

پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی

فصلنامه علمی تخصصی پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی
سال سوم، شماره ۴ (پیاپی ۹)، زمستان (دی) ۱۳۹۸، جلد یک
ISSN: 2645-4408

تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر مدیریت سود شرکت‌های
پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار
ابوالفضل مولوی، فیروز وفايي منش، فرزین خوشکار

بررسی تأثیر رقابت در بازار محصله‌ها بر رابطه بین
فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های
پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
فرزین خوشکار، داوود گرجی زاده، مریم همتی

بررسی تأثیر کمیته حسابرسی و کیفیت حسابرسی بر
کاهش هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته شده
بورس اوراق بهادار تهران
فرزین خوشکار حامد سایه وند، محمد مهدی تقوی، مجید ابروانی

مدیریت سود، ساختار سرمایه و نقش مالکان نهادی
شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران
فرزین خوشکار، رؤیا رجبی، میترا سلیمانی

تأثیر قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام با در
نظر گرفتن نقش رشد
فرزین خوشکار، علیرضا امیریان، رضا جودکی

پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی

فصلنامه علمی تخصصی پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی

سال سوم، شماره ۴ (پیاپی ۹)، زمستان (دی) ۱۳۹۸

ISSN: 2645-4408

صاحب امتیاز و مدیر مسئول:

مهرداد فتاحی

زیر نظر شورای سردبیری

مدیر داخلی: منیژه ملائی

اعضای شورای علمی تحریریه:

دکتر منصور زراء نژاد، عضو هیئت علمی دانشگاه چمران اهواز

دکتر منصور مهینی زاده، عضو هیئت علمی دانشگاه یزد

دکتر روح اله بیات، عضو هیئت علمی دانشگاه امام خمینی

دکتر عبدالمجید آهنگری، عضو هیئت علمی دانشگاه شهید چمران

دکتر مهدی ذوالفقاری، عضو هیئت علمی دانشگاه تربیت مدرس

دکتر علیرضا عرفانی، عضو هیئت علمی دانشگاه سمنان

دکتر حسین عظیمی، عضو هیئت علمی دانشگاه زنجان

دکتر وحید محمودی، عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی قزوین

دکتر اسماعیل رمضان پور، عضو هیئت علمی دانشگاه گیلان

دکتر مسعود طاهری نیا، عضو هیئت علمی دانشگاه لرستان

دکتر بهروز کاردان، عضو هیئت علمی دانشگاه فردوسی مشهد

دکتر عبدالمحمد کاشیان، عضو هیئت علمی دانشگاه سمنان

دکتر محمدمامید اخگر، عضو هیئت علمی دانشگاه کردستان

دکتر محسن حمیدیان، عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی تهران

دکتر محبوبه فراهتی، عضو هیئت علمی دانشگاه سمنان

دکتر حسین کاظمی، عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی قزوین

دکتر نرجس زمانی، عضو هیئت علمی دانشگاه گیلان



۰۲۱ ۳۳ ۲۰ ۲۴ ۸۷

۰۲۶ ۳۴ ۴۳ ۶۹ ۵۹



۰۲۱ ۴۳ ۸۵ ۷۱ ۲۴

نشانی: کرج، بلوار امام خمینی (باغستان)، بین
خیابان پنجم و ششم، روبروی مجموعه ورزشی
انقلاب، پلاک ۷۳۵، ساختمان پرند، واحد ۱

انتشارات هنر و علوم دانشگاهی
تهران، افسریه، ۱۵ متری اول، کوچه ۲۸،
پلاک ۲۹۳ تلفن: ۰۲۶۳۴۴۳۶۹۵۹

۱۳۹۸

فراخوان پذیرش مقاله

دانش اقتصاد پایه اصلی توسعه در این سرزمین است. حسابداری نیز مفاهیم و رویدادهای مالی و اقتصادی را به عدد تبدیل می‌کند؛ از اینرو همواره ارتباط ژرفی میان این دو حوزه کلیدی وجود دارد. در نظریه‌های جدید رشد اقتصادی، دانش به عنوان نوعی متغیر برونزا (در اقتصاد) به شمار نمی‌رود، بلکه بخش اصلی و کلیدی نظام اقتصادی محسوب می‌شود. گذر به اقتصاد دانش‌بنیان جز از مسیر پژوهش نمی‌گذرد و آنچه امروز جامعه علمی و اجرایی کشور بدان نیازمند است انتشار نتایج این پژوهش‌ها است.

با این نگاه نشریه «پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی» با همکاری علمی اساتید برجسته دانشگاه‌های کشور به انتشار مقالات تخصصی در زمینه حسابداری و اقتصاد می‌پردازد. از اینرو از تمام اساتید، صاحب‌نظران، کارشناسان، دانشجویان و پژوهشگران دعوت می‌نماید 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 به نشریه کافی است تا در وبسایت ثبت‌نام نموده و با ورود به پنل کاربری، مقاله خود را ثبت کنید. پس از بررسی اولیه و داوری علمی از طرف تحریریه جهت انتشار مقاله با نویسندگان رابط تماس گرفته خواهد شد.

محورهای نشریه پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی

پژوهش‌های حسابداری:

- تئوری‌ها و نظریات حسابداری
- مباحث نوین در حسابداری و حسابرسی
- پژوهش‌های کاربردی در حسابداری و حسابرسی
- بورس، مدیریت مالی، سرمایه‌گذاری و حسابداری
- جایگاه حسابداری و حسابرسی در توسعه اقتصادی
- آموزش و اخلاق حرفه‌ای در حسابداری، حسابرسی
- سیستم‌های اطلاعات حسابداری
- حسابداری مالیاتی و حسابداری مدیریت
- صنعت، تولید و حسابداری مدیریت
- استانداردهای حسابداری و حسابرسی
- مطالعات میان‌رشته‌ای در حسابداری

پژوهش‌های علوم اقتصادی:

- اقتصاد خرد، اقتصاد کلان و اقتصادسنجی
- اقتصاد اسلامی، برنامه‌ریزی و نظام‌های اقتصادی
- اقتصاد، توسعه و مطالعات اقتصادی ایران
- اقتصاد محیط‌زیست، منابع طبیعی و انرژی
- تاریخ تئوری‌ها، نظریات و سیاست‌های اقتصادی
- مدل‌سازی و پیش‌بینی در بازارهای اقتصادی
- اقتصاد مالی، بانکداری و نظام پولی
- اقتصاد مقاومتی، کارآفرینی و اشتغال‌زایی
- اقتصاد و تجارت الکترونیک و بین‌الملل
- اقتصاد تولید و اقتصاد صنعتی
- مطالعات میان‌رشته‌ای در اقتصاد

فهرست مقالات

عنوان مقاله	صفحه
تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ابوالفضل مولوی، فیروز وفايي منش، فرزین خوشکار	۱
بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فرزین خوشکار، داوود گرجی زاده، مریم همتی	۹
بررسی تأثیر کمیته حسابرسی و کیفیت حسابرسی بر کاهش هزینه های نمایندگی در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران فرزین خوشکار حامد سایه وند، محمد مهدی تقوی، مجید ایروانی	۲۳
مدیریت سود، ساختار سرمایه و نقش مالکان نهادی شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران فرزین خوشکار، رؤیا رجبی، میترا سلیمانی	۳۵
تأثیر قابلیت های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام با در نظر گرفتن نقش رشد فرزین خوشکار، علیرضا امیریان، رضا جودکی	۵۳

سخن نخست

از وظایف اصلی نشریات پژوهشی نشر آخرین یافته‌ها و مطالعات در زمینه‌های تخصصی است؛ اما نشریات علمی-تخصصی با توجه به گستره وسیع‌تر عملکردی و فراغت نسبی از قیود جاری در حوزه نشریات دانشگاهی، می‌توانند علاوه بر انجام رسالت پژوهشی خود در انتشار یافته‌های علمی؛ با نگاه به زمینه‌های اجتماعی و مطالبات دانشگاهی، رویکردهای جدیدی اتخاذ کنند.

موسسه مطبوعاتی مطالعات کاربردی شباک، علاوه بر نشر پژوهش‌های برتر دانشگاهی، حمایت از پژوهش‌های دانشجویی و پژوهشگران جوان را نیز جزء رسالت‌های خود می‌دانند. از این‌رو به منظور ارج نهادن به تلاش‌های علمی دانشجویان این سرزمین، برخی از شماره‌های نشریات را به صورت ویژه به انتشار مقالات دانشجویان می‌پردازد. در این شماره به همت جناب آقای دکتر فرزین خوشکار، از اساتید جوان و فرهیخته گروهی از دانشجویان ایشان موفق به تدوین مقالات تخصصی در قالب‌های پژوهش‌های گروهی شدند. از این‌رو در شماره جاری فصلنامه پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی در یک شماره به صورت ویژه به انتشار این مقالات به صورت ویژه منتشر شده است. امیدوارم این شماره فتح باب همکاری علمی تحریریه نشریه با مدرسین و اساتیدی باشد که مایل‌اند تلاش‌های پژوهشی دانشجویان در یک بستر علمی فاخر منتشر شود.

در انتها لازم می‌دانم از مدیرمسئول محترم فصلنامه جناب آقای دکتر مهرداد فتحی و اعضای محترم شورای سردبیری تشکر کنم که با مساعدت خود در روند ارزیابی این مقالات، انتشار این شماره ویژه را میسر نمودند. همچنین از جناب آقای دکتر فرزین خوشکار به و گروه حسابداری موسسه آموزش عالی ناصر خسرو که با پیگیری و هدایت دانشجویان، فرآیند تدوین و اصلاح مقالات را با سرعت و دقت بالایی به سرانجام رسانیدند.

میلاذ فتحی

مدیرمسئول موسسه مطبوعاتی

مطالعات کاربردی شباک

تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار

ابوالفضل مولوی^{۱*}، فیروز وفایی منش^۲، فرزین خوشکار^۳

کد مقاله: ۶۷۷۵۵

چکیده

پژوهش حاضر با موضوع تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار صورت پذیرفت. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی می‌باشد و از نظر ماهیت اجرا از نوع پس رویدادی می‌باشد. پژوهش حاضر جامعه مورد مطالعه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۷ می‌باشد. در این پژوهش جهت گردآوری اطلاعات از اسناد و مدارک و داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۷ و دارای ویژگی‌های ذیل می‌باشند استفاده گردید. در این پژوهش، برای آزمون فرضیه تحقیق از داده‌های ترکیبی استفاده شد. در روش داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش‌های تابلویی و تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در تمامی تحلیل‌های آماری از نرم‌افزار Eviews استفاده و در نهایت فرضیه‌های پژوهش از طریق آزمون t و F فیشر مورد آزمون قرار گرفت. نتایج نشان داد با توجه به ضریب شاخص ترکیبی عدم تقارن اطلاعاتی (IAindex) و سطح اهمیت مربوط، فرضیه پژوهش دال بر تأثیر معنادار عدم تقارن اطلاعاتی بر سطح مدیریت سود در سطح اطمینان ۰.۹۵ تأیید می‌گردد. در میان متغیرهای کنترل نیز تنها متغیر سایز شرکت (Size) دارای تأثیری منفی و معنادار بر سطح مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

واژگان کلیدی: عدم تقارن اطلاعاتی، مدیریت سود، میزان رشد فروش، نسبت بدهی

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران (مسئول مکاتبات) a.molavi411@gmail.com

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران

۳- مدرس گروه حسابداری - مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران

۱- مقدمه

در بازار سرمایه، هنگامی که سرمایه‌گذاران اطلاعات متفاوتی درباره اوراق بهادار یا مکانیزم‌های بازار دارند، شناخت آن‌ها از یک وضعیت متفاوت خواهد بود و به عبارت دیگر عدم تقارن اطلاعات (نابرابری فرصت) وجود دارد. این موضوع، مسیری را دنبال می‌کند که مدل‌های اقتصادی اطلاعات مطرح می‌کند که نشان می‌دهد عدم تقارن اطلاعات دلیل اصلی تعدیل‌های متفاوت و سیستماتیک بازده بر اساس ریسک، توسط سرمایه‌گذاران است؛ یعنی برابری فرصت زمانی بدست می‌آید که به کلیه سرمایه‌گذاران، اطلاعات مساوی داده شود، چون در این حالت بازده مورد انتظار تعدیل شده بر اساس ریسک در بین سرمایه‌گذاران یکسان خواهد بود (وانک‌تیش و چیانگ^۱، ۱۹۸۶). آنچه در بازارهای سرمایه باید مورد توجه قرار گیرد این است که بسیاری از افرادی که اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، مردم عادی هستند که تنها راه دسترسی آن‌ها به اطلاعات مهم، اطلاعاتیهایی است که از جانب شرکت‌ها منتشر می‌شود. در بازارهای سرمایه‌ای که تعداد افراد دارای اطلاعات محرمانه زیاد هستند و یا این افراد از مزیت اطلاعاتی بالایی برخوردار می‌باشند، احتمال عدم تقارن اطلاعات یا نابرابری افزایش می‌یابد. اندازه بازار به نوبه خود، هزینه معاملات اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ بنابراین وسعت عدم تقارن اطلاعات، با میزان هزینه‌های معامله رابطه مستقیم خواهد داشت (آمیهود و مندلسون^۲، ۱۹۸۰).

در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بروز پدیده مدیریت سود تسهیل می‌شود، زیرا مدیران می‌توانند در جهت افزایش منافع خود با هزینه سهام‌داران، فرصت‌طلبی بیشتری داشته باشند. در حقیقت سهام‌داران نمی‌توانند به‌طور کامل عملکرد شرکت را مشاهده کنند و به همین دلیل در محیطی که اطلاعات کم‌تری نسبت به مدیریت دارند، تصمیم‌گیری می‌کنند. در چنین محیطی مدیران بهتر قادرند سودهای گزارش شده را مدیریت کنند. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی زیاد است، ذی‌نفعان منابع، انگیزه یا دسترسی به اطلاعات مربوط برای نظارت بر عملکرد و اعمال مدیران را ندارند، بنابراین پدیده مدیریت سود شایع‌تر است. مدل‌های تحلیلی نشان داده‌اند که وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهام‌داران شرط ضروری برای عملیات مدیریت سود است. علاوه بر این ریچاردسون (۲۰۰۰) شواهد تجربی ارائه نمود مبنی بر این که هر چه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سهام‌داران بیشتر باشد، احتمال مدیریت اقلام تعهدی بیشتر است. او مدعی شد که میزان عدم تقارن اطلاعاتی که از طریق دامنه خرید و فروش و پراکندگی پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران اندازه‌گیری شده، با درجه مدیریت سود رابطه مثبت دارد. کنگ و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهش خود با عنوان محیط اطلاعاتی شرکت و مدیریت سود به صورت تجربی به بررسی تأثیر درجه عدم تقارن اطلاعاتی، پوشش اخبار تجاری و پوشش تحلیل‌گران بر مدیریت سود پرداختند. نتایج آن‌ها بیانگر این مطلب بود که میزان مدیریت سود به رابطه مثبت و معناداری با سطح عدم تقارن اطلاعاتی دارد (یاباجانی، ۱۳۹۳). لذا در این مقاله به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار پرداخته می‌شود.

۲- بیان مسئله

تحقیقات و تحلیل‌های همه‌جانبه‌ای بازارهای اوراق بهادار و نتیجه‌گیری صحیح می‌تواند سرعت رشد و شکوفایی این بازارها را تحقق بخشد. بورسه‌ای معتبر دنیا نشان داده‌اند که در تأمین و جمع‌آوری سرمایه موفق بوده و این حاصل اعتماد سهام‌داران به بازارهای سرمایه و کارایی بازار است، به نحوی که مطمئن هستند که سرمایه‌های آن‌ها به هدر نرفته و سودهای معقولی به ارمغان می‌آورد. تحقیق پیرامون معقوله‌های مختلف موثر بر بازار سهام می‌تواند به تصمیم‌گیری صحیح سهام‌داران کمک کند و تخصیص بهینه‌ی منابع اقتصادی به نحو مطلوب‌تری صورت گرفته و وضع سرمایه‌گذاری بهتر گردد (قائمی و همکاران، ۱۳۹۴). نقدشوندگی سهام تحت تأثیر حجم معاملات و تعداد دفعات معاملات می‌باشد. قدرت نقدشوندگی شرکت را می‌توان از عواملی همچون حجم معاملات شرکت، تعداد سهام مبادله شده، دفعات مبادله، تعداد خریدار شناسایی کرد (تهرانی و آبی، ۱۳۸۸). شرکت‌هایی که سهم بیشتری از بازار را تصاحب می‌کنند جریان‌های نقدی پایدارتری دارند. این امر بدلیل توانایی این شرکت‌ها در تعیین قیمت محصولات و تولیدات در یک بازار رقابتی محصول می‌باشد. در واقع این شرکت‌ها، توانایی رهبری قیمت در بازار را دارند. (کاله ولون، ۲۰۱۶). نقدشوندگی یکی از کارکردهای اصلی بورس اوراق بهادار است و سرمایه‌گذاران همواره خواستار سهدای هستند که بتوانند با کمترین هزینه ممکن آن را معامله کنند (سعیدی و دادار، ۱۳۸۸). سرمایه‌گذاران به دلیل ریسک جدا نشدن سرمایه‌گذاری، انتظار بازده دارند. لذا برای سرمایه‌گذاران، آگاهی از ریسک و بازده سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است... تحقیق حاضر به دنبال آزمون تجربی یکی از پیش‌شرط‌های تئوریک اصلی مدیریت سود یعنی وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران است از این رو در این پژوهش بدنبال این می‌باشد که آیا عدم تقارن اطلاعاتی بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؟

1- Venkatesh and Chiang

2- Amihud and Mendelson

۳- مبانی نظری تحقیق

۳-۱- عدم تقارن اطلاعاتی

در بازار سرمایه، هنگامی که سرمایه‌گذاران اطلاعات متفاوتی درباره اوراق بهادار یا مکانیزم‌های بازار دارند، شناخت آن‌ها از یک وضعیت متفاوت خواهد بود و به عبارت دیگر عدم تقارن اطلاعات (نابرابری فرصت) وجود دارد. این موضوع، مسیری را دنبال می‌کند که مدل‌های اقتصادی اطلاعات مطرح می‌کند که نشان می‌دهد عدم تقارن اطلاعات دلیل اصلی تعدیل‌های متفاوت و سیستماتیک بازده بر اساس ریسک، توسط سرمایه‌گذاران است؛ یعنی برابری فرصت زمانی بدست می‌آید که به کلیه سرمایه‌گذاران، اطلاعات مساوی داده شود، چون در این حالت بازده مورد انتظار تعدیل شده بر اساس ریسک در بین سرمایه‌گذاران یکسان خواهد بود (وانگ^۱ و چیانگ^۲، ۱۹۸۶). آنچه در بازارهای سرمایه باید مورد توجه قرار گیرد این است که بسیاری از افرادی که اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، مردم عادی هستند که تنها راه دسترسی آن‌ها به اطلاعات مهم، اطلاعیه‌هایی است که از جانب شرکت‌ها منتشر می‌شود.

یک نمونه از این نوع اطلاعیه‌ها را می‌توان اعلان سود برآوردی هر سهم دانست که در آن سود پیشنهادی هر سهم از جانب شرکت پیش‌بینی شده و به اطلاع عموم رسانده می‌شود. حال اگر در بین سرمایه‌گذارانی که در بازارهای سرمایه مشغول فعالیت بوده، افرادی باشند که از نظر اطلاعاتی نسبت به سایرین در موقعیت بهتری قرار داشته باشند و به عنوان مثال از اعلان‌هایی که قرار است درباره سود صورت پذیرد مطلع باشند قادر خواهند بود تا بر عرضه و تقاضای بازار تأثیر گذاشته و به اصطلاح، منجر به بروز شکاف قیمت‌ها شوند (قائم و وطن پرست، ۱۳۸۴، ص ۸۶).

در بازارهای سرمایه‌ای که تعداد افراد دارای اطلاعات محرمانه زیاد هستند و یا این افراد از مزیت اطلاعاتی بالایی برخوردار می‌باشند، احتمال عدم تقارن اطلاعات یا نابرابری افزایش می‌یابد. اندازه بازار به نوبه خود، هزینه معاملات اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ بنابراین وسعت عدم تقارن اطلاعات، با میزان هزینه‌های معامله رابطه مستقیم خواهد داشت (آمیهود و مندلسون^۳، ۱۹۸۰).

در مدل کیم و ورچیا^۴ (۱۹۹۴)، برخی افراد مطلع در بازار از قبیل سهامداران عمده، اطلاعات عمومی (مانند اعلان سود) را به سمت اطلاعات محرمانه سوق می‌دهند. بدیهی است که این افراد دارای مزیت اطلاعاتی نسبت به سایرین هستند و از این رو قادرند تا ارزیابی بهتری نسبت به عملکرد موسسه از طریق اعلان سود داشته باشند. البته تمرکز اصلی آن‌ها بر چگونگی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی در مبادلات افراد مطلع، پیرامون زمان اعلام سود است. از نظر آن‌ها اعلام سود منجر به افزایش حجم مبادلات و گسترش عدم تقارن اطلاعات می‌شود. بر اساس تحلیل‌های تئوریک و شواهد تجربی، افزایش عدم تقارن یا نابرابری اطلاعات، با کاهش تعداد معامله‌گران، هزینه‌های زیاد معاملات، نقدینگی پایین اوراق بهادار و حجم کم معاملات رابطه دارد و در مجموع منجر به کاهش سودهای اجتماعی ناشی از معامله می‌شود.

در مدل دیاموند و ورچیا^۵ (۱۹۹۱)، سهامی که دارای نقد شوندگی بیشتری هستند، هزینه سرمایه‌ای پایین‌تری دارند، در نتیجه اثر پیش‌بینی سود توسط مدیران بر نقدینگی شرکت‌ها می‌تواند همبستگی مهمی با تقویت اثرات پیش‌بینی سود توسط مدیران بر هزینه سرمایه‌ای شرکت‌ها داشته باشد. همچنین آن‌ها نشان دادند که از طریق افشای اطلاعات می‌توان عدم تقارن اطلاعات را کاهش و نقدینگی را افزایش داد.

زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای سهام مورد نظر قایل می‌شوند متفاوت خواهد بود. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت (قائم و وطن پرست، ۱۳۸۴، ص ۸۶).

۳-۲- مدیریت سود

مدیریت سود موضوع بسیاری از پژوهشات حسابداری بوده، لیکن تاکنون تعریف واحدی از آن ارائه نشده است و از دیدگاه‌های مختلف تعاریف متعددی از آن بعمل آمده است. هیلی و وال^۶ (۱۹۹۹)، مدیریت سود را به اینصورت تعریف می‌کنند: «قضاوت در گزارشگری مالی و شکلهی معاملات به منظور دستکاری گزارشات مالی با هدف گمراه نمودن برخی افراد ذینفع در رابطه با عملکرد اقتصادی شرکت و یا تأثیرگذاری بر نتایج قراردادهایی که به ارقام حسابداری گزارش شده بستگی دارند.» اسکات (۱۹۹۷) به مدیریت سود به عنوان اختیار شرکت در انتخاب سیاست‌های حسابداری برای دستیابی به برخی اهداف

1 Venkatesh and Chiang

2 Amihud and Mendelson

3 Kim and Verrecchia

4 Diamond and Verrecchia

5 Healy & Wallen

خاص مدیر، اشاره می کند. به نظر دچو و همکاران^۱ (۱۹۹۶) و ویلد^۲ (۱۹۹۶) مدیریت سود شکلی از دستکاری سود است که احتمال احتمال دارد قابلیت اتکای سودها را کاهش دهد. هرچه سودها قابلیت اتکای کمتری داشته باشد حاوی اطلاعات مفید کمتری نیز هستند. از سوی دیگر، زمانی که مدیریت سود فرصت طلبانه با استفاده از سیستم های نظارتی کنترل شود، سودهای حسابداری قابل اتکاتر بوده و حاوی اطلاعات مفیدتری هستند.

فرنل^۳ (۱۹۹۶) دستکاری سود توسط مدیریت به منظور دستیابی به قسمتی از پیش داورهای مربوط به «سود مورد انتظار» (مانند پیش بینی های تحلیل گران، برآوردهای قبلی مدیریت و یا کاهش پراکندگی سودها) را به عنوان مدیریت سود، تعریف می کند. کلاگ^۴ (۱۹۹۱) دو انگیزه اصلی برای مدیریت سود تعریف می کند: تشویق سرمایه گذاران برای خرید سهام شرکت و افزایش ارزش بازار شرکت. اسکیرپ^۵ (۱۹۸۹) مدیریت سود را گزارشگری مالی جانبدارانه و همراه با سوءگیری که بر اساس آن مدیران از روی تعمد و با تصمیم قبلی، در فرایند تصمیم گیری مالی مداخله می کنند تا برخی منافع خاص را عاید خود سازند، تعریف می کند. دی جورج و همکاران (۱۹۹۶)، مدیریت سود را بعنوان نوعی دستکاری مصنوعی سود توسط مدیریت جهت حصول به سطح مورد نظر سود برای برخی تصمیمات خاص، تعریف می کنند. به نظر ایشان، انگیزه اصلی مدیریت سود در واقع مدیریت تصور سرمایه گذاران در مورد واحد تجاری است. هرچند که این تعریف ها در سطح وسیعی مورد پذیرش است، اما کاربرد عملیاتی این تعریف ها کمی دشوار است، زیرا موضوع اصلی قصد، نیت و انگیزه مدیریت است که قابل مشاهده نیست. در ادبیات حسابداری ارائه تعریف روشن از مدیریت سود دشوار است، زیرا مرز بین مدیریت سود و تقلب های مالی مشخص نمی باشد. اگرچه برای حد نهایی مدیریت سود که همانا تقلب محسوب می شود تعریف مشخصی (بر حسب انگیزه مدیر) وجود دارد.

۴- پیشینه پژوهش

کوچکی (۱۳۹۵) در تحقیق خود سعی کرده است که زمان بندی فروش دارایی و در نتیجه سود حاصل از آن به عنوان یکی از ابزارهای هموارسازی سود مطرح و مورد آزمون تجربی قرار گیرد تا از این طریق به این سوال پاسخ داده شود که آیا مدیران شرکت ها از ابزار مزبور به منظور هموارسازی سود استفاده می کنند؟. جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۲ بوده است. نتایج پژوهش بیانگر آن است که سود حاصل از فروش دارایی ها، تغییرات موقتی سود را هموار نساخته است. به عبارت دیگر، یافته های این تحقیق نشان می دهد که سود حاصل از فروش دارایی ها در شرکت هایی که کاهش در سود سالانه (به استثنای اثرات فروش دارایی) دارند، عمدتاً بیشتر از شرکت های دارای افزایش سود سالانه نیست.

رخشانی (۱۳۹۵) در تحقیق خود، به بررسی شناسایی زمان بندی فروش دارایی ها و هزینه های مالی به عنوان ابزارهای مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخت. جامعه آماری تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۴-۱۳۹۴ بود. نتایج حاصل شده بیانگر آن است که بین سود فروش دارایی ثابت و سود قبل از کسر مالیات منهای سود ناشی از فروش دارایی های ثابت ارتباط معنی داری وجود دارد. همچنین بین هزینه های مالی و سود قبل از کسر مالیات و هزینه های مالی ارتباط مثبت معنی داری وجود دارد. ولی زاده لاریجانی (۱۳۹۴) به بررسی تاثیر مدیریت سود واقعی بر عملکرد عملیات آتی شرکت های پرداخت. نتایج نشان داد که بین عملکرد و عملیات آتی و مدیریت سود مبتنی بر فعالیت های واقعی رابطه ی معناداری وجود ندارد.

دی (۲۰۱۷) و ترومن و تیمان (۲۰۱۷) به صورت تحلیلی نشان دادند که وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت سود و سهام داران یک شرط اساسی برای مدیریت سود است. دی (۲۰۱۷) فرض کرد که بین گروه های سهام داران هم پوشانی وجود دارد. سهام داران فروشنده به مدیریت اجازه می دهند که به منظور القای یک تصویر مناسب به گروه خریداران از یک سیاست مشخص مدیریت سود پیروی نماید. در این مدل، مدیر از یک مزیت اطلاعاتی نسبت به سهام داران برخوردار است. در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی شرط ضروری برای مدیریت سود در این وضعیت است.

ایمپهوف و توماس (۲۰۱۷) شواهدی را فراهم کردند که نشان می دهد ارزیابی تحلیلی گران از کیفیت افشا با سطح محافظه کارانه بودن برآوردها و روش های حسابداری و میزان افشای جزئیات اساسی ارقام گزارش شده ارتباط مثبت دارد. کاربرد یافته های آن ها این است که شرکت های دارای برآوردها و روش های محافظه کارانه (شرکت هایی که کمتر به مدیریت سود مبادرت می نمایند)، اطلاعات بیشتری را افشا می نمایند. بر اساس این تحقیق، اگر شرکت هایی که در گزارشگری محافظه کارترند، کمتر به مدیریت سود مبادرت نمایند، می توان نتیجه گرفت که بین افشای شرکتی و مدیریت سود رابطه منفی وجود دارد. به عبارت دیگر، شرکت-

1 Decho et al

2 Wild

3 Furnell

4 Clog

5. Skipper

هایی که کمتر به مدیریت سود مبادرت می‌ورزند، اطلاعات بیشتری را افشا می‌کنند و شرکت‌هایی که اطلاعات بیشتری را افشا می‌نمایند، کمتر به مدیریت سود اقدام می‌کنند.

ریچاردسون (۲۰۱۶) شواهدی تجری را مطابق با این استدلال‌ها فراهم ساخته است. او دریافت که میزان عدم تقارن اطلاعاتی که از طریق دامنه خرید و فروش و پراکندگی پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران اندازه‌گیری شده، با درجه مدیریت سود رابطه مثبت دارد.

۵- فرضیه های تحقیق

عدم تقارن اطلاعاتی بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.

۶- روش تحقیق

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی می‌باشد تحقیقات کاربردی پژوهشاتی هستند که نظریه‌ها، قانونمندی‌ها، اصول و فنونی که در پژوهشات پایه تدوین می‌شوند را برای حل مسایل اجرایی و واقعی به کار می‌گیرد و از نظر ماهیت اجرا از نوع پس رویادی می‌باشد. در پژوهش حاضر جامعه مورد مطالعه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۷ می‌باشد.

این پژوهش از روش کتابخانه‌ای برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به ادبیات و بررسی پیشینه تحقیق که این گروه پژوهشات، محقق باید ادبیات و سوابق مسأله و موضوع پژوهش را مطالعه کند استفاده گردید؛ و همچنین از داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده گردید. در این پژوهش جهت گردآوری اطلاعات از اسناد و مدارک و داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۷ و دارای ویژگی‌های ذیل می‌باشند استفاده گردید.

۱. طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته تا داده‌های مورد نیاز در مورد آنها در دسترس و قابل جمع‌آوری باشد.

۲. شرکت مورد نظر جزء صنعت سرمایه‌گذاری باشد و جزء صنعت بانک‌داری نباشد، زیرا ماهیت عملیات و نحوه مدیریت سود شرکت‌های زیرمجموعه این صنایع، با سایر شرکت‌ها متفاوت است.

۳. پایان سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند و طی دوره مورد آزمون نیز سال مالی خود را تغییر نداده باشد تا نمونه مورد بررسی همگن و قابل مقایسه باشد.

در این پژوهش، برای آزمون فرضیه تحقیق از داده‌های ترکیبی استفاده شد. در روش داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش‌های تابلویی و تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شد. در تمامی تحلیل‌های آماری از نرم‌افزار Eviews استفاده و در نهایت فرضیه‌های پژوهش از طریق آزمون t و F فیشرمورد آزمون قرار گرفت.

۶-۱- شیوه اندازه‌گیری متغیرها

مدیریت سود:

$$|DACC_{i,t}| = \alpha_0 + \alpha_1 IA - index_{i,t} + \alpha_2 DEBT_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 GROWTH_{i,t} + S_{it}$$

DACC شاخص مدیریت سود (متغیر وابسته)، LA-INDEX شاخص عدم تقارن اطلاعاتی، DEBT نسبت بدهی، SIZE سائز شرکت و GROWTH میزان فروش خالص در پایان دوره منهای فروش خالص در ابتدای دوره آزمون است.

عدم تقارن اطلاعاتی (متغیر مستقل):

$$LA-INDEX = \frac{AP-BP}{(AP+BP)/2} \times 100$$

SPREAD: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت

BP: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت می‌باشد.

نسبت بدهی (متغیر کنترلی):

$$DEBT = TL/EQ$$

DEBE = نسبت بدهی

TL = کل بدهی ها

EQ = حقوق صاحبان سهام

سایز شرکت (متغیر کنترلی):

لگاریتم ارزش دفتری دارایی های شرکت در نظر گرفته شده است.

میزان رشد فروش (متغیر کنترلی):

100 * فروش اول دوره - فروش اول دوره - فروش آخر دوره = GROWTH

۷- یافته‌های تحقیق

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی در پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	سطح معناداری
مدیریت سود	۶,۸۹	۶,۷۹	۱,۳۲	۴,۶	۵,۸۷	۰,۰۶۷
عدم تقارن	۱,۷۲	۱,۵۶	۰,۷۴	۴,۰۰	۰,۲۶	۰,۰۶۳
نسبت بدهی	۳,۹۷	۳	۰,۱۱۴	۱	۵	۰,۰۶۹
سایز شرکت	۱۴,۰۷	۱۳,۹۲	۱,۵۲	۱۹,۱۱	۱۰,۵۱	۰,۰۶۵
میزان رشد فروش	۳۲	۳۸	۲۱	۹۱	۱۲	۰,۰۶۴

جدول ۲- آزمون مانایی متغیرهای مورد بررسی در پژوهش

	دیکر فولر تعمیم یافته		لوین، لین و چو	
	آماره آزمون	سطح احتمال	آماره آزمون	سطح احتمال
مدیریت سود	۵۸۱,۴۳۷	۰,۰۰۰۰	-۲۹۱۲,۹۳	۰,۰۰۰۰
عدم تقارن	۶۱۳,۱۸۴	۰,۰۰۰۰	-۲۸,۵۸۳۸	۰,۰۰۰۰
سایز شرکت	۵۳۸,۰۲۱	۰,۰۰۰۰	-۲۴,۰۸۴۴	۰,۰۰۰۰
میزان رشد فروش	۵۸۸,۶۳۳	۰,۰۰۰۰	-۲۶,۰۰۵۷	۰,۰۰۰۰
نسبت بدهی	۵۹۵,۵۱۱	۰,۰۰۰۰	-۱۳۸,۱۷۵	۰,۰۰۰۰

جدول ۳- نتایج آزمون لیمر (همسانی عرض از مبدا شرکت‌ها/انتخاب بین روش داده‌های تلفیقی یا تابلویی)

P-VALUE		آماره آزمون F لیمر		
Cross-section Chi-square	Cross-section F		Cross-section F	
0.0000	0000	553.4464	5.4689	فرضیه پژوهش

جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن (انتخاب بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی)

P-VALUE	آماره آزمون هاسمن	
0.8894	1.6960	فرضیه پژوهش

با توجه به نتایج آزمون های لیمر وهاسمن، مدل پژوهش جهت بررسی اثر شاخص عدم تقارن اطلاعاتی بر مدیریت سود در کنار دیگر عوامل (متغیرهای کنترل) با استفاده از روش داده‌های تابلویی و اثرات تصادفی برآورد گردید و نتایج آن در جدول ۵ منعکس شده است.

همان گونه که در جدول ۵ مشاهده می‌شود، با توجه به ضریب شاخص ترکیبی عدم تقارن اطلاعاتی (IAindex) و سطح اهمیت مربوط، فرضیه پژوهش دال بر تأثیر معنادار عدم تقارن اطلاعاتی بر سطح مدیریت سود در سطح اطمینان ۹۵/ تأیید می‌گردد. در میان متغیرهای کنترل نیز تنها متغیر سایز شرکت (Size) دارای تأثیری منفی و معنادار بر سطح مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

جدول ۵- نتایج آماری آزمون فرضیه پژوهش

فرضیه پژوهش		
Sig	ضریب	
۰,۰۳۱۳	۲,۳۱۸۰	عرض از مبدا
۰,۰۳۹۳	۰,۰۵۰۸	متغیر مستقل (عدم تقارن اطلاعاتی) (IAindex)
۰,۱۷۸۸	-۰,۰۰۳۰	میزان رشد فروش
۰,۰۲۷۹	-۰,۲۱۵۶	سایز شرکت
۰,۴۰۸۱	-۰,۰۰۷۴	نسبت بدهی
۵,۳۷۰۳		آماره F
۰,۰۰۰۰		SIG آماره F
۰,۴۲۳۸		R ²
۰,۳۴۴۹		R ² تعدیل شده
۱,۹۱۱۸		آماره DW

افزون بر این، مقدار آماره F مدل ها و سطح احتمال آنها، بیانگر آن است که مدل رگرسیونی چند متغیره مورد آزمون، در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. شاخص R² تعدیل شده نیز که برای تعیین درجه قدرت مدل و میزان تبیین متغیر وابسته توسط متغیرهای پیش بین مورد استفاده قرار می گیرد، حدود ۳۴٪ است. آماره دوربین واتسون به مقدار ۱۶۹ نیز نشان می دهد که در تخمین مدل مذکور مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد.

۸- بحث و نتیجه گیری

این پژوهش با هدف تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش، نشان می دهد که شاخص عدم تقارن اطلاعاتی، تأثیری مثبت و معنادار بر سطح مدیریت سود دارد. شیپر (۱۹۸۹) معتقد است یکی از فرض هایی که عدم تقارن اطلاعاتی (پیش شرط مدیریت سود) را تداوم می بخشد، ارتباط بسته و محدود مدیران است که از طریق ترتیبات قراردادی نیز قابل حذف نیست. البته این مسئله ناشی از این است که سهامداران در محیطی که اطلاعات شان کمتر از مدیریت است نمی توانند عملکرد شرکت و چشم انداز آتی آن را به طور کامل مشاهده کنند. در چنین محیطی، مدیر می تواند برای مدیریت سودهای گزارش شده از انعطاف پذیری اختیارات خود، استفاده کند. در واقع توانایی مدیر در به کارگیری روش های حسابداری اختیاری با هدف مدیریت سود، متناسب با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین او و سهامداران، افزایش می یابد. از این رو، نتایج پژوهش حاضر در مورد شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، با مبانی نظری مربوط مطابقت دارد.

در این پژوهش، متغیر سایز شرکت نیز دارای تأثیری منفی و معنادار بر سطح مدیریت سود است. پژوهشات پیشین در زمینه تأثیر سهم بازار به مدیریت سود به نتایج متضادی رسیده است. شرکت های بزرگ، به دلیل حجم بالاتر و فعالیت های گسترده تر، امکانات بیشتری برای مدیریت سود دارند و برخی دیگر، شرکت های کوچک تر را بیشتر مستعد این پدیده میدانند. منفی بودن علامت ضریب متغیر سایز شرکت در مدل رگرسیونی پژوهش حاضر تأیید مجددی بر تأثیر منفی سایز بر انگیزه مدیریت سود مدیران است. متغیر سایز شرکت، یکی از شاخص های عدم تقارن اطلاعاتی است و بسیاری از محققین از آن در پژوهشات خود استفاده کرده اند (چاو ۲۰۰۲ و ورماتلن ۱۹۸۱)، محققینی چون دایاموند و ورچیا (۱۹۹۱)، اوزکان و اوزکان (۲۰۰۴) و هریس (۱۹۹۴) معتقدند که شرکت های بزرگ با عدم تقارن اطلاعاتی کمتری مواجه هستند زیرا از جایگاه قابل قبولی برخوردار شده، رویه های افشای با ثباتی دارند و توجه بیشتری از بازار را نسبت به خود جلب می کنند. در این شرایط، فاصله اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران در مورد شرکت ها بزرگتر کم تر است و به همین دلیل امکان مدیریت سود کمتر است. این مبانی نظری، ضریب منفی و معنادار متغیر سایز شرکت را توجیه می کند. در نهایت، نتایج تجزیه و تحلیل های آماری بیانگر عدم تأثیر معنادار سایر متغیرهای کنترل بر حجم مدیریت سود شرکتها می باشد. همچنین نسبت بدهی با توجه به محاسبات شرکت ها رابطه معناداری پیدا نشد زیرا نسبت بدهی متغیری می باشد که نسبت به عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر کمتری داشته و با توجه به سازمان های مختلف ضریب آن متفاوت است.

جدول ۶- مقایسه نتایج پژوهش

فرضیه	نتیجه	مقایسه
عدم تقارن اطلاعاتی بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار	پذیرش فرضیه	نتایج این فرضیه با پژوهشات کوچکی (۱۳۹۵)، ولی زاده لاریجانی (۱۳۹۴)، خدای پور و قدیری (۱۳۹۴)، دی (۲۰۱۷)، ترومن و تیمان (۲۰۱۷)، ایمهوف و توماس (۲۰۱۷)، ریچاردسون (۲۰۱۶)، دمسکی و فریمور (۲۰۱۶)، روی چوده‌ری (۲۰۱۵)، یو (۲۰۰۸)، باتاچاریا و همکارانش (۲۰۱۰)، واسان و بون (۲۰۱۰)، بیان و آمبرس (۲۰۱۰) همسو می‌باشد.

۹-پیشنهادهات

با توجه به موارد مورد بررسی، در پژوهش حاضر می‌توان محورهای زیر را برای پژوهش‌های بیشتر ارائه نمود:

(الف) در ادبیات موجود در این زمینه، ابعاد مختلفی از دانش بازار شرکت، مورد توجه قرار گرفته و تأثیرش بر سطح مدیریت سود آزمون شده است که میزان عدم تقارن اطلاعاتی یکی از این ابعاد است. پیشنهاد می‌شود که سایر ابعاد مهم در این زمینه و تأثیرش بر مدیریت سود شرکت‌های بورسی بررسی شود. در این زمینه می‌توان به بررسی تأثیر دانش بازار از عوامل بنیادی حسابداری شرکت، تأثیر میزان شفافیت شرکت‌ها یا سطح رقابت در صنایع مختلف بر میزان مدیریت سود اشاره کرد.

(ب) یکی از موضوع‌های مهم در ادبیات پژوهشات حسابداری بحث ضریب واکنش سود می‌باشد. این موضوع پیوندی بنیادی با موضوع مورد نظر پژوهش دارد، زیرا میزان واکنش قیمت سهام به اعلان سود یکی از شاخص‌های عدم تقارن اطلاعاتی است؛ بنابراین توصیه می‌گردد که در پژوهشات بعدی این متغیر در شرایط بورس اوراق بهادار تهران مدل سازی و محاسبه شود و تأثیرش بر سطح مدیریت سود مورد آزمون قرار گیرد.

منابع

- جعفر باباجانی، آرش تحریری، احمد بدری علی ثقفی، (۱۳۹۳) "رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و مدیریت سود"، مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۶، شماره ۲.
- رخشانی، م. (۱۳۹۵) "ابزارهای مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار". ماهنامه اقتصادی بورس تهران، ۴۸، ص ۵۱-۵۶.
- سیدی، ع. (۱۳۸۶) "بررسی رابطه بین مشخصه‌های هیأت مدیره با مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- قائمی، محمدحسین، وطن پرست، محمدرضا، (۱۳۸۴)، "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۲، (۴۱)، ۸۵-۱۰۳.
- کوچکی، ج. (۱۳۹۵) "هموارسازی سود از طریق زمانبندی فروش دارایی". پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس
- ولی‌زاده لاریجانی، ا. (۱۳۹۴). "نتایج مدیریت سود واقعی". پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء: ص ۱-۵.
- Ambrose, B. and X. Bian. (2010). "Stock Market Information and REIT Earnings Management". The Pennsylvania State University.
- Amihud, Y and Mendelson, H. (1980). Dealership market: Market-making with inventory, Journal Of Financial Economics, 8(1), pp 31-53.
- Cohen, D. and P. Zarowin. (2008). "Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings". Working paper, New York University, PP 1-20.
- Dye, R.H. (2017). "Earning Management in an Overlapping Generation Model", Journal of Accounting Research, PP 195-235.
- Richardson, V.J. (2016). "Information asymmetry and earnings management: some evidence." Review of Quantitative Finance and Accounting, 15: PP 325-347.
- Richardson, V.J. (2016). "Information asymmetry and earnings management: some evidence." Review of Quantitative Finance and Accounting, 15: PP 325-347.
- Wasan, S and Boon, P. (2010). Do Accoruals Exacerbate Information Asymmetry in the Market?. Advances in Accounting, 26(1): PP 66-78.

بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

فرزین خوشکار^۱، داوود گرجی زاده^۲، مریم همتی^۳

کد مقاله: ۳۱۳۶۵

چکیده

هدف اصلی تحقیق بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ می‌باشد که در این راستا ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته و فرصت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان متغیر مستقل می‌باشند. رقابت در بازار محصول نیز به عنوان متغیر تعدیلی می‌باشد. چرخه عملیاتی، اندازه شرکت، نسبت اقلام تعهدی و نسبت جریان نقدی عملیاتی نیز به عنوان متغیرهای کنترل می‌باشند. نمونه آماری تحقیق شامل ۱۳۲ شرکت می‌باشد که از طریق روش حذفی سیستماتیک انتخاب شده است. روش پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی با رویکرد کاربردی می‌باشد. روش گردآوری اطلاعات در بخش مبانی نظری از روش کتابخانه‌ای و در بخش آزمون فرضیات از روش اسنادکاو صورت‌های مالی می‌باشد. روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش همبستگی و رگرسیون چندگانه است. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه ارتباط معکوس و معناداری وجود دارد. همچنین رقابت در بازار محصول موجب تقویت ارتباط معکوس فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه می‌گردد. نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان داد بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه ارتباط معکوس و معناداری وجود دارد و رابطه بین چرخه عملیاتی و نسبت اقلام تعهدی با ساختار سرمایه مستقیم و معنادار می‌باشد.

واژگان کلیدی: رقابت در بازار محصول، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار سرمایه

۱- مدرس گروه حسابداری و حسابرسی، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو ساوه ایران

۲- مدرس گروه حسابداری و حسابرسی، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو ساوه ایران

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابرسی، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو ساوه ایران

۱- مقدمه

توجه به ساختار سرمایه و توانایی شرکت‌ها در تعیین منابع مالی مناسب، از عوامل اصلی بقا و رشد هر شرکت به شمار می‌رود. مدیریت باید در زمان انتخاب روش تأمین مالی به هدف بیشینه سازی ثروت سهامداران توجه کند و با توجه به هزینه‌ی منابع مختلف تأمین مالی و آثار این منابع بر بازده و ریسک شرکت به گزینش منابعی روی آورد که باعث به حداقل رساندن هزینه‌ی تأمین مالی شود. به همین دلیل به ساختار سرمایه‌ای که بتواند ارزش شرکت را به حداکثر ممکن یا هزینه کل سرمایه را به حداقل ممکن برساند، ساختار بهینه سرمایه می‌گویند (کردستانی و نجفی عمران، ۱۳۹۲).

همچنین فرصت‌های سرمایه‌گذاری در دسترس شرکت‌ها، بخش مهمی از ارزش یک شرکت را تشکیل می‌دهند. نفوذ و گسترش شرکت‌های جوان و نیز شرایط اقتصادی، علایق فراوانی را در مورد درک نقش چنین فرصت‌هایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برانگیخته است. مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت عمیقاً بر شیوه نگرش مدیران، مالکان، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به شرکت تأثیر می‌گذارد (کالاپور و ترومبلی، ۲۰۱۵).

سرمایه‌گذاران همواره به دنبال استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و کسب بازده بیشتر هستند و مدیران نیز جهت موفقیت شرکت و افزایش ثروت سهامداران اقدام به تخصیص صحیح منابع و اخذ تصمیمات مناسب در این راستا می‌نمایند. لذا یافتن راهی برای آگاهی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب و جلوگیری از هدر رفتن منابع همواره مورد علاقه‌ی ذی‌نفعان همچون مدیران و سرمایه‌گذاران می‌باشد (لشگری و شهرستانی، ۱۳۹۷). از سوئی دیگر با توجه به این نکته که محیط اقتصادی امروز، پیچیده و پویا است، شرکت‌ها مجبورند با بررسی ابعاد مختلف محیط و صنعتی که در آن مشغول‌اند، مجموعه فرصت‌ها و تهدیدهای پیش روی شرکت را شناسایی کرده تا بتوانند نسبت به تغییرات محیطی واکنش معقولی نشان دهند.

بنابراین، از آنجاکه صنعت مجموعه‌ای از شرکت‌ها است که محصولاتشان جایگزین نزدیکی برای هم هستند، بررسی ابعاد رقابتی یک صنعت امری ضروری به نظر می‌رسد. لذا با توجه به مطالب بیان شده ترکیب ساختار سرمایه، روش‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و توجه به بازار رقابتی محصول از ارکان مهم و ضروری در هر سازمانی محسوب می‌گردد که اگر مورد توجه مدیران قرار نگیرد ضرر و زیان‌های زیادی را به بار خواهد آورد که از مهمترین آن می‌توان به کاهش حاشیه سود از دست دادن سهم بازار رقابتی و در نهایت ورشکستگی آن سازمان اشاره کرد. از سوئی دیگر در مطالعات پیشین، مطالعه‌ای که مستقیماً به بررسی نقش تعدیلی محیط صنعت (رقابت بازار محصول) بر ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه بپردازد در داخل کشور موجود نیست و یک خلاء تئوریک در این مبحث مشاهده می‌شود، بنابراین هدف این است که این شکاف در مطالعه حاضر پر شود؛ بنابراین با توجه به اهمیتی که مبحث مورد نظر دارد؛ انجام چنین تحقیقی در بورس اوراق بهادار تهران ضروری به نظر می‌رسد.

۲- بیان مسأله

مهمترین هدف اکثر شرکت‌ها به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. یکی از مهمترین اهدافی که مدیران مالی باید برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران در نظر بگیرند تعیین بهینه منابع مالی شرکت یا ساختار سرمایه است. ساختار سرمایه نقش مهمی در دستیابی شرکت به هدف اصلی خود، یعنی حداکثرسازی ثروت سهامداران ایفا می‌کند. مخصوصاً در شرایط امروزی بازار که فضای کسب و کار با سرعت سرسام‌آوری به سمت رقابتی شدن حرکت می‌کند. توانایی شرکت‌ها در انتخاب بهترین ترکیب منابع تأمین مالی برای افزایش سودآوری و ادامه حیات آن‌ها ضروری است و در نتیجه از عوامل اصلی رشد و پیشرفت آن‌ها محسوب می‌گردد. دستیابی به ساختار سرمایه بهینه از جمله مباحث پیچیده‌ای است که مدت‌ها کانون توجه بسیاری از اقتصاددانان مالی بوده است و هنوز هم منشاء بحث‌های فراوان است (طوروسیان، ۱۳۹۰).

با گسترش سطح کیفی فعالیت و همچنین توسعه گسترده امور اقتصادی، تصمیم‌های مالی شرکت‌ها از جمله مسایل پیچیده‌ای است که در راستای کسب بهترین بازده و مطلوبیت در بهترین شرایط به وجود می‌آید. دراین راستا مدیران مالی با توجه به آن که مسئولیت اصلی در این تصمیم‌ها به آنها بر می‌گردد. در پی دستیابی به روابط بین عوامل شاخص در شرکت‌ها هستند. از جمله این مسائل مبحث تصمیمات سرمایه‌گذاری است (آئون و هوانگ، ۲۰۱۴).

سرمایه‌گذاری را می‌توان یکی از ارکان اساسی اقتصاد کشورها دانست. تردیدی نیست افزایش تولید که یکی از نخستین گام‌های تولید فرایند توسعه محسوب می‌گردد. مستلزم افزایش سرمایه‌گذاری خواهد بود. براساس مطالعات اخیر تصمیمات مالی شرکت نه تنها به وسیله عوامل داخلی، بلکه از طریق فعالیت‌های گروه‌های خارج از مرزهای شرکت نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد؛ بنابراین لازم است مدیران شرکت‌ها به منظور انتخاب بهترین ترکیب سرمایه، هنگام اتخاذ تصمیمات مالی، عوامل موثر بر ساختار سرمایه را در نظر داشته باشند. محیط متحول و متغیر کنونی، درجه بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری نیز تا حدودی به ساختار سرمایه آنان منوط

1- Kallapur and Trombley

2- Aonu and Hwang

ساخته است. این امر برنامه ریزی استراتژیک آنان را به انتخاب منابع مؤثر بر هدف (حداکثر سازی ثروت سهامداران) نزدیک کرده است؛ فرصت‌های سرمایه‌گذاری از جمله متغیرهای مهم و اثرگذار در تصمیمات سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. تأمین مالی شرکت‌ها نیز یکی از چالش برانگیزترین مباحث حوزه بازارهای سرمایه است. شرکت‌ها به منظور کسب مزیت رقابتی، از منابع خود در جهت بهبود موقعیت نسبی خویش نسبت به رقبای استفاده می‌نمایند و ارتقای موقعیت شرکت سبب شکل‌گیری فرصت‌های بهتری در آینده می‌شود.

در ادبیات استراتژیک بیان می‌شود که حفظ و بقای شرکت‌ها در محیط رقابتی دنیای امروز، راهی جز کسب مزیت رقابتی برای آنها باقی نمی‌گذارد و کسب مزیت رقابتی به منزله قدرت بازار شرکت‌ها است (حاجی پور و مؤمنی، ۱۳۹۳). رقابتی بودن بازار محصول بدین معناست که شرکت‌های مختلف در تولید و فروش کالا رقابت تنگاتنگی دارند و کالاهای آنها نسبت به دیگری، برتری چندانی ندارند، چرا که اگر غیر از این باشد، بازار به سمت انحصار یا انحصار چند جانبه تمایل پیدا می‌کند (خدامی پور و بزرایی، ۱۳۹۳). رقابت بازار محصول شرکت‌ها را به انجام بهتر کار از طریق کاهش ظرفیت بلا استفاده مدیریتی مجبور می‌کند بنابراین رقابت بازار محصول مالکان شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتر را تشویق به ایجاد انگیزه‌های قوی تر (ضعیف تر) در مدیران برای حداکثر سازی ثروت سهامداران می‌کند. در نتیجه موجب افزایش (کاهش) در سرعت تعدیل ساختار سرمایه به سمت ساختار بهینه می‌شود. این افزایش (کاهش) در نهایت شکاف در سرعت تعدیل بین شرکت‌ها با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر را کاهش (افزایش) می‌دهد.

باتوجه به مطالبی که عنوان شد مسأله اصلی شرکت‌های فعال در بورس کالای تهران رقابت تنگاتنگ و شدید و تلاش برای دوام و بقا در این بازار می‌باشد لذا اگر شرکت‌ها نتوانند خود را با این بازار هماهنگ کنند مجبور به ترک آن خواهند بود بهمین دلیل توجه به ساختار سرمایه و تأمین مالی و بازار رقابتی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است در واقع در این پژوهش به دنبال این پاسخ این سوال هستیم که آیا محیط صنعت بر رابطه‌ی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش دارد؟

۳- پیشینه تحقیق

لشگری و حقیقت شهرستانی (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان "ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده نقدی" بیان می‌دارند که سرمایه‌گذاران همواره تمایل دارند تا از میزان موفقیت مدیران در به کارگیری از سرمایه‌شان آگاهی یابند. آنها علاقه مند هستند تا دریابند از سرمایه‌گذاری انجام شده، چه اندازه ارزش ایجاد شده است. تحلیل گران به دنبال معیاری هستند تا با در نظر گرفتن هزینه سرمایه و نرخ بازده سرمایه‌گذاری برای حداکثر کردن ارزش شرکت و افزایش ثروت سهامداران اقدام کنند. این پژوهش جهت تعیین فرصت‌های سرمایه‌گذاری از تحلیل عاملی سه متغیر شدت سرمایه‌گذاری، نرخ رشد ارزش بازار جمع دارایی‌ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع دارایی‌ها استفاده نموده و ۱۰۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده است و به این نتیجه رسیدند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا و پایین و نیز شرکت‌های با فرصت‌های بالا، با ارزش افزوده نقدی رابطه مثبت و معنی داری دارد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین با ارزش افزوده نقدی، رابطه معنی داری ندارد.

مشکی میاوقی و دلیریان (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان "بررسی پایداری سود، ساختار صنعت و قدرت بازار در بورس اوراق بهادار تهران" با استفاده از شاخص هرفیندال-هیرشمن، شاخص لرنر و شاخص لرنر تعدیل شده به عنوان معیارهای رقابت و قدرت بازار ۱۵۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۶ را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین شاخص هرفیندال - هیرشمن به عنوان شاخص تمرکز صنعت با پایداری سود شرکت‌های مورد بررسی رابطه معکوس وجود داشته و افزایش رقابت منجر به بهبود پایداری سود می‌شود. افزون بر این وجود رابطه معکوس بین شاخص لرنر تعدیل شده با پایداری سود، می‌تواند به معنای وجود رابطه مستقیم بین سطح رقابت و میزان پایداری سود تلقی شود.

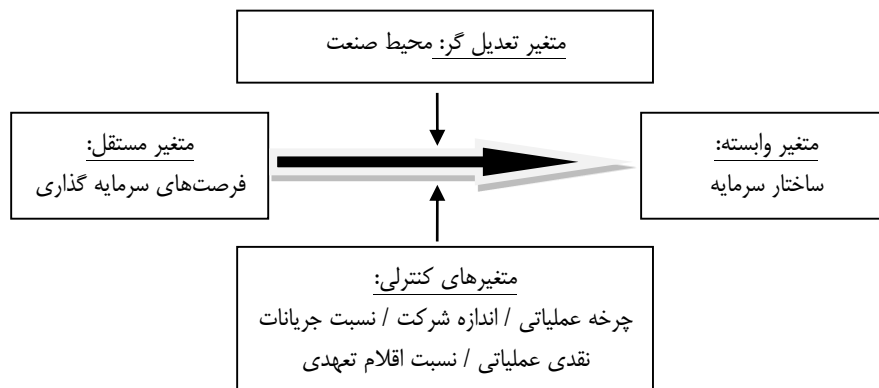
ریکاردو و همکاران^۱ (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان "رابطه بین رقابت در بازار محصول و مدیریت سود" به مطالعه رابطه بین رقابت شدید در بازار محصولات و مدیریت سود می‌پردازد تا جایی که ابعاد رقابتی در نظر گرفته شده است. اندازه بازار، هزینه‌های ورود و تمرکز، سه عاملی هستند که برای اندازه‌گیری در رقابت بازار محصولات استفاده می‌شود. آنها ۷۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در پنج سطح صنعتی در دوره زمانی ۲۰۰۲ الی ۲۰۱۱ را در تجزیه و تحلیل رگرسیونی مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که عوامل هزینه‌ی ورود و تمرکز صنعت رابطه‌ی مستقیمی با مدیریت سود دارد اما رابطه‌ی اندازه‌ی بازار و مدیریت سود تأیید نشده است.

چانگ^۱ و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "رقابت بازار محصول شرکت و ساختار سرمایه پویا" به بررسی اثر رقابت بازار بر رابطه ای که بین حاکمیت شرکت و پویایی ساختار سرمایه است، پرداختند. به این نتیجه رسیدند که رقابت در بازار محصولات باعث افزایش انگیزه در شرکت‌هایی با ساختار نظارتی ضعیف برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران می شود، در نتیجه باعث افزایش سرعت به سمت اهرم هدف می شود. علاوه بر این، تفاوت‌هایی در این سرعت بین شرکت‌هایی با ساختار نظارتی ضعیف و قوی در میان شرکت‌های فعال در صنایع بسیار رقابتی، نمایان شده است.

۴- تدوین فرضیه‌ها

۱. بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معناداری وجود دارد.

۲. محیط صنعت (رقابت بازار محصول) بر رابطه‌ی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.



شکل ۱- مدل مفهومی تحقیق (آلایانیس و همکاران، ۲۰۱۸)

مدل‌های رگرسیونی تحقیق جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق نیز در زیر آورده شده است (آلایانیس و همکاران، ۲۰۱۸):

مدل ۱) برای آزمون فرضیه اول تحقیق:

$$CAP_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 OPCY_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 ACC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل ۲) برای آزمون فرضیه دوم تحقیق:

$$CAP_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 COMP_{i,t} + \beta_3 IO_{i,t} * COMP_{i,t} + \beta_4 OPCY_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 ACC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن: CAP = ساختار سرمایه؛ COMP = رقابت در بازار محصول؛ INS = درصد مالکیت نهادی IO = فرصت‌های سرمایه‌گذاری؛ SIZE = اندازه شرکت؛ CFO = نسبت جریان‌ها نقدی عملیاتی؛ ACC = نسبت اقلام تعهدی؛ OPCY = چرخه عملیاتی

۵- روش تحقیق

این پژوهش از نوع تحقیق همبستگی و از حیث هدف از نوع کاربردی و از بعد زمان، گذشته‌نگر و از لحاظ توجه به نتایج، نتیجه‌گرا می‌باشد. از لحاظ نحوه و دقت بررسی، این تحقیق از نوع سری زمانی می‌باشد یعنی نمونه آماری تنها در یک دوره زمانی مشخص از سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷، جهت جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز، مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

۵-۱- روش گردآوری اطلاعات

در این تحقیق برای جمع آوری اطلاعات مرتبط با مبانی تئوریک و ادبیات پژوهش از روش مطالعه کتابخانه‌ای استفاده خواهد شد و با مراجعه به کتب، مقالات و پایان نامه‌ها اطلاعات لازم برای این بخش جمع‌آوری می‌شود و برای جمع‌آوری اطلاعات مالی از اطلاعات و ارقام موجود در بورس اوراق بهادار تهران استفاده خواهد شد. به همین جهت اطلاعات مورد نیاز، از گزارشهای مالی منتشر شده از سوی شرکتها، سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران و همچنین از نرم افزار بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین استخراج می‌شود.

۶- تعاریف متغیرها

در این پژوهش؛ فرصت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان متغیر مستقل؛ ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته؛ محیط صنعت (رقابت بازار محصول) به عنوان متغیر تعدیل گر و چرخه عملیاتی، اندازه شرکت، نسبت جریانهای نقدی عملیاتی و نسبت اقلام تعهدی به عنوان متغیرهای کنترل می‌باشند.

الف) متغیر مستقل: فرصت‌های سرمایه‌گذاری

تعریف مفهومی:

فرصت‌های سرمایه‌گذاری؛ شرایطی است که شرکتها با ورود به این شرایط؛ رشد کرده و سرمایه‌گذاری آنان با سود بالایی همراه خواهد بود (نوروش و همکاران، ۱۳۹۴).

تعریف عملیاتی:

اگر چه معیارهای متفاوتی، مانند P/E و M/B را میتوان برای تبیین نسبت های فرصتهای رشد و سرمایه‌گذاری به کار برد، اما آدام و گویال (۲۰۰۸) و لویز و ویسنته (۲۰۱۰) اعتقاد دارند که نسبت M/B (ارزش بازار به ارزش دفتری) دارای بیشترین محتوای اطلاعاتی در ارتباط با فرصتهای رشد است. بدین ترتیب، در این مطالعه معیار اصلی فرصت‌های سرمایه‌گذاری؛ نسبت M/B است، زیرا این معیار هم یک شاخص کارآمد است و هم امکان مقایسه این مطالعه را با پژوهشهای دیگر فراهم می‌کند (امیرخانی، ۱۳۹۰).

$$MKTBKASS = \frac{\text{Market Value of Total Assets}_t}{\text{Book Value of Total Assets}_{t-2}}$$

ب) متغیر وابسته: ساختار سرمایه

ساختار سرمایه: در این پژوهش براساس تحقیق Petacchi, 2015 معیار سنجش ساختار سرمایه؛ اهرم مالی می‌باشد. تعریف مفهومی: اهرم مالی نسبت رابطه منابع مالی مورد استفاده واحد تجاری را از لحاظ بدهی‌ها یا حقوق صاحبان سهام تعیین و ارزیابی می‌کند و در واقع نحوه ترکیب آنها را بررسی می‌نماید (آقای و چالاک، ۱۳۸۵). تعریف عملیاتی: در این پژوهش، برای اندازه‌گیری اهرم مالی از تقسیم ارزش دفتری بدهیهای بلندمدت بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود (جندق، ۱۳۹۳).

$$FL = BV / TOTL \text{ ASSETS}$$

BV = ارزش دفتری بدهیهای بلند مدت

ج) متغیر تعدیل گر: محیط صنعت (رقابت در بازار محصول)

تعریف مفهومی: رقابت‌پذیری به معنای توانایی و عملکرد یک شرکت، یک بخش اقتصادی یا یک کشور در فروش و عرضه کالا و خدمات در یک بازار در مقایسه با دیگر شرکتها، زیر بخشها، و کشورهای حاضر در همان بازار است. در بورس تهران؛ شاخص رقابت در بازار محصول؛ سهم هر شرکت از مجموع فروش کل صنعت می‌باشد (ریکاردو^۱، ۲۰۱۵). تعریف عملیاتی: در این پژوهش به منظور اندازه‌گیری میزان رقابت در بازار محصول؛ از شاخص هرفیندال-هریشتن استفاده خواهد شد (آدامز و مهران^۲، ۲۰۱۴).

$$HHI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{P_i}{P} \times 100 \right)^2$$

1. Rikardo
2. Adams & Mehran

که در آن، n تعداد شرکت‌های فعال در صنعت، P سهم کل شرکتها از بازار است و P_i سهم هر یک از شرکتها از فروش.

د) متغیرهای کنترلی

۱- چرخه عملیاتی: تعریف مفهومی: چرخه عملیاتی را می‌توان مدت زمان بین پرداخت نقدی بهای مواد خام خریداری شده و جمع‌آوری مبالغ دریافتی حاصل از فروش کالای تمام شده، توصیف کرد. چرخه تبدیل نقدی با کاهش مدت زمان تبدیل موجودی از طریق فرآوری و فروش سریع تر کالاها، یا با کاهش مدت زمان جمع‌آوری حساب‌های دریافتی از طریق تسریع عملیات جمع‌آوری، یا با افزایش مدت زمان سررسید حساب‌های پرداختی از طریق کند کردن روند پرداخت به فروشندگان، کوتاهتر خواهد شد (کاشانی پور و نقی نژاد، ۱۳۸۸).

تعریف عملیاتی: چرخه عملیاتی از فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{operation cycle} = \left(\frac{Ar_t + Ar_{t-1}}{2} \frac{Sales}{360} \right) + \left(\frac{Inv_t + Inv_{t-1}}{2} \frac{COGS}{360} \right) + \left(\frac{Ap_t + Ap_{t-1}}{2} \frac{Purchases}{360} \right)$$

$\text{Operation cycle} = \text{چرخه عملیاتی}$

$Ar = \text{حساب‌های دریافتی}$

$Inv = \text{موجودی کالای}$

$Ap = \text{حساب‌های پرداختی}$

$Sales = \text{فروش خالص}$

$COGS = \text{بهای تمام شده کالای فروخته شده}$

$Purchases = \text{بهای تمام شده کالای فروخته شده} + \text{موجودی کالای پایان دوره} - \text{موجودی کالای اول دوره}$

۲- اندازه شرکت: تعریف مفهومی و عملیاتی: اندازه شرکت از طرق مختلفی مانند داراییها محاسبه می‌شود که در این پژوهش از طریق داراییها محاسبه شده است؛ یعنی لگاریتم نپری کل داراییها به عنوان معیار سنجش اندازه شرکت می‌باشد (نورانی، ۱۳۸۵).
 $\text{اندازه شرکت} = \log(\text{کل داراییها})$

۳- نسبت اقلام تعهدی: تعریف مفهومی: اقلام تعهدی اقلامی هستند که شامل موارد نقدی در صورت‌های مالی نمی‌شوند و مواردی هستند که می‌توانند در معرض دستکاری توسط مدیران قرار گیرند مانند هزینه استهلاک (چن، ۲۰۰۴).
 تعریف عملیاتی: کل اقلام تعهدی (TAi,t) از تفاوت میان سود قبل از اقلام غیرمترقبه $(EARNi,t)$ و جریانهای نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی $(CFOi,t)$ بدست می‌آید. کل اقلام تعهدی تقسیم بر کل داراییها نشانگر نسبت اقلام تعهدی می‌باشد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۸).

۴- جریانات نقدی عملیاتی: تعریف مفهومی: فعالیتهای عملیاتی عبارت از فعالیتهای اصلی مولد درآمد عملیاتی واحد تجاری است. فعالیتهای مزبور متضمن تولید و فروش کالا و ارائه خدمات است و هزینه‌ها و درآمدهای مرتبط با آن در تعیین سود یا زیان عملیاتی در صورت سود و زیان منظور می‌شود. جریانات نقدی ناشی از فعالیتهای عملیاتی اساساً دربرگیرنده جریانهای ورودی و خروجی نقدی مرتبط با فعالیتهای مزبور است. جریان نقدی عملیاتی شامل جریانهای نقدی ورودی و خروجی ناشی از فعالیتهای عملیاتی (فعالیتهای اصلی و مولد درآمد عملیاتی) و نیز آن دسته از جریانهای نقدی است که ماهیتاً بطور مستقیم قابل ارتباط با سایر طبقات جریانهای نقدی صورت جریان وجوه نقد نباشد (رسائیان، ۱۳۹۲).

تعریف عملیاتی: برای محاسبه جریان نقدی عملیاتی از فرمول زیر استفاده می‌شود:

$$CFO = NI + NCC + \Delta WC$$

که در آن: NI سود خالص و NCC هزینه‌های غیرنقدی که می‌بایست به سود خالص اضافه شود؛ زیرا این نوع هزینه‌ها موجب کاهش سود خالص شده اما از بابت آن وجهی خارج نشده است مانند استهلاک (ریکاردو، ۲۰۱۲).

۷- تجزیه و تحلیل داده ها

۷-۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	چولگی	کشیدگی
ساختار سرمایه	۶۶۰	۰/۲۵۴۹	۰/۱۶۷۲	۰/۰۱۰۹	۰/۵۱۵۹	۳/۱۲۳	۴/۸۹۰
رقابت در بازار محصول	۶۶۰	۰/۴۲۶۵	۰/۲۴۱۱	۰/۱۶۵۸	۰/۷۱۵۱	۱/۶۶۶	۰/۵۵۳۱
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۶۶۰	۰/۲۱۵۴	۰/۱۲۵۲	۰/۱۴۳۷	۰/۶۲۳۵	۳/۰۰۳	۳/۲۱۲
اندازه شرکت	۶۶۰	۱۲/۱۲۱۸	۰/۰۵۳۶	۹/۵۱۰۷	۱۷/۲۹۶۵	۱/۰۰۲	۴/۲۱۱
چرخه عملیاتی	۶۶۰	۰/۲۹۵۶	۰/۰۴۱۹	۰/۰۹۳۱	۰/۴۸۷۹	۲/۵۹۳	۷/۱۷۷
نسبت اقلام تعهدی	۶۶۰	۰/۵۹۲۴	۰/۱۳۰۴	۰/۳۳۱۶	۰/۶۴۸۲	۲/۳۳۷	۴/۱۷۲
نسبت جریانات نقدی عملیاتی	۶۶۰	۰/۳۰۰۹	۰/۱۸۶۹	۰/۰۸۶۸	۰/۶۶۱۴	۴/۳۷۶	۳/۲۱۹

با توجه به نگاره میانگین ساختار سرمایه شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۲۵۴۹ بوده و کمترین و بیشترین مقدار آن به ترتیب برابر با ۰/۰۱۰۹ و ۰/۵۱۵۹ می‌باشد. بررسی میزان چولگی و کشیدگی این متغیر که بایستی به ترتیب ۰ و ۳ باشد تا متغیر دارای توزیع نرمال باشد، نشان می‌دهد که این متغیر دارای توزیع نرمال نیست. با توجه به نگاره، آماره توصیفی متغیرهای تحقیق؛ بالاترین میانگین مربوط به متغیر اندازه شرکت و کمترین میانگین مربوط متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. بالاترین انحراف معیار مربوط به متغیر رقابت در بازار محصول و کمترین انحراف معیار مربوط به متغیر چرخه عملیاتی می‌باشد.

۷-۲- آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق

جدول ۲- نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

متغیر	تعداد (N)	آماره (K-S)	سطح اهمیت (Sig)
ساختار سرمایه	۶۶۰	۴/۶۱۶	۰/۰۰۰

با توجه به این که برای متغیر ساختار سرمایه، سطح اهمیت آماره K-S کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع این متغیرها در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان گر این است که متغیر ساختار سرمایه از توزیع نرمال برخوردار نمی‌باشند. نرمال بودن متغیر وابسته، شرط لازم برای مدل‌های رگرسیون است، بنابراین لازم است قبل از آزمون فرضیه‌ها این متغیر نرمال سازی شود. در این پژوهش برای نرمال سازی داده‌ها از تابع انتقال جانشون^۱ بهره گرفته شده و توسط نرم افزار ۱۶ Minitab مورد تجزیه و تحلیل واقع شده است. نتایج حاصل از آزمون K-S بعد از فرآیند نرمال سازی داده‌ها به شرح نگاره می‌باشد.

جدول ۳- نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق بعد از فرآیند نرمال سازی

متغیر	تعداد (N)	آماره (K-S)	سطح اهمیت (Sig)
ساختار سرمایه	۶۶۰	۰/۶۷۰	۰/۷۶۱

با توجه به نگاره از آن جایی که بعد از نرمال سازی داده‌ها سطح اهمیت (Sig.) آماره کولموگروف-اسمیرنف برای متغیر وابسته بالاتر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۷۶۱)، بنابراین فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شده و بیان گر این است که متغیر ساختار سرمایه بعد از فرآیند نرمال سازی، دارای توزیع نرمال می‌باشند.

۷-۳- بررسی همبستگی میان متغیرهای تحقیق

جدول ۴- آزمون همبستگی پیرسون

متغیر	ساختار سرمایه	رقابت در بازار محصول	فرصت‌های سرمایه‌گذاری	اندازه شرکت	چرخه عملیاتی	نسبت ارقام تعهدی	نسبت جریانات نقدی عملیاتی
ساختار سرمایه	۱	$-.0/176$ Sig(004)	$-.0/385$ Sig(001)	$-.0/489$ Sig(021)	$0/336$ Sig(000)	$0/188$ Sig(002)	$0/391$ Sig(107)
رقابت در بازار محصول		۱	$0/238$ Sig(563)	$0/410$ Sig(338)	$0/012$ Sig(098)	$0/332$ Sig(199)	$0/164$ Sig(083)
فرصت‌های سرمایه‌گذاری			۱	$0/583$ Sig(225)	$0/428$ Sig(153)	$0/117$ Sig(115)	$0/003$ Sig(075)
اندازه شرکت				۱	$0/238$ Sig(063)	$0/478$ Sig(173)	$0/319$ Sig(216)
چرخه عملیاتی					۱	$0/511$ Sig(229)	$0/011$ Sig(092)
نسبت ارقام تعهدی						۱	$0/240$ Sig(095)
نسبت جریانات نقدی عملیاتی							۱

۴-۷- آزمون هم خطی

جدول ۵- آزمون هم خطی

متغیرها	مقدار ویژه	شاخص وضعیت
رقابت در بازار محصول	۲,۱۲۱	۳,۸۳۲
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۲,۱۰۹	۴,۲۱۷
اندازه شرکت	۲,۲۱۴	۴,۲۱۷
چرخه عملیاتی	۲,۶۵۸	۵,۷۷۳
نسبت ارقام تعهدی	۲,۷۸۹	۵,۹۸۸
نسبت جریانات نقدی عملیاتی	۲,۹۲۸	۶,۳۷۶

همان گونه که مشاهده می‌نمایید؛ مقادیر ویژه نزدیک به صفر همبستگی داخلی پیش بینی‌ها زیاد است و تغییرات کوچک در مقادیر داده‌ها، منجر به تغییرات بزرگ در برآورد ضریب معادله رگرسیون منجر می‌شود. مقادیر ویژه نشان‌دهنده احتمال همبستگی داخلی بین متغیرها می‌باشد. شاخص وضعیت با بیشتر از ۱۵ نشان‌دهنده احتمال هم خطی بین متغیرهای مستقل است و مقادیر بیش از ۳۰ بیانگر مشکل جدی در استفاده از رگرسیون در وضعیت موجود می‌باشد (حساس یگانه و دیگران، ۱۳۸۸). از طرفی تمامی شاخص‌های وضعیت کوچکتر از ۱۵ می‌باشند که نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل است.

۵-۷- سایر مفروضات کلاسیک رگرسیون چندگانه

برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک لازم است علاوه بر بررسی عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل، آزمون‌هایی در ارتباط با نرمال بودن باقیمانده‌ها، همسانی واریانس‌ها، استقلال باقیمانده‌ها و عدم وجود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود.

برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از این آزمون‌ها، آزمون جاکوبو- برا می‌باشد که در این تحقیق نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جاکوبو- برا حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوط به این آزمون بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد. یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها می‌باشد. در صورتی که واریانس‌ها

ناهمسان باشند برآورد کننده خطی نارایب بوده و کمترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این مطالعه برای رفع این مشکل در برآورد از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

هم‌چنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خود همبستگی نامیده می‌شود از آزمون دوربین واتسون (D-W) استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون از آن جایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. علاوه بر این، برای آزمون این که مدل دارای رابطه خطی است و این که آیا مدل موردنظر تحقیق از نظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی‌باشد. خلاصه نتایج آزمون‌های فوق در نگاره‌های زیر ارائه شده است.

جدول ۶- نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری برای مدل اول

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson	آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
P-Value	F	D	P-Value	F	P-Value	X ²
۰/۶۲۳۸	۳/۴۷۲۲	۲/۴۲۱	۰/۰۳۰۲	۱/۰۸۴۵	۰/۳۴۱۲	۱/۳۴۳۵

جدول ۷- نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری برای مدل دوم

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson	آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
P-Value	F	D	P-Value	F	P-Value	X ²
۰/۰۹۴۳	۵/۰۳۲۶	۲/۱۵۴	۰/۰۰۴۲	۱/۸۳۵	۰/۷۳۲۵	۱/۱۰۴۵

۷-۶- نتایج آزمون چاو و هاسمن

جدول ۸- نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل اول

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۶۰	F	۳/۰۹۳۲	۶	۰/۰۲۸۴
هاسمن	۶۶۰	χ^2	۳/۰۷۰۵	۶	۰/۰۳۹۴

جدول ۹- نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل دوم

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۶۰	F	۴/۱۷۹۳	۶	۰/۰۰۵۴
هاسمن	۶۶۰	χ^2	۳/۳۲۶	۶	۰/۰۲۱۵

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن؛ فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. هم‌چنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل و به‌صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود.

۷-۷- آزمون فرضیه‌های تحقیق

۷-۷-۱- آزمون فرضیه‌ی اول

جدول ۱۰- نتایج حاصل از رگرسیون چندمتغیره فرضیه اول

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی دار
متغیر وابسته	Y	ساختار سرمایه	-	-	-
مقدار ثابت	α	آلفا	-۱/۷۴۴	-۲/۶۴۸	۰/۰۲۵
متغیر مستقل	X1	فرصت‌های سرمایه‌گذاری	-۰/۴۴۰*	-۲/۷۸۸	۰/۰۰۱
متغیر تعدیلی	X2	رقابت در بازار محصول	-۰/۶۲۷*	-۲/۹۹۵	۰/۰۲۰
		رقابت در بازار محصول* فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۰/۷۲۲*	۲/۹۰۴	۰/۰۰۰
متغیرهای کنترل		اندازه شرکت	-۰/۳۲۸*	۰/۵۸۷*	۲/۸۵۴
		چرخه عملیاتی	۰/۶۱۸*	۰/۲۶۵	۱/۷۹۵
		نسبت اقلام تعهدی	۰/۵۳۸*	۲/۴۲۱	—
		نسبت جریان نقدی عملیاتی	۰/۳۱۸	۳/۷۴۲	—
		دوربین واتسون	۲/۱۵۴	۰/۵۴۳	—
		آماره F	۱۴/۰۰۲	۰/۲۹۴	—
R		ضریب همبستگی	۰/۶۹۹	۰/۲۹۳	—
R Square		ضریب تعیین	۰/۴۸۸	-۱/۷۴۴	-۲/۶۴۸
Adjusted R Square		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۸۶	-۰/۴۴۰*	-۲/۷۸۸

*: سطح معنی داری برابر با ۰/۰۵ می باشد.

همانگونه که این نگاره نشان می‌دهد، از آنجایی که سطح معناداری متغیرهای فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه شرکت، نسبت اقلام تعهدی و چرخه عملیاتی کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ رابطه معناداری با ساختار سرمایه دارند. متغیرهای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه شرکت رابطه معکوس و معناداری با ساختار سرمایه دارند و متغیرهای نسبت اقلام تعهدی و چرخه عملیاتی رابطه مستقیم و معناداری با ساختار سرمایه دارند. بین نسبت جریان نقدی عملیاتی با ساختار سرمایه ارتباط معناداری یافت نشد. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۲۹/۴ درصد از تغییرات ساختار سرمایه را توضیح می‌دهند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. منفی بودن ضریب متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (۰/۴۴۰-) حاکی از ارتباط معکوس فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ساختار سرمایه شرکت می‌باشد؛ به‌طوری که با افزایش ۱ واحدی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار سرمایه به میزان ۰/۴۴۰ واحد کاهش می‌یابد؛ بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه ارتباط معکوس و معناداری وجود دارد.

۷-۲-۷ آزمون فرضیه دوم

همانگونه که این نگاره نشان می‌دهد، از آنجایی که سطح معناداری متغیرهای فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رقابت در بازار محصول، اندازه شرکت، نسبت اقلام تعهدی و چرخه عملیاتی کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ رابطه معناداری با ساختار سرمایه دارند. متغیرهای فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رقابت در بازار محصول و اندازه شرکت رابطه معکوس و معناداری با ساختار سرمایه دارند و متغیرهای نسبت اقلام تعهدی و چرخه عملیاتی رابطه مستقیم و معناداری با ساختار سرمایه دارند. بین نسبت جریان نقدی عملیاتی با ساختار سرمایه ارتباط معناداری یافت نشد. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۴۸/۸ درصد از تغییرات ساختار سرمایه را توضیح می‌دهند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. منفی بودن ضریب متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (۰/۷۹۳-) حاکی از ارتباط معکوس فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ساختار سرمایه شرکت می‌باشد؛ به‌طوری که با افزایش ۱ واحدی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار سرمایه به میزان ۰/۷۹۳ واحد کاهش می‌یابد.

جدول ۱۱- نتایج حاصل از رگرسیون چندمتغیره فرضیه دوم

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی دار
متغیر وابسته	Y	ساختار سرمایه	-	-	-
مقدار ثابت	α	آلفا	۰/۷۶۵	۲/۹۴۴	۰/۰۰۲

متغیر مستقل	X1	فرصت‌های سرمایه‌گذاری	*-۰/۷۹۳	-۲/۷۳۱	۰/۰۰۱
متغیر تعدیلی	X2	رقابت در بازار محصول	*-۰/۴۳۶	-۲/۷۸۱	۰/۰۰۰
		رقابت در بازار محصول* فرصت‌های سرمایه‌گذاری	*-۰/۲۵۴	-۲/۶۳۳	۰/۰۲۵
متغیرهای کنترل		اندازه شرکت	*-۰/۳۲۸	-۲/۰۳۴	۰/۰۰۱
		چرخه عملیاتی	*۰/۶۱۸	۲/۷۷۵	۰/۰۰۹
		نسبت اقلام تعهدی	*۰/۵۳۸	۲/۸۲۵	۰/۰۳۲
		نسبت جریان نقدی عملیاتی	۰/۳۱۸	۰/۹۳۶	۰/۱۴۳
		دوربین واتسون	۲/۱۵۴	-	-
		آماره F	۱۴/۰۰۲	-	۰/۰۰۳
R		ضریب همبستگی	۰/۶۹۹	-	-
R Square		ضریب تعیین	۰/۴۸۸	-	-
Adjusted R Square		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۸۶	-	-

*: سطح معنی‌داری برابر با ۰/۰۵ می‌باشد.

منفی بودن ضریب متغیر رقابت در بازار محصول (-۰/۴۳۶) حاکی از ارتباط معکوس رقابت در بازار محصول با ساختار سرمایه شرکت می‌باشد؛ به‌طوری که با افزایش ۱ واحدی رقابت در بازار محصول، ساختار سرمایه به میزان ۰/۴۳۶ واحد کاهش می‌یابد. با مقایسه ضرائب متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در جداول (۴-۱۱) و (۴-۱۰)؛ به ترتیب (-۰/۴۴۰ و -۰/۷۹۳) فرضیه دوم تأیید می‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که رقابت در بازار محصول موجب قوی تر شدن تأثیر معکوس فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ساختار سرمایه می‌شود.

۷-۳- نتایج آزمون مربوط به متغیرهای کنترلی

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده؛ از آن جایی که احتمال آماره t برای ضرائب متغیرهای اندازه شرکت، چرخه عملیاتی و نسبت اقلام تعهدی کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ در نتیجه رابطه بین متغیرهای اندازه شرکت، چرخه عملیاتی و نسبت اقلام تعهدی با ساختار سرمایه در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد.

منفی بودن ضریب متغیر اندازه شرکت حاکی از رابطه معکوس اندازه شرکت و ساختار سرمایه می‌باشد؛ و مثبت بودن ضریب متغیرهای چرخه عملیاتی و نسبت اقلام تعهدی؛ حاکی از رابطه مستقیم چرخه عملیاتی و نسبت اقلام تعهدی با ساختار سرمایه می‌باشد. بین نسبت جریان نقدی عملیاتی با ساختار سرمایه شرکتها نیز رابطه معناداری وجود ندارد.

۷-۸- خلاصه نتایج

جدول ۱۲- خلاصه نتایج آزمون فرضیات

نتیجه	فرضیه	
تأیید فرضیه رابطه معکوس و معنادار	بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معناداری وجود دارد.	۱
تأیید فرضیه قوی تر شدن تأثیر معکوس	محیط صنعت (رقابت بازار محصول) بر رابطه ی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.	۲

۸- بحث و نتیجه گیری

مهمترین هدف اکثر شرکت‌ها به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. یکی از مهمترین اهدافی که مدیران مالی باید برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران در نظر بگیرند تعیین بهینه منابع مالی شرکت یا ساختار سرمایه است. ساختار سرمایه نقش مهمی در دستیابی شرکت به هدف اصلی خود، یعنی حداکثرسازی ثروت سهامداران ایفا می‌کند. مخصوصاً در شرایط امروزی بازار که فضای کسب و کار با سرعت سرسام‌آوری به سمت رقابتی شدن حرکت می‌کند. توانایی شرکت‌ها در انتخاب بهترین ترکیب منابع تأمین مالی برای افزایش سودآوری و ادامه حیات آن‌ها ضروری است و در نتیجه از عوامل اصلی رشد و پیشرفت آن‌ها محسوب می‌گردد. دتیابی به ساختار سرمایه بهینه از جمله مباحث پیچیده‌ای است که مدت‌ها کانون توجه بسیاری از اقتصاددانان مالی بوده است و هنوز هم منشاء بحث‌های فراوان است (طوروسیان، ۱۳۹۰).

با گسترش سطح کیفی فعالیت و همچنین توسعه گسترده امور اقتصادی، تصمیم‌های مالی شرکت‌ها از جمله مسایل پیچیده‌ای است که در راستای کسب بهترین بازده و مطلوبیت در بهترین شرایط به وجود می‌آید. در این راستا مدیران مالی با توجه به آن که مسئولیت اصلی در این تصمیم‌ها به آنها بر می‌گردد، در پی دستیابی به روابط بین عوامل شاخص در شرکت‌ها هستند. از جمله این مسائل مبحث تصمیمات سرمایه‌گذاری است (آئون و هوانگ، ۲۰۱۴).

رقابتی بودن بازار محصول بدین معناست که شرکت‌های مختلف در تولید و فروش کالا رقابت تنگاتنگی دارند و کالاهای آنها نسبت به دیگری، برتری چندانی ندارند، چرا که اگر غیر از این باشد، بازار به سمت انحصار یا انحصار چند جانبه تمایل پیدا می‌کند (خدای پور و بزرایی، ۱۳۹۳). رقابت بازار محصول شرکت‌ها را به انجام بهتر کار از طریق کاهش ظرفیت بلا استفاده مدیریتی مجبور می‌کند بنابراین رقابت بازار محصول مالکان شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتر را تشویق به ایجاد انگیزه‌های قوی تر (ضعیف تر) در مدیران برای حداکثر سازی ثروت سهامداران می‌کند. در نتیجه موجب افزایش (کاهش) در سرعت تعدیل ساختار سرمایه به سمت ساختار بهینه می‌شود. این افزایش (کاهش) در نهایت شکاف در سرعت تعدیل بین شرکت‌ها با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر را کاهش (افزایش) می‌دهد. باتوجه به مطالبی که عنوان شد مسأله اصلی شرکت‌های فعال در بورس تهران رقابت تنگاتنگ و شدید و تلاش برای دوام و بقا در این بازار می‌باشد؛ لذا اگر شرکت‌ها نتوانند خود را با این بازار هماهنگ کنند مجبور به ترک آن خواهند بود بهمین دلیل توجه به ساختار سرمایه و تأمین مالی و بازار رقابتی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است در واقع در این پژوهش به دنبال این پاسخ این سوال هستیم که آیا محیط صنعت بر رابطه ی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش دارد؟ یافته‌های مهم این تحقیق را می‌توان به شرح زیر بیان کرد.

براساس نتایج فرضیه اول تحقیق بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ ارتباط معکوس و معنی‌داری وجود دارد و این نتیجه به این مهم اشاره دارد که فرصت‌ها و میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بیشتر باشد، میزان اهرم مالی شرکت کاهش می‌یابد. شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری بالاتری برخوردارند و از این فرصت‌ها استفاده می‌کنند؛ سودآوری و عملکرد بالاتری خواهند داشت. در این شرکت‌ها بعلت سودآوری بالا؛ اهرم مالی شرکت کاهش می‌یابد زیرا این شرکت‌ها کمتر اقدام به استقراض بانکی می‌کنند و کمتر در معرض ورشکستگی قرار می‌گیرند. نتایج این بخش با تحقیقات یان پنگ^۲ (۲۰۱۱) و ویشواناتان^۳ (۲۰۱۲) مطابقت دارد و با نتایج تحقیقات توماس جین^۴ (۲۰۱۴) و آقایی و چالاکی (۱۳۸۸)، مرادزاده فرد و حسینی (۱۳۹۳) و مرادی (۱۳۹۴) همراستا نمی‌باشد.

براساس نتایج فرضیه دوم تحقیق؛ رقابت در بازار محصول موجب قوی تر شدن رابطه معکوس بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌شود.

براساس نتیجه فرضیه اول؛ استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجب ارتقای سودآوری و در نتیجه کاهش اهرم مالی در ساختار سرمایه شرکت‌ها شد. زمانی که شرکت در محیط صنعت مربوط به خود نسبت به رقبا قوی تر عمل نماید و بتواند سهم بالایی از بازار مربوطه را در دست بگیرد؛ بالتبع سودآوری شرکت افزایش می‌یابد و به همان نسبت نیز اهرم مالی و نسبت بدهیهای شرکت نیز کاهش می‌یابد.

نتایج این تحقیق با تحقیقات شلیفر و ویشنی^۵ (۲۰۱۵) مطابقت دارد و با نتایج تحقیقات مرادزاده فرد و حسینی (۱۳۹۳) و مرادی (۱۳۹۴) همراستا نمی‌باشد.

نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان داد:

نسبت اقلام تعهدی؛ رابطه مستقیم و معناداری با اهرم مالی شرکت دارد و این امر نشانگر این است که صورت‌های مالی شرکت‌هایی که اقلام تعهدی بالاتری دارند بیشتر در معرض مدیریت سود و کاهش کیفیت گزارشگری مالی هستند. کاهش کیفیت گزارشگری مالی موجب کاهش دقت تصمیم‌گیری و پیش بینی مدیران می‌گردد و سودآوری شرکت کاهش و اهرم مالی و بدهیهای شرکت افزایش می‌یابد.

چرخه عمیاتی؛ رابطه مستقیم و معناداری با اهرم مالی شرکت دارد و این امر نشانگر این است که شرکت‌هایی که دوره بازگشت سرمایه آنان و دریافت مطالبات با تأخیر انجام می‌شود و طولانی می‌گردد؛ هزینه سرمایه شرکت بالا رفته و شرکت متضرر شده و مجبور به تأمین مالی از طریق استقراض خواهد شد؛ که این امر موجب افزایش اهرم مالی شرکت می‌گردد.

1. Aonu and Hwang
2. Yhon and Peng
3. Vishvanatan
4. Thomas Jeanjean
5. Shellifer and Vishni

اندازه شرکت؛ رابطه معکوس و معناداری با اهرم مالی شرکت دارد و این امر نشانگر این است که بانکهایی که دارایی و سرمایه بیشتری دارند و مدیران خبره و متخصص در استخدام دارند؛ عملکرد و سودآوری آنان نسبت به شرکت‌های کوچک افزایش یافته و این امر موجب کاهش ریسک ورشکستگی؛ زیان و اهرم مالی شرکت می‌گردد.

۹- پیشنهادهای کاربردی تحقیق

براساس نتایج فرضیه اول مبنی بر ارتباط معکوس و معنادار فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه؛ به مدیران شرکتها توصیه می‌شود با آنالیز وضعیت بازار سرمایه و استفاده از مدیران با تخصص و تجربه در بازار سرمایه؛ فرصت‌های رشد را شناسایی کرده و از این فرصتها در جهت سودآوری شرکت استفاده نمایند زیرا این امر موجب کاهش ریسک ورشکستگی؛ زیان و اهرم مالی شرکت می‌گردد.

براساس نتایج فرضیه دوم مبنی بر اینکه رقابت در بازار محصول موجب تقویت ارتباط معکوس فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه؛ به مدیران شرکتها توصیه می‌شود؛ مزیت رقابتی شرکت را نسبت به بقیه رقبای از طریق؛ افزایش کیفیت محصولات، بکارگیری نیروی انسانی متخصص، بکارگیری تجهیزات مدرن و استفاده از تکنولوژی اطلاعات پیشرفته افزایش دهند و سهم بازار خود را با بکارگیری آمیخته بازاریابی مطلوب به حد بالاتری نسبت به رقبای برسانند زیرا این امر موجب کاهش ریسک ورشکستگی؛ زیان و اهرم مالی شرکت می‌گردد.

۱۰- پیشنهادها جهت تحقیقات آتی

- با توجه به نتایج تحقیق به دانشجویان پیشنهاد می‌شود موضوع این پژوهش را در زمینه‌های زیر انجام دهند:
۱. بررسی نقش رقابت در بازار محصول بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه به تفکیک صنعت در بورس اوراق بهادار تهران
۲. بررسی نقش رقابت در بازار محصول بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه طی مراحل چرخه عمر شرکتها (رشد، بلوغ و افول)
۳. بررسی نقش انواع مالکیت بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
۴. بررسی تأثیر سطح افشای اطلاعات بر رابطه بین رقابت و میزان وام دهی در صنعت بانکداری ایران

منابع

- ابراهیمی، امراله، (۱۳۹۲)، تاثیر هزینه مطالبات مشکوک الوصول بر شفافیت سود و زیان بانکها، نشریه حسابداری رسمی شماره ۸
- آقایی، محمد علی و امیر شاکری. (۱۳۸۹). «کاربرد نسبت‌های نقدینگی، جریان نقدی و حسابداری تعهدی در پیش‌بینی جریان نقدی عملیاتی آتی بانکهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی- پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، ش ۵، صص ۱-۱۶.
- ایزدی نیا، ناصر، محمد ایمان، توبره. شهرزاد. کاظمی، (۱۳۹۴). "بررسی رابطه بین ناپایداری جریان های نقدی عملیاتی و نسبت وامدهی با پاداش پرداخت شده به هیأت مدیره"، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری مالی، شماره ۳، صص ۹۳-۱۱۳.
- جعفری جاشمی غلامعلی، جبارزاده کنگرلویی سعید، دهقان خانقاهی بیتا. (۱۳۹۳). "بررسی بررسی ارتباط بین تغییرات تسهیلات اعطایی با تغییرات نسبتهای سودآوری براساس رشد بانکهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۷، صص ۸۲-۶۵
- خلیلی، رضا، (۱۳۹۳)، هموارسازی سود از طریق تعدیل ذخایر مطالبات مشکوک الوصول در بانکها، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه عالی آموزش بانکداری ایران
- خورشیدی، رزینا، (۱۳۹۲)، ارزیابی کفایت ذخیره مطالبات لاوصول بانک ملت برای پوشش مطالبات غیر قابل وصول، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه عالی آموزش بانکداری ایران
- ساعی، محمدجواد. باقرپور ولاشانی، محمدعلی، موسوی بایگی، سید ناصر. (۱۳۹۷). بررسی فراوانی و اهمیت تجدید ارائه صورت های مالی، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال پنجم، شماره اول، شماره پیاپی ۱۵
- شباهنگ، رضا، (۱۳۸۱)، تئوری حسابداری، جلد اول، تهران، سازمان حسابرسی، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی.

- عبدی، امیر، (۱۳۹۴)، عوامل موثر بر ناکارایی ذخیره مطالبات مشکوک الوصول بانکها، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه عالی آموزش بانکداری ایران.
- علامتی، اصغر، (۱۳۹۳)، ارتباط بین ذخیره مطالبات مشکوک الوصول و هموار سازی سود در بانکها، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه عالی آموزش بانکداری ایران.
- کاشانی پور، نقی نژاد، بیژن. (۱۳۹۰). بررسی ارتباط نوع مالکیت و حساسیت جریانهای نقدی عملیاتی در بورس تهران، فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره ۲. صص. ۷۲ تا ۹۳.
- مرادی، محمد (۱۳۹۴). بررسی نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی بر نسبت وامدهی بانکی. اصول حسابداری، تهران، انتشارات نشر.
- ملکیان، اسفندیار. (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در بانکهای های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۱، ص ۹۶
- نورشاهی، کبری و حسن فرج اله زاده دهکردی، (۱۳۹۰)، اصول حسابداری ۲، تهران، انتشارات چاپ و نشر کتابهای درسی ایران
- هاشمی سیدعباس، مجتبی مطلبیان چاشتری. (۱۳۹۴). "بررسی رابطه بین جریان های نقدی عملیاتی غیر عادی با بازده سهام بانک های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۷، ص ۴۲.
- Abou El Sood, H. (2013). "Loan loss provisioning and income smoothing in US banks pre and post the financial crisis," *International Review of Financial Analysis*. Vol, 25. no. 64-72
- Acharya, V.V., Carpenter, J., Gabaix, X., John, K., Richardson, M., Subrahmanyam, M., Sundaram, R., Zemel, E., (2012). Corporate governance in the modern financial Sector. In: *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. John Wiley & Sons Inc., Hoboken, NJ
- Adams, R., Mehran, H., (2014). Is corporate governance different for bank holding companies? *Economic Policy Review: Federal Reserve Bank of New York* 9, 123-142.
- Albrecht, D. Richardson, F. (2016). "Income Smoothing by Economy Sector," *Journal of Business Finance and Accounting*. vol, 3. No, 91-102.
- Anandarajan, A., Hasan, I. and Lozano – Vivas, A. (2016) Loan Loss provision decision: An empirical analysis of the Spanish depository institution. *Journal of international Auditing and Taxation* 14: 55-77.
- Anwer
- Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *J. Finance* 64.
- Bikker, J.A. and Metzmakeres, P.A. (2010). "Bank Provisioning Behaviour and procyclicality" *The Netherland Bank*. October 2002.
- Burgstahler, D. and Dichev, I. (2013). "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses". *Journal of Accounting and Economics*, No 24.
- Chany, p.k. and Jeter, D.C. (2015). "Income Smoothing and Firm Characteristics". *Accounting Enquiries*. Vol, 7. No, 1.
- Dichu Bao, Kam C. Chan b, Weining Zhang, (2012). Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings, *Journal of Corporate Finance* 18. 690-700
- Drobetz, W., Grüniger, M.C. (2012). "Information asymmetry and the value of cash". *Journal of Banking & Finance*.
- Kiridaran, K., Jerald, L. and Robert, M. (2014). "managerial Incentives for Income Smoothing Theory Bank Loan Loss Provision," *The Accounting Review*.
- Laeven, L – and Majnoni, G. (2012). "Loan Loss Provisioning and Economic Slowdowns: Too Much, Too Late?". *The World Bank*, Washington, DC.
- Ozkan, A., (2013). "Corporate cash holding: An empirical investigation of UK companies". *Journal of Banking & Finance* 28, 2103-2134.
- Penman, S. Lewis, O. (2016), "A Synthesis of Equity Valuation Techniques and the Terminal Value Calculating for Dividend Discount Model", *Review Accounting Studies*, No. 2, PP. 303-323.
- Rikardo, C. (2015). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3, 305-360.
- S. Ahmed, Carolyn Takeda, Shawn Thoma. (2014) Bank loan loss Provisions: a reexamination of capital management, earnings management and signaling effects. *Journal of Accounting and Economics* (28) : 1-25
- Spritser, Y., Jones, N., (2015). "International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings". *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 17, No. 1.

بررسی تأثیر کمیته حسابرسی و کیفیت حسابرسی بر کاهش هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران

فرزین خوشکار^۱، حامد سایه‌وند^۲، محمد مهدی تقوی^۳،

مجید ایروانی^۴

کد مقاله: ۵۲۴۷۷

چکیده

کمیته‌های حسابرسی، از هنگام شکل یافتن خود تاکنون، نقش مهمی در راهبری شرکت‌های سهامی داشته‌اند و اهمیت کمک‌هایی که کرده‌اند، در سال‌های اخیر مشهودتر است. کمیته‌های حسابرسی را محافظان سازمانی می‌دانند که برای صادقانه بودن وضعیت مالی شرکت‌های سهامی عام، اطمینان بخشی می‌کنند. کمیته حسابرسی یکی از مکانیزم‌های مؤثر برای بهبود کیفیت سازوکارهای نظارتی و گزارشگری مالی شرکت‌ها است که به کاهش هزینه نمایندگی کمک می‌کند هدف این پژوهش بررسی تأثیر کمیته حسابرسی و کیفیت حسابرسی بر کاهش هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. یافته‌های این تحقیق بر اساس داده‌های ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ جمع‌آوری شدند. پژوهش انجام‌شده از نظر نوع هدف جزء پژوهش‌های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می‌باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلالات قیاسی - استقرایی صورت گرفته است از تحلیل روش رگرسیون پانل دیتا استفاده شده است. نتایج برآورد مدل نشان داد که ویژگی‌های کمیته حسابرسی شامل استقلال و تخصص مالی کمیته حسابرسی بر هزینه نمایندگی تأثیر منفی و معنی‌داری وجود دارد، همچنین نتایج نشان داد که دوره تصدی حسابرس و تخصص حسابرس در صنعت بر هزینه نمایندگی تأثیر منفی و معنی‌داری وجود دارد.

واژگان کلیدی: کمیته حسابرسی، کیفیت حسابرسی و کاهش هزینه‌های نمایندگی

- ۱- مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران
- ۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران
- ۳- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران
- ۴- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران

۱- مقدمه

مهم‌ترین وظیفه حسابرسان تهیه گزارش حسابرسی است که در آن اظهارنظر حرفه‌ای خود را درباره مطلوبیت ارائه صورت‌های مالی طبق استانداردهای حسابداری به صراحت اعلام کنند (پیری و همکاران، ۱۳۹۳). درواقع نقش و ماهیت حسابرسی در ارتباط با عدم قطعیت و تردیدهای حاکم بر کیفیت اطلاعات حسابداری گزارش شده مطرح می‌شود. حسابرسی در خط مقدم رسیدگی، اظهارنظر در خصوص مطلوبیت تهیه و نهایتاً اعتباربخشی به ادعاهای مدیریت مندرج در صورت‌های مالی است. حسابرسی به‌عنوان یک سازوکار اجتماعی، برای کمک به نظارت و کنترل رفتار مدیران و به‌عنوان ابزار نظارتی دولتی است. آنچه جامعه از حرفه حسابرسی انتظار دارد، ارائه گزارشات حسابرسی است که موجب افزایش قابلیت اتکاء و به‌موقع بودن اطلاعات حسابداری افشا شده می‌شود. (لاری دشت بیاض و همکاران، ۱۳۹۷) این، ارزش افزوده‌ای است که تنها حرفه حسابرسی قادر به افزودن آن به اطلاعات مالی شرکت‌ها است. پس اگر حسابرسی یک وسیله نظارتی باشد که نقش‌های متعدد مذکور را بر عهده دارد، با ثابت فرض کردن سایر شرایط، گزارش حسابرس در خصوص صورت‌های مالی در طی زمان به‌عنوان یک مکانیزم نظارتی می‌بایست موجب بهبود کیفیت افشا اطلاعات از طریق افزایش به‌موقع بودن افشا اطلاعات حسابداری گردد (آبرناتی^۱، ۲۰۱۴)؛ بنابراین می‌توان گفت پایه و اساس اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، ارائه اطلاعات مالی شفاف، مربوط و قابل اتکاء است (بنسال و شارما^۲، ۲۰۱۷) در واقع حسابرسی از طریق اعتباردهی به صورت‌های مالی موجب می‌شود تا قابل‌اتکا بودن اطلاعات گزارش شده افزایش یافته و هزینه‌های نمایندگی کاهش یابد.

بر اساس نظریه نمایندگی، توابع مطلوبیت تولیدکننده اطلاعات (گروه مدیریت) و استفاده‌کنندگان از این اطلاعات (سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و...) متفاوت از یکدیگر است که نتیجه این تفاوت‌ها در قالب هزینه‌های نمایندگی ظاهر می‌شود. مدیر که در کانون این تضاد منافع قرار دارد، با ارائه اطلاعات مالی شرکت تلاش می‌کند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد، اما به دلیل اختیارات مدیریت، به منظور نظارت بر عملکرد مدیر، نیاز به قضاوت کارشناسان حسابرس مستقل را مطرح می‌کند (رجبی و همکاران، ۱۳۸۷). حسابرسان می‌توانند بر انتخاب روش‌های حسابداری توسط مدیریت تأثیر بگذارند. از این رو، صورتهای مالی نهایی را تحت تأثیر قرار داده و سبب افزایش قابلیت اتکای اقلام مندرج در صورتهای مالی می‌شوند (کردستانی و همکاران، ۱۳۸۹). از دید مایانگساری^۳ (۲۰۰۷) زمانی کیفیت حسابرسی بالا است که حسابرسان، انتخاب‌های نامعقول مدیریت را از میان روش‌های حسابداری محدود کنند و مانع ارائه نادرست وضعیت مالی شرکت شوند؛ هنگامی که کیفیت حسابرسی پایین است، حسابرسان نه تنها محدودیتی برای مدیر ایجاد نمی‌کنند، بلکه ممکن است برای استفاده از راه‌های گریز موجود در اصول پذیرفته‌شده حسابداری به مدیر مشاوره داده و وی را در ارائه نادرست وضعیت مالی شرکت یاری کنند. بنابراین، می‌توان ادعا کرد که کیفیت حسابرسی می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را تحت‌الشعاع قرار دهد.

از طرفی دیگر رشد اقتصادی در هر کشوری به سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی وابسته است و وقوع تقلب‌های مالی، موجب کاهش سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی شده و مانع رشد اقتصادی جامعه می‌شود از طرفی، پایه و اساس اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، ارائه اطلاعات مالی مربوط و قابل اتکاء است اما برخی از شرکت‌ها به ظاهرسازی یا دستکاری داده‌های اطلاعاتی که تصویر مطلوبی از وضعیت مالی شرکت گزارش نمی‌کند، می‌پردازند (بنسال و شارما، ۲۰۱۶) سود گزارش شده از جمله اطلاعات مهمی است که در هنگام تصمیم‌گیری توسط افراد در نظر گرفته می‌شود (دی‌چو و همکاران^۴، ۲۰۱۰)؛ بنابراین، وجود کمیته‌ای مستقل در شرکت همانند کمیته حسابرسی، به عنوان یکی از ارکان نظام حاکمیت شرکتی، برای کنترل مداوم چنین فعالیت‌هایی ضروری است؛ بنابراین این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع خواهد بود که چگونه کمیته حسابرسی و کیفیت حسابرسی بر کاهش هزینه‌های نمایندگی، تأثیر می‌گذارد نتایج این تحقیق می‌تواند موجب بسط مبانی نظری در بازارهای حسابرسی نوظهور در ایران و کمک به تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابرسی، جامعه حسابداران و استفاده‌کنندگان از صورت‌های گزارشگری مالی شود.

۲- مبانی نظری

۲-۱- کمیته حسابرسی

استقرار کمیته حسابرسی از مهمترین سازوکارهای حاکمیت شرکتی محسوب می‌شود اهمیت نقش این کمیته تا آنجا است که قوانین حاکمیت شرکتی نیز بر این موضوع صحنه گذاشته‌اند به عنوان نمونه، براساس بخش ۳۰۱ قانون ساربینز آکسلی (۲۰۰۲) شرکت‌های سهامی عام ملزم به داشتن کمیته حسابرسی شده‌اند در گزارش کدبری نیز لزوم وجود کمیته حسابرسی تأیید شده است

1 Abernathy
2 Bansal & Sharma
3 Mayangsari
4 Dechow

(گرین، ۲۰۱۳). این کمیته وظیفه نظارت بر فرایند تهیه گزارشهای مالی را بر عهده دارد (گرین، ۲۰۱۳). این کمیته وظیفه نظارت بر فرایند تهیه گزارشهای مالی را بر عهده دارد. بررسی گزارشهای دوره‌ای، بررسی کفایت نظارت‌های داخلی مربوط به گزارشهای مالی، ارزیابی عملکرد حسابرسان مستقل، نظارت بر انطباق فعالیت‌های واحد تجاری با الزامات قانونی و شناسایی ریسک‌های موجود در برنامه‌های مورد نظر مدیریت از سایر وظایف این کمیته است. از دیدگاه تئوری نمایندگی، تشکیل کمیته حسابرسی ابزاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی و بهبود کنترل داخلی و وسیله اثربخش برای بهبود روابط نمایندگی است (سلیمانی و همکاران، ۱۳۹۳). همچنین، وجود کمیته حسابرسی علاوه بر ارتقای سطح کیفی مکانیزم حاکمیت شرکتی می‌تواند باعث افزایش کیفیت گزارشگری مالی شود (سان، لن و لئو، ۲۰۱۴). در ضمن، وجود این کمیته می‌تواند به افشای صورت‌های مالی طبق استانداردهای پذیرفته‌شده حسابداری و بهبود سلامت مالی شرکت‌ها کمک شایانی بنماید (آمر، ایمان و شاهاتا، ۲۰۱۴؛ بنسال و شارما، ۲۰۱۶) در صورتی که شرکتی کمیته حسابرسی ندارد، باید دلایل عدم وجود این کمیته را در گزارش‌های سالانه خود توضیح دهد و نیاز وجود چنین کمیته‌ای را برای دوره مالی بعد تبیین نماید (سلیمانی و همکاران، ۱۳۹۳).

۲-۲- کیفیت حسابرسی

کیفیت حسابرسی، مفهومی چندوجهی است که می‌توان آن را از دیدگاه‌های مختلف بررسی کرد. در یکی از دیدگاه‌ها، گزارش حسابرسی نوعی محصول شمرده می‌شود و کیفیت این محصول از لحاظ مطابقت با استانداردهای تعیین شده، بیان‌کننده کیفیت حسابرسی است. در دیدگاه دیگری، حسابرسی نوعی خدمت در نظر گرفته می‌شود که باید توسط اشخاص واجد شرایط ارائه شود و فرایند انجام این خدمت و ارائه گزارش نتایج آن، تابع ضوابط و استانداردهای خاص است. در صورتی که خدمات یادشده، از لحظه شروع تا پایان که گزارش حسابرسی است، مطابق با استانداردها و ضوابط تعیین شده ارائه شود، کیفیت لازم را دارد (حیدری و همکاران، ۱۳۹۵). از سه بعد نظارتی، اطلاعاتی و تضمین‌کنندگی می‌توان به دلایل تقاضای بازار سرمایه برای خدمات حسابرسی با کیفیت بالاتر توجه کرد. در نقش نظارتی، مالکان برای نظارت بر نماینده، جلوگیری از رفتارهای فرصت‌طلبانه، عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی، به حسابرسی روی می‌آورند. در نقش اطلاعاتی، از نظر سرمایه‌گذاران، حسابرسی نوعی سازوکار در راستای بهبود کیفیت اطلاعات مالی است که فرایند ارزشمندی تلقی می‌شود. در نقش تضمین‌کنندگی، حسابرسان با ضمانت کردن کیفیت اطلاعات مندرج در صورت مالی، هزینه‌های نشست گرفته از دعاوی حقوقی را کاهش می‌دهند و مدیران را در مقابل اشخاص ثالث بیمه می‌کنند (کردستانی و همکاران، ۱۳۸۹).

۲-۳- هزینه‌های نمایندگی

یکی از مهمترین روابط نمایندگی، رابطه بین گروه مدیریت و سهامداران شرکت است. امکان دارد اهداف مدیران و مالکان به شکل کامل، مطابق و همسوی هم نباشد؛ به این صورت که سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه‌گذاری است و مدیر نیز نخست در پی افزایش ثروت خود خواهد بود. به همین دلیل، رابطه نمایندگی به مشکلات و مسائل نمایندگی منتهی می‌شود که بر اساس نظریه نمایندگی، هزینه‌بر است. در نتیجه مالکان باید مخارجی را متحمل شوند تا منافع کارگزاران را با منافع خویش همسو کنند. از آنجا که این مخارج به واسطه شکل‌گیری رابطه نمایندگی پدید می‌آید، هزینه‌های نمایندگی نامیده می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶).

۳- پیشینه پژوهش

ویویان و همکاران^۳ (۲۰۱۸) نقش هیئت مدیره و کمیته حسابرسی در مدیریت ریسک در شرکت‌ها را بررسی کردند. نتایج آنها نشان می‌دهد هیئت مدیره و به ویژه کمیته حسابرسی با مدیریت ریسک رابطه مثبت و معناداری دارد. بال و همکاران^۴ (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر روابط حسابرس را بر کیفیت حسابرسی پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد کیفیت حسابرسی با دوره تصدی حسابرسی ارائه نمود و نشان داد که یک ارتباط منفی بین طول دوره تصدی و کیفیت حسابرسی وجود دارد. عبدل و همکاران^۵ (۲۰۱۷) به بررسی رابطه پیش‌بینی بازده سهام با کیفیت حسابرسی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد نسبت قیمت به سود و سود سهام تا حدودی بر بازده سهام تأثیر دارد. چن و همکاران^۶ (۲۰۱۶) به بررسی ارتباط میان هزینه‌های نمایندگی و عملکرد را پرداختند. نتایج نشان

1. Sun, Liu
2. Jensen
3. Vivian
4. Ball
5. Abdul
6. Chen

می‌دهد که عدم تناسب بین راهبردهای تجاری و هزینه نمایندگی بطورمنفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد. بشکوه^۱ و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و هزینه های نمایندگی پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین هزینه های نمایندگی و کیفیت حسابرسی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. جیانگ و همکاران^۲ (۲۰۱۵) به بررسی اثر کیفیت حسابرسی بر تجدید ارائه در چین پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر آن بود که دستکاری سود، احتمال مشاهدات تجدید ارائه ناشی از مدیریت سود را افزایش می‌دهد، اما حسابرسی باکیفیت بالا این اثر را محدود می‌کند. باینحال، آن‌ها چنین شواهدی برای تجدید ارائه ناشی از جریان نقدی پیدا نکردند، به عبارتی افزایش کیفیت حسابرسی اثری بر تجدید ارائه ناشی از جریان نقدی ندارد. پانتزالیس و پارک^۳ (۲۰۱۴) تأثیر پاداش هیئت مدیره بر ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و قیمت‌گذاری نادرست سهام را مورد بررسی قرار داده‌اند. یافته‌ها نشان داد که بسته‌های پاداشی که ساختار بهینه‌ای ندادند، می‌تواند به قیمت‌گذاری نادرست سهام بیشتر منجر شود.

محمدزاده مقدم و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر هزینه نمایندگی بر پیش‌بینی سودآوری پرداختند. نتایج آزمون فرضیه نشان‌داد از بین معیارهای اندازه‌گیری هزینه نمایندگی رابطه بین مالکیت نهادی ناشی از حاکمیت شرکتی و نسبت گردش دارایی با پیش-بینی سودآوری مستقیم و معنادار است. این یافته‌ها همچنین نشان داد رابطه معناداری بین ساختار سرمایه‌ی پیش-بینی سودآوری وجود ندارد. علاوه بر این، رابطه بین مدیریت سود و پیش-بینی سودآوری معنادار ولی معکوس است که دلیل این رابطه معکوس را می‌توان خطر اخلاقی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی مدیریت سود دانست. نیکبخت و همکاران (۱۳۹۷) رابطه بین حق الزحمه حسابرسی و تجربه حسابرسان با کیفیت حسابرسی را بررسی نمودند. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر آن بود که بین تغییر حق الزحمه حسابرسان و کیفیت حسابرسی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بهارمقدم و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابرسی بر تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که گزارشات حسابرسان اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات حسابداری را تقویت می‌کند و بر تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام تأثیر می‌گذارد؛ اما اندازه حسابرسان دارای اثر تعدیل‌کنندگی نمی‌باشد و تأثیری بر تمایلات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ندارد. نونهال و اکبرپور (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر تجربه حسابرسان بر حق الزحمه حسابرسی و کیفیت حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که تجربه حسابرسان بر حق الزحمه حسابرسی تأثیر مثبت و معنادار دارد. یعنی حسابرسان هرچهقدر با تجربه تر باشد حق الزحمه بیشتری دریافت می‌کند و تجربه حسابرسان بر کیفیت حسابرسی تأثیر ندارد. حیدری و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر هزینه های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. و به این نتیجه رسیدند که با افزایش کیفیت خدمات حسابرسی تعارضات ناشت گرفته از تفکیک مالکیت از مدیریت کاهش می‌یابد. حاجیها و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر فرصت سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که بین اندازه حسابرسان و دوره تصدی حسابرسان با فرصت سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج این تحقیق نشان داد بین تخصص حسابرسان با فرصت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران رابطه معناداری وجود ندارد.

۴- فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی: بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کیفیت حسابرسی با هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی اول:

- بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی و هزینه‌های نمایندگی رابطه وجود دارد.
- بین اندازه کمیته حسابرسی و هزینه‌های نمایندگی رابطه وجود دارد.
- بین استقلال کمیته حسابرسی و هزینه‌های نمایندگی رابطه وجود دارد.
- بین تخصص مالی کمیته حسابرسی و هزینه‌های نمایندگی رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم:

- بین کیفیت حسابرسی و هزینه‌های نمایندگی رابطه وجود دارد.
- بین تخصص حسابرسان و هزینه‌های نمایندگی رابطه وجود دارد.
- بین دوره تصدی حسابرسان و هزینه‌های نمایندگی رابطه وجود دارد.

1. Beshkooch

2. Jiang

3. Pantzalis

۵- روش شناسی تحقیق

روش پژوهش این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع توصیفی همبستگی است؛ که با استفاده از داده‌های ثانویه مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده بازار سرمایه ایران به تحلیل رابطه‌ی همبستگی می‌پردازد. انجام این پژوهش در چهارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت خواهد گرفت. علت استفاده از روش همبستگی کشف روابط همبستگی بین متغیرها است. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی (نیمه تجربی) است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته و تاریخی (صورت‌های مالی شرکت‌ها) انجام می‌گیرد. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه‌ی کتابخانه‌ای و تحلیلی-علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) نیز می‌باشد. این پژوهش از حیث هدف کاربردی و از حیث ماهیت و محتوا توصیفی همبستگی قلمداد می‌شود. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران در یک بازه زمانی ۷ ساله طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۷ می‌باشد که با استفاده از روش حذف سیستماتیک و بعد از مدنظر قرار دادن معیارهای زیر تعداد ۱۲۰ شرکت به‌عنوان جامعه آماری انتخاب شدند:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته‌شده و تا پایان سال ۱۳۹۷ در بورس فعال باشد؛
۲. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی زمان تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد؛
۳. فعالیت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری، بانکداری، لیزینگ و نهاد مالی نباشد؛
۴. اطلاعات موردنیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد و
۵. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداده باشد.

در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل اطلاعات گردآوری‌شده از روش‌های آمار توصیفی، آمار استنباطی و همچنین رسم جداول استفاده شده است. استفاده از آمار توصیفی باهدف تلخیص اطلاعات جمع‌آوری‌شده و شناخت بیشتر جامعه مورد بررسی صورت پذیرفته است زیرا هدف آمار توصیفی، توصیف، استخراج نکات اساسی و ترکیب اطلاعات به کمک زبان اعداد است. هدف آمار استنباطی، به‌طور کلی انجام استنباط درباره پارامترهای جامعه از طریق تجزیه و تحلیل اطلاعات موجود در داده‌های نمونه و همچنین سنجش عدم اطمینانی است که در این استنباط‌ها وجود دارد.

۶- متغیرهای و مدل پژوهش

مدل اول پژوهش:

$$\text{AGENCY COST} = \alpha_0 + \beta_1 \text{ACSIZE} + \beta_2 \text{ACIND} + \beta_3 \text{ACEXP} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{M/B} + \varepsilon_{it}$$

مدل دوم پژوهش:

$$\text{AGENCY COST} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Audit Tenure} + \beta_2 \text{Spau} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{M/B} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

AGENCY COST = هزینه نمایندگی	Audit Tenure = تصدی حسابرس
ACSIZE = اندازه کمیته حسابرسی	Spau = تخصص حسابرس در صنعت
ACIND = استقلال کمیته حسابرسی	Size = اندازه شرکت
ACEXP = تخصص مالی کمیته حسابرسی	M/B = رشد شرکت

۶-۱- متغیرهای پژوهش ونحوه محاسبه آنها

متغیر وابسته: هزینه نمایندگی^۱: هزینه‌های نمایندگی از حاصل ضرب نسبت کیوتوبین در جریانهای نقد آزاد شرکت بدست می‌آید.

متغیرهای مستقل:

(الف) ویژگی‌های کمیته حسابرسی:

ویژگی‌های کمیته حسابرسی در این پژوهش شامل اندازه، استقلال و تخصص کمیته حسابرسی می‌باشد

- اندازه کمیته حسابرسی (ACSIZE): برابر است با تعداد اعضای حاضر در کمیته حسابرسی که طبق بند ۱ ماده ۵ منشور کمیته شامل ۳ تا ۵ عضو می‌باشد
- استقلال کمیته حسابرسی (ACIND): شامل اعضای غیر موظف کمیته حسابرسی به صورت نسبت اعضای مستقل کمیته حسابرسی به کل اعضای کمیته حسابرسی محاسبه میشود.

1- AGENCY COST

- تخصص مالی کمیته حسابرسی (ACEXP): متغیر مجازی به صورتی که اگر بیش از ۵۰ درصد اعضای کمیته حسابرسی دارای تحصیلات با سابقه حرفه ای در رشته های حسابداری و حسابرسی باشند عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر منظور می شود.

(ب) کیفیت حسابرسی:

- برای اندازه گیری کیفیت حسابرسی از دو شاخص دوره تصدی حسابرس و تخصص حسابرس در صنعت استفاده می شود
- تصدی حسابرس (Audit Tenure): برای تمام شرکتهایی که طی ۵ سال اخیر مؤسسه حسابرسی خود را تغییر داده اند عدد یک و برای شرکت هایی که مؤسسه حسابرسی خود را تغییر نداده اند عدد صفر در نظر گرفته شده است.
- تخصص حسابرس در صنعت (Spau): در این پژوهش، برای اندازه گیری تخصص حسابرس از رویکرد سهم از بازار استفاده می شود. برای محاسبه سهم از بازار، رویکرد پالمرز به کار میرود که مطابق با آن، تخصص صنعتی حسابرس متغیری دامی (دو وجهی) است. چنانچه سهم بازار (مجموع دارایی های تمام صاحبکاران هر مؤسسه حسابرسی خاص در صنعت خاص تقسیم بر مجموع دارایی های تمام صاحبکاران در صنعت خاص) مؤسسه حسابرسی خاصی از نسبت به دست آمده از رابطه $(\frac{1}{N_{audit\ firms}})^{1/2}$ بیشتر باشد، مؤسسه حسابرسی مذکور متخصص در صنعت محسوب شده و به آن یک اختصاص می یابد؛ در غیر این صورت برای این متغیر صفر در نظر گرفته می شود. در رابطه یاد شده، مخرج کسر بیان کننده تعداد مؤسسه های حسابرسی مشغول به کار در صنعتی خاص است. از سویی دیگر، سهم از بازار عبارت است از فروش های رسیدگی شده توسط مؤسسه حسابرسی در صنعتی خاص، بخش بر کل فروشهای آن صنعت.

متغیرهای کنترلی:

- اندازه شرکت (SIZE): از طریق لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت محاسبه می شود
- رشد شرکت M/B: برای اندازه گیری رشد شرکت از شاخص ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده می شود.

۷- تجزیه و تحلیل نتایج پژوهش

این بخش به ارائه تجزیه و تحلیل یافته های تحقیق اختصاص دارد. پژوهشگر پس از اینکه روش تحقیق خود را مشخص کرد، اکنون نوبت آن است که با بهره گیری از تکنیکهای آماری مناسب که با روش تحقیق، نوع متغیرها و سازگاری دارد، داده های گردآوری شده را دسته بندی و تجزیه و تحلیل نمایند و در نهایت، فرضیه هایی را که تا این مرحله او را در تحقیق هدایت کرده اند، در بوتله آزمون قرار دهد و تکلیف آنها را روشن کند و سرانجام بتواند پاسخ یا راه حلی برای پرسش تحقیق بیابد در این فصل با استفاده از داده های جمع آوری شده از نمونه آماری تحقیق که شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۱ لغایت ۱۳۹۷ می باشد، فرضیه های تحقیق مورد آزمون قرار می گیرند.

الف) آمار توصیفی و تحلیل آن

به طور کلی، روشهایی را که به وسیله آنها میتوان اطلاعات جمع آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی مینامند. این نوع آمار صرفاً به توصیف جامعه یا نمونه می پردازد و هدف از آن محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه تحقیق است در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از شاخص های مرکزی همچون میانگین و شاخص های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی انجام پذیرفته است. در ادامه خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق به تفکیک هر مدل پس از غربالگری و حذف داده های دور افتاده تر ارائه شده است.

منحنی نرمال استاندارد منحنی نرمالی است که میانگین آن صفر و انحراف معیار آن یک باشد. اما اگر همه داده های آماری یکسان باشند انحراف معیار برابر با یک است از بین شاخصهای مرکزی بیان شده، میانگین مهمترین آنها محسوب می شود که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. میانگین شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. از آنجایی که میزان چولگی توزیع نرمال برابر با صفر است، چولگی نزدیک به صفر، نرمال بودن توزیع داده ها را بیان می کند. همچنین اگر چولگی متغیری از ۲- کوچک تر و از ۲ بزرگ تر باشد، آن توزیع متغیر مطلقاً نرمال نخواهد بود. شکل توزیع داده ها را از مقدار میانگین، میانه و مقایسه ای آنها نیز می توان حدس زد. اگر مقدار میانگین از میانه به اندازه ای قابل توجهی بزرگ تر باشد، داده ها چوله به راست و در حالت برعکس چوله به چپ هستند. مقدار انحراف معیار، کمینه و بیشینه نیز پراکندگی داده را نشان می دهد. هر چه

مقدار انحراف معیار کمتر باشد، داده‌ها حول میانگین متغیر متمرکزترند. پراکندگی کمتر میزان اعتماد به مقدار میانگین را افزایش می‌دهد و در حالت برعکس کاهش. درواقع اگر انحراف معیار بزرگ باشد، داده‌های حول میانگین نیستند و دور از میانگین پراکنده‌اند. همچنین کشیدگی معیاری از تیزی منحنی در نقطه ماکزیمم است. (کشیدگی توزیع نرمال برابر ۳ است) در حالت کلی چنانچه چولگی و کشیدگی به ترتیب نزدیک به صفر و ۳ نباشند داده‌ها از توزیع نرمال برخوردار نیستند.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شاخص‌های کشیدگی					شاخص‌های مرکزی		نام و تعداد متغیرها		
بیشینه	کمینه	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	میانگین	میان	تعداد	علامت اختصاری	متغیرها
۵/۱۹	-۰/۰۹	۱/۲۱	۰/۴۷	۰/۶۶	۰/۲۹	۰/۴۶	۸۴۰	AGENCY COST	هزینه نمایندگی
۱	۰	۶/۶۱	۰/۳۳	۰/۱۷	۰/۶۵	۰/۷۲	۸۴۰	ACIND	استقلال کمیته حسابرسی
۵	۳	۰/۸۹	۰/۷۶	۵۶	۳	۳/۲۱	۸۴۰	ACSIZE	اندازه کمیته حسابرسی
۱	۰	۰/۹۱	-۰/۶۷	۰/۲۳	۱	۰/۸۱	۸۴۰	ACEXP	تخصص مالی کمیته حسابرسی
۱	۱	۳/۴۶	۰/۴۷	۰/۴۶	۰	۰/۳۶	۸۴۰	Audit Tenure	دوره تصدی حسابرس
۱	۰	۱/۱۹	۰/۴۳	۰/۴۳	۰	۰/۳۷	۸۴۰	Spau	تخصص حسابرس
۱۹/۱۲	۱۰/۵۶	۳/۲۸	۰/۴۲	۱/۵۴	۱۱/۶۷	۱۱/۲۲	۸۴۰	SIZE	اندازه شرکت
۱۵/۴۳	۰/۱۱	۲/۳۱	۰/۷۸	۱/۴۵	۱/۱۲	۱/۴۳	۸۴۰	M/B	رشد شرکت

تحلیل توصیفی متغیرهای تحقیق:

۱- جدول ۱ نشان می‌دهد که میانگین اکثر مشاهدات و میانه آنها اختلاف اندکی دارد، نزدیک بودن مقادیر میانگین و میانه مشخص می‌کند که داده از توزیع نسبتاً نرمال برخوردار هستند.

۲- تمام متغیرهای پژوهش به جز تخصص مالی با توجه به بزرگتر بودن میانه از میانگین آن دارای چولگی مثبت هستند. با توجه به مثبت بودن ضریب چولگی می‌توان گفت که توزیع متغیرهای یاد شده دارای چوله به راست هستند.

۳- همچنین ضریب کشیدگی تمامی متغیرها مثبت است که با توجه به اینکه کشیدگی توزیع نرمال برابر با ۳ است وضعیت آنها را نسبت به توزیع نرمال نشان می‌دهد.

۴- انحراف معیار ۱/۵۴ اندازه شرکت نشان می‌دهد که این متغیر دارای بیشترین پراکندگی بوده است که بیانگر متفاوت بودن اندازه شرکت‌های مورد مطالعه است

۵- میانگین هزینه نمایندگی شرکتها برابر با ۰/۴۶ است که از حاصل ضرب نسبت کیوتوبین در جریانهای نقد آزاد شرکت بدست می‌آید. بر طبق جدول در ۷۲ درصد شرکت‌های مورد تعداد اعضای غیر موظف کمیته حسابرسی یعنی اعضای مستقل کمیته حسابرسی به کل اعضای کمیته حسابرسی بیشتر بوده است. متوسط تعداد اعضای کمیته های حسابرسی ۳ نفر در بیشترین حالت به ۵ نفر رسیده است و در ۸۱ درصد از نمونه های مورد مطالعه اعضای کمیته های حسابرسی دارای مدرک مالی مرتبط بوده اند. همچنین تنها ۳۶ درصد از سال شرکت‌های مورد مطالعه طی ۵ سال اخیر مؤسسه حسابرسی خود را تغییر داده اند و ۳۷ درصد از مشاهدات بر اساس رویکرد پالمرز دارای سهم بازار و تخصص حسابرس در صنعت بوده اند اندازه شرکت که بر اساس لگاریتم طبع دارایی های آن محاسبه شده است برابر با ۱۱/۲۲ می باشد و انحراف معیار نسبتاً بالای آن بیانگر پراکندگی شرکت‌های مورد مطالعه می باشد. شاخص رشد شرکت‌های مورد مطالعه دارای میانگین ۱/۴۳ و بیشینه و ۱۵/۴۳ می باشد. که نشانگر فرصت رشد شرکت‌های مورد مطالعه بر اساس ارزش بازار به ارزش دفتری آنها است.

ب) برازش مدل فرضیه اول پژوهش

بین ویژگی های کمیته حسابرسی و هزینه‌های نمایندگی رابطه وجود دارد.

- بین اندازه کمیته حسابرسی و هزینه‌های نمایندگی رابطه وجود دارد.

- بین استقلال کمیته حسابرسی و هزینه‌های نمایندگی رابطه وجود دارد.

- بین تخصص مالی کمیته حسابرسی و هزینه‌های نمایندگی رابطه وجود دارد.

۲-۷- انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکتها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکتها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم. در هر دو روش پول و پانل ضریب شیب مقداری ثابت است ولی عرض از مبدأ در مدل پول ثابت و در مدل پانل متغیر است. مدل پانل را می‌توان به دو طبقه‌ی جدید رده بندی نمود. اگر عرض از مبدهای متفاوت مدل‌های پانلی با متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون، همبستگی معناداری داشته باشند (و به صورت تصادفی تعیین نشوند) می‌گوییم الگو از نوع اثرات ثابت است. چنانچه عرض از مبدهای متفاوت الگوهای پانلی با متغیر توضیحی مدل رگرسیون، همبستگی معناداری نداشته باشند (و به صورت تصادفی تعیین شوند) گفته می‌شود الگو از نوع اثرات تصادفی است. هر دو الگوی اثرات ثابت و تصادفی در طبقه برآورد پانلی قرار می‌گیرند. در برآورد یک مدل که داده‌های آن از نوع ترکیبی است، ابتدا باید نوع الگوی برآورد مشخص شود. قاعده آماری تصمیم‌گیری آزمون لیمر به شکل زیر است:

$$\begin{cases} H_0: & \text{تمام عرض از مبدها با هم برابرند.} \\ H_1: & \text{حداقل یکی از عرض از مبدها با بقیه متفاوت است.} \end{cases}$$

در صورتی که فرض صفر رد نشود، از الگوی پول برای برازش داده‌ها استفاده می‌کنیم. ولی در صورت رد فرض صفر، باید با استفاده از آزمون هاسمن، الگوی اثرات ثابت را در مقابل الگوی اثرات تصادفی آزمون کرده و الگوی برتر را جهت برآورد مدل انتخاب کنیم. در ادامه باتوجه به آزمونهای آماری که نتایج آنها در جدول ۲ و ۳ داده شده است، روش مناسب تحلیل آماری تعیین شده است:

جدول ۲- آزمون چاو برای انتخاب مدل

مدل	مقدار	درجه آزادی	معناداری
۱	۱۳,۷۶	۴۳,۷۸	۰,۰۰۰
۲	۲۳,۸۷	۵۴,۸۸	۰,۰۰۰

جدول ۳- آزمون هاسمن برای انتخاب مدل

مدل	مقدار کای-دو	معناداری	نتیجه
۱	۳۶,۸۹	۰,۰۰۰	اثرات ثابت
۲	۶۵,۹۰	۰,۰۰۰۳	اثرات ثابت

با توجه به نتایج حاصل از آزمون F لیمر، از آنجایی که مقدار P-Value این آزمونها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، همسانی عرض از مبدأها رد شده و لازم است در برآورد مدلها از روش داده‌های پانل استفاده شود. همچنین با توجه به نتایج حاصل از آزمون هاسمن، از آنجایی که مقدار P-Value این آزمون نیز کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین در برآورد می‌بایست روش اثرات ثابت بکار برده شود.

۳-۷- برآورد رگرسیونی مدل فرضیه اول پژوهش

جدول ۴- نتایج برآورد مدل فرضیه اول پژوهش

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه
استقلال کمیته حسابرسی	-۰/۳۴	-۶/۴۲	۰/۰۰۱	معنی دار و منفی
اندازه کمیته حسابرسی	-۰/۷۶	-۱/۲۷	۰/۲۴۳	بی معنی
تخصص مالی کمیته حسابرسی	-۰/۰۶۵	-۲/۳۹	۰/۰۱۹	معنی دار و منفی
اندازه شرکت	۰/۰۲۱	۲/۷۶	۰/۰۰۰	معنی دار و مثبت
رشد شرکت	۰/۹۸۰	۱/۶۹	۰/۴۱۱	بی معنی
C(مقدار ثابت)	۰,۸۷	۳,۶۵	۰,۰۰۰	معنی دار و مثبت
مقدار F	۴,۶۵	مقدار احتمال F (۰,۰۰۰)		
ضریب تعیین (R ²)		۰,۷۶۲۱	دوربین واتسون (۲,۱۷)	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۷۱۲۰		

۴-۷- معناداری کل مدل

معنی‌داری مدل‌ها بستگی به مقدار آماره F و مقدار احتمال آن دارد که برای هر مدل رگرسیونی محاسبه می‌شود. در صورتی که مقدار احتمال برای این آماره کمتر از $0/05$ باشد، فرض صفر مبنی بر «عدم وجود رابطه‌ی معنی‌دار» رد می‌شود و در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. فرض صفر و فرض مقابل معنی‌داری مدل به صورت زیر می‌باشد.

$$\begin{cases} H_0: & \text{مدل معناداری وجود ندارد.} \\ H_1: & \text{مدل معناداری وجود دارد.} \end{cases}$$

در جدول ۴ مشاهده می‌شود که متغیرهای استقلال و تخصص مالی کمیته حسابرسی به ترتیب با ضریب‌های $-0/34$ و $-0/76$ در جدول معنی‌دار و منفی هستند اگرچه ضریب اندازه کمیته حسابرسی در جدول بی معناست بنابراین در جدول باقی می‌ماند اما متغیر اندازه کمیته حسابرسی و رشد شرکت در جدول بی معنی هستند.

همچنین در مدل نشان داده شد که C در مدل با ضریب $0/87$ معنی‌دار است، یعنی مدل با عرض از مبدأ برآورد می‌شود. همچنین با توجه به معنی‌داری آماره $F(0,000)$ در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که در مجموع مدل از معناداری بالایی برخوردار است.

ضریب تعیین

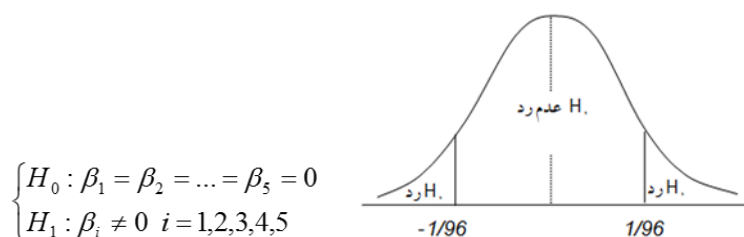
معروف‌ترین آماره‌ی نیکویی برازش ضریب تعیین (R^2) می‌باشد و مقدار آن بین صفر و یک قرار دارد. اگر R^2 زیاد یعنی نزدیک به یک باشد، مدل داده‌ها را به خوبی برازش کرده است. درحالی‌که اگر R^2 پایین یعنی نزدیک به صفر باشد، مدل برازش خوبی از داده‌ها ارائه نداده است. توجه به ضریب تعیین تعدیل شده می‌توان ادعا کرد که متغیرهای مستقل و کنترلی توانسته اند به میزان $71/20$ درصد از تغییرات متغیر وابسته را پیش‌بینی کنند که می‌توان گفت در سطح مناسبی است علاوه بر این از آنجایی که مقدار آماره دوربین واتسون مابین عدد $1/5$ و $2/5$ می‌باشد ($2/17$) لذا استقلال باقیمانده‌های مدل نیز مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

نحوه تصمیم‌گیری برای رد یا پذیرش فرضیه:

هدف از آزمون فرضیه‌ی ۱ پژوهش، بررسی رابطه بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی و هزینه‌های نمایندگی بود؛ اما فرضیه آماری آزمون به صورت زیر قابل بیان است.

H_0 : بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی (استقلال، اندازه و تخصص) و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی (استقلال، اندازه و تخصص) و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد.



نمودار ۱- ناحیه رد و عدم رد فرض صفر فرضیه اول

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۴ سطح معنی‌داری (P -Value) آماره t مربوط به متغیر استقلال کمیته حسابرسی کوچکتر از $0/05$ بوده ($0/001$) یعنی معنی‌دار است، و ضریب آن ($-0/34$) منفی می‌باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با $-6/42$ می‌باشد و سطح معنی‌داری آماره t مربوط به متغیر تخصص کمیته حسابرسی کوچکتر از $0/05$ بوده ($0/019$) یعنی معنی‌دار است، و ضریب آن ($-0/65$) منفی می‌باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با $-2/39$ می‌باشد این مقدار آماره‌ها t در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد؛ بنابراین می‌توان گفت استقلال و تخصص در مدل پژوهش معنی‌دار و منفی هستند یعنی بین استقلال و تخصص و هزینه نمایندگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد به دلیل رابطه معنی‌دار و منفی دو ویژگی کمیته حسابرسی از سه ویژگی با هزینه نمایندگی فرضیه اول پژوهش تأیید می‌گردد.

برآورد رگرسیونی مدل فرضیه دوم پژوهش

جدول ۵- نتایج برآورد مدل فرضیه دوم پژوهش

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه
تصدی حسابرِس	-۱/۱۰	-۴/۷۹	۰/۰۳۷	بی معنی
تخصص حسابرِس در صنعت	-۰/۰۹۸	-۲/۷۰	۰/۰۰۰	معنی دار و مثبت
اندازه شرکت	۰/۰۸۷	۴/۶۶	۰/۰۰۰	معنی دار و مثبت
رشد شرکت	۰/۰۵۴	۱/۶۰	۰/۲۱۱	بی معنی
C(مقدار ثابت)	۰/۰۵۵	۳/۶۸	۰/۰۰۳	معنی دار و مثبت
F مقدار	۶/۶۰	مقدار احتمال F (۰/۰۰۰)		
ضریب تعیین (R^2)		۰/۶۵۷۰	دوربین واتسون (۱/۹۶)	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۱۲۵		

معناداری کل مدل

معنی داری مدل‌ها بستگی به مقدار آماره F و مقدار احتمال آن دارد که برای هر مدل رگرسیونی محاسبه می‌شود. در صورت که مقدار احتمال برای این آماره کمتر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر مبنی بر «عدم وجود رابطه‌ی معنی‌دار» رد می‌شود و در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. فرض صفر و فرض مقابل معنی‌داری مدل به‌صورت زیر می‌باشد.

$$\begin{cases} H_0: & \text{مدل معناداری وجود ندارد.} \\ H_1: & \text{مدل معناداری وجود دارد.} \end{cases}$$

در جدول ۵ مشاهده می‌شود که متغیرهای تصدی و تخصص حسابرِس در صنعت به ترتیب با ضرایب‌های ۱/۱۰- و ۰/۰۹۸- در جدول معنی دار و منفی هستند بنابراین در جدول باقی می‌مانند در میان متغیرهای کنترلی نیز اندازه شرکت معنی دار و مثبت و رشد شرکت در جدول بی معنی است.

همچنین در مدل نشان داده شد که C در مدل با ضریب ۰/۵۵ معنی دار است، یعنی مدل با عرض از مبدأ برآورد می‌شود. همچنین با توجه به معنی‌داری آماره F (۰/۰۰۰) در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که در مجموع مدل از معناداری بالایی برخوردار است.

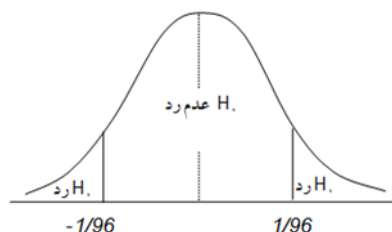
ضریب تعیین

توجه به ضریب تعیین تعدیل شده می‌توان ادعا کرد که متغیرهای مستقل و کنترلی توانسته‌اند به میزان ۶۱/۲۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را پیش‌بینی کنند که می‌توان گفت در سطح مناسبی است. علاوه بر این از آنجایی که مقدار آماره دوربین واتسون مابین عدد ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد (۱/۹۶) لذا استقلال باقیمانده‌های مدل نیز مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

نحوه تصمیم‌گیری برای رد یا پذیرش فرضیه

هدف از آزمون فرضیه‌ی ۲ پژوهش، بررسی رابطه بین کیفیت حسابرِس و هزینه‌های نمایندگی بود. اما فرضیه آماری آزمون به‌صورت زیر قابل بیان است.

- H_0 : بین کیفیت حسابرِس (دوره تصدی و تخصص حسابرِس در صنعت) و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود ندارد.
 H_1 : بین کیفیت حسابرِس (دوره تصدی و تخصص حسابرِس در صنعت) و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد.



$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_5 = 0 \\ H_1: \beta_i \neq 0 \quad i = 1, 2, 3, 4, 5 \end{cases}$$

نمودار ۲- ناحیه رد و عدم رد فرض صفر فرضیه دوم

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۵ سطح معنی داری (P-Value) آماره t مربوط به متغیر دوره تصدی حسابرِس کوچکتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۳۷) یعنی معنی دار است، و ضریب آن (۰/۱۰) منفی می باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۴/۷۹- می باشد و سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر تخصص حسابرِس در صنعت کوچکتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۰) یعنی معنی دار است و ضریب آن (۰/۰۹۸-) منفی می باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۲/۷۰- می باشد این مقدار آماره ها t در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد؛ بنابراین می توان گفت دوره تصدی و تخصص حسابرِس در صنعت در مدل پژوهش معنی دار و منفی هستند یعنی بین دوره تصدی و تخصص حسابرِس و هزینه نمایندگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد به دلیل رابطه معنی دار و منفی هر دو شاخص کیفیت حسابرِسی با هزینه نمایندگی فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می گردد.

بحث و نتیجه گیری

یافته های این تحقیق بر اساس داده های ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ جمع آوری شدند در این بخش ابتدا خلاصه ای از آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان داده شد. در ادامه نیز به ارائه آمار استنباطی پرداخته شد و مدل های تحقیق در قالب آمار استنباطی مورد بررسی قرار گرفت. در مطالعه حاضر برای آزمون الگوی تحقیق از روش رگرسیون پانل دیتا استفاده شد. نتایج برآورد مدل نشان داد که بین ویژگی های کمیته حسابرِسی شامل استقلال و تخصص مالی کمیته حسابرِسی با هزینه نمایندگی رابطه منفی و معنی داری وجود دارد؛ یعنی در صورتیکه تعداد اعضای غیرموظف این کمیته بیشتر باشد و اعضای آن از تحصیلات مالی مرتبط بالایی برخوردار باشند، می توان انتظار داشت که هزینه های نمایندگی شرکت کاهش یابد، همچنین این نتایج نشان داد که میان دوره تصدی حسابرِس و تخصص حسابرِس در صنعت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

منابع

- بهارمقدم، مهدی، جوکار، حسین (۱۳۹۷)، "اثر تعدیل کنندگی کیفیت حسابرِسی بر تمایلات سرمایه گذاران در قیمت گذاری سهام"، مطالعات تجربی حسابداری مالی سال چهاردهم بهار ۱۳۹۷ شماره ۵۷
- پیری، پرویز؛ دیدار، حمزه؛ دانشیار، فاطمه (۱۳۹۳) بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی با نوع اظهار نظر حسابرِس مستقل در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشهای کاربردی در گزارشگری مالی، سال ۳، ش ۵، ۴۷-۷۴
- حیدری، مهدی، قادری، بهمن، رسولی، پیمان (۱۳۹۵)، "بررسی تأثیر کیفیت حسابرِسی بر هزینه های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی"، بررسی های حسابداری و حسابرِسی، دوره ۲۳، شماره ۳، صص ۳۷۳-۳۵۳.
- حاجیها، زهره، قانع، علی (۱۳۹۵)، "بررسی تأثیر کیفیت حسابرِسی بر فرصت سرمایه گذاری"، دانش حسابرِسی؛ تابستان ۱۳۹۵ - شماره ۶۳
- رجبی، روح الله، محمدی خوشنوی، حمزه. (۱۳۸۷) "هزینه های نمایندگی و قیمتگذاری خدمات حسابرِسی مستقل" بررسی های حسابداری و حسابرِسی، ۱۵ (۵۳)، ۳۵-۲۵.
- سلیمانی، غلامرضا و مقدسی، مینا (۱۳۹۳)، "نقش کنترل های داخلی، حسابرِسی داخلی و کمیته حسابرِسی در بهبود نظام راهبری حاکمیت شرکتی"، مجله پژوهش حسابداری، شماره ۳ (۴)، صص ۶۳-۷۷.
- کردستانی، غلامرضا، رحیمی، مصطفی (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین کیفیت حسابرِسی با هزینه سرمایه سهام عادی و مدیریت سود"، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۶، صص ۹۲-۷۱.
- حساس یگانه، یحیی؛ ولی زاده لاریجانی، اعظم؛ محمدی، امیر (۱۳۹۱) بررسی تأثیر تخصص حسابرِس بر گزارشگری مالی و واکنش بازار سرمایه، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۹، ۴۳-۶۴
- لاری دشت بیاض؛ محمود؛ قناد، مصطفی؛ فکور، حسین (۱۳۹۷) ویژگی های کمیته حسابرِسی و تأخیر در گزارش حسابرِسی، پژوهشهای حسابداری مالی و حسابرِسی، سال ۱۰، ش ۳۷، ۲۱۵-۲۴۱
- محمدزاده مقدم، محمداقبر (۱۳۹۸) "تأثیر هزینه نمایندگی بر پیش بینی سودآوری"، دانش سرمایه گذاری، مقاله ۱۶، دوره ۷، شماره ۲۵، صفحه ۲۸۵-۲۹۵.
- نیکبخت، محمد رضا؛ مهدی شعبان زاده و امین کنارکار، (۱۳۹۷)، رابطه بین حق الزحمه حسابرِسی و تجربه حسابرِس با کیفیت حسابرِسی، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری.
- نونهال نهر، علی اکبر، سعید جبارزاده و کریم یعقوب پور (۱۳۹۶) رابطه بین کیفیت حسابرِس و قابلیت اتکای اقلام تعهدی، مجله بررسی های حسابداری و حسابرِسی، شماره ۵۱، صص ۶۹-۵.
- Abernathy, J. L., Brooke Beyer, Adi Masli, and Chad Stefaniak (2014), The association between characteristics of audit committee accounting experts, audit committee chairs, and financial reporting timeliness, *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 30 (2014) 283-297

- Abdul Halim(2017), Stock Return Predictability with Audit Quality Concept, Research Journal of Finance and Accounting, ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847.
- Bansal. N, A, K.Sharma. (2016). Audit committee, corporate governance and firm performance. International Journal of Economics and Finance, 8)3(, 103116
- Ball, F; Tyler, j; Wells, P. (2018); "Is audit quality impacted by auditor relationships", Journal of Contemporary Accounting and Economics, Vol. 11, pp.166-181
- Beshkooh, M., Soumehsaraei, B.G., Mahmoudi, V. and Kazemtabrizi, F., The relationship between audit quality and agency cost, Journal of Basic and Applied Scientific Research, (2015), Vol. 3, No. 2, pp. 516-525.
- Chen, X., Sun, Y., and Xu, X, (2016), "Free Cash Flow, Over-Investment and Corporate Governance in China", Pacific-Basin Finance Journal, 37 (2), PP. 81-108
- Dechow, P., Ge, W. & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. Journal of Accounting and Economics, 50, 344401-
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.
- Jiang, H; Habib, A; Zhou, D. (2015); "Accounting restatements and audit quality in China", Advances in Accounting incorporating Advances in International Accounting, Vol. 31, pp. 125-135
- Green, S.)2013(. Sarbanes Oxley and the Board of Directors, John Wiley & Edition, John Wiley & Sons, Ltd, England, ISBN: 9780-73608-471-0-.
- Mayangsari, S. (2007). The auditor tenure and the quality of earnings: Is mandatory auditor rotation useful? Working Paper, Universitas Trisakti
- Pantzalis, C., & Park, J.C. (2014). "Agency costs and equity mispricing. Asia-Pacific". Journal of Financial Studies, 43: 89-123.
- Sun, J., Lan, J. and Liu, G.)2014(. Independ Audit Committee Charactristics and Real Earnings Management. Managerial Auditing Journal, 29)2(, 153172-
- Vivian W. Tai, Yi-Hsun Lai, Tung-Hsiao Yang(2018). The Role of the Board and the Audit Committee in Corporate Risk Management. North American Journal of Economics & Financ.

مدیریت سود، ساختار سرمایه و نقش مالکان نهادی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران

فرزین خوشکار^۱، رؤیا رجبی^۲، میترا سلیمانی^۳

کد مقاله: ۱۲۱۵۳

چکیده

پژوهش حاضر با موضوع مدیریت سود، ساختار سرمایه و نقش مالکان نهادی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران صورت پذیرفت. این پژوهش بر مبنای روش‌های تحقیق و جمع‌آوری اطلاعات، از نوع کمی، توصیفی، تحلیلی و علی می‌باشد و از حیث هدف، از نوع پژوهش‌ها کاربردی همچنین از لحاظ ماهیت، پس رویدادی است. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که برای ۴ سال متوالی در بورس حضور داشته‌اند و سال مالی آن‌ها منتهی به اسفند هست که شامل ۸۶ شرکت می‌باشند. برای تحلیل داده‌ها ابتدا از روش‌های آمار توصیفی استفاده شد و در ادامه تحلیل‌های آماری، آزمون نرمال بودن متغیر وابسته به منظور آماده نمودن داده‌ها جهت آزمون‌های همبستگی صورت پذیرفت. در تجزیه و تحلیل فرضیات، از رگرسیون استفاده شد. نتایج تحلیل کل مدل نشان می‌دهد بین مالکیت نهادی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج حاصل از برازش مدل‌های معرفی شده نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و شاخص‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج برای فرضیه دوم نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و بازده دارایی ارتباط معنی‌داری وجود ندارد همچنین بین مالکیت مدیریتی و بازده سرمایه‌گذاری نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد و در نهایت بین مالکیت مدیریتی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج حاصل از برازش مدل‌های معرفی شده نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و شاخص‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج برای فرضیه سوم نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و بازده دارایی ارتباط معنی‌داری وجود ندارد، همچنین بین مالکیت نهادی و بازده سرمایه‌گذاری نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد و در نهایت بین مالکیت نهادی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد.

واژگان کلیدی: مالکیت نهادی، سودآوری، مدیریت سود، ساختار سرمایه و نقش مالکان نهادی.

۱- مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر ناصر خسرو

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر ناصر خسرو (مسئول مکاتبات)

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر ناصر خسرو

۱- مقدمه

در فضای اقتصاد چالشی که سازمان‌های بین‌المللی راه‌های جدیدی را برای رشد و بهبود عملکرد مالی و کاهش ریسک جستجو می‌کنند، سرمایه در گردش به عنوان منبعی مهم برای بهبود عملکرد مالی به شمار می‌آید. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از ترکیب بهینه ارقام سرمایه در گردش یعنی دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری به گونه‌ای که ثروت سهامداران را حداکثر کند. سرمایه در گردش به‌طور سنتی به عنوان یک آئتم ترازنامه به تحقق هدف حداکثر کردن ارزش سهام کمک می‌کند. کار نرم‌افزار مدیریت سرمایه و برنامه با هدف تولید جریان‌های نقدی از طریق بهینه‌سازی سرمایه در گردش مانند روش شش سیگما شده است و در حال توسعه هستند. مدیران واحدهای انتفاعی باید در شرایط مختلف با توجه به عوامل درونی و بیرونی واحد انتفاعی و با توجه به ریسک و بازده، استراتژی مناسبی را برای اداره و مدیریت سرمایه در گردش واحد خود انتخاب نمایند. چنانچه نوع استراتژی مدیریت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری در موقعیتی معین به گونه‌ای مناسب انتخاب شود، امکان دستیابی به بهترین استراتژی مدیریت سرمایه در گردش فراهم خواهد شد؛ که این امر مستلزم شناخت عوامل تعیین‌کننده در سرمایه‌گذاری سرمایه در گردش است.

عملکرد سرمایه‌گذاری با دو رکن ریسک و بازدهی مورد ارزیابی قرار می‌گیرد و همواره بیش‌ترین بازدهی با توجه به سطح مشخصی از ریسک، معیاری مناسب برای سرمایه‌گذاری است (راعی و سعیدی، ۱۳۸۳). هدف اولیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، پیشینه کردن بازده دارایی‌های تحت مدیریت‌شان در طول زمان است. در دهه ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ مناظرات محافل علمی پیرامون معیار اندازه‌گیری ریسک منجر به معرفی اولین شاخص‌های عددی شد. این شاخص‌ها مبتنی بر تئوری سید مارکوویتز بود. او روش محاسبه نرخ بازده مورد انتظار و ریسک مورد انتظار را برای یک سید سرمایه‌گذاری در سهام معرفی کرد. معیار مهم دیگر ارزیابی عملکرد پرتفوی در سال ۱۹۶۵ شاخص ترینر بود که عملکرد را بر اساس شاخص ریسک سیستماتیک (بتا) اندازه‌گیری نمود. پس از معرفی شاخص‌های مزبور، راه برای اندازه‌گیری عملکرد سید سهام و به تبع صندوق‌های سرمایه‌گذاری باز شد و از آن به بعد سرمایه‌گذاران بر اساس این شاخص‌ها، میزان موفقیت مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری را رصد می‌کنند.

۲- بیان مسئله

ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف، متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت‌های مالی منتشره اتکاء می‌کنند. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران حرفه‌ای عمده قرار دارد که بر خلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزش درباره چشم اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت، از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد. سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند. عموماً این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکتها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد. تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر تصمیمات مدیریت در قبال سود از جمله مدیریت سود، از اهمیت به سزایی برخوردار است. اغلب مطالعات گذشته در حوزه مدیریت سود به‌طور کلی تأثیر عوامل حاکمیت شرکتی که ممکن است توانایی مدیران را برای انجام مدیریت سود محدود نماید، نادیده گرفته اند. قبل از پیدایش شرکت‌های بسیار بزرگ و در اواخر قرن هجدهم، مالکان، مدیر و مدیران مالک بودند؛ اما با جدایی مالکیت از مدیریت، پیدایش بازارهای اوراق بهادار و گروههای مدیران حرفه‌ای، رویکرد جدیدی تحت عنوان شرکت سهامی به عنوان پدیده‌ای اجتماعی مطرح گردید. این امر موجب پیدایش تضاد منافع بین مدیران و مالکان گردید. ترکیب سهامداران در کشورهای مختلف ممکن است متفاوت باشد؛ لیکن سهامداران نقش اساسی در نظام راهبری شرکت می‌توانند داشته باشند، لذا ترکیب مختلف آنها در شرکتها می‌تواند اثرهای متفاوتی را بر عملکرد شرکتها، همچنین نحوه انعکاس اطلاعات شرکت در بازار و تقارن اطلاعات شرکت داشته باشد؛ بنابراین با توجه به نوع مالکیت، نحوه نظارت بر عملکرد مدیریت شرکتها نیز می‌تواند متفاوت باشد. در دهه‌های اخیر سهام تحت سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور چشمگیری افزایش یافته است. منظور از سرمایه‌گذاران نهادی، شرکت‌های سهامی است که در سایر شرکت‌های سهامی عام سرمایه‌گذاری می‌کنند. از این رو سرمایه‌گذاران نهادی بزرگترین گروه سهامداران شرکت‌های سهامی عام شده اند (الیازبانی، ۲۰۰۸).

پس از رسوایی‌های مالی رخ داده در شرکت‌های عظیم دنیا (همچون انرون، ورلداکام و...)، گرایش بین‌المللی در جهت توسعه و اجرایی کردن سازوکارهای حاکمیت شرکتی به منظور مبارزه با رفتارهای فرصت طلبانه‌ای که به تضعیف اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات مالی منجر شده است، به وجود آمد. با وجود مطالعات گسترده در زمینه مدیریت سود

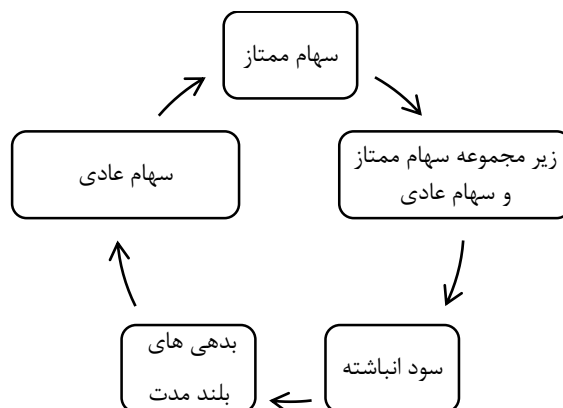
(دیمتروپولوس و آستریو، ۲۰۱۰؛ مارا، مازولا و پرینسیپ، ۲۰۱۱؛ مشایخی و صفری، ۱۳۸۵؛ ابراهیمی و حسینی‌آذر، ۱۳۸۵؛ نوروش و حسینی، ۱۳۸۸؛ خدامیور، خورشیدی و شیرزاد، ۱۳۹۲ و سرلک و اکبری، ۱۳۹۲) یافته‌های محققان درباره تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود، از ناهمبستگی‌ها و تناقض‌هایی حکایت می‌کند. برای مثال، در بررسی تأثیر استقلال هیئت مدیره بر مدیریت سود، پژوهشگرانی همچون هاتچینسون و دیویدسون، گودوین استوارت و کنت (۲۰۰۵)، پرس (۲۰۰۸) و آقای و چالاک (۱۳۸۸) به برقراری ارتباط منفی معنادار بین این دو متغیر دست یافتند؛ در حالیکه یافته‌های پژوهش برادبری، مک و تان (۲۰۰۶) ارتباط معناداری بین آن دو را نشان نمی‌دهد. یافته‌های پژوهش حاضر نشان می‌دهد ویژگی‌های خاص متغیر وابسته پژوهش (اقدام تعهدی اختیاری به منزله شاخص اندازه‌گیری مدیریت سود) همچون نوع اقدام (سرمایه در گردش یا کل اقدام تعهدی)، علامت اقدام (علامت دار یا قدر مطلق) و مدل اقدام (مدل‌های جونز در مقابل سایر مدل‌هایی همچون کوتاری و...) یا ویژگی‌های خاص متغیرهای مستقل، یعنی نوع سیستم حاکمیت شرکتی (سیستم آمریکایی - انگلیسی، اجتماعی و اقتصاد نوظهور با توجه به خصوصیات خاص هریک) عواملی هستند که سبب دستیابی به نتایج متضاد در تحقیقات گذشته شده‌اند. برای مثال، کلین (۲۰۰۲) با استفاده از کل اقدام تعهدی و مدلی به غیر از مدل جونز، ارتباط منفی میان استقلال هیئت مدیره و مدیریت سود را گزارش داد و برادبری و همکاران (۲۰۰۶) با بهره‌مندی از اقدام تعهدی سرمایه در گردش و مدل تعدیل‌شده جونز، ارتباط معنادار میان دو متغیر را رد کرد. بنابراین میتوان تفاوت میان ویژگی‌های خاص متغیر وابسته و مستقل پژوهش را در قالب متغیرهای تعدیل‌کننده، به منزله علل وجود تضاد و تفاوت میان نتایج مطالعات در زمینه موضوع پژوهش در نظر گرفت و به بررسی و آزمون آن پرداخت. با توجه به نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی و تأثیر آن بر فعالیت‌های مدیریتی یک شرکت، سؤال زیر مطرح میشود که آیا مالکیت نهادی سهام با شیوه‌ی مدیریت سود (بعد از کنترل انگیزه‌های سنتی مدیریت سود از قبیل اندازه، قرارداد بدهی و غیره) در ارتباط است؟

مالکیت نهادی سهام به عنوان یک عامل حاکمیتی مهم و مؤثر در شرکت‌های بورسی، مطرح است. دو انگیزه مهم سرمایه‌گذاران نهادی برای مدیریت بهره‌دهی سهام خویش، عبارت است از: (۱) مسئولیت‌های امانتی و (۲) عملکرد سرمایه‌گذاری بالاتر. با توجه به این دو انگیزه سرمایه‌گذاران نهادی در نظارت مؤثرتر بر مدیریت، این تحقیق به دنبال بررسی تأثیر نظارت اعمال‌شده از سوی سرمایه‌گذاران نهادی بر مدیریت سود می‌باشد.

۳- مبانی نظری

۳-۱- ساختار سرمایه

تعاریف مختلفی از ساختار سرمایه ارائه شده است. هر یک از تعاریف مختلف از ساختار سرمایه جنبه‌ای از روش‌های تأمین مالی را به ساختار سرمایه اطلاق می‌کنند. یکی از پیچیده‌ترین مسائلی که دامن‌گیر مدیران مالی کنونی است، رابطه بین اجزاء تشکیل‌دهنده ساختار سرمایه می‌باشد و آن عبارت است از: آمیزه‌ای از اوراق قرضه و سهام برای تأمین مالی و قیمت سهام شرکت، تئوری ساختار سرمایه بیانگر آن است که هر شرکت یک ساختار سرمایه مطلوب دارد ساختاری که می‌تواند ارزش شرکت را به حداکثر و هزینه سرمایه را به کم‌ترین مقدار ممکن برساند. همان سیاست تقسیم سود و نگهداشت وجه نقد است. به عبارتی ساختار سرمایه، تأمین مالی دائمی شرکت است که به وسیله‌ی بدهی و حقوق صاحبان سهام نشان داده می‌شود (وستون و کپلند، ۲۰۰۷: ۶۵). ساختار سرمایه ترکیبی از عوامل زیر است که واحد تجاری جهت تأمین مالی خود از آنها استفاده می‌کند.



شکل ۱- ساختار سرمایه ترکیبی (وستون و کپلند، ۲۰۰۷: ۶۵).

از جمله وظایف اصلی مدیران مالی، تصمیم گیری درباره ی تعیین ترکیب مناسبی از منابع مالی شرکت (بدهی ها و حقوق صاحبان سهام)، یا به عبارتی تصمیم گیری درباره ی ساختار سرمایه است (کوهر، ۲۰۰۷). به عبارتی مدیران به عنوان نمایندگان صاحبان سهام، ترکیب ساختار سرمایه ی شرکت را به گونه ای تنظیم می کنند تا در روند افزایش ارزش شرکت که همانا افزایش ثروت سهامداران است تاثیر مثبتی بگذارد و هزینه تامین مالی (هزینه سرمایه) را حداقل کند. لذا، تعیین یک ساختار بهینه ی سرمایه و تامین مالی در شرکت ها دارای اهمیت ویژه ای است (نوروزی، ۱۳۹۰).

۳-۲- مدیریت سرمایه در گردش

امور مالی می تواند به سه بخش اصلی بودجه بندی سرمایه، ساختار سرمایه و مدیریت سرمایه در گردش طبقه بندی شود. مدیریت سرمایه های بلند مدت به بودجه بندی سرمایه و ساختار سرمایه مربوط می شود در حالیکه مدیریت دارایی ها و بدهی های جاری در حوزه مدیریت سرمایه در گردش می باشد (۱۴).

قبلا اشاره شد که سرمایه در گردش یک شرکت کجمنوعه مبالغی است که در دارایی ها جاری سرمایه گذاری می شود. طبق نظر اسکلینگ (۱۵) نیز عموماً واژه سرمایه در گردش به سرمایه گذاری سازمان در دارایی های جاری، بدهی های جاری، وجوه نقد، اوراق بهادار کوتاه مدت، حساب های دریافتی و موجودی کالا مربوط می شود و مدیریت سرمایه در گردش نیز عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد.

دلایل اهمیت موضوع مدیریت سرمایه در گردش:

- ۱- سطوح واقعی و مطلوب دارای های جاری دستخوش تغییرات دائمی است.
- ۲- شاید با توجه به تغییراتی که در میزان دارایی های جاری رخ داده است مدیران مجبور شوند در تصمیماتی که قبلاً برای تامین مالی گرفته اند تجدید نظر کنند.
- ۳- میزان منابع و مصارف وجوهی که به سرمایه در گردش تخصیص داده می شود باید مشخص شود.
- ۴- اگر مدیریت سرمایه در گردش صحیح نباشد احتمال دارد فروش و سود شرکت کاهش یابد و چه بسا شرکت در پرداخت به موقع دیون و تعهدات خود ناتوان بماند.

۳-۳- چرخش وجه نقد

چرخش وجه نقد نشان دهنده دوره یا مدت زمانی است که وجه نقد، به مصرف فرایند عملیاتی شرکت برای تولید یک قلم محصول می رسد.

طول دوره گردش وجه نقد به این صورت محاسبه می شود: طول دوره گردش وجه نقد = مهلت پرداخت ح. پرداختی - متوسط زمان وصول مطالبات + متوسط دوره ای که پول به صورت موجودی کالا است.

متوسط دوره ای که پول به صورت موجودی کالا است = 360 تقسیم بر گردش موجودی کالا می توان با کوتاه کردن متوسط دوره ای که پول به صورت موجودی کالا است یا با کوتاه کردن متوسط دوره وصول مطالبات یا از طریق طولانی کردن مهلت پرداخت حسابهای پرداختی، چرخش وجه نقد را کوتاه تر کرد.

نکته: طول زمان چرخش وجه نقد، فقط یکی از عوامل تعیین کننده سرمایه در گردش خالص مورد نیاز است ولی عامل اصلی حجم تولید است که تعیین کننده مقدار سرمایه ای است که باید به هریک از مراحل دوره گردش اختصاص یابد و آن هم در گرو پیش بینی حجم فروش برای آینده نزدیک، است.

۳-۴- فروش و سرمایه در گردش

فروش واقعی و پیش بینی شده شرکت و مقدار سرمایه در گردش که شرکت به مصرف می رساند و مجبور است آن را تامین کند، بسیار با اهمیت است. فروش شرکت بر حجم دارایی های جاری و بدهی های جاری اثر مستقیم دارد و باعث می شود که این اقلام خود به خود افزایش یابند.

۳-۵- تصمیمات سرمایه در گردش

تصمیمات مربوط به حسابهای دریافتی، نمی توانند بدون توجه به آثار آن بر تصمیمات سرمایه گذاری در موجودی ها اتخاذ شوند. علاوه بر این هر تصمیم تجاری که منتج به افزایش فروش و وصولی های وا حد انتفاعی بشود احتمالاً موجب افزایش متوسط موجودی نقد مورد نیاز می شود و یا بررسی سیستم جدید مدیریت وجه نقد را ایجاب می کند. تصمیم گیری در مورد

افزایش موجودی های خریداری شده، به معنای افزایش خرید در کوتاه مدت است، چنانچه فروش افزایش یابد خریدها باید اضافه شود تا بتوان سطح ثابتی از موجودی ها را نگه داشت. فروش در حال افزایش معمولاً سرمایه گذاری بیشتری را در موجودی ها ایجاد می کند، تصمیمات مربوط به موجودی ها به تصمیمات مربوط به اعتبار تجاری متصل می گردند.

۳-۶- اصل تطابق

نیازهای کوتاه مدت از طریق منابع مالی کوتاه مدت و نیازهای بلند مدت از طریق منابع مالی بلند مدت، پشتیبانی مالی می شوند. مفهوم کلی که در این اصل مد نظر است، تطابق سررسید منابع تامین مالی، با طول زمانی است که وجوه نقد مورد نیاز می باشد. منطق بکارگیری اصل تطابق این است که در بلند مدت واحد انتفاعی با مخاطره کمتری مواجه است و هزینه تامین مالی آن کمتر می شود. علیرغم بکارگیری اصل تطابق مدیران مالی در برخی موارد تمایل دارند که به منظور کاهش هزینه تامین مالی تا حدودی مخاطره بیشتر قبول کنند، برای درک ارتباط بین هزینه تامین مالی و مخاطره و تسهیل تصمیم گیری در مورد تعیین تناسب بهینه بین این دو لازم است منحنی بازده توصیف شود.

۴- پیشینه تحقیق

صبور و همکاران (۱۳۹۸) در مقاله ای به بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین مدیریت سود و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و نمونه آماری شامل ۹۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفته است. در پژوهش حاضر، آزمون فرضیه ها با استفاده از روش رگرسیونی چندمتغیره بر اساس داده های تلفیقی انجام گرفته است. نتایج پژوهش بیان کننده این است تمرکز بر رابطه بین مدیریت سود و ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.

فتحی و همکاران (۱۳۹۷) رابطه ساختار سرمایه و مدیریت واقعی سود را بررسی کرده اند. تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی بوده و از لحاظ روش از نوع تحقیقات علی (پس رویدادی) است. جامعه آماری تحقیق، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک ۱۲۸ شرکت به عنوان نمونه تحقیق در دوره زمانی بین سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ انتخاب شدند. در این تحقیق اهرم مالی به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است که از تقسیم مجموع بدهی ها به مجموع دارایی ها بدست می آید. ساختار سرمایه شامل حقوق صاحبان سهام و بدهی ها است، برای اندازه گیری مدیریت واقعی سود از مدل کوهن و زاروین استفاده شد. با استفاده از نرم افزارهای Excel (به منظور جمع آوری داده ها)، Eviews برای آزمون (پانل دیتا و پول دیتا) به تجزیه تحلیل یافته ها و آزمون فرضیات پرداخته شد. برای آزمون فرضیه های تحقیق از رگرسیون خطی استفاده شده است... نتایج تحقیق نشان می دهد که ساختار سرمایه بر مدیریت سود واقعی تاثیر منفی دارد. همچنین ساختار سرمایه بر مدیریت سود با تاکید بر حاکمیت شرکتی تاثیر مثبت دارد.

موسوی (۱۳۹۶) در مقاله تحقیق خود به بررسی تاثیر اندازه شرکت و ساختار سرمایه بر مدیریت سود پرداخته اند. روش تحقیق پژوهش حاضر کاربردی و طرح پژوهش آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) بوده است. قلمرو مکانی این تحقیق، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی این تحقیق نیز از سال ۱۳۸۷ تا سال ۱۳۹۱ بوده است. تعداد نمونه در این تحقیق ۷۴ شرکت در نظر گرفته شده است. همچنین، تعداد دو فرضیه به منظور بررسی رابطه بین هر یک از متغیرهای تحقیق تدوین گردیده است. از این رو، ساختار سرمایه و اندازه شرکت به عنوان متغیرهای مستقل و مدیریت سود به عنوان متغیر وابسته تعیین شدند. همچنین از چهار متغیر کنترلی بازده دارایی ها، نوع صنعت و سن شرکت استفاده شده است. از روش حداقل مربعات معمولی OLS به منظور آزمون فرضیه ها با استفاده از نرم افزار EViews 7 بهره بردیم. نتایج نشان داد که ساختار سرمایه بر مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد؛ و اندازه شرکت بر مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

زلفی، همکاران (۱۳۹۵) در مقاله ای تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده اند. طبق فرضیه سیاسی نوع مالکیت و وابستگی شرکت ها به سازمان های بزرگ بویژه دولت می تواند به آنها در تامین مالی مناسبتر و در نتیجه بهبود عملکرد مالی تاثیر گذار باشد. سازه های مورد نظر برای اندازه گیری ساختار مالکیت شامل مالکیت دولتی و مالکیت بخش عمومی بوده و معیار سنجش عملکرد و مدیریت سرمایه در گردش به ترتیب، بازده دارایی ها و چرخه تبدیل وجه نقد که شامل دوره وصول مطالبات، دوره گردش موجودی کالا و متوسط دوره پرداخت بدهی در نظر گرفته شده است. نمونه آماری این پژوهش شامل ۹۰ شرکت از بین شرکت های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۳ بوده که با روش حذفی این نمونه را از جامعه موردنظر انتخاب و مورد بررسی قرار داده ایم. برای آزمون فرضیه های پژوهش از رگرسیون خطی چندگانه با استفاده از داده های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش نشان داد که بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد، همچنین مالکیت بخش عمومی اثر مثبت و معناداری بر رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت دارد اما مالکیت دولتی تاثیر معناداری بر این رابطه ندارد.

سرهنگی (۱۳۹۴) تحقیقی با عنوان بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. نتایج تحقیق نشان داد ساختار مالکیت بر پایداری سود تاثیر معنی داری دارد تاثیر مالکیت مدیریتی و ۵ سهام دار بزرگ تر بر پایداری سود مثبت و معنی دار و تاثیر مالکیت انفرادی بر پایداری سود منفی و معنی دار است.

ثقفی و کردستانی (۱۳۹۳) رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی را بررسی کردند. آنان پایداری سود را به عنوان یکی از معیارهای ارزیابی کیفیت سود در نظر گرفته و پس از بررسی رابطه کیفیت سود بر مبنای پایداری سود و تغییرات سود نقدی، به این نتیجه رسیدند که برخلاف پیشبینی اولیه، واکنش بازار به افزایش سود نقدی مثبت است.

لیو (۲۰۱۹) مقاله ای تحت عنوان مدیریت سود و تجارت سرمایه گذار نهادی قبل از اعلامیه های سود انجام داده اند. یافته هانشان می دهد که اول، سرمایه گذاران نهادی، به ویژه فعالان، تمایل به فروش (خرید) سهام قبل از غافلگیری سود منفی (مثبت) دارند (غافلگیری سود زمانی رخ می دهد که سود گزارش شده توسط شرکت بیشتر یا کمتر از انتظار تحلیلگران است)؛ دوم، سرمایه گذاران نهادی، سهام را با پایین ترین میزان مدیریت سود و بیشترین غافلگیری سود خریداری می کنند و الگوهای تجاری عمدتاً توسط موسسات فعال هدایت می شوند. الگوی تجاری قابل توجهی در سهام با غافلگیری سود منفی مشاهده نمی شود؛ و سوم، نویسنده از تجربیات ذاتی مطابق با اصلاحات استانداردهای حسابداری چین برای شناسایی درونزایی استفاده می کند و علت یابی نتایج هنوز هم ادامه دارد.

تسفای و همکاران (۲۰۱۸) در مقاله ای به مطالعه مالکیت نهادی، رقابت در بازار محصول و مدیریت درآمدها؛ شواهد بدست آمده از داده های بین المللی پرداخته اند. در این مقاله با استفاده از داده های بدست آمده از شرکت های غیرمالی در ۴۱ کشور دنیا برای دوره زمانی بین ۱۹۹۵-۲۰۱۶ را بررسی شده است. به طور کلی، عدم تقارن در نقش مالکیت نهادی و نقش رقابت در بازار محصول در محدود کردن مدیریت درآمدهای تعهدی در مقابل مدیریت درآمدهای واقعی را ثبت شد. بعد از کنترل شاخص های مدیریت درآمدها در سطح شرکت که تحقیقات پیشین ثبت کردند و متغیرهای شاخص در سطح صنعت و کشور، شواهد محکمی یافتیم که افزایش مدیریت درآمدهای تعهدی بر روی درصدی از مالکیت نهادی تاثیرگذار است؛ اما شواهدی دال بر اینکه افزایش مدیریت درآمدهای واقعی با درصدی از مالکیت نهادی در ارتباط است، نیافتیم. در حالی که به نظر می رسد مالکیت نهادی تاثیری بر مدیریت درآمدهای واقعی ندارد، به طور معناداری باعث افزایش مدیریت درآمدهای تعهدی می شود. همچنین دریافتیم که رقابت در بازار محصول به صورت مثبتی با مدیریت درآمدهای تعهدی در ارتباط است، هرچند از نظر آماری زمانی معنادار است که از نشان شاخص هرفیندهال-هیرشمن استفاده شود. در پایان، با استفاده از دو نشان از سه نشان رقابت در بازار محصول، متغیر رقابت در بازار محصول به صورت منفی و معناداری با مدیریت درآمدهای واقعی در ارتباط است. تنها زمانی که از معکوس تعداد شرکت ها در یک صنعت استفاده می شود، ارتباط مثبتی بین رقابت در بازار محصول و مدیریت درآمدهای واقعی دست می یابیم. رقابت در بازار محصول باعث تقویت مدیریت درآمدهای تعهدی و تضعیف مدیریت درآمدهای واقعی می گردد.

چان لای (۲۰۱۷) مقاله ای تحت عنوان مدیریت سود از طریق ذخایر مالیاتی و خدمات مالیاتی ارائه شده توسط حسابرس انجام داده اند. این مطالعه به بررسی اینکه آیا شرکت ها از ذخایر مالیاتی برای رسیدن به اهداف گزارشگری مالی در دوره پس از FIN 48 استفاده می کنند و همچنین تاثیر خدمات مالیاتی حسابرسان را بر مدیریت سود از طریق ذخایر مالیاتی را بررسی می کند در این مطالعه سه نوع انگیزه در مدیریت سود در نظر گرفته شده است: جلسات پیش بینی اجماع، هموار سازی درآمد و مصرف "ذخایر سود". تجزیه و تحلیل شواهد نشان می دهد که فقط شرکت های کوچک و متوسط دست کاری در ذخایر مالیاتی را برای پیش بینی درآمد پیش بینی شده در دوره پس از FIN 48 انجام می دهند؛ با این حال، ذخایر مالیاتی هنوز هم توسط شرکت های بزرگ و غیر بزرگ برای هموارسازی سودها استفاده می شود. علاوه بر این، شواهد نشان میدهد که حسابرسانی که خدمات مالیاتی بیشتری را ارائه می دهد، سود اقتصادی شرکت های بزرگ را در دوره پس از FIN 48 هموار می کنند و این به معنی عدم استقلال حسابرسان است؛ اما این رفتار در شرکت های غیربزرگ وجود ندارد، مسلماً به خاطر این است که حسابرس، استقلال خود را برای مشتریانی که اهمیت کمتری دارند، به خطر نمی اندازد. چانگ و همکاران (۲۰۱۶) مالکیت نهادی و شفافیت اطلاعات: نقش شدت تکنولوژی و صنایع را بررسی کرده اند. با جمع اوری اطلاعات در سال های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۲ از یک نمونه ی دارای ۱۳۹۱ شرکت عمومی ارزیابی شده توسط سیستم رتبه بندی شفافیت و افشاء اطلاعات (ISTRs)، متوجه شدند که افزایش در مالکیت نهادی داخلی برای شرکت های دارای صنایع با تکنولوژی پیشرفته، منتهی به ارتقاء شفافیت اطلاعاتی در سال جاری خواهد شد. همچنین

متوجه شدند که شرکت‌هایی با مالکیت نهادهای خارجی و شرکت‌های دارای تکنولوژی پیشرفته و شدت توسعه و تحقیق زیاد، می‌توانند باعث ارتقاء و بهبود در شفافیت شرکتی شوند. به علاوه، ما این مسئله را که آیا شفافیت شرکتی در صنایع دارای تکنولوژی پیشرفته، زمانی که سهامداران شرکتی یا نهادهای دولتی در ارتباط با حاکمیت شرکتی هستند، به صورت منفی تحت تأثیر قرار می‌گیرد یا خیر را نیز مورد تجزیه و تحلیل قرار داده شد. نتایج به دست آمده، حاکی از آن بودند که سهام داران نهادهای، اعمال حاکمیت شرکتی را به خوبی بهبود بخشیده که به تدریج، در مسیر توسعه ی تکنولوژی پیشرفته، ارتقاء خواهد یافت.

کومار (۲۰۱۴) به بررسی رابطه ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های هندی پرداخت. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که میزان مالکیت شرکتی و مدیریتی به‌طور مثبت و معنادار و مالکیت نهادهای به‌طور معکوسی بر سطح سود تقسیم شده مؤثر است. هیچ‌گونه شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت خارجی و سیاست تقسیم سود یافت نشد. استراتیسی و وو (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر تقسیم سود شرکت‌های ژاپنی پرداختند. یافته‌های حاصل از رگرسیون برای داده‌های سالهای ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۰ حاکی است که تأثیر مالکیت مدیریتی و مالکیت بانکی بر بازده سود تقسیمی بویژه برای شرکت‌های با رشد کم، مثبت است. هارادا و نگوین (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های ژاپنی پرداختند. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که بین تمرکز مالکیت و سود تقسیمی پرداخت شده رابطه معکوسی وجود دارد. به علاوه، احتمال کمتری هست که شرکت‌های با مالکیت متمرکز، همزمان با افزایش سودآوری، سود تقسیمی را افزایش دهند و احتمال بیشتری وجود دارد که با بهبود فرصت‌های سرمایه‌گذاری، هیچ سودی پرداخت نکنند. ناکور و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی سیاست تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن در بورس اوراق بهادار تونس پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی است که سودآوری و ثبات آن به‌طور مستقیم و نقدشوندگی بازار سهم و اندازه به‌طور معکوسی، سود تقسیمی پرداخت شده را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با وجود این، تمرکز مالکیت و اهرم مالی بر میزان سود تقسیمی بی‌تأثیر است.

۵- روش تحقیق

این پژوهش بر مبنای روش‌های تحقیق و جمع‌آوری اطلاعات، از نوع کمی، توصیفی، تحلیلی و علی می‌باشد و در طی مراحل سعی شده موضوع تحقیق بطور منظم و شفاف مورد بررسی قرار گیرد. پژوهش حاضر از حیث هدف، از نوع پژوهش‌ها کاربردی محسوب می‌شود. پژوهش‌ها کاربردی توسعه دانش کاربردی در زمینه خاصی است و همچنین از لحاظ ماهیت، پس رویدادی است.

۵-۱- ابزار گردآوری اطلاعات

ابزار گردآوری اطلاعات در این تحقیق فیش برداری می‌باشد که با انتقال آنها و دسته بندی آنها به صورت رایانه ای به یک بانک اطلاعاتی به عنوان ساختار کلی تحقیق دست یافتیم همچنین اطلاعات مورد نیاز برای محاسبات از آرشیو سازمان بورس اوراق بهادار تهران، بانک مرکزی، سازمان امور اقتصاد و دارایی، مرکز آمار ایران و سایر سازمان‌های منتشر کننده اطلاعات مورد نیاز تحقیق در زمینه عوامل مؤثر بر بازده سهام به صورت بسته های نرم‌افزاری اداره کننده بانک اطلاعات و همچنین نرم‌افزار صفحه گسترده، اقدام به ایجاد پایگاه اطلاعاتی مناسب جهت انجام محاسبات و فرآوری آنها گردیده است.

اطلاعات دیگر نیز از روش کتابخانه ای و آمار و اطلاعات موجود در نشریات مالی از جمله ماهنامه بورس، نرم‌افزارهای مالی مانند مینا و کاریزما، راهنمایی اساتید کارشناسان و مدیران اجرایی سازمان بورس از طریق مصاحبه های حضوری انجام شد. دیتاهای مربوط به بازده سهام و قیمت آنها و کلیه شاخص های بازار سرمایه از طریق نرم‌افزار ارائه شده توسط شرکت مینا با نام تجاری ره آورد نوین تهیه گردید و سپس این اطلاعات در صفحه گسترده پیاده و از طریق نرم‌افزارهای آماری SPSS نسخه ۱۹ پردازش و تحلیل شده است و در جداول آماری تنظیم و جهت تحلیل آماری و در نتیجه مقایسه آنها استفاده شده است.

۵-۲- جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است برای نمونه گیری از روش حذفی سیستماتیک استفاده خواهد شد به این ترتیب که:

۱- شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز آنها برای ۴ سال متوالی (۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷) وجود دارد.

۲- دوره مالی آنها به پایان اسفند ماه منتهی شود

۳- طی این سال‌های مالی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

۴- جزو بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشند زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای اصول راهبردی شرکت در آنها متفاوت است با توجه به مجموعه این شرایط تعداد ۸۶ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب خواهد شد.

دیتاهای مربوط به کلیه شاخص‌های بازار سرمایه از طریق نرم‌افزار ارائه شده توسط شرکت مینا با نام تجاری ره آورد نوین تهیه خواهد گردید و سپس این اطلاعات در صفحه گسترده پیاده و از طریق نرم‌افزارهای آماری SPSS نسخه ۱۹ و EViews پردازش و تحلیل شده است.

۶- متغیرهای تحقیق

۶-۱- متغیر وابسته و شیوه محاسبه آن

در این پژوهش متغیر وابسته سرمایه‌گذاری سرمایه در گردش است. برای اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری سرمایه در گردش از نسبت دارایی‌های جاری به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

۶-۲- متغیرهای مستقل

i = شرکت‌های عضو بورس
 t = زمان
 IE = مالکان نهادی
 EM = مدیریت سود
 ML = نسبت اهرم بازار (نسبت اهرم مالی)
 f = کنترل برای تاثیر ثابت شرکت
 yt = تاثیر ثابت سال

۶-۳- مدل آزمون فرضیات

مدل (۱):

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LGOV_{it} + \beta_2 LMAN_{it} + \beta_3 LINST_{it} + \beta_4 AQ_{it} + \beta_5 LSIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_8 LPRO_{it} + \beta_9 age_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲):

$$ROI_{it} = \beta_0 + \beta_1 LGOV_{it} + \beta_2 LMAN_{it} + \beta_3 LINST_{it} + \beta_4 AQ_{it} + \beta_5 LSIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_8 LPRO_{it} + \beta_9 age_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۳):

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 LGOV_{it} + \beta_2 LMAN_{it} + \beta_3 LINST_{it} + \beta_4 AQ_{it} + \beta_5 LSIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_8 LPRO_{it} + \beta_9 age_{it} + \varepsilon_{it}$$

۷- یافته‌های تحقیق

جدول ۱- شاخص آماری متغیرهای وابسته و مستقل

نام متغیر	سودآوری	بازده دارایی	بازده سرمایه‌گذاری	بازده حقوق صاحبان سهام	مالکیت نهادی	سهامدار نهادی
نماد	PRO	ROA	ROI	ROE	LGOV	INST
میانگین	۵۷۷,۷۷۹	۰,۲۴۸۲	۰,۴۵۶۲	۰,۳۲۸	۰,۳۴۷۵	۶۵,۳۷۷۶۳
میان	۵۴۲,۷۴۶	۰,۱۸۷۲	۰,۲۴۵۱	۰,۱۰۰۰۰	۰,۱۷۵۶	۶۹,۳۳۷۰۰
ماکزیمم	۲۶,۳۱۷,۸۲۶	۰,۳۵۴۲	۰,۵۸۹۶	۰,۵۴۸	۰,۴۱۸۵	۱۰۰,۰۰۰۰
مینیمم	۹۶,۳۸۱	-۰,۶۵۴۲	-۰,۱۲۴۵	-۰,۳۴۵۷	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰
انحراف معیار	۰,۶۹۲۹۸۲	۰,۱۰۸۵۴	۰,۳۱۲۴	۰,۲۱۵	۱,۲۳۴	۱,۰۸۷
چولگی	-۰,۲۳۹۰۷۸	۰,۴۲۵۶	۰,۴۸۶۵	۰,۴۲۳۴	۰,۵۲۱۴	-۰,۶۵۴۷
کشیدگی	۰,۷۶۵۴	۰,۴۵۸۷	۰,۸۹۶۵	۱,۲۵۴	۱,۵۶۸۷	۱,۸۵۷۴

جدول ۲- شاخص آماری متغیرهای وابسته و مستقل

نام متغیر	سهامدار مدیریت	نرخ رشد فروش	اندازه شرکت	عمر شرکت	کیفیت حسابرسی	اهرم مالی
نماد	MAN	grow	SIZE	AGE	AQ	Lev
میانگین	۰,۰۶۸۵	۰,۵۸۷۵	۵,۹۱۲	۱۷,۹۳۴	- ۰,۲۱۳	۰,۵۷۴
میانه	۰,۰۰۰	۰,۱۸۰	۴,۲۳۳	۱۶,۰۰۰	- ۰,۲۶۹۰	۰,۵۲۳
ماکزیمم	۰,۰۲۹	۲۲,۵۱	۷,۸۵۷	۴۶,۰۰۰	۶,۰۰۲	۰,۶۸۵
مینیمم	۰,۰۰۰	- ۱,۰۰۰	۲,۵۴۵	۴,۰۰۰	- ۴,۳۰۶۰	۰,۰۱۲
انحراف معیار	۰,۰۳۱۸	۱,۷۹۰۴	۱,۲۶۵	۹,۱۸۵	۱,۰۶۰	۰,۱۲۴
چولگی	۰,۷۸۳۹	۰,۰۱۵۸	۰,۶۸۴	۰,۱۵۱	۰,۶۰۷	۰,۶۵۴
کشیدگی	۶,۳۰۳۴	۵,۰۹۵	۱,۶۵۹	۳,۵۲۲	۳,۱۶۰	۲,۳۵۴

میانگین اصلی ترین و مورد استفاده ترین شاخص مرکزی است. مقدار میانگین دقیقاً در نقطه تعادل و مرکز ثقل داده‌ها قرار می‌گیرد. متغیرهایی دارای کیفیت مناسب می‌باشند که بین میانگین و میانه آن‌ها اختلاف چندانی وجود نداشته باشند. میانگین بازده دارایی شرکت‌های نمونه ۱۲/۲ می‌باشد و میانه آن در حدود ۹/۷ می‌باشد. بالاترین سطح بازده دارایی مربوط به شرکت کالسیمین در سال ۹۳ می‌باشد. در میان شرکت‌های نمونه، شرکت‌هایی نظیر آلومتک و نورد و کمباین سازی کمترین سطح میانگین بازده دارایی می‌باشند. نسبت بازده سرمایه‌گذاری در طول دوره بررسی دارای میانگینی در حدود ۱۳/۷ می‌باشد که نشان دهنده این است شرکت‌های نمونه دارای میانگینی در حدود ۱۴ درصد می‌باشد. بالاترین میزان این نسبت مربوط به شرکت کالسیمین در سال ۹۳ می‌باشد که دارای مقداری در حدود ۲,۴۶۶ از نسبت بازده سرمایه‌گذاری می‌باشد در حالیکه کمترین مقدار آن مربوط به شرکت‌های آلومتک، کمباین سازی و گازلوله می‌باشد. میانگین بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه ۲۸/۸ می‌باشد و میانه آن در حدود ۳۰/۲ می‌باشد. بالاتر بودن میانه نسبت به میانگین منجر به چوله به چپ بودن این متغیر دارد. بالاترین سطح بازده حقوق صاحبان سهام مربوط به شرکت افست در سال ۹۷ و کمترین آن در سال ۹۳ و مربوط به آلومتک می‌باشد.

میانگین ساختار مالکیت دولتی در شرکت‌های نمونه در حدود ۰,۳۴۱ درصد می‌باشد یعنی نسبت سهام مربوط به شرکت‌های نمونه که در اختیار دولت می‌باشد در حدود ۳۴ درصد می‌باشد. بالاترین نسبت ساختار مالکیت دولتی مربوط به شرکت شیشه و گاز در سال ۹۳ می‌باشند و کمترین میزان آن مربوط به شرکت‌های گاز لوله و فرآوری مواد معدنی و کمباین سازی می‌باشد. در میان شرکت‌های نمونه بیشترین سطح نسبت کل مالکان نهادی به ترتیب مربوط به شرکت‌های اما و معادن مگنر ایران است و کمترین آن مربوط ایران تایر و سرما آفرین می‌باشد.

سن شرکت‌های نمونه در حدود ۱۷/۹ می‌باشد. بالاترین میزان سن در شرکت‌های نمونه مربوط به نفت پارس با ۴۶ سال می‌باشد و جوانترین آن مربوط به شرکت‌هایی است که در طی پژوهش تنها ۴ سال از عمر پذیرششان در بورس می‌گذرد برای مثال می‌توان به شرکت سیمان درود اشاره نمود که در سال ۹۳ دارای ۴ سال می‌باشد.

میانگین لگاریتم اندازه شرکت‌ها ۵,۹۱۲ می‌باشد. همانگونه که پیش بینی می‌شد بالاترین سطح از ارزش دارایی‌ها مربوط به شرکت‌های خودرویی مانند ایران خودرو، سایپا، گروه بهمن، ایران خودرو دیزل و سایپا دیزل می‌باشد و سپس شرکت‌های پتروشیمی در رده های بعدی قرار می‌گیرند. میانگین ارزش دارایی‌ها در شرکت‌های خودرویی تقریباً ۱۸/۰۲ می‌باشد. این بدین معناست که میانگین ارزش دفتری دارایی‌های شرکت‌های خودرویی در حدود ۲۸/۷٪ بیش از سطح میانگین نمونه‌ها می‌باشند. در بین شرکت‌های نمونه انتخاب شده کمترین میزان دارایی‌ها مربوط به شرکت ماشین سازی نیرومحرکه می‌باشد که میانگین ارزش دفتری دارایی‌ها در آن ۱۱/۱۳ می‌باشد.

میانگین اهرم مالی ۰/۶۵ می‌باشد. این به این معناست در حدود ۶۵ درصد از کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت از طریق تامین مالی بلند مدت و بدهی‌های بلند مدت تامین شده است. بالاترین میزان اهرم مالی مربوط به شرکت‌های نورد و لوله اهواز و فرومولیدن کرمان می‌باشد و کمترین میزان اهرم مالی مربوط به شرکت‌هایی نظیر دارو سبحان و داروپخش می‌باشد.

جدول ۳- ماتریس ضرایب همبستگی پیرسون

ضریب همبستگی	سودآوری	بازده دارایی	سرمایه گذاری بازده	صاحبان سهام بازده حقوق	دولت مالکیت	سهامدار نهادی	سهامدار مدیریت	سهامدار فروش	نرخ رشد	اندازه شرکت	عمر شرکت	کیفیت حسابداری
سودآوری	---											
بازده دارایی	۱۶,۴%	---										
بازده سرمایه گذاری	۷,۶% -	۱,۰% -	---									
بازده حقوق صاحبان سهام	۹,۳% -	۵,۱% -	۱,۰% -	---								
مالکیت دولت	۵۴,۱%	۳۰,۱%	۱۵,۸% -	۰,۰%	---							
سهامدار نهادی	۱۰,۸% -	۹,۹%	۲۵,۱% -	۹,۷%	۱۶,۹%	---						
سهامدار مدیریت	۷,۳%	۰,۸%	۱۳,۶%	۴,۱%	۱۳,۶%	۴,۰% -	---					
نرخ رشد فروش	۸,۴% -	۸,۹%	۸۱,۱%	۲,۰% -	۱۳,۷% -	۸,۳%	۱,۴% -	---				
اندازه شرکت	۸,۰%	۱,۴% -	۵۶,۸%	۱۱,۱%	۶,۱% -	۵۵,۹%	۴۷,۰%	۳۲,۲%	---			
عمر شرکت	۱۱,۷%	۳,۶% -	۳,۴% -	۸,۳% -	۰,۷% -	۵,۲% -	۵,۱% -	۶,۵%	۱,۹%	---		

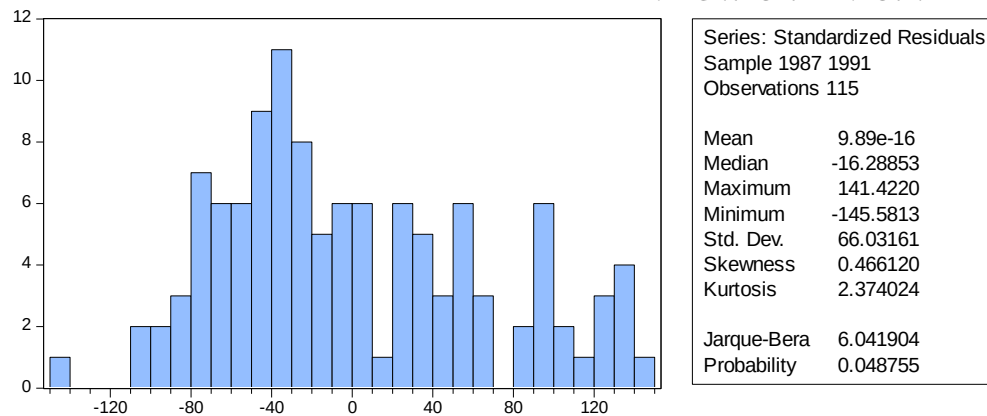
۱-۷- بررسی نرمال بودن متغیرهای تحقیق

جدول ۴- آزمون کلموگروف- اسمیرنوف برای متغیرهای وابسته

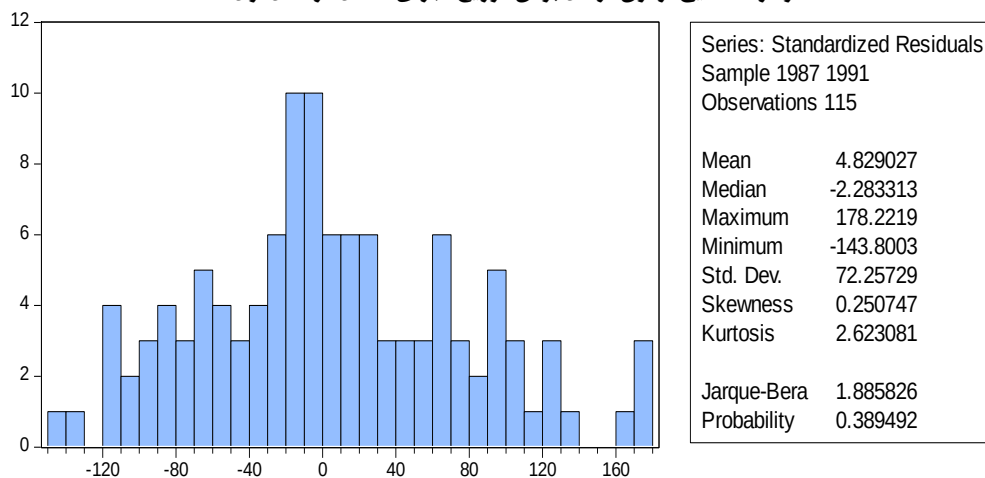
نام متغیر وابسته	آماره آزمون کلموگروف - اسمیرنوف	مقادیر P-Value	نتیجه گیری
بازده دارایی ها	۰,۲۹۰	۰,۶۱۳	نرمال می باشد.
بازده سرمایه گذاری	۰,۲۸۵	۰,۶۲۷	نرمال می باشد.
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۲۰۵	۰/۸۷۳	نرمال می باشد.

نحوه داوری: همانطور که در نگاره فوق مشاهده میگردد، مقدار P-Value محاسبه شده برای متغیرهای وابسته از مقدار ۰/۰۵ سطح معنی داری بیشتر می باشد لذا می توان گفت در سطح معناداری ۵ درصد، فرض H_1 رد و فرض H_0 پذیرفته می شود یعنی داده ها نرمال شدند.

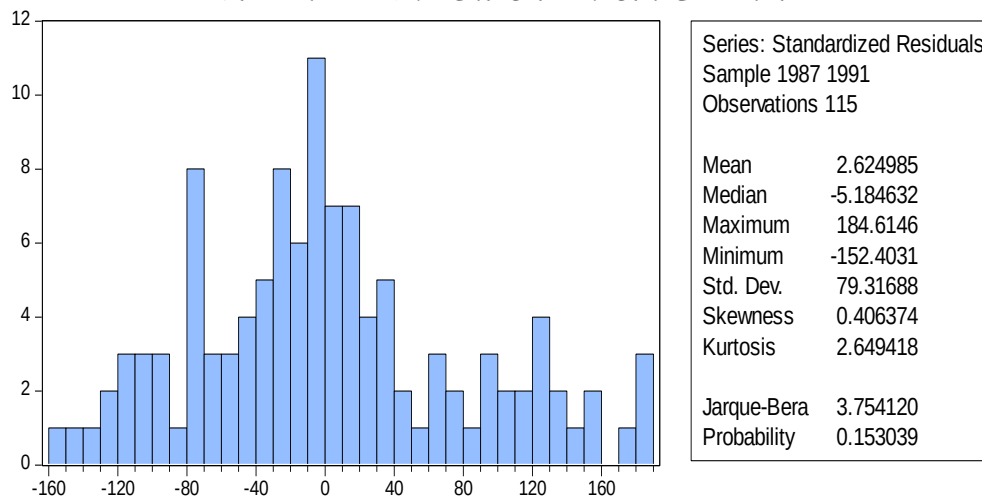
الف- آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال



نمودار ۱- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال در مدل اول



نمودار ۲- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال در مدل دوم



نمودار ۳- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال در مدل سوم

همانطور که مشاهده می شود با توجه به اینکه در مدل های دوم و سوم مقادیر P-Value کمتر از ۵ درصد می باشند فرضیه صفر مبنی بر برابری عرض از میادها رد شده و برای آزمون فرضیات می بایست از روش Panel استفاده شود در حالیکه در مدل اول می بایست از مدل Pooled استفاده شود. حال می بایست در مدل Panel، مدل اثرات ثابت در مقابل مدل اثرات تصادفی آزمون گردد. برای این کار از آزمون هاسمن استفاده می شود.

جدول ۵- آزمون تشخیص مدل (آزمون اثرات ثابت)

شماره مدل	متغیر وابسته	آماره چاو	مقدار P-Value	نتیجه گیری	مدل مورد استفاده
۱	ROA	۱,۹۴	۰/۰۶	عرض از مبداها با هم برابر هستند	Pooled
۲	ROI	۴,۲۷	۰/۰۰	عرض از مبداها با هم برابر نیستند	Panel
۳	ROE	۳,۷۲	۰/۰۰	عرض از مبداها با هم برابر نیستند	Panel

جدول ۶- جدول آزمون انتخاب آزمون اثرات ثابت و تصادفی

شماره مدل	آماره هاسمن	درجه آزادی	مقدار P-Value	نتیجه گیری
۲	۶/۱۱	۷	۱۱/۰	اثر تصادفی
۳	۲۸.۳	۷	۰/۰۰	اثر ثابت

همانگونه که از جدول فوق مشاهده می گردد آماره هاسمن محاسبه شده برای مدل سوم کوچکتر از کای دو با درجه آزادی ۷ (تعداد متغیرهای مستقل در مدل) بوده و مقدار P-Value آن‌ها نیز کمتر از ۵ درصد است لذا فرضیه صفر در این مدل رد شده و از روش اثرات ثابت برای برازش مدل استفاده می شود حال آنکه در مدل شماره دو با توجه به مقدار P-Value و اینکه بیش از ۵ درصد است می بایست برای برازش مدل از روش اثرات تصادفی استفاده شود.

۲-۷- آزمون فرضیات

فرضیه اول: مدیریت سود بر اهرم مالی با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: مدیریت سود بر نسبت های اهرمی شرکت های عضو بورس با مالکان نهادی قوی (IE) با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: مدیریت سود بر نسبت های اهرمی در شرکت های عضو بورس با مالکان نهادی ضعیف (IE) با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد.

برای بررسی هر یک از فرضیات فرعی فوق از مدل اول استفاده شده است که نتایج آزمون رگرسیون در جدول ذیل به صورت خلاصه ذکر شده است:

در مدل مقدار احتمال (یا F(P-Value برابر با ۰ است. چون این مقادیر کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود؛ یعنی مدل معنی داری وجود دارد و بین متغیرهای مستقل و وابسته رابطه خطی برقرار است.

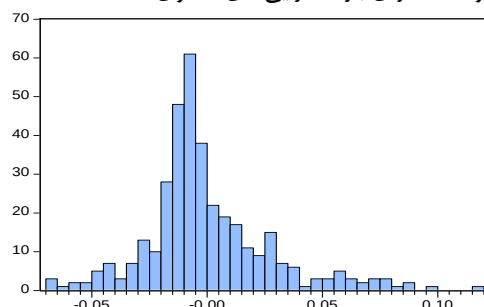
در فرضیه فرعی اول به بررسی این موضوع پرداخته می شود که مدیریت سود بر اهرم مالی با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد. از اینرو بین مالکیت نهادی (LINST) و بازده دارایی ارتباط وجود دارد یا خیر؟ نتایج بیانگر این است که ارتباط بین مالکیت دولتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی شرکت و بازده دارایی شرکت مستقیم می باشد. یعنی در شرکت هایی که مالکیت نهادی در آن ها بیشتر است به خصوص اینکه درصد مالکیت از نوع دولتی نیز در آن ها بالا باشد و سهام بیشتری در اختیار مدیران شرکت قرار گیرد بازده دارایی در آن ها احتمالا بیشتر است. اما؛ این ارتباط از لحاظ آماری معنادار نیست. لذا فرضیه فرعی اول رد می شود. نتایج بدست آمده از رگرسیون با نتایج حاصله از آزمون همبستگی مشابه است. بزرگتر بودن ضریب متغیر مالکیت نهادی در مدل رگرسیون بیانگر تاثیر بیشتر این متغیر بر بازده دارایی ها می باشد.

جدول ۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیات اول و دوم

مدل				متغیرهای توضیحی
$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LGOV_{it} + \beta_2 LMAN_{it} + \beta_3 LINST_{it} + \beta_4 AQ_{it} + \beta_5 LSIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 lev_{it} + \beta_8 LPRO_{it} + \beta_9 age_{it} + \varepsilon_{it}$				
نتیجه گیری	مقادیر P-Value	مقادیر آماره t	ضرایب متغیر در مدل	
مقدار ثابت	۰,۰۰۰۰*	۴,۷۶۴۴۰۰	۰,۳۷۸۷۱	
مقدار $LGOV$	۰,۴۲۱۷	۰,۸۰۴۲۴۷	۰,۰۰۰۱۷۹	
مقدار $LMAN$	۰,۲۵۵۱	۱,۱۳۹۷۷۲	۰,۸۹۱۳۷۴	
مقدار $LINST$	۰,۶۵۹۰	۰,۴۴۱۵۹۰	۰,۰۰۰۰۰۵	
مقدار AQ	۰,۰۴۶۰*	۲,۰۰۲۰۴۹	۰,۰۰۵۰۵۶	
مقدار $LSIZE$	۰,۰۰۰۰*	۱۱,۰۳۴۸	۰,۰۹۹۵۲۴	
مقدار $GROW$	۰,۰۰۰۰*	۶,۴۰۸۶۹۰	۰,۰۱۱۹۶۱	
مقدار Lev	۰,۰۲۱۲	-۲,۳۱۶۹۷۲	-۰,۰۶۱۶۱۲	
مقدار $LPRO$	۰,۰۰۰۰*	۹,۳۵۹۸۰۴	۰,۲۳۶۱۰	
مقدار Age	۰,۰۰۰۰*	-۴,۰۰۱۲۶۷	-۰,۰۰۰۴۷۲	
آزمون دوربین واتسون	۱,۶۵۸۹۶۶	۱۵۹,۷۹۵۱	مقادیر آزمون F	
مقادیر ضریب تعیین R^2	۰,۵۰۴۲۲۳	۰,۰۰۰۰۰*	مقادیر P-Value	
مقادیر ضریب تعیین تعدیل شده R^2	۰,۴۹۹۱۹۰			
نتیجه کفایت مدل:				با توجه به مقادیر آزمون F و مقدار P-Value که کمتر از ۵ درصد است رابطه معنادار است.

*معنادار در سطح ۹۵ درصد

در فرضیه فرعی دوم به بررسی این موضوع پرداخته شده است که آیا مدیریت سود بر نسبت های اهرمی شرکت های عضو بورس با مالکان نهادی قوی (IE) با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد. نتایج آزمون رگرسیون بیانگر این است که ضریب متغیر کیفیت حسابرسی در مدل معنادار می باشد و نوع ارتباط با توجه به ضریب متغیر، مثبت و از نوع مستقیم می باشد؛ یعنی بین معیار کیفیت حسابرسی و بازده دارایی ارتباط مستقیم وجود دارد ولی معیار کیفیت حسابرسی اقلام تعهدی اختیاری بوده که افزایش آن نشان از کاهش کیفیت حسابرسی و کاهش آن نشان از افزایش کیفیت حسابرسی دارد بر این اساس ارتباط مثبت بین اقلام تعهدی و بازده دارایی نشان از این واقعیت است که افزایش اقلام تعهدی (کاهش کیفیت حسابرسی) منجر به افزایش بازده دارایی شده است. همچنین کاهش اقلام تعهدی (افزایش کیفیت حسابرسی) باعث کاهش بازده دارایی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شده است. نتایج نشان می دهد شرکت هایی که کیفیت حسابرسی آن ها بالاتر است دارای بازده دارایی های کمتری هستند.



این متغیر از لحاظ آماری در مدل معنادار بوده و در سطح ۹۵ درصد فرضیه پذیرفته می شود زیرا آماره مقدار t به دست آمده بزرگتر از مقدار متناظر آن در جدول محاسبه $p-value$ (با $\alpha = ۰.۰۵$) بوده و همچنین $p-value$ محاسبه شده نیز در این متغیر کمتر از ۵ درصد است. لذا فرضیه فرعی دوم پذیرفته می شود. نتایج بدست آمده از رگرسیون با نتایج حاصله از آزمون همبستگی مشابه است.

نمودار ۴- نمودار مقادیر خطای فرضیات فرعی اول و دوم

فرضیه فرعی سوم: مدیریت سود بر نسبت های اهرمی در شرکت های عضو بورس با مالکان نهادی ضعیف

(IE) با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد.

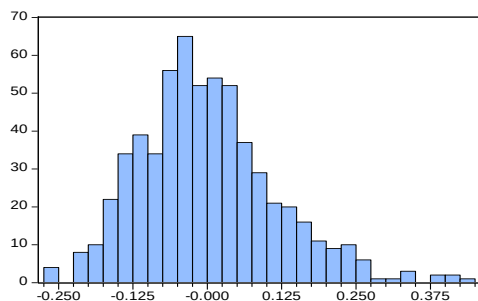
برای بررسی هر یک از فرضیه فوق از مدل سوم استفاده شده است که نتایج آزمون رگرسیون در جدول ذیل به

صورت خلاصه ذکر شده است:

جدول ۷- نتایج حاصل از آزمون فرضیات پنجم و ششم

مدل				$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 LGOV_{it} + \beta_2 LMAN_{it} + \beta_3 LINST_{it} + \beta_4 AQ_{it} + \beta_5 LSIZE_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 lev_{it} + \beta_8 LPRO_{it} + \beta_9 age_{it} + \varepsilon_{it}$	
متغیرهای توضیحی	ضرایب متغیر در مدل	مقادیر آماره t	مقادیر P-Value	نتیجه گیری	
مقدار ثابت	۰,۴۷۷۶۸۴	۵,۴۷۸۴۶۴	* ۰,۰۰۰۰	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
LGOV	۰,۰۰۰۳۶۸	۰,۹۷۱۰۶۲	۰,۳۳۱۹	عدم معناداری در مدل در سطح ۹۵ درصد	
LMAN	۱,۴۳۷۹۶۳	۱,۰۹۷۶۰۶	۰,۲۷۲۸	عدم معناداری در مدل در سطح ۹۵ درصد	
LINST	۰,۰۰۱۹۸۲	۰,۶۵۵۴۸۸	۰,۵۷۱۲	عدم معناداری در مدل در سطح ۹۵ درصد	
AQ	۰,۰۲۷۸۳۲	۳,۳۸۸۰۹۹	* ۰,۰۰۰۸	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
LSIZE	۰,۱۲۱۴۸۶	۱۳,۲۳۶۸۸	* ۰,۰۰۰۰	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
GROW	۰,۱۰۵۰۴	۲,۰۱۱۷۲۸	* ۰,۰۴۴۷	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
lev	- ۰,۰۵۷۱۸۴	- ۲,۱۶۷۵۷۳	۰,۰۳۱۰	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
LPRO	۰,۲۹۱۵۹۶	۱۶,۸۲۶۲۹	* ۰,۰۰۰۰	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
Age	۰,۰۰۱۸۹۸-	۲,۱۴۰۹۲۱-	* ۰,۰۳۲۷	معنادار در مدل در سطح ۹۵ درصد	
مقادیر آزمون F		۳۰,۷۴۸۷۴	آزمون دوربین واتسون		
مقادیر P-Value		۰,۰۰۰۰۰۰	مقادیر ضریب تعیین R^2		
			مقادیر ضریب تعیین تعدیل شده R^2		
نتیجه کفایت مدل:		با توجه به مقادیر آزمون F و مقدار P-Value که کمتر از ۵ درصد است رابطه معنادار است.			

*معنادار در سطح ۹۵ درصد



نمودار ۵- نمودار مقادیر خطای فرضیات فرعی پنجم و ششم

در مدل مقدار احتمال (یا P-Value) برابر با ۰ است. چون این مقادیر کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود؛ یعنی مدل معنی‌داری وجود دارد و بین متغیرهای مستقل و وابسته رابطه خطی برقرار است.

۸- بحث و نتیجه گیری

۸-۱- تحلیل فرضیه اول

فرضیه اول بدنبال این مسئله است که مدیریت سود بر اهرم مالی با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد. در این راستا پژوهشگر برای ارزیابی سودآوری از سه معیار بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده سرمایه‌گذاری استفاده نمود. لذا برای آزمون تاثیر مالکیت نهادی بر سودآوری سه مدل رگرسیونی مورد برآزش قرار گرفت که هر کدام تاثیر مالکیت نهادی را بر روی یکی از شاخصهای سودآوری مورد آزمون قرار می‌دهد. نتایج تحلیل کل مدل نشان می‌دهد بین مالکیت نهادی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج حاصل از برآزش مدل‌های معرفی شده نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و شاخصهای سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج فوق نشان دهنده این واقعیت است که وجود سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت بنگاه، باعث نفوذ مدیریت نهادی بر پیکره شرکت نمی‌گردد و در واقع مالکیت نهادی علاوه

بر اینکه منجر به افزایش سودآوری نمی گردد، منجر به کاهش آن نیز نمی شود. باتوجه به اینکه مدیریت نهادی یک مدیریت ناکارآمد است، نتایج نشان می دهد که ساختارهای بورس و قوانین بورس اوراق بهادار به مدیریت نهادی اجازه تفکر نهادی را نمی دهد و صرفاً دولت می تواند سهامدار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار گردد. البته یکی از دلایل نتایج فوق ناشی از این مسئله است که شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که هنوز دولت را در ترکیب سهامداران خود دارند، در واقع شرکتهایی هستند که بر اساس اصل ۴۴ قانون اساسی به بخش خصوصی واگذار گردیده اند و شیوه سودآوری این شرکت ها از قبل تحت مدیریت دولت بوده است. عدم ارتباط بین شاخص های سودآوری و مالکیت نهادی البته ناشی از این مسئله است که غیر از شرکت های واگذار شده بر اساس اصل ۴۴ قانون اساسی در بقیه شرکت ها دولت سهم بسیار ناچیزی از ساختار مالکیت بنگاه ها را دارد در واقع عدم تاثیرگذاری مالکیت نهادی چه بصورت کارآمد و چه بصورت ناکارآمد ناشی از عدم توانایی دولت در بسیاری از شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار برای مدیریت، هدایت و کنترل می باشد. نتایج تحقیق حاضر همگام با تحقیق رستگاریا و عباسی (۱۳۹۱) می باشد که آزمون اثرات نوع مالکیت در تحقیق آنها نشان می دهد بین ارزش شرکت ها با مالکیت نهادی ارتباط منفی و غیرمعنادار وجود دارد.

۸-۲- تحلیل فرضیه دوم

در فرضیه دوم پژوهشگر بدنبال این مسئله است مدیریت سود بر نسبت های اهرمی شرکت های عضو بورس با مالکان نهادی قوی (IE) با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد. در این راستا پژوهشگر برای ارزیابی سودآوری از سه معیار بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده سرمایه گذاری استفاده نمود. لذا برای آزمون تاثیر مالکیت مدیریتی بر سودآوری سه مدل رگرسیونی مورد برآزش قرار گرفت که هر کدام تاثیر مالکیت مدیریتی را بر روی یکی از شاخص های سودآوری مورد آزمون قرار می دهد. نتایج تحلیل کل مدل نشان می دهد که P-VALUE هر سه مدل (مدل سنجش مالکیت مدیریتی بر بازده دارایی، مدل سنجش مالکیت مدیریتی بر بازده حقوق صاحبان سهام و مدل سنجش مالکیت مدیریتی بر بازده سرمایه گذاری) کمتر از ۵ درصد بوده لذا بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته ارتباط معنی داری وجود دارند و همچنین ضریب تعیین در سه مدل نیز به ترتیب برابر با ۵۰،۴، ۳۴،۸ و ۴۳،۷ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل موجود در مدل های ارائه شده به ترتیب به میزان ۵۰،۴، ۳۴،۸ و ۴۳،۷ درصد قدرت تبیین متغیر وابسته یعنی بازدهی دارایی، بازدهی حقوق صاحبان سهام و بازدهی سرمایه گذاری را دارند. ضریب متغیر مورد استفاده برای تحلیل فرضیه دوم در هر سه مدل β_2 می باشد؛ که معنی داری ضرایب فوق در مدل نشان دهنده معنی داری متغیر مستقل و تاثیرگذاری مالکیت مدیریتی بر ROA، ROE و ROI است همچنین جهت ضرایب متغیرهای فوق نیز نشان دهنده چگونگی تاثیرگذاری مالکیت مدیریتی بر ROA، ROE و ROI می باشد. نتایج برای فرضیه دوم نشان می دهد که P-VALUE ضریب فوق در مدل اول بیشتر از ۵ درصد بوده و نشان می دهد که بین مالکیت مدیریتی و بازده دارایی ارتباط معنی داری وجود ندارد همچنین P-VALUE ضریب فوق در مدل دوم نیز بیشتر از ۵ درصد می باشد لذا بین مالکیت مدیریتی و بازده سرمایه گذاری نیز ارتباط معنی داری وجود ندارد و در نهایت P-VALUE ضریب مرتبط با فرضیه دوم در مدل سوم نیز بیشتر از ۵ درصد بوده و در نتیجه بین مالکیت مدیریتی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز ارتباط معنی داری وجود ندارد. نتایج حاصل از فرضیه فوق نشان از ناکارآمدی یکی از مکانیزم های حاکمیت شرکتی مرتبط با ترکیب سهامداران است در واقع افزایش درصد مالکیت مدیران در ترکیب سهام بنگاه باعث افزایش تلاش مدیریت برای بهبود عملکرد و در نتیجه ارزش آفرینی بیشتر نگردیده است. دو علت عمده منجر به نتایج فوق شده است اولاً مالکیت مدیریتی در شرکت های پذیرفته شده در ایران بسیار کم مرسوم است و در واقع بنگاه ها در قالب تئوری نمایندگی و برای اطمینان از ایفای وظیفه مباشرتی از طرف مدیران، اقدام به اعطای سهام مدیریتی به مدیران اجرایی نمی کنند لذا مدیران انگیزه ی کافی برای بهبود عملکرد و در نتیجه افزایش ارزش سهام شرکت که از طریق افزایش قیمت سهام حاصل می آیند را ندارند. ثانیاً برقراری توافقات قراردادی برای ایفای وظیفه مباشرتی از طرف مدیران اجرایی نیز در

شرکت‌های ایرانی مرسوم نمی باشد در واقع مدیران نه مالک بخشی از سهام بنگاه هستند که احساس تعلق خاطر را به شرکت داشته باشند و نه بر اساس توافقات قراردادی بخشی از عملکرد شرکت به عنوان عملکرد مدیریت محسوب می گردد. در نهایت اولاً سهام مالکیتی مدیران درصد بسیار ناچیزی از سهام بنگاه‌ها می باشد و بسیاری از بنگاه‌ها نیز اصلاً سهام مالکیت مدیریتی ندارند و ثانیاً سهام فوق انگیزه مدیران جهت افزایش تلاش خود برای بهبود عملکرد شرکت و افزایش ارزش بنگاه را تقویت نمی نماید. نتایج تحقیق حاضر مغایر با نتیجه تحقیق نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) بوده که رابطه معنادار و منفی بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت را نشان دادند.

۸-۳- تحلیل فرضیه سوم

در فرضیه سوم پژوهشگر بدنبال این مسئله است که مدیریت سود بر نسبت های اهرمی در شرکت‌های عضو بورس با مالکان نهادی ضعیف (IE) با فرض ثابت ماندن سایر شرایط تاثیر معناداری دارد. در این راستا پژوهشگر برای ارزیابی سودآوری از سه معیار بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده سرمایه‌گذاری استفاده نمود. لذا برای آزمون تاثیر مالکیت نهادی بر سودآوری سه مدل رگرسیونی مورد برآزش قرار گرفت که هر کدام تاثیر مالکیت نهادی را بر روی یکی از شاخصهای سودآوری مورد آزمون قرار می دهد. نتایج تحلیل کل مدل نشان می دهد که P-VALUE هر سه مدل (مدل سنجش مالکیت نهادی بر بازده دارایی، مدل سنجش مالکیت نهادی بر بازده حقوق صاحبان سهام و مدل سنجش مالکیت نهادی بر بازده سرمایه‌گذاری) کمتر از ۵ درصد بوده لذا بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته ارتباط معنی داری وجود دارند و همچنین ضریب تعیین در سه مدل نیز به ترتیب برابر با ۵۰٫۴، ۳۴٫۸ و ۴۳٫۷ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل موجود در مدل های ارائه شده به ترتیب به میزان ۵۰٫۴، ۳۴٫۸ و ۴۳٫۷ درصد قدرت تبیین متغیر وابسته یعنی بازدهی دارایی، بازدهی حقوق صاحبان سهام و بازدهی سرمایه‌گذاری را دارند. ضریب متغیر مورد استفاده برای تحلیل فرضیه سوم در هر سه مدل β_3 می باشد؛ که معنی داری ضرایب فوق در مدل نشان دهنده معنی داری متغیر مستقل و تاثیرگذاری مالکیت نهادی بر ROA، ROE و ROI است همچنین جهت ضرایب متغیرهای فوق نیز نشان دهنده چگونگی تاثیر گذاری مالکیت نهادی بر ROA، ROE و ROI می باشد. نتایج برای فرضیه سوم نشان می دهد که P-VALUE ضریب فوق در مدل اول بیشتر از ۵ درصد بوده و نشان می دهد که بین مالکیت نهادی و بازده دارایی ارتباط معنی داری وجود ندارد همچنین P-VALUE ضریب فوق در مدل دوم نیز بیشتر از ۵ درصد می باشد لذا بین مالکیت نهادی و بازده سرمایه‌گذاری نیز ارتباط معنی داری وجود ندارد و در نهایت P-VALUE ضریب مرتبط با فرضیه سوم در مدل سوم نیز بیشتر از ۵ درصد بوده و در نتیجه بین مالکیت نهادی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز ارتباط معنی داری وجود ندارد. نتایج حاصل از برآزش مدل های معرفی شده نشان می دهد که بین مالکیت نهادی و شاخصهای سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی داری وجود ندارد. نتایج فرضیه سوم نشان می دهد که مالکیت نهادی به عنوان یکی از مکانیزم های حاکمیت شرکتی در ترکیب مالکیت بنگاه ها نتوانسته که وظیفه ذاتی خود را به ارمغان بیاورد در واقع این شیوه مالکیت از طریق انتخاب مدیریت اجرایی و همچنین هدایت راهبردی مدیران، می بایست برای احقاق حقوق ذینعان تلاش نموده و عملکرد بنگاه که از طریق سودآوری سنجیده می شود را بهبود بخشد تا در نهایت ارزش آفرینی را به ارمغان آورد اما نتایج نشان می دهد که این مسئله تحقق نیافته است. نتایج فوق ناشی از ضعیف بودن مکانیزم های حاکمیت شرکتی و همچنین ساختارهای مرتبط با مالکیت و مالکیت نهادی می باشد در واقع مالکان نهادی که بیشترین سهام بنگاه را در اختیار دارند هنوز از طریق مکانیزم های اجرایی نتوانسته اند که بر عملکرد تاثیرگذار باشند و نهایت تلاش آنها در مجامع عمومی شرکت و انتخاب مدیریت نمایان می گردد در حالی این مالکان می توانند از طریق کمیته های تخصصی و حرفه ای همواره بر کار بنگاه نظارت داشته و هدایت آن را به عهده داشته باشند تا عملکرد نیز بهبود یابد. نتایج تحقیق مغایر با پژوهش نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) می باشد که بین ساختار مالکیت شرکتها و عملکرد آنها رابطه معناداری وجود دارد و همچنین بر خلاف تحقیق حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۶) است که یک رابطه مثبت بین ارزش شرکت با سرمایه گذاران نهادی را اثبات نمودند. جدول زیر خلاصه نتایج فرضیه سوم را نشان می دهد:

نتایج حاصل از تحلیل فرضیات نشان می دهد که ساختار مالکیت یعنی مالکیت نهادی، مالکیت نهادی و مالکیت

مدیریت بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار نمی باشد. عدم تأثیرگذاری ساختار مالکیت بر سودآوری نشان از ناکارا بودن مکانیزمهای حاکمیت شرکتی مرتبط با ترکیب مالکیت می باشد. در واقع ترکیب مالکیت در ایران و در مکانیزمهای بازار سرمایه ایران هنوز قادر به تأثیرگذاری بر عملکرد و بهبود آن نمی باشد و در نتیجه ارزش آفرین نخواهد بود. از طرف دیگر نتایج نشان می‌دهد که بین کیفیت حسابرسی و شاخصهای سودآوری ارتباط معکوس و معنی دار وجود دارد به این معنی که هر اندازه که کیفیت حسابرسی کاهش یابد (یعنی اقلام تعهدی در سود افزایش یابد) سودآوری بنگاه از طریق دستکاریهای مدیریت و اعمال مدیریت سود افزایش می یابد لذا هر اندازه جزء تعهدی سود افزایش یابد کیفیت سود کم گردیده و سودآوری بنگاه افزایش می یابد و لذا حسابرسان مستقل به عنوان مکانیزم نظارتی مستقل حاکمیت شرکتی نتوانسته با هدایت مدیران از رفتارهای فرصت طلبانه آنان جلوگیری بعمل آورد.

۹- پیشنهادات علمی برای تحقیقات آتی

با توجه به نتایج حاصل شده و طی انجام تحقیق، موضوعات زیر جهت انجام پژوهش های جدید به محققان پیشنهاد می گردد.

۱. بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و کیفیت حسابرسی بر شاخصهای سودآوری با توجه به چرخه عمر شرکت
۲. بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و کیفیت حسابرسی بر شاخصهای سودآوری با توجه به دوره های اقتصادی
۳. بررسی ارتباط بین کیفیت گزارش حسابرسان و شاخصهای سودآوری
۴. بررسی ارتباط بین اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری با شاخصهای سودآوری
۵. مطالعه و بررسی مکانیزم های حاکمیت شرکت و ارتباط آنها با معیارهای ارزیابی سودآوری بنگاه ها
۶. بررسی اثر ساختارهای مالکیتی و مدیریتی و کیفیت حسابرسی بر شاخصهای سودآوری شرکت ها به تفکیک صنایع مختلف.
۷. بررسی و مقایسه ساختارهای مالکیتی و مدیریتی و کیفیت حسابرسی با شاخصهای سودآوری شرکت‌های زیانده با شرکت‌های سودده در بورس اوراق بهادار.
۸. بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی با کارایی سرمایه در گردش
۹. مطالعه نقش تمرکز مالکیت و کیفیت حسابرسی بر نقدینگی، سودآوری و رشدی شرکت‌ها
۱۰. بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و کیفیت حسابرسی بر هزینه سرمایه و هزینه بدهی
۱۱. بررسی ارتباط بین تمرکز مالکیت و کیفیت حسابرسی و ریسک و بازدهی شرکت ها

منابع

- آقایی، محمدعلی و ناظمی اردکانی، مهدی (۱۳۹۱). تخصص حسابرسان در صنعت و مدیریت اقلام تعهدی اختیاری؛ دانش حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۴۶، صفحه ۱۷-۴.
- رستگاری، فاطمه و عباسی، ابراهیم، (۱۳۹۱)، " تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت هادر بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش های تجری حسابداری، سال دوم، شماره ۱ (پیاپی ۵)، صص ۳۳-۵۰.
- زلقی، حسن و مریم گودینی، ۱۳۹۵، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین‌المللی پژوهشهای کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه شهید بهشتی
- صبور، مینا و عباس اسفندیاری زاهدانی، ۱۳۹۸، بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین مدیریت سود و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش های جدید در مدیریت و حسابداری
- فتحی، سعید و رسول عبدی، ۱۳۹۷، رابطه ساختار سرمایه و مدیریت واقعی سود (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، کنفرانس بین‌المللی مدیریت، حسابداری، بانکداری و اقتصاد در افق ایران ۱۴۰۴، مشهد، موسسه تعاونی دانش بنیان کمراوش
- مشایخ، شهرناز و ماه آورپور، مرضیه، (۱۳۸۷)، "بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۳، پائیز، صص ۱۰۷-۱۲۲.

- منصورفر، کریم، ۱۳۸۵، روش‌های آماری، انتشارات دانشگاه تهران، چاپ پنجم.
- موسوی، سیده فاطمه، ۱۳۹۶، بررسی تاثیر اندازه شرکت و ساختار سرمایه بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، هفتمین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت با رویکرد علوم پژوهشی نوین، تهران، شرکت ارتباط ارغوان ایرانیان
- نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷)، "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسیهای حسابداری حسابرسی، شماره ۳۵.
- نونهال نهر، علی اکبر و جبارزاده لنگرلویی، سعید و پورکریم، یعقوب (۱۳۸۹). رابطه بین کیفیت حسابرس و قابلیت اتکای اقلام تعهدی؛ دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، دوره ۱۷، شماره ۶۱، صفحه ۵۵ تا ۷۰.
- Bauer, R., Guenster, N., Otten, Roger, 2004. Empirical evidence On corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management* 5, 91–104.
- Berle, A. and Means. (1932)., G, *The modern corporation and private property*, Macmillan: New York.
- Chung-Hao Hsu., Syou-Ching Lai., Hung-Chih Li (2016), *Institutional ownership and information transparency: Role of technology intensities and industries*, *Asia Pacific Management Review*,
- Chunlai Ye (2017), *Earnings Management through Tax Reserves and Auditor-Provided Tax Services*, *Accounting and Finance Research*, <https://doi.org/10.5430/afr.v6n4p217>
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985) *The structure of corporate Ownership: Causes and Consequences*, *Jornal of Political Economy*, (93) 6 pp. 1155-1177
- Jensen, M.C. and Meckling, W. (1976). *The theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol.3,: p.305-60
- Shasha Liu, (2019), *Earnings Management And Institutional Investor Trading Prior To Earnings Announcements*, *China Finance Review International Emerald Publishing Limited*, Pp2044-1398 Doi 10.1108/Cfri-01-2018-0010
- Silveria, A. (2004) *Governanca Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relacao com o Desempenhoda Empresas no Brasil*, *Doctoral Dissertation, Universidade de Sao Paulo, Brasil*.
- Tesfaye T. Lemmaa., Minga Negashb, Mthokozisi Mliloc, Ayalew Lulseged (2018), *Institutional ownership, product market competition, and earnings management: Some evidence from international data*, *Journal of Business Research*, Volume 90, Pages 151-163

تأثیر قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام با در نظر گرفتن نقش رشد

فرزین خوشکار^۱، علیرضا امیریان^۲، رضا جودکی^۳

کد مقاله: ۹۰۱۰۴

چکیده

پژوهش حاضر با موضوع تأثیر قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام با در نظر گرفتن نقش رشد صورت پذیرفت. این پژوهش بر اساس ماهیت و اهداف پژوهش از نوع پژوهش‌های کاربردی می‌باشد. از نظر روش جزء تحقیقات همبستگی است؛ و بر اساس گردآوری داده‌ها از نوع مطالعات اسنادی (سندکاوی) است. داده‌های مورد استفاده در این تحقیق، با استفاده از بانک‌ها و منابع اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت اینترنتی این سازمان و نرم‌افزارهای سهام مانند: "ره‌آوردنوین" جمع‌آوری گردیده‌اند. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار (Excel) پس از اصلاحات و طبقه‌بندی لازم بر اساس متغیرهای مورد بررسی وارد نرم‌افزار Eviews شده و تجزیه و تحلیل‌های نهایی انجام شد. نتایج نشان داد قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام؛ رشد دارایی‌ها و رشد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار مثبت و معناداری دارد. همچنین رشد سود بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار مثبت و معناداری دارد و در پایان باید گفت رشد دارایی بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار مثبت و معناداری دارد.

واژگان کلیدی: قابلیت‌های بازاریابی، بازده غیرعادی سهام، رشد سود، رشد دارایی

۱- مدرس گروه حسابداری، مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر ناصر خسرو

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر ناصر خسرو (alirezaamirian60@yahoo.com)

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر ناصر خسرو

۱- مقدمه

قابلیت بازاریابی فرایند یکپارچه‌ای است که در آن شرکت‌ها از منابع محسوس و نامحسوس برای درک پیچیدگی نیازهای خاص مشتریان، دستیابی به تمایز نسبی در محصولات برای برتری رقابتی و در نهایت دستیابی به کیفیت مناسب استفاده می‌کنند. طبق تعریف وورهیس و همکارانش (۱۹۹۹) و دی (۱۹۹۳) قابلیت‌های بازاریابی فرآیندهای یکپارچه و منسجمی هستند که برای اعمال مهارت‌های جمعی؛ دانش و منابع شرکت طراحی می‌شوند و ارزش کالا و خدمات شرکت را بهبود می‌بخشند و شرکت به کمک این قابلیت‌ها قادر است خود را با شرایط متغیر بازار تطبیق دهد و از فرصت‌های بازار در جهت مقابله با تهدیدهای رقابتی استفاده نماید. قابلیت‌های بازاریابی نشان دهنده توانایی‌های خاص یک شرکت در شناسایی با بازارهای هدف، استراتژی‌ها و آمیخته بازارهای درحال توسعه است که باعث حفظ ارتباط با مشتریان وفادار می‌شود (روئیزا^۱ و همکاران، ۲۰۱۸). یک شرکت قابلیت‌های بازاریابی‌اش را زمانی می‌تواند توسعه دهد که توانایی ترمیم مهارت‌های فردی و دانش کارکنانش را با منابع در دسترس داشته باشد (پورجوادی قاسم آبادیان، ۱۳۹۸). قابلیت بازاریابی به عنوان فرآیندهای سازمانی مرتبط به هم برای اجرای فعالیت‌های بازاریابی مثل ارائه محصول، قیمت گذاری، مدیریت کانال، ارتباطات بازاریابی و اجرای بازاریابی نیز تعریف می‌شود. براساس این دیدگاه به خوبی ثابت شده است که در شرکت‌هایی که جهت گیری کارآفرینانه دارند (نوآور و ریسک پذیر هستند) جمع آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات برای توسعه و اجرای موفقیت آمیز استراتژی مبتنی بر نوآوری و در نتیجه جهت گیری کارآفرینانه مهم است (اکاش و انگو، ۲۰۱۱). شرکت‌ها، منبع مهمی را صرف ساخت، حفظ و نیرومند سازی قابلیت‌های بازاریابی می‌کنند (روئیزا و همکاران، ۲۰۱۸). در این راستا در این تحقیق به بررسی تأثیر قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام با در نظر گرفتن نقش رشد پرداخته می‌شود.

۲- بیان مسأله

محققان و سیاستگذاران تلاش بسیاری برای یافتن تدابیری که منجر به رشد اقتصادی شود، انجام داده‌اند. اغلب تحلیلگران همچون مک کینون (۱۹۷۳)، شاول (۱۹۷۳)، کینگ و لوین (۱۹۹۳) و زروس (۱۹۹۶) معتقدند توسعه بازارهای مالی می‌تواند سرعت رشد اقتصادی را افزایش دهد. به طور کلی، توسعه بازارهای مالی پیش شرط لازم برای رشد اقتصادی است. بر این اساس، عملکرد خوب مؤسسات مالی موجب ارتقای کارایی کل اقتصاد، خلق گسترش نقدینگی، تحریک پس اندازها، افزایش تشکیک سرمایه، انتقال منابع از بخش‌های سنتی (با رشد اندک) به بخش مدرن و همچنین ارتقای کارآفرینی این بخش‌ها می‌شود. این دیدگاه طرف عرضه نامیده شده و در آن فرض می‌شود وجود بازارهای مالی کارا عرضه خدمات مالی را افزایش داده و سبب گسترش تقاضا برای بخش واقعی اقتصاد می‌شود. دیدگاه «پیشگامی عرضه» توسط اقتصاد دانانی همچون مک کینون، شاول، فرای، دیاز آلی اندرو و مور گسترش یافته است. قبل از آن نیز اقتصاد دانانی نظیر هیکس معتقد بودند که براساس حقایق تاریخی آشکار شده، انقلاب صنعتی قرن هجدهم انگلستان به دلیل ابداعات تکنولوژی نبوده، بلکه اصلاحات مالی عامل اصلی آن محسوب می‌شود (طالب نیا، حسنی و جوادی، ۱۳۹۱).

نقش واحدهای تجاری و بازرگانی در ساختار اقتصادی کشورها برکسی پوشیده نیست. امروزه واحدهای تجاری به عنوان پایه های اصلی اقتصاد کشورها، حجم زیادی از منابع اقتصادی، نظیر نیروی کار، مواد اولیه، سرمایه و ... را مورد استفاده قرار می‌دهند و در مقابل، با توجه به حجم تولید و فروش، نقش حائز اهمیتی را در توسعه و پیشرفت اقتصادی کشورها ایفا می‌نمایند. به همین دلیل بحث درخصوص اطلاعات مالی انتشار یافته نظیر EPS، نسبت بدهی، نسبت گردش دارایی‌های ثابت، نسبت گردش مجموع دارایی‌ها، نسبت بازده سرمایه گذاری، نسبت حاشیه خالص سود در تعیین و شناسایی سهام بهینه بسیار تأثیرگذار می‌باشند، بنابراین اطلاعات مالی درست و بموقع و بهنگام در شناسایی سهام بهینه بسیار مورد توجه می‌باشد. در بازارهای کارا در شکل قوی، اوراق بهادار به شکل صحیحی قیمت گذاری شده و منعکس کننده تمام اطلاعات مربوط و موجود در بازار اعم از اطلاعات محرمانه و اطلاعات در دسترس عموم می‌باشد. در واقع برای اینکه گروهی بازده اضافی پایداری بدست آورند، بایستی به طور مداوم اطلاعات محرمانه ای را داشته باشند یا توانایی خاصی برای کسب بازده غیرعادی مداوم بر مبنای اطلاعات عمومی، نسبت به دیگر سرمایه گذاران، داشته باشند (مکوندی، ۱۳۹۸). از ویژگی های حرکت متداول به سوی توسعه اقتصادی پایدار به دست آوردن منابع مالی لازم برای مجموعه فعالیت های اقتصادی با تجهیز منابع پس اندازی موجود در اقتصاد ملی است. در دهه های اخیر گسترش بازارهای سرمایه در کشورهای در حال توسعه، رشد اقتصادی مطلوبی را به همراه داشته است. کشورهای توسعه یافته بخش زیادی از سیر توسع های خود را مرهون بازارهای مالی و به ویژه بورس اوراق بهادار می‌دانند. بورس اوراق بهادار یکی

از مهم ترین بازارهای مالی است که به نوعی نشانگر اقتصاد هر کشور به شمار می رود. رکود و رونق بورس اوراق بهادار نه تنها اقتصاد ملی بلکه اقتصاد منطقه و جهانی را نیز تحت تأثیر خود قرار می دهد (تیموری، ۱۳۹۸).

گزارشگری مالی در واحدهای اقتصادی، بازتاب نیازهای اطلاعاتی و انتظارات گروه های گوناگون استفاده کنندگان صورت های مالی همچون سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان و غیره برای اتخاذ تصمیمات آگاهانه اقتصادی است. مجموعه صورت های مالی عمده ترین وسیله ارائه اطلاعات به خارج از واحدهای اقتصادی است. اطلاعات ارائه شده در این صورتها در صورتی برای استفاده کنندگان مفید و سودمند است که شفاف باشند. در این راستا گزارش ها و صورت های مالی، یکی از مهمترین اجزاء سیستم اطلاعات مدیریت است، وجود اطلاعات مالی شفاف و قابل مقایسه یکی از ارکان اصلی پاسخگویی مدیران اجرایی و از نیازهای اساسی تصمیم گیرندگان اقتصادی است. اگر چه اطلاعات از منابع مختلف قابل استخراج است، اما در حال حاضر صورت های مالی، هسته اصلی منابع اطلاعات مالی را تشکیل می دهد، بنابراین باید از کیفیت مطلوبی برخوردار باشد (پورجواد قاسم آبادیان، ۱۳۹۸).

اظهار نظر حسابرس مستقل و بازرس قانونی نسبت به مطلوبیت صورتهای مالی در چارچوب استانداردهای حسابداری منجر به افزایش کیفیت اطلاعات می گردد. منظور از شفافیت، افشای عمومی اطلاعات موثق و به موقع است که، استفاده کنندگان را قادر می سازد تا از عملکرد و وضعیت مالی و روش های مدیریت، ارزیابی صحیحی به عمل آورند. (دارابی و جعفری، ۱۳۹۱، ۸۲) گزارشگری مالی، اقتصادی و صورت های مالی به عنوان هسته مرکزی، حاوی اطلاعاتی درباره وضعیت مالی و عملکرد بنگاه های اقتصادی است. شفافیت و کیفیت مناسب اطلاعات مالی و غیر مالی، پایه و اساس تصمیم گیری های اقتصادی سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه است. یکسان نبودن هدف های تهیه کنندگان و استفاده کنندگان از اطلاعات مالی و نتیجتاً وجود تضاد منافع بین دو گروه، نیاز به خدمات حسابرسی را به منظور اعتبار بخشیدن به صورت های مالی تهیه شده توسط مدیریت، توجیه می نماید. گزارشگری مالی در واحدهای اقتصادی، بازتاب نیازهای اطلاعاتی و انتظارات گروه های گوناگون استفاده کنندگان صورت های مالی همچون سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان و غیره برای اتخاذ تصمیمات آگاهانه اقتصادی است. مجموعه صورتهای مالی عمده ترین وسیله ارائه اطلاعات به خارج از واحدهای اقتصادی است (دارابی و جعفری، ۱۳۹۱، ۸۱) سرمایه گذاران همواره خواهان کسب بازده بیشتر بوده و از ریسک گریزانند و در قبال تحمل ریسک های بالاتر انتظار دارند بازده بیشتر نیز کسب کند. یکی از عواملی که بر افزایش ریسک تأثیرگذار است وجود نوسانات متغیرهای اقتصادی در بازار است. یکی از این متغیرهای نرخ بهره بانکی است. نرخ بهره به عنوان یک ابزار سیاست پولی و همچنین به عنوان قیمت در بازار مالی یکی از متغیرهای مهم اقتصادی است و به عنوان هزینه سرمایه از دیدگاه سرمایه گذار و هزینه فرصت پول از دیدگاه سپرده گذار محسوب می شود. این نرخ از دیرباز مورد بحث و مجادله بوده است. در جوامع ابتدایی در اعطای وجوه قابل استقراض و وام نقش نرخ بهره ناشناخته بود اما در برخی جوامع نظیر بابل، مصر و یونان نرخ بهره برای وام گیرندگان نقش داشت (روئیزا و همکاران، ۲۰۱۸).

رقابت از یک سو و تغییرات مداوم از سوی دیگر سازمان ها را با شرایط پیچیده ای روبرو می کند که نیاز به استراتژی و برنامه بلند مدت را که توسط مدیران تدوین می شود و برای بقای سازمان باید اجرا شود را پیش از پیش یادآوری می شود. به منظور دستیابی به عملکرد برتر در بازار در چنین محیط رقابتی، کسب و کارها باید قابلیت های بازاریابی خود را بهبود بخشیده و یا قابلیت های جدیدی برای خود ایجاد کنند. چون مطالعات و تجربیات گذشته حاکی از آن است که هر چه قابلیت های بازاریابی یک کسب و کار بالاتر باشد، تأثیر مثبتی بر عملکرد بازار آن کسب و کار، به خصوص در زمینه ایجاد مزیت رقابتی، نوآوری، فروش، سهم بازار، رضایت مشتری و در نهایت کسب سود بیشتر خواهد داشت. امروزه ارائه بهترین عملکرد در زمینه بازاریابی، به اساسی ترین دغدغه مدیران شرکت ها مبدل شده است و مدیران می کوشند تا با بهره گیری از تکنیک های مختلف، به عملکرد برتر دست یابند و در این راستا قابلیت های بازاریابی از عوامل مؤثر در دستیابی به مزیت رقابتی و عملکرد برتر برای شرکتها محسوب می شوند (فیض و همکاران، ۱۳۹۱) قابلیت های بازاریابی با تأثیر بر شاخص های عملکردی سازمان نقش مهمی در سودآوری و در نتیجه بازده سهام شرکت ها دارد؛ بنابراین در این تحقیق به بررسی تأثیر قابلیت های بازاریابی بر بازده سهام با در نظر گرفتن نقش میانجی رشد شرکت پرداخته می شود.

۳- مبانی نظری

۳-۱- قابلیت های بازاریابی

قابلیت های بازاریابی فرآیند یکپارچه ای است که در آن شرکت ها منابع محسوس و نامحسوس را برای درک پیچیدگی نیازهای خاص مشتریان، دستیابی به یک تمایز نسبی محصولات برای برتری رقابتی و در نهایت دستیابی به یک تمایز نسبی محصولات برای برتری رقابتی و در نهایت دستیابی به یک کیفیت برند مناسب بکار می برند (سانگ، ۲۰۰۷، قاضی زاده، ۱۳۹۰). طبق تعریف و رییس و همکارانش در سال ۱۹۹۹ و وی در سال ۱۹۳۳ قابلیت های بازاریابی فرآیندهای یکپارچه و منسجمی هستند

که برای اعمال مهارت های جمعی، دانش و منابع شرکت طراحی می شوند و باعث شناسایی نیازهای بازار می شوند و ارزش کالا و خدمات شرکت را بهبود می بخشند و شرکت به کمک این قابلیت ها قادر است تا خود را با شرایط متغیر بازار تطبیق دهد و از فرصت های بازار در جهت مقابله با تهدیدهای رقابتی استفاده نماید. قابلیت های بازاریابی نشان دهنده ی توانایی های خاص یک در شناسایی بازارهای هدف، استراتژی ها و آمیخته های بازارهای در حال توسعه است که باعث حفظ ارتباط با مشتریان وفادار می گردد. تحقیقات نشان دهنده یک ارتباط مثبت بین قابلیت های بازاریابی و عملکرد شرکت است (مورگان ورهیس و میسون، ۲۰۰۹). قابلیت های بازاریابی را می توان توانایی سازمان در درک بازار و ارتباط با مشتری دانست. (دی، ۱۹۹۴). قابلیت های بازاریابی فرآیند یکپارچه ای است که در آن شرکت ها و منابع محسوس و نامحسوس را برای آگاهی از پیچیدگی نیازهای خاص مشتریان، دستیابی به یک تمایز نسبی محصولات برای برتری رقابتی و در نهایت دستیابی به یک کیفیت برند برتر به کار می برند (Day, 1994; Dutta et al, 1999; Song Benadetto et al. Song, Drog et al, 2005).

۳-۲- بازده غیرعادی سهام

-سنجش بازده غیرعادی

در روش استاندارد پژوهش های رویدادی، بازده واقعی و بازده مورد انتظار (عادی). بازده مورد انتظار یا عادی نیز عبارت است از بازده بدون احتساب رویداد مورد نظر. در عمل برای سنجش بازده غیرعادی روش های زیر متداول است:

۱- بازده میانگین تعدیل شده: این کمیت با کسر میانگین بازده سهم j در طول دوره برآورد از بازده واقعی سهم مذکور در دوره رویداد به دست می آید. در این روش ریسک سهم یا بازده پرتفوی بازار در دوره رویداد کنترل نمی شود.

۲- بازده تعدیل شده بازار: بازده غیرتعهدی با کسر بازده بازار سهم j در دوره رویداد به دست می آید. در این روش ریسک سهم معادل پرتفوی بازار در نظر گرفته می شود.

۳- خطای پیش بینی الگوی بازار: بازده غیرعادی طبق این روش از تفاضل بازده واقعی سهم j در دوره رویداد با بازده پیش بینی شده (براساس الگوی بازار) به دست می آید؛ یعنی:

$$A_{jt} = r_{jt} - E(r_{jt}) \quad (1)$$

$$E(r_{jt}) = \alpha_j + \beta_j r_{mt} \quad (2)$$

در این فرمول ها، A_{jt} بازده غیرعادی سهم j در دوره t ، r_{jt} بازده واقعی سهم j در دوره t ، $E(r_{jt})$ معادل بازده پیش بینی شده براساس الگوی بازار است؛ α و β پارامترهای برآوردی برای الگوی بازار و r_{mt} بازده واقعی پرتفوی بازار در دوره t است. پارامترهای مذکور بر مبنای روش حداقل مربعات خطا (OLS) از روی رگرسیون (۳) و بر مبنای داده های تاریخی برآورد می شود.

$$r_{jt} = \alpha_j + \beta_j r_{mt} + e_{jt}$$

از مقایسه الگوی بازار باروش های اول و دوم می توان دریافت که در بازده میانگین تعدیل شده β معادل صفر و در بازده تعدیل شده α صفر و β معادل یک در نظر گرفته می شود. روش های اول و دوم از نظر عملیاتی ساده تر از الگوی بازار است. گرچه برخی موارد مشکلاتی در برآورد پارامترهای الگوی بازار وجود دارد، اما در مجموع استفاده از آن رایج تر است. ضمن اینکه ریسک و حرکت بازار در طول دوره رویداد در الگوی بازار کنترل می شود.

۴- روش تحقیق

از نظر روش شناسی این تحقیق توصیفی می باشد. تحقیق حاضر بر اساس چگونگی بدست آوردن داده های مورد نیاز و از نظر طبقه بندی تحقیقات با توجه به هدف آن ها، در زمره تحقیقات توصیفی قرار دارد. از لحاظ نوع نظارت و درجه کنترل این تحقیق در زمره تحقیقات میدانی قرار دارد چرا که محقق متغیر ها را در حالت طبیعی آن ها بررسی می کند. این پژوهش بر اساس ماهیت و اهداف پژوهش از نوع پژوهش های کاربردی می باشد. از نظر روش جزء تحقیقات همبستگی است؛ و بر اساس گردآوری داده ها از نوع مطالعات اسنادی (سندکاوی) است. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. برای تجزیه و تحلیل و تفسیر داده های این پژوهش با بهره گیری از آمار توصیفی و استنباطی مراحل زیر انجام شده است. در ابتدا از آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف (K-S) برای بررسی نرمال بودن توزیع داده ها استفاده می گردد، سپس برای آزمون کردن این که تعداد نمونه (مشاهدات) از هم مستقل باشند و نمونه مورد نظر تصادفی باشد از آزمون دوربین-واتسون (Durbin - Watson) استفاده می گردد. چنان چه مقدار آماره دوربین-واتسون نزدیک ۲ (تقریباً 2 ± 0.5) گردد، بدان معنی است که نمونه مورد نظر تصادفی است و نشان دهنده عدم خود همبستگی است. ضریب همبستگی پیرسن میان متغیرهای تحقیق نیز بررسی می شود. ضرایب متغیرهای مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون t استیودنت، آزمون می گردد. در این تحقیق برای آزمون

معناداری کلی مدل رگرسیون برازش شده از آماره فیشر (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان و همچنین برای آزمون عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل از آزمون دوربین - واتسون استفاده می‌شود، در نهایت منحنی اجزای خطا در مدل رگرسیون رسم گردیده تا نرمال بودن اجزای خطا نیز بررسی گردد. با استفاده از رگرسیون خطی (Linear - Regression) به آزمون فرضیه‌ها می‌پردازیم. در این تحقیق از روش رگرسیون چند متغیره به عنوان روش آماری استفاده می‌شود. در روش رگرسیون، هدف اصلی این است که بررسی کنیم آیا بین متغیرهای وابسته و بین متغیرهای مستقل تحقیق رابطه‌ای وجود دارد یا خیر. همچنین تحلیل داده‌ها در بخش آمار توصیفی با محاسبه شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار چولگی و کشیدگی چولگی شروع خواهد شد. این شاخص‌ها به تفکیک صنایع مختلف و همچنین به صورت کلی انجام خواهد شد. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار (Excel) پس از اصلاحات و طبقه‌بندی لازم بر اساس متغیرهای مورد بررسی وارد نرم‌افزار Eviews شده و تجزیه و تحلیل‌های نهایی انجام شده و در نهایت به تایید یا رد فرضیات تحقیق با استفاده از نتایج حاصله از نرم‌افزارهای مربوطه پرداخته شده است.

۴-۱- فرضیه‌های تحقیق

قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
قابلیت‌های بازاریابی بر رشد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
رشد شرکت بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

۴-۲- مدل تحقیق و تعاریف متغیرهای تحقیق

قابلیت بازاریابی^۱: قابلیت بازاریابی، متغیر مستقل اصلی در این مطالعه است. برای محاسبه آن از روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) بهره می‌گیریم ما، لگاریتم امتیاز DEA را به کار می‌گیریم. برای تخمین زدن قابلیت بازاریابی، از هزینه تبلیغات و بازاریابی بعنوان ورودی در تخمین DEA استفاده می‌کنیم.

همچنین از فروش‌ها و رشد فروش‌ها بعنوان دو خروجی در مدل DEA استفاده می‌شود.

RTit: متغیر مستقل و بازده غیرعادی سهام شرکت است.

بازده غیرعادی سهام برابر است با تفاوت بین نرخ بازده شرکت (بازده واقعی) و بازده بازار (بازده مورد انتظار)، برای تعیین بازده غیرعادی از مدل تعدیل‌شده بازار (مدل ساده بازار) استفاده می‌شود.

$$ARit = Rit - Rmt$$

که در این معادله داریم:

ARit: نرخ بازده غیرعادی اوراق بهادار i در طول دوره t،

Rit: نرخ بازده واقعی اوراق بهادار i در طول دوره t،

Rmt: نرخ بازده بازار اوراق بهادار در طول دوره t،

ROAit: متغیر کنترلی و بازده دارایی‌های شرکت است. بازده داراییها از طریق تقسیم سود قبل از اقالام غیر مترقبه به جمع داراییها محاسبه می‌شود.

ROEit: متغیر کنترلی و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت است. رابطه محاسباتی بازده حقوق صاحبان سهام به صورت زیر می‌باشد (ساریچالو، ۱۳۹۱).

حقوق صاحبان سهام / سود خالص = بازده حقوق صاحبان سهام

SIZEit: متغیر کنترلی و اندازه شرکت است. در این پژوهش لگاریتم داراییها به عنوان نماد اندازه شرکت در نظر گرفته شده است.

$$Size = LN.Net Sale$$

شاخص هرفیندال-هیرشمن: شاخص هرفیندال-هیرشمن از حاصل جمع توان دوم سهم بازار کلیه بنگاه‌های فعال در صنعت به دست می‌آید:

$$HHI = \sum_{i=1}^k s_i^2$$

که در آن HHI شاخص هرفیندال-هیرشمن، k تعداد بنگاه‌های فعال در بازار و Si سهم بازار شرکت i است که از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$S_i = X_j / \sum_{j=1}^n X_j$$

که در آن X_j نشاندهنده فروش شرکت زام ام i نشاندهنده نوع صنعت است. شاخص هرفیندال-هیرشمن، میزان تمرکز صنعت را اندازه گیری می کند. هرچه این شاخص بزرگتر باشد، میزان تمرکز بیشتر بوده و رقابت کمتری در صنعت وجود دارد و بالعکس.

۵- یافته های تحقیق

جدول ۱- شاخصه های توصیفی متغیرهای تحقیق

رشد سود	رشد دارایی	نقدینگی	شاخص هرفیندال صنعت	تحقیق و توسعه	اهرم مالی	قابلیت بازاریابی	بازده غیرعادی	
۰/۱۲۱۸۱۰	۰/۱۲۱۸۱۰	۴۷۷۵۰۳۴	۰/۰۰۰۰۰۶	۱۷۵۸۷۸۱	۵۰/۵۰۶۷۵۰	۵۰/۵۰۶۷۵۰	۰/۱۱۱۶۱۰	میانگین
۰/۱۱۵۵۶۴	۰/۱۱۵۵۶۴	۳۹۰۳۵۲۶	۱/۰۰۰۰۰۰۷	۲۵۰۰۰۰۰	۱۱۰/۵۰۶۲۵۰	۵۰/۵۰۶۲۵۰	۰/۱۱۱۶۱۰	مد
۰/۵۱۲۳۴۰	۰/۵۱۲۳۴۰	۷۳/۹۷۶۳۹	۰/۰۰۰۰۰۰۸	۶۰۰۰۰۰۰	۵۰/۵۰۶۲۵۰	۱/۰۰۰۰۰۰۰	۰/۱۱۱۶۱۰	حداکثر
۰/۱۲۱۸۱۰	۰/۱۲۱۸۱۰	۰/۵۱۲۳۴۰	۰/۰۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰۰	۵۰/۵۰۶۲۵۰	۱/۰۰۰۰۰۰۰	۰/۱۱۱۶۱۰	حداقل
۰/۱۱۵۵۶۴	۰/۱۱۵۵۶۴	۴۹۷۵۲۰۴	۰/۰۰۰۰۰۰۹	۹۰۰/۱۲۳۳	۱۱۰/۱۷۱۷۱۰	۵۰/۵۰۶۲۵۰	۰/۱۱۱۶۱۰	انحراف معیار استاندارد
۰/۱۲۱۸۱۰	۰/۱۲۱۸۱۰	۱/۹۷۱۳۴۸	۸/۲۲۲۰۶	۲/۵۵۷۵۲	۰/۱۱۱۶۱۰	۵۰/۵۰۶۲۵۰	۰/۱۱۱۶۱۰	کجی
۱/۱۲۱۸۱۰	۱/۱۲۱۸۱۰	۱/۱۲۱۸۱۰	۸/۲۲۲۰۶	۲/۵۵۷۵۲	۰/۱۱۱۶۱۰	۵۰/۵۰۶۲۵۰	۰/۱۱۱۶۱۰	کشیدگی
۵۷۵	۵۷۵	۵۷۵	۵۷۵	۵۷۵	۵۷۵	۵۷۵	۵۷۵	تعداد مشاهدات
۵۷۵	۵۷۵	۵۷۵	۵۷۵	۵۷۵	۵۷۵	۵۷۵	۵۷۵	تعداد سطوح مقطع

جدول ۲- بررسی پایای متغیرهای تحقیق

نتیجه	تفاضل مرتبه اول	سطح معنی داری	آماره ADF فیشر	متغیرها
	سطح معنی داری			
I(0)		۰,۰۰۰۴	۱۴۳,۴۰۴	بازده غیرعادی
I(0)		۰,۰۰۰۰	۹۵۶,۲۶۰	قابلیات بازاریابی
I(0)		۰,۰۰۰۰	۳۲۴,۲۳۹	اهرم مالی
I(0)		۰,۰۰۰۰	۳۲۲,۰۹	تحقیق و توسعه
I(0)		۰,۰۰۰۴	۳۵,۱۳۲	شاخص صنعت
I(0)		۰,۰۰۰۰	۴۵۶,۷۶۵	نقدینگی
I(0)		۰,۰۰۰۰	۳۲۴,۴۳۲	رشد دارایی
I(0)		۰,۰۰۰۰	۳۲۴,۹۹۰	رشد سود

جدول ۳- بررسی نرمال بودن متغیرهای وابسته تحقیق

بازده غیرعادی	رشد دارایی	رشد سود
آماره آزمون جارکو برا	۳۲۲۴۶۰,۴	۷۴,۲۵۹۵۷
احتمال	۰,۰۵۱۰۰۰	۰,۰۵۴۰۰۰
تعداد مشاهدات	۴۷۵	۴۷۵
تعداد سطوح مقطع	۹۵	۹۵

۵-۱- تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها به تفکیک هر فرضیه

جدول ۴- مدل‌های مورد استفاده در آزمون فرضیه‌ها

فرضیه	مدل مورد استفاده
بررسی تأثیر قابلیت بازاریابی بر بازده غیرعادی	$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta MC_{it} + \beta_2 \Delta LEVERAGE_{it} + \beta_3 \Delta R\&D_{it} + \beta_4 \Delta HHL_{it} + \beta_5 \Delta LIQUIDITY_{it}$
بررسی تأثیر قابلیت بازاریابی بر رشد دارایی	$\Delta ASSET_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta MC_{it} + \beta_2 \Delta LEVERAGE_{it} + \beta_3 \Delta R\&D_{it} + \beta_4 \Delta HHL_{it} + \beta_5 \Delta LIQUIDITY_{it}$
بررسی تأثیر قابلیت بازاریابی بر رشد سود	$\Delta ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta MC_{it} + \beta_2 \Delta LEVERAGE_{it} + \beta_3 \Delta R\&D_{it} + \beta_4 \Delta HHL_{it} + \beta_5 \Delta LIQUIDITY_{it}$
بررسی تأثیر رشد سود بر بازده غیرعادی	$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 \Delta MC_{it} + \beta_3 \Delta R\&D_{it} + \beta_4 \Delta HHL_{it} + \beta_5 \Delta LEVERAGE_{it} + \beta_6 \Delta LIQUIDITY_{it}$
بررسی تأثیر رشد دارایی بر بازده غیرعادی	$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ASSET_{it} + \beta_2 \Delta MC_{it} + \beta_3 \Delta R\&D_{it} + \beta_4 \Delta HHL_{it} + \beta_5 \Delta LEVERAGE_{it} + \beta_6 \Delta LIQUIDITY_{it}$

جدول ۵- نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون اف لیمر	سطح معنی داری	نتیجه	آزمون هاسمن	سطح معنی داری	نتیجه
۸/۱۲۵۵۰۷	۰,۰۰۰۰۱	تابلویی	۱۹۶,۲۴۳۲۵۳	0.0000	اثرات ثابت
۶/۳۴۵۶۰۷	۰,۰۰۰۰۰	تابلویی	۱۸۸,۲۶۸۷۵۳	0.0000	اثرات ثابت
۴/۳۲۴۵۲۱	۰,۰۰۰۰۱	تابلویی	۸۷,۳۴۵۲۱۳	0.0000	اثرات ثابت
۳/۳۴۳۵۶۷	۰,۰۰۰۰۰	تابلویی	۲۱۲,۳۲۴۶۴۳	0.0000	اثرات ثابت
۵/۳۲۴۶۴۳	۰,۰۰۰۰۰	تابلویی	۱۴۵,۶۵۷۹۸۴	0.0000	اثرات ثابت

جدول ۶- آزمون ناهمسانی واریانس

مدل	آماره آزمون برش پاگان	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
اول	۸۳۰۳,۲۷۱	۶۷۸۶	۰,۰۰۰۰	تأیید همسانی واریانس در مدل
دوم	۷۴۵۲,۳۷۱	۶۷۸۶	۰,۰۰۰۰	تأیید همسانی واریانس در مدل
سوم	۸۴۳۵,۴۵۳	۶۷۸۶	۰,۰۰۰۰	تأیید همسانی واریانس در مدل
چهارم	۸۷۶۷,۶۵۳	۶۷۸۶	۰,۰۰۰۰	تأیید همسانی واریانس در مدل
پنجم	۸۶۷۶,۳۲۴	۶۷۸۶	۰,۰۰۰۰	تأیید همسانی واریانس در مدل

تجزیه و تحلیل فرضیه اول

فرض صفر و فرض مقابل آن در فرضیه اول به صورت زیر تعریف می‌شوند:

H0: قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار نمی‌باشد.

H1: قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار می‌باشد.

مبتنی بر نتایج جدول ۷- آماره F فیشر مدل تخمینی فوق در سطح اطمینان ۹۵ درصد برابر ۵۶,۸۸ بوده که نشان‌دهنده معناداری مدل رگرسیونی مورد استفاده در سطر دوم جدول ۷- می‌باشد.

ضمناً ضریب تعیین تعدیل‌شده قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۶۹٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

بر اساس جدول ۷- ضریب β_1 برای متغیر قابلیت بازاریابی برابر ۱,۳۳۹، آماره t، ۱,۷۷ در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است؛ بنابراین همبستگی معنادار و مثبت بین قابلیت بازاریابی و سود غیرعادی تأیید می‌شود. در نتیجه فرضیه صفر رد و می‌توان فرضیه مقابل را تأیید نمود؛ بنابراین قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار مثبت و معنادار دارد.

جدول ۷- نتایج تحلیل رگرسیون بررسی قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta MC_{it} + \beta_2 \Delta LEVERAGE_{it} + \beta_3 \Delta R\&D_{it} + \beta_4 \Delta HHL_{it} + \beta_5 \Delta LIQUIDITY_{it}$								مدل مورد استفاده	
R2 تعدیل شده	آماره F	آماره دورین واتسون	ضرایب					مقدار ثابت	متغیرهای مستقل
			β_5	β_4	β_3	β_2	β_1		
۰٫۶۹۱۰۰۴	۰٫۸۷۶۴۷۹	۱٫۶۹۰۴۸۹	۰٫۳۷۸	-۰٫۰۴۱	۰٫۲۱۵	۰٫۰۰۰	۱٫۳۳۹	۰٫۰۶۰	ACC
			۰٫۰۹	-۰٫۰۱	۰٫۰۴	۰٫۷۴	۱٫۷۷	۰٫۰۶۲	آماره t

کلیه اعداد در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشند.

علاوه بر این مقدار آماره آزمون دورین - واتسون از جدول ۷ برابر است با ۱,۶۹، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که جملات خطا در تخمین مدل رگرسیونی فرضیه اول از هم مستقل می‌باشند.

تجزیه و تحلیل فرضیه دوم

فرض صفر و فرض مقابل آن در فرضیه دوم به صورت زیر تعریف می‌شوند:

H0: قابلیت‌های بازاریابی بر رشد دارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار نمی‌باشد.

H1: قابلیت‌های بازاریابی بر رشد دارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

مبتنی بر نتایج جدول ۸ آماره F فیشر مدل تخمینی فوق در سطح اطمینان ۹۵ درصد برابر ۲,۹۳ بوده که نشان‌دهنده معناداری مدل رگرسیونی مورد استفاده در سطر دوم جدول ۸ می‌باشد.

ضمناً ضریب تعیین تعدیل‌شده قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۷۴٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

بر اساس جدول ۸ ضریب β_1 برای متغیر قابلیت بازاریابی برابر ۰,۴۶۵، آماره t، ۰,۱۵۹ در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است؛ بنابراین همبستگی معنادار و مثبت بین قابلیت بازاریابی و رشد دارایی تأیید می‌شود. در نتیجه فرضیه صفر رد و می‌توان

فرضیه مقابل را تأیید نمود؛ بنابراین قابلیت‌های بازاریابی بر رشد دارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار مثبت و معناداری دارد.

جدول ۸- نتایج تحلیل رگرسیون بررسی قابلیت‌های بازاریابی بر رشد دارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

مدل مورد استفاده								متغیرهای مستقل	
$\Delta ASSET_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta MC_{it} + \beta_2 \Delta LEVERAGE_{it} + \beta_3 \Delta R\&D_{it} + \beta_4 \Delta HHL_{it} + \beta_5 \Delta LIQUIDITY_{it}$								مقدار ثابت	ضرایب
R2	آماره F	آماره دوربین واتسون							
تعدیل شده			β_5	β_4	β_3	β_2	β_1		
۰,۷۴۰۵۷۶	۲,۹۲۳۶۵۰	۲,۱۵۳۲۸۷	-۱,۰۹۵	۱,۰۵۲	۰,۶۹۳	۰,۰۰۰	۰,۴۶۵	۰,۰۰۰	ACC
			-۸,۹۸۳	۸,۵۹۱	۴,۷۳۲	۰,۲۷۹	۰,۱۵۹	-۰,۱۵۵	آماره t

کلیه اعداد در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشند.

علاوه بر این مقدار آماره آزمون دوربین - واتسون از جدول ۸ برابر است با ۲,۱۵، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که جملات خطا در تخمین مدل رگرسیونی فرضیه دوم از هم مستقل می‌باشند.

تجزیه و تحلیل فرضیه سوم

فرض صفر و فرض مقابل آن در فرضیه سوم به صورت زیر تعریف می‌شوند:

H0: قابلیت‌های بازاریابی بر رشد سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار نمی‌باشد.

H1: قابلیت‌های بازاریابی بر رشد سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

مبتنی بر نتایج جدول آماره F فیشدر مدل تخمینی فوق در سطح اطمینان ۹۵ درصد برابر ۲۰,۶۵ بوده که نشان‌دهنده معناداری مدل رگرسیونی مورد استفاده در سطر دوم جدول ۹ می‌باشد.

ضمناً ضریب تعیین تعدیل‌شده قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قداراست به میزان ۸۴٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. بر اساس جدول ۹ ضریب β_1 برای متغیر قابلیت بازاریابی برابر ۲,۴۹۳، آماره t، ۲,۹۰۲ در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است؛ بنابراین همبستگی معنادار و مثبت بین قابلیت بازاریابی و رشد تأیید می‌شود. در نتیجه فرضیه صفر رد و می‌توان فرضیه مقابل را تأیید نمود؛ بنابراین قابلیت‌های بازاریابی بر رشد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار مثبت و معناداری دارد.

جدول ۹- نتایج تحلیل رگرسیون بررسی قابلیت‌های بازاریابی بر رشد سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

مدل مورد استفاده								متغیرهای مستقل	
$\Delta ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta MC_{it} + \beta_2 \Delta LEVERAGE_{it} + \beta_3 \Delta R\&D_{it} + \beta_4 \Delta HHL_{it} + \beta_5 \Delta LIQUIDITY_{it}$								مقدار ثابت	ضرایب
R2	آماره F	آماره دوربین واتسون							
تعدیل شده			β_5	β_4	β_3	β_2	β_1		
۰,۸۴۷۶۱۳	۲۰,۶۴۸۸۱	۱,۷۶۹۶۴۰	۰,۲۵۷	۰,۲۵۵	-۰,۴۴۸	۰,۰۰۰	۲,۴۹۳	۰,۰۰۰	ACC
			۷,۱۵۱	۷,۰۷۶	-۱۰,۳۹۶	-۱,۸۵۰	۲,۹۰۲	۰,۱۴۷	آماره t

کلیه اعداد در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشند.

علاوه بر این مقدار آماره آزمون دوربین - واتسون از جدول ۹ برابر است با ۱,۷۶، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که جملات خطا در تخمین مدل رگرسیونی فرضیه سوم از هم مستقل می‌باشند.

تجزیه و تحلیل فرضیه چهارم

فرض صفر و فرض مقابل آن در فرضیه چهارم به صورت زیر تعریف می‌شوند:

H0: رشد سود شرکت بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار نیست.

H1: رشد سود شرکت بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

مبتنی بر نتایج جدول ۱۰ آماره F فیشر مدل تخمینی فوق در سطح اطمینان ۹۵ درصد برابر ۵۷٫۸۶ بوده که نشان‌دهنده معناداری مدل رگرسیونی مورد استفاده در سطر دوم جدول ۱۰ می‌باشد.

ضمناً ضریب تعیین تعدیل‌شده قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۶۹٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. بر اساس جدول ۱۰ ضریب β_1 برای متغیر قابلیت بازاریابی برابر ۱،۰۷۴ آماره t، ۳،۱۷۳ در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است؛ بنابراین همبستگی معنادار و مثبت بین قابلیت بازاریابی و سود غیرعادی تأیید می‌شود. در نتیجه فرضیه صفر رد و می‌توان فرضیه مقابل را تأیید نمود. بنابراین رشد سود ر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار مثبت و معنادار دارد.

جدول ۱۰- نتایج تحلیل رگرسیون بررسی رشد سود شرکت بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 \Delta MC_{it} + \beta_3 \Delta R\&D_{it} + \beta_4 \Delta HHL_{it} + \beta_5 \Delta LEVERAGE_{it} + \beta_6 \Delta LIQUIDITY_{it}$									مدل مورد استفاده	
R2 تعدیل شده	آماره F	آماره دوربین واتسون	ضرایب						مقدار ثابت	متغیرهای مستقل
			β_6	β_5	β_4	β_3	β_2	β_1		
۰٫۶۹۵۴	۵۷٫۸۶۲	۱٫۶۹۲۲	-۰٫۱۱۵	۱٫۹۱۶	-۰٫۵۳۰	۰٫۰۰۰	-۵۶۲/۱۷۹	۱٫۰۷۴	-۰٫۰۶۰	ACC
			-۰٫۰۲۴	۰٫۲۵۹	-۰٫۱۱۱	۰٫۷۶۷	-۱٫۶۹۱	۳٫۱۷۳	-۰٫۶۱۸	آماره t

جدول ۱۱- نتایج تحلیل رگرسیون بررسی رشد دارایی شرکت بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

مدل مورد استفاده								
$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ASSET_{it} + \beta_2 \Delta MC_{it} + \beta_3 \Delta R\&D_{it} + \beta_4 \Delta HHL_{it} + \beta_5 \Delta LEVERAGE_{it} + \beta_6 \Delta LIQUIDITY_{it}$								
متغیرهای مستقل	مقدار ثابت	ضرایب						
		آماره دوربین واتسون	آماره F	R2 تعدیل شده				
					β_6	β_5	β_4	β_3
ACC	-۰,۰۵۹	۱,۶۹۵۲۹۳	۶۷,۸۶۶۵۰۲	۰,۷۰۰۰۱	۱,۶۸۹	۱,۱۹۸	-۱,۳۰۱	۰,۰۰۰
آماره t	-۰,۶۱۱				۰,۳۳۹	۰,۵۵۰	-۰,۲۶۳	۰,۷۳۳

کلیه اعداد در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشند.

علاوه بر این مقدار آماره آزمون دوربین - واتسون از جدول ۱۱ برابر است با ۱,۶۹، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که جملات خطا در تخمین مدل رگرسیونی فرضیه پنجم از هم مستقل می‌باشند.

۶- نتیجه‌گیری

همانطور که در فصل اول بیان شد، تحقیق حاضر در نظر داشت که به بررسی تأثیر قابلیت‌های بازاریابی بر بازده سهام با درنظر گرفتن نقش رشد (از دو جنبه رشد دارایی و رشد سود) در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازد. جهت نیل به هدف تحقیق ابتدا با بررسی پیشینه و رجوع به نظرات خبرگان چهارچوب روش تحقیق به صورت آزمایشی انتخاب شده و مدل تجربی شامل متغیرهای مورد نیاز که در بخش‌های قبلی معرفی شدند، انتخاب شد. با توجه به افق زمانی تحقیق که شامل ۵ سال از سال ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶ و بود، و افق مکانی تحقیق که شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بودند، لذا روش تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش داده‌های پانل (ترکیبی از سری زمانی و مقطعی) انتخاب شد. جامعه آماری تحقیق حاضر تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار که نمونه آماری به صورت غربالگری و با شروط ذیل انتخاب شدند:

- شرکت‌هایی که نماد معاملاتی آن‌ها بیش از ۶ ماه بسته نبود.
- شرکت‌هایی که جزو گروه‌های بانکی و سرمایه‌گذاری نبودند.
- سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند می‌باشد.

مبتنی بر شروط بالا تعداد ۹۵ شرکت انتخاب شد؛ که مبتنی بر منطق داده‌های پانل تعداد ۴۷۵ مشاهده از صورت‌های مالی شرکت‌ها توسط نرم‌افزار اکسل فیلتر شد.

تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها روی نمونه آماری با استفاده از روش رگرسیون چندگانه خطی بر روی داده‌های پانل نتایج ذیل را حاصل نمود.

قابلیت‌های بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
 قابلیت‌های بازاریابی بر رشد دارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
 قابلیت‌های بازاریابی بر رشد دارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
 رشد دارایی شرکت بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
 رشد سود شرکت بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
 نتایج تأیید فرضیه‌ها با تحقیقات پیشین به شرح ذیل سازگار می‌باشد:

تحقیق کزنلکوا و همکاران (۲۰۱۴) که نشان دادن قابلیت بازاریابی تأثیری مثبت و معنادار بر عملکرد شرکت دارد.
 تحقیقات هلفات و پتراف (۲۰۰۳)، سرواستاوا و همکاران (۲۰۰۱) و زیلو و وینتر (۲۰۰۲) که نشان دادند قابلیت بازاریابی تدبیر مثبت و معناداری بر مزیت رقابتی و کسب سود در شرکت‌ها دارد.

پژوهش اورک و زکلیکی (۱۳۹۴) که نشان دادند هر چهار قابلیت بازاریابی با عملکرد سازمان ارتباط مثبت و معنی داری دارد. همچنین در بررسی اثر دو متغیر میانجی (عمر و اندازه سازمان) بر رابطه قابلیت‌های بازاریابی با عملکرد سازمان، نتایج نشان می‌دهد ارتباط معنی داری وجود ندارد، مراتب حاکی از این است که قابلیت‌های بازاریابی - فارغ از مراحل عمر و یا اندازه سازمان - می‌توانند منبع مزیت رقابتی پایدار محسوب شده و موجب ارتقاء عملکرد از جمله عملکرد مالی گردند.

پژوهش شاهرخ، ناطق و احسانی (۱۳۹۶) که در پژوهش خود نشان دادند رابطه مستقیم و معناداری میان قابلیت‌های بازاریابی و عملکرد مالی کسب‌وکار وجود دارد و رابطه میان قابلیت‌های بازاریابی و عملکرد کسب‌وکار تحت تأثیر عوامل محیطی قرار می‌گیرد.

۷- پیشنهادات

۷-۱- پیشنهادات کاربردی

با توجه به نتایج تحقیق، پیشنهادهای کاربردی زیر برای مدیران ارشد صنایع در بازارهای مصرفی ارائه می‌شود: با در نظر گرفتن تأثیر زیاد قابلیت‌های ترفیعات فروش، برنامه‌ریزی راهبردی بازاریابی، اجرا و کنترل برنامه‌های بازاریابی و تحقیقات بازار بر عملکرد سازمان، به مدیران توصیه شود در برنامه‌های خود به این قابلیت‌ها توجه ویژه داشته باشند بر اساس نتایج، رابطه قابلیت‌های بازاریابی با عملکرد مالی سازمان (رشد سود و دارایی) به تأیید رسید، به مدیران توصیه می‌شود در تصمیمات خود در رابطه با این قابلیت‌ها توجه بیشتری کرده و از برگشت سرمایه‌گذاری‌های خود در این حوزه اطمینان حاصل کنند. با توجه به تأثیر رابطه قابلیت‌های بازاریابی بر عملکرد مالی سازمان و سود غیرعادی، به مدیران توصیه می‌شود بر قابلیت‌های بازاریابی به عنوان عوامل اصلی در ارتقای عملکرد کسب و کار، تمرکز ویژه ای کنند.

۷-۲- پیشنهادات پژوهشی

در پژوهش حاضر جهت ارزیابی متغیر قابلیت بازاریابی از روش تحلیل پوششی داده‌ها با یک متغیر ورودی (هزینه بازاریابی و تبلیغات) و دو متغیر خروجی (فروش‌ها و رشد فروش‌ها) به عنوان متغیر خروجی استفاده شد. پژوهش‌های آتی می‌توانند متغیرهای دیگری نظیر رضایت مشتری و یا تصویر برند را به عنوان متغیر خروجی و متغیرهای دیگر بازاریابی را به عنوان ورودی در نظر بگیرند. در پژوهش حاضر داده‌ها به صورت مقطعی جمع‌آوری شدند، که پژوهش‌های آتی می‌توانند در یک افق طولی به بررسی روابط بین متغیرها بپردازند.

منابع

- ابراهیمی، عبدالحمید و پاینده، زهره (۱۳۹۰)، " هویت نام تجاری " تهران، فصلنامه بازاریابی الکترونیکی.
- ازوجی، علا الدین و کیا فرهادی (۱۳۸۶) ارزیابی اثرات سیاست‌های آزادسازی مالی و تغییرات نرخ بهره بانکی بر توسعه بخش مالی در اقتصاد ایران (با استفاده از تکنیک VECM) فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، سال هفتم، زمستان شماره چهارم، صفحات ۱۱۹-۱۴۰.
- پناهیان، حسین و پیام صادقی جزی. (۱۳۸۹) " بررسی تطبیقی استنباط از شفافیت اطلاعات مالی در تبیین رفتار سرمایه گذار در بورس اوراق بهادار تهران و بورس سهام تایوان "، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال دوم، ش ۸.
- پورجواد قاسم آبادیان، معصومه، ۱۳۹۸، بررسی تأثیر قابلیت بازاریابی بر بازده غیرعادی سهام با نقش میانجی رشد در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی مدیریت، حسابداری، اقتصاد و بانکداری در هزاره سوم، تهران، شرکت همایش آروین البرز،
- تیموری، عفت و سمیه ساجدی، ۱۳۹۸، تأثیر قابلیت عملیات و بازاریابی بر عملکرد مالی در ۱۰۹ شرکت بورسی، دومین کنفرانس بین المللی روش های نوین حسابداری، بانکداری و بازاریابی و پیشرفت های اخیر در علوم انسانی، مجارستان، شرکت همایش آروین البرز
- چیرانی، ابراهیم و پاکپور رودسری، ایمان (۱۳۸۹)، "بازاریابی محوری و نقش آن در بازاریابی" بانک مقالات بازاریابی ایران.
- حاجیپور، بهمن؛ درزیان عزیزی، عبدالهادی و شمسی گوشکی، سجاد. (۱۳۹۱). " تبیین استراتژی محصول- بازار و قابلیت‌های بازاریابی شرکت بر عملکرد بازار"، کاوشهای مدیریت بازرگانی، سال چهارم، شماره ۷، ص ۸۷-۵۴.
- حمیدی زاد، محمدرضا و خیرخواه عسگرآباد، محمدرضا. (۱۳۹۱). " بررسی تأثیر قابلیت‌های مدیریت دانش بازاریابی بر عملکرد سازمان در صنعت پتروشیمی ایران"، نشریه کاوشهای مدیریت بازرگانی، سال چهارم، شماره ۷، هشتم، ص ۳۰-۴۵.
- حمیدی زاد، محمدرضا و حسین زاده ی شهری، معصومه (۱۳۸۵)، " طراحی مدل شناسی، ارزیابی و تعیین قابلیت‌های استراتژیک: پژوهشی در شرکت ایران خودرو"، فصلنامه علوم مدیریت ایران، دوره ۱، شماره ۴، ص ۲۸-۱.
- حیدرعلی، هومن (۱۳۸۴)، "مدل یابی معادلات ساختاری با کاربرد نرم‌افزار لیزرل" تهران، انتشارات سمت.

- خائف الهی، احمدعلی و رضایی دولت آبادی، حسین (۱۳۸۵)، "مدلی برای تعیین میزان تأثیر بازاریابی بر عملکرد کسب و کار با توجه به قابلیت‌های بازاریابی در صنایع شیمیایی" پژوهشنامه مدیریت در ایران، سال دهم، شماره ۱ (پیاپی ۴۴).
- خیری، بهرام و روشنیف عارفه. (۱۳۹۲). " بررسی نقش میانجی گرانه قابلیت‌های بازاریابی در رابطه بین جهت گیری های استراتژیک و عملکرد سازمان: مطالعه ی موردی در بانک ملی ایران"، پژوهشگر، سال دهم، شماره ۲۹، ص ۹۷-۱۱۳.
- رجب زاده، یاسمن و ملک اخلاق، اسماعیل (۱۳۹۰)، " استراتژی‌های ناب و چابک عملکرد شرکت " بانک مقالات بازاریابی ایران.
- سامتی مرتضی، تحلیل روابط علی بین متغیرها ی کلان اقتصادی به منظور کاهش نرخ بهره در ایران با روش نقشه علی بیزین BCM.
- عرب مازار، علی اکبر، قدرت اله طالب نیا، حمیدرضا مکیلی فرد و محمود صمدی گرگانی (۱۳۹۰) تبیین ارتباط بین ورشکستگی شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال سوم، ش ۹
- فیض، داوود، نعمتی، محمدعلی، جلی جوان، اشکان و زنگیان، سمیه. (۱۳۹۱). " تأثیر قابلیت‌های بازاریابی بر پیامدهای عملکردی شرکت های کوچک و متوسط کارافین، (مورد مطالعه: شرکت مواد غذایی تهران همبرگر"، فصلنامه نوآوری و ارزش آفرینی، سال اول، شماره ۱۶ ص ۱۹-۲۸.
- قاضی زاده، مصطفی (۱۳۹۰)، " بررسی و مطالعه اثر قابلیت‌های بازاریابی و تنوع بخشی بر عملکرد مالی با استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها " بانک مقالاتی بازاریابی ایران.
- کردستانی، غلامرضا و سید مصطفی علوی (۱۳۸۹)، "تاثیر شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی"، فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال سوم، ش ۱۲
- کلباسی، ناهید، (۱۳۸۵)، موضوعاتی در پول و بانک، ۱۳۸۵، چاپ اول، تهران، رسا
- کسلخه، یعقوب؛ رسول تدریسی و احمد پوری، (۱۳۹۴)، تأثیر نوسانات نرخ سود بانکی و میزان نقدینگی بر بازدهی غیرعادی عرضه اولیه سهام در بین شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی مدیریت و علوم انسانی، امارات-دبی، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت ویرا،
- مکوندی، فرزین و فرید مکوندی، ۱۳۹۸، بررسی تأثیر قابلیت‌های بازاریابی بر بازده سهام غیرعادی با تاکید بر نقش واسطه‌ای فرصت‌های رشد در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد، حسابداری و بانکداری، گرچستان، دبیرخانه دائمی کنفرانس
- منتظری شهریار (۱۳۸۹)، رابطه نرخ های سود بانکی و تاثیر آن بر بازارهای مالی، حقوق و اقتصاد، شماره چهارم و پنجم
- Akroush, M. Al-Mohammad, S (2010) "The effect of marketing knowledge management on organizational performance: An empirical investigation of the telecommunications organizations in Jordan", International Journal of Emerging Markets, Vol. 5No. 1, 2010, pp. 77-38
- Badi H. Baltagi, (2005), "Econometric Analysis of Panel Data", John Wiley & Sons Ltd
- Bae,s, (1990)," interest rate changes and common stock returns of financial institutions revisited", Journal of financial research13, pp71-79
- Binswanger, M. (2000); "Stock Market Booms and Real Economic Activity: Is this Time Different?", International Review of Economics and Finance, no.9, pp. 387 – 415.
- Binswanger, M. (2004); "Stock Returns and Real Activity in the G-7 Countries: Did the Relationship Change During the 1980s?", The Quarterly Review of Economics and Finance, no.44, pp.237-252.
- Chance, D. and,W. lane,(1980), "A re-examination of interest rate sensitivity and common stock of financial institutions", Journal of financial research12.PP49-55
- Chen, C .and A,Chan, (1989), "Interest rate sensitivity, asymmetry,and the stock returns of financial institutions", financial review24, pp457-473
- Chung S. Kwona, Tai S. Shinb (1998); "Cointegration and Causality between Macroeconomic Variables and Stock Market Returns", Global Finance Journal, pp.71-81.
- Day, G. S. (1994). The capabilities of market driven organisations. Journal of Marketing,58, 37-51.
- Dutta, S. Narashiman, O. & Surendra, R. (1999). Success in high technology markets: Is marketing capability critical? Marketing Science, 18(4), 547- 8 56

- Fama, E.F. (1981); "Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money", The American Economic Review, vol.71(4), pp.545-565.
- Fernando Angulo-Ruiza, Naveen Donthub, Diego Priore, Josep Rialp, (2018), How does marketing capability impact abnormal stock returns? The mediating role of growth, Journal of Business Research (82) 19-30.
- Flannery, M, (1981) "Market interest rates and commercial bank profitability : An empirical investigations", Journal of finance, 20, pp1085-1101
- Flannery, M, and D. James (1984), "The effect of interest rate changes on the common stock returns of financial institutions ", Journal of finance 20, pp1151-1153
- Fraser, D.R. Madura, J and Weigand, R.A. (2002). "Source of bank interest rate risk", The financial review 37, pp351-368
- Goldsmith, R.W. (1969); Financial Structure and Development, New Haven: Yale University Press.
- Gregoriou, A. Kontonikas, R. MacDonald b, A. Montagnoli, (2009), "Monetary Policy Shocks and Stock Returns: Evidence from the British Market" JEL classification: C33; E44; E52; G13.
- Hassapis, C. and S. Kalyvitis (2002); "Investigating the Links between Growth and Real Stock Price Changes with Empirical Evidence from the G-7 Economies", The Quarterly Review of Economics and Finance, no.42, pp.543-575.
- Kassimatis, K. – Spyrou, S. (2001); "Stock and Credit Market Expansion and Economic Development in Emerging Markets", Further Evidence Utilizing Cointegration Analysis. Applied Economics, no.33, pp.1057-1064.
- Levine, R, and S. Zervos (1996); "Stock Market Development and Long-Run Growth", World Bank, Policy Research Working Paper, no.1582, March.
- Mauro, P. (2003); "Stock Returns and Output Growth in Emerging and Advanced Economies", Journal of Development Economics, no.71, pp.129-153.
- Morgan, N.A. Vorhies, D.W. & Mason, C.H . (2009) Market orientation, marketing capabilities and firm performance, Strategic Management Journal, 30(8), 909–920
- Patrick, H.T. (1966); "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", Economic Development and Cultural Change.
- Sawhney, B. M. Feridun and E. Anoruo (2006); "Long-run Relationship between Economic Growth and Stock Returns: An Empirical Investigation on Canada and the United States", Journal of Economics, no.6, pp.584-596.
- Song, M. Benedetto, A . D. & Nason, R. W. (2007) . Capabilities and financial performance: The moderating effect of strategic type. Journal of the Academy of Marketing Science, 35, 18– 34
- Vorhies D.W. & Morgan N.A. (2005). "Benchmarking marketing capabilities for sustainable competitive advantage". Journal of Marketing, Vol. 69, Issue 1
- William Ming Yan Cheung, Desmond Lam, 2015, Comparing the price of sin: Abnormal returns of cross-listed casino gaming stocks in the Hong Kong and US markets, Journal: International Journal of Hospitality Management, Volume 45, February 2015, Pages 73–76

فصلنامه علمی تخصصی پژوهش
در حسابداری و علوم اقتصادی
سال ۳، شماره ۴ (پیاپی ۹) زمستان ۹۸

پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی

Jares.ir

نشانی: کرج، بلوار امام خمینی (باغستان)، بین
خیابان پنجم و ششم، روبروی مجموعه ورزشی
انقلاب، پلاک ۷۳۵، ساختمان پرند، واحد ۱



۰۲۱ ۳۳ ۳۰ ۲۴ ۸۷



۰۲۶ ۳۴ ۴۳ ۶۹ ۵۹



۰۲۱ ۴۳ ۸۵ ۷۱ ۲۴