

# پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی

فصلنامه علمی تخصصی پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی  
سال دوم، شماره دو، بهار ۱۳۹۷

مقایسه تطبیقی مدل‌های چند عاملی در بازار سرمایه  
ایران

هوشنگ امیری، محمد علیزاده اهوازی

بررسی تاثیر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی بر هزینه  
حقوق صاحبان سهام بازده سهام در شرکت‌های  
پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران  
فرشید خیراللهی، کیوان قاسمی، پیمان فاخری

کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و سرمایه شرکت‌ها،  
در بورس اوراق بهادار تهران  
رحیم شهبازی، محمد خدا مرادی

بررسی اثرات و کارکردهای حاکمیت شرکتی و  
مسئولیت اجتماعی در مؤسسات مالی و بانک‌ها  
رضا پیرایش، راضیه صالحی

چالش تحول اداری جهت استقرار سامانه‌های مدیریت  
در شهرداری تهران  
حمید نظری

# پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی

فصلنامه علمی تخصصی پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی  
سال دوم، شماره دو، بهار ۱۳۹۷

صاحب امتیاز و مدیر مسئول:  
مهرداد فتاحی  
زیر نظر شورای سردبیری  
مدیر داخلی: منیژه ملائی

اعضای شورای علمی تحریریه:

دکتر مهدی ذوالفقاری؛ عضو هیئت علمی دانشگاه تربیت مدرس  
دکتر عبدالمجید آهنگری؛ عضو هیئت علمی دانشگاه شهید چمران  
دکتر منصور مهینی زاده؛ عضو هیئت علمی دانشگاه یزد  
دکتر بهزاد کاردان؛ عضو هیئت علمی دانشگاه فردوسی مشهد  
دکتر حسین عظیمی؛ عضو هیئت علمی دانشگاه زنجان  
دکتر روح اله بیات؛ عضو هیئت علمی دانشگاه بین المللی امام خمینی  
دکتر محسن حمیدیان؛ عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد تهران جنوب  
دکتر اسماعیل رمضان پور؛ عضو هیئت علمی دانشگاه گیلان  
دکتر نرجس زمانی؛ عضو هیئت علمی دانشگاه گیلان  
دکتر مسعود طاهری نیا؛ عضو هیئت علمی دانشگاه لرستان  
دکتر علیرضا عرفانی؛ عضو هیئت علمی دانشگاه سمنان  
دکتر محبوبه فراهتی؛ عضو هیئت علمی دانشگاه سمنان  
دکتر عبدالمحمد کاشیان؛ عضو هیئت علمی دانشگاه سمنان  
دکتر محمد امید اخگر؛ عضو هیئت علمی دانشگاه کردستان  
دکتر حسین کاظمی؛ عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی قزوین  
دکتر وحید محمودی؛ عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی قزوین



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

## 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](http://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

صفحه	عنوان مقاله
۱	مقایسه تطبیقی مدل‌های چند عاملی در بازار سرمایه ایران هوشنگ امیری، محمد علیزاده اهوازی
۱۵	بررسی تاثیر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فرشید خیراللهی، کیوان قاسمی، پیمان فاخری
۲۵	کیفیت افشا برنقدشوندگی سهام و سرمایه شرکت‌ها، در بورس اوراق بهادار تهران رحیم شهبازی، محمد خدا مرادی
۳۱	بررسی اثرات و کارکردهای حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی در مؤسسات مالی و بانک‌ها رضا پیرایش، راضیه صالحی
۴۳	چالش تحول اداری جهت استقرار سامانه‌های مدیریت در شهرداری تهران حمید نظری



## مقایسه تطبیقی مدل‌های چند عاملی در بازار سرمایه ایران

هوشنگ امیری<sup>۱</sup>، محمد علیزاده اهوازی<sup>۲</sup>

۱- عضو هیئت علمی گروه حسابداری، واحد بین‌المللی خلیج فارس، دانشگاه آزاد اسلامی، خرمشهر، ایران

۲- دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد بین‌المللی خلیج فارس، دانشگاه آزاد اسلامی، خرمشهر، ایران

### چکیده

تا کنون تحقیقات زیادی در مورد رابطه بین ریسک و بازده انجام شده است. هدف از انجام این تحقیقات بالا بردن دقت پیش‌بینی بازده مورد انتظار و کاهش بی‌قاعدگی‌های مطرح شده در مدل‌های قبلی است. این تحقیق در پی مقایسه تطبیقی قدرت توضیح‌دهندگی و پیش‌بینی مدل‌های چندعاملی فاما و فرنچ به عنوان دو مدل مطرح در این زمینه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. بدین منظور اطلاعات ماهیانه سه صنعت دارویی، خودرو و قطعات و صنعت شیمیایی جهت نمونه طی سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۴ انتخاب و مورد بررسی قرار گرفت. نتایج بدست آمده از مدل‌های رگرسیونی سه عاملی و پنج عاملی فاما و فرنچ بیانگر قدرت توضیح‌دهندگی معنادار صرف ریسک ماهیانه شرکت‌ها توسط این مدل‌هاست. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که عامل بازار، اندازه، ارزش بازار، سودآوری و سرمایه‌گذاری همگی تأثیری معنادار بر صرف ریسک شرکت داشته‌اند. همچنین نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که مدل پنج عاملی قدرت توضیح‌دهندگی بالاتری نسبت به مدل سه عاملی داشته هر چند که قدرت توضیح‌دهندگی صرف ریسک توسط این مدل‌ها چندان بالا نبوده است. نتایج بدست آمده در خصوص قابلیت پیش‌بینی‌کنندگی این مدل‌ها بیانگر آن است که صرف ریسک پیش‌بینی شده توسط این مدل‌ها تفاوت معناداری با صرف ریسک واقعی داشته و این مدل‌ها از قابلیت پیش‌بینی قابل توجهی برخوردار نبوده‌اند.

**واژگان کلیدی:** بازده سهام، مدل سه عاملی، مدل پنج عاملی، بازار سرمایه، صرف ریسک.

### ۱- مقدمه

بازار سرمایه از ارکان اساسی نظام اقتصادی هر کشور به شمار می‌رود. این بازار محل تجمع منابع ارزان قیمت، سرگردان و پراکنده به سمت واحدهای مختلف اقتصادی است. نماد بازار سرمایه، بورس اوراق بهادار و نهادهای وابسته می‌باشد. عملکرد صحیح بورس می‌تواند پیامدهای ارزشمندی مانند رشد و توسعه اقتصادی را به همراه داشته باشد. برای آنکه بتوان پس‌اندازها را به سوی این بازار هدایت کرد باید اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب نمود. سرمایه‌گذاران تلاش می‌کنند پس‌اندازهای خود را در جایی سرمایه‌گذاری کنند که بیشترین بازدهی را داشته باشند هر چند باید ریسک مربوط به سرمایه‌گذاری را نیز در نظر بگیرند. از آنجا که اکثر سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند تنها زمانی حاضر به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌باشند که بتوانند متناسب با ریسک تحمل شده بازدهی بهینه‌ای کسب کنند. همچنین با توجه به رشد و توسعه بازارها و ابزارهای مالی، پیچیدگی بازارهای مالی و تخصصی شدن مقوله سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران و شاغلان بازارهای مالی نیازمند ابزارها، روش‌ها و مدل‌هایی هستند که در انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری و مناسب‌ترین پرتفوی به آن‌ها یاری دهد. این امر موجب شد که نظریه-ها مدل‌ها و روش‌های گوناگونی برای قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی و محاسبه پیش‌بینی نرخ بازدهی سهام مطرح شده و هر روز در حال توسعه و تغییر باشد (شمس و پارسائیان، ۱۳۹۱).

در همین ارتباط در ادبیات مالی تاکنون تحقیقات زیادی در مورد رابطه بین ریسک و بازده انجام شده است. هدف از انجام این تحقیقات بالا بردن دقت پیش بینی بازده مورد انتظار و کاهش بی قاعدگی های مطرح شده در مدل های قبلی است. اولین الگوی مطرح شده، مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM) بود که تا مدت ها به عنوان تنها الگوی قابل قبول برای پیش بینی بازده مورد انتظار مورد توجه محققین مالی قرار گرفت. پس از مطرح شدن بی قاعدگی های گوناگون در این مدل و چالش های یکه با آنها مواجه شده بود، مدل های چند عاملی به عنوان الگوهای مالی کامل تری مطرح شد که از جمله آنها می توان به مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۲ و ۱۹۹۳)، مدل چهار عاملی کرهارت (۱۹۹۷)، هاوواکسوژانگ (۲۰۱۲) و پنج عاملی فاما و فرنچ (۲۰۱۳) اشاره نمود که نسبت به مدل های قبلی دارای قدرت توضیح دهنده بیشتری در پیش بینی بازده مورد انتظار است.

هر چند قبلا نیز تحقیقاتی مرتبط با موضوع مورد بحث مورد مطالعه قرار گرفته است؛ اما تفاوت اساسی این موضوع با مباحث قبلی؛ در بررسی جامعه آماری متفاوت (شرکت های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران مربوط به سه صنعت دارویی، خودرو و قطعات و شیمیایی) و در بازه زمانی مورد بررسی (۱۳۹۴-۱۳۸۵) می باشد که این خود منتج به یافته های جدید برای پژوهش مورد بررسی می گردد و تفاوت چشمگیری در این زمینه با سایر موضوعات کار شده قبلی ایجاد می گردد. با توجه به مطالب گفته شده، لذا در این تحقیق سعی خواهد شد تا به بررسی و مقایسه تطبیقی مدل های چند عاملی فاما و فرنچ در خصوص توضیح دهنده و قابلیت پیش بینی صرف ریسک سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مربوط به سه صنعت دارویی، خودرو و قطعات و شیمیایی پرداخته شود. بدین منظور ابتدا به بررسی توضیح دهنده هر یک از مدل های سه عاملی و پنج عاملی فاما و فرنچ در توضیح صرف ریسک شرکت پرداخته می شود و سپس توان هر یک از این مدل ها در پیش بینی صرف ریسک مورد تجزیه و تحلیل قرار خواهد گرفت.

## ۲- مروری بر پیشینه تحقیق

مطالعات مربوط به بررسی رابطه ریسک و بازده در ادبیات مالی به مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای<sup>۱</sup> شارپ (۱۹۶۴) بر می گردد که در آن فرض شده بود که بازده هر پرتفوی فقط ناشی از ریسک سیستماتیک<sup>۲</sup> می باشد که به الگوی تک عاملی معروف شد، اما مدل های چند عاملی از قبیل نظریه قیمت گذاری آربیتراژ<sup>۳</sup> راس (۱۹۷۷) و الگوی سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۲ و ۱۹۹۳) الگوی تک عاملی را مورد انتقاد قرار دادند. فاما و فرنچ با وارد کردن دو عامل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری ارزش بازار به الگوی تک عاملی مدعی شدند با وارد شدن این عوامل، نقش بتا در توجیه پراکندگی سه امبه صورت قابل ملاحظه ای کاهش می یابد. نتایج بررسی های آن ها در این تحقیق نشان داد که رابطه منفی بین اندازه شرکت و میانگین بازده ها وجود دارد. همچنین، آن ها به این نتیجه رسیدند که بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت و میانگین بازده ها رابطه مثبت در حسابداری وجود دارد. به علاوه، آن ها دریافتند که ب اید به عامل اندازه توجه بیشتری شود و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار نقش قوی تری در میانگین بازده ها دارد.

اگر چه این مدل توانست بی قاعدگی های شناخته شده در مدل CAPM، مانند اندازه شرکت (بنز، ۱۹۸۱) نسبت سود به قیمت (باسو، ۱۹۷۷ و ۱۹۸۳)، اهرم مالی (بانداری، ۱۹۸۸) نسبت ارزش دفتری به بازار (استاتمن، ۱۹۸۰) و بازده بلندمدت (دبوندوتالر، ۱۹۸۵) را تا حدود زیادی توجیه نماید، اما قادر نبود که استراتژی مومنتوم (خرید و نگهداری سهام با بازده بالا و فروش سهام با بازده کم) جگاد یشوتیتمن (۱۹۹۳) را توضیح دهد.

پس از تحقیقات گوناگونی که در مورد بررسی توان تبیین مدل سه عاملی فاما و فرنچ توسط محققین مالی گوناگون انجام گرفت، کرهارت (۱۹۹۷) با اضافه نمودن عامل مومنتوم به مدل فاما و فرنچ، مدل چهار عاملی را مطرح نمود. کرهارت مدعی است

<sup>۱</sup>CAPM

<sup>۲</sup>Beta

<sup>۳</sup>APT

که مدل چهار عاملی وی به میزان قابل توجهی خطای قیمت گذاری مدل، CAPM و الگوی سه عاملی فاما و فرنچ را کاهش می‌دهد بطوریکه میانگین مطلق خطاها برای CAPM الگوی سه عاملی فاما و فرنچ و الگوی چهار عاملی کرهاارت به ترتیب ۳۵ درصد، ۳۱ درصد و ۱۴ درصد برای هر ماه می‌باشد. یافته‌های کرهاارت نشان می‌دهد که الگوی چهار عاملی وی قدرت توضیح دهندگی بیشتری برای پرتفویهای تشکیل داده شده فراهم می‌کند. با این حال، همانند سایر مدل‌ها، حتی مدل چهار عاملی کرهاارت نیز نتوانست همه بی‌قاعدگیهای بازار را توضیح دهد. هاوواکسوژانگ (۲۰۱۲) مدل چهار عاملی جدیدی را به نام مدل Q عاملی ارائه نمودند که توانست خیلی از بی‌قاعدگی‌های را که الگوی سه عاملی فاما و فرنچ و الگوی چهار عاملی کرهاارت قادر به حل آن‌ها نبود، پاسخ بدهد. این چهار عامل عبارت بودند از بتا، تفاضل بازده پرتفوی سهام شرکت‌های کوچک و بزرگ، تفاضل بازده پرتفوی سهام شرکت‌های با سرمایه گذاری کم و سرمایه گذاری زیاد، تفاضل بازده پرتفوی سهام شرکت‌ها با سودآوری بالا و اندک. سرانجام فاما و فرنچ در سال ۲۰۱۳ با اضافه نمودن دو عامل سودآوری و سرمایه گذاری به مدل قبلی خود مدل پنج عاملی را مطرح کردند تا بدان وسیله قدرت توضیح دهندگی مدل جدید را در مقایسه با مدل‌های قبلی اندازه‌گیری نمایند.

فاما و فرنچ در سال ۲۰۱۳ به آزمون مدل جدید خود پرداختند و به این نتیجه رسیدند که این مدل بین ۱۳ تا ۳۳ درصد تغییرات مقطعی در بازده‌های مورد انتظار را برای پرتفوی‌های اندازه B/M، سودآوری و سرمایه گذاری مورد بررسی را توضیح می‌دهند. آنها در تحقیق خود که با استفاده از داده‌های سهام بورس NYSE آمریکا انجام شده است نتیجه‌گیری نمودند که مدل ۵ عاملی که متضمن شاخص‌های بازار، اندازه شرکت، ارزش دفتری به بازار، سودآوری و سرمایه گذاری می‌باشد در ارتباط با اندازه‌گیری میانگین بازده سهام نسبت به مدل سه عاملی بهتر است و اگر چه این مدل نمیتواند بطور کامل تحلیل مقطعی از بازده‌ها را بیان کند اما توانست توصیف قابل قبولی از میانگین بازده‌ها را ارائه نماید. با اضافه شدن عامل‌های سودآوری و سرمایه گذاری، عامل ارزش در مقایسه با مدل سه عاملی برای توضیح میانگین بازده در نمونه انجام شده در بازار سرمایه آمریکا بطور چشمگیری افزایش یافته است. مشکل اصلی این مدل این است که قادر نیست بازده‌های میانگین کم در سهام شرکت‌های کوچک که علیرغم سرمایه گذاری زیاد، سودآوری کمی دارند را توضیح دهد.

صالحی (۱۳۹۵) در تحقیقی به بررسی مقایسه توان توضیح دهندگی مدل‌های سه عاملی و پنج عاملی فاما و فرنچ در تبیین بازده سهام ارزشی و رشدی پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که مدل پنج عاملی فاما و فرنچ دارای قدرت توضیح دهندگی بیشتری نسبت به مدل سه عاملی فاما و فرنچ در تبیین بازده سهام شرکت‌های رشدی و ارزشی می‌باشد. همچنین نتایج حاکی از آن است که این تاثیر در شرکت‌های رشدی نسبت به شرکت‌های ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران قویتر است. صالحی و حزبی (۱۳۹۵) در تحقیقی به مقایسه قدرت توضیح دهندگی مدل‌های چهار عاملی کرهاارت و مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در پیش بینی بازده مورد انتظار سهام پرداختند. بدین منظور نمونه‌ای مشتمل بر ۱۴۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۸۸ انتخاب گردید. نتایج حاصل از پژوهش افزودن دو عامل سودآوری و سرمایه گذاری به مدل سه عاملی باعث افزایش قدرت مدل در تبیین بازده سهام شرکت‌ها می‌شود.

صالحی، حزبی و صالحی (۱۳۹۳) با توجه به رشد و توسعه بازارها و ابزارهای مالی، پیچیدگی و تخصصی شدن مقوله سرمایه گذاری در تحقیقی تحت عنوان "مدل پنج عاملی فاما و فرنچ: مدلی نوین برای اندازه‌گیری بازده مورد انتظار سهام" به معرفی این الگو پرداختند. نتایج نشان داد هنوز بدان شکل تحقیقات تجربی در مورد توانایی این الگو در توضیح بازده سهام صورت نگرفته است و ارزیابی آن منوط به انجام تحقیقات آتی خواهد بود.

عباسی و غزلجه (۱۳۹۳) در تحقیقی به بررسی مدل سه عاملی فاما و فرنچ در بورس تهران پرداختند. برای این منظور، شش سبد سهام بر حسب اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر اساس ۱۲۱ سهم برای مجموع سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۸۳ تشکیل شد. نتایج نشان داد که عوامل بتا، اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده سبد سهام تاثیر معنی داری دارند. به الگوی قیمت گذاری دارایی سرمایه‌ای، دو عامل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار اضافه شد و



به افزایش ضریب تعیین منجر شد. این بدان معنی است که الگوی سه عاملی در صد بیشتری از پراکندگی بازده سبد سهام را نسبت به الگوی تک عاملی توضیح می دهد.

اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی چگونگی عملکرد سهام ارزشی و سهام رشدی در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ پرداختند. آنها به این منظور پرتفوی های سهام ارزشی و رشدی تشکیل شده بر اساس نسبت های مدل شش عاملی هاگن به اضافه نسبت قیمت به عایدات (P/E) برای بازه زمانی مورد مطالعه تشکیل و مورد بررسی قرار دادند، سپس بازدهی منتج از این پرتفوها با درصد رشد شاخص بورس (به عنوان شاخص رکودی یا رونق بازار) مقایسه گردید. نتایج تحقیق آن نشان دهنده این است که معمولاً در سالهای رکود، پرتفوی های ارزشی و در سالهای رونق پرتفوی های رشدی بازدهی بالاتری داشته اند.

اسلامی بیدگلی و هنردوست (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی مدل سه عاملی فاما و فرنچ بعلاوه معیار ریسک نقد شوندگی بازار پاستور و استامبا (۲۰۰۳) و مقایسه آن با مدل سه عاملی فاما و فرنچ پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از معنی داری اثرات مازاد بازده بازار، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و عدم معنی داری عامل نقدشوندگی بازار است. بتای بازار نیز تنها تابعی از متغیر اندازه می باشد. همچنین نتایج نشان می دهد عامل نقدشوندگی بازار و بکارگیری بتای بازار متغیر سبب افزایش قدرت تبیین مدل سه عاملی فاما و فرنچ می شود.

صادقی شریف، تالانه و عسکری راد (۱۳۹۲) به بررسی اثر عامل مومنتوم بر توان توضیحی الگوی سه عاملی فاما و فرنچ در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق از الگوی چهار عاملی کرها (۱۹۹۷) برای افزایش توان توضیح دهندگی الگوی سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) استفاده شده است. نتایج نشان می دهد که پورتفوی سهام رشدی در مقایسه با پرتفوی سهام ارزشی و همچنین پورتفوی سهام برنده در مقایسه با پرتفوی سهام بازنده، بازده های بزرگتری دارند، اما در باره عامل اندازه روند روشنی مشاهده نشده است. متوسط ضرایب تعیین شده پورتفوها برای الگوی تک عاملی (CAPM)، الگوی سه عاملی فاما و فرنچ و الگوی چهار عاملی کرها به ترتیب ۹۰ و ۹۱ درصد به دست آمده است که نشان می دهد افزودن عامل مومنتوم به الگوی سه عاملی فاما و فرنچ، ۸۱ باعث افزایش توان توضیحی الگو می گردد.

آلاله و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی به مقایسه ی مدل های CAPM و مدل قیمت گذاری دارایی فاما و فرنچ (TFPM) و مدل قیمت گذاری چهار عاملی (FFPM) با اضافه کردن گشتاور سوم و چهارم برای توضیح تغییرات بازده مورد انتظار سهام شرکتها ی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۹ پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان می - دهد که مدل قیمت گذاری چهار عاملی هبا افزودن عامل چولگی و کشیدگی بهترین مدل می باشد.

### ۳- روش شناسی پژوهش

در این تحقیق به منظور تدوین مبانی نظری، روش کتابخانه ای مورد استفاده قرار گرفته است، و به منظور جمع آوری داده های مالی روش میدانی مورد استفاده قرار گرفته است و از منابع مختلفی از جمله لوح های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای رهاورد نوین، سایت اطلاع رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است. برای دسته بندی، تلخیص پایگاه داده ها از نرم افزار Excel و به منظور آزمون فرضیات تحقیق از نرم افزار SPSS نسخه ۲۴ استفاده شده است.

### ۳-۱ جامعه آماری

جامعه آماری در این تحقیق، شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ۳ صنعت دارویی، خودرو و قطعات و شیمیایی می باشد. دسترسی آسان به اطلاعات، همچنین استاندارد بودن و همگن بودن اطلاعات آنها دلیل انتخاب این شرکت ها به عنوان جامعه آماری تحقیق است. نمونه انتخابی این تحقیق شامل شرکت های این ۳ صنعت می شود که دارای شرایط زیر باشند و در حقیقت شرکت های مورد بررسی در این تحقیق به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده اند:

(۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی تحقیق یعنی سال های ۱۳۹۴-۱۳۸۵ موجود باشد.

- (۲) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- (۳) شرکت‌هایی از این ۳ صنعت که حداکثر تا تاریخ ۱۳۸۵/۱/۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند (یعنی قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده باشند) و نام شرکت در دوره مورد بررسی از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.
- (۴) در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.
- (۵) عدم شمول موسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... به دلیل ماهیت خاص فعالیت و ویژگی خاص درآمد و چرخه فعالیت آن‌ها.
- (۶) عدم وجود وقفه معاملاتی بالاتر از ۶ ماه
- پس از اعمال محدودیت‌ها، ۷۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۵ شرایط فوق را دارا بوده و با توجه به این امر نمونه‌گیری انجام نگردیده و تمامی شرکت‌ها جهت بررسی انتخاب شده‌اند.

### ۲-۳ فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مبانی نظری و پیشینه تحقیق، فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر قابل تعریف می‌باشد:

۱. عامل بازار تاثیر معناداری بر صرف ریسک شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارد.
۲. عامل اندازه شرکت تاثیر معناداری بر صرف ریسک شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارد.
۳. عامل ارزش تاثیر معناداری بر صرف ریسک شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارد.
۴. عامل سودآوری تاثیر معناداری بر صرف ریسک شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارد.
۵. عامل سرمایه‌گذاری تاثیر معناداری بر صرف ریسک شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارد.
۶. مدل سه عاملی فاما و فرنچ قدرت پیش‌بینی مناسبی در خصوص صرف ریسک دارد.
۷. مدل پنج عاملی فاما و فرنچ قدرت پیش‌بینی مناسبی در خصوص صرف ریسک دارد.

### ۳-۳ مدل مفهومی تحقیق

در این تحقیق به بررسی تطبیقی و مقایسه کارایی مدل‌های چندعاملی فاما و فرنچ در پیش‌بینی بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در ۳ صنعت دارویی، شیمیایی و خودرو و قطعات پرداخته شده است. بدین منظور ابتدا به بررسی هر یک از این مدل‌ها در بازار سرمایه ایران پرداخته شده و سپس به بررسی قدرت پیش‌بینی کنندگی هر یک از این مدل‌ها در پیش‌بینی بازده و میزان دقت آن پرداخته می‌شود. به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق، از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (مدل ۱) جهت آزمون سه فرضیه نخست و مدل پنج عاملی فاما و فرنچ (مدل ۲) جهت آزمون پنج فرضیه نخست استفاده خواهد شد. جهت آزمون فرضیه‌های ششم و هفتم تحقیق، با استفاده از بازده پیش‌بینی شده توسط هر یک از مدل‌های یاد شده و با استفاده از آزمون مقایسه  $t$  زوجی، به مقایسه بازده پیش‌بینی شده و بازده واقعی پرداخته خواهد شد.

مدل (۱): مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳)

$$R_{i,p,t} - R_{ft} = \alpha_{p,t} + \beta_{1,pt}MRKT_t + \beta_{2,pt}SMB_t + \beta_{3,pt}HML_t + \varepsilon_{i,p,t}$$

مدل (۲): مدل پنج عاملی فاما و فرنچ (۲۰۱۳)

$$R_{i,p,t} - R_{ft} = \alpha_{p,t} + \beta_{1,pt}MRKT_t + \beta_{2,pt}SMB_t + \beta_{3,pt}HML_t + \beta_{4,pt}RMW_t + \beta_{5,pt}CMA_t + \varepsilon_{i,p,t}$$

## ۴-۳ متغیرهای پژوهش

نحوه سنجش هر یک از متغیرهای موجود در مدل‌های تحقیق به شرح جدول زیر می‌باشد:

نام متغیر	نحوه سنجش
$R_{p,t} - R_{ft}$	تفاوت بازده سهام شرکت $i$ ، در پرتفوی $p$ در ماه $t$ ، نسبت به بازده بدون ریسک در آن ماه.
$MRKT_t$	صرف ریسک بازار سرمایه که عبارتست از تفاوت بازده بازار در دوره مورد بررسی و بازده بدون ریسک برای مدت مشابه آن (در این تحقیق منظور از بازده بدون ریسک، نرخ بازده اوراق مشارکت بانک مرکزی می‌باشد).
$SMB_{p,t}$	اختلاف بین بازده پرتفوی‌های متشکل از سهام شرکت‌های بزرگ و پرتفوی‌های متشکل از سهام شرکت‌های کوچک (عامل اندازه). این متغیر در واقع جهت تعیین و کنترل عامل اندازه شرکت بر بازده اضافی آن در مدل فاما و فرنچ مطرح شده و با استفاده از رابطه زیر اندازه‌گیری می‌شود:
	$SMB = \frac{(S/L + S/M + S/H)}{3} - \frac{(B/L + B/M + B/H)}{3}$
$HML_{p,t}$	اختلاف بین بازده پرتفوی‌های متشکل از سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر بالا و سرمایه‌پذیر پایین (عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار). این متغیر در واقع تفاوت میانگین بازده شرکت‌های با نسبت ارزش بالا و پایین می‌باشد و با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌گردد:
	$HML = \frac{(S/H + B/H)}{2} - \frac{(S/L + B/L)}{2}$
$RMW_{p,t}$	تفاوت بازده بین پرتفوی‌های متشکل از شرکت‌های با سودآوری (نسبت سود عملیاتی به جمع دارایی‌ها) بالا و شرکت‌های با سودآوری پایین می‌باشد و با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌گردد:
	$RMW = \frac{(S/R + B/R)}{2} - \frac{(S/W + B/W)}{2}$
$CMA_{p,t}$	تفاوت بازده بین پرتفوی‌های متشکل از شرکت‌های با میزان سرمایه‌گذاری (نرخ رشد دارایی‌های ثابت در ابتدای دوره) پایین و بالا که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌گردد:
	$CMA = \frac{(S/C + B/C)}{2} - \frac{(S/A + B/A)}{2}$
	در مدل فاما و فرنچ به شرح فوق در پایان هر سال، تمام شرکت‌ها بر اساس اندازه رتبه‌بندی می‌شوند و سپس شرکت‌های میانی به منظور تقسیم سهام‌ها به دو دسته استفاده می‌شود که گروه اول شامل سهام‌هایی است که ارزش بازاری آنها کمتر از حد میانه است و گروه دوم که شامل سهامی است که مقدار ارزش بازاری آنها بزرگتر از حد میانه است. به دنبال آن، همه شرکت‌های یک‌گانه در داخل یکی از دو گروه بالا قرار گرفته‌اند، هر سال بر مبنای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار رتبه‌بندی می‌شوند و سپس به سه دسته تقسیم می‌شوند. در این تقسیم‌بندی ۳۰٪ از سهام‌ها به سبدهای با نسبت بالا (High)، ۳۰٪ به سبدهای با نسبت پایین (Low) ارزش دفتری به ارزش بازار تقسیم می‌شوند و ۴۰٪ میانی (Median) به سبدهای با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار مشخص می‌شوند. تخصیصی یابند. در نتیجه ۶ سبد مختلف از ترکیب این دو تقسیم‌بندی بدست می‌آید:
	$S/L, S/M, S/H$ - این سبدها شامل سهام‌هایی با اندازه کوچک هستند و به ترتیب دارای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بزرگ، متوسط و کوچک می‌باشند.

B/L, B/M, B/H - این سبدها شامل سهم‌هایی با اندازه بزرگ هستند و به ترتیب دارای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بزرگ، متوسط و کوچک می‌باشند.

علت اینکه سهام را بر مبنای اندازه به دو دسته و بر مبنای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به سه دسته تقسیم‌بندی می‌نماییم بدان جهت است که تحقیقات فاما و فرنچ نشان می‌دهد که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار دارای نقش قوی‌تری در توجیه بازده سهام در مقایسه با اندازه سهم است (کیمیگری، ۱۳۸۶).

#### ۴- یافته‌های تحقیق

##### ۴-۱- آمار توصیفی

در بررسی مقدماتی انجام شده در داده‌های تحقیق، مشخص شد که در برخی از متغیرها داده‌های پرت وجود داشته که نسبت به اصلاح آنها با استفاده از تکنیک پراستن اقدام گردید. جدول زیر بیانگر آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در شرکت‌های نمونه مورد بررسی می‌باشد.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

میانگین	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	متغیرهای تحقیق	
					عنوان	نماد
۰.۰۴۲	-۰.۰۱۴	۰.۳۲۴	-۴.۹۵۰	۱۰.۱۶۲	صرف ریسک سهام شرکت	Ri-Rf
-۰.۰۰۱	-۰.۰۰۸	۰.۰۵۶	-۰.۱۲۵	۰.۱۵۱	عامل بازار	MRKT
۰.۰۰۸	۰.۰۰۳	۰.۰۵۲	-۰.۱۲۷	۰.۳۲۴	عامل اندازه	SMB
-۰.۰۴۳	-۰.۰۳۲	۰.۱۰۲	-۰.۶۶۵	۰.۳۰۸	عامل ارزش بازار	HML
۰.۰۲۶	۰.۰۲۱	۰.۰۶۹	-۰.۳۱۳	۰.۳۹۵	عامل سودآوری	RMW
۰.۰۰۸۶	۰.۰۰۲۰	۰.۰۵۶	-۰.۱۲۰	۰.۳۱۲	عامل سرمایه‌گذاری	CMA

نتایج بدست آمده از آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان می‌دهد که صرف ریسک ماهیانه شرکت (Ri-Rf)، که عبارتست از بازده ماهیانه سهام و بازده بدون ریسک ماهیانه، برابر با ۰/۰۴۲ می‌باشد و این نتیجه بدان معناست که در شرکت‌های نمونه، بازدهی ماهیانه ۴ درصد مازاد بر بازده بدون ریسک کسب شده است. در حالی که صرف ریسک شرکت‌های نمونه مثبت بوده، نتایج مربوط به صرف ریسک بازار (عامل بازار) نشان دهنده آن است که این مقدار بسیار اندک و منفی می‌باشد و این بدان معناست که بازدهی ماهیانه بازار کمتر از بازدهی بدون ریسک بوده است. دیگر نتایج نشان می‌دهد که میانگین متغیر اختلاف بین بازده پرتفوی‌های متشکل از سهام شرکت‌های کوچک و پرتفوی‌های متشکل از سهام شرکت‌های بزرگ (SMB) که بیانگر عامل اندازه در مدل فاما و فرنچ می‌باشد برابر با ۰/۰۰۸ می‌باشد. مثبت بودن این مقدار بیانگر بزرگتر بودن بازده سهام شرکت‌های کوچک از بازده شرکت‌های بزرگ می‌باشد. میانگین متغیر اختلاف بین بازده پرتفوی‌های متشکل از سهام شرکت‌های نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین (HML) که بیانگر عامل نسبت ارزش بازار در مدل یاد شده می‌باشد برابر با -۰/۰۴۳ می‌باشد. منفی بودن این مقدار نشان می‌دهد که بازده ماهیانه شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری بالا، کمتر از شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری پایین بوده است. متوسط متغیر عامل سودآوری (RMW)، که عبارتست از تفاوت بازده ماهیانه شرکت‌های با سودآوری بالا و شرکت‌های با سودآوری پایین می‌باشد، برابر با ۰/۰۲۶ بوده و این بدان معناست که بازدهی ماهیانه شرکت‌های با سودآوری بالا، بیشتر از شرکت‌های با سودآوری پایین می‌باشد. میانگین عامل سرمایه‌گذاری (CMA)، که بیانگر تفاوت بازده ماهیانه شرکت‌های با سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه (پایین) و جسورانه (بالا) می‌-

<sup>۱</sup>- Winsorize

باشد، برابر با ۰/۰۰۸ می‌باشد که نشان دهنده بازدهی ماهیانه بالاتر شرکت‌های با سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه در مقایسه با شرکت‌های با سرمایه‌گذرای جسورانه می‌باشد. در جدول زیر می‌توان آمار توصیفی متغیر وابسته تحقیق (صرف ریسک سهام شرکت) را به تفکیک سال‌های مختلف تحقیق مشاهده نمود.

جدول ۲: آمار توصیفی صرف ریسک ماهیانه شرکت‌ها به تفکیک سال‌های مختلف

بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانگین	تعداد بازده ماهیانه	متغیر تحقیق	
					سال	عنوان
۲.۷۸۹	-۰.۸۲۱	۰.۲۱۵	۰.۰۳۸	۱۱۱۰	۱۳۸۵	صرف ریسک شرکت (Ri-Rf)
۰.۸۶۲	-۰.۶۵۷	۰.۱۰۶	-۰.۰۰۱	۱۱۳۵	۱۳۸۶	
۲.۵۵۲	-۰.۷۷۸	۰.۱۶۹	-۰.۰۱۱	۱۱۵۵	۱۳۸۷	
۳.۸۵۱	-۱.۸۱۶	۰.۲۶۰	۰.۰۵۲	۱۱۷۱	۱۳۸۸	
۱.۰۷۲	-۰.۴۶۸	۰.۱۴۸	۰.۰۳۴	۱۲۰۵	۱۳۸۹	
۱.۸۲۲	-۰.۴۴۹	۰.۱۲۸	-۰.۰۰۲	۱۱۹۶	۱۳۹۰	
۱.۷۷۷	-۰.۹۳۰	۰.۱۴۸	-۰.۰۰۴	۱۱۹۳	۱۳۹۱	
۱۰.۱۶۲	-۴.۹۵۰	۰.۸۲۱	۰.۳۳۲	۱۲۱۸	۱۳۹۲	
۱.۹۶۳	-۰.۶۵۸	۰.۱۴۲	-۰.۰۱۷	۱۲۱۴	۱۳۹۳	
۶.۰۹۵	-۰.۸۶۶	۰.۲۴۳	۰.۰۱۶	۱۲۱۹	۱۳۹۴	

نتایج بدست آمده از آمار توصیفی تفکیکی نشان می‌دهد که در نیمی از سال‌ها صرف ریسک سهام منفی و در نیمی دیگر از سال‌ها صرف ریسک مثبت بوده است. با وجود منفی بودن صرف ریسک در نیمی از سال‌ها، اما مقادیر بدست آمده نشان دهنده نزدیک بودن بازده ماهیانه شرکت‌ها به بازده بدون ریسک در این سال‌ها می‌باشد. از نتایج قابل توجه در نتایج تفکیکی می‌توان به میانگین صرف ریسک ماهیانه در سال ۱۳۹۲ اشاره نمود که بیانگر مقدار بسیار قابل توجهی است.

#### ۲-۴- ضرایب همبستگی متغیرهای تحقیق

همبستگی مدلی آماری است که به وسیله آن می‌توان درجه و جهت رابطه بین متغیرها را نشان داد. همبستگی بین متغیرهای تحقیق با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون و یا اسپیرمن بررسی می‌شود که در واقع ریشه دوم ضریب تعیین در برازش مدل‌های رگرسیون تک متغیره است. نحوه تصمیم‌گیری در خصوص رد و پذیرش فرض صفر و فرض مقابل آن در ضریب همبستگی پیرسون به شرح زیر است:

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

فرض صفر ( $H_0$ ) نشان دهنده عدم وجود همبستگی معنادار بین دو متغیر است و فرض مقابل آن نیز بیانگر وجود همبستگی معنادار می‌باشد. چنانچه سطح معناداری همبستگی بین دو متغیر مورد نظر کمتر از ۵٪ باشد می‌توان گفت فرض صفر فوق در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و همبستگی معناداری بین دو متغیر وجود دارد. نتایج بدست آمده از آزمون ضریب همبستگی بین متغیرهای تحقیق به شرح جدول زیر می‌باشد.

جدول ۳: نتایج آزمون ضریب همبستگی پیرسون

CMA	RMW	HML	SMB	MRKT	Ri-Rf	
					۱.۰۰۰	Ri-Rf
				۱.۰۰۰	۰.۲۳۱**	MRKT
			۱.۰۰۰	-۰.۱۳۵**	۰.۱۷۳**	SMB
		۱.۰۰۰	۰.۱۳۶**	۰.۰۱۸*	۰.۰۶۴**	HML
	۱.۰۰۰	-۰.۳۶۸**	-۰.۰۷۱**	۰.۰۶۰**	۰.۲۱۳**	RMW
۱.۰۰۰	۰.۱۴۵**	۰.۲۶۰**	۰.۴۱۸**	۰.۰۵۶**	۰.۲۷۱**	CMA
					* معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد	
					** معنادار در سطح اطمینان ۹۹ درصد	

نتایج بدست آمده از ضرایب همبستگی بین متغیرهای تحقیق نشان می‌دهد که همبستگی بین صرف ریسک ماهیانه سهام شرکت‌های نمونه با متغیرهای صرف ریسک بازار، عامل اندازه، عامل ارزش بازار، عامل سودآوری و عامل سرمایه‌گذاری در مجموع به صورت مثبت و معنادار مشاهده شده است.

#### ۳-۴- تجزیه و تحلیل مدل‌های تحقیق

در این بخش به بررسی مدل‌های سه عاملی و پنج عاملی فاما و فرنچ در خصوص قدرت توضیح‌دهندگی صرف ریسک ماهیانه و کارایی این مدل‌ها در بازار سرمایه ایران پرداخته شده است که نتایج بدست آمده به شرح جدول زیر می‌باشد. لازم به ذکر است که آزمون‌های لازم جهت اطمینان از برقراری پیش‌شرط‌های رگرسیون انجام گردیده که نتایج بدست آمده نشان دهنده برقراری تمامی این شرط‌ها می‌باشد که به جهت اختصار نتایج آنها ذکر نگردیده است.

جدول ۴: نتایج بدست آمده از ضرایب متغیرهای تحقیق

عنوان	نماد	مدل سه عاملی فاما و فرنچ			مدل پنج عاملی فاما و فرنچ		
		ضریب	آماره t	سطح معناداری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	C	-۰.۰۳۲	-۰.۰۴۶	۰.۰۰۰	-۰.۰۸۲	-۱۲.۹۳۳	۰.۰۰۰
عامل بازار	MRKT	۳.۰۳۹	۲۹.۱۰۸	۰.۰۰۰	۲.۶۹۱	۲۶.۶۷۰	۰.۰۰۰
عامل اندازه	SMB	۲.۵۶۲	۲۲.۷۸۷	۰.۰۰۰	۱.۸۷۱	۱۵.۶۵۰	۰.۰۰۰
عامل ارزش بازار	HML	۰.۲۰۳	۳.۵۴۱	۰.۰۰۰	۰.۵۳۶	۸.۵۹۳	۰.۰۰۰
عامل سودآوری	RMW				۲.۰۹۸	۲۳.۰۶۴	۰.۰۰۰
عامل سرمایه‌گذاری	CMA				۱.۶۹۱	۱۴.۲۴۶	۰.۰۰۰
آماره F مدل		۴۱۹.۳۸۲			۴۴۷.۵۱۹		
سطح معناداری مدل (Sig)		۰.۰۰۰			۰.۰۰۰		
ضریب تعیین مدل		۰.۰۹۷			۰.۱۷۰		
آماره دوین-واتسون		۱.۸۷۶			۱.۸۸۲		

نتایج بدست آمده از جدول فوق نشان می‌دهد که:

- مقدار آماره  $F$  در مدل سه عاملی فاما و فرنچ، برابر با  $419/382$  و سطح معناداری آن برابر با  $0/000$  می‌باشد که این نتیجه بدست آمده نشان‌دهنده معناداری مدل می‌باشد و این بیانگر آن است که بین متغیرهای تحقیق رابطه معناداری وجود دارد و مدل تحقیق معنادار است. نتایج بدست آمده مربوط به مدل پنج عاملی فاما و فرنچ نیز نشان‌دهنده وجود مدلی معنادار می‌باشد.

- مطابق نتایج بدست آمده از مدل سه عاملی نشان می‌دهد که ضریب تعیین مدل برابر با  $0/097$  است و این بدان معناست که حدود ۱۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد. این مقدار در مدل پنج عاملی برابر با  $0/170$  می‌باشد. مقدار آماره دوربین واتسون در مدل‌های سه عاملی و پنج عاملی به ترتیب برابر با  $1/876$  و  $1/882$  می‌باشد که این مقادیر بیانگر عدم همبستگی باقیمانده‌هاست (تایید یکی از پیش‌شرط‌های رگرسیون).

نتایج بدست آمده از متغیرهای تحقیق به شرح می‌باشد.

- مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری متغیر عامل بازار (MRKT)، که نشان‌دهنده صرف ریسک ماهیانه بازار سرمایه می‌باشد، در مدل سه عاملی فاما و فرنچ به ترتیب برابر با  $29/108$  و  $0/000$  می‌باشد و این به معنای آن است که تاثیر عامل بازار، بر متغیر وابسته (صرف ریسک ماهیانه سهام شرکت)، معنادار بوده است. مثبت بودن مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری این متغیر، به ترتیب نشان‌دهنده تاثیر مثبت و معنادار بر متغیر وابسته است. این نتیجه نشان‌دهنده آن است که با افزایش صرف ریسک بازار (عامل بازار) در این مدل، بر میزان صرف ریسک سهام شرکت‌ها نیز افزوده شده و این متغیر عاملی تاثیرگذار بر صرف ریسک سهام بوده است. نتایج بدست آمده در مدل پنج عاملی فاما و فرنچ نیز به همین ترتیب نشان‌دهنده تاثیرگذاری مثبت و معنادار عامل بازار بر صرف ریسک شرکت می‌باشد. مجموع نتایج بدست آمده از هر دو مدل نشان می‌دهد که صرف ریسک بازار تاثیر مثبت و معناداری بر صرف ریسک سهام شرکت‌های نمونه داشته و این به معنای آن است که؛

#### فرضیه نخست تحقیق مبنی بر اینکه عامل بازار تاثیر معناداری بر صرف ریسک شرکت‌های بورس اوراق بهادار

تهران دارد، در سطح اطمینان ۹۹٪ مورد تایید قرار می‌گیرد.

- مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری عامل اندازه (SMB)، که نشان‌دهنده تفاوت بازده سهام شرکت‌های کوچک و بزرگ می‌باشد، در مدل سه عاملی فاما و فرنچ به ترتیب برابر با  $22/787$  و  $0/000$  می‌باشد که به ترتیب نشان‌دهنده تاثیر مثبت و معنادار بر صرف ریسک شرکت به عنوان متغیر وابسته تحقیق است. این نتیجه بیانگر آن است که اندازه شرکت عاملی تاثیرگذار بر صرف ریسک سهام شرکت‌های نمونه بوده و تاثیری مثبت بر آن داشته است. نتایج بدست آمده در مدل پنج عاملی نیز بیانگر نتیجه مشابهی و در آن مدل نیز عامل اندازه تاثیر مثبت و معناداری بر صرف ریسک شرکت‌ها داشته است. مجموع این نتایج نشان می‌دهد که:

#### فرضیه دوم تحقیق مبنی بر اینکه عامل اندازه شرکت تاثیر معناداری بر صرف ریسک شرکت‌های بورس اوراق

بهادار تهران دارد، در سطح اطمینان ۹۹٪ مورد تایید قرار می‌گیرد.

- عامل ارزش بازار (HML)، که بیانگر تفاوت بازدهی ماهیانه شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پایین می‌باشد، در مدل سه عاملی فاما و فرنچ تاثیر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری به ترتیب برابر با  $3/541$  و  $0/000$  می‌باشد). این نتیجه بیانگر آن است که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت عاملی تاثیرگذار بر صرف ریسک سهام شرکت‌های نمونه بوده و تاثیری مثبت بر آن داشته است. نتایج بدست آمده در مدل پنج عاملی نیز نشان‌دهنده نتیجه مشابهی است و در آن مدل نیز عامل ارزش بازار تاثیر مثبت و معناداری بر صرف ریسک شرکت‌ها داشته است. مجموع این نتایج نشان می‌دهد که:

**فرضیه سوم تحقیق مبنی بر اینکه عامل ارزش تاثیر معناداری بر صرف ریسک شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارد، در سطح اطمینان ۹۹٪ مورد تایید قرار می‌گیرد.**

- مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری عامل سودآوری (RMW)، که نشان دهنده تفاوت بازده سهام شرکت‌های با سودآوری بالا و سودآوری پایین می‌باشد، در مدل پنج عاملی فاما و فرنچ به ترتیب برابر با ۲۳/۰۶۴ و ۰/۰۰۰ می‌باشد که نشان دهنده تاثیر مثبت و معنادار بر صرف ریسک شرکت به عنوان متغیر وابسته تحقیق است. این نتیجه بیانگر آن است که سودآوری شرکت عاملی تاثیرگذار بر صرف ریسک سهام شرکت‌های نمونه بوده و تاثیری مثبت بر آن داشته است. تاثیر مثبت بدان معناست که صرف ریسک در شرکت‌های با سودآوری بالاتر، بیشتر بوده است. مجموع این نتایج نشان می‌دهد که:

**فرضیه چهارم تحقیق مبنی بر اینکه عامل سودآوری تاثیر معناداری بر صرف ریسک شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارد، در سطح اطمینان ۹۹٪ مورد تایید قرار می‌گیرد.**

- عامل سرمایه‌گذاری (CMA) که بیانگر تفاوت بازدهی ماهیانه شرکت‌های با سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه و جسورانه می‌باشد، در مدل پنج عاملی فاما و فرنچ تاثیر مثبت و معناداری بر صرف ریسک داشته است (با توجه به اینکه مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری به ترتیب برابر با ۱۴/۲۴۶ و ۰/۰۰۰ می‌باشد). این نتیجه بیانگر آن است که میزان سرمایه‌گذاری شرکت بر صرف ریسک سهام شرکت‌های نمونه تاثیرگذار بوده است. این نتایج نشان می‌دهد که:

**فرضیه پنجم تحقیق مبنی بر اینکه عامل سرمایه‌گذاری تاثیر معناداری بر صرف ریسک شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارد، در سطح اطمینان ۹۹٪ مورد تایید قرار می‌گیرد.**

#### ۴-۴- مقایسه قدرت پیش‌بینی مدل‌های تحقیق

در بخش گذشته به بررسی مدل‌های چندعاملی فاما و فرنچ و تاثیرگذاری هر یک از عوامل این مدل‌ها بر صرف ریسک شرکت‌های نمونه پرداخته شد و نتایج بدست آمده بیانگر تاثیرگذاری تمام فاکتورهای این مدل‌ها بر صرف ریسک می‌باشد. در واقع نتایج بدست آمده نشان دهنده قدرت توضیح‌دهندگی صرف ریسک توسط این عوامل بوده است. در این بخش به بررسی قدرت پیش‌بینی‌کنندگی این عوامل پرداخته شده است. بدین منظور مدل‌های سه عاملی و پنج عاملی فاما و فرنچ به صورت ماهیانه و به تفکیک هر شرکت، از سال ۱۳۹۳-۱۳۸۴ مورد بررسی قرار گرفته و با توجه به ضرایب بدست آمده اقدام به پیش‌بینی صرف ریسک ماهیانه سال ۱۳۹۴ شده و سپس مقادیر واقعی و پیش‌بینی شده برای این سال مورد بررسی قرار گرفته که نتایج بدست آمده به شرح جداول زیر می‌باشد.

جدول ۵: آمار توصیفی و ضریب همبستگی مقادیر واقعی و پیش‌بینی شده صرف ریسک شرکت‌ها

زوج	متغیر	میانگین	انحراف معیار	ضریب همبستگی	سطح معناداری
زوج ۱	Ri-Rf واقعی	۰.۰۱۶	۰.۲۴۳	۰.۱۹۲	۰.۰۰۰
	Ri-Rf پیش‌بینی مدل سه عاملی	-۰.۱۲۱	۰.۳۳۲		
زوج ۲	Ri-Rf واقعی	۰.۰۱۶	۰.۲۴۳	۰.۲۵۶	۰.۰۰۰
	Ri-Rf پیش‌بینی مدل پنج عاملی	-۰.۱۰۱	۰.۳۳۸		

نتایج بدست آمده از میانگین صرف ریسک واقعی (۰/۰۱۶) و صرف ریسک پیش‌بینی شده مدل سه عاملی (۰/۱۲۱-) و مدل پنج عاملی (۰/۱۰۱-) بیانگر وجود تفاوت قابل توجه بین میانگین صرف ریسک واقعی و پیش‌بینی شده می‌باشد، هر چند



که نتایج ضریب همبستگی بیانگر وجود همبستگی مثبت و معنادار بین متغیرهای یاد شده می‌باشد و نشان می‌دهد که جهت پیش‌بینی صرف ریسک توسط مدل‌ها مطابق بازده واقعی بوده است.

به منظور بررسی دقیق قدرت پیش‌بینی مدل‌های سه‌عاملی و پنج‌عاملی فاما و فرنچ در پیش‌بینی صرف ریسک، با استفاده از آزمون‌های پارامتریک  $t$  زوجی و آزمون‌های ناپارامتریک ویلکاکسون<sup>۱</sup> و زوج-نمونه‌ای<sup>۲</sup> استفاده شده که نتایج بدست آمده به شرح جدول زیر می‌باشد.

فرض صفر و فرض مقابل آن در این آزمون‌ها به شرح زیر می‌باشد.

$H_0$  : اختلاف میانگین بین صرف ریسک واقعی و صرف ریسک پیش‌بینی شده معنادار نیست.

$H_1$  : اختلاف میانگین بین صرف ریسک واقعی و صرف ریسک پیش‌بینی شده معنادار است.

در واقع فرض صفر نشان می‌دهد که صرف ریسک واقعی با صرف ریسک پیش‌بینی شده دارای اختلاف معناداری نیست.

جدول ۶: نتایج مقایسه صرف ریسک واقعی و پیش‌بینی شده با استفاده از آزمون‌های پارامتریک و ناپارامتریک

سطح معناداری	میانگین انحراف معیار	آماره آزمون	زوج‌های بررسی شده	زوج‌ها	نوع آزمون
۰.۰۰۰	۰.۳۷۲	۱۲.۸۴۶	Ri-Rf واقعی - سه‌عاملی	زوج ۱	آزمون $t$ زوجی
۰.۰۰۰	۰.۳۶۲	۱۱.۳۲۱	Ri-Rf واقعی - پنج‌عاملی	زوج ۲	
۰.۰۰۰	-۱۲.۱۲۰		Ri-Rf واقعی - سه‌عاملی	زوج ۱	آزمون ناپارامتریک ویلکاکسون
۰.۰۰۰	-۱۰.۶۴۸		Ri-Rf واقعی - پنج‌عاملی	زوج ۲	
۰.۰۰۰	-۱۴.۵۲۴		Ri-Rf واقعی - سه‌عاملی	زوج ۱	آزمون ناپارامتریک زوج-نمونه‌ای
۰.۰۰۰	-۱۲.۹۹۷		Ri-Rf واقعی - پنج‌عاملی	زوج ۲	

- نتایج بدست آمده از مقایسه میانگین صرف ریسک واقعی و صرف ریسک پیش‌بینی شده بر اساس مدل سه‌عاملی (زوج ۱) نشان می‌دهد که مقدار آماره آزمون  $t$  زوجی برابر با ۱۲/۸۴۶ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد که کوچکتر بودن این مقدار از سطح خطای قابل تحمل (۰/۰۵) بیانگر رد فرض صفر فوق می‌باشد و این بدان معناست که تفاوت معناداری بین صرف ریسک واقعی و صرف ریسک پیش‌بینی شده این مدل وجود داشته است. به عبارت دیگر این نتیجه نشان می‌دهد که مدل سه‌عاملی فاما و فرنچ قدرت پیش‌بینی مناسبی در خصوص صرف ریسک آتی نداشته است و تفاوت معناداری بین صرف ریسک واقعی و پیش‌بینی شده توسط این مدل وجود داشته است. نتایج بدست آمده از آزمون‌های ناپارامتریک انجام شده نیز موید نتایج آزمون میانگین زوجی می‌باشد و در آن تفاوت معناداری بین صرف ریسک واقعی و پیش‌بینی شده وجود داشته است. این نتایج بیانگر آن است که

**فرضیه ششم تحقیق مبنی بر اینکه مدل سه‌عاملی فاما و فرنچ قدرت پیش‌بینی مناسبی در خصوص صرف ریسک دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.**

- نتایج بدست آمده از مقایسه میانگین صرف ریسک واقعی و صرف ریسک پیش‌بینی شده بر اساس مدل پنج‌عاملی (زوج ۲) نشان می‌دهد که مقدار آماره آزمون  $t$  زوجی برابر با ۱۱/۳۲۱ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد و با توجه به کوچکتر بودن این مقدار از سطح خطای قابل تحمل (۰/۰۵) بیانگر رد فرض صفر می‌باشد و به معنای وجود تفاوت معنادار بین صرف ریسک واقعی و صرف ریسک پیش‌بینی شده توسط این مدل می‌باشد. به عبارت دیگر این نتیجه نشان می‌دهد که مدل پنج‌عاملی فاما و فرنچ قدرت پیش‌بینی مناسبی در خصوص صرف ریسک آتی نداشته است و تفاوت معناداری بین صرف ریسک

<sup>۱</sup> Wilcoxon

<sup>۲</sup> Sign Test

واقعی و پیش‌بینی شده مدل وجود داشته است. نتایج بدست آمده از آزمون‌های ناپارامتریک انجام شده نیز موید نتایج آزمون میانگین زوجی می‌باشد و در آن تفاوت معناداری بین صرف ریسک واقعی و پیش‌بینی شده وجود داشته است. این نتایج بیانگر آن است که:

**فرضیه هفتم تحقیق مبنی بر اینکه مدل پنج عاملی فاما و فرنچ قدرت پیش‌بینی مناسبی در خصوص صرف ریسک دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.**

## ۵- بحث و نتیجه‌گیری

این تحقیق در پی مقایسه تطبیقی قدرت توضیح‌دهندگی و پیش‌بینی مدل‌های چندعاملی فاما و فرنچ در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در ۳ صنعت دارویی، شیمیایی و خودرو و قطعات بوده است. نتایج بدست آمده از مدل‌های رگرسیونی سه عاملی و پنج عاملی فاما و فرنچ بیانگر قدرت توضیح‌دهندگی صرف ریسک ماهیانه شرکت‌ها توسط این مدل‌هاست. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که عامل بازار تاثیر مثبت و معناداری بر صرف ریسک شرکت داشته و با افزایش صرف ریسک بازار، شاهد افزایش صرف ریسک شرکت بوده‌ایم. نتایج بدست آمده در خصوص تاثیر عامل اندازه بر صرف ریسک در هر دو مدل فاما و فرنچ بیانگر آن است که عوامل اندازه و ارزش بازار شرکت تاثیر معنادار بر صرف ریسک شرکت‌ها داشته است. دیگر نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که عوامل سودآوری و سطح سرمایه‌گذاری تاثیر معنادار بر صرف ریسک شرکت‌ها دارد. نتایج مربوط به میزان توضیح صرف ریسک توسط مدل‌های چند عاملی نشان می‌دهد که مدل پنج عاملی فاما و فرنچ قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری در مقایسه با مدل سه عاملی داشته هر چند که مقدار این توضیح‌دهندگی چندان بالا نمی‌باشد (در مدل سه عاملی برابر با ۰/۰۹۷ و در مدل پنج عاملی برابر با ۰/۱۷۰ بوده است). نتایج بدست آمده در خصوص قابلیت پیش‌بینی‌کنندگی این مدل‌ها بیانگر آن است که صرف ریسک پیش‌بینی شده توسط این مدل‌ها تفاوت معناداری با صرف ریسک واقعی داشته و این مدل‌ها از قابلیت پیش‌بینی قابل توجهی برخوردار نبوده‌اند که شاید یکی از دلایل این امر را قدرت پایین توضیح‌دهندگی صرف ریسک توسط مدل‌های چندعاملی فاما و فرنچ دانست.

## منابع

۱. آلاله، نرگس، محمد تمیمی و علی محمد نعمت پور دزفولی (۱۳۹۲)، تبیین تغییرات بازده در سه مدل FFPM، CAPM، TFPM، در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال دوم، شماره پنجم.
۲. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و اعظم هنردوست (۱۳۹۲)، مدل سه عاملی فاما و فرنچ و ریسک نقدشوندگی: شواهد یاز بازار بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، سال اول، شماره دوم، صص 221.31.
۳. اسلامی بیدگلی، غلامرضا، سعید فلاح پور و بهار سبزواری (۱۳۹۲)، مقایسه بازدهی روشهای مختلف انتخاب سهام ارزشی و رشدی بر اساس مدل شش عاملی هاگنر بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری سال اول، شماره اول.
۴. حزبی، هاشم و صالحی، اله کرم (۱۳۹۵)، مقایسه قدرت توضیح‌دهندگی مدل‌های چهار عاملی کرهات و مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۲۸.
۵. صالحی، اله کرم؛ حزبی، هاشم و صالحی، برزو (۱۳۹۳)، مدل پنج عاملی فاما و فرنچ: مدلی نوین برای اندازه‌گیری بازده مورد انتظار سهام، پژوهش حسابداری، شماره ۱۵.
۶. عباسی، ابراهیم و غفار غزلجه (۱۳۹۳)، آزمون تاثیر الگوی سه عاملی فاما و فرنچ در پراکنندگی بازده سبد سهام، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۲۲.

۷. صادقی شریف، سیدجلال، عبدالرضا تالانه و حسین عسکری راد (۱۳۹۲)، بررسی اثر عامل مومنت و مبرتوان توضیحی الگوی سه عاملی فاما و فرنچ: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال چهارم، شماره ۲.
8. Banz, R.W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18.
  9. Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance*, 12: 129-156.
  10. Basu, S. (1983). The relationship between earnings yield, market value, and return for NYSE common stocks: Further evidence. *Journal of Financial Economics*, 12, 129-156.
  11. Bhandari, L. (1988). Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, 43: 507-528.
  12. Carhart, M. (1997). On persistence on mutual fund performance. *Journal of Finance* 52, 57-82.
  13. Chan L., Hamao Y., and Lakonishok J. (1991). Fundamentals and Stock Returns in Japan. *Journal of Finance*, Vol. XLVI, No 5.
  14. Chen, L., Novy-Marx, R. and Zhang, L. (2010). An Alternative Three-Factor Model, Working paper, SSRN.
  15. Fama, E. and French, K. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47, 427-465.
  16. Fama, E. and French, K., (1993). Common risk factor in the returns on stocks and bonds, *Journal of Finance*, 33, pp. 3-56.
  17. Fama, E. and French, K., (2013). A Five-Factor Asset Pricing Model. [ssrn.com/abstract=2287202](http://ssrn.com/abstract=2287202)
  18. De Bondt, W.F.M. and Thaler, R.H. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance* 40, 793-805.
  19. Hou, K., Xue, C., Zhang, L. (2012). Digesting anomalies: An investment approach. Unpublished working paper. The Ohio State University.
  20. Hubinette, N., and Jonsson, G. (2011). An Alternative Four-Factor Model, Master Thesis in Finance, Stockholm School of Economics.
  21. Jegadeesh, N. and Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 48, 65-91.
  22. Rosenberg, B., Reid, K. and Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, 11, 9-17.
  23. Ross, S. (1977). Risk, return and arbitrage', *Risk and return in Finance I*, Friend, I. and Bicksler, J. (Eds.), Ballinger, Cambridge.
  24. Sharpe, W.F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19, 425-442.
  25. Stattman, D. (1980). Book Values and stock returns, *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers* 4, 25-45

## بررسی تاثیر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فرشید خیراللهی<sup>۱</sup>، کیوان قاسمی<sup>۲</sup>، پیمان فاخری<sup>۳</sup>

۱- استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه رازی کرمانشاه

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد واحد کرمانشاه

### چکیده

توجه به قابلیت پیش‌بینی سود شرکت‌ها یکی از مهمترین موضوعاتی است که سهامداران در معاملات بورسی می‌بایست به آن توجه ویژه‌ای داشته باشند تا بتوانند تصمیمات درست‌تری را اتخاذ نمایند. در این پژوهش به بررسی تأثیر قابلیت مقایسه صورتهای مالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام و بازدهی سهام پرداخته شده است. نمونه‌ی آماری پژوهش حاضر ۸۰ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که طی سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ فعالیت داشتند می‌باشد باشد که با استفاده از روش رگرسیون مورد مطالعه قرار گرفته اند. نتایج تجربی نشان دادند که در بورس اوراق بهادار تهران بین قابلیت مقایسه صورتهای مالی و بازده سهام فعلی ارتباط معنی‌داری وجود ندارد.

**کلمات کلیدی:** قابلیت مقایسه صورتهای مالی، بازده سهام، هزینه حقوق صاحبان سهام

### مقدمه

امروزه سرمایه‌گذاری به شیوه‌های متعدد بخصوص سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های مختلف در جامعه به صورت وسیعی مورد توجه افراد حقیقی و حقوقی قرار گرفته است. همچنین افراد براساس سرمایه‌گذاری و اطمینان از کسب بازده سرمایه‌گذاری به طرق مختلف دنبال کسب اطلاعات از منابع مختلف می‌باشند. معمولاً هدف اغلب سرمایه‌گذاران و سهامداران عادی و حقیقی از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها افزایش ثروت و کسب سود هر چه بیشتر می‌باشد. (اردکانی و محمودیان، ۱۳۸۹) شناخت فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری در هر بازار اوراق بهادار نیازمند تحلیل دقیق صورتهای مالی شرکت‌ها و پیش‌بینی مناسب سود آتی و بازده آتی در هر سهم می‌باشد. بنابراین، تحلیل و پیش‌بینی عوامل موثر بر قیمت و بازده سهام شرکت‌ها همواره مورد نظر سرمایه‌گذاران، کارگزاران و سایر افراد ذی‌نفع در بازار اوراق بهادار می‌باشد. در ارزیابی اوراق بهادار، صورت‌های مالی، منابع اصلی تامین‌کننده اطلاعات هستند. (لگزیان و همکاران، ۱۳۹۰)

امروزه مدیران برای جلب سرمایه‌گذاران سعی در حداکثر کردن ارزش شرکت را دارند و افزایش درآمد و رشد در سود به عنوان یکی از راهکارهایی است که برای این منظور در نظر می‌گیرند. در بورس اوراق بهادار تهران نیز شرکت‌ها سعی دارند با افزایش سود سالیانه خود، باعث تشویق سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در سهام عادی شوند. از طرفی سرمایه‌گذاران نیز در بازار سرمایه سعی دارند منابع خود را به سمتی سوق دهند که بیشترین سودآوری را برای آنها داشته باشد و در صورتی که سرمایه‌گذاران به سود مورد نظر خود دست نیابند، اقدام به خروج سرمایه از بازار سهام و سرمایه‌گذاران در سایر فعالیت‌ها خواهند نمود که این امر منجر به کاهش دادوستد در سهام و از رونق افتادن بورس اوراق بهادار خواهد شد. در این راستا آگاهی از میزان ریسک شرکت‌ها نیز می‌تواند نقش به‌سزایی در تصمیم‌گیری افراد داشته باشد (گرگی زاده، ۱۳۸۹). هدف اصلی صورت‌های مالی، فراهم کردن اطلاعات مالی مفید برای استفاده‌کنندگان است. این اطلاعات تاحدی مبتنی بر واقعیت‌های

اقتصادی هستند. بدین ترتیب، اطلاعات ارائه شده می‌توانند به بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و حتی مدیران شرکت کمک کنند. موضوع بسیاری از پژوهش‌های حسابداری از زمان نخستین پژوهش در رابطه با اطلاعات حسابداری و اثر آنها بر قیمت سهام، سود حسابداری و تاثیر آن بر قیمت، بازده سهام و جریان نقدی بوده است. (بال و براون، ۱۹۶۸)

بررسی این موضوع که سود در قالب یک رقم کلی (معمولاً به صورت سود هر سهم (EPS) چه میزان اطلاعات در بر دارد، از اهمیت بالایی برخوردار است. سود بیانگر نتیجه مجموعه‌ای از عملیات شرکت طی یک دوره زمانی است. مبلغ سود می‌تواند با مدیریت سود، ایجاد سودهای غیرعملیاتی و مواردی نظیر آن دستکاری شود؛ بنابراین، قابل اتکا بودن مبلغ کلی سود در فرایند تصمیم‌گیری با تردید مواجه است (بولو و همکاران، ۱۳۹۰). نرخ هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که با دستیابی به آن ارزش شرکت تغییر نمی‌کند و مدیران به عنوان نمایندگان صاحبان سهام باید تلاش نمایند ساختار سرمایه شرکت را به گونه‌ای تنظیم کنند که هزینه سرمایه شرکت حداقل و در نتیجه ارزش شرکت و ثروت سهامداران حداکثر گردد. به عبارت دیگر مهمترین کاربرد مفهوم هزینه سرمایه را می‌توان به این صورت بیان کرد که اگر نرخ بازده سرمایه‌گذاری یک شرکت از هزینه سرمایه‌اش بیشتر باشد و اگر بدون بالا رفتن درجه ریسک، این میزان بازده افزایش یابد، ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت (بال و براون، ۱۹۶۸)

افزایش رقابت‌های تجاری در میان صنایع مختلف، رقابت برای یافتن بازارهای جدید فروش و روش‌های تأمین مالی باعث شده است که صاحبان صنایع و سرمایه‌نیاز به اطلاعات مالی وسیع، دقیق و مربوطی داشته باشند. یکی از مهمترین انواع اطلاعاتی که استفاده‌کنندگان متعددی نیز دارد، گزارشگری مالی است. استفاده‌کنندگان صورتهای مالی باید بتوانند صورتهای مالی واحد تجاری را در طی زمان جهت تشخیص روند تغییرات وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری مقایسه نمایند. استفاده‌کنندگان همچنین باید بتوانند صورتهای مالی واحد تجاری مختلف را مقایسه کنند تا وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی آنها را نسبت به یکدیگر بسنجند (شوروزی، ۱۳۸۸) وجود اطلاعات مالی شفاف و قابل مقایسه رکن اساسی پاسخگویی و تصمیم‌گیری‌های اقتصادی آگاهانه و از ملزومات بی‌بدیل توسعه و رشد اقتصادی در بخش خصوصی و دولتی است. در صورتی که تصمیمات آگاهانه مبتنی بر اطلاعات شفاف و قابل مقایسه نباشد، منابع کمیاب اقتصادی تلف می‌شود و اقتصاد کشور آسیب می‌بیند.

قابل مقایسه بودن بیان می‌دارد که صورتهای مالی باید بگونه‌ای باشند که بتوان آنها را با هم مقایسه نمود نه اینکه از روش‌های حسابداری مشابه و یکنواخت استفاده شود. در این شرایط، استفاده‌کنندگان از طریق مقایسه ارزش فعلی شرکت‌ها و میزان ریسک آنها اقدام به اتخاذ تصمیم می‌نمایند. استفاده‌کنندگان با دست یافتن به اینگونه اطلاعات و پیش‌بینی ریسک می‌توانند شرکت‌های مختلف را با هم مقایسه نموده و تصمیم‌گیری نمایند (درخشی، ۱۳۹۱). قابل مقایسه بودن بیان می‌دارد که صورتهای مالی باید بگونه‌ای باشند که بتوان آنها را با هم مقایسه نمود نه اینکه از روش‌های حسابداری مشابه و یکنواخت استفاده شود. در این شرایط، استفاده‌کنندگان از طریق مقایسه ارزش فعلی شرکت‌ها و میزان ریسک آنها اقدام به اتخاذ تصمیم می‌نمایند. استفاده‌کنندگان با دست یافتن به اینگونه اطلاعات و پیش‌بینی ریسک می‌توانند شرکت‌های مختلف را با هم مقایسه نموده و تصمیم‌گیری نمایند

علیرغم اهمیت قابلیت مقایسه صورتهای مالی، شواهد اندکی از مزایای آن برای کاربران صورتهای مالی وجود دارد. در ارتباط با سایر خصوصیات کیفی اطلاعات، تحقیقاتی در مراکز علمی و پژوهشی انجام شده است ولی در ارتباط با قابلیت مقایسه‌ی صورتهای مالی در ایران تحقیقی انجام نشده است و نتایج آن می‌تواند در پیشبرد اهداف اقتصادی در سطح خرد و کلان مفید واقع شود. این تحقیق تلاش می‌کند شکاف‌های موجود را به وسیله‌ی توسعه معیارهای قابلیت مقایسه‌ی صورتهای مالی پر کند و تأثیر قابلیت مقایسه‌ی صورتهای مالی را بر برخی از معیارهای ارزیابی عملکرد بسنجد. در این تحقیق این سؤال مطرح است که آیا قابلیت مقایسه صورتهای مالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام و بازده سهام تأثیر دارد؟

## پیشینه پژوهش

مطالعات متعددی در این زمینه انجام شده است که پاره ای از اینها عبارتند از:

علینژاد ساروکلانی و افشار زیدآبادی (۱۳۹۲) بررسی تطبیقی تحلیل صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل تحلیل پنجره‌ای و مدل‌های تحلیل مبتنی بر زمان پرداختند. در این تحقیق روش‌های تحلیل پوششی داده‌های پنجره‌ای، تحلیل مبتنی بر زمان آینده‌نگر و تحلیل مبتنی بر زمان گذشته‌نگر در ارزیابی عملکرد و تحلیل صورت‌های مالی ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۰-۱۳۸۵ مورد ارزیابی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد این روش‌ها که قادرند به طور همزمان چندین نسبت مالی را با وجود علائم متضاد با یکدیگر پردازش کنند و با در نظر گرفتن عامل زمان، اطلاعات مفیدی در مورد روند تغییرات نیز ارائه نمایند. همچنین نتایج آزمون‌های آماری پژوهش نشان داد که بین نتایج حاصل از تحلیل مدل‌های یاد شده تفاوت معناداری وجود دارد.

کاظمی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین ارائه مجدد صورت‌های مالی و محافظه‌کاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. پژوهش فوق به صورت قیاسی- استقرایی انجام گرفت و در آن اطلاعات مالی ۷۹ شرکت پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ بررسی شد. نتایج حاصله از ارتباط مثبت و معنادار بین ارائه مجدد صورت‌های مالی و استراتژی گزارشگری محافظه کارانه حمایت می‌کند.

خواجه‌وی و ناظمی (۱۳۸۴) ارتباط میان کیفیت سود و بازده سهام را با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی کردند. این پژوهش برای ۹۶ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۲ انجام شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که میانگین بازده جاری سهام شرکت‌ها، تحت تأثیر میزان ارقام تعهدی و اجزای آن، قرار نمی‌گیرد؛ به بیان دیگر میان کیفیت سود و بازده، ارتباط معناداری وجود ندارد.

یو و لیسانا (۲۰۰۹) در تحقیق خود نشان دادند که شرکت‌های با سطح اقلام تعهدی پایین‌تر نسبت به شرکت‌های دارای سطح اقلام تعهدی بالاتر، دارای بازده سهام مورد انتظار کمتری هستند. آنها اظهار می‌دارند که این یافته‌ها با تحقیقاتی که نشان می‌دهد شرکت‌های دارای اقلام تعهدی کمتر ریسک بیشتری دارند در تناقض است.

شلیفر و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی رابطه بین اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی با اندازه بازده سهام پرداختند. طبق یافته‌های آنها ارتباط مثبت زیادی بین اندازه‌ی اقلام تعهدی با بازده سهام وجود دارد؛ ضمن اینکه بین اندازه جریان‌های نقدی با بازده سهام ارتباط منفی وجود دارد.

حبیب (۲۰۰۸) به بررسی «نقش اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی در توضیح بازده سهام» پرداخت. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. دوره آزمون بین سال‌های ۱۹۷۷ تا ۲۰۰۴ می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان داد سود قدرت توضیحی بالاتری نسبت به جریان‌های نقدی دارد، اگرچه این تفاوت از نظر آماری ناچیز است و هم سود و هم جریان‌های نقدی محتوای اطلاعاتی برای بازده سهام دارند. نتایج دیگر این پژوهش نشان داد کوچک و بزرگ بودن شرکت‌ها بر ارتباط بازده سهام با سود و جریان‌های نقدی تأثیرگذار نیست و ارتباط بازده سهام با سود و جریان‌های نقدی برای شرکت‌های با اهرم مالی و رشد بالا، بیشتر می‌شود.

## مواد و روش‌ها

این تحقیق به بررسی رابطه‌ی بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و بازده سهام فعلی پرداخته شده است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بر می‌گیرد. روش نمونه‌گیری در این تحقیق حذفی سیستماتیک است. نمونه آماری این تحقیق بر اساس ضوابط زیر انتخاب شده است:

- شرکت‌های مورد مطالعه سابقه عضویت در بورس را برای مدت ۶ سال قبل از آغاز دوره تحقیق داشته باشند.
- نوع فعالیت شرکت‌ها تولیدی بوده، لذا موسسات مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها در نمونه آورده نمی‌شود.
- شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند هر سال باشد.

- شرکت هایی که در طول دوره زمانی تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
  - شرکت هایی که در طول دوره ی تحقیق وقفه عملیاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند.
  - شرکت هایی که سود یا جریان نقدی عملیاتی آنها منفی نباشد.
  - شرکت هایی که داده های کامل آن ها در دسترس باشد.
- قلمرو زمانی تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۲ را شامل می شود و قلمرو مکانی بازار سرمایه کشور مشخصا بورس اوراق بهادار تهران است که بر این اساس داده های مورد نیاز از گزارش های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار استخراج و دسته بندی شده است.
- فرمول محاسبه بازده سهام به شکل زیر می باشد:

$$r_{it} = \frac{D_t + p_t(1 + \alpha + \beta) - (p_{t-1} + c\alpha)}{p_{t-1} + c\alpha} \times 100$$

(۱)

که در آن Dt سود نقدی پرداختی،  $\alpha$  درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی،  $\beta$  درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و c مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه گذار بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات است. (چوی و همکاران، ۲۰۱۳)

### مدل سنجش قابلیت مقایسه صورتهای مالی

در پژوهش حاضر برای آزمون قابلیت مقایسه صورت های مالی، یک نسخه کلی از معیار قابلیت مقایسه صورت های مالی که توسط دی فرانکو و همکاران (۲۰۱۱) ارائه شده است برآورد می گردد.

برای ایجاد مقیاس سال- شرکت از قابلیت مقایسه CompAcctijt معادله زیر برای یک دوره ۵ ساله استفاده می گردد:

(۲)

$$Earnings_{it} = \alpha_i + \beta_i Return_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن Earnings و Return به ترتیب سود خالص و بازده هستند ضرایب پیش بینی شده معادله بالا  $\alpha_i$  و  $\beta_i$  هستند که با هم به عنوان یک معیاری برای عملکرد حسابداری شرکت i استفاده می شوند.

(۳)

$$E(Earnings_{iit}) = \alpha_i + \beta_i Return_{it}$$

$$E(Earnings_{ijt}) = \alpha_j + \beta_j Return_{it}$$

سپس بر اساس معادلات (۲) و (۳) به ترتیب E(Earningsiit) سود مورد انتظار شرکت i با توجه به تابع حسابداری شرکت i و E(Earningsijt) سود مورد انتظار شرکت i با توجه به تابع حسابداری شرکت j برآورد می گردد. در نهایت قابلیت مقایسه حسابداری بین شرکت i و j در طول دوره ۵ ساله t-4 تا t به شرح زیر تعریف می گردد:

(۴)

$$CompAcct_{ijt} = -\frac{1}{5} \times \sum_{t=4}^t |E(Earnings_{iit}) - E(Earnings_{ijt})|$$

که در آن مقادیر بالای CompAcct، قابلیت مقایسه حسابداری بیشتری را منعکس می کند. به عبارت دیگر هرچه این مقدار به صفر نزدیکتر باشد، قابلیت مقایسه حسابداری بیشتر است. (چوی و همکاران، ۲۰۱۳).

## هزینه حقوق صاحبان سهام

هزینه حقوق صاحبان سهام، هزینه وجوه تأمین شده از محل فروش سهام است و معمولاً نرخ بازدهی است که سرمایه گذاران از یک شرکت مطالبه می کنند.

برای محاسبه هزینه سهام عادی روش های متعددی وجود دارد که مهمترین آنها عبارتند از:

- مدل رشد گوردون

- مدل قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای

که از میان دو روش مذکور، در این بررسی از مدل قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای استفاده خواهد شد که به صورت زیر است:

$$R_j = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (5)$$

$R_j$  = نرخ بازده مورد انتظار سهام؛

$R_f$  = نرخ بازده بدون ریسک؛ (مبنا نرخ سود علی الحساب سپرده های سرمایه گذاری یک ساله ارائه شده توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران می باشد).

$\beta$  = ریسک سیستماتیک سهم؛

$R_m$  = نرخ بازده پرتفلیوی بازار.

## نتایج و بحث

نتایج فرضیه های پژوهش در قالب دو گروه آمار توصیفی و استنباطی به شرح زیر می باشد:  
آمار توصیفی داده های مورد استفاده در این تحقیق در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. شاخص های مرکزی و پراکندگی هر یک از متغیرهای تحقیق

متغیر	علامت	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	مینیمم	ماکزیمم
قابلیت مقایسه	ACOMP	۴۸۰	-۰/۲۷۳	۰/۱۷۳	-۰/۹۴۰	-۰/۰۵۴
بازده سهام	Return	۴۸۰	۰/۰۱۶	۰/۰۰۷	۰/۰۰۰	۰/۰۵۴
هزینه حقوق صاحبان سهام	CAPM	۴۸۰	۰/۲۵۸	۰/۲۵۵	۰/۰۰۲	۲/۰۶۴
اهرم	LEV	۴۸۰	۰/۶۰۷	۰/۱۸۶	۰/۱۱۸	۰/۹۴۸
اندازه شرکت	SIZE	۴۸۰	۲۷/۳۰۹	۱/۴۶۳	۲۳/۶۳۶	۳۳/۴۳۳
نوسانات سود	SD NP	۴۸۰	۰/۰۶۲	۰/۰۵۱	۰/۰۰۳	۰/۳۲۹

منبع: یافته های تحقیق

برای بررسی نرمال بودن داده ها از آزمون جارک برا استفاده شد که در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲- آزمون جارک - برا

نام متغیر	آماره	سطح معناداری
هزینه حقوق صاحبان سهام	۰,۸۷۳	۰,۱۲۳
بازده سهام فعلی	۰,۷۴۸	۰,۲۶۵
قابلیت مقایسه صورت های مالی	۲,۳۳۶	۰,۰۹۹

منبع: یافته های تحقیق



با توجه به جدول ۲ به دلیل اینکه سطح معناداری در سطح خطای ۵ درصد معنادار نمی باشد، بنابراین می توان نتیجه گرفت که داده های تحقیق نرمال هستند.

### نتایج آزمون فرضیه اول و مدل مورد استفاده

(۶)

$$R_{it} = C + \beta_1 (Acomp_{i,t}) + \beta_2 (LEV_{i,t}) + \beta_3 (Size_{i,t}) + \beta_4 (SDNP_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب Coefficient	آماره t	Prob.
مقدار ثابت	C	-۰/۰۱۴	-۲/۴۵۵	۰/۰۱۴
قابلیت مقایسه	$\beta_1$ (ACOMP)	-۰/۰۰۳	-۱/۶۸۵	۰/۰۹۲
اهرم	$\beta_2$ (LEV)	۰/۰۰۰	۰/۵۰۵	۰/۶۱۳
اندازه شرکت	$\beta_3$ (SIZE)	۰/۰۰۱	۵/۰۵۳	۰/۰۰۰
نوسانات سود	$\beta_4$ (SDNP)	۰/۰۱۲	۱/۹۳۶	۰/۰۵۳
آماره F		۷/۹۵۵		
سطح معنی داری (Prob.)		(۰/۰۰۰)		
آماره دوربین واتسون		۱/۶۰۷		
آزمون F لیمر (چاو)		۵/۰۷۵		
سطح معنی داری (Prob.)		(۰/۰۰۰)		
آزمون هاسمن (آزمون H-Husman)		۵۰/۱۰۲		
سطح معنی داری (Prob.)		(۰/۰۰۰)		
ضریب تعیین (R2)		۰/۱۴۵		
ضریب تعیین تعدیل شده (AdjR2)		۰/۱۲۶		

با توجه به نتایج آزمون فرضیه اول که در جدول (۳) ارائه شده است، سطح معنی داری آماره F لیمر (چاو) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و مدل داده های تابلویی برای برازش رگرسیون انتخاب می شود. همچنین برای بررسی نحوه برآورد رگرسیون (برآورد با اثرات ثابت یا تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شده است که نتایج این آزمون و سطح معنی داری آماره هاسمن نشان می دهد برای برآورد مدل روش اثرات ثابت نسبت به روش اثرات تصادفی ارجحیت دارد. آماره دوربین واتسون نیز بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد که نشان می دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنی داری آماره f (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل حدود ۱۴/۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می کنند. با توجه به بالا بودن سطح احتمال (Prob.) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_1$ ، نتایج آزمون نشان می دهد قابلیت مقایسه صورتهای مالی بر عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر معنی داری در سطح ۹۵٪ اطمینان ندارد. بنابراین فرضیه اول در سطح کل نمونه تحقیق را در سطح اطمینان ۹۵٪ نمی توان قبول کرد. همچنین نتایج تحقیق نشان می دهد از متغیرهای کنترلی وارد شده در رگرسیون، اندازه شرکت تأثیر مثبت و معنی داری بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد. همچنین بین سایر متغیرهای کنترلی وارد شده در مدل و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی داری در سطح ۹۵٪ اطمینان مشاهده نشد.

## نتایج آزمون فرضیه دوم و مدل مورد استفاده

(۷)

$$CAPM_{i,t} = C + \beta_1(ACOMP_{i,t}) + \beta_2(LEV_{i,t}) + \beta_3(Size_{i,t}) + \beta_4(SDNP_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب Coefficient	آماره t	Prob.
مقدار ثابت	C	۰/۴۵۲	۴/۸۶۵	۰/۰۰۰
قابلیت مقایسه	(ACOMP) $\beta_1$	-۰/۰۱۵	۰/۵۲۱ -	۰/۶۰۲
اهرم	$\beta_2$ (LEV)	۰/۰۱۳	۰/۴۹۶	۰/۶۲۰
اندازه شرکت	$\beta_3$ (SIZE)	-۰/۰۰۶	۱/۹۸۳ -	۰/۰۴۷
نوسانات سود	$\beta_4$ (SDNP)	۰/۱۶۴	۱/۴۷۳	۰/۱۴۱
آماره F		۲۶/۱۷۷ (۰/۰۰۰)		
سطح معنی داری (Prob.)		۱/۹۹۸		
آماره دوربین و واتسون		۴۷/۲۸۲ (۰/۰۰۰)		
آزمون F لیمر (چاو)		۴۰/۴۱۲ (۰/۰۰۰)		
سطح معنی داری (Prob.)		آزمون هاسمن (آزمون H-Husman) سطح معنی داری (Prob.)		
ضریب تعیین (R2)		۰/۳۵۸		
ضریب تعیین تعدیل شده (AdjR2)		۰/۳۴۴		

با توجه به نتایج آزمون فرضیه دوم که در جدول (۴) ارائه شده است، سطح معنی داری آماره F لیمر (چاو) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و مدل داده های تابلویی برای برازش رگرسیون انتخاب می شود. همچنین برای بررسی نحوه برآورد رگرسیون (برآورد با اثرات ثابت یا تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شده است که نتایج این آزمون و سطح معنی داری آماره هاسمن نشان می دهد برای برآورد مدل روش اثرات ثابت نسبت به روش اثرات تصادفی ارجحیت دارد. آماره دوربین و واتسون نیز بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد که نشان می دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنی داری آماره f (۰,۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل حدود ۳۵/۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می کنند. با توجه به بالا بودن سطح احتمال (Prob.) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_1$ ، نتایج آزمون نشان می دهد قابلیت مقایسه صورتهای مالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر معنی داری در سطح ۹۵٪ اطمینان ندارد. بنابراین فرضیه دوم در سطح کل نمونه تحقیق را در سطح اطمینان ۹۵٪ نمی توان قبول کرد. همچنین نتایج تحقیق نشان می دهد از متغیرهای کنترلی وارد شده در رگرسیون، اندازه شرکت تأثیر منفی و معنی داری بر هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. همچنین بین سایر متغیرهای کنترلی وارد شده در مدل و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معنی داری در سطح ۹۵٪ اطمینان مشاهده نشد.

## نتیجه گیری و پیشنهادات

پژوهش حاضر به دنبال بررسی تأثیر قابلیت مقایسه صورتهای مالی بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام می‌باشد. نتایج آزمون فرضیه‌ها به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه اول بیان می‌دارد: قابلیت مقایسه صورتهای مالی بر بازده سهام تأثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول در سطح کل نمونه مورد رسیدگی نشان می‌دهد که قابلیت مقایسه صورتهای مالی بر بازده سهام تأثیری ندارد. با توجه به نتیجه حاصله فرضیه اول رد می‌شود و این بدین مفهوم است که قابلیت مقایسه از دیدگاه استفاده‌کنندگان صورتهای مالی تأثیری بر بازده سهام ندارد.

نتایج فرضیه فوق مغایر با نتایج پژوهش دی فرانکو (۲۰۱۱)، گونگ و همکاران (۲۰۱۲)، بئا، تن و ولکر (۲۰۰۸) می‌باشد. در سطح تحقیقات داخل کشور پیشینه‌ای برای فرضیه فوق وجود ندارد.

قابلیت مقایسه صورتهای مالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در سطح کل نمونه مورد رسیدگی نشان می‌دهد که قابلیت مقایسه صورتهای مالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر ندارد. با توجه به نتیجه حاصله فرضیه دوم رد می‌شود و این بدین مفهوم است که قابلیت مقایسه از دیدگاه استفاده‌کنندگان صورتهای مالی تأثیری بر هزینه حقوق صاحبان سهام ندارد.

نتایج فرضیه فوق مغایر با نتایج پژوهش لی (۲۰۰۹) می‌باشد. در سطح تحقیقات داخل کشور پیشینه‌ای برای فرضیه فوق وجود ندارد.

با توجه به نتایج تحقیق می‌توان پیشنهادات زیر را ارائه کرد:

۱- به سرمایه‌گذاران، سهامداران و سایر گروه‌های دینفع پیشنهاد می‌شود در هنگام تصمیم‌گیری‌های خود به قابلیت پیش‌بینی سود شرکت‌ها توجه کافی را داشته باشند و در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که این قابلیت بالاتر باشد، زیرا نتایج نشان داده است که در این شرکت نسبت به سایر شرکت‌ها بازده فعلی بیشتر می‌باشد.

۲- به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود به قابلیت صورتهای مالی خود اهمیت خاصی بدهند و با اتخاذ سیاست‌های مناسب و رعایت اصول حسابداری لازم به این امر جامع عمل بپوشانند و همچنین سود آتی خود را به گونه‌ای پیش‌بینی نمایند که بیشترین امکان دسترسی به این مقدار وجود داشته باشد زیرا نتایج نشان داده است که در این شرکت نسبت به سایر شرکت‌ها بازده فعلی بیشتر می‌باشد.

۳- پیشنهاد می‌شود به بررسی ارتباط بین مقایسه صورت‌های مالی و سودهای آتی با بازده سهام فعلی در شرکت‌ها بر حسب اندازه، نوع صنعت، عرضه اولیه سهام، نوسانات بازده سهام، ضریب واکنش سود، خطای پیش‌بینی سود شرکت‌ها پرداخته شود.

۲- به دلیل عدم مطالعه موضوع تحقیق این پایان‌نامه در کشور و همسو با آن، نبود منابع اطلاعاتی مناسب در جهت استفاده از این منابع در پایان‌نامه حاضر از جمله در بخش پیشینه تحقیقات از محدودیت ویژه‌ای برخوردار بودیم.

## منابع

- بولو، قاسم، باباجانی، جعفر و مهدی ابراهیمی میمند، (۱۳۹۰)، «ملاحظه محتوای اطلاعاتی اجزای سود توسط مدیران و سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی سود»، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۴، شماره ۱، صص ۴۷-۶۶.
- خواجوی، شکرالله و امین ناظمی، (۱۳۸۴)، «نقش اقلام تعهدی در تشریح و تحلیل کیفیت سود»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۰، صص ۲۵-۴۰.
- ۳. درخشی، رامین، (۱۳۹۱)، تأثیر ساختار مالکیت و ساختار مالی بر حق الزحمه حسابرسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات آذربایجان شرقی.

- شورورزی، محمدرضا، (۱۳۸۸)، استفاده از خصوصیات کیفی مفاهیم نظری گزارشگری مالی در ارزیابی کیفیت سود، رساله دکتری گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات.
- علینژاد، ساروکلانی و افشار زیدآبادی، فاطمه (۱۳۹۲) «بررسی تطبیقی تحلیل صورتهای مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رهیافت تحلیل پوشش داده‌های پنجره‌ای و مدل تحلیلی مبتنی بر زمان بر اساس مدل CCR (خروجی محور). فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار/ سال هفتم، شماره بیست و یکم، بهار ۹۳
- کاظمی، حسین. حمیدیان غلامرضا، قاسمی، رحیم (۱۳۹۲). «بررسی رابطه بین ارائه مجدد صورتهای مالی و محافظه کاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» کنفرانس منطقه‌ای کاربرد حسابداری و مدیریت مالی در مسائل اقتصادی و اجتماعی.
- کمیته فنی سازمان حسابداری. ۱۳۹۰
- گرجی زاده داود، (۱۳۸۹)، بررسی بین ریسک سیستماتیک و رشد سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشگر (مدیریت)، ۷، صص ۳۰-۴۱.
- نوروش، ایرج. کرمی، غلامرضا. مهران، سامان. مرادی، محمد (۱۳۹۲). مروری جامع بر حسابداری مالی. جلد اول.
- Ball, R., Brown, P., (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 6, PP: 159-178.
- 2.Habib, A. (2008). "The role of accruals and cash flows in explaining security returns", *Journal of international accounting, auditing and taxation*, vol.17, pp.51-66.
- 3.Hir shleifer, D., kwei H. & siew hong teoh (2009). "Accruals, cash flows, and aggregate stoch returns". *Journal of financial economics*, volume 91, issue 3, March 2009, pages 389-406.
- 4.Xu zhaohui Randall, Michael J. Iacina (2009) "explaining the accrual anomaly by market expectations of future returns and earnings". *Advances in Accounting*, volume 25, Issue 2, December 2009, pages 190-199.



# کیفیت افشا بر نقد شونددگی سهام و سرمایه شرکتها، در بورس اوراق بهادار تهران

رحیم شهبازی<sup>۱</sup>، محمد خدا مرادی<sup>۲</sup>

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی اهواز

۲- دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اهواز، گروه حسابداری اهواز، ایران

## چکیده

در این مقاله کیفیت افشاء بر نقد شونددگی سهام در بازار مورد بررسی قرار گرفته، و بطور همزمان اثرات به موقع بودن و قابل اتکاء بودن اطلاعات مالی نیز بر نقد شونددگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز بررسی شد. برای مطالعه هر یک از عوامل یاد شده فوق از روش رگرسیون ساده و چند متغیره و جهت اهمیت متغیره‌های مستقل و کنترل از طریق روش گام بگام استفاده شده. نمونه آماری مقاله شامل ۱۱۵ شرکت از سال ۱۳۸۶ لغایت ۱۳۹۳ متغیر مستقل کیفیت افشاء و متغیره وابسته نقد شونددگی می باشد. که مشخص گردید بین متغیر مستقل و وابسته کیفیت افشا و قابل اتکا رابطه مستقیم خطی و معنادار و بین متغیر به موقع بودن افشا و نقد شونددگی رابطه معکوس و معنادار وجود دارد.

**واژگان کلیدی:** کیفیت افشاء، نقد شونددگی در بازار، به موقع بودن، قابل اتکا، اندازه شرکت.

## مقدمه

در حال حاضر با توجه به رقابتی شدن کسب و کار در دنیا مهمترین مسئله برای کلیه موسسات تجاری در جهان، اعتبار و میزان مقبولیت آنها می باشد. این موضوع باعث می گردد که شرکتی پذیرفته شده در بورس صورتهای مالی و اطلاعات خود را به گونه ای تنظیم و ارائه نمایند که برای تمامی استفاده کنندگان اعم از سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان، مشتریان و ... شفاف و قابل فهم باشند و هر چه میزان آشکار سازی و قابلیت مقایسه در صورتهای مالی و گزارشات شرکتها و موسسات بیشتر باشد می تواند میزان اعتبار و قدرت آنها را بیشتر و استفاده کنندگان مختلف صورتهای مالی را در اتخاذ تصمیمات آگاهانه و دستیابی به بازار سرمایه کارا کمک نماید.

یکی از ابزارهای مهم برای نشان دادن این موضوع، رتبه بندی شرکت هاست. در واقع رتبه بندی شرکتها می تواند مظهر میزان اعتبار و قدرت آنها باشد. با توجه به این موضوع اغلب کشورها به رتبه بندی شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار خود کرده اند. در ایران نیز بورس اوراق بهادار اقدام به رتبه بندی شرکتها بر پایه افشاء به موقع اطلاعات نموده است. افشا در حسابداری واژه ای فرا گیر است و تقریباً فرآیند گزارشگری مالی را در بر می گیرد. یکی از اصول اولیه حسابداری افشای کلیه واقعیت های با اهمیت و مربوط در باره رویدادها و فعالیت های مالی واحدهای تجاری است. اصل مزبور ایجاب می کند که صورتهای مالی به گونه ای تهیه و ارائه شود که از لحاظ هدفهای گزارشگری اولاً به موقع، مربوط و قابل اعتماد و ثانیاً قابل مقایسه و فهم باشد.

اغلب چنین استلال می شود که جریان شفاف و با کیفیت اطلاعات، موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می گردد. عدم تقارن اطلاعاتی، به وضعیتی اطلاق می شود که آگاهی مدیران از فعالیت های شرکت نسبت به سهامداران و سرمایه گذاران بالقوه و سایر ذی نفعان بیشتر است. چنین عدم تقارون اطلاعاتی، موجب بروز مشکلاتی نظیر مخاطره اخلاقی و انتخاب

نادرست می شود. بنابراین، به منظور حفظ منافع سهامداران و سایر افراد ذی نفع، افشای عمومی و با کیفیت اطلاعات ضروری است. (حساس یگانه و نادى قمى، ۱۳۸۵: ۳۷)

## بیان مساله

کیفیت گزارشگری مالی می تواند کارائی سرمایه گذاری را ازدو طریق بهبود بخشد (وردی، ۲۰۰۶) اول از طریق کاهش عدم تقارون اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه گذاران ودر نتیجه کاهش هزینه تامین مالی، و دوم از طریق کاهش عدم تقارون اطلاعاتی بین سرمایه گذاران و مدیران و در نتیجه کاهش هزینه های نظارت و بهبود انتخاب پروژه. اصطلاح کیفیت افشاء در گسترده ترین مفهوم خود به معنای ارائه اطلاعات است. حسابداری از این عبارت به صورت محدود تری استفاده می کنند و منظور آنها انتشار اطلاعات مالی مربوط به یک شرکت در گزارش های مالی (معمولا در قالب گزارش های سالانه) است در برخی موارد، این مفهوم باز هم محدود تر و به معنی ارائه اطلاعاتی است که در متن صورتهای مالی منظور نشده است (۳۸)

اصطلاحات کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و شفافیت یک سیستم افشا، به صورت مشترک و قابل جایگزین استفاده می شود و ارائه تعریف دقیق از شفافیت و کیفیت که بر آن اجماع وجود داشته باشد مشکل است (۳۶ و ۴۰) در این راستا تاکنون از سازه های متعددی از قبیل: مناسب بودن، جامعیت، آگاهی دهندگی، و به موقع بودن به عنوان نماینده کیفیت افشا استفاده شده است (۵۲) سینقاری و دسای (۴۹) معتقدند که کیفیت به ویژگی های کامل بودن، صحت یا دقت و قابلیت اتکا اشاره دارد، بال و همکاران (۱۱۷) و کوثری (۴۰) شفافیت را به عنوان ترکیبی از ویژگیهای بموقع بودن و محافظه کاری تفسیر می کنند.

## ضرورت و اهمیت مساله

اهمیت و میزان اتکالپذیری اطلاعات مالی برای تصمیم گیری گروه های ذینفع در دنیای امروزی برای همگان روشن است. نکته حائز اهمیت این است که نیازهای اطلاعاتی استفاده کنندگان از صورت های مالی متفاوت است. ارائه اطلاعات از طریق افشای مناسب در صورت های مالی تا جایی که امکان پیش بینی روند سود، تداوم سود دهی، عملکرد مدیریت و غیره را فراهم آورد، در فرآیند تصمیم گیری استفاده کنندگان سودمند واقع خواهد شد.

نقدشوندگی به عنوان توانائی بازار برای جذب حجم عظیم معاملات بدون ایجاد نوسان های شدید در قیمت تعریف می شود. یکی از ویژگی های اصلی بازار های نقدینه (دارای نقد شوندگی بالا)، اندک بودن فاصله بین قیمت های پیشنهادی خرید و فروش است: بدین معنا که سفارش های خرید و فروش بازیگران بازار سرمایه، در کمترین زمان ممکن و با مناسب ترین قیمت اجرا می شوند. سرمایه گذاران به بازارهایی رو می آورند که از نقد شوندگی بیشتری برخوردار است و این مقوله از عوامل مهمی در رشد و توسعه بازارها محسوب می شود.

هدف اصلی این مقاله آن است که عوامل موثر بر کیفیت افشاء اطلاعات را مورد بررسی قرار داده و براساس شرایط موجود شرکتهای بورس اوراق بهادار و کیفیت افشا اطلاعات توسط آنها، مبانی تئوریک برای متغیر های موثر بر نقد شوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت های یاد شده را مشخص نماید. افشاء اطلاعات بموقع باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد آگاه و نا آگاه می گردد. ودر حقیقت هدف افشا اطلاعات مالی (صورتهای مالی) و گزارشگری، کمک به استفاده کنندگان در تصمیم گیری های مرتبط می باشد.

## چارچوب نظری تحقیق

کیفیت افشای بالا، می تواند عدم تقارون اطلاعاتی و مساله انتخاب نادرست را کاهش و نقد شوندگی را افزایش دهد. (ورچیا، ۲۰۰۱) این اثر دو بخش است: اولاً، وجود اطلاعات بیشتر در اختیار عموم، دست یابی مبادله گران به اطلاعات

محرمانه و خصوصی را مشکل تر و هزینه برتر می سازد. در نتیجه احتمال کمتری وجود دارد که سرمایه گذاران دارای اطلاعات خصوصی شوند، که این امر احتمال مبادله با یک سرمایه گذار با اطلاعات بهتر را کاهش می دهد، ثانياً کیفیت افشای بالاتر، عدم قطعیت راجع به ارزش شرکت را کاهش می دهد که آن نیز به نوبه خود، مزیت اطلاعاتی بالقوه یک سرمایه گذار آگاه را کاهش می دهد. هر دو اثر، میزانی را که سرمایه گذاران غیر آگاه در قیمت ها نیاز به حمایت و مصونیت دارند، کاهش و بدین ترتیب نقد شوندگی بازار را افزایش می دهد. (لیبیز، ۲۰۰۶) بسیاری از تحقیقات (مانند باشمن و اسمیت ۲۰۰۱، هیلی و پالپور ۲۰۰۱) نشان داده اند که شرکت ها با افزایش کیفیت گزارشگری می توانند عدم تقارون اطلاعاتی را کاهش دهند. محققین (مانند بیدل و هیلاری ۲۰۰۶، مکنیکولز و استابن ۲۰۰۸، بیدل و همکاران ۲۰۰۹، چن و همکاران ۲۰۱۱) اعتقاد دارند که با افزایش کیفیت گزارشگری، گزینش معکوس و خطر اخلاقی کاهش می یابد و مدیران می توانند فرصت های سرمایه گذاری مناسب تر را تشخیص دهند. این موضوع نهایتاً منجر به افزایش کارایی سرمایه گذاری می شود.

### پیشینه تحقیق

بنی مهد، محسنی شریف (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی عوامل موثر بر رتبه بندی شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ کیفیت افشا و بموقع بودن پرداخته که نتایج پژوهش حاکی از این است متغیرهای مستقل بازده دارایی ها، اهرم مالی، نوع حسابرس و نوع واحد تجاری ارتباطی با متغیر وابسته ندارند. اندازه شرکت و نوع صنعت با متغیر وابسته رابطه مثبت و درصد مالکیت سهام دار عمده و نوع گزارش حسابرس رابطه منفی با متغیر وابسته دارند. همچنین از میان متغیرهای مستقل مدل، بیشترین همبستگی مربوط به گزارش حسابرسی است. متغیر وابسته که عبارت است از تفاوت بین سال مالی و تاریخ حسابرسی، با متغیر نوع گزارش حسابرسی ارتباط منفی دارد. این موضوع به این معنی است که هر گاه نوع گزارش حسابرسی از نوع مقبول باشد، تفاوت بین سال مالی و تاریخ حسابرسی کاهش می یابد و برعکس چنانچه نوع گزارش حسابرسی غیر مقبول باشد، این تفاوت افزایشیافته به بیانی دیگر اگر گزارش حسابرس مقبول باشد نشان از افشای به موقع شرکت دارد. این موضوع می تواند ناشی از رقابتی بودن بازار حسابرسی ایران باشد. هم چنین هر چه اندازه شرکت، بزرگتر باشد، افشای آن بموقع تر انجام می شود. بطور خلاصه عوامل تاثیر گذار بر افشای اطلاعات شامل نوع صنعت، نوع گزارش حسابرسی، درصد مالکیت دولتی و اندازه شرکت می باشد. نتایج این تحقیق با نتایج تحقیق اوسوانسا و لونتیز در یونان، عبدالله در مالزی، عزت المسری در عربستان سعودی و ماهاجان و چاندر در هند مطابقت دارد.

بخشی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تاثیر کیفیت افشاء بر نقد شوندگی سهام در بازار پرداخته. نتایج تحقیق نشان می دهد سرمایه گذارانی که به دنبال کسب ارزش بالاتری از سرمایه گذاری خود می باشند باید در انتخاب سرمایه گذاری خود به رتبه کیفیت افشاء شرکتها، توجه نموده و سرمایه گذاری خود را در سهام شرکت هایی انجام دهند که دارای رتبه های بالاتری از کیفیت می باشند، زیرا قیمت این گونه سهام ها که افشاء مناسبی از اطلاعات دارند در هر زمان ممکن به نزدیک به قیمت های واقعی قیمت گذاری می شوند. براساس نتایج این تحقیق شرکت هایی که مدت زمان طولانی تری نسبت به ارائه صورت های مالی می گذرانند، تمایل بازار سرمایه و سهامداران را نسبت به خرید سهام خود کاهش داده و گزینه مناسبی برای سرمایه گذاری به شمار نمی روند.

ستایش و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی تاثیر کیفیت افشاء بر نقد شوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۷-۱۳۸۳ پرداخته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان می دهد بین اندازه شرکت با نرخ گردش سهام، تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات در همان دوره، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. با وجود این رابطه معناداری بین کیفیت افشا با نرخ گردش سهام، تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات در همان دوره وجود ندارد. نتایج همچنین بیانگر آن است که بین اندازه شرکت با نرخ گردش سهام، تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات آتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، ولی رابطه معناداری بین کیفیت افشا با گردش



سهام ، تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات آتی وجود ندارد . بنابر این ، نتایج حاکی از آن است که بین اندازه شرکت و نقد شوندگی جاری و آتی ، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. اما بین کیفیت افشاو نقد شوندگی جاری و آتی ، رابطه معناداری وجود ندارد.

### فرضیه های پژوهش

- با توجه به مبانی نظریو پیشینه پژوهش فرضیه های بصورت زیر ارائه می شود .
- ۱- بین نقد شوندگی آتی از نظر کیفیت افشا اطلاعات رابطه وجود معنادار دارد .
  - ۲ - بین افشا بهنگام اطلاعات و نقد شوندگی سهام در بازار شرکت ها رابطه معنادار وجود دارد .
  - ۳ - بین کیفیت افشا قابل اتکاء و نقد شوندگی سهام در بازار شرکتهای رابطه معنادار وجود دارد .

### روش انجام تحقیق

تحقیق پیش رو از لحاظ طبقه بندی بر مبنای هدف از نوع کاربردی و از لحاظ طبقه بندی برحسب روش ، از نوع توصیفی است . از میان انواع تحقیقات توصیفی ، از نوع همبستگی بوده ، چرا که در آن ارتباط بین کیفیت افشاء به موقع بودن و قابل اتکا بودن اطلاعات مالی با نقدینگی بازار مورد مطالعه قرار می گیرد . بنابراین از روش رگرسیون ساده و چند متغییره برای آزمون فرضیه ها و نیز جهت تاثیر متغیر های کنترلی از روش گام به گام استفاده شده است .

### تحلیل آماری ( ابزار گردآوری اطلاعات)

در این تحقیق برای جمع آوری داده های مربوطه از بانک های اطلاعاتی ره آورد نوین و سایت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده . برای آزمون فرضیه ها از نرم افزار spss استفاده شده است .

### متغیرهای مورد مطالعه

متغیر مستقل:

- کیفیت افشاء : افشاء بعنوان یکی از اصول حسابداری مطرح است و براساس این اصل باید کلیه اطلاعات مربوط به فعالیت های شرکت به نحو مناسب و بموقع در اختیار گرو های مختلف استفاده کنندگان قرار گیرد.(ملکیان ، ۱۳۷۶).
- رتبه کیفیت افشاء : استفاده از رتبه شفافیت و اطلاع رسانی شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران ، که از سایت بورس اوراق بهادار استخراج گردیده است.(ستایش و همکاران ۱۳۹۰) .
- به موقع بودن: اطلاعات در کوتاه ترین زمان و به سریعترین شکل ممکن در دسترس استفاده کنندگان قرار گیرد . در این تحقیق جهت شاخص به موقع بودن اطلاعات از اختلاف روز های بین پایان سال مالی شرکت و روز انتشار و تائید صورتهای مالی توسط حسابرس مستقل ، استفاده شده است(مرادی و همکاران ، ۱۳۸۸) .
- قابل اتکا بودن : در این تحقیق از قیمت بازار سهام در پایان سال مالی استفاده شده است . زیرا تنها شاخصی که بطور دائم به واسطه افشاء اطلاعات در نوسان بوده و اولین شاخصی است که افشا اطلاعات توسط شرکت ها آن را تحت تاثیر قرار می دهد ، شاخص قیمت بازار سهام می باشد(نوروش و همکاران ۱۳۷۸) .

متغیر وابسته

- نقدینگی بازار: نقدینگی بازار که نشان دهنده همان نقد شوندگی سهام است ، بیانگر توانایی مبادله سریع حجم بالایی از سهام با هزینه اندک وبدون تاثیر پذیری با اهمیت قیمت آن است .یکی از مهمترین معیارهای سنجش

نقد شونددگی یک سهم ، نرخ گردش سهام است که از تقسیم حجم سهام معادله شده در یک بازه زمانی به تعداد سهام منتشره به دست می آید. (دیترو و همکاران ، ۱۹۸۸).

#### متغیرهای کنترلی

- اهرم مالی : هر چقدر نسبت بدهی شرکت ها بالاتر باشد ، تمایل شرکت ها برای استفاده از روش های محافظه کارانه کمتر می گردد ، همچنین اهرم مالی یکی از نسبت هایی است که نشان دهنده ریسک شرکت بوده ولی توان تا حدود زیادی نقدینگی سهام را تحت تاثیر خود قرار دهد. اهرم مالی از تقسیم کل بدهی ها به کل دارایی ها بدست می آید. (بنی مهد و همکاران ، ۱۳۸۹).
- حجم معامله: نقد شونددگی تحت تاثیر حجم معاملات و تعداد دفعات معاملات سهام است حاصل از متوسط ارزش ربالی معاملات انجام شده روی یک سهم در طی هر سال از دوره زمانی تحقیق، که از نرم افزار رهاورد نوین استخراج گردیده است. (بارکلی و کندل و مارکس ، ۱۹۹۸)
- اندازه شرکت: در این پژوهش لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت بعنوان شاخص این معیار در نظر گرفته شده است. (بنی مهد و همکاران ، ۱۳۸۹).
- نوع صنعت: به علت سیاست ها و خط مشی های دولتی و تفاوت ماهیت فعالیت در بخش ها و صنایع مختلف، نوع صنعت نیز می تواند متغیری اثر گذار بر افشاء اطلاعات و محافظه کاری شرکت در نظر گرفته شود (بنی مهد و همکاران ، ۱۳۸۹).

### جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق در برگزیده شرکت های است که طی سال های ۱۳۸۶ تا پایان ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته اند، ابتدا کلیه داده ها شامل فهرست شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در دوره مذکور از سایت مدیریت پژوهش و توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار دریافت ، و برای همگن کردن داده ها، شرکت ها با توجه به موارد زیر انتخاب شدند:

- ۱- در طی دوره زمانی تحقیق در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  - ۲- جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری نباشند .
  - ۳- صورت های مالی آنها توسط حسابرس مستقل مورد حسابرسی قرار گرفته باشد .
- شرکت های انتخابی شامل ۱۱۵ شرکت که در بر گیرنده ۶۷۰ نمونه در طی سال بوده .
- همچنین تعداد نمونه های حذف شده به دلیل نرمال نبودن داده ها به تعداد ۳۶ نمونه بوده که در نهایت ۶۳۴ نمونه مورد آزمون قرار گرفت.

### نتیجه گیری و پیشنهادات

شرکت های سود آور با افشاء بموقع و بهنگام از طریق ارائه اطلاعات باعث می گردند تا ارزیابی سرمایه گذار بهتر و راحت تر صورت گیرد و میل به سرمایه گذاری بالقوه را افزایش دهند ، در نتیجه در بازار سهام ، سهم خود را با حداقل عرضه بفروش می رسانند و هزینه زیادی از این بابت متحمل نمی شوند ، ولی در صورت عدم افشاء و عدم ارائه بموقع و بهنگام بدلیل نبود شفافیت ارزیابی بدرستی انجام نخواهد گرفت ، به همین دلیل مجبور به می شوند دو یا سه بار سهام خود را عرضه نمایند ، ولی قادر بفروش سهام خود نخواهند شد علاوه بر اینکه هزینه سرمایه آنها افزایش می یابد نقد شونددگی سهامشان نیز با مشکل مواجهه می گردد. پیشنهاد می گردد در تحقیقات بعدی موضوع تفکیک مالکیت از مدیریت و آثار آن بر افشاء و نقد شونددگی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس مورد تحقیق و بررسی قرار گیرد .

## منابع

۱. بخشی، حسین، سعیدی، پرویز، عبدلی، محمدرضا (۱۳۹۳) بررسی تاثیر مولفه های کیفیت افشا بر نقد شوندگی سهام در بازار. اولین همایش ملی حسابداری و حسابرسی.
۲. بنی مهد، بهمن، محسنی شریف، محسن. (۱۳۸۹) بررسی عوامل موثر بر رتبه بندی بر شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ کیفیت افشا و به موقع بودن
۳. حساس یگانه، یحیی و نادری قمی، ولی (۱۳۸۵) نقش شفافیت در اثر بخشی حاکمیت شرکتی. حسابدار، ۳۷:۱۷۹
۴. ستایش، محمدحسین، کاظم نژاد، مصطفی، (۱۳۹۱) شناسایی و تبیین عوامل موثر بر کیفیت افشای اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز. دوره چهارم، شماره اول بهار و تابستان ۱۳۹۱، پیاپی ۶۲/۳، صفحه های ۴۹-۷۹.
۵. عالی ور، عزیز ۱۳۷۰، ۲۵ افشاء در گزارشگری مالی، انتشارات سازمان حسابرسی نشریه شماره ۶۸
۶. مرادی، مهدی، پور حسینی، مهدی، (۱۳۸۸)، «بررسی رابطه بین برخی ویژگی های مالی و غیر مالی و مدت زمان اجرا و تکمیل عملیات حسابرسی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات حسابداری، شماره اول، بهار ۱۳۸۸، از ص ۱۶۸ تا ۱۸۵.
۷. نوروش، ایرج، حسینی، علی (۱۳۸۷) «بررسی رابطه بین کیفیت افشاء( قابلیت اتکاء بودن و بموقع بودن و مدیریت سود»، بررسی های حسابداری و حسابرسی دوره ۱۶، شماره ۵۵، بهار ۱۳۸۸، از ص ۱۱۷ تا ۱۳۴.
8. Ball, R., Kothari, S. P., and Robin, A. (2000). The Effect of Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, pp. 1-510.
9. Leuz, C. and Wysocki, P. (2006) Capital Market Effects of Corporate Disclosures and Disclosure Regulation. Working Paper, (online). [www.tfmsl.ca](http://www.tfmsl.ca).
10. Datar, V. T., Waik, W. Y., and Radcliffe, R. (1998). Liquidity and Stock Returns: An Alternative Test. *Journal of Financial Markets*, vol. 1, no. 1, pp. 203-219.
11. Hendriksen, E. S. and Van Breda, M. F. (1992). *Accounting Theory*. 8th edition. United States of America: TRWIN, Inc.
12. Hassan, M. S., Saleh, N. M., and Abd Rahaman, M. R. C. (2008). Determinants of Financial Instruments Disclosure Quality among Listed Firms in.
13. Kothari, S. P. (2000). The Role of Financial Reporting in Reducing Financial Risks in the Market Presented at Building a Infrastructure for Financial Stability Conference (Federal Reserve Bank of Boston). pp. 89-102.
14. Singhavi, S. S., and Desai, H. B. (1971). An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review*, v. 1, 46, NO. 1, pp. 129-138.
15. Verrecchia, R. E. (2001). Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, pp. 97-180.
16. Verdi, R. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. *Wallace, R. S., O. Naser, K., and Mora. (1994). The Relationship between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain. Accounting and Business Research.*

## بررسی اثرات و کارکردهای حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی در مؤسسات مالی و بانک ها

رضا پیرایش<sup>۱</sup>، راضیه صالحی<sup>۲\*</sup>

۱- استادیار گروه مدیریت و حسابداری دانشگاه زنجان

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه صوفی رازی

Raziyehsalehi20@yahoo.com

### چکیده

سازمان هایی که در جامعه فعالیت می کنند به تعیین رشد اقتصادی و اجتماعی آن کمک می نمایند. بنابراین، منطقی است که فکر کنیم یک سازمان مانند هر موجودیت دیگری در جامعه ای که به آن تعلق دارد و فعالیت می کند، مسئول می باشد. گرچه هدف کلیدی شرکت کسب و کار کسب حداکثر سود برای مالکان و سهامداران می باشد، اما انتظار می رود عملیات خود را به شیوه ای در جهت برآوردن تعهدات اجتماعی خود انجام دهند. مسئولیت اجتماعی شرکتی (CSR<sup>۱</sup>) به عنوان یک مفهوم مهم به رسمیت شناخته شده است که به طور پیوسته روابط بین شرکت ها و جامعه را حفظ و تقویت می کند. این مطالعه بینشی را برای مؤسسات مالی و بانک ها در بکارگیری مسئولیت اجتماعی شرکت مثل تخصیص منابع برای انجام برنامه هایی همسو با داشتن جامعه و محیطی بهتر فراهم می آورد. همان طور که نتایج نشان می دهد بقا و دوام بخش مالی به کیفیت روش حاکمیت شرکتی (CG<sup>۲</sup>) آن وابسته می باشد. بررسی ها نشان می دهد که حاکمیت شرکتی موجب تشویق سرمایه گذاری و توسعه پایدار، تقویت بهره وری و نوآوری، بهبود کارایی و کاهش هزینه ها، و علاوه در رابطه با شرکت ها و سهامداران برخی مزایای آن شامل افزایش عملکرد شرکت، کاهش هزینه سرمایه ای، حمایت از حقوق و کاهش ریسک سرمایه گذاران و ... می باشد.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، مسئولیت اجتماعی شرکت ها، مؤسسات مالی و بانک ها

### ۱- مقدمه

مؤسسات مالی نیاز دارند تا اهداف خود را در زمینه وسیع تری از جامعه و به عنوان عضوی از اجتماعی که به آن خدمت می کنند، در نظر گرفته و تعریف کنند (EBAC<sup>۳</sup>، 2014). جامعه انتظار دارد که شرکت ها در نحوه برنامه ریزی ها و اجرای عملکردشان بتوانند یک رابطه کلان- بخشی برقرار سازند و آن را مدیریت کنند؛ به گونه ای که گسترش و توسعه یک بخش، عدم توسعه بخش دیگر را به دنبال نداشته باشد و تعارض ها و گسیختگی ها، هزینه هایی را به سایر بخش ها تحمیل نکند (امیدوار، ۱۳۸۷). تجربه جهانی ما را به بهره گیری از ابزارهای نوین مدیریتی مبتنی بر مکانیزم هوشمند و متناسب با هدف مهار و کنترل خطرات موصوف رهنمون می سازد، در این راستا یکی از راهکارهای برون رفت از شرایط نامطلوب ترسیم شده، بهره گیری حداکثر از ساز و کارها و مکانیزم های حاکمیت شرکتی می باشد (فردوسی، ۱۳۹۳). بانک ها و مؤسسات مالی به طور فزاینده به ترکیب CSR درون روش های کسب و کار خود، همچنین ترویج آن به مشتریان نیاز خواهند داشت. بانک ها و

<sup>1</sup> corporate social responsibility

<sup>2</sup> corporate governance

<sup>3</sup> Escap Business Advisory Council

جامعه به هم مرتبط هستند و جوامع بانكداري تأثیر زیادی به جامعه ای که درون آن جا گرفته است، می گذارد (EBAC، 2014). اجرای حاکمیت شرکتی در بانک ها تأثیر قابل ملاحظه ای در توسعه اقتصادی کشور دارد. به طور کلی انتظار می رود حاکمیت شرکتی خوب، مسئولیت اجتماعی را پرورش و تقویت کند (سیفی و کراتر، ۲۰۱۱). در ادامه مقاله، به تعاریف و مفاهیم CG و CSR می پردازیم. در بخش های بعدی به لزوم استقرار و اهمیت این سیستم ها در مؤسسات مالی، ارتباط بین CG و CSR، و اثرات و کارکرد آن ها در نهادهای مالی و شرکت ها اشاره خواهیم کرد و در نهایت عوامل مؤثر بر اجرای صحیح آن ها را بیان و سپس نتیجه گیری خواهیم کرد.

## ۲- تعاریف

### ۲-۱- مسئولیت اجتماعی شرکت ها (CSR)

مسئولیت اجتماعی شرکت ها (CSR) به معنی رویه های باز و شفاف کسب و کار و روش هایی است که مبتنی بر ارزش های اخلاقی و احترام به کارکنان، جامعه و محیط زیست می باشد. مسئولیت اجتماعی شرکت ها به این منظور برنامه ریزی می شود تا برای جامعه به طور کلی و برای سهامداران حامل ارزش پایدار باشد (خلیلی، ۱۳۸۷). مفهوم CSR انتقادی از مصرف گرایی بیش از اندازه و آسیب های زیست محیطی ایجاد شده توسط شرکت هاست. بر پایه این ایده استوار است که ارائه های بازار نه تنها بایستی سود-محور باشد بلکه باید ارزش-های اخلاقی و اجتماعی را به نفع شهروندان تقویت کند (آدگبولا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). پنج اصل اساسی CSR عبارتند از: مطابقت با قانون، جامعیت؛ که همه زمینه های فعالیت را پوشش می دهد، التزام به قبول تعهدات عینی؛ که آشکارسازی آن از طریق اثرات بر جا گذاشته می باشد، و نهایتاً گرایش آن به سمت رضایت گروه های ذینفع (فرناندز، ۲۰۱۵).

کارول (۱۹۷۹، ۱۹۹۹) مسئولیت اجتماعی شرکت ها را مشخص می کند: اقتصادی، حقوقی، اخلاقی و اختیاری (بشردوستانه). مسئولیت های اقتصادی به عملکرد مالی کسب و کارها و ارائه کالاها و خدمات اشاره دارد. مسئولیت های قانونی انطباق با قوانین اجتماعی و مقررات را در بر می گیرد. مسئولیت های اخلاقی در رابطه با حمایت کدهای اخلاقی اجتماعی رفتار می باشد. مسئولیت های اختیاری مستلزم مشارکت داوطلبانه و حمایت از نهادهای اجتماعی عمومی می باشد. (فارر، ۲۰۱۱).

هدف CSR پذیرفتن مسئولیت اقدامات شرکت و تشویق اثر مثبت به واسطه فعالیت های آن بر محیط، مصرف کنندگان، کارکنان، جامعه، ذینفعان و کل اعضای دیگر محیط اجتماعی است. بنابراین کسب و کارهای متمرکز بر CSR فعالانه منافع عمومی را با تشویق رشد و توسعه جامعه و حذف داوطلبانه روش هایی که به محیط عمومی آسیب می رساند، صرف نظر از قانونی بودن آن، ترویج می دهند. CSR خواستار آن است که کسب و کارها اثرات اقتصادی، اجتماعی و زیست محیطی حاصل از عملیات خود را برای به حداکثر رساندن منافع و به حداقل رساندن جنبه های منفی مدیریت کنند (فونتاین، ۲۰۱۳).

### ۲-۲- حاکمیت شرکتی (CG)

حاکمیت شرکتی (CG) به عنوان سیستم و ابزاری برای اصول کسب و کار، مأموریت، چشم انداز، تعهد و ارزش هایی تعریف می شود که یک شرکت برای دستیابی موفقیت آمیز به اهداف خود از آن ها استفاده می نماید (یوئن، ۲۰۱۴). حاکمیت شرکتی با ساختارها و فرآیندهایی برای تصمیم سازی، حساب پس دهی و کنترل رفتار در سطوح بالای سازمان در ارتباط می

<sup>1</sup>Adegbola

باشد (سامانی و خلیلی، ۱۳۸۷) و ذینفعان عمده در آن عبارتند از سهامداران، هیأت مدیره، مدیریت ارشد اجرایی، کارکنان سازمان، وام دهندگان، مشتریان، تأمین کنندگان و به طور کلی عموم جامعه (عطاءالهی و راستی، ۱۳۹۲).

چارچوب حاکمیت شرکتی جهت ترغیب استفاده کارا و بهینه از منابع و به همان میزان تشویق در زمینه پاسخگویی و مسئولیت پذیری در قبال عملکرد در زمینه مصروف نمودن همان منابع می باشد (سیفی و کراتر، ۲۰۱۱). در واقع هدف آن است که ترتیبی اتخاذ گردد تا منافع جامعه، فرد و کلیه ذینفعان شرکت همسو با یکدیگر محترم شمرده شود (فردوسی، ۱۳۹۳).

### ۳- لزوم استقرار حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی در مؤسسات مالی و بانک ها

واسطه های مالی فعال در بازار پول نقش بی بدیلی را در تأمین مالی واحدهای اقتصادی ایفا می نمایند. تجهیز منابع مازاد جامعه و تخصیص آن به متقاضیان دریافت تسهیلات و ارائه خدمات مالی با هدف تسهیل نقل و انتقالات مالی و اعتباری مهم ترین وظیفه واسطه های مالی می باشد. بدیهی است در صورت عدم کارایی بانک ها در فرایند تأمین مالی، موانع جدی در زمینه استفاده حداکثر از ظرفیت بالقوه مالی کشور ایجاد خواهد شد که نتیجه قطعی آن ایجاد شکاف میان رشد اقتصادی بالفعل از میزان بالقوه، افزایش سطح تورم به دلیل تضعیف بخش تولیدی و خدمات، افزایش نرخ بیکاری و بروز بحران های اقتصادی خواهد بود. تجربه جهانی ما را به بهره گیری از ابزارهای نوین مدیریتی مبتنی بر مکانیزم هوشمند و متناسب با هدف مهار و کنترل خطرات موصوف رهنمون می سازد، در این راستا یکی از راهکارهای برون رفت از شرایط نامطلوب ترسیم شده، بهره گیری حداکثر از ساز و کارها و مکانیزم های حاکمیت شرکتی می باشد (فردوسی، ۱۳۹۳).

مسئولیت اجتماعی شرکتی نه تنها برای تشویق سطح بالایی از همبستگی اجتماعی، حفاظت زیست محیطی و توجه به حقوق بنیادی، بلکه همچنین جهت گسترش رقابت در همه انواع تجارت از شرکت های کوچک و متوسط تا چندملیتی ها و در کلیه بخش های فعالیت، می تواند حائز اهمیت باشد (امیدوار، ۱۳۸۷).

همان طور که در بالا بیان شد، بحث حاکمیت شرکتی در رابطه با بانک ها و مؤسسات مالی مهم تر می باشد. با توجه به طیف وسیعی از ذینفعان در بانک ها که شامل سپرده گذاران، وام گیرندگان، سهامداران و غیره می باشد، تعارض منافع می تواند در حوزه های مختلفی پدیدار شود. نمونه ای از این موضوع مقدار پذیرش ریسک بسته به انتظارات متفاوت برای بازده (تعدیل شده بر اساس ریسک) می باشد. این گروهی کلی از موضوعات مدیریتی شامل اینکه کسب و کار را کجا و چگونه انجام دهیم، نوع محصولات و خدماتی که ارائه دهیم، میزانی که بانک سرمایه خود را در معرض خطر فعالیت های اختصاصی قرار می دهد و غیره می شود. در این زمینه پیگیری شیوه ها و استانداردهای حاکمیت شرکتی خوب به رویکرد درست در همه ابعاد کسب و کار و اجتناب از رویدادهای ناخوشایند فرصت می دهد، در حین اینکه انتظارات اکثر ذینفعان را در نظر می گیرد. بخش مالی در مرکز همه فعالیت های پس انداز، سرمایه گذاری و وام دهی چه برای افراد، شرکت ها، دولت ها و یا نهادهای دیگر می باشد. مؤسسات مالی نیاز دارند تا اهداف خود را در زمینه وسیع تری از جامعه و به عنوان عضوی از اجتماعی که به آن خدمت می کنند، در نظر گرفته و تعریف کنند (EBAC، 2014).

ارزیابی عوامل حاکمیت شرکتی، زیست محیطی، اقتصادی و اجتماعی به سرمایه گذاران امکان می دهد که وجوه خود را به روشی که با ارزش ها و مأموریت سرمایه گذاران سازگار است، مدیریت کنند. سرمایه گذار می تواند سیاست ها و عملکرد بنگاه را با توجه به این عوامل و عملکرد مالی آن (یعنی ریسک و بازده) سبک سنگین و سپس تصمیم گیری نماید (اسکالتنز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). با توجه ویژه به بانکداری پاسخگو، حاکمیت شرکتی بایستی نیازها و اثرات بر ذینفعان مختلف و به طور کلی بر جامعه را در نظر بگیرد به طوریکه حداکثرسازی لجام گسیخته ارزش سهامداران می تواند به محیط زیست، جامعه، ... و نهایتاً به خود بانک آسیب برساند (EBAC، 2014). حاکمیت شرکتی ضعیف ممکن است نقش مهمی در افزایش ریسک پذیری نهاد مالی و

<sup>1</sup> Scholtens

در نتیجه گسترش بحران مالی داشته باشد. وجود حاکمیت شرکتی ضعیف در بانک باعث کاهش اطمینان در توانایی بانک برای مدیریت داراییها و بدهی هایش می شود (تقوی و همکاران، ۱۳۹۲).

دیدگاه های مختلفی در رابطه با استقرار سیستم های حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی در شرکت ها وجود دارد. برخی سازمان دارای این نگرش می باشند که مسئولیت اجتماعی اتلاف صرف منابع و زمان می باشد (آدگبولا، ۲۰۱۴). برخی مطالعات دیگر اظهار کرده اند که هزینه های مصرف برای مسئولیت اجتماعی به واسطه بهبود در بهره وری و دیگر شاخص های مرتبط با عملکرد مالی مهم تر می شوند، و این منابع مورد استفاده برای افزایش مسئولیت اجتماعی به قدری زیاد نیست که سود بانک را تحت تأثیر قرار دهد (وانگ، ۲۰۱۵). اندازه بانک، میزان سودآوری و سرمایه می توانند بر اثر داشته باشند. بانک هایی که سودآوری بیشتر و میزان بالاتری سرمایه دارند وجوه نسبتاً بیشتری را برای اتخاذ فعالیت های CSR نسبت به بانک های کم سود در اختیار دارند (کارنت و همکاران، ۲۰۱۵). طرفداران CSR اشاره می کنند که شرکت ها می توانند سود بلند مدت خود را با عمل کردن مطابق با دیدگاه CSR افزایش دهند، آن ها استدلال می کنند که شرکت بواسطه داشتن CSR، از افزایش شهرت، ایجاد و حفظ کارکنان بیشتر و مشتریان وفادار بهره مند می گردد در حالیکه منتقدان بر این باورند CSR، کسب و کار را از ملاحظات اقتصادی منحرف می کند (سیفی و کراتر، ۲۰۱۱). مراکز علمی و دانشگاهیان نیز به مسئولیت اجتماعی شرکت ها از زاویه نقش شرکت ها در توسعه یک کشور، توسعه دموکراسی، تداخل وظایف، مسئولیت های یک شرکت با حکومت و هم پوشانی های حاصل از آن می نگرند. به همین دلیل است که امروزه در جهان رقابت، موضوع مسئولیت اجتماعی شرکت ها به پارادایمی غالب در حوزه اداره شرکت ها تبدیل شده است (امیدوار، ۱۳۸۷).

همان طور که جامعه درباره موضوعات پایداری و CSR آگاه تر می شود، بانک ها و مؤسسات مالی به طور فزاینده به ترکیب CSR درون روش های کسب و کار خود، همچنین ترویج آن به مشتریان نیاز خواهند داشت. بانک ها و جامعه به هم مرتبط هستند و جوامع بانکداری تأثیر زیادی به جامعه ای که درون آن جا گرفته است، می گذارد. بعلاوه، بانک ها برای انجام نقش اصلی اقتصادی واسطه های مالی بایستی اعتماد زیادی به عموم جامعه داشته باشند. مطابق با این دیدگاه - درست یا غلط - بانکداران عمدتاً افرادی حریص و خودخدمت می باشند. موارد اخیر سوء مدیریت، اتخاذ ریسک غیر مسئولانه و فعالیت های جعلی همه در تضعیف باور جامعه به بانک ها نقش داشته اند. در این زمینه به کارگیری یک استراتژی CSR (به عنوان بخشی از شیوه های بهتر حاکمیت شرکتی) می تواند ادراکات جامعه را به صنعت مالی به عنوان یک کل بهبود دهد و میزان لازم اعتماد برای بانک ها و دیگر مؤسسات مالی برای تحقق نقش ضروری آنها در اقتصاد را مجدداً بدست آورد (EBAC، 2014). سازمان های CSR گرا تمایل به رقابت مثبت و قابل قبول، کسب احترام اجتماعی و واکنش نشان دادن نسبت به بهبود جامعه دارند (پریانی، ۲۰۱۱).

مفهوم مسئولیت اجتماعی شرکت ها در سال های اخیر توسط صاحبان صنایع و بخش خصوصی، سازمان های غیردولتی، روشنفکران و دانشگاهیان مطرح شده است. برگزاری اولین کنفرانس مسئولیت اجتماعی شرکت ها توسط برخی تشکل های صنعتی چون اتاق بازرگانی، کنفدراسیون صنعت، برخی از شرکت های خصوصی و سازمان های غیر دولتی، نقطه آغازی در زمینه مطرح کردن مفهوم و ادبیات این موضوع در ایران است. عواملی چون آزادی فضای اقتصادی و رقابتی تر شدن برخی صنایع موجب شده است شرکت ها به مقولاتی چون مسئولیت در قبال کارکنان، مصرف کنندگان و جامعه توجه کنند و در برنامه ها و فعالیت های خود منافع این ذی نفعان را لحاظ نمایند. مسئولیت اجتماعی شرکتی یک باور سازمانی است که به دنبال خلق ارزش مشترک بین ذی نفعان شرکت است و یک پروژه نیست که آغاز و پایانی داشته باشد. برنامه های مسئولیت پذیری اجتماعی نباید فعالیتی جداگانه از فعالیت های روزانه کسب و کار شرکت باشد (امیدوار، ۱۳۸۷). شرکت ها و سازمان هایی که با جدیت حاکمیت و استانداردهای CSR را بپذیرند و بدان عمل کنند، شاهد توفیق و ارتقاء عملکرد مالی خود خواهند بود، همچنین خواهند توانست اعتماد مردم و بازار را نسبت به محصولات شان، بیش از پیش جلب کرده و تصمیم گیری های خودسرانه و نامطلوب، و گریز از مسئولیت فردی را کاهش دهند (خلیلی، ۱۳۸۷).

#### ۴ - ارتباط بین CG و CSR

یک اثر متقابل بین CG و CSR وجود دارد. هر دوی این مکانیزم‌ها ویژگی‌های اقتصادی و قانونی دارند و ممکن است از طریق فرآیندهای اجتماعی-اقتصادی در رقابت در بازار محصولات که قوی‌ترین نیرو می‌باشد، تغییر یابند. CG و CSR مکمل هستند و توسط نیروهای بازار به طور نزدیکی به هم ارتباط می‌یابند. اهداف آنها همزمان نیستند؛ و ممکن است به عنوان ابزارهایی برای دستیابی به اهداف یکدیگر از طریق (استقرار) تنظیم خود عمل نمایند. CSR مستقل از یک روش عمل می‌کند در حالیکه موضوعات CG درون ساختارهای تعریف شده و مقبول عمل می‌نمایند. در چهارچوب معمول CG، نقش‌ها، حقوق و مسئولیت‌های مدیران شرکت حیاتی و مهم می‌باشند. به ویژه، هیئت مدیره مناسب‌ترین پایه برای طراحی و تصویب سیاست‌ها هستند تا مدیریت شرکت را در انجام مسئولیت‌های خود در جامعه توانا سازد. همگرایی بالقوه CG و CSR، استدلال‌های این دو مکتب را ترکیب می‌کند. CSR راه را برای CG هموار می‌کند تا با هنجارهای اخلاقی و نیاز به پاسخگویی هدایت شود، و CG، CSR را قادر می‌سازد تا شیوه‌های غالب کسب و کار را اتخاذ نماید. جاییکه سابقاً دو مجموعه جدا از مکانیزم‌ها وجود داشت، یکی با "بعد سخت" تصمیم‌گیری شرکت سر و کار داشت و دیگری با "بعد نرم"، استراتژی‌های مردم دوستانه کسب و کار، دانشمندان در حال حاضر بیشتر به دورگه بودن تنه قوانین و هنجارهای تنظیم شده در شیوه‌های شرکت اشاره می‌کنند (رحیم، ۲۰۱۳). حاکمیت شرکتی روشی است که توسط اهداف سازمانی شناسایی و اجرا می‌شوند و مورد بررسی قرار می‌گیرند. CG نمی‌تواند جدای از CSR درک شود حتی آن یک رکن مهم فعالیت‌های CSR می‌باشد. حاکمیت شرکتی خوب این اطمینان را به هر یک از ذینفعان فراهم می‌کند که شرکت خوب مدیریت و کنترل می‌شود (پریانی، ۲۰۱۱). به طور کلی انتظار می‌رود، حاکمیت شرکتی خوب، مسئولیت اجتماعی را پرورش و تقویت کند (سیفی و کراتر، ۲۰۱۱).

#### ۵- اثرات و کارکردهای حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در مؤسسات مالی و بانک‌ها

همان‌گونه که قبلاً اشاره کردیم شرکت‌ها و سازمان‌هایی که با جدیت حاکمیت و استانداردهای CSR را بپذیرند و بدان عمل کنند، شاهد توفیق و ارتقاء عملکرد مالی خود خواهند بود. کمیسیون اروپا معتقد است: مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها می‌تواند سهمی در دستیابی به هدف استراتژیک اقتصاد مبتنی بر دانش پویا و کاملاً رقابتی در جهان که قادر به دستیابی به رشد اقتصادی با شغل‌های بیشتر و همبستگی اجتماعی گسترده‌تر باشد و استراتژی اروپایی توسعه پایدار داشته باشد (امیدوار، ۱۳۸۷). گرت و هیل (۲۰۰۴) مدعی‌اند که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بخش مهمی از استراتژی شرکت در بخش‌هایی است که بین سود شرکت و اهداف اجتماعی و یا موضوعات انصاف ناسازگاری و تناقض وجود دارد. یک برنامه CSR می‌تواند مدیران را از این تعارض‌ها آگاه سازد و آنها را به طور جدی به پذیرش منافع اجتماعی متعهد نماید. همچنین می‌تواند برای حفظ یا بهبود روحیه کارکنان، برای ارزیابی بازارهای سهام از ریسک یک شرکت در مذاکرات با تنظیم‌کنندگان مهم و حیاتی باشد. نتیجه نهایی پیش‌بینی منافع تعارض می‌تواند بسیار زیاد باشد- در واقع می‌تواند مسأله بقا باشد، همان‌طور که جوامع شرکت‌هایی را که در تعارض با ارزش‌های اساسی باشند، مجازات می‌کنند (فونتاين، ۲۰۱۳).

منافع چندگانه CSR را می‌توان در شکل زیر خلاصه نمود:



شکل ۱- منافع چندگانه CSR



### ۵-۱- تمایز نام تجاری و مشارکت مشتری

رویکرد CSR به بانک‌ها این امکان را می‌دهد که مفاهیمی را برای تمایز خودشان از رقبا از طریق طرح‌های مختلف، پروژه‌ها یا اقدامات به کار گیرند. بعلاوه، بانک‌ها و مؤسسات مالی دیگر به خوبی می‌توانند با مشتریان به واسطه مشخص کردن اثرات مثبتی که بر آن‌ها دارند، همچنین با درگیر کردن بالقوه مشتریان از طریق مشارکت آن‌ها در پروژه‌های معین مرتبط با CSR با آن‌ها ارتباط برقرار نمایند (EBAC، ۲۰۱۴). CSR می‌تواند وفاداری مشتری را حفظ کند که برای شرکت بسیار مهم می‌باشد بدلیل اینکه جذب مشتریان جدید هزینه برتر از حفظ مشتریان موجود می‌باشند (وانگ، ۲۰۱۵). فومبرون و شانلی (۱۹۹۰) اشاره می‌کنند که سهم بیشتر یک شرکت در رفاه اجتماعی شهرت آن را بهبود خواهد بخشید. شهرت، که به طور نزدیکی با آگاهی نام تجاری مرتبط می‌باشد، به تمایز نام تجاری کمک می‌کند و نهایتاً باعث کسب مزیت رقابتی برای شرکت می‌شود (وو و شن، ۲۰۱۳). آن به عنوان کیفیت مالی شرکت تصور می‌شود. در رویدادهایی که شرکت به طور جدی در فعالیتهای اجتماعی مشارکت می‌کند، این امر موجب افزایش منافع شرکت در کوتاه مدت و بلند مدت می‌شود. برای شرکت بسیار حیاتی است که منافع زیادی را به منظور جذب متخصصان مالی و حفظ هزینه‌های سهام خود در بخش مالی کسب کند (مورتزی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۴). یک رابطه قوی بین فعالیت‌های CSR، توسعه پایدار، رشد مثبت و موفقیت مالی وجود دارد و ملاحظه شده است که رفتارهای ناپسند و فعالیت‌های پرخطر محیطی به شهرت و اعتبار شرکت آسیب می‌رساند و ارزش شرکت در بازار سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. سازمان‌ها با داشتن شهرت خوب و انجام فعالیت‌های CSR براحتی بازارهای هدف خود را تحت تأثیر قرار می‌دهند و مزایای زیادی از آن کسب می‌کنند. حال آنکه سازمان‌های ناسازگار با CSR همیشه از شهرت بد و زیاد رنج می‌برند. شرکت سازگار با CSR به عنوان مدلی در میان شرکت‌های گروهی هم‌متی خود با مقیاس رشد و عملکرد مالی مثبت مشاهده می‌گردد (پریانی، ۲۰۱۱). خلاصه اینکه CSR می‌تواند یک دارایی صنعت مالی باشد که به طور فزاینده محصولات و خدمات را استانداردسازی کرده و مشتریان بالقوه را جذب نماید، در حین اینکه برقراری رابطه دوستانه به بانک یا مؤسسات مالی در تفکیک خود از دیگر ارائه دهندگان کمک می‌کند. (EBAC، 2014).

### ۵-۲- مشارکت کارکنان

می‌توان استدلال کرد که کارکنان به طور رو افزون می‌خواهند در شرکتی کار کنند که به دنبال اقدامات پایدار برای فعالیت کردن است (EBAC، 2014)، یعنی زمانی که کارکنان حق انتخاب داشته باشند، آنها کار در یک شرکت پاسخگوی اجتماعی را ترجیح خواهند داد (وو و شن، ۲۰۱۳). این همراه با طرح‌هایی که به کارمندان امکان می‌دهد فعالانه در پروژه‌های CSR مشارکت می‌کنند، می‌تواند در ایجاد یک حس تعلق بزرگ کمک نماید و به ارزش و حس هدفمندی آن‌ها بیفزاید (EBAC، 2014). شرکت‌ها بایستی با نمایندگی‌های دولتی، غیرانتفاعی همکاری نمایند تا مشکلات اقتصادی، روان‌شناختی و اجتماعی را در جامعه حل کنند. نتایج پژوهش حامی این دیدگاه هستند که رفتارهای مسئولانه شرکت‌ها نه تنها انگیزه کارکنان را حفظ می‌کند و وفاداری آنها را افزایش می‌دهد بلکه دلیلی برای بهبود عملکرد مالی شرکت می‌باشد. باون (۱۹۵۳) تصریح می‌کند که CSR یک پیش شرط اخلاقی کسب و کار برای دنبال کردن استراتژی‌های معتبر و یک انتخاب ایده آل برا فرهنگ عامه است (مورتزی و همکاران، ۲۰۱۴).

### ۵-۳- نوآوری

CSR به بانک‌های این امکان را می‌دهد که طرح‌ها و ایده‌های جدید را تسریع و حتی به طور مستقیم حمایت کند که می‌تواند برای عملکرد هم بانک‌ها و هم جامعه مفید باشد. نمونه آن پیگیری افزایش درآمد خانوارهای فقیر، کسانی که معمولاً از بخش مالی حذف می‌شوند، با اعطای وام‌های کوچک می‌باشد که بتوانند کسب و کارهای کوچکی را آغاز کنند (EBAC، 2014).

<sup>1</sup> Murtaza

#### ۵-۴- کاهش هزینه

در حالیکه دیدگاه‌های سنتی معتقدند که اجرای استراتژی CSR توسط یک شرکت یا مؤسسه مستلزم صرف هزینه است، عوامل بالقوه‌ای برای طرح CSR وجود دارند که واقعاً هزینه‌های عملیاتی را کاهش می‌دهند. برای مثال، بانک‌ها از طریق افزایش کاربرد تکنولوژی‌های پیشرفته دیگر نیازی به استخدام کارکنان و افتتاح شعبات مختلف و ذخیره وجه نقدی ندارند، زمانیکه مشتریان بتوانند از تلفن‌بانک و بانکداری اینترنتی برای انجام معاملات خود استفاده نمایند (EBAC، 2014). یک بانک خوب CSR می‌تواند عدم تقارن اطلاعات را در رابطه با ذینفعان کاهش دهد و با کاهش روابط عمومی کارکنان، احترام جامعه را بدست آورد (وو و شن، ۲۰۱۳).

#### ۵-۵- کاهش ریسک

اتخاذ یک رویکرد آگاهانه اجتماعی برای توسعه محصولات و خدمات مالی می‌تواند این اطمینان را بدهد که این محصولات و خدمات برای برآورد نیازها و محدودیت‌های مشتریان بهتر سازماندهی یابند. برای مثال توسعه SME ها با وام‌های قراردادی (یعنی بدهی) می‌تواند منجر به کاهش شدید تسهیلات غیر در گردش گردد (EBAC، ۲۰۱۴). شرکت‌هایی که با استانداردهای بالایی از CSR مشاهده می‌شوند در معرض کاهش خطرات ریسک‌های خاص شرکت بدلیل کاهش تغییرپذیری جریان‌های نقدی می‌باشند. همان‌طور که تعهد به CSR و ارائه آن می‌تواند بر ریسک شرکت و سودآوری آن تأثیر بگذارد، سرمایه‌گذاران به طور فزاینده رفتار اجتماعی شرکت را در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود در نظر می‌گیرند (جیزی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۳).

#### ۵-۶- ایجاد و توسعه ارزش

بانک‌ها با عمل به CSR، وام‌گیرندگان معتبرتری را جذب و انتخاب می‌نمایند، که منجر به سود بالا و کیفیت بهتر دارایی‌های مؤسسات مالی می‌گردد (وو و شن، ۲۰۱۳). تحقیقات گسترده قبلی نشان می‌دهد که ارائه CSR می‌تواند اثر مثبتی بر ادراکات ذینفعان از عملکرد، ارزش و ریسک شرکت و در نتیجه بر سودآوری شرکت، هزینه سهام و قیمت سرمایه داشته باشد (جیزی و همکاران، ۲۰۱۳). فعالیت‌های پرتلاش CSR ممکن است به احتمال پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار کمک کند که این قیمت سهام شرکت را افزایش می‌دهد و ذینفعان را راضی‌تر می‌سازد (مانسورو و عبدالعزیز، ۲۰۱۴). آمارهای پایه نشان می‌دهند بانک‌هایی که مشارکت کمتری در فعالیت‌های CSR دارند، متمایل به انجام داد و ستد وام - سپرده بیشتری دارند، در مقابل، بانک‌های طرفدار فعالیت‌های بیشتر در CSR، بیشتر داد و ستد کمسیون و پرداخت انجام می‌دهند. بانک‌های متعهد به CSR با انگیزه‌های نوع دوستانه از نرخ بهره برای تأثیرگذاری در درآمد خالص بهره استفاده نمی‌کنند چون هدف تعهد به CSR افزایش سود نیست. در مقابل، بانک‌های متعهد به CSR با انگیزه‌های استراتژیک از نرخ بهره برای تأثیر در درآمد خالص بهره استفاده می‌کنند که به طور پایدار سود را افزایش می‌دهد. در واقع CSR می‌تواند حساسیت مشتری به قیمت را کاهش دهد (وو و شن، ۲۰۱۳) و از این طریق باعث افزایش ارزش شرکت گردد.

#### ۵-۷- مزیت رقابتی

CSR تأثیر مثبتی بر تصمیمات استراتژیک شرکت می‌گذارد. CSR موفقیت استراتژی تمایز محصولات را تسهیل می‌کند و در این صورت می‌توانید قیمت بالاتری را برای محصولات خود مطالبه کنید. همچنین شرکت می‌تواند مزیت رقابتی بدست آورد بدلیل اینکه ارزش منحصر بفردی را به جامعه ارائه می‌کند (وانگ، ۲۰۱۵). اتخاذ یک استراتژی CSR نوآورانه به یک شرکت یا بانک امکان می‌دهد بیش از سایرین به مزیت رقابتی دست یابد به ویژه زمانیکه فعالیت‌ها با برآورد نیازهای بازارهای خاص و یا علائق مشتریان سازگار داده می‌شود (EBAC، 2014).

<sup>1</sup> Jizi

## ۸-۵- اثرات CSR بر عملکرد شرکت ها و مؤسسات مالی

مسئولیت اجتماعی تأثیر زیادی در عملکرد یک سازمان دارد. مفهوم عملکرد سازمانی بر مبنای عواملی همچون جابجایی کارکنان، سود خالص، موفقیت در توسعه بازار، روحیه و رضایت شغلی یا اعضای سازمانی و ... بوده است. اما همه این عوامل اساساً وابسته به حداکثرسازی سود سازمان به منظور برآوردن کل مسئولیت های دیگر است. دلیل چرایی همه فرضیه های دیگر بر مبنای حداکثرسازی سود می باشد که به طور خودکار منجر به عملکرد سازمانی خوب می گردد. پس آن بدین معنی است که یک سازمان پاسخگوی اجتماعی بدون شک در بلند مدت افزایش سود و مزاد عملیات خواهد داشت (آدگبولا، ۲۰۱۴). اثرات متفاوت CSR بر CFP<sup>۱</sup> به ویژگی های هر صنعت وابسته می باشد. برخی فعالیت ها نیز به شرکت ها کمک می کنند تا تصویر مثبت، فروش و سودآوری خود را بهبود دهند. به طور مثال اگر CSR یک شرکت بر موضوعات خاص اجتماعی مثل حمایت محیطی یا کاهش انتشار CO2 تمرکز کنند، اثر CSR آنها می تواند بزرگتر و مهمتر باشد (اوه و پارک، ۲۰۱۵). وو و شن (۲۰۱۳) با تجزیه و تحلیل ۱۶۲ بانک در ۲۲ کشور طی سال های ۲۰۰۳-۲۰۰۹ گزارش می کنند که CSR به طور مثبت با عملکرد مالی از لحاظ نرخ بازده سرمایه، بازده حقوق صاحبان سهام، درآمد خالص بهره و درآمد بدون بهره مرتبط می باشد (کارنت و همکاران، ۲۰۱۵). رابطه بین CSR و عملکرد ROA<sup>۲</sup> که متغیر سودآوری است، به طور معناداری مثبت می باشد. رابطه بین CSR و ROIC<sup>۳</sup> (نسبت بازدهی سرمایه های سرمایه گذاری شده)، متغیر سودآوری دیگر، نیز به طور معناداری مثبت می باشد. با توجه به اندازه ضریب و اهمیت CSR در متغیر مستقل ROA بر خلاف ROIC، اثر CSR در ROIC بسیار قوی تر از اثر آن بر ROA می باشد. رابطه بین CSR و نرخ رشد فروش مثبت و از لحاظ آماری معنی دار است. بنابراین بیان می کنیم که شرکت هایی با عملکرد بالای CSR عملکرد مالی بالاتری را هم در سودآوری و هم در رشد دارند (اوه و پارک، ۲۰۱۵). با در نظر گرفتن متغیرهای کلان اقتصادی، بانک های متعهد به فعالیت های CSR بیشتر از کشورهایی هستند که رتبه دوم بالاترین نرخ رشد GDP و بالاترین درآمد سرانه را دارند، در حالیکه بانک های با تعهد کمتر به CSR از کشورهایی با بالاترین نرخ رشد GDP و کم ترین درآمد سرانه می باشند (وو و شن، ۲۰۱۳). CSR اثری باورنکردنی بر تولید مالی شرکت دارد که به روش های مختلفی بر عملیات سازمان ها تأثیر می گذارد. CSR شرکت ها را در ایجاد شهرت آنها در جامعه و همچنین در ذهن مشتریان حمایت می کند (مورتزی و همکاران، ۲۰۱۴).

## ۹-۵- اثرات حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت ها و بانک ها

حاکمیت شرکتی با ایجاد تعادل بین اهداف اجتماعی و اقتصادی شرکت شامل برخی ابعاد مانند استفاده کارا از منابع، پاسخگویی در استفاده از توان خود، و رفتار شرکت در محیط اجتماعی آن مرتبط می باشد (سیفی و کراتر، ۲۰۱۱). حاکمیت شرکتی قوی در شرکت ها و از جمله بانک ها، مهم ترین ابزار جلوگیری از فساد محسوب می شود (روشندل، ۱۳۸۷). مهم ترین منافع حاکمیت شرکتی را می توان در گروه های زیر تقسیم بندی کرد:



<sup>1</sup> Corporate financial performance

<sup>2</sup> Return on assets

<sup>3</sup> Return On Invested Capital

## ۵-۱۰- کاهش هزینه سرمایه ای

هزینه ها یک مبحث بسیار مهم در حاکمیت شرکتی تلقی می شود، زیرا اگر هزینه ها افزایش یابد، دیگر نمی توان از منافع ذی نفعان به طور منصفانه حفاظت کرد. در نتیجه اگر ذی نفعان از عملکرد بانک رضایت نداشته باشند، منجر به از بین رفتن اعتماد ذی نفعان به این سیستم می شود و در نهایت رشد نامطلوبی را در بخش مالی و کل اقتصاد شاهد خواهیم بود. مطالعات صورت گرفته نشان می دهد که با ضعف حاکمیت شرکتی، فساد مالی افزایش یافته و به دنبال آن سرمایه گذاری مستقیم داخلی و خارجی کاهش، مخارج دولت افزایش و رشد اقتصادی نیز کاهش می یابد. ایجاد استانداردها و محدودیت های هدفمند جهت هدایت و کنترل بانک های اسلامی، به شیوه ای که بتواند حافظ منافع تمام ذی نفعان شود، باعث کاهش هزینه ها می گردد اجرای حاکمیت شرکتی نرخ هزینه سرمایه بانک ها را از طریق کاهش ریسک مربوط به سهامداران و سپرده گذاران کاهش می دهد، عملکرد عملیاتی آنها را بهبود و باعث افزایش شدت مقاومت بانک ها در برابر شوک های اقتصادی می گردد (روشندل، ۱۳۸۷).

## ۵-۱۱- افزایش عملکرد و کاهش ریسک سرمایه گذاران

اجرای حاکمیت شرکتی در سیستم بانکی به نحو مطلوب باعث افزایش کارایی، کاهش ریسک مالی و افزایش ثبات آنها می شود. در صورت اجرای دقیق حاکمیت شرکتی، تامین مالی بانک ها از منابع داخلی و خارجی تسهیل می گردد، به طوری که وام دهندگان و سرمایه گذاران میل و رغبت زیادی جهت تامین مالی بانک ها پیدا می کنند (روشندل، ۱۳۸۷). در واقع بهبود شاخص های حاکمیتی، پاسخگویی و شفافیت در عملکرد نهادهای مقرراتی را افزایش می دهد. همچنین سازگاری در تصمیم گیری قانون گذاران را افزایش می دهد تمام این اثرات باعث می شود که هزینه دستیابی به اطلاعات توسط بازار مالی کاهش یابد لذا ثبات مالی نیز افزایش می یابد. وجود مقررات حاکمیت شرکتی باعث ایجاد امنیت برای سرمایه گذاران و ممانعت از ایجاد مخاطره اخلاقی شده و همچنین باعث بهبود مدیریت شوک ها در سیستم بانکی می شود (تقوی و همکاران، ۱۳۹۲). برنامه حاکمیت شرکتی موثر یک نوع ابزار قوی ضد فساد و رشوه گیری است. شفاف سازی و افشاء مالی به موقع تاثیر به سزایی بر رشد شبکه بانکی دارد و بر توانایی آنها جهت رقابت با بانکهای بین المللی می افزاید (روشندل، ۱۳۸۷). شواهد نشان می دهند که مؤسسات مالی با سودآوری بیشتر با حاکمیت برتر معمولاً دارایی های واقعی کمتری را در رابطه با مطالبات معوق می پذیرند. می توان اینگونه استدلال کرد که مؤسسات مالی با روش های برتر حاکمیت شرکتی عرضه خود را در دارایی های واقعی مرتبط با اوراق بهادار معوق محدود می کند. همچنین حاکمیت برتر به طور مثبت با مقررات و ذخایر برای جبران دارایی/ وام در مؤسسات مالی رابطه دارد. مطابق با واهلن (۱۹۹۴) و یانگ و همکاران (۲۰۱۲) حاکمیت برتر با افزایش مقررات و ذخایر برای جبران دارایی/ وام ارتباط مثبت دارد که فرضیه هموارسازی در مؤسسات مالی را حمایت می کند. بر اساس آن، مؤسسات مالی سودآور با ساختارهای برتر حاکمیت شرکتی بیشتر در هموارسازی سود<sup>۱</sup> از طریق مدیریت مفید درآمدها و قبول بهتر مقررات و استانداردهای حسابداری درگیر خواهند بود (لی ژائو، ۲۰۱۵). رابطه مثبت بین حاکمیت شرکتی بهبود یافته و قیمت سهام در طی زمان تأیید شده است. کسب و کارهای با حاکمیت بهتر بازده سرمایه بالاتر از نرخ متوسط را نسبت به شرکت های با حاکمیت شرکتی ضعیف دارند (جاود و همکاران، ۲۰۱۳). حاکمیت شرکتی بانک ها را بر اعطای اعتبارات به بخش رهن و میزان مطالبات مشکوک الوصول در طول دوران بحران مالی آزمون نموده است. نتایج حاکی از این است که بانک هایی که دارای مکانیسم حاکمیت شرکتی قوی تری نسبت به سایر بانک ها هستند، شاخص های سودآوری آنها نیز بالاتر است (تقوی و همکاران، ۱۳۹۲).

<sup>۱</sup> نوعی اقدام آگاهانه با هدف طبیعی جلوه دادن سود می باشد که مدیریت می خواهد بدین وسیله به یک سطح مطلوب و مورد نظر از سود دست یابد.

## ۵-۱۲- تخصیص کارآمد سرمایه

هنگامیکه بانک‌ها ساختار حاکمیت خوبی را اجرا می‌کنند، سرمایه را به طور کارآمد تخصیص می‌دهند، بازارها را توسعه می‌دهند و اثرات مثبتی را بر روش‌های حاکمیت شرکت‌های دیگر اعمال می‌نمایند. حاکمیت شرکتی برتر می‌تواند سرمایه پرریسک زیادی را که ارزش بالاتری برای شرکت تولید می‌کند، برانگیزد (روشندل، ۱۳۸۷). همچنین به مدیران کمک می‌کند که بر بهبود عملکرد بنگاه تمرکز کنند. به مدیر عامل یا هیئت مدیره در انتخاب بهترین ابزار برای کنترل منابع کمیاب کمک می‌کند حاکمیت شرکتی نهادها را مجبور به پذیرش مقررات می‌سازد (تقوی و همکاران، ۱۳۹۲). انتظار می‌رود بانک‌هایی با حاکمیت شرکتی مؤثرتر (یعنی بانک‌هایی با نسبت بیشتری از هیئت مدیره‌های مستقل، نقش‌های جداگانه رئیس هیئت مدیره و مدیر ارشد اجرایی و ...) منابع بیشتری را برای فعالیت‌های CSR اختصاص دهند (کارنت و همکاران، ۲۰۱۵).

به طور کلی یک حاکمیت شرکتی خوب همه موارد زیر را موجب خواهد شد: ایجاد ارزش پایدار، راه‌هایی برای دستیابی به اهداف شرکت، افزایش رضایت ذینفعان، مدیریت مؤثر و کارآمد، افزایش اعتبار، اطمینان از مدیریت ریسک کارآمد، فراهم کردن یک سیستم هشدار دهنده در برابر تمام خطرات، اطمینان از پاسخگویی و مسئولیت‌پذیری شرکت، توصیف نقش واحدهای یک شرکت، گسترش کنترل و ممیزی داخلی، اطمینان از استفاده کارآمد از منابع، کنترل عملکرد، توزیع عادلانه مسئولیت، تولید همه اطلاعات ضروری برای ذینفعان، حفظ استقلال هیئت مدیره از مدیریت، تسهیل عملکرد پایدار. آن همچنین در بلندمدت نیز مزایای زیر را برای شرکت دربردارد: افزایش ارزش بازار شرکت، افزایش رتبه شرکت، افزایش قدرت رقابتی، جذب سرمایه گذاران و سهامداران جدید و سهام بیشتر، اعتبار بیشتر و بالاتر، بهبود شرایط انعطاف‌پذیر استقراض از مؤسسات مالی، کاهش نرخ بهره وام و هزینه سرمایه، فرضیت‌های سرمایه‌گذاری جدید، جذب کارکنان یا پرسنل بهتر، دستیابی به بازارهای جدید، بهبود تصویر شرکت، بهبود روحیه کارکنان (سیفی و کراتر، ۲۰۱۱). بنابراین اجرای حاکمیت شرکتی مطلوب در شبکه بانکی می‌تواند مسیر اجرای حاکمیت شرکتی را در سایر بخش‌های اقتصاد هموار سازد (روشندل، ۱۳۸۷).

## ۶- عوامل مؤثر در استقرار صحیح سیستم‌های CG و CSR

یک جامعه عادلانه تنها زمانی ساخته می‌شود که در آن افراد با اقدامات عقلانی متوجه شوند که منافع خود آنها به طور اجتناب‌ناپذیری با منافع دیگران درهم تنیده شده است. بنابراین این فرض که حداکثر کردن ارزش ذینفعان تنها مسئولیت مدیران است بایستی فراموش شود. بعلاوه، حاکمیت شرکتی بایستی متضمن کنترل‌های ریسک فرصت‌طلبی توسط مدیران باشد و همچنین اطمینان دهد که شرکت با مسئولیت‌های اجتماعی‌اش مواجه خواهد شد. مدیران بایستی به درستی تصمیمات استراتژیک خود را بر اساس مصالحه از میان‌انواعی از ملاحظات؛ که ارزش ذینفعان فقط یکی از آنهاست، اتخاذ نمایند. گرچه یکپارچه‌سازی درست درون سیستم‌های حاکمیت شرکتی شرکت‌ها نیازمند مدیران و ذینفعانی می‌باشد که نگرش خود را راجع به مسئولیت‌های شرکت و و چندین فرض در تئوری مدیریت رها کنند (فارر، ۲۰۱۱).

اعضای هیئت مدیره مسئولیت‌نهایی صحت فعالیت‌های عملیاتی و مالی بانک را برعهده دارند. در صورتی که هیئت مدیره موارد ذیل را دنبال کند، حاکمیت شرکتی یک بانک تقویت خواهد شد: نقش نظارتی خویش را به خوبی درک کرده و آن را به کار گیرد، به خصوص در مورد انواع ریسک‌های پیرامون فعالیت‌های بانک، استراتژی اصلی فعالیت تجاری بانک را به تصویب رساند، که شامل تصویب سیاست کلی ریسک و دستورالعمل‌های مدیریت ریسک می‌باشد. نقش وفاداری و وظیفه‌مراقبت از بانک را تحت قوانین ملی و استانداردهای نظارتی اجرا کند. از تعارض منافع و بروز تعارض‌ها در فعالیت‌ها و تعهدات به سایر سازمان‌ها جلوگیری نماید. زمان و انرژی کافی جهت اجرای مسئولیت‌ها قرار دهد. هیئت مدیره را به شیوه‌ای (همچون اندازه) سازماندهی کند که کارایی و تصمیمات استراتژیک واقعی بهبود یابد. همچنان که بانک به لحاظ اندازه و پیچیدگی رشد پیدا می‌کند، سطح مناسبی از اجرای فعالیت‌ها را توسعه و حفظ کند. به صورت دوره‌ای، اثربخشی برنامه‌های حاکمیت شرکتی مربوط به خودشان، همچون انتخاب اعضای هیئت مدیره و مدیریت تعارض منافع را ارزیابی و به شناسایی نقاط ضعف و تغییرات مورد نیاز بر اساس آن بپردازد. مدیران اجرایی کلیدی را انتخاب و بر فعالیت‌های آنها نظارت و در صورت لزوم آنها را جا به جا

کند. جلسات منظمی با مدیریت ارشد و حسابرسان داخلی برگزار نموده تا سیاست ها را مورد ارزیابی و میزان دستیابی به اهداف شرکت را بررسی نماید. صحت و سلامت فعالیت های بانک را ارتقاء دهد و محیط پیرامون بانک را درک و اطمینان حاصل کند که بانک یک ارتباط موثر با مقامات نظارتی برقرار کرده است (روشندل، ۱۳۸۷).

گزینه هایی که حکومت ها به منظور ترویج مسئولیت پذیری شرکتی و دستیابی به توسعه پایدار دارند، از بی تحرکی و رهاسازی تا دخالت مستمر و قانون گذاری است. سیاست هایی که عموماً از سوی حکومت ها اتخاذ می شود، از طریق اخذ مالیات و اعمال مقررات برای محدود کردن آثار سر ریز منفی، یا از طریق اتخاذ سیاست های تشویقی و پرداخت یارانه برای فعالیت هایی است که دارای آثار سر ریز مثبت هستند و الزام شرکت ها به مشارکت در هزینه های عمومی است که به منظور اصلاح شکست و نواقص بازار اتخاذ می شوند (امیدوار، ۱۳۸۷). پژوهش ها نشان می دهند که برای تبدیل شدن به یک بانک پاسخگوی اجتماعی بایستی نگرش مدیریت ریسک، اخلاقیات کسب و کار و مسئولیت اجتماعی شرکت ها از طریق مدیریت درون افراد و فرآیندها برقرار شود، محصولات مالی پیچیده از طریق مدیریت درونی افراد و مدیریت خارجی موقعیت اقتصادی برای منافع ذینفعان درک شود و حقوق مشتریان با راه اندازی کانال هایی برای رسیدگی به شکایات مشتریان حمایت گردد (وانگ، ۲۰۱۵).

CSR بایستی در زمینه آنچه که شرکت برای دستیابی به آن تلاش می کند استراتژی گونه طراحی شود، که با در نظر گرفتن انتظارات بازیگران خاص، صنعت و دیگر سطوح مرجع رقابتی (برای مثال گروه استراتژیک) همراه باشد. یک چنین رویکردی برای قرار دادن CSR درون استراتژی به روشی که اهمیت واقعی کسب و کار را برای شرکت منعکس کند، حیاتی می باشد. قرار دادن CSR در هدف اساسی شرکت - مأموریت آن - لزوماً بدون بازتاب صحیح و درک محیط اتفاق نمی افتد (گالبریت، ۲۰۰۸). رسانه ها و مطبوعات اقتصادی نیز با ایجاد آگاهی، نقشی بسیار مهم در توسعه حاکمیت و مسئولیت شرکتی مطلوب و مؤثر در میان شرکت ها و سازمان ها ایفا می نمایند و ابزاری بسیار مؤثر برای آموزش تجار و سرمایه گذاران و کمک به بهبود فضای کسب و کار به شمار می روند. بنابراین توجه خبرنگاران و اصحاب رسانه به حاکمیت و مسئولیت شرکتی که امروزه در اقتصاد جهانی اهمیت و جایگاه ویژه ای یافته اند و نقش آن ها در تعیین مسیرها و چارچوب های کاری بنگاه های تجاری، عامل مؤثری در استفاده از این چارچوب ها و توسعه آنها خواهد بود.

## ۷- نتیجه گیری

با عنایت به نقش بی بدیل مؤسسات مالی و بانک ها به عنوان موتور محرک رشد اقتصادی، پیش شرط ارتقای کارایی و اثربخشی نظام تأمین مالی، ایجاد بستر رقابتی سالم میان آن هاست. پژوهش ها نشان می دهد که CSR یک عنصر کلیدی در کسب و کارهای امروزی و مدل های CG نیز برای پایداری بلند مدت ضروری می باشد. همان طور که بیان گردید CG و CSR رابطه نزدیکی با هم دارند و به عنوان ابزار هایی برای دستیابی به اهداف یکدیگر عمل می نمایند. این سیستم ها به سلامت بازار و کارایی اقتصادی کمک می کنند و در کوتاه مدت و بلند مدت مزایای زیادی را به ویژه در مؤسسات مالی به همراه دارند، از جمله کارکردهای مسئولیت اجتماعی شرکت ها در بانک ها و مؤسسات مالی می توان به تمایز نام تجاری و دستیابی به شهرت، افزایش مشارکت کارکنان، تسریع در عملی کردن ایده های نو، ایجاد ارزش و مزیت رقابتی اشاره کرد. از طرفی استقرار حاکمیت شرکتی نیز موجب تخصیص کارآمد سرمایه، کاهش ریسک و هزینه سرمایه ای اشاره کرد که همه این عوامل موجب افزایش عملکرد بانک ها و مؤسسات می گردد. از این رو امروزه این مفاهیم در کشورهای توسعه یافته و کشورهای با اقتصاد باز به شدت از سوی تمام بازیگران چون حکومت ها، شرکت ها، جامعه مدنی، سازمان های بین المللی و مراکز علمی دنبال می شود.

## منابع

۱. امیدوار، ع. (۱۳۸۷). ترویج مسئولیت اجتماعی شرکت ها، تکمیل کننده و جایگزین سیاست ها و وظایف دولت (سیاست گذاری حکومت در ترویج مسئولیت اجتماعی شرکت ها)، پژوهشکده تحقیقات استراتژیک، ۲۱، ۸۷-۹

۲. تقوی، م و احمدیان، ا و کیانوند، م. (۱۳۹۲). تحلیلی بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر ثبات سیستم بانکی کشورهای در حال توسعه (با تأکید بر شاخص مالکیت بانک ها)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۹، ۶۶-۴۵
۳. روشندل، م. (۱۳۸۶). راهکارهای بومی سازی حاکمیت شرکتی موثر در نظام بانکداری ایران، اداره مطالعات و مقررات بانکی، ۱-۲۸
۴. خلیلی، م. (۱۳۸۷). اقدام ها و ابتکارهای مدیران صنعت کشور برای ارتقاء مسئولیت اجتماعی شرکت ها، پژوهشکده تحقیقات استراتژیک، ۲۱، ۱۵۰-۱۳۱
۵. خلیلی، م و ساسانی، ح. (۱۳۸۷). جایگاه مسئولیت اجتماعی در حاکمیت شرکتی، پژوهشکده تحقیقات استراتژیک، ۲۱، ۱۷۲-۱۵۱
۶. عطاءاللهی، ل و راستی، م. (۱۳۹۲). نظام حاکمیت شرکتی و جایگاه آن در سیستم بانکی، نشریه بانک سپه، ۱۴۵، ۴۰-۳۵
۷. فردوسی، ف. (۱۳۹۳). پیشگفتاری بر ضرورت استقرار حاکمیت شرکتی در نظام بانکی با تأکید بر آسیب شناسی نظام بانکداری بدون ربا، مجله اقتصادی، ۱۱ و ۱۲، ۵۸-۳۹
8. Adegbola, E. (2014). Corporate social responsibility as a marketing strategy for enhanced performance in the Nigerian banking industry: A granger causality approach. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 164: 141-149
9. Cornett, M. M. & Erhemjants, O. & Tehranian, H. (2015). Greed or Good Deeds: An Examination of the Relation between Corporate Social Responsibility and the Financial Performance of U.S. Commercial Banks around the Financial Crisis, 1-67
10. Fernandez, M. R. (2015). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance, *BRQ Business Research Quarterly*, 40: 1-15
11. Fontaine, M. (2013). Corporate Social Responsibility and Sustainability: The New Bottom Line?, *International Journal of Business and Social Science*, 4: 110-119
12. Furrer, O. (2011). Integrity and corporate governance: controlling managers and meeting corporate social responsibilities, *Palgrave-Macmillan*, 480-497
13. Galbreath, J. (2008). Building corporate social responsibility into strategy, *Emerald Group Publishing*, 21: 109-127
14. Javed, M. & Saeed, R. Lodhi, R. N. & Malik, Q. U. Z. (2013). The Relationship between Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance: A Case of Pakistan, *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 3: 34-45
15. Jizi, M. I & Salama, A. & Dixon, R. & Stratling, R. (2013). Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from the US Banking Sector. *Springer Science+Business*, 1-15
16. Lei Gao, A. Z. (2015). Corporate governance and performance of financial institutions, *Journal of Economics and Business*, 1-47
17. Monsuru, A. F. & Abdulazeez, A. F. (2014). The effects of corporate social responsibility activity disclosure on corporate profitability: Empirical evidence from Nigerian commercial banks, *Journal of Economics and Finance*, 2: 17-25
18. Murtaza, I. A. & Akhtar, N. & Ijaz, A. & Sadiqa, A. (2014). Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Financial Performance: A Case Study of Pakistan, *International Review of Management and Business Research*, 3: 1914-1927
19. Oh, W. & Park, S. (2015). The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance in Korea, *Emerging Markets Finance and Trade*, 51: 85-94
20. The 3Cs for Responsible Banking in Asia and the Pacific: Corporate Governance, Corporate Social Responsibility and Corporate Sustainability, 2014, publish in Thailand, *Business Advisory Council*, 1-41
21. Paryani, M. A. (2011). Corporate Social Responsibility, the Role of Stakeholders and Sustainable Development "A Case Study of Pakistan", 1-34
22. Rahim, M. M. (2013). Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Corporate Regulation, *Springer*, 13-46
23. Seifi, Sh. & Crowther, D. (2011). Corporate Governance and International Business, *Ventus Publishing ApS*, 1-122
24. Scholtens, B. (2008). Corporate Social Responsibility in the International Banking Industry, *Journal of Business Ethics*, 86:159-175
25. Wong, H. (2015). Corporate Social Responsibility Practices in Banking Industry, *Journal of Management Research*, 7: 205-221
26. Wu, M. W. & Shen, C. H. (2013). Corporate social responsibility in the banking industry: Motives and financial performance, *Journal of Banking & Finance*, 37: 3529-3547

## چالش تحول اداری جهت استقرار سامانه‌های مدیریت در شهرداری تهران

حمید نظری

کارشناس ارشد مدیریت اجرایی، دانشگاه تهران، مسئول واحد بهداشت، ایمنی و محیط زیست (HSE-MS)

شهرداری منطقه ۱۳ تهران، تهران

nazarihamid15@yahoo.com

### چکیده

یکی از چالش‌های شهرداری تهران در استقرار سامانه‌های مدیریتی تحول اداری متناسب با سامانه می‌باشد. مسئله تحقیق بررسی تأثیر مدل‌های کاربردی تحول اداری و مدیریت تغییر در استقرار سامانه‌های مختلف جهت مدیریت شهری در شهرداری تهران پرداخته می‌باشد که در این مقاله به بررسی آن پرداخته می‌شود و هدف از آن بررسی چالش تحول اداری جهت افزایش اثربخشی و کارایی استقرار سامانه‌های مختلف در شهرداری تهران است. بدین منظور ابتدا به بررسی مدل‌های مطرح در مدیریت تغییر و تحول اداری نظیر جری پوراس، VSM و MIT 90 پرداخته می‌شود. سپس سه سامانه مدیریت محیط زیست (مطابق الزامات استاندارد بین‌المللی ISO 14001:2004)، مدیریت آموزش (مطابق الزامات استاندارد بین‌المللی ISO 10015:1999) و مدیریت بهداشت، ایمنی و محیط زیست (HSE-MS) مطرح در شهرداری تهران و چالش تحول اداری بررسی می‌گردد. در نهایت جمع‌بندی مزایای استفاده از مدل‌های مذکور جهت تحول اداری ساختار یافته هنگام طراحی و استقرار سامانه مدیریتی در شهرداری تهران صورت می‌گیرد.

کلمات کلیدی: چالش تحول اداری، استقرار سامانه‌های مدیریت در شهرداری

### مقدمه

شهرداری تهران به منظور دستیابی به اهداف یکپارچه مدیریت توسعه پایدار شهری اقدام به طراحی و استقرار سامانه‌های مدیریتی متعدد نموده است. از نمونه این سامانه‌ها می‌توان به سامانه مدیریت پروژه، سامانه مدیریت آموزش و سامانه مدیریت بهداشت، ایمنی و محیط زیست اشاره نمود. مسئله تحقیق بررسی تأثیر مدل‌های مدیریتی تحول اداری در هنگام طراحی و استقرار این سامانه‌ها در شهرداری می‌باشد. عدم تحول اداری باعث عدم دستیابی کامل به اهداف اصلی این سامانه‌ها که مدیریت یکپارچه توسعه پایدار شهری است می‌گردد. تفاوت رفتار سازمانی شهرداری‌های مناطق مختلف تهران در تحول اداری، خود بزرگترین چالش شهرداری تهران محسوب می‌شود که ریشه آن در مدیریت همزمان با دو سبک متمرکز و غیر متمرکز است. این تحقیق از سه بخش اصلی تشکیل شده است.

در بخش اول مدل‌های جری پوراس، VSM و MIT 90 و اجزای این مدل‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. اجزای این مدل‌ها که نقش مشابه در تحول اداری ایفا می‌کنند شامل استراتژی، ساختار و تنظیمات سازمانی، عوامل اجتماعی، تکنولوژی، محیط و مهارت‌ها و نقش شخصی افراد است.

در بخش دوم شرایط طراحی و استقرار سامانه مدیریت آموزش در مناطق ۲۲ گانه شهرداری تهران و سامانه بهداشت، ایمنی و محیط زیست در ۱۰ منطقه و همچنین چالش تحول اداری در طراحی و استقرار سامانه‌های مدیریتی در شهرداری تهران مورد بررسی قرار گرفته است. در قسمت سوم، جمع‌بندی نشان می‌دهد که تحول اداری نظام‌مند و ساختار یافته در



هنگام طراحی و استقرار سامانه مدیریتی در شهرداری باعث افزایش کارایی، بهره‌وری و اثربخشی آن جهت دستیابی به اهداف توسعه پایدار شهری می‌گردد.

## ۱- تحول اداری و کاربرد مدل‌ها

در این بخش سه مدل کاربردی جهت مدیریت تحول و همچنین مهندسی مجدد که می‌تواند در استقرار اثربخش و پایدار سامانه‌های مدیریتی در سطح شهرداری تهران دارای کاربرد باشد مورد بررسی قرار می‌گیرد. سه مدل جری پوراس، VSM و MIT 90 در این بخش مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

### ۱-۱- ویژگی‌های مدل جری پوراس

در مدل جری پوراس (تجزیه و تحلیل جریان) پارامترهای زیر در جریان تغییر و تحول به عنوان عوامل اثرگذار بر محیط کاری مطرح می‌شوند:

- تنظیمات سازمانی
- عوامل اجتماعی
- تکنولوژی
- محیط فیزیکی.

با توجه به ابعاد مطرح در این مدل، مشاهده می‌شود که هنگام طراحی و استقرار یک سامانه مدیریتی در حوزه شهرداری جهت اطمینان از مدیریت تغییر و تحول به منظور افزایش اثربخشی و کارایی سامانه جدید، رعایت موارد زیر امری ضروری است.

تنظیمات سازمانی یکی از بزرگترین چالش‌ها هنگام طراحی و استقرار یک سامانه جدید در شهرداری تهران است. از آنجا که در اکثر موارد ایده ایجاد هر سامانه توسط یک نهاد در شهرداری صورت می‌پذیرد در اکثر مواقع تغییرات مورد نیاز ساختار سازمانی که می‌بایست توسط اداره تشکیلات و آموزش شهرداری تهران مورد تأیید و ابلاغ قرار گیرد همزمان با طراحی سامانه جدید صورت نمی‌پذیرد. این امر منجر به کاهش شدید قدرت تصمیم‌گیری و عملیاتی مجریان سامانه در مناطق می‌گردد و به عبارتی یکی از بزرگترین عوامل کاهنده اثربخشی سامانه مدیریتی جدید محسوب می‌شود.

همچنین تعیین بودجه نیز یکی از عوامل بسیار مهم و تأثیرگذار در تنظیمات سازمانی به حساب می‌آید. تجربه استقرار هر سه سامانه نشان می‌دهد که تعیین کد بودجه عملیاتی برای این سه سامانه پس از زمان طراحی و استقرار آنها در شهرداری صورت گرفته است. در این حالت یکی از چالش‌های مجریان هر سامانه در مناطق شهرداری، عدم استفاده از بودجه تخصیص یافته برای پروژه‌های بهبود مستمر این سامانه‌ها می‌باشد که خود مانع از اثربخشی و کارایی و پویایی سامانه می‌گردد. همچنین این موضوع باعث عدم انگیزش نیز در افراد گردیده و امکان استفاده از سیستم انگیزشی را نیز از مجریان سلب می‌نماید و در حقیقت دو عامل تأثیرگذار بر تحول اداری استقرار سامانه مدیریتی، کارایی و پویایی خود را در زمان استقرار از دست می‌دهند.

عوامل اجتماعی در استقرار سامانه مدیریتی نقش بسیار پر اهمیتی را ایفا می‌نماید. عدم توجه به فرهنگ سازی در مناطق مختلف شهرداری و یکسان نبودن فرهنگ افراد خود مانع از طراحی و استقرار سامانه‌های مدیریتی با هدف توسعه پایدار می‌شود. به عنوان مثال هنگام استقرار سامانه مدیریت محیط زیست و سامانه مدیریت بهداشت، ایمنی و محیط زیست (HSE-MS) در مناطق مختلف شهرداری رفتار اجتماعی متفاوتی در برابر الزامات این سامانه‌ها رخ می‌دهد. در صورت برنامه‌ریزی منسجم جهت برگزاری آموزش‌های شهروندی در سرای محله‌ها می‌توان تأثیر زیادی در برقراری تعادل فرهنگی جامعه در سطح مناطق مختلف شهرداری ایجاد نمود و این مهم خود باعث افزایش اثربخشی اجرای سامانه مدیریتی می‌گردد. یکی دیگر از چالش‌های مطرح در این مرحله عدم استانداردسازی و یکسان‌سازی اهداف آموزش‌های مردمی مرتبط با سامانه‌ها می‌باشد و به عبارتی اهداف آموزشی متفاوت، تفاوت رئوس آموزشی و تفاوت نگرش اساتید خود باعث عدم یکسان سازی سطح فرهنگ

استقرار سامانه در مناطق مختلف می‌گردد. این موضوع دستیابی به اهداف توسعه پایدار شهری در شهرداری تهران را دچار اختلال می‌نماید.

تکنولوژی یکی دیگر از عوامل موثر بر تغییر و تحول اداری جهت تکمیل چرخه طراحی، استقرار، اجرا و بهبود یک سامانه مدیریتی است. تکنولوژی از چهار منظر قابل بررسی است که عبارتند از نرم‌افزار، سخت‌افزار، سازمان‌افزار و انسان‌افزار (یا دانش-افزار). یکی از چالش‌های مهم در استقرار یک سامانه مدیریتی ابعاد تکنولوژیکی مرتبط با آن سامانه می‌باشد. این مهم از عدم ایجاد ارتباط بین اهداف سامانه و استراتژی تکنولوژی آغاز شده و تا مرحله بومی سازی تکنولوژی ادامه پیدا می‌کند. به عبارتی در هنگام تعیین خط مشی، استراتژی، اهداف راهبردی، بلند مدت و میان مدت کمتر به ارتباط و نقش تکنولوژی‌های مورد استفاده و میزان تأثیر آن بر سامانه پرداخته می‌شود. از جمله موارد قابل اشاره می‌توان به عدم استقرار کامل، اثربخش، پویا و کارای سامانه آموزش‌های مجازی در مناطق مختلف شهرداری اشاره کرد و این در حالیست که مطابق الزامات سامانه مدیریت آموزش مستقر در مناطق ۲۲ گانه شهرداری تهران (مطابق الزامات استاندارد بین‌المللی ISO 10015:1999) یکی از مهم‌ترین روش‌های آموزش، آموزش از راه دور و مجازی می‌باشد. موضوع عدم سیاستگذاری در حوزه تکنولوژی در بیانیه‌های خط مشی سامانه مدیریت آموزش اکثر مناطق شهرداری تهران قابل مشاهده است. همچنین در سایر سامانه‌ها نیز کمتر به تکنولوژی‌های نوین و جایگزین پرداخته می‌شود.

## ۱-۲- کاربرد مدل VSM

از مدل VSM جهت طراحی و استقرار اثربخش، کارا و پویای سامانه مدیریتی در سطح مناطق مختلف شهرداری تهران می‌توان استفاده نمود. در این مدل از ۵ سطح سیستم می‌توان جهت تحول اداری استفاده کرد که نقش بسیار مهمی در استقرار سامانه‌های مدیریتی ایفا می‌نمایند. این ۵ سیستم عبارتند از:

سیستم ۵ مغز بالایی:

با توجه به چشم‌انداز شهرداری تهران مبنی بر تغییر نگاه خدماتی به اجتماعی در شهرداری تهران و ایجاد مدیریت ناحیه‌ای و محله‌ای و گرداندن محلات توسط شهروندان این نگاه سیستمی در حوزه شهردار و معاونت امور مناطق شهرداری تهران بوجود آمد. این تغییر و تحول رویکرد تأثیر بسیار زیادی بر افزایش اثربخشی و کارایی سامانه‌های مدیریتی و توسعه فرهنگ اجتماعی و مشارکت مردم ایفا می‌نماید.

سیستم ۴ مغز میانی:

در این مرحله با الگو برداری از استانداری‌ها و اهمیت دادن به بخش‌داری‌ها در حالیکه حکم آنها توسط وزیر کشور صادر می‌گردد و همچنین با نشست‌هایی با شورایاران توسط حوزه معاونت اجتماعی و فرهنگی، ایجاد سرای محلات و مدیریت ناحیه-ای و محله‌ای شبیه سازی گردید.

سیستم ۳ مغز پایه:

هنگام طراحی سامانه مدیریتی، اداره کل تشکیلات و آموزش می‌تواند چارت سازمانی مربوطه را با نشست‌هایی که با مناطق انجام می‌دهد نهایی نموده و جهت اجرا بصورت پایلت در یک ناحیه از هر منطقه ابلاغ نماید و بر اساس نیازهای آموزشی مشخص شده، دوره‌های آموزشی مربوطه را برگزار نموده و ستادی جهت کنترل و ارزیابی ایجاد نماید. این مهم میزان اثربخشی و پویایی مرحله استقرار و بهبود یک سامانه را افزایش می‌دهد.

سیستم ۲ اعصاب:

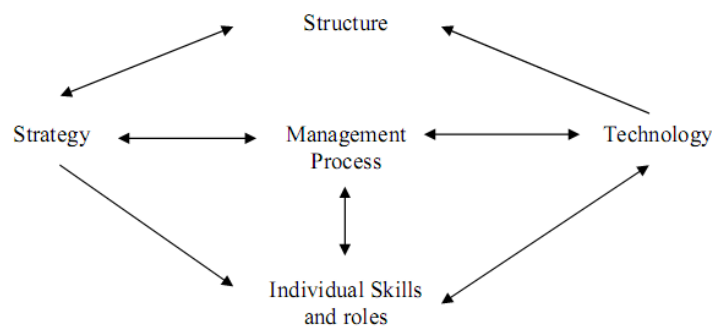
با توجه به نتایج پایش، اندازه گیری و تحلیل اثربخشی و همچنین همفکری با مدیران مناطق، طرح سامانه مدیریتی نهایی گردیده و به کل مناطق ونواحی تسری داده می‌شود و جهت تداوم آن نیز به صورت ارزیابی‌های ادواری و بازدیدها توسط ستاد ناحیه محوری، طرح بهبود می یابد.

سیستم ۱ ماهیچه و اعضا:

نقش واحدهای کاری شامل سرای محلات، نواحی، مناطق، تشکیلات و آموزش در سامانه جدید تعیین گردیده و عملیات اجرایی توسط کارکنان نواحی مناطق مختلف انجام می‌گیرد.

### ۱-۳- کاربرد مدل MIT 90

مدل MIT 90 جهت مدیریت تغییر در شکل شماره ۱ نشان داده شده است.



شکل (۱) : مدل MIT 90

- همانطور که در شکل نشان داده شده است فرآیند مهندسی مجدد، تغییر و تحول شامل قسمت‌های زیر می‌باشد:
- استراتژی: جهت هرگونه مهندسی مجدد، تغییر و تحول لازم است که راهبرد و استراتژی این تغییر و تحول مشخص گردد. کلیه سامانه‌های مدیریتی مطرح در شهرداری تهران دارای اهداف بلند مدت و کوتاه مدت می‌باشند که جهت افزایش اثربخشی استقرار آنها می‌توان ارتباط بین استراتژی تغییر و تحول و اهداف سامانه ایجاد نمود.
  - ساختار: تغییر به موقع ساختار اداری و سازمانی توسط اداره تشکیلات و آموزش شهرداری در زمان طراحی یک سامانه نقش بسیار مهمی در ایجاد و استقرار سامانه ایفا می‌نماید. در صورت عدم تغییر ساختار در زمان طراحی سامانه، اجرای سامانه با چالش تغییر و تحول مواجه می‌شود.
  - تکنولوژی: اثر تکنولوژی در تغییر و تحول در مدل جری پوراس و مدل MIT 90 مشترک می‌باشد که در تحلیل مدل جری پوراس به طور کامل مورد بررسی قرار گرفت.
  - مهارت‌ها و نقش‌های فردی: در این مدل اهمیت نقش افراد و مهارت‌های فردی در مدیریت تغییر و تحول از اهمیت زیادی برخوردار است. هنگام طراحی یک سامانه مدیریت می‌بایست نقش، مسئولیت و اختیارات افراد تعیین شده و سپس بر اساس آن نیاز آموزشی جهت ارتقای توانمندی افراد تعیین شود. سپس اداره تشکیلات و آموزش بر اساس نیاز آموزشی تعیین شده اقدام به تعیین اهداف آموزشی، سرفصل‌ها و همچنین اساتید مناسب می‌نماید. این امر به شهرداری‌های مناطق کمک می‌نماید تا توانمندی منابع انسانی لازم برای دستیابی به اهداف سامانه جدید را افزایش دهند. یکی از چالش‌ها عدم تعیین ساختار جدید، مسئولیت و اختیارات و نقش افراد و

عدم نیازسنجی آموزشی هنگام طراحی سامانه‌های جدید می‌باشد که اثربخشی، کارایی و پویایی اجرای عملیاتی سامانه جدید را به شدت کاهش می‌دهد.

## ۲- سامانه‌های مدیریتی استقرار یافته

در این بخش مباحث مشترک میان سه سامانه مدیریتی مستقر در سطح مناطق شهرداری تهران و الزامات مرتبط با تحول اداری در آنها مورد بررسی قرار می‌گیرد. این سه سامانه به ترتیب عبارتند از: مدیریت محیط زیست (مطابق الزامات استاندارد بین‌المللی ISO 14001:2004)، مدیریت آموزش (مطابق الزامات استاندارد بین‌المللی ISO 10015:1999) و مدیریت بهداشت، ایمنی و محیط زیست (HSE-MS) سامانه مدیریت آموزش.

### ۲-۱- خط مشی و اهداف سامانه‌ها

یکی از الزامات مشترک در میان سامانه‌های استقرار یافته در کلیه مناطق شهرداری تهران خط مشی و اهداف بلند و کوتاه مدت سامانه می‌باشد که ارتباط مستقیم با تحول اداری و ساختاری شهرداری تهران دارند. خط مشی و اهداف بلند و کوتاه مدت زیست محیطی مستلزم تغییرات و تحول در استراتژی سازمان می‌باشد. جهت مدیریت تحول در استراتژی، خط مشی و اهداف می‌توان از مدل‌های کاربردی مدیریت تغییر و تحول استفاده نمود. این تغییرات می‌تواند با استفاده از تنظیمات سازمانی در مدل جری پوراس، سیستم ۵ مغز بالایی مدل VSM و استراتژی مدل MIT 90 صورت پذیرد.

### ۲-۲- ساختار و مسئولیت

یکی دیگر از الزامات مشترک در میان سامانه‌ها تغییرات ساختار سازمانی، نقش، شرح مسئولیت و اختیارات می‌باشد که پس از طراحی و اجرای اولیه سامانه از اداره تشکیلات و آموزش شهرداری تهران به مناطق ابلاغ می‌شود و با تحول اداری و ساختاری شهرداری تهران دارای ارتباط می‌باشد. جهت مدیریت تحول در ساختار و مسئولیت‌ها می‌توان از مدل‌های کاربردی مدیریت تغییر و تحول استفاده نمود. این تغییرات می‌تواند با استفاده از تنظیمات سازمانی در مدل جری پوراس، سیستم ۱ ماهیچه و اعضا در مدل VSM و نقش و مهارت‌های فردی و فرآیند مدیریت مدل MIT 90 صورت پذیرد.

### ۲-۳- عملیات اجرایی سامانه‌ها

عملیات اجرایی یکی دیگر از الزامات مشترک در میان سامانه‌ها می‌باشد و عدم هماهنگی تحول اداری با مراحل طراحی و استقرار سامانه منجر به کاهش شدید کارایی و اثربخشی و میزان دستیابی به اهداف سامانه می‌گردد. جهت مدیریت تحول در عملیات اجرایی می‌توان از مدل‌های کاربردی مدیریت تغییر و تحول استفاده نمود. این تغییرات می‌تواند با استفاده از عوامل اجتماعی و تکنولوژیکی در مدل جری پوراس، سیستم ۳ مغز پایه مدل VSM و ساختار، نقش و مهارت‌های فردی و فرآیند مدیریت مدل MIT 90 صورت پذیرد.

## ۳- نتیجه

با توجه به نکات و الزامات مشترک در میان سامانه‌های استقرار یافته در مناطق مختلف شهرداری و کاربرد سه مدل جری پوراس، VSM و MIT 90 می‌توان مدیریت تحول ساختار یافته‌ای را جهت استقرار یک سامانه مدیریتی جدید طرح ریزی نمود. کاربرد مدل‌های مذکور در موارد زیر قابل اجرا می‌باشد:

- تنظیمات سازمانی در مدل جری پوراس و سیستم مغز بالایی مدل VSM و استراتژی مدل MIT 90 جهت تدوین استراتژی، خط مشی، اهداف بلند و کوتاه مدت سامانه،

- تنظیمات سازمانی در مدل جری پوراس، سیستم ماهیچه و اعضا در مدل VSM و نقش و مهارت‌های فردی و فرآیند مدیریت مدل MIT 90 جهت تعیین ساختار سازمانی جدید، نقش، شرح مسئولیت و اختیارات افراد در سامانه جدید،
  - عوامل اجتماعی و تکنولوژیکی در مدل جری پوراس، سیستم مغز پایه مدل VSM و ساختار، نقش و مهارت-های فردی و فرآیند مدیریت مدل MIT 90 در عملیات اجرایی سامانه نقش موثری ایفا می‌کنند. کاربرد مدل‌های مطرح شده باعث افزایش اثربخشی و کارایی سامانه می‌گردد.
- اداره تشکیلات و آموزش شهرداری و سایر نهادهای مرتبط می‌توانند با استفاده از مدل‌سازی مدیریت تحول اداری افزایش کارایی، پویایی و اثربخشی استقرار سامانه‌های مدیریتی در حوزه شهرداری تهران را فراهم آورند.

## منابع

۱. فرشید اسکندری، به کارگیری عملی مدل‌های تحول سازمانی در بانک صادرات، بانک، ۱۳۸۹
۲. محمود پیامبرزاده، فرهنگ سازمان و اثربخشی سازمانی، توسعه صادرات، سال سیزدهم، شماره ۱۹، مرداد ۱۳۸۸
۳. دکتر مسعود پورکیانی- نسرين پيرمرادی، توانمندسازی و تحول سازمانی
۴. مصطفی رضایی راد- سمیرا پور- فاطمه خریدار، مدیریت تحول و نوآوری‌های سازمانی در شرایط عدم قطعیت بر شاخص‌های رفتاری کارکنان، دومین کنفرانس مدیریت اجرایی، ۱۳۹۰
۵. دکتر محمود آقا حسینعلی شیرازی، حجت طاهری گودرزی، اکبر قنواتی، رابطه بین زیر سیستم تحول سازمانی در سازمان یادگیرنده با هوش سازمانی در شرکت مخابرات استان خوزستان، فراسوی مدیریت، سال پنجم، شماره ۱۸، پاییز ۱۳۹۰
۶. استاندارد ملی ایران، سیستم‌های مدیریت زیست محیطی، مرداد ۱۳۷۷
7. Sam Falk, Organizational Evolution Organizational Evolution in a 'Boundaryless' Organization, Massachusetts Institute of Technology, 2003.



فصلنامه علمی تخصصی پژوهش  
در حسابداری و علوم اقتصادی  
سال دوم، شماره دو، بهار ۱۳۹۷

## 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 ۲۰ ۲۴ ۸۷  
☎ ۰۲۶ ۳۴ ۴۳ ۶۹ ۵۹  
☎ ۰۲۱ ۴۳ ۸۵ ۷۱ ۲۴