $CoGS$ ، بهای کالای فروش رفته در سال t ، $SG\&A$ ، هزینه‌های عمومی، اداری و فروش در سال t ، $NetPPE$ ، مانده خالص املاک، ماشین آلات و تجهیزات در ابتدای سال t ، $OpsLease$ ، هزینه اجاره عملیاتی در سال t ، $R\&D$ ، هزینه پژوهش و توسعه در سال t ، $Goodwill$ ، سرقتی خریداری شده در ابتدای سال t و $Intan$ ، مانده خالص دارایی نامشهود در ابتدای سال t . در این مدل برای هر کدام از متغیرهای ورودی ضریب خاص، v ، در نظر گرفته شده است زیرا اثر همه متغیرهای ورودی بر خروجی (فروش) یکسان نیست. مقدار محاسبه شده برای کارایی شرکت در محدوده صفر تا ۱ قرار می‌گیرد که حداکثر کارایی برابر ۱ و هر چه مقدار به دست آمده کمتر باشد یعنی کارایی شرکت پایین تر است. هدف ما از محاسبه کارایی شرکت، اندازه گیری توانایی مدیریت است و از آنجا که در محاسبات مربوط به کارایی ویژگی‌های ذاتی شرکت نیز دخالت دارند، نمی‌توان توانایی مدیریت را به درستی اندازه‌گیری کرد زیرا متأثر از این ویژگی‌ها، بیشتر یا کمتر از مقدار واقعی محاسبه می‌شود. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، به منظور کنترل اثر ویژگی‌های ذاتی شرکت در مدل خود کارایی شرکت را به دو بخش جدا یعنی کارایی بر اساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت، تقسیم کرده اند. آن‌ها این کار را با استفاده از کنترل ۵ ویژگی ذاتی شرکت (اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، جریان نقدی شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس و فروش خارجی (صادرات)) انجام داده اند. هر کدام از این ۵ متغیر به عنوان ویژگی‌های ذاتی شرکت، می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیمات بهتری اتخاذ نماید یا در جهت عکس عمل کرده و توانایی مدیریت را محدود کنند. در مدل زیر که توسط دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) ارائه شده، این ۵ ویژگی کنترل شده اند.

$$Firm\ Efficiency = a_0 + a_1 Size_t + a_2 Market\ Share + a_3 Free\ Cash\ Flow\ Indicator + a_4 Age + a_5 Forin\ Currency\ Indicator + \tau \quad (4)$$

که در آن $Size$ ، اندازه شرکت و برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت، $Market\ Share$ ، سهم بازار شرکت و برابر با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت، $Free\ Cash\ Flow\ Indicator$ ، متغیری دامی که در صورت مثبت بودن جریان‌های نقدی عملیاتی برابر یک و در صورت منفی بودن برابر صفر در نظر گرفته شده است، Age عمر پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار و برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که شرکت در بورس پذیرفته شده است، $Forin\ Currency\ Indicator$ ، نیز متغیر دامی است و برای شرکت‌هایی که صادرات (فروش با ارز خارجی) داشته‌اند برابر ۱ در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است و باقی مانده مدل (E) نیز نشان دهنده میزان توانایی مدیریت است. مدل (۲) نیز مانند مدل تحلیل پوششی داده‌ها باید در سطح صنعت ارزیابی شود به همین دلیل در آن متغیرهای مربوط به سطح کل بازار در مدل اثر داده نشده اند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲).

بحران مالی (DISTRESS): برای اندازه گیری بحران مالی شرکت‌های بورسی از مدل اولسن (۱۹۸۰) استفاده شده است. این مدل با استفاده از فرمول (۱) اندازه گیری می‌شود و به طور گسترده در ادبیات پژوهش (باقات و همکاران، ۲۰۰۵؛ مولا و همکاران، ۲۰۱۳؛ ایروین و همکاران، ۲۰۱۶؛ گول و همکاران، ۲۰۱۸) مورد استفاده قرار گرفته است. در این فرمول در صورتی که مقدار به دست آمده برای P بالاتر از ۵۰ درصد باشد عدد یک (شرکت دارای بحران مالی) و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود. به این ترتیب داریم:

$$\dot{P} = \frac{1}{1 + e^{-y_{it}}} \quad (1)$$

در فرمول بالا برای محاسبه متغیر بحران مالی (y_{it}) از فرمول (۲) استفاده شده است:

$$y_{it} = -1.32 - 0.407 * SIZE_{it} + 6.03 * TLTA_{it} - 1.43 * WCTA_{it} + 0.0757 * CLCA_{it} - 2.37 * NITA_{it} - 1.83 * FUTL_{it} + 0.285 * INTWO_{it} - 1.72 * OENEG_{it} - 0.521 * CHIN_{it} \quad (2)$$

در فرمول بالا داریم:

$SIZE_{it}$: نسبت لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت به تولید ناخالص ملی.

$TLTA_{it}$: نسبت کل بدهی‌های دفتری به ارزش کل دارایی‌های ترازنامه ای شرکت.

$WCTA_{it}$: نسبت سرمایه در گردش (اختلاف بین دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری) به کل دارایی‌های ترازنامه ای شرکت.

$CLCA_{it}$: نسبت بدهی‌های جاری به دارایی‌های شرکت.

$NITA_{it}$: نسبت درآمد خالص به کل دارایی‌های ترازنامه ای شرکت.

$FUTL_{it}$: نسبت وجوه نقد ناشی از عملیات شرکت به کل بدهی‌های ترازنامه ای شرکت.

$INTWO_{it}$: متغیر دوگانه که وقتی شرکت در دوره گذشته گزارش زیان کرده باشد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

$OENEG_{it}$: متغیر دوگانه که وقتی کل بدهی‌های شرکت بالاتر از کل دارایی‌های آنها باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

$CHIN_{it}$: برابر است با نسبت (درآمد خالص جاری منهای درآمد خالص اول دوره) به (قدرمطلق درآمد خالص جاری منهای قدرمطلق درآمد خالص اول دوره) شرکت.

ب- متغیر وابسته

بهام شرکت (OPACITY): متغیر وابسته در پژوهش حاضر ابهام شرکت در نظر گرفته شده که برای اندازه گیری این متغیر و به پیروی از اویگور (۲۰۱۷) از چهار شاخص متفاوت استفاده شده است. این چهار شاخص عبارتند از حجم معاملات، شکاف قیمتی، تعداد سهامداران و خطای پیش‌بینی سود. همان طور که اندرسون و همکاران (۲۰۰۹) مطرح کردند، ابهام در فعالیت‌های شرکت‌ها با افزایش شاخص در نظر گرفته شده، بیشتر می‌شود. در نهایت میانگین چهار شاخص در نظر گرفته شده به عنوان متغیر ابهام شرکت در نظر گرفته می‌شود. این شاخص‌ها به شرح ذیل می‌باشند:

حجم معاملات (TV): برابر است با لگاریتم طبیعی میانگین حجم معاملات روزانه (ریالی) سهام شرکت در طول دوره مالی. شکاف قیمتی (SPREAD): برابر است با نسبت (تفاوت بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش) به (میانگین قیمت خرید و فروش) شرکت در پایان سال مالی.

تعداد سهامداران (SH): برابر است با لگاریتم طبیعی کل تعداد سهامداران شرکت در پایان سال مالی. خطای پیش‌بینی سود (ERROR): برابر است با تفاوت بین سود واقعی و سود پیش‌بینی شده مدیران در پایان سال مالی.

ج- متغیرهای کنترلی:

به پیروی از ادبیات پیشین پژوهش (اویگور، ۲۰۱۷؛ گول و همکاران، ۲۰۱۸) اثر برخی از ویژگی‌های شرکت‌ها در مدل‌های رگرسیونی کنترل شده است که در ادامه به تعریف آن‌ها پرداخته می‌شود:

اندازه شرکت (SIZE): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های ترازنامه ای شرکت در پایان سال مالی. هزینه‌های پژوهش و توسعه (RD): برابر است با نسبت هزینه‌های پژوهش و توسعه به کل دارایی‌های ترازنامه ای شرکت در پایان سال مالی.

مخارج سرمایه ای (CAPEX): برابر است با نسبت مخارج سرمایه ای به کل دارایی‌های ترازنامه ای شرکت در پایان سال مالی.

رشد شرکت (GROW): برابر است با نسبت تغییرات فروش (فروش جاری منهای فروش اول دوره) به کل فروش اول دوره شرکت در پایان سال مالی.

ریسک شرکت (RISK): برابر است با انحراف معیار بازده ماهانه شرکت در پایان سال مالی. بازده دارایی‌ها (ROA): برابر است با نسبت سود خالص به کل دارایی‌های ترازنامه ای شرکت در پایان سال مالی. عمر شرکت (AGE): برابر است با تعداد سال‌های فعالیت شرکت در بورس اوراق بهادار تهران. نوع حسابرس (BIG): متغیر دوگانه که وقتی شرکت از سوی سازمان حسابرسی شود یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

دوران تصدی حسابرس (TENURE): برابر است با تعداد سال‌های همکاری شرکت و موسسه حسابرسی. زیان شرکت (LOSS): متغیر دوگانه که وقتی شرکت در دوره جاری گزارش زیان کرده باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

۴- روش شناسی تحقیق

تحقیق بر حسب هدف از نوع تحقیقات کاربردی است. این پژوهش از نوع توصیفی همبستگی و روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی است. برای آزمون فرضیه‌ها، از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده خواهد شد. برای گردآوری اطلاعات در مورد ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق و فرمول‌های استخراج متغیرهای تحقیق از روش کتابخانه ای استفاده می‌شود. اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، از اطلاعات دسته دوم شرکت‌های نمونه بود که از منابع مختلفی از جمله نرم افزار ره آورد نوین، امیدنامه و صورت‌های مالی استخراج شدند. اطلاعات اخذ شده در رابطه با متغیرهای تحقیق وارد صفحه گسترده اکسل شده و سپس با استفاده از نرم افزارهای EViews و Stata تحلیل شدند. جامعه آماری این پژوهش به روش حذف سیستماتیک از تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ (دوره شش ساله) تشکیل می‌شود.

۴-۱- جامعه و نمونه آماری

جامعه مطالعاتی پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸، که تمامی شرایط زیر را دارا باشند:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
۲. پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند هر سال باشد.
۳. جزء شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری نباشد.
۴. اطلاعات مالی مورد نیاز شرکت‌ها قابل دسترس باشد.

نگاره (۱): نمونه‌گیری به روش غربالگری

۶۴۷		تعداد شرکت‌هایی که تا سال ۱۳۹۸ در بورس حضور داشتند
	(۱۱۷)	تعداد شرکت‌های که قبل و بعد از سال ۱۳۹۳ از بورس حذف یا وارد فرابورس شدند
	(۱۱۲)	تعداد شرکت‌هایی که طی بازه ۱۳۹۳-۱۳۹۸ توقف معاملاتی ۳ ماهه داشتند.
۴۱۸		تعداد شرکت‌های که بین سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۹۸ در بورس اوراق بهادار فعال بوده‌اند.
	(۸۴)	تعداد شرکت‌هایی که عضو شرکت‌های بخش مالی و خدماتی و بیمه و بانک‌ها و هلدینگ و... بوده‌اند
	(۷۶)	تعداد شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها منتهی به ۱۲/۲۹ نبوده است
	(۳۸)	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز در بازه زمانی در دسترس نبوده است یا ناقص بوده است
۲۲۰		تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها کامل و در دسترس هستند.

به علت گسترده بودن جامعه مورد پژوهش از یکسو و از سوی دیگر چون تعداد جامعه مورد پژوهش محدود و معین می‌باشد، جهت تعیین حداقل حجم نمونه لازم، از فرمول کوکران ۱۴۵ شرکت می‌باشد که منبای تجزیه و تحلیل قرار گرفت. شایان ذکر است روش نمونه‌گیری در پژوهش حاضر به علت همگن بودن جامعه مورد بررسی، روش نمونه‌گیری تصادفی ساده می‌باشد.

۵- یافته‌ها و تحلیل داده‌ها

۵-۱- یافته‌های مربوط به آمار توصیفی متغیرها

جدول شماره ۲، آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق در طی دوره موردبررسی را نشان می‌دهد. با توجه به اینکه تعداد ۱۴۵ شرکت در دوره زمانی ۶ ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۸ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت، بنابراین تعداد کل مشاهدات در پژوهش حاضر شامل ۸۷۰ سال شرکت می‌باشد.

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
حجم معاملات	TV	13.14726	13.24482	18.36038	6.545350	1.890529
شکاف قیمتی	SPREAD	0.034902	0.036894	0.058096	0.000203	0.011725
تعداد سهامداران	SH	1.399754	1.386294	2.639057	0.693147	0.512341
خطای پیش‌بینی سود	ERROR	0.001147	0.007127	0.985028	-0.994730	0.399587
توانایی مدیران	MA	0.023856	0.023430	0.911125	-0.584186	0.166314
بحران مالی	DISTRESS	0.402299	0.000000	1.000000	0.000000	0.489705
اندازه شرکت	SIZE	14.49832	14.38036	20.18339	11.11602	1.458725
هزینه‌های تحقیق و توسعه	RD	0.001055	0.000000	0.175412	0.000000	0.010451
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	0.030136	0.005785	0.901116	-0.261150	0.099579
رشد فروش	GROW	0.249865	0.152366	6.594740	-0.972221	0.533894
ریسک شرکت	RISK	8.981779	7.476805	41.43525	0.077821	6.483962
بازده دارایی‌ها	ROA	0.121005	0.097507	0.603493	-0.297729	0.129466
عمر شرکت	AGE	20.49540	19.00000	52.00000	7.000000	8.709708
نوع حسابرس	BIG	0.200000	0.000000	1.000000	0.000000	0.400230
دوران تصدی حسابرس	TENURE	2.283908	2.000000	4.000000	1.000000	2.668677
زبان شرکت	LOSS	0.090805	0.000000	1.000000	0.000000	0.287496

۵-۲- یافته‌های مربوط به آزمون مانایی متغیرها

نگاره (۳): نتایج آزمون مانایی متغیرها

متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری
حجم معاملات	TV	-6.585579	0.0000
شکاف قیمتی	SPREAD	-5.811988	0.0000
تعداد سهامداران	SH	-9.280906	0.0000
خطای پیش‌بینی سود	ERROR	-6.675906	0.0000
توانایی مدیران	MA	-14.97220	0.0000
بحران مالی	DISTRESS	-28.47189	0.0000
اندازه شرکت	SIZE	-9.071408	0.0000
هزینه‌های تحقیق و توسعه	RD	-6.942186	0.0000
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	-27.86383	0.0000
رشد فروش	GROW	-23.38775	0.0000
ریسک شرکت	RISK	-8.099698	0.0000
بازده دارایی‌ها	ROA	-15.15999	0.0000
عمر شرکت	AGE	-8.818503	0.0000
نوع حسابرس	BIG	-11.18775	0.0000
دوران تصدی حسابرس	TENURE	-11.76791	0.0000
زیان شرکت	LOSS	-19.88828	0.0000

به منظور بررسی مانایی متغیرهای تحقیق از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (نوع فیشر) استفاده شده است. با توجه به خروجی مندرج در جدول شماره (۳)، سطوح معناداری تمامی آزمون‌های مذکور از خطای نوع اول ۰/۰۵ کوچک‌تر هستند و در نتیجه فرضیه صفر آماری آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و می‌توان پذیرفت که سری‌های مورد مطالعه در این سطح خطا مانا هستند و بنابراین، رفتار مقادیر متغیرها، در طول زمان دستخوش تغییرات رونندار نخواهد شد.

۵-۳- تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون

نگاره (۴): نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

مدل	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
مدل فرضیه اول	چاو	۱۷,۷۹۶	0.0000	تابلویی
مدل فرضیه دوم	چاو	۱۱,۰۳۱	0.0000	تابلویی
مدل فرضیه سوم	چاو	۲۷,۹۱	0.0000	تابلویی
مدل فرضیه چهارم	چاو	۸,۵۰۰	0.0000	تابلویی
مدل فرضیه پنجم	چاو	۱۷,۷۵۴	0.0000	تابلویی
مدل فرضیه ششم	چاو	۱۱,۰۲۱	0.0000	تابلویی
مدل فرضیه هفتم	چاو	۸,۵۲۹	0.0000	تابلویی
مدل فرضیه هشتم	چاو	۲,۵۷۶	0.0000	تابلویی
مدل فرضیه اول	هاسمن	۲۰۲,۹۱۱	0.0000	اثرات ثابت
مدل فرضیه دوم	هاسمن	۲۹۰,۱۵۹	0.0000	اثرات ثابت
مدل فرضیه سوم	هاسمن	۴۷,۴۶	0.0000	اثرات ثابت
مدل فرضیه چهارم	هاسمن	۲۳,۹۲	0.0062	اثرات ثابت
مدل فرضیه پنجم	هاسمن	۲۰۹,۷۵۰	0.0000	اثرات ثابت
مدل فرضیه ششم	هاسمن	۲۹۲,۰۴۶	0.0000	اثرات ثابت
مدل فرضیه هفتم	هاسمن	۲۴,۳۷۰	0.0000	اثرات ثابت
مدل فرضیه هشتم	هاسمن	۹۷,۵۲۱	0.0000	اثرات ثابت

با توجه به ادبیات پژوهش موجود و نیز ماهیت فرضیه‌های پژوهش در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. به منظور تعیین مدل مناسب (تلفیقی یا تابلویی با اثرات ثابت یا تصادفی) برای آزمون فرضیات از آزمون‌های F لیمر (چاو) و هاسمن استفاده شده است. با توجه به نتایج جدول ۴ از روش اثرات ثابت برای تخمین مدل استفاده می‌شود.

۵-۴- آزمون‌های برازش مدل اول

ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می‌دهد ۶۱ درصد از تغییرات موجود در حجم معاملات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل‌ها تبیین می‌گردد.

نگاره (۵): نتایج آزمون‌های برازش مدل رگرسیونی اول

متغیر	نماد	تورم واریانس
توانایی مدیران	MA	1.021058
اندازه شرکت	SIZE	1.174199
هزینه‌های تحقیق و توسعه	RD	1.043931
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	1.012386
رشد فروش	GROW	1.086446
ریسک شرکت	RISK	1.070761

هم‌خطی به معنای وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی است. وجود هم‌خطی شدید بین متغیرهای توضیحی یک مدل موجب تورش ضرایب آن و بی‌اعتباری آزمون معناداری ضرایب خواهد شد. یکی از شیوه‌های بررسی هم‌خطی محاسبه آماره تورم واریانس است. چنانچه این آماره از عدد ۱۰ کوچک‌تر باشد، هم‌خطی شدید وجود ندارد.

1.409733	ROA	بازده دارایی ها
1.058685	AGE	عمر شرکت
1.912961	BIG	نوع حسابرس
1.904911	TENURE	دوران تصدی حسابرس
1.327466	LOSS	زیان شرکت
0.617417		ضریب تعیین تعدیل شده
26.09984		آماره F
0.000000		سطح معناداری
1.807421		دوربین-واتسون
16.00350		آماره بروش-پاگان
0.1410		سطح معناداری

عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها از طریق آزمون دوربین-واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها در مدل دارد. از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همبستگی واریانس اجزای خطای مدل است که در صورت ناهمبستگی از اعتبار مدل رگرسیونی می کاهد. برای این منظور از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می باشد و نشان از وجود همبستگی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد.

۵-۵- نتایج تخمین مدل رگرسیونی اول.

نگاره (۶): نتایج تخمین مدل رگرسیونی اول

$TV_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	0.243034	0.016596	14.64431	0.0000
توانایی مدیران	MA	0.194882	0.089665	2.173456	0.0298
اندازه شرکت	SIZE	0.703731	0.010963	64.19245	0.0000
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	0.844177	0.144285	5.850763	0.0000
مخارج سرمایه ای	CAPEX	0.324643	0.149118	2.177089	0.0295
رشد فروش	GROW	0.576655	0.028812	20.01439	0.0000
ریسک شرکت	RISK	0.048212	0.002355	20.47047	0.0000
بازده دارایی ها	ROA	-0.219691	0.013534	-16.23208	0.0000
عمر شرکت	AGE	0.835804	1.743432	0.479402	0.6317
نوع حسابرس	BIG	-0.892937	0.051000	-17.50863	0.0000
دوران تصدی حسابرس	TENURE	0.092100	0.007632	12.06688	0.0000
زیان شرکت	LOSS	0.525240	0.059143	8.880828	0.0000

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل توانایی مدیران شرکت (MA) کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد توانایی مدیران بر حجم معاملات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر مستقل توانایی مدیران شرکت مثبت است که نشان می دهد با افزایش توانایی مدیران، حجم معاملات شرکت ها نیز افزایش پیدا می کند (تایید فرضیه اول پژوهش).

نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که اندازه شرکت، هزینه های تحقیق و توسعه، مخارج سرمایه ای، رشد فروش، ریسک شرکت، دوران تصدی حسابرس و زیان شرکت دارای اثر مثبت و معناداری بر حجم معاملات شرکت ها می باشد و این در حالی است که اثر بازده دارایی ها و نوع حسابرس بر حجم معاملات شرکت ها منفی و معنادار به دست آمده است. ضمن اینکه اثر عمر شرکت بر حجم معاملات آنها در دوره بررسی معنادار به دست نیامده است.

۵-۶- آزمون های برازش مدل دوم

بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد ۶۷ درصد از تغییرات موجود در شکاف قیمتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد.

نگاره (۷): نتایج آزمون های برازش مدل رگرسیونی دوم

متغیر	نماد	تورم واریانس
توانایی مدیران	MA	1.021058
اندازه شرکت	SIZE	1.174199
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	1.043931
مخارج سرمایه ای	CAPEX	1.012386
رشد فروش	GROW	1.086446
ریسک شرکت	RISK	1.070761
بازده دارایی ها	ROA	1.409733
عمر شرکت	AGE	1.058685
نوع حسابرس	BIG	1.912961
دوران تصدی حسابرس	TENURE	1.904911
زیان شرکت	LOSS	1.327466
ضریب تعیین تعدیل شده		0.672435
آماره F		12.50910
سطح معناداری		0.000000
دوربین-واتسون		1.824492
آماره بروش-پاگان		16.21505
سطح معناداری		0.1333

همخطی به معنای وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی است. وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی یک مدل موجب تورش ضرایب آن و بی اعتباری آزمون معناداری ضرایب خواهد شد. یکی از شیوه های بررسی همخطی محاسبه آماره تورم واریانس است. چنانچه این آماره از عدد ۱۰ کوچک تر باشد، همخطی شدید وجود ندارد.

عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها از طریق آزمون دوربین-واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها در مدل دارد.

از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همبستگی واریانس اجزای خطای مدل است که در صورت ناهمبستگی از اعتبار مدل رگرسیونی می کاهد. برای این منظور از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می باشد و نشان از وجود همبستگی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد.

۵-۷- نتایج تخمین مدل رگرسیونی دوم

نگاره (۸): نتایج تخمین مدل رگرسیونی دوم

$SPREAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	0.027336	0.001171	23.34061	0.0000
توانایی مدیران	MA	0.070963	0.063277	1.121453	0.2621
اندازه شرکت	SIZE	0.207898	0.773660	0.268720	0.7881
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	0.077411	0.010182	7.602512	0.0000
مخارج سرمایه ای	CAPEX	0.456527	0.105234	4.338189	0.0000
رشد فروش	GROW	0.446789	0.020333	21.97358	0.0000
ریسک شرکت	RISK	0.023575	0.001662	14.18360	0.0000
بازده دارایی ها	ROA	-0.557297	0.095514	-5.834738	0.0000
عمر شرکت	AGE	0.092990	0.012304	7.557983	0.0000
نوع حسابرس	BIG	-0.756642	0.035991	-21.02299	0.0000
دوران تصدی حسابرس	TENURE	0.117763	0.005386	21.86331	0.0000
زیان شرکت	LOSS	0.097169	0.041738	2.328067	0.0199

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل توانایی مدیران شرکت (MA) بیشتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد توانایی مدیران بر شکاف شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر ندارد (رد فرضیه دوم پژوهش). نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که اندازه شرکت دارای اثر معناداری بر شکاف قیمتی آن نمی باشد. اما تاثیر هزینه های تحقیق و توسعه، مخارج سرمایه ای، رشد فروش، ریسک شرکت، عمر شرکت، دوران تصدی حسابرس و زیان شرکت بر شکاف قیمتی مثبت و معنادار و اثر بازده دارایی ها و نوع حسابرس بر شکاف قیمتی منفی و معنادار به دست آمده است.

۵-۸- آزمون های برازش مدل سوم

بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد ۵۸ درصد از تغییرات موجود در تعداد سهامداران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد.

نگاره (۹): نتایج آزمون های برازش مدل رگرسیونی سوم

متغیر	نماد	تورم واریانس
توانایی مدیران	MA	1.021058
اندازه شرکت	SIZE	1.174199
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	1.043931
مخارج سرمایه ای	CAPEX	1.012386
رشد فروش	GROW	1.086446
ریسک شرکت	RISK	1.070761
بازده دارایی ها	ROA	1.409733
عمر شرکت	AGE	1.058685
نوع حسابرس	BIG	1.912961
دوران تصدی حسابرس	TENURE	1.904911
زبان شرکت	LOSS	1.327466
ضریب تعیین تعدیل شده		0.583351
آماره F		8.849605
سطح معناداری		0.000000
دوربین-واتسون		2.157775
آماره بروش-پاگان		16.09125
سطح معناداری		0.1378

همخطی به معنای وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی است. وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی یک مدل موجب تورش ضرایب آن و بی اعتباری آزمون معناداری ضرایب خواهد شد. یکی از شیوه های بررسی همخطی محاسبه آماره تورم واریانس است. چنانچه این آماره از عدد ۱۰ کوچک تر باشد، همخطی شدید وجود ندارد.

عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها از طریق آزمون دوربین-واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها در مدل دارد.

از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همسانی واریانس اجزای خطای مدل است که در صورت ناهمسانی از اعتبار مدل رگرسیونی می کاهد. برای این منظور از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می باشد و نشان از وجود همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد.

۵-۹- نتایج تخمین مدل رگرسیونی سوم .

نگاره (۱۰): نتایج تخمین مدل رگرسیونی سوم

$SPREAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	0.592351	0.052636	11.25365	0.0000
توانایی مدیران	MA	0.836055	0.284387	2.939856	0.0033
اندازه شرکت	SIZE	0.424483	0.034770	12.20817	0.0000
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	-0.315717	0.045762	-6.899057	0.0000
مخارج سرمایه ای	CAPEX	-0.345663	0.047295	-7.308606	0.0000
رشد فروش	GROW	-0.389855	0.091382	-4.266201	0.0000
ریسک شرکت	RISK	0.069807	0.007470	9.345006	0.0000
بازده دارایی ها	ROA	0.431467	0.042927	10.05128	0.0000
عمر شرکت	AGE	0.059060	0.005530	10.68071	0.0000
نوع حسابرس	BIG	0.369307	0.161754	2.283134	0.0224
دوران تصدی حسابرس	TENURE	-0.072604	0.024208	-2.999225	0.0027
زبان شرکت	LOSS	-0.101850	0.018758	-5.429639	0.0000

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل توانایی مدیران شرکت (MA) کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد توانایی مدیران بر تعداد سهامداران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر مستقل توانایی مدیران شرکت مثبت است که نشان می دهد با افزایش توانایی مدیران، تعداد سهامداران شرکت ها نیز افزایش پیدا می کند (تایید فرضیه سوم پژوهش).

نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که اندازه شرکت، ریسک شرکت، بازده دارایی ها، عمر شرکت و نوع حسابرس دارای اثر مثبت و معناداری بر تعداد سهامداران شرکت ها می باشد و این در حالی است که اثر هزینه های تحقیق و توسعه، مخارج سرمایه ای، رشد فروش، دوران تصدی حسابرس و زیان شرکت بر تعداد سهامداران آنها منفی و معنادار به دست آمده است.

۵-۱۰- آزمون های برازش مدل چهارم

بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می‌دهد ۴۴ درصد از تغییرات موجود در خطای پیش‌بینی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد.

نگاره (۱۱): نتایج آزمون های برازش مدل رگرسیونی چهارم

متغیر	نماد	تورم واریانس
توانایی مدیران	MA	1.021058
اندازه شرکت	SIZE	1.174199
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	1.043931
مخارج سرمایه ای	CAPEX	1.012386
رشد فروش	GROW	1.086446
ریسک شرکت	RISK	1.070761
بازده دارایی ها	ROA	1.409733
عمر شرکت	AGE	1.058685
نوع حسابرس	BIG	1.912961
دوران تصدی حسابرس	TENURE	1.904911
زیان شرکت	LOSS	1.327466
ضریب تعیین تعدیل شده		0.446437
آماره F		3.971837
سطح معناداری		0.000000
دوربین-واتسون		1.966741
آماره بروش-پاگان		14.09877
سطح معناداری		0.2276

همخطی به معنای وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی است. وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی یک مدل موجب تورش ضرایب آن و بی اعتباری آزمون معناداری ضرایب خواهد شد. یکی از شیوه های بررسی همخطی محاسبه آماره تورم واریانس است. چنانچه این آماره از عدد ۱۰ کوچک تر باشد، همخطی شدید وجود ندارد.

عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها از طریق آزمون دوربین-واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها در مدل دارد.

از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همبستگی واریانس اجزای خطای مدل است که در صورت ناهمسانی از اعتبار مدل رگرسیونی می کاهد. برای این منظور از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می باشد و نشان از وجود همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد.

۵-۱۱- نتایج تخمین مدل رگرسیونی چهارم

نگاره (۱۲): نتایج تخمین مدل رگرسیونی چهارم

$ERROR_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	-0.962897	0.133181	-7.230000	0.0000
توانایی مدیران	MA	-0.252369	0.071956	-3.507280	0.0005
اندازه شرکت	SIZE	0.012726	0.008798	1.446551	0.1481
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	0.297108	0.115788	2.565959	0.0103
مخارج سرمایه ای	CAPEX	0.232917	0.119667	1.946380	0.0516
رشد فروش	GROW	0.172641	0.023122	7.466676	0.0000
ریسک شرکت	RISK	0.021730	0.001890	11.49718	0.0000
بازده دارایی ها	ROA	0.457897	0.010861	42.15863	0.0000
عمر شرکت	AGE	-0.011312	0.001399	-8.085514	0.0000
نوع حسابرس	BIG	-0.204856	0.040927	-5.005367	0.0000
دوران تصدی حسابرس	TENURE	0.053684	0.006125	8.764659	0.0000
زیان شرکت	LOSS	0.673230	0.047462	14.18456	0.0000

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل توانایی مدیران شرکت (MA) کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد توانایی مدیران بر خطای پیش بینی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر مستقل توانایی مدیران شرکت مثبت است که نشان می دهد با افزایش توانایی مدیران، خطای پیش بینی سود شرکت ها کاهش پیدا می کند (تایید فرضیه چهارم پژوهش).

نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که اندازه شرکت و مخارج سرمایه ای دارای اثر معناداری بر خطای پیش بینی سود شرکت ها ندارد و این در حالی است که اثر هزینه های تحقیق و توسعه، رشد فروش، ریسک شرکت، بازده دارایی ها، دوران تصدی حسابرس و زیان شرکت بر خطای پیش بینی سود مثبت و معنادار و اثر عمر شرکت و نوع حسابرس بر خطای پیش بینی سود شرکت ها در دوره بررسی منفی و معنادار به دست آمده است.

۵-۱۱- آزمون های برازش مدل پنجم

بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد.

ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد ۶۱ درصد از تغییرات موجود در حجم معاملات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد.

نگاره (۱۳): نتایج آزمون های برازش مدل رگرسیونی پنجم

متغیر	نماد	تورم واریانس
توانایی مدیران	DISTRESS	1.125519
اندازه شرکت	SIZE	1.176006
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	1.069577
مخارج سرمایه ای	CAPEX	1.011480
رشد فروش	GROW	1.086408
ریسک شرکت	RISK	1.069020
بازده دارایی ها	ROA	1.422629
عمر شرکت	AGE	1.059703
نوع حسابرس	BIG	1.911179
دوران تصدی حسابرس	TENURE	1.900898
زیان شرکت	LOSS	1.362997
ضریب تعیین تعدیل شده		0.617334
آماره F		26.08584
سطح معناداری		0.000000
دوربین-واتسون		1.800920
آماره بروش-پاگان		14.62121
سطح معناداری		0.2005

همخطی به معنای وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی است. وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی یک مدل موجب تورش ضرایب آن و بی اعتباری آزمون معناداری ضرایب خواهد شد یکی از شیوه های بررسی همخطی محاسبه آماره تورم واریانس است. چنانچه این آماره از عدد ۱۰ کوچک تر باشد، همخطی شدید وجود ندارد.

عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها از طریق آزمون دوربین-واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها در مدل دارد.

از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همسانی واریانس اجزای خطای مدل است که در صورت ناهمسانی از اعتبار مدل رگرسیونی می کاهد. برای این منظور از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می باشد و نشان از وجود همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد.

خلاصه یافته های مربوط به آزمون های برازش مدل در جدول (۱۳) آمده است:

۵-۱۲- نتایج تخمین مدل رگرسیونی پنجم

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل بحران مالی شرکت (DISTRESS) کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد بحران مالی بر حجم معاملات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر مستقل بحران مالی شرکت منفی است که نشان می دهد با افزایش بحران مالی، حجم معاملات شرکت ها کاهش پیدا می کند (تایید فرضیه پنجم پژوهش).

نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که اندازه شرکت، هزینه های تحقیق و توسعه، رشد فروش، ریسک شرکت، دوران تصدی حسابرس و زیان شرکت دارای اثر مثبت و معناداری بر حجم معاملات شرکت ها می باشد و این در حالی است که اثر بازده دارایی ها و نوع حسابرس بر حجم معاملات شرکت ها منفی و معنادار به دست آمده است. ضمن اینکه اثر مخارج سرمایه ای و عمر شرکت بر حجم معاملات آن ها در دوره بررسی معنادار به دست نبامده است.

جدول (۱۴): نتایج تخمین مدل رگرسیونی پنجم

$TV_{it} = \beta_0 + \beta_1 DISTRESS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	0.241297	0.016587	14.54738	0.0000
توانایی مدیران	DISTRESS	-0.853897	0.187498	-4.554173	0.0000
اندازه شرکت	SIZE	0.705619	0.010963	64.36080	0.0000
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	0.935447	0.145943	6.409670	0.0000
مخارج سرمایه ای	CAPEX	0.277732	0.148946	1.864650	0.0623
رشد فروش	GROW	0.575530	0.028791	19.98983	0.0000
ریسک شرکت	RISK	0.048183	0.002352	20.48918	0.0000
بازده دارایی ها	ROA	-0.225282	0.013587	-16.58130	0.0000
عمر شرکت	AGE	0.105223	0.174304	0.603679	0.5461
نوع حسابرس	BIG	-0.886728	0.050940	-17.40730	0.0000
دوران تصدی حسابرس	TENURE	0.090413	0.007619	11.86664	0.0000
زیان شرکت	LOSS	0.574958	0.059887	9.600713	0.0000

۵-۱۳- آزمون های برازش مدل ششم

بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد ۶۷ درصد از تغییرات موجود در شکاف قیمتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد.

نگاره (۱۵): نتایج آزمون های برازش مدل رگرسیونی ششم

متغیر	نماد	تورم واریانس
توانایی مدیران	DISTRESS	1.125519
اندازه شرکت	SIZE	1.176006
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	1.069577
مخارج سرمایه ای	CAPEX	1.011480
رشد فروش	GROW	1.086408
ریسک شرکت	RISK	1.069020
بازده دارایی ها	ROA	1.422629
عمر شرکت	AGE	1.059703
نوع حسابرس	BIG	1.911179
دوران تصدی حسابرس	TENURE	1.900898
زیان شرکت	LOSS	1.362997
ضریب تعیین تعدیل شده		0.672208
آماره F		12.49721
سطح معناداری		0.000000
دوربین-واتسون		1.825121
آماره بروش-پاگان	DISTRESS	
سطح معناداری	SIZE	

همخطی به معنای وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی است. وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی یک مدل موجب تورش ضرایب آن و بی اعتباری آزمون معناداری ضرایب خواهد شد. یکی از شیوه های بررسی همخطی محاسبه آماره تورم واریانس است. چنانچه این آماره از عدد ۱۰ کوچک تر باشد، همخطی شدید وجود ندارد.

عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها از طریق آزمون دوربین-واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها در مدل دارد.

از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همسانی واریانس اجزای خطای مدل است که در صورت ناهمسانی از اعتبار مدل رگرسیونی می کاهد. برای این منظور از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می باشد و نشان از وجود همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد.

۵-۱۴- نتایج تخمین مدل رگرسیونی ششم

نگاره (۱۶): نتایج تخمین مدل رگرسیونی ششم

$TV_{it} = \beta_0 + \beta_1 DISTRESS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	0.027333	0.001171	23.33249	0.0000
توانایی مدیران	DISTRESS	0.341658	0.105137	3.249636	0.0012
اندازه شرکت	SIZE	0.226208	0.774289	0.292150	0.7702
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	0.079672	0.010307	7.729806	0.0000
مخارج سرمایه ای	CAPEX	0.460427	0.105192	4.377023	0.0000
رشد فروش	GROW	0.446913	0.020334	21.97911	0.0000
ریسک شرکت	RISK	0.023464	0.001661	14.12787	0.0000
بازده دارایی ها	ROA	-0.563261	0.095954	-5.870122	0.0000
عمر شرکت	AGE	0.093414	0.012310	7.588419	0.0000
نوع حسابرس	BIG	-0.757748	0.035976	-21.06260	0.0000
دوران تصدی حسابرس	TENURE	0.118010	0.005381	21.93126	0.0000
زیان شرکت	LOSS	0.099062	0.042295	2.342179	0.0192

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل بحران مالی شرکت (DISTRESS) بیشتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد بحران مالی بر شکاف شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر مستقل بحران مالی شرکت مثبت است که نشان می دهد با افزایش بحران مالی، شکاف قیمتی شرکت ها نیز افزایش پیدا می کند (تایید فرضیه ششم پژوهش).

نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که اندازه شرکت دارای اثر معناداری بر شکاف قیمتی آن نمی باشد. اما تاثیر هزینه های تحقیق و توسعه، مخارج سرمایه ای، رشد فروش، ریسک شرکت، عمر شرکت، دوران تصدی حسابرس و زیان شرکت بر شکاف قیمتی مثبت و معنادار و اثر بازده دارایی ها و نوع حسابرس بر شکاف قیمتی منفی و معنادار به دست آمده است.

۵-۱۵- آزمون های برازش مدل هفتم

نگاره (۱۷): نتایج آزمون های برازش مدل رگرسیونی هفتم

متغیر	نماد	تورم واریانس
توانایی مدیران	DISTRESS	1.125519
اندازه شرکت	SIZE	1.176006
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	1.069577
مخارج سرمایه ای	CAPEX	1.011480
رشد فروش	GROW	1.086408
ریسک شرکت	RISK	1.069020
بازده دارایی ها	ROA	1.422629
عمر شرکت	AGE	1.059703
نوع حسابرس	BIG	1.911179
دوران تصدی حسابرس	TENURE	1.900898
زیان شرکت	LOSS	1.362997
ضریب تعیین تعدیل شده		0.584018
آماره F		8.871183
سطح معناداری		0.000000
دوربین-واتسون		2.157250
آماره بروش-پاگان		15.55658
سطح معناداری		0.1584

بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد ۵۸ درصد از تغییرات موجود در رفتار سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد.

همخطی به معنای وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی است. وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی یک مدل موجب تورش ضرایب آن و بی اعتباری آزمون معناداری ضرایب خواهد شد. یکی از شیوه های بررسی همخطی محاسبه آماره تورم واریانس است. چنانچه این آماره از عدد ۱۰ کوچک تر باشد، همخطی شدید وجود ندارد.

عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها از طریق آزمون دوربین-واتسون مورد بررسی قرار گرفته است.

با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده‌ها در مدل دارد.

از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همبستگی واریانس اجزای خطای مدل است که در صورت ناهمبستگی از اعتبار مدل رگرسیونی می‌کاهد. برای این منظور از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می‌باشد و نشان از وجود همبستگی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد.

۵-۱۶- نتایج تخمین مدل رگرسیونی هفتم

نگاره (۱۸): نتایج تخمین مدل رگرسیونی هفتم

$SH_{it} = \beta_0 + \beta_1 DISTRESS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	0.591741	0.052660	11.23693	0.0000
توانایی مدیران	DISTRESS	-0.393985	0.123932	-3.179027	0.0015
اندازه شرکت	SIZE	0.426907	0.034807	12.26502	0.0000
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	-0.287376	0.046334	-6.202266	0.0000
مخارج سرمایه ای	CAPEX	-0.341470	0.047287	-7.221186	0.0000
رشد فروش	GROW	-0.388477	0.091406	-4.250023	0.0000
ریسک شرکت	RISK	0.068466	0.007466	9.170377	0.0000
بازده دارایی ها	ROA	0.423636	0.043134	9.821293	0.0000
عمر شرکت	AGE	0.059596	0.005534	10.76946	0.0000
نوع حسابرس	BIG	0.356633	0.161724	2.205192	0.0275
دوران تصدی حسابرس	TENURE	-0.069810	0.024189	-2.886040	0.0039
زیان شرکت	LOSS	-0.990086	0.190129	-5.207440	0.0000

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل بحران مالی شرکت (DISTRESS) کمتر از خطای ۵ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد بحران مالی بر تعداد سهامداران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر مستقل بحران مالی شرکت منفی است که نشان می‌دهد با افزایش بحران مالی، تعداد سهامداران شرکت ها کاهش پیدا می‌کند (تایید فرضیه هفتم پژوهش).

نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که اندازه شرکت، ریسک شرکت، بازده دارایی ها، عمر شرکت و نوع حسابرس دارای اثر مثبت و معناداری بر تعداد سهامداران شرکت ها می‌باشد و این در حالی است که اثر هزینه های تحقیق و توسعه، مخارج سرمایه ای، رشد فروش، دوران تصدی حسابرس و زیان شرکت بر تعداد سهامداران آنها منفی و معنادار به دست آمده است.

۵-۱۷- آزمون های برازش مدل هشتم

بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد.

ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می‌دهد ۴۴ درصد از تغییرات موجود در خطای پیش‌بینی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می‌گردد.

همخطی به معنای وجود رابطه خطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیونی است. وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی یک مدل موجب تورش ضرایب آن و بی‌اعتباری آزمون معناداری ضرایب خواهد شد. یکی از شیوه های بررسی همخطی محاسبه آماره تورم واریانس است. چنانچه این آماره از عدد ۱۰ کوچک تر باشد، همخطی شدید وجود ندارد.

عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها از طریق آزمون دوربین-واتسون مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد، نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی باقیمانده ها در مدل دارد. از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همسانی واریانس اجزای خطای مدل است که در صورت ناهمسانی از اعتبار مدل رگرسیونی می کاهد. برای این منظور از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بیشتر از خطای ۵ درصد می باشد و نشان از وجود همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل دارد.

نگاره (۱۹): نتایج آزمون های برازش مدل رگرسیونی هشتم

متغیر	نماد	تورم واریانس
بحران مالی	DISTRESS	1.125519
اندازه شرکت	SIZE	1.176006
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	1.069577
مخارج سرمایه ای	CAPEX	1.011480
رشد فروش	GROW	1.086408
ریسک شرکت	RISK	1.069020
بازده دارایی ها	ROA	1.422629
عمر شرکت	AGE	1.059703
نوع حسابرس	BIG	1.911179
دوران تصدی حسابرس	TENURE	1.900898
زیان شرکت	LOSS	1.362997
ضریب تعیین تعدیل شده		0.447300
آماره F		3.983180
سطح معناداری		0.000000
دوربین-واتسون		1.967986
آماره بروش-پاگان		14.47713
سطح معناداری		0.2077

۱۸-۵- نتایج تخمین مدل رگرسیونی هشتم

نگاره (۲۰): نتایج تخمین مدل رگرسیونی هشتم

$ERROR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DISTRESS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 RD_{it} + \beta_4 CAPEX_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 BIG_{it} + \beta_{10} TENURE_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	-0.970124	0.133262	-7.279824	0.0000
توانایی مدیران	DISTRESS	-0.239080	0.150638	-1.587114	0.1125
اندازه شرکت	SIZE	0.013179	0.008808	1.496212	0.1346
هزینه های تحقیق و توسعه	RD	0.287504	0.117253	2.452003	0.0142
مخارج سرمایه ای	CAPEX	0.202334	0.119665	1.690839	0.0909
رشد فروش	GROW	0.171837	0.023131	7.428822	0.0000
ریسک شرکت	RISK	0.021970	0.001889	11.62847	0.0000
بازده دارایی ها	ROA	0.456681	0.010916	41.83754	0.0000
عمر شرکت	AGE	-0.011309	0.001400	-8.075995	0.0000
نوع حسابرس	BIG	-0.199459	0.040926	-4.873662	0.0000
دوران تصدی حسابرس	TENURE	0.052340	0.006121	8.550589	0.0000
زیان شرکت	LOSS	0.691849	0.048114	14.37937	0.0000

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل بحران مالی شرکت (DISTRESS) بیشتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد بحران مالی بر خطای پیش بینی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر ندارد (رد فرضیه هشتم پژوهش).

نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که اندازه شرکت و مخارج سرمایه ای دارای اثر معناداری بر خطای پیش بینی سود شرکت ها ندارد و این در حالی است که اثر هزینه های تحقیق و توسعه، رشد فروش، ریسک شرکت، بازده دارایی ها، دوران تصدی حسابرس و زیان شرکت بر خطای پیش بینی سود مثبت و معنادار و اثر عمر شرکت و نوع حسابرس بر خطای پیش بینی سود شرکت ها در دوره بررسی منفی و معنادار به دست آمده است.

۶- نتیجه‌گیری و پیشنهادات تحقیق

در فرضیه فرعی اول پژوهش به بررسی تاثیر توانایی های مدیران بر حجم معاملات سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد در این ارتباط بایستی اشاره شود که مدیران دارای توانایی های بالاتر نظارت و کنترل بیشتری بر فعالیت های شرکت ها داشته و معمولاً تصمیمات مناسب تری اتخاذ می کنند. علاوه بر این، دیدگاه بازار نسبت به فعالیت ها و آینده شرکت مثبت بوده و در نتیجه می تواند حجم معاملات سهام شرکت ها را افزایش دهد. در فرضیه فرعی دوم پژوهش به بررسی تاثیر توانایی های مدیران بر شکاف قیمتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد در این ارتباط نیز بایستی اشاره شود که مدیریت، فرآیند به کارگیری مؤثر منابع انسانی و امکانات، برای تحقق اهداف سازمانی است. مدیران کارا، توانایی استفاده بهینه از منابع موجود را در فرآیند تحقق اهداف سازمانی دارند. بنابراین توانایی مدیر در به کارگیری منابع شرکت جهت کسب سود از اهمیت به سزایی برخوردار است. شاخص توانایی مدیر، هم برای سهامداران بالفعل، هم برای سهامداران بالقوه اهمیت دارد. چنانچه مدیریت فاقد کارایی لازم باشد سهامداران فعلی در صدد ایجاد تغییراتی در مدیریت واحد تجاری خواهند بود و یا با اجرای برنامه های تشویقی و وضع مزایا و پاداش درصدد افزایش کارایی مدیریت خواهند بود. این موضوع می تواند به کاهش شکاف قیمتی سهام منجر شود. هر چند یافته های پژوهش حاضر به دلیل ساختارهای متفاوت بورس در ایران، این ارتباط را مورد تایید قرار نمی دهد. در فرضیه فرعی سوم پژوهش به بررسی تاثیر توانایی های مدیران بر تعداد سهامداران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد در این ارتباط بایستی اشاره شود که مدیران دارای توانایی بالا قدرت درک بهتری از شرایط داخلی و خارجی شرکت داشته و از قدرت برآورد بالایی در رابطه با پیش بینی وضعیت شرکت ها دارند. مدیران توانا علاوه بر برآوردهای باکیفیتی که انجام می دهند، به واسطه شناخت و قدرت درک خود، پروژه های سودآور را شناسایی کرده و با سرمایه گذاری در آن ها جریان های نقدی عملیاتی را نیز بهبود می بخشند. بنابراین واکنش بازار به رفتار مدیران دارای توانایی بالاتر مثبت تر می باشد و موجب افزایش تعداد سهامداران می شود. در فرضیه فرعی چهارم پژوهش به بررسی تاثیر توانایی های مدیران بر خطای پیش بینی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. این یافته ها نشان می دهد که مدیران در تصمیمات مربوط به پیش بینی سود نقش مهمی را ایفا می کنند. زمانی که مدیران دارای توانمندی های بیشتری هستند، احتمالاً وضعیت مالی شرکت در شرایط بهتری بوده و کارایی شرکت ها افزایش پیدا می کند. علاوه بر این، مدیران دارای توانایی بالاتر، تمرکز و نظارت بیشتری بر فعالیت های مختلف شرکت از جمله گزارش های حسابرسی دارند که می تواند بر کیفیت پیش بینی سود آنها اثرگذار باشد. در فرضیه فرعی پنجم پژوهش به بررسی تاثیر بحران مالی بر حجم معاملات سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد یافته های این فرضیه نشان از اهمیت شرایط شرکت و اثرات آن بر حجم معاملات سهام شرکت ها دارد. زمانی که شرکت دارای شرایط مالی مناسبی باشد، واکنش بازار نسبت به فعالیت های شرکت ها مثبت ارزیابی می شود و سهامداران تلاش می کنند تا سهام بیشتری خرید و فروش کنند. از سوی دیگر، منابع مالی خارجی شرکت با هزینه های پایین تری تامین می شود. در مجموع این موضوع منجر به افزایش معاملات سهام شرکت شده و در نهایت این اثرگذاری مثبت می شود. در فرضیه فرعی ششم پژوهش به بررسی تاثیر بحران مالی بر شکاف قیمتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد این یافته ها نیز نشان می دهد که افزایش شرایط بحرانی شرکت ها که با افزایش تعارضات نمایندگی و اختلاف هیئت مدیره شرکت ها همراه می باشد، می تواند موجب شود که شکاف قیمتی خرید و فروش سهام بیشتر شود. چراکه بازار شرایط شرکت را مثبت ارزیابی نمی کند و احتمالاً نوسان بالاتر قیمت سهام و یا کاهش نقدشوندگی سهام برای این شرکت ها بیشتر است. در نتیجه این اثرگذاری مثبت شده و با افزایش بحران مالی، شکاف قیمتی نیز افزایش پیدا می کند. در فرضیه فرعی هفتم پژوهش به بررسی تاثیر بحران مالی بر تعداد سهامداران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد در واقع می توان پذیرفت که شرایط بحرانی شرکت ها موجب می شود که اغلب سهامداران اقدام به فروش سهام شرکت نمایند و در نتیجه سهامداران اصلی و بزرگ تر اقدام به خرید سهام شرکت با دیدگاه بلندمدت می کنند. سهامداران خرد نیز به دلیل برخورداری از دانش و اطلاعات تخصصی پایین تر در حوزه مالی، بیشتر تمایل به فروش سهام را دارند که در نتیجه با کاهش تعداد سهامداران و اثرگذاری معکوس بحران مالی بر تعداد سهامداران مواجه می شویم. در فرضیه فرعی هشتم پژوهش به بررسی تاثیر بحران مالی بر خطای پیش بینی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد در ارتباط با نتیجه به دست آمده بایستی اشاره شود که انتظار بر این است که بحران مالی شرکت ها می تواند موجب افزایش تعارضات نمایندگی و اختلاف بین اعضای هیئت مدیره شرکت ها گردد. در نتیجه احتمالاً خطای پیش بینی سود مدیران افزایش پیدا می کند و در واقع مدیران دچار خطاهای احتمالی بیشتری می شوند. اما یافته های پژوهش از این موضوع حمایت نمی کند. چراکه ساختارهای سیاسی و اقتصادی بورس اوراق بهادار تهران بسیار متفاوت با سایر کشورها و خصوصاً کشورهای پیشرفته می باشد و از این رو، بحران مالی دارای اثرگذاری بر خطای پیش بینی سود مدیران نمی باشد.

۷- پیشنهادات تحقیق

- با توجه به مطالعات و یافته‌های پژوهش، پیشنهادات زیر ارائه میگردد:
۱. با توجه به نتیجه به دست آمده برای فرضیه فرعی اول پژوهش پیشنهاد می‌شود سهامداران در خرید و فروش سهام شرکت‌ها با در نظر گرفتن توانایی‌های مدیران شرکت‌ها اقدام به این کار نمایند تا تصمیمات بهینه تری اتخاذ نمایند.
 ۲. با توجه به نتیجه به دست آمده برای فرضیه فرعی دوم پژوهش پیشنهاد می‌شود سیاست‌گذاران شرکت‌ها در هنگام انتخاب مدیران با در نظر گرفتن توانمندی‌های آنها از جمله تجربه و تخصص اقدام به جذب آنها نمایند تا بتوانند موجب اثرگذاری بر شکاف قیمتی سهام گردند.
 ۳. با توجه به نتیجه به دست آمده برای فرضیه فرعی سوم پژوهش پیشنهاد می‌شود تحلیل‌گران در بررسی‌های خود در ارتباط با تعداد سهامداران شرکت‌ها به نقش توانایی‌های مدیران و اثرگذاری آن بر تصمیمات سهامداران توجه بیشتری نمایند.
 ۴. با توجه به نتیجه به دست آمده برای فرضیه فرعی چهارم پژوهش پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها در هنگام پیش‌بینی سود با توجه به اثرگذاری بالای آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاران، به منظور افزایش دقت پیش‌بینی سود از مدل‌های پیشرفته آماری بهره‌گیرند.
 ۵. با توجه به نتیجه به دست آمده برای فرضیه فرعی پنجم پژوهش پیشنهاد می‌شود مدیران و سیاست‌گذاران شرکت‌های دارای بحران مالی با در نظر گرفتن شرایط بحرانی شرکت‌ها اقدام به رفع این مشکل کرده و تلاش نمایند از این طریق حجم معاملات سهام شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار دهند.
 ۶. با توجه به نتیجه به دست آمده برای فرضیه فرعی ششم پژوهش پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذارانی که قصد ورود به بورس اوراق بهادار تهران را دارند به منظور کاهش زیان، با در نظر گرفتن بحران مالی شرکت‌ها و اثری که می‌تواند بر شکاف قیمتی سهام شرکت‌ها داشته باشد، اقدام به خرید سهام نمایند.
 ۷. با توجه به نتیجه به دست آمده برای فرضیه فرعی هفتم پژوهش پیشنهاد می‌شود کلیه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی شرکت‌ها در بررسی وضعیت مالی شرکت به نقش بحران مالی و اثر آن بر تعداد سهامداران توجه ویژه‌ای داشته باشند.
 ۸. با توجه به نتیجه به دست آمده برای فرضیه فرعی هشتم پژوهش پیشنهاد می‌شود زمانی که شرکت‌ها در شرایط بحرانی قرار دارند، مدیران با استفاده از رویکردهای نوین علمی و بهره‌گیری از روش‌های جدید مدل‌سازی اقدام به پیش‌بینی سود نمایند تا از این طریق موجب کاهش خطای پیش‌بینی سود شوند.

یادداشت‌ها

- | | | |
|---------------|----------------|----------------------|
| 1- Andreou | 4- Krishnan | 7- Ha & Minh |
| 2- Demerjian | 5- Pickett | 8- Jarvalt & Veisson |
| 3- Martone | 6- Garcia Maca | 9- Virtanen |
| 4- Draganidis | | |

منابع

۱. جلیلی کامجو، سیدپرویز. (۱۳۹۹). ارزیابی بحران مالی بر ساختار مالکیت و سیاست بدهی. چهارمین کنفرانس ملی پژوهش در حسابداری و مدیریت، تهران.
۲. جلیلی، فریبا و پاک مرام، عسگر. (۱۳۹۷). تاثیر توانایی مدیریت بر خط مشی سرمایه‌گذاری تامین مالی در دوران بحران مالی. سومین کنفرانس ملی سالانه اقتصاد، مدیریت حسابداری. صص ۱-۲۱.
۳. حسنی القار، مسعود و مرفوع، محمد. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود. مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری. ۷(۶): ۱۲۹-۱۰۳.
۴. خواجوی، شکرالله و قدیریان آرانی، محمدحسین. (۱۳۹۷). نقش توانایی مدیریت در پیش‌بینی بحران مالی. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۹(۴): ۱۰۱-۸۳.
۵. عابد، رضا؛ علی نژاد ساروکلاهی، مهدی و فغانی ماکرانی، خسرو. (۱۳۹۷). بررسی اثر تعدیلی توانایی مدیران عامل بر ارتباط بین بحران مالی و همزمانی قیمت سهام. مجله علمی- پژوهشی دانش حسابداری مالی. ۵(۱۷): ۸۵-۱۱۰.
۶. قیداری، علیرضا. (۱۳۹۸). تاثیر مدیریت سود بر تقلب مالی و بحران مالی. سومین کنفرانس ملی پژوهش‌های نوین حسابداری و مدیریت در هزاره سوم، کرج: دانشگاه جامع علمی کاربردی - سازمان همیاری شهرداری ها و مرکز توسعه خلاقیت و نوآوری علوم نوین.

۷. نعمت الهی، سمیه. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر بحران مالی بر رابطه بین توانایی مدیریت و مخارج سرمایه ای در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. سومین کنفرانس علمی دستاوردهای نوین در مطالعات علوم مدیریت، حسابداری و اقتصاد ایران. صص ۱-۱۱.
۸. نونهال نهر، علی اکبر و لیثی، علیرضا. (۱۳۹۹). پیامدهای ناخواسته ی نحوه افشای موارد ابهام شرکت ها در گزارش های مدیران و حسابرسان مستقل بر قضاوت های سرمایه گذاران غیرحرفه ای. دومین کنفرانس بین المللی مدیریت امور مالی، تجارت، بانک، اقتصاد و حسابداری.
۹. نیک نیا، سیدرضا. (۱۳۹۲). ویژگی های ساختاری و فرایندی هیات مدیره و ریسک مالی: تغییر در نقدینگی- تغییر در بحران مالی. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه تربیت مدرس.
۱۰. همتی، حمیدرضا. (۱۳۹۲). اقلام تعهدی غیرمنتظره، انحراف پایداری سود و بحران مالی. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید بهشتی.

11. Abed, Reza; Ali Nejad Saroklaei, Mehdi and Faghani Makrani, Khosrow. (2018). Investigating the adjustment effect of CEOs' ability on the relationship between financial crisis and stock price synchronicity. *Journal of Financial Accounting Knowledge*. 5 (17): 85-110 (in Persian)
12. Andreou, P. C., Karasamani, I., Louca, C., and Ehrlich, D. (2017). The Impact of Managerial Ability on Crisis-Period Corporate Investment. *Journal of Business Research*. 79(3): 107-122.
13. Andreou, p., D. Ehrlich, and C. louca. (2013). Managerial ability and Firm performance: Evidence from the global financial crisis. Working paper. Available at.
14. Demerjian, P., B. Lev, and S. MacVay (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity test. *Management Science*. 58(7): 1229-1248.
15. Draganidis. Fotis, Mentzas. Gregoris. (2016). "Competency Based Management: A Review of Systems and Approaches". *Information Management & Computer Security*. 4(۱): 51-64.
16. Frank, G. and Wei, Z. (2013), "The association between earnings and returns and macroeconomic performance: evidence from Australia, the US and China", *Australian Accounting Review*, 21 ۲۱(۲): 54-63.
17. Garcia Maca et al. (2018), The effect of managers' ability on the quality of corporate financial reporting. *Journal of Banking and Finance*, 1, 29-54.
18. Ghasem, S., & Ahmad. S. (2018). Investigating the Impact of the Financial Crisis on Conservative Accounting and Transparency of Banking Information. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 3(3), 53-68.
19. Gheidari, Alireza (2019). The Impact of Profit Management on Financial Fraud and Financial Crisis. Third National Conference on New Accounting and Management Research in the Third Millennium, Karaj: Comprehensive University of Applied Sciences - Municipalities Cooperation Organization and Center for the Development of Creativity and Innovation of Modern Sciences. (in Persian)
20. Grayou, T., Kashaya A. and Sharfestein D. (2016). Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese panel data. *Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60.
21. Gul Ferdinand A. Mehdi Khedmati, Edwin KiaYang Lim, Farshid Navissi. (2018). anagerial Ability, Financial Distress, and Audit Fees, *American Accounting Association*. 32(1): 29-51.
22. Ha, N., & Minh, N. Manager's ability, wage minimum policy, and firm size on firm performance: An empirical analysis in the real estate and construction sector. *Accounting*, 7(3), 507-512.
23. Hassan leg a, Massoudi and Mafoo, Mohammad (2017). Investigating the Impact of Management Ability on Profit Sharing Policy. *Journal of Empirical Accounting Research*. 7 (6): 129-103 (in Persian)
24. Hemmati, Hamidreza. (2013). Unexpected accruals, profit stability deviations and financial crisis. Master Thesis. Shahid Beheshti University. (in Persian)
25. Jalili, Fariba and Pak Maram, Asgar. (2017). The Impact of Management Ability on Financing Investment Policy during a Financial Crisis. Third Annual National Conference on Economics, Accounting Management. 12-1 (in Persian)
26. Jarvalt, J. & Veisson, M. (2016), Developing Public Sector Leaders: An Analysis of the Competency Framework for The Stonian Senior Civil Service, Estonia: Tartu University.
27. Khajavi, Shokrallah and Ghadirian Arani, Mohammad Hussein. (2017). The role of management ability in predicting financial crisis. *Financial Accounting Research*, 9 (4): 101-83 (in Persian)

28. Krishnan, G. V., Wang, C., & Yu, W. (2020). Do High Ability Managers Mitigate Litigation Related to Financial Reporting? *Journal of Management Accounting Research*, 0000-0000.
29. Martone D. (2013). A guide to developing a competency-based performance-management system. *Employment Relations Today*, 30(۲): 23-32.
30. Niknia, Seyed Reza (2011). Structural and Process Characteristics of the Board of Directors and Financial Risk: Change in Liquidity - Change in Financial Crisis. Master Thesis. Tarbiat Modares University. (in Persian)
31. Pickett, L. (2013). "Competencies and Managerial Effectiveness: Putting competencies to work", *public personnel Management*. Vol 27: No.1. pp.10.
32. Uygun Ozge. (2017). CEO ability and corporate opacity. *Global Finance Journal*,
33. Virtanen, Turo. (2014). "Changing Competences of Public Managers: Tensions in Commitment". *International Journal of Public Sector Management*. Vol.13; No.4; pg.333.
34. Wang, Z.; Chen, M.; Chin, C. and Zheng Q. (2017). Managerial ability, political connections, and fraudulent financial reporting in China. *J. Account. Public Policy*. 36 (2): 141-162.

تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری بر عکس العمل بازار سهام با در نظر گرفتن نقش تعدیلی تنوع جنسیت هیئت مدیره در بورس و فرابورس ایران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۹/۲۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۱/۱۴

کد مقاله: ۷۴۷۲۱

بهزاد پرویزی^۱، چیا امین پناه^۲، محمد باقری^{۳*}

چکیده

هدف از تحقیق حاضر بررسی تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری بر عکس العمل بازار سهام با در نظر گرفتن نقش تعدیلی تنوع جنسیت هیئت مدیره در بورس و فرابورس ایران است. پژوهش از لحاظ هدف از نوع کاربردی و از لحاظ نحوه اجرا توصیفی - همبستگی است. برای انجام پژوهش چهار فرضیه اصلی تدوین شد. برای انجام این پژوهش از رگرسیون داده های پنلی با نرم افزارهای Eviews 8 و SPSS 22 استفاده شد. این موضوع در ۸۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران در فاصله زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ بررسی شد (۶۸۰ شرکت - سال مشاهده شد). یافته ها نشان داد که بین مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری و عکس العمل بازار سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. سرمایه گذاران در هنگام خرید و فروش سهام به مدیریت سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توجه نمایند.

واژگان کلیدی: مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری، عکس العمل بازار سهام، تنوع جنسیت هیئت مدیره، بورس ایران، فرابورس ایران

۱- استادیار موسسه آموزش عالی آزاد ایرانمهر

۲- استادیار موسسه آموزش عالی آزاد ایرانمهر

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد موسسه آموزش عالی آزاد ایرانمهر (نویسنده مسئول)

۱- مقدمه

مبحث پیش بینی سود توسط تیم مدیریت یکی از مهم ترین ابزارهای تعامل مدیران با بازار محسوب می شود که ارایه آن به شرکت ها این فرصت را خواهد داد تا رفتار بازار را تحت تاثیر قرار دهند و میزان ثروت و ارزش خلق شده برای سهامداران را تغییر دهد (رضا زاده و همکاران، ۱۳۹۹). اهمیت تئوری مشروعیت و توجه به همه ذی نفعان روز به روز در حال افزایش است و طرح مباحثی مانند راهبری شرکتی بر گرفته از همین تئوری هاست. سرمایه گذاران به اطلاعات و شفافیت آن برای تصمیماتشان اهمیت زیادی می دهند. امروزه همه ذی نفعان از جمله سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و مدیران و امثالهم در جستجوی شاخصهای به موقع و قابل اتکا برای اندازه گیری ثروت سهامداران می باشند که از میان آنها می توان به مفهوم مدیریت سود اشاره کرد. با وجود این که سود حسابداری، یک مقیاس مهمی برای سلامت مالی شرکت ها محسوب می شود، اما محدودیت های خاص خود را دارد و از ترفند های مرتبط با برآوردهای حسابداری مصون نیست و توسط مدیران مالی قابل تغییر است (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۲).

تحقیقات حسابداری مدیریت سود را مورد توجه زیادی قرار داده است. مطالعات سال های اخیر رابطه مدیریت سود را با متغیرهای زیادی بررسی نموده است. یکی از این متغیرها عکس العمل بازار سهام است که تعیین کننده کلیدی شاخص بازار سهام است. با توجه به اینکه مدیران سود را با هزینه سهامداران برای دستیابی به اهداف شخصی خود مدیریت می کنند، لذا مدیریت سود به عنوان هزینه نمایندگی در نظر گرفته می شود و بر ارزش سهام شرکتها اثرگذار است (آنگساکول و همکاران، ۲۰۲۰).

این هزینه نمایندگی از تنوع جنسیتی اعضای هیات مدیره تاثیر پذیر است. خانم ها نسبت به مردان در زمینه ریسک متفاوت اند و این برگرفته از تفاوت های هورمونی این دو است. مدیریت سود توسط خانم ها و مردان به صورت متفاوتی انجام می شود. این مسئله به ویژگی های منحصر به فرد خانم ها بر می گردد. حضور نماینده زن در هیات مدیره، باعث کاهش همگنی هیات مدیره و به دنبال آن دقیقتر شدن فرآیند کنترل و نظارت میگردد. مدیران زن قدرت نظارتی هیئت مدیره را افزایش می دهند و راهبری شرکتی را بهبود می بخشند. خانم ها با توجه به ویژگی های ریسک گریزی و تعهداتی که دارند در خلق ارزش برای سهامداران تلاش بیشتری دارند و خود را ملزم به شفافیت بیشتری برای سهامداران می دانند، لذا هزینه های نمایندگی نیز تا حدی می تواند کاهش یابد (آنگساکول و همکاران، ۲۰۲۰). در بازار سرمایه ایران نیز سهامداران خواهان شفافیت مدیران و کاهش هزینه های نمایندگی اند و خواهان سود واقعی تر و کم تر دستکاری شده هستند تا بر این اساس رفتار و عکس العمل خود را مدیریت نمایند و در بتوانند بازده بیشتری را کسب نمایند. گرچه برخی برای مدیریت سود گاهاً اهدافی را طرح نموده اند که هم راستا با منافع مالکین است اما اغلب تحقیقات عکس این قضیه را عنوان نموده اند. به عبارتی مدیریت سود همیشه بد نیست، اما نکته ثابت این است که همیشه بر عکس العمل بازار سهام اثرگذار است. حال اگر مدیریت سودی که انجام شده در راستای منافع سهامداران باشد عکس العمل سهامداران نیز مثبت خواهد بود و بر عکس اگر مدیریت سود فرصت طلبانه باشد و برای دستیابی به اهداف مدیر طراحی شده باشد تا حد زیادی بر عکس العمل بازار سهام تاثیر منفی خواهد داشت. اینکه هدف مدیران از مدیریت سود چیست از عوامل زیادی تاثیر پذیر است و حتی از نوع جنسیت مدیران به دلیل تفاوت هایی که بین مردان و زنان وجود دارد تاثیر پذیر است (آنگساکول و همکاران، ۲۰۲۰).

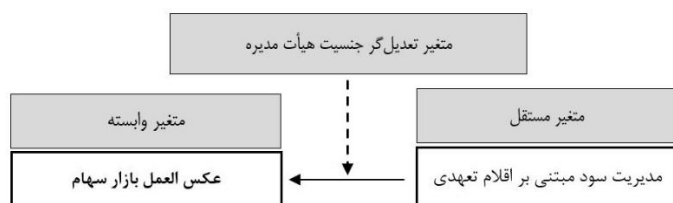
با توجه به موارد مطروحه مسئله اصلی پژوهش حاضر این است که آیا بین مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و عکس العمل بازار سهام رابطه ای وجود دارد یا خیر و اینکه آیا جنسیت هیئت مدیره در شرکتهای پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار بر این رابطه اثرگذار خواهد بود یا خیر.

امروزه یکی از مباحث مطرح در حوزه تصمیم گیری های مدیریتی و حاکمیتی شرکتی این است که میزان مشارکت خانم ها در فعالیت های شرکتها نسبت به مردان تحت الشعاع تعصبات مردانه و تفاوت های فرهنگی قرار گرفته است. فرهنگ متفاوت و نابرابری های جنسیتی به ویژه در حوزه مدیریتی سبب شده تا آن گونه که شایسته است از نیروی بالقوه خانم ها در تصمیم گیری ها استفاده نشود. خانم ها و مردان دارای سبک ها و روش های برنامه ریزی، کنترل، مدیریت و رهبری متفاوتی هستند، از جمله این تفاوت ها حساسیت اخلاقی و خطر پذیری متفاوت مانند تفاوت در شیوه های گزارشگری مالی است (سپاسی و عبدلی، ۱۳۹۵). مباحث رفتاری و روانشناسی و همچنین جنسیتی در سال های اخیر مورد توجه پژوهشگران مالی قرار گرفته است. در گذشته تغییرات موجود در بازارهای مالی را با متغیرهای زیادی همچون تورم و شرایط اقتصادی و امثالهم مورد توجه قرار داده اند؛ اما تعداد انگشت شماری از پژوهش ها به مباحث جنسیتی توجه داشته اند. مباحث مرتبط با جنسیت افراد و به خصوص مدیران به شدت بر رفتار انسانها اثر گذار است. تغییر رفتار انسانها بر تصمیمات آنها اثرگذارند. این موضوع در رده های بالای مدیریتی از حساسیت بیشتری برخوردار است. با توجه به اینکه عمده تصمیمات مدیران شرکتها بر مسائل مرتبط با خلق ارزش برای سهامداران متمرکز است و یکی از این تصمیمات مبحث محاسبه سود است. لذا تغییرات در جنسیت تیم مدیران به شدت بر سود و عکس العمل بازار سهامان اثرگذار است و با توجه به مشخصه های خاص مردم ایران این پدیده باید در شرکتهای پذیرفته شده در بورس و فرابورس مورد توجه قرار گیرد (اسمالس، ۲۰۲۱؛ بس و همکاران، ۲۰۲۰).

با توجه به بالا رفتن عکس العمل بازار سهام در سال های اخیر ضرورت دارد موارد مرتبط با آن شامل مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی مورد توجه قرار گیرند. یعنی با توجه به اینکه مدیریت سود بر عکس العمل بازار سهام اثرگذار است و از طرفی جنسیت مدیران بر این رابطه اثرگذار است با توجه به بالا رفتن عکس العمل بازار سهام در سال های اخیر بررسی این موضوع در بازار سرمایه ایران ضرورت دارد. مبحث جنسیت از این جهت مطرح است که فرهنگ برخورد با خانم ها در کشور ما با سایر کشورها کاملاً متفاوت خانم ها جامعه به دلیل تفاوت های هورمونی و بخصوص هورمون های استرسی و جنسی دارای قدرت تاثیر گذاری متفاوتی بر فعالیت های شرکتها هستند.

۲- مبانی نظری

مفهوم مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی تغییرات سود با استفاده از اقلام تعهدی جهت دستیابی به اهداف خاص توسط تیم مدیریت است. هدف مجموعه کامل صورت های مالی اساسی، ارائه اطلاعاتی درباره وضعیت، عملکرد و انعطاف پذیری مالی است که برای استفاده کنندگان این صورتها در اتخاذ تصمیمات اقتصادی، مفید و موثر واقع شود؛ بنابراین می توان گفت در صورت دستکاری صورت های مالی، بر هدف و فلسفه وجودی صورت های مالی خدشه وارد می شود، به علاوه وجود بسترهایی چون تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی سبب توسعه این موضوع و در نهایت تفاوت ارزش در سهام سرمایه گذاران و همچنین خلق ثروت می شود (لاکسمانا و یانگ^۱، ۲۰۱۴؛ دستگیر و حسینی، ۱۳۹۲). پدیده دستکاری ارقام و مبالغ موجود در صورتهای مالی توسط مدیر برای رسیدن به اهداف خاص مدیریت سود نامیده می شود که در تئوری های اثباتی بر اساس ۳ فرض طرح های پاداش، قراردادهای بدهی و هزینه های سیاسی صورت می گیرد. در هریک از این ۳ فرض هدف مدیر رسیدن به هدف مورد نظر را مد نظر دارد که در همه آنها سود از دوره ای به دوره ای انتقال می یابد که سبب مشکلات نمایندگی و در نهایت تغییر عکس العمل بازار سهام می شود (آنگساکول و همکاران، ۲۰۲۰؛ اسکات^۲، ۲۰۰۷). آنچه که تحقیقات نشان داده این است که مدیریت سود بر عکس العمل بازار سهام اثرگذار است و با توجه به اینکه سیاست های مدیران بر مدیریت سود و عکس العمل بازار سهام اثرگذار است شیوه مدیریت بر این رابطه اثرگذار است.



شکل ۱- مدل مفهومی پژوهش
(منبع: آنگساکول و همکاران، ۲۰۲۰)

تحقیقات نشان داده اند با توجه به تفاوت های هورمونی و جنسی که در بین خانم ها و مردان وجود دارد تنوع جنسیت بر روابط متغیرهای مالی اثرگذار است. این تاثیر در تحقیقات قبلی مورد بررسی و تایید قرار گرفته است (آنگساکول و همکاران، ۲۰۲۰). مدل سازی یا تدوین چارچوب مفهومی برای بیان فرضیه هاست:

۲-۱- تعاریف مفهومی

عکس العمل بازار سهام: تغییراتی که در بازده سهام بوجود می آید و به دلیل عملکرد و رفتار سرمایه گذاران به صورت مجموع در بازار رخ می دهد عکس العمل بازار سهام خوانده می شود. این متغیر از سود نقدی و تغییرات قیمت سهم تاثیر پذیر است. عکس العمل بازار سهام از مجموع سود نقدی و میزان تغییر قیمت سهام شرکت بدست می آید. مدیریت سود: نحوه محاسبه مدیریت سود که با تغییر در روش های حسابداری و برآوردهای حسابداری تغییر می کند. تنوع جنسیتی: وجود همزمان مدیران زن و مرد در تیم هیئت مدیره می باشد (آنگساکول و همکاران، ۲۰۲۰). تعاریف عملیاتی عکس العمل بازار سهام: عکس العمل بازار سهام از مجموع سود نقدی و میزان تغییر قیمت سهام شرکت بدست می آید. مدیریت سود: نحوه محاسبه مدیریت سود که با تغییر در روش های حسابداری و برآوردهای حسابداری تغییر می کند. نحوه محاسبه مدیریت سود براساس مدل جونز تعدیل شده (۱۹۹۱) به عنوان متغیر مستقل است که نحوه اندازه گیری بر اساس باقیمانده مدل مربوطه در نرم افزار اقتصاد سنجی است. با برآزش مدل زیر، مقادیر باقیمانده مدل به صورت تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر برآوردی اقلام تعهدی استخراج شده و به معنای معیار مدیریت سود در نظر گرفته می شوند.

1. Laksmana and yang
2. Scott

$$PPE_{i,t}/TA_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad TACC_{i,t}/TA_{i,t-1} = \alpha_0 + \beta_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/TA_{i,t-1} + \beta_2$$

$TACC_{i,t}$: کل اقلام تعهدی شرکت

$\Delta REV_{i,t}$: تغییرات درآمد فروش شرکت

$\Delta REC_{i,t}$: تغییرات حساب‌ها و اسناد دریافتی شرکت

$PPE_{i,t}$: ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت

$TA_{i,t-1}$: کل دارایی‌های اول دوره

ε_{it} : باقی‌مانده مدل تخمین اقلام تعهدی جهت اندازه‌گیری مدیریت سود

تنوع جنسیتی: وجود همزمان مدیران زن و مرد در تیم هیئت مدیره می باشد. به عبارتی چنانچه در تیم مدیریت زن وجود داشته باشد از عدد ۱ و در غیر اینصورت از عدد صفر استفاده می شود (آنگساکول و همکاران، ۲۰۲۰).

۳- پیشینه تحقیق

آنگساکول و همکاران (۲۰۲۰) مقاله ای با عنوان تأثیر مدیریت سودمبتنی بر اقلام تعهدی بر عکس العمل بازار سهام با در نظر گرفتن نقش جنسیت هیات مدیره انجام دادند. یافته ها نشان داد که مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی با عکس العمل بازار سهام رابطه دارد و افزایش تعداد خانم ها در تیم هیات مدیره رابطه مدیریت سود و عکس العمل بازار سهام را کاهش می دهد. نفسینگر^۲ و همکاران (۲۰۲۰) پژوهشی در خصوص تأثیر هورمون های تستوسترون و کورتیزول زنان و مردان بر فیزیولوژی سوگیری های سرمایه گذاری انجام دادند. یافته ها نشان داد که هورمون های تستوسترون و کورتیزول بر ریسک پذیری و ریسک گریزی سرمایه گذاران زن و مرد به صورت متفاوت اثرگذارند.

بس^۳ و همکاران (۲۰۲۰) پژوهشی با عنوان نقش جنسیت در بازارهای مالی انجام دادند. در این پژوهش تأثیر عوامل مرتبط با جنسیت افراد بر ثبات بازار مالی و عملکرد معامله گران مورد بررسی قرار گرفت. برای اندازه گیری ثبات بازار مالی از شاخص بورس و برای اندازه گیری عملکرد معاملاتی سرمایه گذاران از ریسک و بازده سهام خریداری شده استفاده شد. در نهایت تأثیر نوع جنسیت بر ثبات بازار مالی و عملکرد معامله گران مورد تأیید قرار گرفت.

پاپانگکرن^۴ و همکاران (۲۰۱۹) پژوهشی با عنوان هیئت مدیره زن و عملکرد شرکت در دوران بحران بزرگ انجام دادند. یافته ها نشان داد که افزایش تعداد خانم ها در تیم هیات مدیره در دوران بحران سال ۲۰۰۸ سبب بهبود عملکرد شرکتها می شود. آزمون های توان آماری که با متغیرهای دیگر عملکرد روابط تحقیق را بررسی نمود روابط در آن مجدداً تأیید شد. کاظمی علوم و دیگران (۱۳۹۸) در یک تحقیق با عنوان بررسی تأثیر تنوع جنسیتی در هیئت مدیره و کمیته حسابرسی بر کیفیت سود با استفاده از ۷۶۰ مشاهده (۱۵۲ شرکت از ۹۵ تا ۹۱) تأثیر حضور خانم ها در کمیته حسابرسی بر کیفیت سود را رد نکردند. اما در مقابل تأثیر حضور خانم ها در هیئت مدیره بر کیفیت سود را رد کردند.

ستایش و همکاران (۱۳۹۶) تحقیقی در خصوص بررسی تأثیر مدیریت سود غیر واقعی و مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت واقعی سود بر ریسک ریزش قیمت سهام با ۱۰۳۰ مشاهده از ۸۴ تا ۹۳ انجام دادند. بررسی های آنها نشان داد که مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت واقعی سود بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت های بورسی و فرابورسی هیچ تأثیری ندارد. همچنین تأثیر مثبت مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت واقعی سود بر ریسک ریزش قیمت سهام شرکت ها است.

۴- جامعه آماری و نمونه آماری

جدول زیر نیز نشان دهنده شیوه نمونه گیری به صورت حذف سیستماتیک می باشد:

تعداد سال ها	تعداد	شرح
۴۲۹		تعداد کل
(۶۴)		هلدینگ ها، موسسات مالی، بانک ها، بیمه ها و ...
(۲۳۲)		عدم وجود اطلاعات در کل دوره
(۴۳)		عدم منتهی به ۱۲/۲۹
۶۸۰ سال- شرکت	۸۵	نمونه باقیمانده

۵- متغیرهای تحقیق

مدل رگرسیونی تحقیق برای بررسی فرضیه ها به شرح زیر است:

۱ . Ongsaku et al

۲ . Nofsinger

۳ . Bose

۴ . Papangkorn

مدل رگرسیونی بررسی فرضیه اول و سوم:

$$CAR_{sit} = \alpha + \beta_1 DCA_{it} + \gamma \sum Controls + \varepsilon$$

عکس العمل بازار سهام و به عنوان متغیر وابسته تحقیق است $CARs$
 نحوه محاسبه مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی براساس مدل جونز که در سال ۱۹۹۱ تعدیل شده است به عنوان متغیر مستقل است که نحوه اندازه گیری بر اساس باقیمانده مدل مربوطه در نرم افزار اقتصاد سنجی است. $DCA = \gamma$ مجموع β متغیرهای کنترلی است.

مدل رگرسیونی بررسی فرضیه دوم و چهارم

$$CAR_{sit} = \alpha + \beta_1 CAR_{sit} + \beta_2 (BGD CARs)_{it} + \gamma \sum Controls + \varepsilon$$

تأثیر تنوع جنسیت هیات مدیره بر رابطه مربوطه = متغیر تعدیلگر $BGD CARs$

متغیرهای کنترلی به شرح ذیل است:

جدول ۲: متغیرهای کنترلی

نام متغیر	شيوه محاسبه	نماد
حاکمیت شرکتی	استقلال هیات مدیره (تعداد اعضای غیر موظف نسبت به کل)	CG
اندازه	لگاریتم طبیعی کل دارایی ها	Ln (total assets)
اهرم	کل بدهی ها تقسیم بر کل دارایی ها	Total debt/total assets
نسبت مخارج	دارایی های ثابت و اموال (مخارج سرمایه ای) تقسیم بر کل دارایی ها	Capital expenditures/total assets
سود هر سهم	سود هر سهم تقسیم بر کل دارایی ها	EBIT/total assets
بهای تمام شده	بهای تمام شده تقسیم بر کل دارایی ها	Cost/total assets
هزینه	هزینه ها تقسیم بر کل دارایی ها	Expense/total assets
وجه نقد	وجه نقد تقسیم بر کل دارایی ها	Cash/total assets
سود تقسیمی	سود تقسیمی تقسیم بر کل دارایی ها	Dividends/total assets
روزهای معاملاتی	روزهای معاملاتی سهام در سال	liquidity

۶- توصیف داده ها

جدول ۳: آمار توصیفی برای متغیرهای تحقیق در بورس ۴۶۴ مشاهده

نوع	متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
بورس	CARs	95/34	31/10	168/09	-54/68	879/54
	Ln(CARs)	5/04	4/88	0/64	3/81	6/89
	مدیریت سود	0/13	0/08	0/15	0/00	1/02
	CG	67/82	60/00	14/52	33/00	100/00
	Ln (total assets)	14/82	14/62	1/43	11/91	20/14
	Total debt/total assets	0/55	0/56	0/22	0/01	1/27
	Capital expenditures/total assets	0/26	0/20	0/19	0/00	0/78
	EBIT/total assets	0/00	0/00	0/00	0/00	0/02
	Cost/total assets	0/62	0/46	0/51	0/00	3/34
	Expense/total assets	0/06	0/05	0/04	0/00	0/35
	Cash/total assets	0/04	0/03	0/04	0/00	0/20
	Dividends/total assets	0/14	0/12	0/14	0/00	0/68
	liquidity	204/65	222/00	43/96	0/00	241/00

جدول ۴: آمار توصیفی برای متغیرهای تحقیق در فرابورس ۱۷۸ مشاهده

نوع	متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
فرابورس	CARs	93/17	35/77	150/56	-61/47	558/20
	Ln(CARs)	5/03	4/91	0/65	3/65	6/49
	مدیریت سود	0/17	0/10	0/18	0/00	1/00
	CG	72/95	80/00	20/00	17/00	100/00
	Ln (total assets)	14/22	14/10	2/09	9/17	18/15
	Total debt/total assets	0/94	0/71	1/00	0/01	8/02
	Capital expenditures/total assets	0/28	0/20	0/24	0/01	0/98
	EBIT/total assets	0/00	0/00	0/01	-0/05	0/01

نوع	متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
	Cost/total assets	0/67	0/51	0/71	0/00	4/55
	Expense/total assets	0/09	0/05	0/11	0/00	0/67
	Cash/total assets	0/05	0/02	0/09	0/00	0/46
	Dividends/total assets	0/07	0/00	0/15	0/00	0/79
	liquidity	115/81	140/50	92/26	0/00	236/00

۱-۶- تحلیل رگرسیون

بررسی نرمال بودن توزیع
متغیر وابسته با آزمون جاک

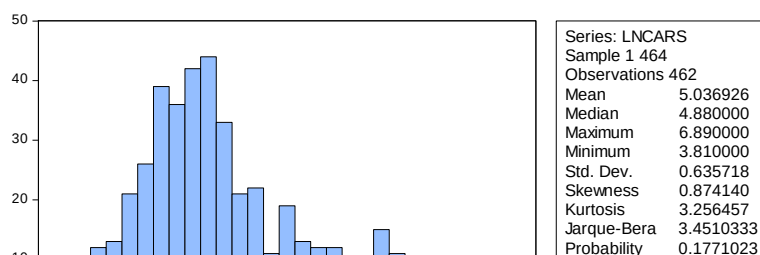
برای:

آزمون نرمالیتی برای داده
های شرکتهای بورسی:

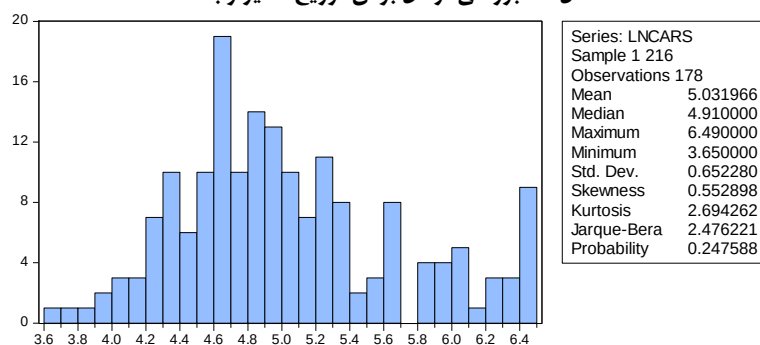
مقدار احتمال برای متغیر
وابسته بعد از تبدیل لگاریتمی
برابر با ۰/۱۷۷ است که حاکی
از نرمال بودن داده هاست
(شکل ۲)

آزمون نرمالیتی برای
داده‌های شرکتهای
فراپورسی

مقدار احتمال برای متغیر
وابسته بعد از تبدیل لگاریتمی
برابر با ۰/۲۴۷ است که حاکی
از نرمال بودن داده هاست.



شکل ۲- بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته



شکل ۳- بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته

۲-۶- تحلیل پانلی

در این بخش مدل مناسب را از میان مدل‌ها (مدل ادغام شده، مدل با اثرات ثابت و یا مدل با اثرات تصادفی) انتخاب می‌گردد
نتایج آزمون چاو و هاسمن برای تشخیص مدل مناسب در جدول زیر ارائه شده است:

جدول ۶- آزمون چاو و آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب

نتیجه	آزمون هاسمن			آزمون چاو یا لیمر			آزمون اثرات
	مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار کای-دو	مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار	
مدل با اثرات ثابت	0/000	11	109/88	0/000	(573,93)	2/06	بورس مدل اول
				0/000	57	120/66	
مدل با اثرات ثابت	0/000	13	141/47	0/000	(573,91)	2/63	بورس مدل دوم
				0/000	57	149/76	
مدل با اثرات ثابت	0/000	11	38/64	0/021	(251,41)	1/76	فراپورس مدل سوم
				0/003	25	48/46	
مدل با اثرات ثابت	0/000	12	37/10	0/028	(251,39)	1/71	فراپورس مدل چهارم
				0/004	25	47/67	

مقدار احتمال آزمون چاو برای مدل‌های اول تا چهارم به ترتیب برابر با ۰/۰۰۰ است که این مقادیر کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین
مدل‌های مورد استفاده از نوع مدل‌های با اثرات است براساس آزمون هاسمن مقادیر احتمال برای مدل‌های اول تا چهارم نیز کمتر از
۰/۰۵ است یعنی این مدل‌ها با اثرات ثابت بوده است. در ادامه از این مدل برای بررسی فرضیات استفاده گردیده است.

۷- آزمون فرضیه‌ها

برآزش مدل اول و دوم (شرکتهای بورسی):

فرضیه اول: مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر عکس العمل بازار سهام شرکت های بورسی تاثیر دارد.

فرضیه دوم: تنوع جنسیت هیئت مدیره بر رابطه مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی با عکس العمل بازار سهام شرکت های بورسی تاثیر دارد.

در این بخش برای بررسی و برآورد مدل کلی از تحلیل پانلی^۱ استفاده شده است. با توجه به فرضیه اول و دوم مورد بررسی قرار میگیرد:

$$\text{LnCARs} = \alpha_{j,t} + \beta_j t \text{Johns}_{j,t} + \gamma' \text{Controls} + \delta_j + YR_t + \varepsilon_{j,t},$$

$$\text{LnCARs} = \alpha_{j,t} + \beta_j t \text{Johns}_{j,t} + \beta_j t \text{Johns}_{j,t} * D + \gamma' \text{Controls} + \delta_j + YR_t + \varepsilon_{j,t},$$

فرض صفر و فرض مقابل در این مدل به صورت زیر است:

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_{11} = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 \quad i = 1, 2, \dots, 11 \end{cases} \quad \begin{cases} H_0 : \text{مدل معنی داری وجود ندارد.} \\ H_1 : \text{مدل معنی داری وجود دارد} \end{cases}$$

در جدول زیر مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی داری F برای مدل های اول و دوم برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضرایب تعیین برای مدل های اول و دوم برابر با ۰/۳۶ و ۰/۴۴ است یعنی در حدود ۳۶ درصد و ۴۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل بیان میگردد. مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل های اول و دوم برابر با ۲/۱۳ و ۲/۲۷ است مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان میدهد. (بنابراین خودهمبستگی بین باقیمانده ها وجود ندارد).

جدول ۷: برآورد و آزمون پارامترهای مدل اول

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
مقدار ثابت	-2/432	-2/21	0/028	معنادار و منفی	-
مدیریت سود	1/071	4/94	0/000	معنادار و مثبت	1/15
CG	-0/004	-1/26	0/208	بی معنی	1/14
Ln (total assets)	0/460	6/35	0/000	معنادار و مثبت	1/53
Total debt/total assets	-0/649	-2/29	0/022	معنادار و منفی	1/91
Capital expenditures/total assets	0/334	1/02	0/310	بی معنی	1/18
EBIT/total assets	53/908	2/33	0/020	معنادار و مثبت	1/58
Cost/total assets	0/134	0/92	0/357	بی معنی	1/46
Expense/total assets	2/552	2/29	0/023	معنادار و مثبت	1/34
Cash/total assets	2/267	2/54	0/012	معنادار و مثبت	1/15
Dividends/total assets	1/436	3/37	0/001	معنادار و مثبت	2/28
liquidity	0/002	2/51	0/012	معنادار و مثبت	1/21
مقدار F	3/28	مقدار احتمال F		0/000	
ضریب تعیین	0/36	دوربین واتسون		2/13	

جدول ۸: برآورد و آزمون پارامترهای مدل دوم

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
مقدار ثابت	-1/808	-1/74	0/082	معنادار و منفی	-
جنسیت	1/017	7/30	0/000	معنادار و مثبت	1/68
مدیریت سود	0/993	4/34	0/000	معنادار و مثبت	1/34
مدیریت سود* جنسیت	-0/266	-0/57	0/568	بی معنی	1/75
CG	-0/003	-1/12	0/263	بی معنی	1/14
Ln (total assets)	0/411	6/00	0/000	بی معنی	1/53
Total debt/total assets	-0/531	-1/99	0/048	معنادار و منفی	1/91
Capital expenditures/total assets	0/177	0/57	0/569	بی معنی	1/19

1 Panel Analysis

1/61	معنادار و مثبت	0/016	2/41	52/426	EBIT/total assets
1/54	بی معنی	0/439	0/78	0/106	Cost/total assets
1/35	بی معنی	0/060	1/89	1/986	Expense/total assets
1/16	بی معنی	0/056	1/91	1/621	Cash/total assets
2/41	معنادار و مثبت	0/002	3/14	1/263	Dividends/total assets
1/24	معنادار و مثبت	0/028	2/20	0/002	liquidity
0/000	مقدار احتمال F		4/37	مقدار F	
2/27	دوربین واتسون		0/44	ضریب تعیین	

مقادیر VIF (عامل افزایش واریانس) شاخصی برای بررسی همخطی بین متغیرهای مستقل است در صورتیکه مقدار آن بالاتر از ۱۰ باشد احتمال وجود همخطی بین متغیرهای مستقل وجود دارد. میزان این شاخص برای متغیرها کمتر از ۱۰ بوده و بیشترین مقدار آن در مدل اول و دوم به ترتیب برابر با ۲/۲۸ و ۲/۴۱ (برای متغیر Dividends/total assets) است.

برای برآورد ضرایب می توان فرضیه های زیر را با استفاده از آماره های t - جزئی انجام داد. فرض صفر و فرض مقابل برای عرض از مبدا یا مقدار ثابت به صورت زیر است:

و برای میزان ارتباط متغیرهای مستقل و کنترلی به صورت زیر نوشته می شود:

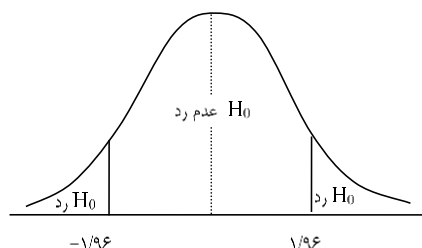
$$\begin{cases} H_0 : \beta_0 = 0 \\ H_1 : \beta_0 \neq 0 \end{cases}$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_{11} = 0 \\ H_1 : \beta_{11} \neq 0 \end{cases}$$

و مقدار آماره آزمون به صورت زیر محاسبه می گردد:

$$t_{\beta_i} = \frac{\beta_i - 0}{S_{\beta_i}} \quad i = 0, 1, 2, \dots, 11$$



توزیع آماره بالا برای نمونه های بزرگ توزیع نرمال استاندارد است بنابراین ناحیه رد و عدم رد به صورت زیر خواهد بود.

نحوه داوری به این صورت است که اگر مقدار t در ناحیه رد قرار گیرد فرض صفر رد می شود.

در جدول بالا رابطه بین متغیرهای مستقل با متغیر وابسته مشخص شده است رابطه مثبت و معنادار به این مفهوم است که با افزایش متغیر مستقل، متغیر وابسته نیز افزایش می یابد در حالیکه در ارتباط منفی معنادار با افزایش متغیر مستقل، متغیر وابسته کاهش می یابد در ارتباط بی معنی هم رابطه ای بین متغیر مستقل و وابسته وجود ندارد.

نتیجه گیری برای شرکتهای بورسی: مقدار آماره t برای مدیریت سود برابر با ۴/۹۴ است این مقدار چون در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد لذا رابطه با CARS معنادار و مستقیم است. بنابراین فرضیه اول تحقیق تایید می گردد.

مقدار آماره t برای مدیریت سود* جنسیت برابر با -۰/۵۷ است این مقدار چون در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار می گیرد لذا رابطه با CARS بی معنی است. بنابراین فرضیه دوم تحقیق رد می گردد.

معناداری سایر متغیرها در جداول بالا مشخص شده است.

فرضیات سوم و چهارم (شرکتهای فرابورسی):

فرضیه سوم: مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر عکس العمل بازار سهام شرکتهای پذیرفته شده در فرابورس ایران تاثیر دارد.

فرضیه چهارم: تنوع جنسیت هیئت مدیره بر رابطه مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی با عکس العمل بازار سهام شرکتهای پذیرفته شده در فرابورس ایران تاثیر دارد.

همانند قبل برای شرکتهای فرابورسی مدلهای سوم و چهارم به شرح زیر است:

$$\ln CARS = \alpha_{j,t} + \beta_{j,t} \text{Johns}_{j,t} + \gamma' \text{Controls} + \delta_j + YR_t + \varepsilon_{j,t}$$

$$\ln CARS = \alpha_{j,t} + \beta_{j,t} \text{Johns}_{j,t} + \beta_{j,t} \text{Johns}_{j,t} * D + \gamma' \text{Controls} + \delta_j + YR_t + \varepsilon_{j,t}$$

فرض صفر و فرض مقابل در این مدل به صورت زیر است:

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_{11} = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 \quad i = 1, 2, \dots, 11 \end{cases} \quad \begin{cases} H_0 : \text{مدل معنی داری وجود ندارد.} \\ H_1 : \text{مدل معنی داری وجود دارد} \end{cases}$$

در جداول زیر مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی داری F برای مدل‌های سوم و چهارم برابر با ۰/۰۰۵ و ۰/۰۰۹ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضرایب تعیین برای مدل‌های سوم و چهارم به ترتیب برابر با ۰/۳۲ و ۰/۳۳ است. مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل‌های سوم و چهارم برابر با ۱/۹۱ و ۱/۸۹ است و مقادیر VIF برای متغیرها کمتر از ۱۰ بوده و بیشترین مقدار آن برابر با ۲/۶۴ و ۳/۰۴ (برای متغیر Expense/total assets) است.

جدول ۹- برآورد و آزمون پارامترهای مدل سوم

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
مقدار ثابت	-2/774	-1/37	0/174	بی معنی	-
مدیریت سود	-0/106	-0/29	0/774	بی معنی	1/44
CG	-0/004	-1/03	0/305	بی معنی	1/11
Ln (total assets)	0/494	3/54	0/001	بی معنی	2/59
Total debt/total assets	0/271	2/82	0/006	معنادار و مثبت	1/86
Capital expenditures/total assets	0/619	1/48	0/141	بی معنی	1/16
EBIT/total assets	-0/465	-0/05	0/957	بی معنی	1/64
Cost/total assets	0/153	1/09	0/276	بی معنی	1/21
Expense/total assets	-0/797	-0/66	0/511	بی معنی	2/64
Cash/total assets	0/885	1/08	0/280	بی معنی	1/39
Dividends/total assets	1/468	2/23	0/028	معنادار و مثبت	2/10
liquidity	0/002	2/91	0/004	معنادار و مثبت	1/41
مقدار F	1/87	مقدار احتمال F		0/005	
ضریب تعیین	0/32	دوربین واتسون		1/91	

جدول ۱۰: برآورد و آزمون پارامترهای مدل چهارم

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
مقدار ثابت	-2/744	-1/34	0/182	بی معنی	-
جنسیت	-0/129	-0/17	0/864	بی معنی	2/41
مدیریت سود	0/020	0/05	0/961	بی معنی	1/64
مدیریت سود* جنسیت	-0/693	-0/76	0/447	بی معنی	2/77
CG	-0/004	-1/05	0/297	بی معنی	1/16
Ln (total assets)	0/495	3/53	0/001	معنادار و مثبت	2/59
Total debt/total assets	0/262	2/69	0/008	معنادار و مثبت	1/98
Capital expenditures/total assets	0/578	1/36	0/175	بی معنی	1/18
EBIT/total assets	1/013	0/11	0/911	بی معنی	1/67
Cost/total assets	0/137	0/96	0/338	بی معنی	1/23
Expense/total assets	-0/695	-0/57	0/571	بی معنی	3/04
Cash/total assets	0/890	0/96	0/337	بی معنی	1/42
Dividends/total assets	1/406	2/10	0/038	معنادار و مثبت	2/17
liquidity	0/002	2/88	0/005	معنادار و مثبت	1/54
مقدار F	1/77	مقدار احتمال F		0/009	
ضریب تعیین	0/33	دوربین واتسون		1/89	

۸- بحث و نتیجه گیری

تحقیقات حسابداری به دلیل انگیزه های بالای مدیران در دستکاری سود، مبحث مدیریت سود را مورد توجه زیادی قرار داده است. بررسی ها و مطالعات سال های اخیر در حوزه مالی به همین دلیل رابطه مدیریت سود را با متغیرهای زیادی بررسی نموده است. یکی از این متغیرها عکس العمل بازار سهام است که تعیین کننده کلیدی شاخص بازار سهام است. با توجه به اینکه مدیران سود را با هزینه سهامداران برای دستیابی به اهداف شخصی خود مدیریت می کنند، لذا مدیریت سود به عنوان هزینه نمایندگی در

نظر گرفته می شود و بر ارزش سهام شرکتها اثرگذار است. به عبارتی مدیران با دستکاری سود ارزش سهام شرکتها را بالا و پایین می کنند.

این مباحث از تنوع جنسیتی اعضای هیات مدیره تاثیر پذیر است، زیرا خانم ها نسبت به مردان در زمینه ریسک متفاوت اند و این برگرفته از تفاوت های هورمونی این دو است. به دلیل مشخصه های متفاوت زن و مرد در پذیرش ریسک و همچنین نوع برخورد با دیگران مدیریت سود توسط خانم ها و مردان در شرکتها به صورت متفاوتی انجام می شود. تحقیقات قبلی بیان نموده اند که این مسئله به ویژگی های منحصر به فرد خانم ها بر می گردد. حضور نماینده زن در هیات مدیره، باعث کاهش همگنی هیات مدیره و به دنبال آن دقیقتر شدن فرآیند کنترل و نظارت میگردد. مدیران زن قدرت نظارتی هیئت مدیره را افزایش می دهند و راهبری شرکتی را بهبود می بخشند. خانم ها با توجه به ویژگی های ریسک گریزی و تعهداتی که دارند در خلق ارزش برای سهامداران تلاش بیشتری دارند و خود را ملزم به شفافیت بیشتری برای سهامداران می دانند، لذا هزینه های نمایندگی نیز تا حدی می تواند کاهش یابد و با کاهش این هزینه ها ارزش شرکت بالا می رود. هدف از این تحقیق بررسی تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری بر عکس العمل بازار سهام با در نظر گرفتن نقش تعدیلی تنوع جنسیت هیئت مدیره در بورس و فرابورس ایران بود.

نتایج نشان داد که:

فرضیه اول: مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر عکس العمل بازار سهام شرکت های بورسی تاثیر دارد.

فرضیه دوم: تنوع جنسیت هیئت مدیره بر رابطه مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی با عکس العمل بازار سهام شرکت های بورسی تاثیر ندارد.

فرضیه سوم: مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر عکس العمل بازار سهام شرکت های پذیرفته شده در فرابورس ایران تاثیر ندارد.

فرضیه چهارم: تنوع جنسیت هیئت مدیره بر رابطه مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی با عکس العمل بازار سهام شرکت های پذیرفته شده در فرابورس ایران تاثیر ندارد.

یکی از علل نتایج فوق این است که تعداد هیئت مدیره زن در شرکت های ایرانی بسیار کم است و همین مسئله بر نتایج تحقیق اثر گذار است، اما خود مبحث مدیریت سود بر ارزش بازار تاثیر دارد.

تحقیق زیر در فرضیه اول و سوم با تحقیق حاضر همخوانی دارد، اما در خصوص فرضیه دوم و چهارم همخوانی ندارد. آنگساکول و همکاران (۲۰۲۰) مقاله ای با عنوان تأثیر مدیریت سودمبتنی بر اقلام تعهدی بر عکس العمل بازار سهام با در نظر گرفتن نقش جنسیت هیات مدیره انجام دادند. در این تحقیق مانند تحقیق حاضر دو فرضیه کلی تنظیم شد: مدیریت سود با عکس العمل بازار سهام رابطه دارد. و اینکه تنوع جنسیت هیئت مدیره بر رابطه مدیریت سود با عکس العمل بازار سهام تاثیر دارد. در تحقیق حاضر همین فرضیه برای دو گروه شرکت های بورسی و فرابورسی مورد بررسی قرار گرفته است. برای تحلیل از داده های پنلی و مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شد. یافته ها نشان داد که مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی با عکس العمل بازار سهام رابطه دارد و افزایش تعداد خانم ها در تیم هیات مدیره رابطه مدیریت سود و عکس العمل بازار سهام را کاهش می دهد.

تحقیق زیر نیز با فرضیه اول تحقیق حاضر همخوانی دارد.

لاکمن (۲۰۱۹) پژوهشی با عنوان مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و عملکرد خرید سهام توسط مدیریت انجام دادند. روابط نشان داد که مدیریت سود جسورانه سبب خراب شدن عملکرد همه صنایع نمی شود. برای فرضیه چهارم از رگرسیون چند متغیره استفاده می شود. زیرا هدف پیش بینی تغییرات عملکرد با متغیرهای مستقل و کنترلی است. یافته نشان داد که اقلام تعهدی اختیاری با تغییرات عملکرد بعد از قبضه مدیریت رابطه معکوسی دارد.

پیشنهادهای در دو قسمت پیشنهادات کاربردی و پیشنهاد برای تحقیقات آتی ارائه می شود:

نتایج نشان داد که تنها فرضیه اول به شرح زیر مورد تایید قرار گرفته است:

مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر عکس العمل بازار سهام شرکت های بورسی تاثیر دارد.

مفهوم مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی تغییرات سود با استفاده از اقلام تعهدی جهت دستیابی به اهداف خاص توسط تیم مدیریت است و لذا توجه به آن می تواند سبب آگاهی از اهداف مدیریت شود. هدف مجموعه کامل صورت های مالی اساسی، ارائه اطلاعاتی درباره وضعیت، عملکرد و انعطاف پذیری مالی است که برای استفاده کنندگان این صورتها در اتخاذ تصمیمات اقتصادی، مفید و موثر واقع شود؛ بنابراین می توان گفت در صورت دستکاری صورت های مالی، بر هدف و فلسفه وجودی صورت های مالی خدشه وارد می شود، به علاوه وجود بسترهایی چون تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی سبب توسعه این موضوع و در نهایت تفاوت ارزش در سهام سرمایه گذاران و همچنین خلق ثروت می شود. همه این موارد نیازمند توجه بالای سرمایه گذاران به مبحث سود در جهت خرید سهام با ارزش واقعی می باشد تا از این طریق از زیان های احتمالی منبث از کاهش ارزش سهام جلوگیری نمایند. مدیران با توجه به منافع مالکین در هنگام مدیریت سود سبب افزایش اعتماد سرمایه گذاران شوند و سبب افزایش کارایی بازار و افزایش ثروت سهامداران و در نهایت خلق ارزش شوند.

پیشنهاد می شود که محققان نیز تحقیقات زیر را انجام دهند و با نتایج تحقیق حاضر مقایسه نمایند:

- تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری بر ریسک و بازده شرکتها با در نظر گرفتن نقش تعدیلی سن تیم هیئت مدیره در بورس و فرابورس ایران
- تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری بر عکس العمل بازار سهام در صنایع مختلف موجود در بورس و فرابورس ایران

منابع

۱. دستگیر، محسن، حسینی، احسان، ۱۳۹۲، مروری جامع بر مدیریت سود (بخش اول)، نشریه پاییز مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال دوم، شماره هفتم، صص ۲-۱۹.
۲. رحیمیان، نظام الدین، آخوندزاده، میثم، حبشی، علی، (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد و عکس العمل بازار سهامان در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۵۲.
۳. رضازاده، حامد، پاک مرام، عسگر، بحری ثالث، جمال، عبدی، رسول، (۱۳۹۹)، تأثیر خوش بینی و بدبینی مدیران بر مدیریت سود، فصلنامه دانش حسابداری مالی، دوره ۷، شماره ۱ (پیاپی ۲۴)، صص ۱۵۷ - ۱۸۰.
۴. سپاسی، سحر، عبدلی، لیلا، (۱۳۹۵)، تأثیر جنسیت مدیران ارشد شرکت بر محافظه کاری شرطی، فصلنامه مطالعات اجتماعی روانشناختی خانم ها، دوره ۱۴، شماره ۱ - شماره پیاپی ۴۶، صفحه ۱۲۹-۱۵۴.
۵. ستایش، محمد حسین، و تقی زاده، رضا، و جوکار، محمد. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت واقعی سود بر ریسک سقوط قیمت سهام. فصلنامه دانش حسابداری مالی، ۴ (پیاپی ۱۲)، ۲۳-۴۳.
۶. کاظمی علوم، مهدی، ایمانی برندق، دکتر محمد، عبدی، مصطفی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر تنوع جنسیتی در هیئت مدیره و کمیته حسابرسی بر کیفیت سود. فصلنامه دانش حسابداری، ۱۰ (۱)، صص ۱۳۷-۱۶۸.
7. Bose, S., Ladley, D., Li, X., (2020), The role of hormones in financial markets, International Review of Financial Analysis, Vol. 67, Article 101434.
8. Laksmana, I, and yang, Y., (2014), Product market competition and earnings management: Evidence from discretionary accruals and real activity manipulation, Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting, pp.1-13.
9. Nofsinger, J., Patterson, F., Shank, C., (2020), On the Physiology of Investment Biases: The Role of Cortisol and Testosterone, Journal of Behavioral Finance, pp.1-30.
10. Ongsakul, V., Jiraporn, P. and Kim, Y.S. (2020), "The effect of earnings management on shareholder value and the role of board gender diversity: Evidence from terrorism", Pacific Accounting Review, Vol. 32 No. 3, pp. 323-334. <https://doi.org/10.1108/PAR-09-2019-0110>.
11. Papangkorn, S., Chatjuthamard, P., Jiraporn, P. and Chueykamhang, S. (2019), "Female directors and firm performance: evidence from the great recession", International Review of Finance, Forthcoming.
12. Scott, W. R., (2007), Financial Accounting Theory, Termeh Publication, Tehran, Third Edition.
13. Smales, L.A., (2021), Investor attention and global market returns during the COVID-19 crisis, International Review of Financial Analysis, in press

The Impact of Discretionary Accruals Earning Management on Stock Market Reactions by Considering the moderating role of gender diversity on the board in Iran Stock Exchange and Over the Counter

B. Parvizi, CH. Amin panah, M. Bagheri

Abstract

The purpose of this research is survey of Impact of Discretionary Accruals Earning Management on Stock Market Reactions by Considering the moderating role of gender diversity on the board in Iran Stock Exchange and Over the Counter. The research from the viewpoint of purpose is practical and from the viewpoint of execution method is descriptive-correlation. For this research four principal hypotheses are compiled. To conduct this research, we use panel regression models via Eviews 8 and SPSS 22 statistical software. This subject surveyed in 85 firms of Tehran Stock Exchange listed companies and and IRAN Over the Counter since 2013-2021(680 firm-years observed). The finding show that there are relationship between Discretionary Accruals Earning Management and Stock Market Reactions in listed companies in Tehran stock exchange. Investors pay attention to earning management in firms of Tehran Stock Exchange listed companies for purchase and sale of stock

Keywords: Discretionary Accruals Earning Management, Stock Market Reactions, gender diversity on the board, Iran Stock Exchange, Iran Over The Counter

بررسی عملکرد انتشار اوراق مشارکت شهرداری مشهد بر اساس مدل AHP-SWOT

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۲/۲۸

کد مقاله: ۱۹۶۴۳

صابر ابراهیم‌بای^۱، عبدالرضا اسعدی^{۲*}

چکیده

از سری راه‌های جذب سرمایه که یک مجموعه اقتصادی می‌تواند کسری منابع مالی خود را به‌وسیله آن مرتفع سازد، انتشار اوراق مشارکت می‌باشد. شهرداری مشهد به‌عنوان نمونه‌ای بارز و توانمند در طی ۱۷ سال با ۳۵ مرحله فرآیند انتشار توانسته اوراق مشارکت به ارزش ۹۳،۲۰۷،۸۲۲ میلیون ریال را عرضه نماید. هدف از این تحقیق بررسی عملکرد انتشار اوراق مشارکت شهرداری مشهد بوده تا عوامل داخلی و خارجی مؤثر بر این اوراق از نگاه این نهاد را گردآوری و تبیین نماید. در این پژوهش برای اشباع نظری از تکنیک جمع‌آوری اطلاعات به روش کتابخانه‌ای و جست‌وجو در پایگاه‌های اسنادی معتبر و برای تکمیل فرآیند گردآوری اطلاعات در زمینه پژوهشی از تکنیک مصاحبه با متخصصین استفاده شد. عوامل به دست آمده با گذراندن دو مرحله پرسشنامه از طریق روش AHP موزون گشت و در ماتریس SWOT جایگذاری شد و با بررسی آیت‌های موزون به دست آمده نتایج و پیشنهادها ارائه گشت. شایان ذکر است شهرداری‌های مناطق مختلف شهر و شورای شهر مشهد به عنوان جامعه آماری و مدیران، کارشناسان و نخبگان حوزه اوراق مشارکت در نهادهای مذکور به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند.

واژگان کلیدی: اوراق مشارکت، شهرداری مشهد، تکنیک AHP، مدل SWOT

۱- کارشناس ارشد مدیریت دولتی، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نیشابور

۲- استادیار مدیریت مالی، گروه مدیریت، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران. (نویسنده مسئول)

Abdorrezasadi@yahoo.com

۱- مقدمه

توسعه فرهنگ مشارکت در حیطه‌های مختلفی چون فعالیت‌های اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی، سیاسی و ... از سری اقدامات ضروری در جهت رشد و تعالی یک کشور می‌باشد؛ دیر زمانی است که کشور ایران به منزله یک کشور اسلامی در دنیا شناخته شده است و به همین سبب می‌بایستی از اقتصادی تحت فرامین دین اسلام بهره‌مند باشد؛ اسلام‌شناسان در کنار اقتصاددانان دست به ابداعاتی برای جایگزینی اوراق قرضه که ماهیتی ربوی دارد زده‌اند. ارائه اوراق مشارکت توسط ایران و ارائه صکوک توسط دیگر جوامع اسلامی دستاوردی مهم برای تامین مالی پروژه‌ها در راستای اسلامیزه کردن اقتصادی جهانی می‌باشد. بعد از انقلاب شکوهمند جمهوری اسلامی ایران استفاده از اوراق مشارکت رشدی فزاینده پیدا کرد تا آنجا که امروزه در بسیاری از سازمان‌ها و شرکت‌ها چه از نوع دولتی و چه از نوع خصوصی جهت تامین مالی مورد استفاده قرار می‌گیرند. از سری مزایایی این دسته از اوراق می‌توان به غیر ربوی بودن، قابل تبادل و انتقال بودن، خرید و فروش در بازار ثانویه، معاف بودن از مالیات و ... اشاره نمود. (ذوالفقاری و همکاران ۱۳۹۳) شهر مشهد به عنوان پایتخت معنوی کشور تاکنون درصدد رسیدن به یک شهر آرمانی با داشتن مردمی با رفاه اقتصادی مطلوب بوده است. یکی از نهادهایی که تاکنون مشغول به فعالیت‌های مختلف از قبیل فعالیت‌های بزرگ اقتصادی بوده شهرداری مشهد است و از سری روش‌های تامین مالی این سازمان استفاده از اوراق مشارکت می‌باشد. با مرور تجربیات گذشته شهرداری مشهد از انتشار اوراق مشارکت، مصاحبه با مدیران و کارشناسان این نهاد و می‌توان دریافت که اوراق مشارکت تاکنون توانسته است راه‌گشای بسیاری از مشکلات مالی پروژه‌های عمرانی شهرداری مشهد باشد اما این روش از جذب نقدینگی خالی از اشکال نبوده و همراه خود توانسته است مشکلاتی را به این نهاد تحمیل نماید. (تنانی و حسین‌پور ۱۳۹۳) در تجربه‌های اخیر به دست آمده به این نکته می‌توان دست یافت که بازخوردها برای شهرداری به عنوان برگزارکننده از اندازه میزان توقع در سال‌های ابتدایی انتشار کاهش یافته و تامین منابع مالی در حد انتظار را نمی‌توان از آن انتظار داشت. بدین جهت می‌بایست با بررسی عملکرد این سری از پروژه‌ها به این مهم دست یافت که کدام عاملین مسبب نتایجی با رضایت ناکافی شده‌اند. در این تحقیق برآنیم تا با شناسایی و تحلیل نقاط قوت، ضعف، فرصت‌ها و تهدیدات انتشار اوراق مشارکت توسط این مرکز، به این مهم دست یابیم که چه عواملی بیشترین و کمترین تاثیرگذاری را در اجرای هر چه بهتر فرآیند انتشار اوراق مشارکت در این نهاد را دارای می‌باشند.

۲- مبانی نظری

۲-۱- تامین مالی شهرداری

از مهم‌ترین بخش‌های حیاتی شهرداری که به دنبال ایجاد، جمع‌آوری و افزایش مالی یا سرمایه‌ای برای رسیدن به اهداف آن مجموعه است با عنوان تامین مالی یاد می‌شود. شیوه‌های تامین مالی پروژه‌ها به اختصار دو دسته زیر بیان می‌گردد:

۲-۱-۱- تامین مالی سنتی

از سری روش‌های تامین مالی شهرداری که از منابع داخلی بودجه این مجموعه استفاده می‌کند و امروزه اتکالی خاصی بر استفاده از آن نیست تامین مالی سنتی می‌باشد. شهرداری‌ها با گرفتن عوارض و مالیات‌های محلی، منابع مالی لازم برای اجرای پروژه‌های زیرساختی را فراهم می‌نمایند. از این رو می‌توان گفت که اجرای پروژه‌های زیرساختی، منجر به توسعه فعالیت‌ها در شهر شده و این امر به نوبه خود موجب افزایش پایه مالیاتی خواهد شد و بدین ترتیب، چرخه مثبتی میان اجرای پروژه‌های زیرساختی، توسعه فعالیت‌ها، افزایش پایه مالیاتی و مجدداً اجرای پروژه‌های گسترده تر، به وجود خواهد آمد. (بنار و همکاران، ۱۳۹۲)

۲-۱-۲- تامین مالی از طریق بازارهای مالی

بازار مالی به بازاری گفته می‌شود که در آن، منابع مالی لازم برای پروژه‌ها تدارک دیده می‌شود. به عبارت دیگر یک فضای فیزیکی یا پلتفرم مجازی است که در آن امکان خرید و فروش سهام، کالا یا سایر دارایی‌های ارزشمند فراهم شده است. بازارهای مالی بر اساس زمان به دو نوع بازار پولی (شامل منابع مالی کوتاه مدت عمدتاً یکساله) و بازار سرمایه (شامل منابع مالی بلندمدت بیش از یکسال) تقسیم می‌شوند. بازار پولی شامل اوراق قرضه یا اوراق مشارکت، اوراق خزانه دولتی، بازار اسناد بانکی و ... شده و بازار سرمایه شامل بازار سهام، بازار اوراق بدهی و ... می‌باشند. (بنار و همکاران، ۱۳۹۲)

۲-۱-۳- تامین مالی از طریق شراکت عمومی - خصوصی

شیوه تامین مالی از طریق شراکت عمومی - خصوصی که سهم اعظمی از مسائل مربوط به تامین مالی پروژه‌های شهری را داراست حاوی چارچوبی برای تقسیم امور و مسئولیت‌ها میان شهرداری‌ها (بخش عمومی) و بخش خصوصی در اجرای پروژه‌های زیرساختی می‌باشد. این شیوه بر سه محور اساسی ترتیبات قراردادی، شرایط طرح ادعا و تدارک وثائق استوار می‌باشد. اگر طیف شیوه‌های تامین مالی پروژه‌های شهری

را میان تأمین مالی سنتی و خصوصی سازی بدانیم، شراکت عمومی- خصوصی، بیشترین فاصله را با تأمین مالی سنتی و کمترین فاصله را با خصوصی سازی خواهد داشت. (بنار و همکاران، ۱۳۹۲)

۲-۲- تأمین مالی شهرداری توسط اوراق مشارکت

مشارکت، عبارتست از شریک شدن چند شخصیت حقیقی یا حقوقی با یکدیگر برای رسیدن هدفی مشترک. اوراق مشارکت نیز به هر گونه برگه‌های گفته می‌شود که نشان دهنده مقدار سهام معینی برای انجام امور عمرانی باشند. (نیسار^۱ ۲۰۰۷) در این فرآیند قانونی مبلغ معینی برای این اوراق در نظر گرفته می‌شود و افراد به هر اندازه که به لحاظ مالی قادر باشند در آن شرکت می‌کنند. در این امر یک بانک یا یک مرکز اقتصادی این اوراق را از طرف موسسان شرکت مورد نظر چاپ می‌کند و تضمین بازپرداخت اصل پول و دور سرمایه آن را به عهده می‌گیرد. اوراق مشارکت جزء اوراق بهادار بوده و در بازار سهام قابل خرید و فروش می‌باشد. نتیجه خرید اوراق مشارکت در نهایت، شریک شدن در کارهای اقتصادی مورد نظر بوده و سود حاصل از کار انجام شده هم به نسبت مشارکت اعضا، تقسیم می‌شود. (پرتابیان و حمیدزاده، ۱۳۹۵)

برای تعریف اوراق مشارکت می‌توان به ماده ۱ آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۷/۵/۱۸ هیئت وزیران اشاره نمود: اوراق بهادار بانام یا بی‌نامی است که به موجب قانون یا مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین و برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های عمرانی - انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کشور یا برای تأمین منابع مالی لازم برای تهیه مواد اولیه مورد نیاز واحدهای تولیدی توسط دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و موسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و موسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور، شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولید منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذاری که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های یاد شده را دارند از طریق عرضه عمومی واگذار می‌گردد.

در طول سه دهه گذشته استفاده از اوراق مشارکت به عنوان یک فرصت به جهت تأمین مالی برای شهرداری‌های کشور شناخته شده و هر ساله فرآیند انتشار این دسته از اوراق به صورت صعودی رشد اقتصادی کشور را مورد حمایت خود قرار داده است. استفاده بهینه شهرداری از این برگه‌ها سبب می‌شود تا اعتمادسازی به این مجموعه در راستای بهره‌مندی از ابزارهای نوین مالی در حوزه اقتصاد شهری افزایش یافته و شهرداری را در خصوص اقتصاد شهری در قلمی نو ظهور داده تا تحسین همه دست اندرکاران حوزه‌های اقتصادی کشور را با خود به همراه داشته باشد. (تنانی و حسین‌پور، ۱۳۹۳)

۲-۳- اوراق مشارکت و شهرداری مشهد

تاکنون در مبانی نظری این پژوهش به معرفی اجمالی اوراق مشارکت و انتشار آن در شهرداری پرداخته شد؛ اما آنچه که در این تحقیق حائز اهمیت بوده و از سوی ما مورد بررسی قرار گرفته است اوراق مشارکت منتشره از سوی شهرداری مشهد بوده که با وجود منابع محدود این دسته از اوراق در کشور و حجم بالای متقاضیان برای کسب امتیاز انتشار آن که موجب ایجاد روند پیچیده و طولانی در فرآیند می‌شود، این مجموعه توانایی این مهم را به دست آورده تا در اکثر دوائر بیشترین میزان از انتشار اوراق مشارکت را در سطح کشور با موضوعات بازسازی و نوسازی بافت فرسوده اطراف حرم مطهر رضوی، سامانه قطار شهری، توسعه ناوگان اتوبوسرانی و ... به خود اختصاص دهد. جدول ذیل مشروح اوراق منتشر شده از سال ۱۳۸۴ تا ۱۴۰۰ می‌باشد:

جدول ۱- اوراق مشارکت منتشر شده توسط شهرداری مشهد (مأخذ: www.mashhad.ir)

ردیف	نام طرح اوراق مشارکت	تعداد مراحل انتشار	مبلغ (میلیون ریال)	فواصل زمانی از اولین اجرا طرح‌ها		میانگین نرخ سود علی-الحساب
				تا	از	
۱	شهدا	۷	۵,۱۵۳,۱۶۲	۱۳۸۴/۱۰/۲۰	۱۳۹۳/۱۲/۱۵	۱۸٪
۲	ثامن	۵	۷,۷۰۰,۰۰۰	۱۳۸۷/۱۱/۰۱	۱۳۹۴/۱۲/۲۳	۲۰٪
۳	طبرسی	۲	۴,۲۸۴,۶۶۰	۱۳۹۰/۱۱/۲۹	۱۳۹۹/۰۵/۲۳	۱۸٪
۴	مجد	۱	۷۰۰,۰۰۰	۱۳۹۰/۱۲/۱۵	۱۳۹۴/۱۲/۱۵	۲۰٪
۵	آبکوه	۲	۳,۵۰۰,۰۰۰	۱۳۹۰/۱۲/۲۳	۱۳۹۹/۰۵/۲۳	۱۸٪
۶	حرعاملی	۲	۳,۳۰۰,۰۰۰	۱۳۹۰/۱۲/۲۳	۱۴۰۱/۱۲/۲۸	۱۹٪
۷	قطار شهری خط ۲	۴	۱۷,۰۰۰,۰۰۰	۱۳۹۲/۱۲/۲۷	۱۴۰۲/۱۲/۲۷	۱۹٪
۸	قطار شهری خط ۳	۶	۳۳,۵۰۰,۰۰۰	۱۳۹۳/۱۲/۲۷	۱۴۰۴/۱۲/۲۸	۱۹٪

1 Shariq Nisar

۹	نوسازی بافت فرسوده پیرامون حرم مطهر رضوی	۴	۱۲,۰۷۰,۰۰۰	۱۳۹۸/۰۳/۲۷	۱۴۰۴/۱۲/۲۶	۱۸٪
۱۰	سامانه اتوبوسرانی	۲	۶,۰۰۰,۰۰۰	۱۳۹۹/۱۲/۲۸	۱۴۰۴/۱۲/۲۶	۱۸٪
جمع کل			۹۳,۲۰۷,۸۲۲			

۳- پیشینه تحقیق

تتانی و حسین پور (۱۳۹۳)، به تحقیق مقاله‌ای با عنوان "اوراق مشارکت؛ مباحث، مشکلات، ابهامات، نارسایی‌ها و پیشنهادهای در جهت حل آن‌ها" پرداخته‌اند. ایشان در این مقاله در ابتدا به مباحث مقدماتی اوراق مشارکت نظیر تعریف، اهداف، تاریخچه انتشار در ایران، انواع، مسائل فقهی این اوراق و همچنین تفاوت‌های آن‌ها با اوراق قرضه اشاره نموده و سپس به مشکلات، ابهامات، نارسایی‌هایی که در این اوراق وجود دارد پرداخته‌اند. در پایان هم برای هر کدام از این موارد مذکور، در بخش نتیجه‌گیری، پیشنهادهای در جهت رفع آن‌ها ارائه شده است.

موسویان و سروش (۱۳۹۰)، به نگارش مقاله‌ای با عنوان "آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران" پرداخته‌اند. آن‌ها در ابتدا تبیین ماهیت و ساختار اوراق مشارکت و انواع آن را مورد بررسی قرار داده و سپس آثار انتشار اوراق مشارکت بر سرمایه‌گذاری، تولید ملی و بودجه‌های عمرانی، آثار انتشار اوراق مشارکت بر تورم و نقدینگی، نقش اوراق مشارکت در توسعه مالی کشور، ماهیت فقهی اوراق مشارکت، خرید و فروش اوراق مشارکت در بازار اولیه و ثانویه، تضمین اصل سرمایه و سود در اوراق مشارکت و مهندسی مالی اوراق مشارکت ایران را به تفصیل بیان نموده‌اند. ایشان که مقاله را مبتنی بر روش پیمایشی و نیز تحلیل سلسله مراتبی، مورد پردازش قرار داده‌اند، در پایان پیشنهادهایی را در جهت رفع مشکلات و بهبودی فرآیند انتشار اوراق مشارکت بیان کرده‌اند.

پرتابیان و حمیدزاده (۱۳۹۵) به نگارش مقاله‌ای تحت عنوان "تاثیر اوراق مشارکت در اقتصاد" پرداخته‌اند. آنان در این نگارش به تعریف اوراق مشارکت، تاریخچه انتشار این‌گونه از اوراق در ایران و انواع آن‌ها پرداخته شده و همچنین علت جذابیت اوراق مشارکت در میان اشخاص حقیقی و حقوقی، عوامل مؤثر در انتشارشان و نارسایی‌ها، مسائل و مشکلات این نوع از اوراق از دیدگاه نویسندگان مورد بررسی قرار گرفته است. و در پایان نیز به این نتیجه رسیده‌اند که اوراق مشارکت در کنار کارکردهای بسیار مؤثر خود در جذب نقدینگی و تامین سرمایه مورد نیاز فعالیت‌ها، در صورت عدم توجه به روش‌ها و رویکردهای آن مطابق با زمان و شرایط اقتصادی موجود، می‌تواند حتی به تولید نیز صدمه زده و تورم‌زا باشد؛ همچنین با بروز رویکرد نوینی در کشورهای اسلامی مبنی بر استفاده از عقود جدیدی همچون استصناع و بخصوص مباحه و بحث صکوک، می‌توان معایب اوراق مشارکت را با استفاده از مزایا و کارکردهای این ابزارها پوشش داد.

میثمی و همکاران (۱۳۹۵) مقاله‌ای را با عنوان "استخراج و رتبه‌بندی چالش‌های فقهی - اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی بر اساس نظر خبرگان" به رشته تحریر در آورده‌اند. در این تحقیق تلاش می‌شود تا ضمن شناخت دقیق شیوه عملیاتی مورد استفاده جهت انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، انتشار اوراق مشارکت را از منظر فقهی - حقوقی و اقتصادی - مالی مورد آسیب‌شناسی قرار گرفته شود. در پایان با توجه به نتایج به دست آمده می‌توان بیان کرد که با توجه به چالش‌های گوناگون اوراق مشارکت، بهتر است بانک مرکزی جهت انجام عملیات بازار باز، خود اقدام به انتشار اوراق بهادار نکند؛ بلکه این عملیات را با استفاده از خرید و فروش اوراق بهادار دولتی مانند اسناد خزانه اسلامی در بازار ثانویه به انجام رساند.

اسکینی (۱۳۸۸)، در مقاله خود ضمن بررسی ماهیت حقوقی و فقهی اوراق مشارکت، شباهتها و تفاوت‌های آن را با قراردادهای متعارف مشارکت مدنی، مضاربه، و قرض بیان نموده است. وی در این مقاله، به بیان این نتیجه می‌پردازد که ماهیت اوراق مشارکت با عقد شرکت، مطابق است و در ادامه استدلال می‌نماید که تضمین اصل سرمایه و سود خریداران اوراق مشارکت که یکی از چالش‌های جدی اوراق مشارکت است را قانون‌گذار با تمسک به تضمین توسط شخص ثالث حل نموده است.

شعبانی و قلیچ (۱۳۹۱)، در مقاله‌ای تحت عنوان "قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به عنوان ابزار سیاستی" به بررسی اوراق مشارکت، مباحه، اجاره و استصناع می‌پردازد. در این مقاله کوشش بر آن است که پس از تبیین علل پدید آورنده تورم در ایران طی چند دهه اخیر به نقش اوراق بهادار اسلامی بپردازد. فرضیه اصلی این مقاله که به صورت کتابخانه‌ای انجام شده آن است که اوراق پیش گفته قابلیت خوبی جهت تقلیل عوامل پدید آورنده تورم دارند و ضرورت چنین بحثی با توجه به تورمی بودن اقتصاد کشور و نیاز به استفاده از ابزارهایی مشروع و کارا در کنترل این پدیده مذموم، مشخص می‌شود. نتایج تحقیق نشان می‌دهد اوراق مذکور قادر هستند بر کاهش تورم پولی، تورم ناشی از فشار هزینه، تورم ناشی از فشار تقاضاهای بخش واقعی و تا حدی کاهش تورم وارداتی اثرگذاری مثبت داشته باشند.

سروستانی و سرشار (۱۳۹۱)، در مقاله خود به مطالعه تطبیقی اوراق مشارکت منتشره در ایران و صکوک مشارکت پرداخته‌اند. ایشان در پژوهش خود، تفاوت‌های هر دو گونه از اوراق مشارکت منتشره در ایران با مجوز بانک مرکزی و نیز سازمان بورس و

اوراق بهادار و صکوک مشارکت منتشر شده در کشورهای خارجی را از ابعاد مختلفی چون آمار انتشار، تعاریف، ارکان، ساز و کار انتشار و بررسی فقهی مورد واکاوی و تحلیل قرار داده و در انتها پیشنهاداتی جهت انتشار صکوک مشارکت در ایران و رفع ضعف‌های ساختاری اوراق مشارکت فعلی ارائه داده‌اند.

حکمت و همکاران (۱۳۹۲)، در مقاله خود تحت عنوان نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تامین مالی شرکت‌ها پرداخته‌اند. آن‌ها سعی نمودند تا با ارائه و تحلیل آمار و ارقام این دو نوع از اوراق به لحاظ مکانیزم مقبولیت و سهم هر یک در تامین مالی شرکت‌ها مورد بررسی و مقایسه تطبیقی قرار دهند.

۴- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی بوده و برای اشیاع نظری از تکنیک جمع‌آوری اطلاعات به روش کتابخانه‌ای و جست‌وجو در پایگاه‌های اسنادی معتبر و برای تکمیل فرآیند گردآوری اطلاعات در زمینه پژوهشی از تکنیک مصاحبه با متخصصین استفاده شد. پس از انجام این مراحل طی فراخوانی با ارائه توضیحات و بیان هدف کلی کار، از کارمندان متخصص حوزه مالی واقع در شهرداری‌ها و شورای شهر مشهد خواسته شد تا به ارائه نظرات خود پیرامون عوامل داخلی (نقاط قوت و ضعف) و عوامل خارجی (فرصت‌ها و تهدیدها) پیش روی اوراق مشارکت شهرداری مشهد بپردازند. سپس تعیین شد تا از میان این عزیزان هیئت خبرگانی ۱۰ نفره تشکیل گردد. همچنین برای نظرسنجی از ایشان پرسشنامه‌ای ۴ گانه شامل ۸ قوت، ۸ ضعف، ۸ فرصت و ۸ تهدید تشکیل شد و روایی محتوایی به تایید متخصصان در این حوزه به دست آمد. پس از این مرحله و حاصل شدن CVR هر کدام از معیارها و اضافه نمودن برخی آیت‌ها از سوی خبرگان جدولی ۴ گانه شامل ۶ قوت، ۶ ضعف، ۶ فرصت و ۶ تهدید به وجود آمد. حال برای تعیین میزان وزن عوامل داخلی و خارجی پرسشنامه‌ای ثانویه بر اساس روش AHP تشکیل شد تا توسط خبرگان تکمیل شود. لازم به ذکر است که از میان ۱۰ خبره، ۷ خبره که تخصص بیشتری بر روی این دسته از اوراق داشتند برای تکمیل پرسشنامه دوم انتخاب گردیدند. نتایج به دست آمده از پرسشنامه ثانویه هر کدام از عوامل چهارگانه را به ترتیب اولویت بندی نمود و پردازش این فرآیند به روش AHP توسط نرم افزار سوپردسیژن^۱ صورت پذیرفت. در آخرین مرحله از تحلیل AHP نرخ برای هر کدام از عوامل ۴ گانه زیر ۰٫۱ به دست آمد که این صحت روند پیش رفته را نشان می دهد. فرآیند و نتایج حاصله در ادامه تحقیق به طور کامل نشان داده شده است.

۴-۱- روش سوات^۲

این روش که از ۴ قسمت قوت (S)، ضعف (W)، فرصت (O)، و تهدید (T) تشکیل می گردد به منظور بررسی محیط‌های داخلی و خارجی سازمان، کنترل و ارزشیابی عملکردها، کارایی و اثربخشی فرآیندها ایجاد گشته است. محیط داخلی سازمان را در جهت درک نقاط قوت و ضعف مورد توجه قرار داده و محیط خارجی سازمان را جهت کشف فرصتها و تهدیدها بررسی می کند. به بیانی دیگر می توان گفت نقاط قوت توصیف می کنند که سازمان‌ها چه ویژگی‌های برتری دارند و چه چیزی آن‌ها را از دیگر رقبا متمایز می کند و از سوی دیگر نقاط ضعف در تقابل با نقاط قوت نمی گذارند عملکرد سازمان به حد مطلوب برسد. همچنین فرصت‌ها به عوامل خارجی مطلوب اشاره می کنند که می‌توانند مزیت رقابتی در اختیار سازمان قرار دهند و از طرفی دربرگیرنده عواملی هستند که احتمال آسیب رساندن به سازمان را دارند. از شناسایی عوامل داخلی و خارجی یک سازمان راهبردهای تهاجمی (SO)، راهبردهای محافظه کارانه (WO)، راهبردهای تدافعی (WT) و راهبردهای رقابتی (ST) به دست می آید. از دیدگاه این مدل یک استراتژی مناسب قوت‌ها و فرصت‌ها را به حداکثر و ضعف‌ها و تهدیدات را به حداقل می رساند. (لیو^۳ و همکاران ۲۰۱۸)

۴-۲- روش تحلیل سلسله مراتبی AHP

این تکنیک، روشی توانمند و منعطف در دسته روشهای تصمیم گیری چند معیاره است که بوسیله آن می توان مسائل پیچیده را در سطوح مختلف حل کرد. روش AHP هر دو ارزیابی عینی و ذهنی را در یک ساختار یکپارچه بر مبنای مقیاس‌هایی با زوج مقایسه ترکیب نموده و به تحلیل گران کمک می کند تا جوانب اساسی یک مساله را در یک قالب سلسله مراتبی سازماندهی کنند. مراحل این روش به شرح زیر می باشند: (تمایز و کالیس، ۲۰۱۷)

۱. تعریف غیرساختاری مسئله و بیان شفاف اهداف و نتایج مورد انتظار

1 Super Decision

2 SWOT

3 Guiwen Liu

4 Temiz & Calis

۲. ترکیب مسئله پیچیده به عناصر تصمیم گیری
 ۳. بکارگیری مقایسات زوجی بین عناصر تصمیم گیری به منظور ایجاد ماتریس های مقایسه و تکمیل آن توسط جدول ذیل:

جدول ۲- مقادیر ترجیحات برای مقایسات زوجی (مأخذ: تمایز و کالیس ۲۰۱۷)

مقدار عددی	ترجیحات
۹	کاملاً مرجح یا کاملاً مهم تر یا کاملاً مطلوب تر
۷	ترجیح یا اهمیت یا مطلوبیت خیلی قوی
۵	ترجیح یا اهمیت یا مطلوبیت قوی
۳	کمی مرجح یا کمی مهمتر یا کمی مطلوب تر
۱	ترجیح یا اهمیت یا مطلوبیت یکسان
۸ و ۶ و ۴ و ۲	ترجیحات بین فواصل فوق

۱. استفاده از روش بردار ویژه برای برآورد وزن های نسبی عناصر تصمیم گیری
 ۲. محاسبه نرخ ناسازگاری ماتریس ها برای اطمینان از سازگاری قضاوت های تصمیم گیرندگان با توجه به فرمول ها و جدول ذیل:
- (۱)
- $$CI = \frac{\lambda_{max} - n}{n - 1}$$
- (۲)
- $$CR = \frac{CI}{RI}$$
- =CI شاخص ناسازگاری
 λ_{max} = بزرگترین مقدار ویژه ماتریس
 n = تعداد کل متخصصین
 CR = نرخ ناسازگاری
 RI = شاخص ناسازگاری تصادفی

جدول شاخص تصادفی (RI) منبع: (تمایز و کالیس ۲۰۱۷)

n	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰	۱۱	۱۲	۱۳	۱۴	۱۵
RI	۰	۰	۰,۵۲	۰,۸۸	۱,۱۰	۱,۲۴	۱,۳۴	۱,۴	۱,۴۴	۱,۴۸	۱,۵۱	۱,۵۳	۱,۵۵	۱,۵۷	۱,۵۸

- ۱- تجزیه عناصر وزن دهی شده، برای به دست آوردن رتبه بندی نهایی گزینه ها

۴-۳- روایی

برای به دست آوردن روایی (CVR) پرسشنامه، می بایستی هر کدام از معیارها توسط سه گزینه ضروری است، مفید است ولی ضروری نیست و ضرورتی ندارد مورد نظرسنجی قرار بگیرند. CVR هر معیار توسط فرمول زیر به دست می آید.

$$CVR = \frac{N_e - \frac{n}{2}}{\frac{n}{2}} \quad (3)$$

n = تعداد کل متخصصین

N_e = تعداد متخصصینی که گزینه ضروری را انتخاب نموده اند.

در این پژوهش از آنجایی که تعداد خبرگان ۱۰ نفر می باشد، برای مورد تایید قرار گرفتن هر کدام از معیار ها CVR آن عددی بالای ۰,۶۲ باشد.

جدول ۳- روایی محتوایی (مأخذ: تمایز و کالیس ۲۰۱۷)

تعداد خبرگان	مقدار CVR	تعداد خبرگان	مقدار CVR	تعداد خبرگان	مقدار CVR
۵	۰,۹۹	۱۱	۰,۵۹	۲۵	۰,۳۷
۶	۰,۹۹	۱۲	۰,۵۶	۳۰	۰,۳۳
۷	۰,۹۹	۱۳	۰,۵۴	۳۵	۰,۳۱
۸	۰,۷۵	۱۴	۰,۵۱	۴۰	۰,۲۹
۹	۰,۷۸	۱۵	۰,۴۹	—	—
۱۰	۰,۶۲	۲۰	۰,۴۲	—	—

۴-۴- جامعه آماری و نمونه تحقیق

وجود اطلاعات کامل و در دسترس از شروط تحقق یک تحقیق مناسب است. از این رو با توجه به عنوان تحقیق کلیه مدیران، کارشناسان و نخبگان مالی مرتبط با انتشار اوراق مشارکت و روش‌های تامین مالی در شهرداری مشهد به شیوه سرشماری مورد مطالعه قرار گرفتند و همچنین شهرداری‌های مناطق مختلف شهر مشهد به عنوان جامعه آماری و نمونه انتخاب شده مدیران، کارشناسان و نخبگان حوزه اوراق مشارکت در نهاد شهرداری مشهد و مرکز پژوهش‌های شورای شهر مشهد می‌باشند.

جدول ۴- اطلاعات جمعیت شناختی نمونه آماری

نهاد پاسخ‌دهنده	پرسشنامه اولیه		پرسشنامه ثانویه	
	مدیر	کارشناس	مدیر	کارشناس
معاونت مالی شهرداری مشهد	۱	۴	۱	۴
شهرداری مرکزی	-	۲	-	۱
شهرداری (مناطق)	-	۲	-	-
مرکز پژوهش‌های شورای شهر مشهد	-	۱	-	۱
مجموع خبرگان	۱۰ نفر		۷ نفر	

شایان ذکر است تعداد پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه اولیه ۱۰ نفر بودند، که برای پرسشنامه ثانویه صلاح دانسته شد بدلیل ارتباط بیشتر تعدادی از پاسخ‌دهندگان با اوراق مشارکت، تمرکز بر روی ۷ نفر از ایشان معطوف گردد تا پاسخی دقیق‌تر به دست آورده شود.

۵- تجزیه و تحلیل

در این پژوهش برای شناسایی عوامل داخلی و خارجی مؤثر بر انتشار اوراق مشارکت شهرداری مشهد در ابتدا از طریق رجوع به اسناد و مدارک موجود و جستجو در پایگاه‌های مختلف اطلاعاتی و اینترنتی قابل دسترس اقدام شد که ماحصل آن نقاط قوت، نقاط ضعف، فرصت‌ها و تهدیدات اوراق مشارکت را که در جداول زیر به تفصیل بیان گردیده است. این عوامل با حذف اشتراکات، در ۴ پرسشنامه اولیه دسته‌بندی گشت تا روایی هر کدام از آیتم‌های نقاط قوت، نقاط ضعف، فرصت‌ها و تهدیدات انتشار اوراق مشارکت توسط خبرگان پژوهش با انتخاب میان سه گزینه "ضروری"، "مفید ولی غیر ضروری" و "غیر ضروری" مورد بررسی قرار گردید. جداول زیر به همراه ضریب نسبی روایی محتوا (CVR) نتایج آنچه گفته شده می‌باشد.

جدول ۵- نقاط قوت انتشار اوراق مشارکت شهرداری (CVR)

ردیف	نقاط قوت انتشار اوراق مشارکت شهرداری	CVR
۱	کمک به تقسیم بار مالی پروژه‌ها در طول زمان و افزایش ثبات و پیش‌بینی‌پذیری در هزینه‌ها و درآمدهای شهرداری‌ها (تنانی و حسین‌پور ۱۳۹۳)	۱
۲	بهترین روش تامین مالی برای بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهری (صامتی و همکاران ۱۳۹۱)	۰/۸
۳	افزایش اعتماد عمومی بسبب مدیریت موفق فرآیند اوراق مشارکت (نجار و نمین ۱۳۹۲)	۰
۴	اوراق مشارکت ابزاری جهت ایجاد تنوع در بازار سرمایه (رحیمی ۱۳۸۲)	۰/۲
۵	خارج شدن سرمایه‌های راکد و یا کم ارزش منتشرکننده اوراق از ترازنامه و افزایش سطح دارایی‌ها (رحیمی ۱۳۸۲)	۰/۸
۶	تضمین بازپرداخت اصل و پرداخت سود علی‌الحساب حسب مورد توسط دولت (در مورد اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی) یا توسط بانک عامل (در مورد سایر انواع اوراق مشارکت) و به طبع آن از بین رفتن خطر نکول (شعبانی و قلیچ ۱۳۹۱؛ تنانی و حسین‌پور ۱۳۹۳؛ پرتابیان و حمیدزاده ۱۳۹۵)	۰/۴
۷	کاهش ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی، خلق پول و افزایش قدرت اعطای تسهیلات فروشنده (تنانی و حسین‌پور ۱۳۹۳)	۰/۸
۸	افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران در خرید اوراق مشارکت بسبب تشریک دولت در سرمایه‌گذاری (شعبانی و قلیچ ۱۳۹۱)	۰/۴

جدول ۶- نقاط ضعف انتشار اوراق مشارکت شهرداری (CVR)

ردیف	نقاط ضعف انتشار اوراق مشارکت شهرداری	CVR
۹	محدود بودن اوراق مشارکت صرفاً برای تأمین منابع مالی طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت (تجار و نمین ۱۳۹۲)	۱
۱۰	با اختصاص درآمدهای بالقوه شهرداری به بازپرداخت سودها شهرداری به یک سازمان با انعطاف‌پذیری کمتر برای پاسخگویی به رخدادهای غیرمنتظره آتی می‌گردد. (نجار و نمین ۱۳۹۲)	۰/۴ -
۱۱	برای انجام معامله اوراق مشارکت در بورس باید حق کمیسیون معاملات پرداخت شود که بدین ترتیب معامله در بورس گران‌تر تمام می‌شود. (رحیمی ۱۳۸۲)	.
۱۲	هزینه بر بودن انتشار و جمع‌آوری اوراق مشارکت (شعبانی و قلیچ ۱۳۹۱؛ پرتابیان و حمیدزاده ۱۳۹۵)	۰/۴
۱۳	عدم معامله اوراق براساس نرخ بهره واقعی سرمایه‌گذاری (شعبانی و قلیچ ۱۳۹۱)	۰/۸
۱۴	عدم رتبه‌بندی ناشران اوراق مشارکت توسط یک آژانس مستقل از دولت (شعبانی و قلیچ ۱۳۹۱)	۰/۴
۱۵	تشکیل نشدن بازار ثانویه (محمدزاده ۱۳۹۶)	.
۱۶	اوراق مشارکت، سهم ناچیزی در تشکیل سرمایه ثابت ناخالص دارند که این امر خودگویای کارایی پایین اوراق در تشکیل سرمایه کشور و طبیعتاً تولید ناخالص ملی است. (محمدزاده ۱۳۹۶)	۰/۲

جدول ۷- فرصت‌های انتشار اوراق مشارکت شهرداری (CVR)

ردیف	فرصت‌های انتشار اوراق مشارکت شهرداری	CVR
۱	اوراق مشارکت به دلیل جمع‌آوری نقدینگی در جامعه غیرتورمی است. به این نحو که بعد از مدت تعیین شده برای بازپرداخت اوراق میتوان از آثار افزایش قیمت زمین و مسکن منتفع شد. (تنانی و حسین‌پور ۱۳۹۳؛ نجار و نمین ۱۳۹۲)	۰/۲
۲	تنوع بخشیدن به روش‌های تأمین منابع مالی مورد نیاز در بافت‌های فرسوده به ویژه در دوران رکود. (تنانی و حسین‌پور ۱۳۹۳؛ نجار و نمین ۱۳۹۲)	.
۳	جمع‌آوری سرمایه‌های خرد جامعه و ترویج فرهنگ پس‌انداز در بین آن‌ها (جعفرزاده و جنتی ۱۳۹۰؛ نجار و نمین ۱۳۹۲)	۰/۲
۴	توزیع ریسک سرمایه‌گذاری توسط اوراق مشارکت (رحیمی ۱۳۸۲)	۰/۴
۵	انتشار اوراق مشارکت سبب تقویت بخش عرضه شده که این خود تورم ناشی از فشار هزینه‌ها در اثر کاهش هزینه‌های استفاده از سرمایه تقلیل می‌یابد، می‌تواند حجم واردات کالاهای ضروری را کاهش داده و با این راه از اثرهای منفی تورم وارداتی بکاهد. (شعبانی و قلیچ ۱۳۹۱)	.
۶	این اوراق قابلیت تجدید چاپ را دارد. به این معنا که دولت می‌تواند برای تجدید طرح‌های کوتاه مدت یا تمدید طرح‌های میان‌مدت تا بلند مدت، اوراق را دوباره منتشر کند و با وجوه به دست آمده، مطالبات اوراق قبلی را تسویه کرده و به نوعی شرکای جدید را جایگزین شرکای قدیم نماید. (شعبانی و قلیچ ۱۳۹۱)	۰/۴
۷	استفاده از تجارب و شیوه‌های بکارگرفته شده در سایر کشورها (رحیمی فر ۱۳۸۲)	۱
۸	فروش اوراق مشارکت به خریداران در سایر شهرهای کشور با اعطای تسهیلات (رحیمی فر ۱۳۸۲)	۱

جدول ۸- تهدیدهای انتشار اوراق مشارکت شهرداری (CVR)

ردیف	تهدیدهای انتشار اوراق مشارکت شهرداری	CVR
۱	با عنایت به اینکه ناشر متعهد می‌گردد ۲۰ درصد مبلغ اوراق فروخته شده را به صورت قرض‌الحسنه جاری (بدون دسته چک) نزد بانک عامل جهت بازخرید اصل و فرع اوراق و استرداد احتمالی وجوه به خریداران اوراق نگهداری نماید. لذا نرخ مؤثر سود اوراق مشارکت از ۱۸ درصد به حدود ۲۰ درصد افزایش می‌یابد. (تنانی و حسین‌پور ۱۳۹۳)	۰/۴
۲	زمان بر بودن آزادسازی پروژه‌ها و عدم امکان استفاده از منابع اوراق و در عین حال پرداخت سود به بانک عامل در صورت فروخته نشدن صد درصد اوراق (تنانی و حسین‌پور ۱۳۹۳)	۰/۲
۳	اگر اوراق مشارکت در شرایط رونق منتشر و در شرایط رکود، سررسید اصل اوراق و تسویه اوراق انجام گردد ناشر با مشکلات زیادی روبه‌رو می‌شود. (تنانی و حسین‌پور ۱۳۹۳)	۰/۸
۴	افزایش هزینه‌های انتشار اوراق مشارکت برای ناشر (با احتساب هزینه های کارگزاری، تبلیغات و ...) به ۲۵ درصد در سال (نجار و نمین ۱۳۹۲)	.
۵	عدم پیشرفت پروژه‌های معرفی شده طبق برنامه زمان‌بندی اعلام شده (نجار و نمین ۱۳۹۲)	۰/۸
۶	بروز مشکلات متعدد مالی و ... در صورتی که اوراق در شرایط رونق منتشر و در شرایط رکود تسویه گردد. (نجار و نمین ۱۳۹۲)	-۰/۲
۷	منصرف شدن خریدار از ادامه حضور در فرآیند اوراق مشارکت و اخذ سرمایه خود (پرتابیان و حمیدزاده ۱۳۹۵)	۱
۸	در شرایط تورمی اقتصاد کشور تفاوت چشمگیر میان نرخ سود اوراق مشارکت با نرخ تورم فعلی نه تنها گرایش و جذابیت به این اوراق را کاهش داده بلکه بانک‌ها را با سیلاب اوراق مشارکت برگردانده شده مواجه کرده است. (تنانی و حسین‌پور ۱۳۹۳؛ پرتابیان و حمیدزاده ۱۳۹۵؛ محمدزاده ۱۳۹۶)	۰

پس از آنکه در پرسشنامه CVR تعدادی از نقاط قوت، ضعف، فرصت و تهدید اوراق مشارکت به تایید خبرگان رسیدند و همچنین تعدادی دیگر هم با توجه به نظرات خبرگان به این لیست اضافه شد و با این تجمیع جدول ۹ که نشان‌دهنده نقاط قوت، ضعف، فرصت و تهدید اوراق مشارکت از دیدگاه شهرداری مشهد بود تشکیل گشت. لازم به ذکر است که این دسته‌بندی، عوامل نهایی جهت تنظیم در پرسشنامه ثانویه در بخش نقاط قوت، ضعف، فرصت و تهدید می‌باشد.

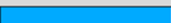
جدول ۹- جدول سوات اوراق مشارکت شهرداری مشهد

ردیف	عوامل مؤثر بر انتشار اوراق مشارکت شهرداری مشهد
S1	کاهش ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی، خلق پول و افزایش قدرت اعطای تسهیلات فروشنده
S2	کمک به تقسیم بار مالی پروژه‌ها در طول زمان و افزایش ثبات و پیش بینی‌پذیری در هزینه‌ها و درآمدهای شهرداری
S3	حتمی بودن سود قطعی و معاف بودن از مالیات
S4	فرآیند اوراق مشارکت از سیستمی قانونمند برخوردار می‌باشد.
S5	بهترین روش تامین مالی برای بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهری
S6	خارج شدن سرمایه‌های راکد و یا کم ارزش منتشر کننده اوراق از ترازنامه و افزایش سطح دارایی‌ها
W1	عدم معامله اوراق بر اساس نرخ بهره واقعی سرمایه‌گذاری
W2	حداکثر ارزش اوراق مشارکت قابل انتشار برابر با ۷۰٪ ارزش ویژه شهرداری می‌باشد.
W3	محدود بودن اوراق مشارکت صرفاً برای تامین منابع مالی طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت
W4	پرداخت سود علی الحساب اوراق مشارکت در بازه های نزدیک (نظیر ۳ ماه)
W5	عدم وجود شناخت کافی عموم جامعه از اوراق مشارکت شهرداری
W6	فرآیند انتشار اوراق مشارکت بسیار طولانی است.
O1	حضور شرکت‌های تامین سرمایه در خرید اوراق مشارکت از شهرداری
O2	اهمیت شهر مشهد از حیث موقعیت و ویژگی‌های برتر آن به عنوان پایتخت معنوی کشور

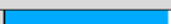
ردیف	عوامل مؤثر بر انتشار اوراق مشارکت شهرداری مشهد
O3	فروش اوراق مشارکت به خریداران در سایر شهرهای کشور با اعطای تسهیلات
O4	استفاده از تجارب و شیوه های بکار گرفته شده در سایر کشورها
O5	استفاده از رسانه های عمومی در جهت اطلاع رسانی و تبلیغ اوراق مشارکت شهرداری
O6	تعامل بانک ها در خرید اوراق مشارکت از شهرداری و کمک به توسعه شهری
T1	رقابت سایر شهرداری های کشور در جهت اخذ بیشترین اوراق مشارکت از دولت
T2	عدم پیشرفت پروژه های معرفی شده طبق برنامه زمان بندی اعلام شده
T3	بیشتر شدن سود در مراکز دیگر نظیر بانک ها، موسسات مالی و بورس
T4	وجود سخت گیری های بسیار زیاد در تعیین میزان اوراق مشارکت در بودجه سالانه کشور
T5	اگر اوراق مشارکت در شرایط رونق منتشر و در شرایط رکود، سررسید اصل اوراق و تسویه آن انجام گردد ناشر با مشکلات زیادی رو به رو می شود.
T6	منصرف شدن خریدار از ادامه حضور در فرآیند اوراق مشارکت و اخذ سرمایه خود

۶- یافته های پژوهش

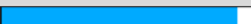
پس از آنکه در پرسشنامه CVR عوامل داخلی و خارجی مؤثر بر اوراق مشارکت شهرداری مشهد توسط خبرگان مورد بررسی قرار گرفتند و همچنین تعدادی دیگر هم با توجه به نظرات ایشان به این لیست اضافه گردیدند، حال برای وزن دهی به عوامل مذکور می بایستی توسط تکنیک تحلیل سلسله مراتبی AHP به این دسته از عوامل وزن دهی شود. به همین منظور پرسشنامه ثانویه ای تهیه گردید تا توسط خبرگان عوامل مورد بررسی قرار گرفته و با پردازش پاسخ ها توسط نرم افزار سوپر دسیژن خروجی های زیر به دست آمد.

Inconsistency: 0.08515		
S1		0.19800
S2		0.28844
S3		0.13687
S4		0.08633
S5		0.07034
S6		0.22003

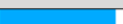
شکل ۱- خروجی اوزان نقاط قوت از نرم افزار

Inconsistency: 0.07375		
W1		0.18994
W2		0.15453
W3		0.23509
W4		0.08856
W5		0.11035
W6		0.22153

شکل ۲- خروجی اوزان نقاط ضعف از نرم افزار

Inconsistency: 0.09126		
O1		0.27393
O2		0.18297
O3		0.10403
O4		0.09085
O5		0.10974
O6		0.23848

شکل ۳- خروجی اوزان فرصت ها از نرم افزار

Inconsistency: 0.09977		
T1		0.13423
T2		0.31931
T3		0.19813
T4		0.11419
T5		0.10838
T6		0.12576

شکل ۴- خروجی اوزان نقاط تهدیدها از نرم افزار

همانطور که ملاحظه می گردد نرخ ناسازگاری قوت ها، ضعف ها، فرصت ها و تهدیدها به ترتیب ۰،۰۹ و ۰،۰۷ و ۰،۰۹ و ۰،۰۹ بوده که هر چهار مورد کمتر از ۰،۱ می باشند و این نشانه پایایی است.

در پایان جدول نهایی تحقیق به شکل زیر می‌باشد:

جدول ۱۰- عوامل موزون شده مؤثر بر انتشار اوراق مشارکت شهرداری مشهد

عامل‌ها	شرح	وزن	رتبه
S1	کاهش ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی، خلق پول و افزایش قدرت اعطای تسهیلات فروشنده	۰,۱۹۸۰۰	۳
S2	کمک به تقسیم بار مالی پروژه‌ها در طول زمان و افزایش ثبات و پیش بینی‌پذیری در هزینه‌ها و درآمدهای شهرداری	۰,۲۸۸۴۴	۱
S3	حتمی بودن سود قطعی و معاف بودن از مالیات	۰,۱۳۶۸۷	۴
S4	فرآیند اوراق مشارکت از سیستمی قانونمند برخوردار می‌باشد.	۰,۰۸۶۳۳	۵
S5	بهترین روش تامین مالی برای بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهری	۰,۰۷۰۳۴	۶
S6	خارج شدن سرمایه‌های راکد و یا کم ارزش منتشر کننده اوراق از ترازنامه و افزایش سطح دارایی‌ها	۰,۲۲۰۰۳	۲
W1	عدم معامله اوراق بر اساس نرخ بهره واقعی سرمایه‌گذاری	۰,۱۸۹۹۴	۳
W2	حداکثر ارزش اوراق مشارکت قابل انتشار برابر با ۷۰٪ ارزش ویژه شهرداری می‌باشد.	۰,۱۵۴۵۳	۴
W3	محدود بودن اوراق مشارکت صرفاً برای تامین منابع مالی طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت	۰,۲۳۵۰۹	۱
W4	پرداخت سود علی الحساب اوراق مشارکت در بازه های نزدیک (نظیر ۳ ماه)	۰,۰۸۸۵۶	۶
W5	عدم وجود شناخت کافی عموم جامعه از اوراق مشارکت شهرداری	۰,۱۱۰۳۵	۵
W6	فرآیند انتشار اوراق مشارکت بسیار طولانی است.	۰,۲۲۱۵۳	۲
O1	حضور شرکت‌های تامین سرمایه در خرید اوراق مشارکت از شهرداری	۰,۲۷۳۹۳	۱
O2	اهمیت شهر مشهد از حیث موقعیت و ویژگی‌های برتر آن به عنوان پایتخت معنوی کشور	۰,۱۸۲۹۷	۳
O3	فروش اوراق مشارکت به خریداران در سایر شهرهای کشور با اعطای تسهیلات	۰,۱۰۴۰۳	۵
O4	استفاده از تجارب و شیوه های بکار گرفته شده در سایر کشورها	۰,۰۹۰۸۵	۶
O5	استفاده از رسانه های عمومی در جهت اطلاع رسانی و تبلیغ اوراق مشارکت شهرداری	۰,۱۰۹۷۴	۴
O6	تعامل بانک‌ها در خرید اوراق مشارکت از شهرداری و کمک به توسعه شهری	۰,۲۳۸۴۸	۲
T1	رقابت سایر شهرداری‌های کشور در جهت اخذ بیشترین اوراق مشارکت از دولت	۰,۱۳۴۲۳	۳
T2	عدم پیشرفت پروژه‌های معرفی شده طبق برنامه زمان‌بندی اعلام شده	۰,۳۱۴۲۳	۲
T3	بیشتر شدن سود در مراکز دیگر نظیر بانک ها، موسسات مالی و بورس	۰,۳۹۱۹۳	۱
T4	وجود سخت‌گیری‌های بسیار زیاد در تعیین میزان اوراق مشارکت در بودجه سالانه کشور	۰,۱۱۴۱۹	۵
T5	اگر اوراق مشارکت در شرایط رونق منتشر و در شرایط رکود، سررسید اصل اوراق تسویه اوراق انجام گردد ناشر با مشکلات زیادی رو به رو می‌شود.	۰,۱۰۸۳۸	۶
T6	منصرف شدن خریدار از ادامه حضور در فرآیند اوراق مشارکت و اخذ سرمایه خود	۰,۱۲۵۷۶	۴

۶- نتیجه‌گیری

اوراق مشارکت سالیانی است که در تامین منابع مالی شهرداری مشهد سهم بسزایی را به خود اختصاص داده است. این دسته از اوراق که نقطه قوت اصلی آنها در یافته‌های پژوهش تقسیم بار مالی شناخته شده است برای شهرداری افزایش سطح دارایی‌ها و خلق پول و افزایش قدرت اعطای تسهیلات را به همراه داشته است. لیکن با همه این تفاسیر سختی‌ها و پیچیدگی‌های بسیاری در فرآیند انتشار اوراق وجود دارد که مسبب نقاط ضعف بسیاری در انجام فرآیند گشته است.

خریداران اوراق مشارکت از شهرداری مشهد به غیر از دولت، شرکت‌های تامین سرمایه این شهر بوده و متأسفانه این شرکت‌ها برای خرید از شهرداری به سود اصلی این فرآیند بسنده نمی‌کنند. در طول مذاکرات بین شهرداری و شرکت‌های تامین سرمایه همیشه نتیجه این می‌شود که شهرداری برای فروش اوراق خود به شرکت‌های مذکور می‌بایستی سودی مازاد علاوه بر سود مقرر شده را قبل نماید. پیشنهاد می‌گردد تا در "قانون انتشار اوراق مشارکت" اصلاحاتی توسط مجلس شورای اسلامی قرار گرفته تا شهرداری زین پس متضرر در این امر نگردد.

از وظایف بانک‌های کشور کمک به توسعه شهری می‌باشد. دولت و مجلس می‌توانند با مجاب نمودن بانک‌ها به خرید این دسته از اوراق نموده تا با پیشرفت پروژه‌های عمرانی، از سویی دیگر بانک‌ها نیز به یکی از وظیفه‌های خود یعنی کمک به توسعه

شهری جامه عمل بپوشانند. با جذب حداکثری مشتریان توسط عرایض مذکور می‌توان به تقسیم بار مالی پروژه‌ها افزایش داری‌ها و بالا رفتن قدرت اعطای تسهیلات برای شهرداری مشهد رسید.

زمانی که به ضعف‌های یادشده در یافته‌های تحقیق مراجعه می‌شود پر واضح است که دلیل بسیاری از مشکلات عدم تنوع در ماهیت و ساختار اوراق مشارکت می‌باشد. توجه شود معیاری که بیشترین وزن را در ضعف‌ها به خود اختصاص داده است مطلق بودن استفاده اوراق برای طرح‌های عمرانی می‌باشد. حال آنکه بسیاری از اوراق نظیر صکوک‌ها که ساخته کشورهای مسلمان خاورمیانه هستند از تنوع بسیاری برخوردار بوده و قدرت جذب بالاتری را نسبت به اوراق مشارکت دارا می‌باشند. اجماع اقتصاددانان و اندیشمندان اسلامی کشورمان و همچنین استفاده از تجربیات کشورهای اسلامی در اوراق بهادار و شیوه‌های بکار گرفته شده در تامین مالی سازمان‌های ایشان می‌تواند این فرصتی را فراهم سازد تا تنوع و راه‌کارهای جدیدی در جهت انتشار اوراق مشارکت در کشور وجود آید. بدون شک متنوع سازی موجب از بین رفتن بسیاری نقاط ضعف و همچنین بوجود آمدن راهبردهایی جهت مقابله با تهدیدات خواهد بود.

در طول سالیانی که اوراق مشارکت وظیفه تامین مالی پروژه‌های عمرانی شهرداری مشهد را داشته است با توجه به آمار و ارقام به دست آمده از اسناد پر واضح است که هیچ وقت طبق زمان‌بندی تدوین شده پروژه‌ها به انجام نرسیده‌اند. پس از مصاحبه‌های میدانی به این نتیجه رسیدیم که یکی از دلایل شکست در مدیریت زمانی این فرآیند تورم موجود در سیستم اقتصادی و تحریم‌های وضع شده توسط کشورهای دیگر بر کشور ما بوده که می‌بایستی توسط دستگاه اجرایی کشور رفع گردد.

رقابت سایر شهرداری‌های کشور در جهت اخذ بیشترین اوراق مشارکت از دولت می‌باشد. برای پوشش چنین تهدیدی یکی از راه‌های موجود حضور افراد باتجربه در امر شهرسازی است تا بتوانند برای شهر مشهد در نزد دولت بیشترین رایزنی را داشته و آنان را مجاب کنند تا سهم هر چه بیشتر از بودجه سالانه اوراق مشارکت را اختصاص به این شهر دهند.

اوراق مشارکت از دسته اوراق بهاداری می‌باشد که در شناساندن آن به اقشار جامعه غفلت ورزیده شده و عموم مردم از ماهیت آن اطلاعی ندارند. امروزه با پیشرفت تکنولوژی و حضور رسانه‌ها می‌توان جاذبه و کشش را برای خریداران اوراق ایجاد نمود. شهرداری مشهد و روابط عمومی آن در این حوزه عملکردی ضعیف را داشته و تاکنون در راستای آن اقدامی مثمر به ثمر انجام نداده‌اند. اهمیت شهر مشهد به عنوان پایتخت معنوی کشور بر هیچ کس پوشیده نیست و این خود دلیلی است برای اخذ بیشترین سهم اوراق مشارکت از دولت و استفاده از رسانه‌ها جهت فروش هرچه بیشتر. این شهر از آنجا که سالانه یکی از مراکز توریستی جهان اسلام محسوب می‌گردد زائران بسیاری را به خود اختصاص داده است به طور قطع نیازمند پیشرفت در حوزه‌های عمرانی است که تامین مالی بخشی از آن توسط اوراق مشارکت است. در رسانه‌ها برای نشان دادن مزیت‌های این اوراق با توجه به یافته‌های پژوهش می‌توان به معاف بودن اوراق مشارکت از مالیات و همچنین داشتن سیستمی قانونمند اشاره نمود.

حضور سه عامل قانونمند بودن، حتمی بودن پرداخت سود قطعی و معاف بودن از مالیات که من جمله از نقاط قوت اوراق مشارکت شهرداری می‌باشند، تلاش بیشتری را برای حفظ آنان از گزند ضعف‌ها و تهدیدات می‌طلبد. در صورت عدم توجه به این عوامل ممکن است شهرداری مشهد با کاهش اعتماد عمومی روبه‌رو گردد.

به عنوان کلام آخر می‌توان پیشنهاد داشت تا دانشجویان و محققین که قصد فعالیت پژوهشی در این حوزه را دارند این تحقیق را توسط دیگر تکنیک‌های موجود نظیر تکنیک فازی، ANP و ... مورد بررسی قرار داده و نتایج را مورد مقایسه قرار دهند. همچنین امکان سنجی حضور اوراق صکوک به جهت تامین منابع مالی برای شهرداری مشهد دیگر عنوانی است که پیشنهاد می‌گردد تا علاقه‌مندان به این حوزه در رابطه با آن به تحقیق بپردازند. این امر با همکاری واحدهای پژوهشی شهرداری‌های مناطق مختلف مشهد و همچنین مجموعه شورای شهر مورد تسهیل قرار خواهد گرفت. امید است تا با پیشرفت در تمامی جوانب شهر مشهد به عنوان پایتخت معنوی جمهوری اسلامی ایران همیشه در زمینه توسعه شهری سرآمد باشد.

منابع

۱. آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت. (۱۳۷۷)
۲. بنار، شکرالله؛ ابوالحسنی‌هستینانی، اصغر؛ شایگانی، بیتا؛ دژپسند، فرهاد. (۱۳۹۲)، نحوه تامین مالی خارجی پروژه‌های شهری و کارایی خدمات شهر (مطالعه موردی شهرداری تهران)، فصلنامه اقتصاد و مدیریت شهری، سال اول، شماره ۴، پاییز ۱۳۹۲، صص ۱۵۵ - ۱۳۱
۳. پرتابیان، لیلا؛ حمیدزاده، محمدرضا. (۱۳۹۵)، تاثیر اوراق مشارکت در اقتصاد. پژوهشهای جدید در مدیریت و حسابداری، سال دوم، شماره ۴، تابستان ۱۳۹۵، صص ۱۶۲-۱۵۱
۴. تنانی، محسن؛ حسین‌پور، امیرحسین. (۱۳۹۳)، اوراق مشارکت؛ مباحث، مشکلات، ابهامات، نارسایی‌ها و پیشنهاداتی در جهت حل آن‌ها. فصل‌نامه پژوهش اقتصادی، دوره ۵، شماره ۱، بهار ۱۳۹۴، صص ۱۶۸ - ۱۴۹
۵. حسن‌زاده سروستانی، حسین؛ سرشار، مهدی‌یار. (۱۳۹۱)، مطالعه تطبیقی اوراق مشارکت منتشره در ایران و صکوک مشارکت. تحقیقات - اسلامی، دوره ۲، شماره ۱، پاییز و زمستان ۱۳۹۱، صص ۹۶ - ۶۷

۶. حکمت، هانیه؛ حسینی، سیدعلی؛ کاشف، معصومه. (۱۳۹۲). نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تامین مالی شرکت‌ها. فصلنامه پژوهش حسابداری، دوره ۳، شماره ۸، بهار ۱۳۹۲، صص ۲۶-۱
۷. ذوالفقاری، مهدی؛ سحابی، بهرام؛ سارنج، علیرضا؛ مهرگان، نادر. (۱۳۹۳). اوراق مشارکت ارزی قابل تبدیل به سهام، سال چهاردهم، شماره ۵۳، بهار ۱۳۹۳
۸. رحیمی، زهرا (۱۳۸۲). بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترده کاربرد آن در تامین مالی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۹. رحیمی‌فر، مهری (۱۳۸۲). بررسی عملکرد اقتصادی انتشار اوراق مشارکت در ایران. تهران: معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی.
۱۰. سایت اینترنتی شهرداری مشهد www.mashhad.ir
۱۱. شعبانی، احمد؛ قلیچ، وهاب. (۱۳۹۱). قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به عنوان ابزار سیاستی (مطالعه موردی: اوراق مشارکت، اجاره، مباحه و استصناع). فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، دوره ۱۱، شماره ۴۳، زمستان ۱۳۹۰، صص ۱۵۶-۱۲۷
۱۲. صامتی، مجید؛ مویدفر، رزیتا؛ علوی، سارا. (۱۳۹۱). اولویت‌بندی روش‌های تامین مالی در بافت‌های فرسوده شهری (مطالعه موردی: شهر اصفهان)، مطالعات و پژوهش‌های شهری و منطقه‌ای، سال پنجم، شماره ۱۷، تابستان ۱۳۹۲، صص ۸۴-۶۹
۱۳. محمدزاده، محسن. (۱۳۹۶). چالش‌های کارکردی و فقهی انتشار اوراق مشارکت ریالی در ایران در راستای تدوین الگوی تأمین مالی دولت در الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق (ع) - دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد.
۱۴. موسویان، سید عباس؛ سروش، ابوذر. (۱۳۹۰). آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، دوره ۴، شماره ۱۴، تابستان ۱۳۹۰، صص ۶۰-۲۹
۱۵. میثمی، حسین؛ ندری، کامران؛ موسویان، سیدعباس. (۱۳۹۵). استخراج و رتبه‌بندی چالش‌های فقهی اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی بر اساس نظر خبرگان، فصلنامه پژوهش‌های پولی - بانکی، سال هشتم، شماره ۲۴، تابستان ۱۳۹۴، صص ۲۲۲-۱۹۱
۱۶. نجار، مرتضی؛ نمین، مینا. (۱۳۹۲). بررسی شیوه‌های تامین منابع مالی در بافت فرسوده پیرامون حرم امام رضا (ع)، نشریه شهرسازی و معماری هفت شهر، دوره چهارم، شماره ۴۳ و ۴۴، زمستان ۱۳۹۲، صص ۷۰-۵۳
17. Nisar, shariq (2007), "Islamic bonds (sukuk): its introduction and application", www.financeinislam.com
18. Liu G, Zheng S, Xu P, Zhuang T. (2018). An ANP-SWOT Approach for ESCOs Industry Strategies In Chinese Building Sectors. Renewable and Sustainable Energy Reviews 93 (2018) 90-99
19. Temiz I, Calis G. (2017). Selection of Construction Equipment by Using Multi-criteria Decision Making Methods. Procedia Engineering 196 (2017) 286 - 293.

بررسی تأثیر ریسک بر میزان حساسیت و رضایت سرمایه گذاران

سعید پاکدلان^{۱*}، علیرضا آذربراهمان^۲، جلال آذربراهمان^۳،
مهدی سلیمی^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۲/۲۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۲/۱۲

کد مقاله: ۳۸۳۵۹

چکیده

سرمایه گذاران هنگام تصمیم گیری برای سرمایه گذاری در سهام، مجموعه‌ای از متغیرها و عوامل مالی و غیرمالی را هم‌زمان در نظر می‌گیرند. رفتار سرمایه گذاران متأثر از ریسک، تغییرات شرایط اقتصادی و سیاسی، واکنش رفتاری طیف گسترده‌ای از تصمیم گیرندگان، بازده سهام و بسیاری عوامل شناخته و ناشناخته می‌باشد. در این پژوهش اثرات ریسک و بازگشت سرمایه بر رفتار سرمایه گذاران بررسی می‌گردد. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی بوده و از مدل رگرسیون برای بررسی روابط بین اجزای مدل استفاده شده است. بدین منظور تعداد ۹۰ شرکت از شرکتهای حاضر در بورس اوراق بهادار تهران طی ۵ سال از ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ انتخاب و مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد ریسک بیشتر باعث افزایش حساسیت سرمایه گذاران و کاهش رضایت آنان می‌شود. همچنین مشخص شد رابطه مستقیم معنی داری بین ریسک و نرخ بازگشت سرمایه با رضایت سرمایه گذاران در پی افزایش مالکیت سهام وجود دارد.

واژگان کلیدی: رفتار سرمایه گذاران، ریسک، بازگشت سرمایه، حساسیت سرمایه گذاران، رضایت سرمایه گذاران

۱- دانش‌آموخته دکتری حسابداری و عضو هیات علمی موسسه آموزش عالی شاندریز (saeedpakdelan@yahoo.com)

۲- دانش‌آموخته دکتری حسابداری و عضو هیات علمی موسسه آموزش عالی شاندریز

۳- دانش‌آموخته دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات - تهران

۴- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی شاندریز مشهد

۱- مقدمه

تحلیل رفتار سرمایه‌گذار یک حوزه علمی جدید در فضای رفتار مالی است که ابزار مناسبی برای کسب این دانش به حساب می‌آید. در الگوی اقتصاد مالی سنتی فرض می‌شود که تصمیم‌گیرندگان کاملاً عقلایی عمل می‌کنند و همیشه به دنبال بیشینه کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند. به عبارت دیگر، دو پایه اصلی در پارادایم سنتی مالی، عقلانیت کامل عوامل و تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار متناسب با درک ریسک است. در حالی که در مالی رفتاری برخی پدیده‌های مالی را می‌توان با به کارگیری مدل‌هایی که در آن‌ها برخی عوامل موجود در اقتصاد کاملاً عقلایی نیستند، درک کرد (خرازی، ۱۳۸۳). سرمایه‌گذاران با توجه به بازده و ریسک دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری می‌کنند. نرخ تنزیل یا نرخ بازده مورد انتظار هر دارایی، نشانگر بازده از دست رفته تحت شرایط ریسک مساوی ناشی از تحصیل آن دارایی است (یحیی زاده و همکاران، ۱۳۸۷). بنابراین ریسک و بازده از مهم‌ترین مفاهیم سرمایه‌گذاری هستند که همواره هنگام اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کنار هم بوده و اساس تصمیم‌گیری را شکل می‌دهند (راعی، ۱۳۹۴). برخلاف سرمایه‌گذاران عمده که ابزارها و امکانات گسترده‌ای را برای ایجاد تناسب، بین این دو متغیر در اختیار دارند، سرمایه‌گذاران انفرادی غالباً فاقد این‌گونه ابزارها می‌باشند. به علاوه، بالا بودن نرخ نوسانات اقتصادی و سیاسی بی‌ثباتی قوانین و مقررات و ... به افزایش ریسک تصمیم‌گیری در بازار سرمایه منجر می‌شود (کیمیاگری و همکاران، ۱۳۸۹). ریسک مفهومی است که می‌تواند اثر منفی بالقوه بر یک دارایی مالی بگذارد که ممکن است از بعضی فرآیندهای حاضر یا رویدادهای آتی ناشی شود (ساین و بوال، ۲۰۱۱). در واقع، درک ریسک یکی از پارامترهای مهم فرآیند تصمیم‌گیری است به طوری که می‌تواند تصمیم‌گیری عقلایی مربوط به انتخاب یک محصول یا خدمت را تغییر دهد (چیو و چهاری، ۲۰۱۴). استراهیلویتز و همکاران (۲۰۱۱) ادعا می‌کنند که تصمیم‌های مربوط به خرید و فروش سرمایه‌گذاران از تجربه‌های قبلی آن‌ها تأثیر می‌پذیرد. احتمال این که سرمایه‌گذار سهمی را مجدداً بخرد که، از فروش آن سود کسب کرده، بیشتر از احتمال خرید سهمی است که، از فروش آن زیان دیده است (هافمن و کتler ۲۰۱۵).

سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی و تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه برای جذب سرمایه‌های افراد جامعه و کمک به آن‌ها برای اتخاذ تصمیم‌های درست در بازار سرمایه، به گونه‌ای که به اهداف سرمایه‌گذاری خود دست یابند، بایستی شناخت کافی از رفتار آن‌ها داشته باشند. در این میان تجزیه و تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی و جذب پس‌اندازهای آن‌ها به دلیل اثرگذاری بر متغیرهای اقتصادی همچون نرخ سرمایه‌گذاری و نرخ تورم از اهمیت زیادی برخوردار است (خرازی، ۱۳۸۳). با توجه به آنچه بیان گردید این پژوهش به دنبال یافتن پاسخ به این سوال است که آیا ریسک و درک آن و نیز انتظار بازگشت سرمایه می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاران که انتظار بر عقلایی بودن آن‌ها است تأثیر داشته باشد. عنوان هر بخش یا زیر بخش، با یک خط خالی فاصله از انتهای متن بخش قبلی تایپ و شماره‌گذاری شود. خط اول همه پاراگراف‌ها باید دارای تورفتگی به اندازه ۰٫۵ سانتیمتر باشد.

۲- مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اهمیت و گسترش روز افزون بازارهای سرمایه در تجهیز و گردآوری سرمایه‌های کوچک و هدایت آن به سمت فعالیت‌های تولیدی، شناسایی متغیرهای تأثیرگذار بر عملکرد شرکت‌ها، در این بازارها اهمیت زیادی پیدا کرده است. حساسیت سرمایه‌گذاران، موضوع جدیدی است که به لحاظ نظری در چندساله اخیر در سطح جهانی مطرح و وارد حوزه مالی شده است. پیشینه پژوهش نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاران می‌تواند عملکرد بازار و در نتیجه عملکرد شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد (دیو و تروتل، ۲۰۱۲ و دوفنبرگ و همکاران، ۲۰۰۵). دیو و تروتل (۲۰۱۲) نشان دادند که رابطه معناداری بین حساسیت سرمایه‌گذاران با عملکرد سهام وجود دارد. همچنین بیان کردند که سرمایه‌گذاران تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و یا خرید و فروش سهام خود را بر اساس این شاخص‌ها یعنی حساسیت سرمایه‌گذاران و عملکرد سهام انجام می‌دهند. مطالعات دوفنبرگ و همکاران (۲۰۰۵) نشان می‌دهد احساسات می‌تواند به منزله جزء مهمی از عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری باشد؛ به صورتی که توان تأثیرگذاری بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را دارد و به این موضوع اشاره کردند که سرمایه‌گذاری می‌تواند کاملاً محافظه‌کارانه و یا با تحمل ریسک همراه باشد.

نظریه‌های مالی سنتی سرمایه‌گذاران را به عنوان موجوداتی خردگرا توصیف می‌کنند اما وقایع تجربه شده را نمی‌توان با نظریه‌های موجود توضیح داد. امور مالی رفتاری استدلال می‌کند که تک تک سرمایه‌گذاران تصمیم‌های مالی منطقی نمی‌گیرند و هنگام تصمیم‌گیری‌های مالی تحت تأثیر تعصبات قرار دارند. با مطالعه نظریه‌های مالی سنتی، مالی رفتاری، تعصبات روانشناختی که موضوع امور مالی رفتاری، سرمایه‌گذاران منفرد و ابزارهای سرمایه‌گذاری است و با تجزیه و تحلیل اطلاعات گردآوری شده از طریق پرسشنامه تکمیل شده توسط ۱۰۰۲ سرمایه‌گذار فردی در استانبول مشخص شد که تک تک سرمایه‌گذاران ساکن استانبول

در هنگام انجام ترجیحات سرمایه‌گذاری چندان منطقی نیستند و تحت تأثیر تعصبات روانشناختی قرار می‌گیرند (یورتادور و اوزچلیک، ۲۰۱۹).

معمولاً در اقتصاد و به‌خصوص در سرمایه‌گذاری فرض بر این است که سرمایه‌گذاران منطقی عمل می‌کنند. سرمایه‌گذاران منطقی، شرایط اطمینان را به عدم اطمینان ترجیح می‌دهند و در این صورت طبیعی است که سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک علاق‌ای ندارند، به عبارت دقیق‌تر سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند. یک سرمایه‌گذار ریسک‌گریز، کسی است که در ازای قبول ریسک، انتظار دریافت بازده مناسبی دارد. باید توجه داشت که در این حالت پذیرفتن ریسک یک کار غیر منطقی نیست، اگرچه میزان ریسک خیلی زیاد باشد، چون در این حالت انتظار بازده بالایی نیز وجود دارد. درواقع، سرمایه‌گذاران به طور منطقی نمی‌توانند انتظار داشته باشند که بدون قبول ریسک بالا، بازده بالایی کسب کنند (لوقانی، ۱۹۹۵).

از طرفی ریسک و بازده، از مفاهیم اساسی در سرمایه‌گذاری هستند. افراد تمایل دارند در اموری سرمایه‌گذاری کنند که بازدهی مورد انتظار زیادی داشته باشد تا مطلوبیت خود را به بیشترین حد برسانند. کیم و نافسینگر (۲۰۰۸) بیان کردند پذیرش ریسک به تناسب بازده مرتبط با آن بستگی دارد.

پژوهشگران مالی رفتاری چون وبر و میلیمان (۱۹۹۷) و پنینگس و وانسینگ (۲۰۰۴) بر این عقیده‌اند که درک ریسک، تعیین‌کننده مهمی از رفتار در انتخاب راه‌کار هستند بنابراین به نظر می‌رسد، با شناخت روشی که در آن سرمایه‌گذاران به‌طور ذهنی، ریسک یک سرمایه‌گذاری را درک می‌کنند، می‌توان اقدامات سرمایه‌گذاران را پیش‌بینی نمود (وبر و نوسیک، ۲۰۰۷). از طرفی مدارک زیادی وجود دارد دال بر اینکه سرمایه‌گذاران باور دارند که بازده‌های مثبت گذشته منجر به بازده‌های مثبت در آینده خواهد شد یعنی به نوعی شبیه‌سازی در تجربیات گذشته. برای مثال، در اوج حباب دات-کام، شاخص نزدک در ۱۰ مارچ سال ۲۰۰۰ به ۴۸۵۰ رسید که بیش از دو برابر ارزش آن در مقایسه با یک سال قبل بود. مثال دیگر مربوط به جولای ۱۹۹۷ است که بازده بازار سهام هلند از ۱۴ درصد عبور کرد. این افزایش، هیجان زیادی در بین سرمایه‌گذاران حقیقی هلندی برای خرید سهام ایجاد نمود (باکشول و مینیاسی، ۲۰۱۷).

گانزاک و ووهل (۲۰۱۸) در پژوهشی که بر روی رفتار سرمایه‌گذاران انجام دادند به این نتیجه رسیدند که هرچه نرخ بازده بدون ریسک پایین‌تر باشد، تقاضا برای دارایی‌های پرریسک نیز بیشتر می‌شود. یانگ و ژائو (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و احساسات سرمایه‌گذاران بر روی ارزش سهام پرداختند و دریافتند که هر دو عامل بر روی ایجاد بازده مضاعف سهم تأثیر گذار بوده و این اثر بر روی سهام کوچک بیشتر از سهام بزرگ می‌باشد.

نتایج بررسی‌های گریبل و همکاران (۲۰۲۱)، در ارتباط با نظریه چشم انداز نشان داد افراد در هنگام انتخاب در حوزه سود معمولاً ریسک‌گریز و هنگام انتخاب در حوزه ضرر ریسک‌پذیر شناخته می‌شوند. علت این موضوع آن است که به‌طور کلی احساس ناخوشایندی که افراد در هنگام ضرر دارند بیش از احساس خوشایند آنان در هنگام سود است. همچنین نتیجه مطالعات آنها ضمن تایید اثر بازتاب در این نظریه نشان داد افرادی که درآمد بیشتری دارند نسبت به افراد با درآمد کمتر گرایش بیشتری به ریسک دارند. لانفانگ و سوشنگ وانگ (۲۰۲۱) به این نتایج رسیدند که در شرایط عادی، تفاوت در تجربیات و نگرش‌های افراد نسبت به ریسک می‌تواند باعث رفتار غیرعادی آنان در بازار گردد. در شرایط غیر معمول بازار رفتار سرمایه‌گذاران نیز غیرعادی می‌شود و باعث می‌گردد که افراد ریسک‌گریز از بازار خارج شده و افراد کم تجربه زیادی به بازار وارد شوند و این تغییر در ترکیب سرمایه‌گذاران باعث رفتار معکوس همان نوع از سرمایه‌گذاران می‌گردد.

چاندانی و همکاران (۲۰۲۰) در تحقیقی که بر روی سرمایه‌گذاران هندی انجام شد به این نتیجه رسیدند که بر مبنای نظریه‌های حسابداری ذهنی و چشم انداز پنج عامل مهم سوگیری در رفتار سرمایه‌گذاران شامل بودجه‌بندی ذهنی، قاب‌بندی کوتاه‌نظرانه، بیزاری از ضرر، بیزاری از حسرت و سوگیری گذشته نگر می‌باشد.

چئونگ و همکاران (۲۰۲۱) نشان دادند که تجربیات مرتبط با ریسک در دوران کودکی از جمله زبان‌های والدین بر رفتارهای سرمایه‌گذاری افراد در دوران بزرگسالی اثر گذار است.

جاو و سان (۲۰۲۱) نشان دادند که وجود حوادث شدید در بازارهای مالی، همراه با خطرات بهداشتی باعث می‌شود که انگیزه بازنشستگان برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های پرریسک به میزان قابل توجهی کاهش یابد.

اپستین (۲۰۰۳) تأثیر اطلاعات اجتماعی بر رفتار سرمایه‌گذار حقیقی را مورد بررسی قرار داد، یافته‌های تحقیق او بیان‌گر این است که گزارش‌های مالی سالیانه شرکت‌ها تأثیر چندانی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران نداشته و بی‌ارزش‌اند. ویلیام و اونیل (۱۹۹۱) در بررسی خود تحت عنوان چگونه درس‌های پولدار شویم؟ هفت معیار سود سه ماهه جاری و سود سالیانه هر سهم، مدیریت سیستم، عرضه و تقاضا، رهبران سهام، تعداد سهام تحت تملک نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری و جهت کلی بازار را به سهام‌داران توصیه می‌کند. همچنین ریلی و چو (۱۹۹۲) دریافتند که بین ریسک‌گریزی افراد و سن، درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، رابطه

معنی‌داری وجود دارد، با افزایش درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، درجه ریسک‌پذیری آن‌ها نیز افزایش می‌یابد، ولی بین سن افراد و ریسک‌پذیری رابطه عکس وجود دارد.

کمالی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی آثار روانشناختی و عوامل موثر بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتیجه گرفتند که درک ریسک، تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد و رضایتمندی از سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در نهایت می‌توان بیان کرد که درک ریسک در مکانیزم روانشناختی رفتار سرمایه‌گذاران نقش کلیدی بازی می‌کند.

سلیمی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی رفتار گروهی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتیجه‌گیری کردند که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رفتار گروهی دارند، و این نوع رفتار در بازار افزایشی بیشتر از بازار کاهش‌ی است. همچنین بدری و عزآبادی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رفتار معاملاتی و عملکرد معاملاتی انواع سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و دریافتند که سرمایه‌گذاران حقیقی، رفتارهایی همچون رفتار جمعی از خود نشان می‌دهند.

جلیلودن، رستمی رحمانی (۱۳۹۵) پژوهشی با هدف شناسایی عوامل تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انجام دادند. نتایج تحقیق آنها نشان داد هم عوامل رفتاری (از جمله ویژگی‌های شخصیتی) و هم عوامل اقتصادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران مؤثر است.

یزدانی و مشتاقی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر عوامل روانشناختی بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی پرداختند. بر اساس نتایج تحقیق آنها عوامل روانشناختی شامل خطاهای ادراکی بر تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. لاجوردی و فاضل (۱۳۹۴) تأثیر تیپهای شخصیتی را بر نوع سرمایه‌گذاری بررسی کردند و نتیجه گرفتند که برخی از ابعاد مختلف شخصیتی از جمله برون‌گرایی، سازگاری و وظیفه‌شناسی، بر نوع سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری می‌گذارد. همچنین پژوهش‌ها نشان می‌دهد روحیه شاد یا غمگین افراد می‌تواند در انتخاب سرمایه‌گذاری و به‌کارگیری تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها متفاوت عمل کند (ساندالی و همکاران ۱، ۲۰۱۲). اعتماد به نفس، مبارزه و امید، تمایل به ادامه سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد (براندین و گوستافسون، ۲۰۱۳). نگرش و احساسات همراه با تعاملات رفتاری ناشی از این نگرش‌ها، می‌تواند به مثابه عوامل دخیل در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری عمل کند (تود و ادواردز ۲، ۲۰۱۳).

بنابراین پژوهش به صورت زیر خواهد بود.

فرضیه ۱: ریسک بر حساسیت سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری با توجه به نقش میانجی نرخ بازگشت سرمایه تأثیرگذار است.

فرضیه ۲: ریسک بر رضایت سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری با توجه به نقش میانجی نرخ بازگشت سرمایه تأثیرگذار است.

۳- روش‌شناسی پژوهش

این مطالعه از لحاظ طبقه‌بندی پژوهش بر مبنای هدف از نوع کاربردی، از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب روش، از نوع توصیفی و از میان انواع پژوهش‌های توصیفی، از نوع همبستگی می‌باشد. رویکرد پژوهش نیز پس‌رویدادی (استفاده از داده‌های رویدادهای گذشته) است. به منظور انجام آزمون فرضیه‌ها، از روش تحلیل همبستگی و روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. جامعه مورد آزمون در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از ابتدای سال ۱۳۹۴ لغایت ۱۳۹۸ که اطلاعات آن‌ها در دسترس است می‌باشد. برای انتخاب نمونه از روش حذف سیستماتیک استفاده گردید به این شکل که از جامعه هدف، موسسات مالی و سرمایه‌گذاری و نیز شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در دسترس نمی‌باشد و همچنین سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نیست حذف گردیده‌اند. به این ترتیب تعداد ۹۰ شرکت (۴۵۰ سال-مشاهده) انتخاب و مورد بررسی قرار گرفت.

۳-۱- الگوهای اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

ریسک: احتمال انحراف بازده واقعی سرمایه‌گذاری از بازده پیش‌بینی شده آن، ریسک گفته می‌شود. ریسک همچنین شامل احتمال از دست رفتن همه یا بخشی از اصل سرمایه‌گذاری نیز می‌شود. برای سنجش ریسک سرمایه‌گذاری معیارهای متفاوتی وجود دارد. یکی از مهم‌ترین معیارهای این سنجش، انحراف معیار بازده تاریخی یا میانگین یک سرمایه‌گذاری است. با توجه به تعریف ریسک، می‌توان آن را با انحراف معیار مطابق رابطه زیر محاسبه کرد (گونددس ۳، ۱۹۷۳):

1 Sandali & et al.

2 Tod & Edwards

3Gonedes

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (r_i + \bar{r})^2}{n}}$$

که در آن با توجه به مفاهیم مالی، σ انحراف بازده واقعی یا ریسک، $\bar{r}_i$ بازده‌های واقعی، $\bar{r}$ میانگین بازده‌ها و n تعداد دوره‌ها می‌باشد. هرچه انحراف معیار نسبت به میانگین کوچک‌تر باشد، ریسک کمتر خواهد بود.

محاسبه نرخ بازگشت سرمایه: بازده سرمایه‌گذاری یا نرخ بازگشت سرمایه یا به اختصار ROI نسبتی است که سود حاصل از سرمایه‌گذاری را در قالب درصدی از هزینه اولیه محاسبه می‌کند. به عبارت دیگر، در قالب درصدی از هزینه خرید، حساب می‌کند که این سرمایه‌گذاری چقدر سودآوری داشته است. نرخ بازگشت سرمایه به سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد که هر یک تومانی که در هر پروژه‌ای سرمایه‌گذاری کرده‌اند، چقدر سود داشته است. سرمایه‌گذاران نه تنها برای ارزیابی چگونگی عملکرد سرمایه‌گذاری خود، بلکه برای مقایسه عملکرد سرمایه‌گذاری‌های مختلف در انواع و اندازه‌های متفاوت هم از این نسبت استفاده می‌کنند. نرخ بازگشت سرمایه، با کم کردن هزینه سرمایه‌گذاری از سود حاصل از آن و تقسیم آن بر هزینه سرمایه‌گذاری مطابق رابطه زیر محاسبه می‌شود (جورین ۲۰۰۱).

$$\text{هزینه سرمایه گذاری} - \text{سود حاصل از سرمایه گذاری} = \text{نرخ بازگشت سرمایه}$$

حساسیت سرمایه گذار: در این تحقیق متغیر مستقل رفتار سرمایه‌گذار (عکس‌العمل رفتاری) می‌باشد که از طریق شاخص عکس‌العمل رفتاری بازار سرمایه (EMSI) مورد سنجش قرار گرفته است که طبق رابطه زیر محاسبه می‌شود (پنمان ۲۰۰۳).

$$EMSI_{it} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_T)(R_{itv} - \bar{R}_v)}{[\sum (R_{it} - \bar{R}_T)^2 \sum (R_{itv} - \bar{R}_v)^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100, \quad -100 \leq EMSI \leq +100$$

در رابطه بالا، R_{it} بیانگر رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t ، R_{itv} رتبه نوسان‌پذیری تاریخی شرکت i در ماه t برای محاسبه نوسان‌پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل، R_T میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های پرتفوی و R_v میانگین رتبه نوسان می‌باشد.

۳-۱-۴- رضایت سرمایه گذار

برای اندازه‌گیری رضایت سرمایه‌گذار از نسبت سود پرداخت شده به سود مصوب استفاده می‌شود.

۴- مدل

۴-۱- آمار توصیفی

متغیرهای تحقیق مطابق روش‌های ذکر شده در بخش قبلی محاسبه گردیده‌اند. این متغیرها دارای مقیاس نسبی هستند. شاخص‌های گرایش به مرکز و پراکندگی متغیرهای تحقیق در جدول شماره (۴-۱) و رابطه همبستگی بین متغیرهای مورد مطالعه با یکدیگر در جدول شماره (۴-۲) نشان داده شده است.

جدول ۱- شاخص‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه تحقیق

متغیر	سال-مشاهده	میانگین	انحراف استاندارد	واریانس	چولگی	کشیدگی
درصد ریسک	۴۵۰	۰/۵۶۸۶۳	۱/۳۹۹۱۸	۲/۱۵۹	۱/۵۱۰	-۰/۰۲۰
میزان حساسیت صاحبان سهام	۴۵۰	۳/۱۱۴۳	۱/۷۹۸۴۷	۳/۲۳۵	۱/۶۰۱	۳/۲۴۶
ساختار سرمایه	۴۵۰	۳/۰۵۸۹	۱/۱۴۴۹۷	۲/۰۲۱	-۱/۰۷۷	۱/۸۶۹
درصد بازده دارایی	۴۵۰	۳/۲۳۰۴	۱/۰۹۸۹۳	۲/۰۱۰	-۰/۰۹۴	۰/۰۲۷
میزان رضایت صاحبان سهام	۴۵۰	۰/۶۲۲۴	۱/۲۴۳۷۲	۲/۰۵۹	۰/۹۴۹	۲/۳۳۳

اطلاعات موجود در جدول (۴-۱) نشان می‌دهد که هر یک از متغیرهای تحقیق ۴۵۰ سال-مشاهده شده دارد. متغیر درصد ریسک با میانگین ۰/۵۶۸ و انحراف استاندارد ۱/۳۹۹ چولگی به راست و کشیدگی منفی دارد. این متغیر بیانگر این است که به طور متوسط قیمت سهام شرکت‌های نمونه ۵۷ درصد درگیر ریسک هستند. متغیر میزان حساسیت صاحبان سهام با میانگین ۳/۱۱۴ و

انحراف استاندارد ۱/۷۹۸ چولگی به راست و کشیدگی مثبت دارد. متغیر ساختار سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها با میانگین ۳/۰۵۸ و انحراف استاندارد ۱/۱۴۴ چولگی به چپ و کشیدگی مثبت دارد. متغیر درصد بازده دارایی به کل دارایی‌ها با میانگین ۳/۲۲۰ و انحراف استاندارد ۱/۰۹۸ چولگی به چپ و کشیدگی مثبت دارد. متغیر میزان رضایت صاحبان سهام با میانگین ۳/۶۲۲ و انحراف استاندارد ۱/۲۴۳ چولگی به راست و کشیدگی مثبت دارد.

جدول ۲- نتایج رابطه و همبستگی متغیرهای مورد مطالعه با یکدیگر براساس شاخص پیرسون

متغیر	شاخص	β	ریسک	حساسیت صاحبان سهام	ساختار سرمایه	بازده دارایی	رضایت صاحبان سهام
B	همبستگی پیرسون	۱	۰/۱۸۵	-۰/۱۶۴	۰/۲۲۱	۰/۱۱۳	۰/۱۰۴
	سطح خطا		۰/۰۸۱	۰/۱۲۳	۰/۰۳۶	۰/۲۹۱	۰/۳۳۰
	تعداد	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰
ریسک	همبستگی پیرسون	۰/۱۸۵	۱	-۰/۲۹۳	-۰/۴۰۱	۰/۰۳۶	۰/۶۸۶
	سطح خطا	۰/۰۸۱		۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۷۳۳	۰/۰۰۰
	تعداد	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰
حساسیت صاحبان سهام	همبستگی پیرسون	-۰/۱۶۴	-۰/۲۹۳	۱	۰/۱۱۰	-۰/۰۳۹	-۰/۱۳۴
	سطح خطا	۰/۱۲۳	۰/۰۰۵		۰/۳۰۴	۰/۷۱۸	۰/۲۰۹
	تعداد	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰
ساختار سرمایه	همبستگی پیرسون	۰/۲۲۱	-۰/۴۰۱	۰/۱۱۰	۱	۰/۴۲۴	-۰/۴۴۰
	سطح خطا	۰/۰۳۶	۰/۰۰۰	۰/۳۰۴		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
	تعداد	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰
بازده دارایی	همبستگی پیرسون	۰/۱۱۳	۰/۰۳۶	-۰/۰۳۹	۰/۴۲۴	۱	-۰/۱۰۵
	سطح خطا	۰/۲۹۱	۰/۷۳۳	۰/۷۱۸	۰/۰۰۰		۰/۳۲۳
	تعداد	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰
رضایت صاحبان سهام	همبستگی پیرسون	۰/۶۸۶	۰/۱۳۴	۰/۴۴۰	۰/۱۴۹	۰/۱۳۴	۱
	سطح خطا	۰/۰۰۰	۰/۲۰۹	۰/۰۰۰	۰/۱۶۲	۰/۲۰۷	
	تعداد	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰	۹۰

۵- تجزیه و تحلیل داده‌ها و نتایج پژوهش

موضوع مورد تحقیق بررسی رابطه و تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته است. نتایج همبستگی بین متغیرهای تحقیق در توصیف و تحلیل داده‌ها نشان داده است که بین متغیرهای مستقل همبستگی معنی‌داری وجود دارد که این همبستگی‌ها موجب ایجاد رابطه هم‌خطی در رگرسیون چندگانه می‌شود. با آگاهی از موضوع تحلیل رگرسیون چندگانه انجام گرفته است.

۵-۱- روش تعیین مدل مناسب تخمین

گاهی اوقات داده‌هایی که ما با آن‌ها روبرو هستیم هم دربرگیرنده داده‌های سری زمانی و هم مقطعی می‌باشد. به چنین مجموعه‌ای از داده‌ها معمولاً پانلی از داده‌ها یا پانل دیتا شناخته شده است. در برآورد مدل پانل دیتا با دو حالت کلی روبرو هستیم. حالت اول این است که عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با مدل پول دیتا مواجه هستیم. حالت دوم

عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که به این حالت پانل دیتا گفته می‌شود. برای شناسایی دو حالت فوق از آزمونی به نام اف-لیمر استفاده می‌شود. بنابراین آزمون F-لیمر برای انتخاب بین روش‌های رگرسیون پول دیتا (تلفیقی) و رگرسیون با اثرات ثابت استفاده می‌شود.

۵-۱-۱- آزمون لیمر

نتایج حاصل از آزمون لیمر برای هر یک از فرضیه‌های تحقیق به شرح جدول ۴-۳ ارائه شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون لیمر

نتیجه	سطح خطا (احتمال)	آماره	
داده‌های تلفیقی	۰/۰۰۰	۳/۹۸	فرضیه اول
داده‌های تلفیقی	۰/۰۰۰	۳/۸۸	فرضیه دوم

با توجه به این که سطح احتمال آماره F لیمر برای تمام فرضیه‌های فرعی کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه صفر آزمون لیمر مبنی بر مناسب بودن استفاده از روش حداقل مربعات معمولی پولینگ را می‌توان رد کرد و بر این اساس، باید از روش داده‌های تلفیقی استفاده نمود.

۵-۱-۲- آزمون هاسمن

بعد از انجام آزمون F لیمر و انتخاب مدل اثرات ثابت مقطعی برای انتخاب روش آزمون داده‌ها از بین دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. بعد از این که مشخص شد ناهمگنی در مقاطع وجود دارد و تفاوت‌های فردی قابل لحاظ کردن است به منظور اینکه مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در آزمون هاسمن، فرضیه صفر به معنی این است که ارتباطی بین جزء اخلاص مربوط به عرض از مبدأ و متغیرهای توضیحی وجود ندارد و آن‌ها از یکدیگر مستقل هستند در حالی که فرضیه مقابل به این معنی است که بین جزء اخلاص مورد نظر و متغیرهای توضیحی با مشکل تورش و ناسازگاری مواجه می‌شویم. بنابراین بهتر است در صورت پذیرفته شدن فرض H1 از روش اثرات ثابت استفاده کنیم. تحت فرضیه H0، اثرات ثابت و اثرات تصادفی هر دوسازگار هستند ولی روش اثرات ثابت ناکارا است. در این آزمون، رد فرضیه صفر بیان‌گر استفاده از اثرات ثابت است. با توجه به این موضوع و در نظر گرفتن سطح احتمال آماره کای-دو در آزمون هاسمن، مدل‌های مربوط به آزمون هر یک از فرضیه‌های پژوهش به شرح جدول ۴-۴ آورده شده است.

جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن

نتیجه	سطح خطا (احتمال)	آماره	
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۴۲/۳۸	فرضیه اول
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۴۵/۲۸	فرضیه دوم

۵-۲- بررسی مفروضات رگرسیون خطی

همان‌طور که گفته شد، فرضیه‌های این تحقیق در قالب روابط رگرسیونی مشخص، مدل‌بندی شده است، لذا در این بخش، مفروضات رگرسیون خطی تحقیق، به شرح زیر مورد آزمون قرار خواهد گرفت:

۵-۲-۱- آزمون نرمال بودن متغیرها

بررسی نرمال بودن متغیرها، به وسیله آزمون کلموگروف-اسمیرنوف انجام شده است. بدیهی است که اگر بر اساس نتایج این آزمون، سطح خطا بالای ۰/۰۵ باشد، نرمال بودن متغیر مورد نظر تأیید می‌شود.

جدول ۵- نتایج آزمون کلموگروف- اسمیرنوف

متغیرهای وابسته مدل‌های رگرسیون	میانگین	منفی	مثبت	مطلق	خطا استاندارد	کلموگروف- اسمیرنوف	سطح معنی داری
قیمت هر سهم (ریال)	۳۹۰۹/۲۹۶۴	-۰/۱۷۸	۰/۱۷۳	۰/۱۷۸	۴۰۰۲/۵۳۳۳۵	۳/۷۳۳	۰/۸۷۶
سود هر سهم (ریال)	۳۵۰/۱۴۸۹	-۰/۱۲۱	۰/۱۰۰	۰/۱۲۱	۵۸۷/۰۱۲۹۳	۲/۵۷۷	۰/۵۴۳
حساسیت سرمایه گذاران	۲/۵۱۷۸	-۰/۱۵۰	۰/۱۵۵	۰/۱۵۵	۱/۳۶۳۱۸	۳/۲۸۰	۰/۰۹۱
رضایت سرمایه گذاران	۰/۵۵۸۴	-۰/۱۵۵	۰/۱۶۰	۰/۱۶۰	۱/۳۹۵۱۲	۳/۳۱۲	۰/۰۸۲
اهرم مالی (رتبه)	۱/۴۶۴۶	-۰/۴۶۷	۰/۴۶۷	۰/۴۶۷	۱۶/۴۸۳۵۲	۹/۹۱۷	۰/۰۷۶
اندازه شرکت (ریال)	۵/۸۷۳۵	-۰/۰۵۶	۰/۰۹۳	۰/۰۹۳	۰/۶۸۵۸۷	۱/۹۶۴	۰/۳۵۹
رشد شرکت (درصد)	۱/۰۱۷۵	-۰/۳۹۱	۰/۳۳۶	۰/۳۹۱	۹/۶۱۳۷۱	۸/۲۸۶	۰/۶۳

جدول ۶- نتایج آزمون کلموگروف- اسمیرنوف

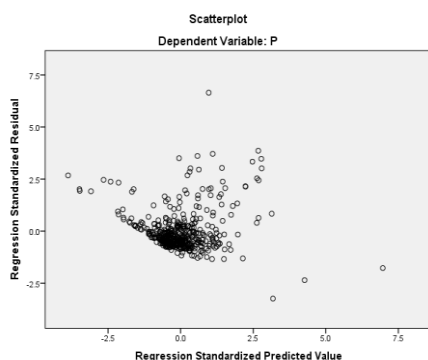
متغیرهای وابسته مدل‌های رگرسیون	کلموگروف- اسمیرنوف	سطح معنی داری
ریسک	۳/۷۳۳	۰/۸۷۶
نرخ بازگشت سرمایه	۲/۵۷۷	۰/۵۴۳
میزان حساسیت صاحبان سهام	۳/۲۸۰	۰/۰۹۱
میزان رضایت صاحبان سهام	۳/۳۱۲	۰/۰۸۲
اهرم مالی	۹/۹۱۷	۰/۰۷۶
درصد بازده دارایی	۱/۹۶۴	۰/۳۵۹
اندازه شرکت	۸/۲۸۶	۰/۶۳

همان گونه که مشاهده می‌گردد، مقادیر سطح خطا برای متغیرها کمتر از ۰/۰۵ نیست، بنابراین فرض صفر رد نمی‌گردد؛ یعنی توزیع این متغیرها نرمال است.

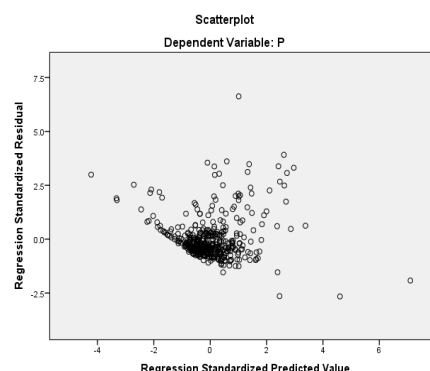
۵-۲-۲- آزمون مناسب بودن الگوی خطی و نداشتن نقاط نامربوط

باتوجه به اینکه نمودارهای پراکنش نشان دهنده الگوی مشخصی نمی‌باشد، مناسب بودن الگوی خطی و عدم وجود نقاط نامربوط تأیید می‌گردد. لازم به ذکر است که نمودار پراکنش داده‌های مدل بررسی فرضیه‌های تحقیق در شکل‌های زیر آورده شده است.

مطابق نمودار ۱ با توجه به اینکه پراکنش داده‌ها کم بوده و متمرکز می‌باشند داده‌های موردنظر نرمال است.
مطابق نمودار ۲ با توجه به این که پراکنش داده‌ها کم بوده و متمرکز می‌باشند داده‌های موردنظر نرمال است.



نمودار ۱- مناسب بودن الگوی خطی داده‌های مدل برای فرضیه اول



نمودار ۲- مناسب بودن الگوی خطی داده‌های مدل برای فرضیه دوم

۵-۲-۳- آزمون عدم خودهمبستگی داده‌ها

با توجه به توضیحات ارائه شده در فصل سوم، مقدار شاخص مذکور برای تمامی مدل‌های رگرسیون مربوط به آزمون فرضیه‌های تحقیق، در بازه ۱/۵ تا ۲ می‌باشد که نشان می‌دهد مسئله خودهمبستگی باقی‌مانده‌ها وجود ندارد؛ آماره دوربین و اتسون در جداول نتایج مربوط به هر فرضیه آورده شده است.

۵-۲-۴- آزمون همسانی واریانس‌ها

با توجه به توضیحات مطرح شده در فصل سوم و این که نمودار رسم شده مدل الگوی خاصی را نشان نمی‌دهند می‌توان به همسانی واریانس‌ها امیدوار بود.

۵-۳- آزمون فرضیه اول

جدول (۷) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول را ارائه می‌کند. براساس اطلاعات جدول (۴-۷) و با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسون بدست آمده (۱/۷۹) می‌توان اظهار کرد که خودهمبستگی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد. همچنین با توجه به میزان ضریب تعیین تعدیل شده، می‌توان اذعان داشت که متغیرهای مستقل در این مدل، قادر به توضیح ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته می‌باشند.

جدول ۷- نتایج حاصل از اجرای مدل رگرسیون برای فرضیه اول

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
ریسک	۰/۸۷	۲/۴۱	۰/۰۲۲
اندازه شرکت	۱۱۹۲/۴۲	۲/۰۵	۰/۰۰۰
نرخ بازگشت سرمایه‌گذاری	۸/۳۲	۰/۶۳	۰/۰۰۰
آماره F: ۵/۸۴		R2 تعدیل شده: ۰/۴۱	
معنی‌داری: ۰/۰۰۰		دوربین - واتسون: ۱/۷۹	
P<۰/۰۵			

همان گونه که از جدول فوق برمی‌آید، ضرایب ریسک (۰/۸۷) که با توجه به آماره t بدست آمده (۲/۴۱) و سطح معنی‌داری (۰/۰۲۲)، ضرایب رگرسیون محاسبه شده برای این دو متغیر در سطح خطای کمتر از ۵٪ معنی‌دار می‌باشد؛ از این رو فرض آماری H0 را می‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ رد کرد. بنابراین با توجه به نتایج به دست آمده می‌توان فرضیه H1 را مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین ریسک و حساسیت سرمایه‌گذاران در سطح خطای کمتر از ۵٪ تأیید کرد. همچنین با توجه به نرخ بازگشت سرمایه مشاهده می‌شود که هرچه نرخ بازگشت سرمایه افزایش داشته باشد حساسیت سرمایه‌گذاران نیز کمتر می‌شود و رابطه عکس دارد.

۵-۴- آزمون فرضیه دوم

قبل از بیان نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول، می‌توان آن را به صورت فرضیه‌های آماری زیر بیان کرد:
H0: ریسک بر رضایت سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
H1: ریسک بر رضایت سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار نیست.
جدول ۸ نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم را ارائه می‌کند. بر اساس اطلاعات جدول (۴-۸) و با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسون بدست آمده (۱/۹۱) می‌توان اظهار کرد که خودهمبستگی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد. همچنین با توجه به میزان ضریب تعیین تعدیل شده، می‌توان اذعان داشت که متغیرهای مستقل در این مدل، قادر به توضیح ۴۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته می‌باشند.

همان گونه که از جدول فوق برمی‌آید، ضرایب ریسک (۰/۹۳) که با توجه به آماره t به دست آمده (۲/۵۲) و سطح معنی‌داری (۰/۰۱۸)، ضرایب رگرسیون محاسبه شده برای این دو متغیر در سطح خطای کمتر از ۵٪ معنی‌دار می‌باشد؛ از این رو فرض آماری H0 را می‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ رد کرد. بنابراین با توجه به نتایج به دست آمده می‌توان فرضیه H1 را مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین ریسک و رضایت سرمایه‌گذاران در سطح خطای کمتر از ۵٪ تأیید کرد. همچنین با توجه به نرخ بازگشت سرمایه مشاهده می‌شود که هرچه نرخ بازگشت سرمایه افزایش داشته باشد رضایت سرمایه‌گذاران نیز بیشتر می‌شود و رابطه مستقیم دارد.

جدول ۸- نتایج حاصل از اجرای مدل رگرسیون برای فرضیه دوم

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
ریسک	۰/۹۳	۲/۵۲	۰/۰۱۸
رضایت سرمایه‌گذاران	۰/۱۹	۰/۰۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۱۱۷۹/۸	۲/۰۲	۰/۰۰۰
نرخ بازگشت سرمایه‌گذاری	۸/۸	۰/۶۷	۰/۰۰۰
آماره F : ۶/۳۶	R2 تعدیل شده : ۰/۴۳		
معنی‌داری : ۰/۰۰۰	دوربین - واتسون : ۱/۹۱		
P<۰/۰۵			

۶- بحث و نتیجه‌گیری

فرضیه اول در خصوص تأثیر ریسک بر حساسیت سرمایه‌گذاران مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل نشان داد بین ریسک و حساسیت سرمایه‌گذاران رابطه مثبت وجود دارد. یعنی هرچه ریسک بیشتر باشد حساسیت سرمایه‌گذاران نیز نسبت به سرمایه‌گذاری بیشتر است و بالعکس.

فرضیه دوم در خصوص تأثیر ریسک و رضایت سرمایه‌گذاران مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل نشان داد بین ریسک و رضایت سرمایه‌گذاران رابطه منفی وجود دارد. یعنی هرچه ریسک بیشتر باشد رضایت سرمایه‌گذاران نیز نسبت به سرمایه‌گذاری کمتر است و بالعکس.

ریسک همواره به عنوان مانعی بازدارنده بر سر راه سرمایه‌گذاران قرار داشته است. سرمایه‌گذارهای موفق مدیریت بصیرتی بر روی ریسک داشته‌اند. مدیریت ریسک مستلزم دانش فنی و حرفه‌ای و امکانات وسیع اطلاعاتی و پردازش آن می‌باشد که قطعاً در دسترس همه سرمایه‌گذاران نیست، لذا لازم است که بورس اوراق بهادار تهران با بهره‌گیری از متخصصین و تحلیل‌گران مالی امکانات لازم درخصوص مشاوره و همکاری و ارائه اطلاعاتی از قبیل میزان ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک شرکت‌های پذیرفته در بورس را در اختیار سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل قرار دهد.

از آنجا که تعیین بهترین تأمین مالی و یا به عبارت دیگر ساختار سرمایه از وظائف مدیران شرکت‌ها می‌باشد و با توجه به این که نتایج نشان داد که ریسک سیستماتیک و اهرم مالی هم‌سو یا هم‌جهت می‌باشند لذا به مدیران توصیه می‌گردد که هنگام تأمین مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت به اهرم مالی و شاخص ریسک توجه خاصی مبذول نمایند.

به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود در پذیرش و ارزیابی شرکت‌های کوچک، شاخص ارزش بازگشت سهام و ریسک موجود شرکت در این‌گونه شرکت‌ها را مد نظر قرار دهند.

اطلاعات گذشته می‌تواند مبنای مناسبی برای تصمیم‌گیری آینده باشد. به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از جمله سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که قبل از اتخاذ هرگونه تصمیمی مبنی بر این که درچه شرکتی سرمایه‌گذاری کنند، شاخص‌های نرخ بازگشت سرمایه و ریسک، از طریق نسبت معرفی شده در این تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند و شرکت‌هایی را انتخاب کنند که دارای نسبت بهتری می‌باشند.

سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند با توجه به نتایج این تحقیق و تحقیقات مشابه اطلاعات جامع‌تری را در خصوص شاخص‌های نرخ بازگشت سرمایه و ریسک برای سهام‌داران منتشر نماید.

بهتر است تحلیل‌گران مالی فعال در بازار سرمایه، مشاوران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در کنار تحلیل‌ها و تکنیک‌های معمولی که انجام می‌دهند، تحلیل‌های خاصی مبتنی بر نرخ بازگشت سرمایه و ریسک به عمل آورند.

بازار بورس اوراق بهادار نقش مهمی را در جذب سرمایه‌های اندک مردم و تأمین مالی شرکت‌ها فراهم می‌آورد. از آن‌جا که این بازارها در تخصیص منابع و سرمایه ملی نقش سازنده‌ای دارند، بنابراین مطلوبیت آن‌ها در جهت توسعه اقتصادی جامعه خواهد بود. افراد سعی می‌کنند تا با کسب اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس نسبت به خرید و یا فروش سهام اقدام کنند. بنابراین اطلاعات نقش تعیین‌کننده‌ای برای آن‌ها ایفا خواهد کرد.

با گسترش فناوری و دسترسی راحت و سریع به اطلاعات از طریق رایانه‌ها و شبکه‌های انتقال اطلاعات، موضوع استفاده از اطلاعات در تصمیم‌گیری، ابعاد تازه‌ای به خود گرفته است. از یک طرف شرکت‌ها و افراد به شیوه‌ای راحت‌تر به تبادل اطلاعات می‌پردازند و از طرف دیگر دست‌اندرکاران بازار سرمایه سریع‌تر به نیازهای اطلاعاتی افراد پاسخ می‌دهند. در این میان نقش

محققین و جامعه دانشگاهی در پیشرفت هرچه بهتر و بیشتر امور، غیرقابل انکار است. آن ها تلاش می کنند تا با مشاهده پدیده های بازار و ارایه نظرها و پیشنهادهای خود به پویایی و بهینه سازی بازار کمک کنند (فاما، ۱۹۹۲).

منابع

۱. بدری احمد، عزآبادی بهاره؛ ۱۳۹۴؛ "بررسی رفتار معاملاتی و عملکرد معاملاتی انواع سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران؛" تحقیقات مالی، دوره ۱۷، شماره ۱، صص ۳۸-۲۱
۲. جلیوند ابوالحسن، رستمی نوروزآباد مجتبی، رحمانی سامان؛ ۱۳۹۵؛ "شواهد اخیر از رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران: شواهد اولیه و بینش آینده؛" تحقیقات مالی، دوره ۱۸، شماره ۱، صص ۹۵-۱۲۵
۳. جهانگیری راد مصطفی، مرفوع محمد، سلیمی محمد جواد؛ ۱۳۹۳؛ "بررسی رفتار گروهی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران؛" مطالعات تجربی حسابداری مالی شماره ۴۲، صص ۱۴۱-۱۵۸
۴. خرازی، علینقی (کمال)، ۱۳۸۳، راهنمای روان شناسی شناختی و علم شناخت، نشر نی
۵. راعی، رضا، ربیعی، ریحانه، ۱۳۹۴، بررسی عوامل تأثیرگذار بر بازدهی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نوسان غیرسیستماتیک جریان نقد، بورس اوراق بهادار سال هشتم تابستان شماره ۳۰
۶. کمالی اردکانی محسن، رجبی قیری علی؛ ۱۳۹۴؛ "بررسی آثار روانشناختی و عوامل موثر بر درک سرمایه گذاران از ریسک در بورس اوراق بهادار تهران؛" فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی، سال سوم، شماره ۱۰، صص ۱۲۵-۱۴۲
۷. کیمیگری، علی محمد، غلامرضا اسلامی بیدگلی، مهدی اسکندری، ۱۳۸۶؛ "بررسی رابطه بین ریسک و بازده در بورس تهران بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ؛" تحقیقات مالی دوره ۹؛ شماره ۲۳؛ صص ۶۱-۸۲
۸. لاجوردی مهسا، فاضل علی؛ ۱۳۹۴؛ "ارزیابی تأثیر تیپ شخصیتی بر نوع سرمایه گذاری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران؛" دومین همایش بین المللی مدیریت و فرهنگ توسعه
۹. یحیی زاده فر محمود، خرم دین جواد، ۱۳۸۷، نقش عوامل نقد شوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی شماره ۵۳
۱۰. یزدانی ناصر، مشتاقی یوسف؛ ۱۳۹۵؛ "بررسی و شناخت تأثیر عوامل روان شناختی با رویکرد خطاهای ادراکی بر فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران فردی؛" تحقیقات مالی، دوره ۱۸، شماره ۴، صص ۷۳۵-۷۵۲
11. Bucciol Alessandro, Miniacy Raffaele, Sergio Pastorello; 2017; "Return Expectations and Risk Aversion Heterogeneity in Household Portfolios"; Journal of Empirical Finance.
12. Chandani Arti, Ratnalikar Vijay Anant, Bhatia Ankita, Mehta Mita; September 2020; "An empirical study to analyze the human behavioral aspects on individual financial decisions based on Indian context"; Materials Today: Proceedings.
13. Cheong Chee Seng, Tan Gary, Zurbrugg Ralf; May 2020; "Risk-Relevant Early Life Experiences and Individual Trading Activity"; Finance Research Letters.
14. Chew Elaine Yin Teng, Jahari Siti Aqilah; February 2014; "Destination image as a mediator between perceived risks and revisit intention: A case of post-disaster Japan"; Tourism Management Volume 40, PP 382-393.
15. Dave Bergera, Turtle H.J.; April 2012; "Cross-sectional performance and investor sentiment in a multiple risk factor model"; Journal of Banking & Finance, Volume 36, Issue 4; PP 1107-1121.
16. Dufwenberg Martin, Kirchsteiger Georg; May 2004; "A theory of sequential reciprocity"; Games and Economic Behavior, Volume 47, Issue 2; PP 268-298.
17. Ganzach Yoav, Wohl Avi; "Behavioral Theory of the Effect of the Risk-Free Rate on the Demand for Risky Assets"; June 2018; Journal of Behavioral and Experimental Economics.
18. Gao Xiang, Sun Li; 2021; "Modeling retirees' investment behaviors in the presence of health expenditure risk and financial crisis risk"; Economic Modelling 94; PP: 442-454.
19. Grable John E., Joo So-Hyun, Kruger Michelle, February 2021, "Risk tolerance and household financial behaviour: A test of the reflection effect"; IIMB Management Review.

20. Hoffmann Arvid O.I. , Ketteler Dana; 2015;"How experiences with trading a company's stock influence customer attitudes and purchasing behavior"; International Journal of Bank Marketing, Vol. 33 No. 7, pp. 963-992.
21. Kim Kenneth A.,Nofsinger John R.; January 2008; "Behavioral finance in Asia"; Pacific-Basin Finance Journal, Volume 16, Issues 1–2, PP 1-7.
22. Nasic Alen, Weber Martin; July 2007;"Determinants of risk taking behavior : the role of risk attitudes, risk perceptions and beliefs";SonderForSchungsbereich 504,No. 07-56.
23. Pennings, J. M., & Wansink, B. (2004). "Channel contract behavior: The role of risk attitudes, risk perceptions, and channel members' market structures." The Journal of Business, 77(4), 697-724.
24. Weber Elke U.,Milliman Richard A. ;February 1997; "Perceived Risk Attitudes: Relating Risk Perception to Risky Choice"; MANAGEMENT SCIENCE/Vol. 43, No. 2; PP 123-144.
25. Yurttadur Mustafa ,Ozcelik Havva ; 2019; "Evaluation of the Financial Investment Preferences of Individual Investors from Behavioral Finance: The Case of Istanbul"; Procedia Computer Science 158;PP: 761-765.



پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی

فصلنامه علمی تخصصی پژوهش
در حسابداری و علوم اقتصادی