فهرست مطالب

نقش ماکیاولیسم، دستکاری هیجانی و تسلط اجتماعی در بیش نمایی سود: آزمون نظریه سلسله مراتب ارشد **۱**
حسن صادق پور، بهمن بنی مهد، مهدی مرادزاده فرد، بهرام همتی
امکان سنجی حق بازفروش کالا در بورس کالای ایران با مطالعه تطبیقی در نظام حقوقی ایران و کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا (۱۹۸۰) **۲۱**
مهدی حاجی غلام سریزدی، مهدی ناظمی اردکانی، علی‌اکبر جعفری ندوشن
تاثیر گزارشگری یکپارچه بر مولفه های ارزش‌آفرینی شرکت‌ها **۴۱**
حسن ابوالفتحی، نوروز نوراله زاده، سیده محبوبه جعفری، نگار خسروی پور
اثر عوامل مدیریت ریسک بنگاه بر کیفیت گزارشگری مالی با نقش تعاملی حاکمیت شرکتی **۷۵**
ابوالفضل باباجانی، سعید جبارزاده کنگرلوئی، جمال بحری ثالث، عسگر پاک مرام
مقایسه قدرت توضیح‌دهندگی مدل‌های خطی و غیرخطی به منظور پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام **۱۱۱**
عباس ادهم، محمد مرفوع، محمد حسن ابراهیمی سرو علیا
تحلیل هیات‌داوری سازمان بورس در آیینه اصول دادرسی منصفانه **۱۴۱**
آیت مولائی، علیرضا علی محمدیان
بکارگیری رویکرد گشتاور جزئی پایینی چند دوره‌ای در بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری و تأثیر گشتاورهای مختلف بر عملکرد سبد سرمایه‌گذاری **۱۶۷**
سید رضا میرعسکری، حمید حسینی نساز
بازارسرمایه نوین در پرتو قانون برنامه ششم توسعه (کارکردسنجی فناوری بلاکچین در بازارسرمایه) **۱۹۷**
مهدی مددی، قاسم شفیعی
ویژگی‌های حسابرس و خرید اظهارنظر حسابرسی **۲۲۵**
کبیر صابر مبصّر، محمدرضا وطن پرست، کیهان آزادی، مهدی مشکی میاوقی
مطالعه‌ای پیمایشی در خصوص افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی **۲۴۵**
لاله شهبازی، دکتر احمد مرکزمالمیری، عرفان شمس، عبدالرضا برزگر
افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و کوته‌بینی مدیریتی **۲۶۹**
حسن ولیان، مهدی صفری گرایلی، یاسر رضائی پیته نوئی
تأثیر آستانه‌ای قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی **۲۹۷**
علی تامرادی، ابراهیم عباسی، رضا رستمی‌نیا
ارزیابی نقش سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران و بهبود کیفیت اطلاعات مالی در کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه **۳۲۱**
محمد حسنی، مریم جباروند بهروز
تدوین الگوی مفهومی نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار با رویکرد حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران **۳۴۷**
فرانک مفاخری نیا، جعفر جمالی، علی سعیدی

Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 1-20

Effect Social Dominance, Machiavellianism and Emotional Manipulation on Earnings Overstatement: A test of Upper Echelons Theory[1]

Hassan Sadeghpour[2], Bahman Banimahd[3], Mehdi Moradzadeh Fard[4], Bahram Hemati[5]

Received: 2021/06/23
Accepted: 2021/11/16

Research Paper

Abstract

Earning overstatement is actually one of the forms of earnings management whereby the entity's management tries to avoid reporting losses. The purpose of this study is to investigate the effect of psychological variables such as Social Dominance, Machiavellianism and Emotional Manipulation on Earning Overstatement by using of upper echelons theory. In this theory, organization's performance is a function of the top managers' characteristics. In this study, the research hypotheses is tested on the basis of structural equations. For this purpose, We is select a sample of 401 accounting experts, accounting chiefs and financial managers of the Tehran stock exchange listed firms. Theoretical foundations of the research were collected through library studies and research data were collected through a questionnaire. The results of this study show that Social Dominance, Emotional Manipulation and Machiavellianism have a positive effect on Earnings Overstatement. Machiavellianism, on the other hand, has a direct effect on Social Dominance and Emotional Manipulation. Also, Machiavellianism indirectly and positively affects Earnings overstatement through Social Dominance and Emotional Manipulation. These results can have important implications for accounting and finance researchers as well as organizations related to this field.

Kew Words: Social Dominance, Machiavellianism, Emotional Manipulation and Earnings Overstatement.

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11239.1451
2. Ph.D. Student, Department of Accounting, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran.
3. Associate Professor, Department of Accounting, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran. (Corresponding Author). (Dr.banimahd@gmail.com).
4. Associate Professor, Department of Accounting, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran. (moradzadehfardyahoo.com).
5. Assistant Professor, Department of Accounting, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran. (Hemmati_b@yahoo.com



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ٥٦، زمستان ١٤٠٠، صص ٢٠-١

نقش ماکیاولیسم، دستکاری هیجانی و تسلط اجتماعی در بیش نمایی سود: آزمون نظریه سلسله مراتب ارشد[1]

حسن صادق پور[2]، بهمن بنی مهد[3]، مهدی مرادزاده فرد[4]، بهرام همتی[5]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۰۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۸/۲۵

چکیده

بیش‌نمایی سود یکی از اشکال مدیریت سود است که به موجب آن مدیریت واحد تجاری سعی دارد تا از گزارش زیان، امتناع کند. هدف این پژوهش بررسی تاثیر متغیرهای روانشناختی از جمله تسلط اجتماعی، ماکیاولیسم و دستکاری هیجانی بر بیش‌نمایی سود بر اساس نظریه سلسله مراتب ارشد است. این نظریه، عملکرد سازمان را بازتابی از ویژگی‌های رفتاری و شخصیتی مدیران رده بالای آن می‌داند. در این پژوهش ، فرضیه‌های پژوهش بر اساس معادلات ساختاری آزمون شده است. برای این منظور، نمونه‌ای از ۴۰۱ نفر از کارشناسان حسابداری، رئیس حسابداری و مدیران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انتخاب شدند. مبانی نظری پژوهش از طریق پژوهشهای کتابخانه‌ای و داده‌های پژوهش از طریق پرسش‌نامه، تهیه و جمع آوری شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تسلط اجتماعی، دستکاری هیجانی و ماکیاولیسم تاثیر مثبتی بر بیش نمایی سود دارد. از طرفی ماکیاولیسم بر تسلط اجتماعی و دستکاری هیجانی اثر مستقیم دارد. هم چنین، ماکیاولیسم به‌واسطه تسلط اجتماعی و دستکاری هیجانی بر بیش‌نمایی سود به طور غیر مستقیم و مثبت اثرگذار است. این نتایج می‌تواند دستاوردهای مهمی برای پژوهشگران حوزه حسابداری و مالی و همچنین سازمان‌های مرتبط با این بخش داشته باشد.

واژه های کلیدی: تسلط اجتماعی، ماکیاولیسم، دستکاری هیجانی و بیش نمایی سود.

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2020.11239.1451

۲. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران.

۳. دانشیار، گروه حسابداری، واحدکرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران. (نویسنده مسئول). (Dr.banimahd@gmail.com).

۴. دانشیار، گروه حسابداری، واحدکرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران. (moradzadehfardyahoo.com).

۵. استادیار، گروه حسابداری، واحدکرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران. (Hemmati_b@yahoo.com)

مقدمه

بیش‌نمایی سود[1] یکی از شکل‌های مدیریت سود و یکی از موضوع‌های بحث برانگیز و جذاب در پژوهش‌های حسابداری به شمار می‌رود. مدیریت سود زمانی اتفاق می‌افتد که مدیران برای گمراه کردن برخی از ذینفعان (سهامداران، اعتبار دهندگان، کارکنان، دولت و...) در خصوص سطح عملکرد اقتصادی شرکت، در گزارشگری مالی و نیز در ساختار معاملات، از قضاوت شخصی استفاده کنند تا گزارش‌های مالی را تغییر دهند و یا بر قراردادهای مبتنی بر ارقام گزارش شده حسابداری، تاثیر بگذارند(هیلی و والن[2]،۱۹۹۹). نتایج پژوهش‌های گذشته نشان می‌دهند که مدیریت و بیش‌نمایی سود به عنوان یک رفتار غیراخلاقی، ریشه در موضوع‌های اخلاقی و روانشناختی دارد. طبق متون روانشناسی، احساسات و هیجانات اشخاص در تصمیم‌گیری‌های آنها نقش با اهمیتی را ایفا می‌کند. این موضوع تا آنجایی اهمیت دارد که پژوهش‌ها در حوزه روانشناسی نشان دادند که قضاوت و تصمیم‌گیری تحت تاثیر ویژگیهای فردی-رفتاری افراد بوده و این ویژگی‌ها بر تصمیمات مالی آنها اثرگذار است (رفاهی بخش و همکاران، ۱۳۹۷). پژوهشگران در روانشناسی اجتماعی نشان داده‌اند که هیجانات و ویژگی‌های شخصیتی منفی موجب نقض هنجارهای اجتماعی می‌شود (دی هوگ[3] و همکاران، ۲۰۰۸).

تسلط اجتماعی[4] یک ویژگی شخصیتی است که به تسلط یک سرپرست یا مدیر بر افراد زیر دست خود اشاره دارد. این تسلط باعث می‌شود تا سرپرستان و مدیران ایدوئولوژی و سیاست‌های خود را به افراد زیر دست تحمیل کنند به نحوی که این موضوع باعث سوگیری اخلاقی خواهد شد (اینسی[5]، ۲۰۱۰). تسلط اجتماعی ریشه در باورها و جهان‌بینی‌های فردی دارد که این خود از تأثیرهای اجتماعی و تجربه‌های قبلی سرچشمه می‌گیرد (داکیت[6]، ۲۰۰۱). پژوهش‌های گذشته نشان داده است اشخاصی که دارای موقعیت و قدرت هستند، سعی می‌کنند اطلاعاتی را به منظور توجه به موقعیت و حفظ آن موقعیت به صورت جانب‌دارانه ارائه کنند. اینگونه افراد تمایل دارند تا به منظور رسیدن به اهداف خود افراد را مدیریت کنند و آگاهی کمتری به این افراد درباره عملکرد ضعیف خود نشان می‌دهند (گلفند[7] و همکاران، ۲۰۰۸).

---

1. Earning overstatement
2. Healy and wahlen
3. De Hooge
4. Social dominance
5. Inesi
6. Duckitt
7. Gelfand

دستکاری هیجانی[1]، جنبه منفی هوش هیجانی است. هوش هیجانی موضوعی است که سعی در بازشکافی و گزارش جایگاه هیجان‌ها و احساسات در توانمندی انسان‌ها دارد. در واقع پیش‌بینی‌کننده موفقیت فرد در زندگی است. زیرا نشان دهنده عملکرد فرد در موقعیت‌های اضطراری است (برد بری و گریوز[2]، ۲۰۰۵) پژوهش‌های گذشته نشان می‌دهد که میان هوش هیجانی و رفتارهای اخلاقی رابطه معنی‌داری وجود دارد. به این صورت که هرچه هوش هیجانی افزایش یابد، رفتار غیراخلاقی کاهش می‌یابد (مسمر مگنوس[3] و همکاران، ۲۰۰۹)، اما دستکاری هیجانی نشان دهنده توانایی افراد برای به کنترل گرفتن احساس‌های دیگران به نفع خود است (گریو[4] و همکاران، ۲۰۱۹). بر این اساس، دستکاری هیجانی موجب افزایش رفتارهای فرصت‌طلبانه و غیراخلاقی می‌شود. ماکیاولیسم (یا فرصت طلبی) نیز به معنی میزان نفوذ و سلطه یک شخص بر طرف مقابل خود، که به موجب آن طرف مقابل خود را به انجام خواسته‌های شخصی متقاعد می‌کند(شعبان و همکاران، ۱۳۹۶). ماکیاولیسم در پژوهش‌های مربوط به تصمیم‌گیری‌های اخلاقی به طور گسترده استفاده می‌شود. نتایج پژوهش‌ها در گذشته نشان می‌دهد که افراد با درجه ماکیاولیسم بالا اشتباهات خود را کمتر گزارش می‌کنند و بیشتر به دنبال رفتارهای غیراخلاقی هستند (رویز پالومینو و بانان گومز[5]، ۲۰۱۶). بر این اساس در این مقاله، نویسندگان سعی دارند به دلیل اهمیت و ضرورت موضوع رفتار و انگیزه‌های رفتاری-روانشناختی، به نقش تسلط اجتماعی، دستکاری هیجانی و ماکیاولیسم به عنوان سه ویژگی منفی شخصیت بر تمایل به بیش‌نمایی سود در میان حسابداران و مدیران مالی پرداخته و موضوع را مورد بررسی قرار دهند.

هدف اصلی این مقاله شناخت سطح تسلط اجتماعی، ماکیاولیسم و جنبه منفی هوش هیجانی یعنی دستکاری هیجانی در میان حسابداران و مدیران مالی است. شناخت از سطح تاثیرگذاری سه متغیر بالا می تواند به خوانندگان این مقاله کمک کند تا درک بهتری از روابط میان متغیرها و نقش آنها در رفتارهای غیراخلاقی نظیر بیش‌نمایی سود داشته باشند. از این رو پرسش اصلی این پژوهش آن است که از پایه تا چه اندازه این متغیرها بر بیش‌نمایی سود به عنوان یک رفتار غیراخلاقی، اثرگذار است. انتظار می‌رود این مقاله بتواند در راستای اهداف پژوهش، ارزش

1. Emotional Manipulation
2. Bradberry and Greaves
3. Mesmer Magnus
4. Grieve
5. Ruiz-Palomino and Banon-Gomis

افزوده علمی لازم را برای پژوهش‌های رفتاری در حوزه تصمیم‌گیری‌های اخلاقی برای دانشجویان، پژوهشگران و سیاست‌گذاران در حوزه حسابداری فراهم کند. ادامه مقاله به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، روش شناسی، یافته‌های پژوهش و نتیجه‌گیری اختصاص دارد.

مبانی نظری و پیشنیه پژوهش

نظریه سلسله مراتب ارشد[1]

این نظریه عملکرد سازمان را بازتابی از ویژگی‌های جمعیت شناختی، رفتاری و شخصیتی مدیران رده بالای آن می‌داند. نظریه یادشده بیان می کند که تصمیم‌ها و اعمال مدیران تحت تاثیر ویژگی‌های جمعیت شناختی و شخصیتی آنها است. زیرا این تصمیم‌ها با پایه‌های شناختی، ارزش‌ها و ادراکات آنها در ارتباط است که همه این موارد می‌توانند بر تصمیم‌گیری مدیران تاثیرگذار باشند. به عبارت دیگر، ویژگی‌های فردی و روانشناختی مدیران در کنار ویژگی‌های سازمانی و متغیرهای محیطی در تصمیم‌گیری آنها نقش اساسی دارند و می توان ادعا کرد که سبک تصمیم‌گیری مدیران، به شدت به ویژگی‌های فردی و روانشناختی آنها وابسته است. براساس این نظریه، عملکرد واحد تجاری در حوزه‌های مختلف از جمله عملکرد مالی می‌تواند تحت تاثیر ویژگی‌های جمعیت شناختی و رفتاری مدیران عالی آن باشد (هامبریک و میسون[2]، ۱۹۸۴). همبریک (۲۰۰۷) این فرضیه را مطرح کرد که هرگاه مدیران با چالش‌های اساسی در حوزه مدیریت خود مواجه می شوند، به طور معمول تصمیم‌های عقلایی نمی‌گیرند، بلکه بیشتر بر روش‌های میان‌بر ذهنی و پیش زمینه‌های شخصی تکیه می‌کنند. از این رو، او اعتقاد دارد هر گاه چالش‌های مدیریتی (به طور مثل کاهش سودآوری یا نقدینگی شرکت) بیشتر باشد، در آن صورت مدیران در تصمیم‌گیری‌های خود بیشتر از ویژگی‌های جمعیت شناختی و شخصی خود استفاده می‌کنند. در این حالت، رابطه‌ای مستقیم میان عملکرد سازمان و ویژگی‌های شخصی و رفتاری مدیر برقرار است. در راستای این نظریه پژوهشگران علوم مدیریت تایید کردند عملکرد شرکت، رشد شرکت، نوآوری، تدوین و تغییر استراتژی و گردش مدیران تحت تاثیر ویژگی‌های شخصیتی مدیران است(هوین و پاسانن[3]، ۲۰۱۰). در حوزه حسابداری و گزارشگری مالی پژوهش‌های مختلفی درباره تاثیر ویژگی‌های رفتاری مدیران بر عملکرد و سودآوری

1. Upper Echelons Theory
2. Hambrick and Mason
3. Huoviene & Pasanen

شرکت‌ها انجام شده‌اند. سیه و همکاران[1] (۲۰۱۸) بر پایه نظریه سلسله مراتب ارشد نشان دادند ویژگی‌های رفتاری و جمعیت شناختی مدیران رابطه‌ای معنی‌دار و با اهمیت با انتخاب رویه‌های پیوسته با مدیریت سود توسط آنها دارد. هم چنین در پژوهش دیگر، وانگ و چن[2] (۲۰۱۹) بر اساس نظریه یادشده دریافتند که ویژگی‌های روانشناختی مدیران مانند برون‌گرایی، سازگاری با دیگران و ثبات هیجانی تاثیر مهمی بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارند. هوارت[3] (۲۰۱۸) دریافت دستکاری در سود توسط مدیران یک موضوع رفتاری و روانشناختی است. به عقیده او عوامل مختلف روانشناختی مانند بیش اعتمادی، خودشیفتگی، منبع کنترل، ماکیاولیسم و سازگاری در مدیرعامل و مدیرمالی می‌تواند در دستکاری حسابها نقش تعیین کننده‌ای داشته باشند. نوتبوهم[4] و همکاران (۲۰۱۹) تایید کردند که ایدئولوژی سیاسی مدیرعامل می‌تواند بر کیفیت گزارشگری مالی دخالت داشته باشد. آنها دریافتند مدیرانی که سابقه طرفداری از احزاب محافظه کار را دارند، کیفیت گزارشگری مالی در واحدهای تجاری تحت مدیریت آنها بیشتر است. کاپالبو[5] و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهش خود نشان دادند که خودشیفتگی مدیران می‌تواند تاثیری معنی‌دار و مثبتی بر بیش‌نمایی سود داشته باشد. آنها در این پژوهش نتیجه می‌گیرند مدیران خودشیفته از دیدگاه روانشناختی نیاز به تایید دیگران دارند. بنابراین این دسته از مدیران برای جلب نظر سرمایه‌گذاران، سود را بیش‌نمایی می‌کنند تا بدینوسیله از سوی سرمایه‌گذاران تایید شوند. در نهایت به عقیده آنها، کژمنشی مدیر در ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از مدیریت سود، می‌تواند متاثر از ویژگی‌های رفتاری و روانشناختی مدیران واحدهای تجاری باشد.

بیش نمایی سود

همانطور که پیش‌تر گفته شد بیش‌نمایی سود یکی از شکل‌های مدیریت سود به شمار می‌رود. مدیریت سود از مباحث بسیار مهمی است که در حوزه پژوهش‌های حسابداری و تئوری نمایندگی[6] قرار دارد. رابطه نمایندگی، نوعی قرارداد است که براساس آن، یک یا چند مالک، نماینده یا مدیر

1. Hsieh
2. Wang & Chen
3. Horvat
4. Notbohm
5. Capalbo
6. Agency Theory

را مامور به اجرای عملیاتی خاص می‌کنند. با برقراری رابطه نمایندگی، هریک از طرفین به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خود هستند. چون تابع مطلوبیت مدیران با مالکان یکسان نیست، میان آنان تضاد منافع و پیرو آن هزینه نمایندگی[1] ایجاد می‌شود (جنسن و مک لینگ[2]، ۱۹۷۶). بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران همانند سایر افراد جامعه در پی حداکثرسازی منافع شخصی خود هستند. اما ممکن است به دلیل ناهمسانی منافع موجود، مدیران به جای بهبود عملکرد واقعی واحد تجاری، در برخی شرایط به دنبال دستکاری رویه‌های حسابداری برای بیش‌نمایی سود باشند.

تسلط اجتماعی

افرادی که دارای ویژگی تسلط اجتماعی بالا هستند، معتقدند که دنیا یک بازی برد و باخت است. اگر آنها موفق نشوند دیگران موفق خواهند شد. بنابراین این اشخاص سعی می‌کنند تا موقعیت‌های برتر را اشغال کنند تا این موضوع به نفع خود و به ضرر دیگران شود (پراتو[3] و همکاران، ۲۰۰۶). پژوهش‌های گذشته نشان داده است اشخاصی که موقعیت و قدرت دارند، سعی می‌کنند داده‌ها را به منظور توجه به موقعیت و حفظ آن موقعیت به صورت جانب‌دارانه ارائه کنند (رودریگوز- بیلون[4] و همکاران، ۲۰۰۰). این گونه افراد تمایل دارند تا به منظور رسیدن به اهداف خود، آگاهی کمتری به افراد تحت نظارت خود درباره عملکرد ضعیف خود نشان می‌دهند (گلفند[5] و همکاران، ۲۰۰۸). افراد با ویژگی تسلط اجتماعی بالا، رفتارهای غیراخلاقی را کمتر درک می‌کنند و توجهی به رعایت اخلاق در کار خود ندارند. زیرا آنها روی افراد و چیزهایی متمرکز می‌شوند تا به اهداف و منافع خود حتی به ضرر دیگران، دست یابند (پراتو و همکاران، ۲۰۰۶).

دستکاری هیجانی

دستکاری هیجانی، یکی از جنبه‌های منفی هوش هیجانی است. هوش هیجانی عبارت از مجموعه توانایی‌های ادراکی و عملیاتی در دو حوزه فردی و اجتماعی است. منظور از حوزه فردی شناخت و آگاهی از هیجان‌های خود و حوزه اجتماعی یعنی آگاهی از احساسات و هیجان

---

1. Agency Cost
2. Jensen & Meckling
3. Pratto
4. Rodriguez-Bailon
5. Gelfand

دیگران است(سبحانی نژاد، ۱۳۸۷). اما، افراد با ویژگی دستکاری هیجانی بالا، بر احساسات و عواطف دیگران تسلط دارند و آن را به نفع خود مدیریت می‌کنند تا منافع شخصی خود را بدست آورند. کسانی که از دستکاری هیجانی بالایی برخوردار هستند سعی می‌کنند تا با بکارگیری گفتارهای گوناگون، بازی با کلمات، تکرار و پافشاری و ترفندهای مختلف احساس‌های دیگران را برانگیخته و آن را در نفوذ و سیطره خود قرار دهند(آستین[1] و همکاران، ۲۰۰۷). نتایج پژوهش‌ها در حوزه حسابداری و گزارشگری مالی نشان داده است که دستکاری هیجانی موجب دستکاری سود و گزارشگری مالی گمراه‌کننده می‌شود (مورفی[2]، ۲۰۱۲).

ماکیاولیسم

ماکیاولیسم (یا فرصت طلبی) یک ویژگی شخصیتی است و عبارتست از میزان نفوذ و سلطه یک شخص بر طرف مقابل خود، که به موجب آن طرف مقابل، به انجام خواسته‌های شخص متقاعد می شود. با افزایش میزان نفوذ فرد در طرف مقابل، دیگران در چنگ او در می‌آیند و آنچه را او می‌خواهد انجام می‌دهند و همان می‌شود که او توقع داشته است. ماکیاولیسم بر اساس دو دیدگاه عمده: «هدف، وسیله را توجیه می‌کند» و «صحبت کردن مطابق میل مردم» استوار است. دروغگویی و گرایش به نیرنگ، فریب کاری، کنترل اوضاع به نفع خود، جاه طلبی، جعل شخصیت واقعی، تفرقه افکنی، تخریب شخصیت افراد، به بردگی گرفتن دیگران، احترام به افراد صاحب ثروت، قدرت و شهرت، احمق انگاری دیگران، نقش بازی کردن و مطابق میل دیگران رفتار کردن به منظور نیل به هدف از جمله ویژگی‌های افراد با شخصیت ماکیاولیسم است (شعبان و همکاران، ۱۳۹۶).

پیشینه پژوهش

روانشناسان تأثیر هیجان‌ها بر فرایند تصمیم‌گیری را از جنبه‌های مختلف بررسی کرده‌اند. آنها هیجان‌ها را به دو بعد مثبت و منفی طبقه‌بندی می‌کنند. هیجان‌های منفی و مثبت به عنوان متغیرهایی انگاشته می‌شوند که رفتار افراد را تحت تأثیر قرار می‌دهند. بر اساس مدل احساسی-شناختی، نظریه قضاوت اجتماعی بیان می‌کند که احساس‌ها و هیجان‌های مثبت به

1. Austin
2. Murphy

قضاوت‌های مثبت‌تر در مورد خود شخص و نیز در مورد دیگران می‌انجامد. اما هیجان‌های منفی، ارزیابی و اقدام‌های منفی و غیر اخلاقی را در پی دارد (فرگاس[1] ۱۹۹۵). پروی سرزا[2] و همکاران (۲۰۱۹) دریافته‌اند که رفتارهای تاریک شخصیت مانند ماکیاولیسم، خودشیفتگی و جامعه ستیزی ارتباط معنی‌داری با قانون‌گریزی دارد. هام[3] و همکاران (۲۰۱۷) دریافتند که امکان مدیریت سود در شرکت‌هایی که مدیران آن فرآیند تصمیم‌گیری را با داشتن ویژگی تسلط اجتماعی، تحت سلطه خود قرار می‌دهند و گرایشی به مشاوره با دیگران نشان نمی‌دهند. رویز پالومینو و بانان گومز[4] (۲۰۱۶) رابطه میان رعایت اخلاق کار را با ماکیاولیسم در کارکنان شاغل در بانک‌های اسپانیایی مورد بررسی قرار دادند. به عقیده آنها، افراد با شخصیت ماکیاولیسم رفتارهای غیر محافظه کارانه و فرصت طلبانه‌ای را برای حداکثرسازی منافع شخصی خود انجام می‌دهند. نتایج پژوهش آنها نشان داد هر چه سطح ماکیاولیسم افزایش یابد، رعایت اصول اخلاقی نیز کاهش می یابد. بیلا بیرکش[5] و همکاران (۲۰۱۵)، نشان می‌دهند افراد با شخصیت ماکیاولیسم گرایش دارند تا منافع کوتاه‌مدت با پاداش بالقوه بالا، به دست آورند. هم چنین، نتایج نشان داد که ارتباط مثبت، با اهمیت میان ویژگی رفتاری ماکیاولیسم با حساسیت به پاداش، و همبستگی کمابیش منفی با حساسیت به جریمه وجود دارد. دیسوزا و دیلیما[6] (۲۰۱۵) نشان دادند ویژگی شخصیتی ماکیاولیسم در حسابداران، آنها را به انجام رفتارهای فرصت طلبانه تشویق می‌کنند. آنها دریافتند هر چه این ویژگی در میان حسابداران برزیلی بالا باشد، گزارشگری مالی متقلبانه هم افزایش می‌یابد. جونز[7] (۲۰۱۳) با ابزار پرسشنامه نمونه آماری متشکل از ۱۷۵ دانشجوی رشته حسابداری، انگیزه مدیرمالی از مدیریت سود را مورد بررسی قرار داد. یافته‌های وی بیانگر این است که دو عامل فشار مدیرعامل و هم چنین انگیزه پاداش موجب گرایش به مدیریت سود در مدیران مالی می شود. هم چنین هوش هیجانی بر رابطه میان انگیزه مدیرمالی و مدیریت سود اثرگذار است ونبود درگیری اخلاقی اثر مثبت دارد. مورفی (۲۰۱۲) طی پژوهشی نشان داد حسابدارانی که تمایل به افشای نادرست اطلاعات حسابداری دارند، سطح ماکیاولیسم و دستکاری هیجانی در آنها بالا است. این دسته از

1. Forgas
2. Pruysersa
3. Ham
4. Ruiz-Palomino and Banon-Gomis
5. Bela berkash
6. D'Souza and De Lima
7. Jones

حسابداران بابت افشای نادرست اطلاعات نگرانی و یا احساس پشیمانی نیز ندارند. او بیان می‌کند که این موضوع می‌تواند باعث بروز تقلب در حرفه حسابداری شود. بنابراین او پیشنهاد می‌کند که نهادهای نظارت کننده بر حرفه حسابداری باید نظارت بیشتری بر حسابداران حرفه‌ای داشته باشد. او هم چنین نشان داد دستکاری هیجانی رابطه‌ای مستقیم با گزارشگری مالی متقلبانه دارد. استونز[1] و همکاران (۲۰۱۲) دریافتند که اختلال‌های روان شناختی ارتباط مثبتی با تصمیم‌گیری غیراخلاقی دارند. علاوه بر این دریافتند که از میان ویژگی‌های سه گانه تاریک شخصیت، اختلال‌های روانی یادشده با تسلط اجتماعی ارتباط دارند. شیفر و وانگ[2](۲۰۱۱) در چین رابطه میان رفتار ماکیاولیسمی حسابرسان، در برخورد با مدیریت سود را بررسی کردند. آنها دریافتند هر چه درجه ماکیاولیسم در حسابرسان بالا باشد، آنها در برخورد با مدیریت سود خالص بی تفاوت هستند. اما علی رغم بالا بودن درجه ماکیاولیسم در میان حسابرسان، این بی‌تفاوتی در برخورد با مدیریت سود عملیاتی وجود ندارد.

هارتمن[3] (۲۰۱۰) در پژوهش خود دریافتند در مواقعی که مدیریت واحدهای تجاری از سوی جامعه برای تصمیم‌گیری های مرتبط با مسئولیت اجتماعی شرکت تحت فشار هستند، کنترلرها و حسابداران مدیریت از سوی مدیریت واحد تجاری، مجبور هستند تا با اعلام کسری بودجه بر نتایج آن تصمیم‌گیری ها تاثیرگذار باشند. در چنین مواقعی، میزان ماکیاولیسم در حسابداران مدیریت افزایش می‌یابد. نتایج پژوهش آنها نشان داد که هر چه میزان مشارکت کنترلرها در همراهی با مدیریت شرکت افزایش یابد، میزان ماکیاولیسم نیز در آنها افزایش می‌یابد. اینسی (۲۰۱۰) دریافت که افراد با ویژگی تسلط اجتماعی بالا رفتارهای غیراخلاقی را کمتر درک می‌کنند و توجهی به رعایت اخلاق در کار خود ندارند زیرا آنها روی افراد و چیزهایی متمرکز می‌شوند که آنها را به دستیابی اهداف و منافع خود حتی به ضرر دیگران، هدایت کنند. گرینفیلد[4] و همکاران (۲۰۰۸) با استفاده از پرسشنامه به بررسی اثر تفکر اخلاقی افراد و سطح تعهدهای حرفه ای در تصمیم‌های مربوط به مدیریت سود پرداختند. هم چنین آنها این موضوع را که آیا منافع شخصی می‌تواند گرایش اخلاقی افراد را تحت تأثیر قرار دهد؟ مورد آزمون قرار دادند. یافته های این پژوهشگران بیانگر ارتباط قابل ملاحظه میان

1. Stevens
2. Shafer and Wang
3. Hartmann
4. Greenfield

گرایش اخلاقی افراد و تصمیم‌گیری درباره بیش‌نمایی سود بود. هم چنین افرادی که تعهد حرفه‌ای بیشتری داشتند گرایش کمتری به مدیریت سود داشتند. دی هوگ و همکاران (۲۰۰۸) دریافتند که ویژگی‌های سه گانه تاریک شخصیت از جمله ماکیاولیسم، خودشیفتگی و جامعه‌ستیزی، می توانند بر جهت‌گیری تسلط اجتماعی تاثیر معنی‌داری داشته باشد. عزوزی[1] (۲۰۰۷) در بررسی عوامل تعیین کننده ماکیاولیسم در میان حسابداران حرفه‌ای آمریکا نشان داد که جنسیت، سن، تحصیلات و تجربه با ماکیاولیسم رابطه معنی‌دار دارند و بر آن تاثیرگذار هستند. لئونگ[2] (۲۰۰۴) نشان داده است که مدیران عامل برخی شرکت‌ها که رسوایی‌های مالی و تجاری را به بار آورده‌اند، ویژگی تسلط اجتماعی بالایی داشته‌اند. این مدیران برای دستیابی به اهداف شخصی خود سود شرکت را بیش‌نمایی می‌کردند تا پاداش بیشتری دریافت کنند. آنها همیشه فکر می‌کردند که اگر شرکت ورشکسته شود این موضوع به ضرر سایر گروه‌ها مثلا سهامداران است. بنابراین آنها تنها بر منافع کوتاه مدت خود توجه می‌کردند. اما در پژوهشی دیگر (دشپند و جوسف[3]، ۲۰۰۸) نشان دادند که رابطه مثبت و معناداری میان هوش هیجانی و رفتار اخلاقی وجود دارد. هوش هیجانی با شناخت فرد از خویش و دیگران، ارتباط میان فردی، سازگاری و همسانی با محیط در جهت ارضای نیاز خود و انتظارهای اجتماعی، وابسته است.

صادقیان و همکاران (۱۳۹۸) نشان دادند ماکیاولیسم بر گزارشگری مالی متقلبانه تأثیر مثبت و معنادار دارد. هم چنین نتایج پژوهش آنها بیانگر آن بود که ویژگی اخلاقی ایده‌آل‌گرایی تأثیر معناداری بر گزارشگری مالی متقلبانه ندارد. اما تأثیر نسبی‌گرایی اخلاقی بر گرایش به گزارشگری مالی متقلبانه، معکوس و معنادار است. نتایج پژوهش رفاهی‌بخش و همکاران (۱۳۹۷) نشان می‌دهد که رابطه معنی‌داری میان عاطفه مثبت با مدیریت سود کارا و همچنین میان عاطفه منفی با مدیریت سود فرصت‌طلبانه وجود دارد. به بیان دیگر، عواطف و احساس‌های مثبت به تصمیم‌گیری‌های مالی مثبت و در راستای افزایش ثروت سهامداران و برعکس عواطف و احساس‌های منفی به تصمیم‌گیری‌های مالی منفی و ناکارآمد و در راستای منافع شخصی مدیریت کشیده می‌شود. نتایج پژوهش‌های احمدی و همکاران (۱۳۹۷) نشان می‌دهد که مولفه هوش هیجانی تهیه کنندگان صورتهای مالی تاثیر مثبت و معنی‌داری برکیفیت گزارشگری مالی دارد، به گونه‌ای که به ازای یک واحد تغییر در هریک از مولفه‌های هوش هیجانی باعث

1. Azouzi
2. Leung
3. Deshpande and Joseph

تغییرهای عمده در جهت مثبت و معنادار در کیفیت گزارشگری مالی می‌شود. ملکیان و همکاران (۱۳۹۳) با ابزار پرسشنامه و نمونه پژوهش متشکل از ۲۰۰ نفر از مدیران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به بررسی رابطه تعهد حرفه‌ای ودیدگاه اخلاقی با مدیریت سود پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد هرچه سطح تعهد حرفه‌ای افراد بیشتر باشد، کمتر اقدام به مدیریت سود می‌کنند. پژوهش اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹) درمورد تلقی حسابداران در مورد فعالیت‌های مدیریت سود نشان دادند حسابداران در شرکت‌هایی که ارزش‌های اخلاقی بالا(پایین)دارند، فعالیت‌های مدیریت سود را به عنوان فعالیت‌های غیراخلاقی‌تر (اخلاقی‌تر) درک می‌کنند.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی است. هم چنین این پژوهش از نظر روش جمع‌آوری اطلاعات، از پژوهش‌های توصیفی و از نوع پیمایشی است. از آن جایی که این پژوهش در یک محیط واقعی یعنی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام شده است، جزو پژوهش‌های میدانی به شمار می‌رود. کارشناسان حسابداری، رئیسان حسابداری و مدیران مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس، جمعیت هدف این پژوهش را تشکیل می دهند. باتوجه به اینکه آمار رسمی از تعداد آنها در دسترس نیست، تعداد جامعه آماری نامشخص فرض شده است. بنابراین تعداد نمونه لازم برای بررسی میدانی از فرمول کوکران[1] برای جامعه نامحدود استفاده شده است. معادله فرمول یاد شده به شکل زیر است:

$$n = \frac{Z_{\frac{\alpha}{2}}^2 pq}{d^2}$$

در این فرمول:

n=تعداد نمونه

$Z\frac{\propto}{2}$ =۱/۹۶ مقدار نرمال استاندارد یعنی

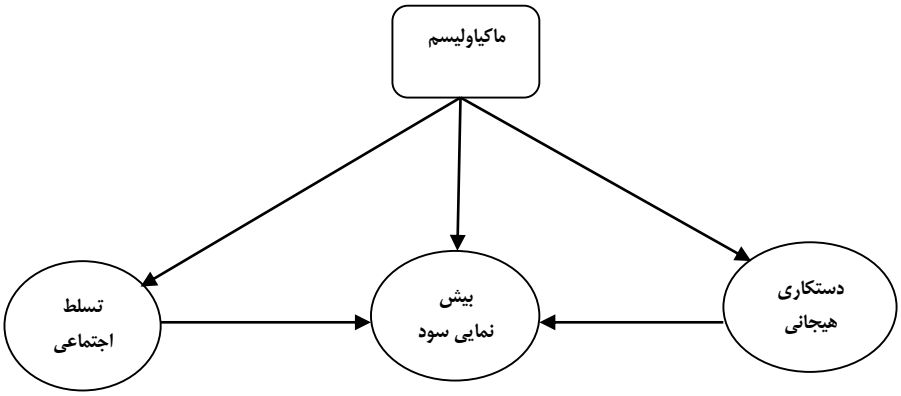
P=q=۰/۰۵

d=٪۵

1. Cochran

روش نمونه‌گیری در این پژوهش تصادفی است. تعداد نمونه آماری بدست آمده مطابق با فرمول بالا ۳۸۵ نمونه است. بدین منظور تعداد ۵۰۰ عدد پرسشنامه میان جامعه آماری پخش شد که از ۴۲۰ پرسشنامه برگشتی ۴۰۱ مورد آن قابل استفاده بوده و داده‌های آنها مورد تحلیل قرار گرفت. با توجه به قاعده حد مرکزی و نرمال بودن متغیرهایی که پرسشنامه آنها را اندازه‌گیری می کند، این تعداد از پرسشنامه کافی است.

در این پژوهش متغیرهای مستقل شامل تسلط اجتماعی، ماکیاولیسم، دستکاری هیجانی است. بیش‌نمایی سود نیز متغیر وابسته است. برای سنجش تسلط اجتماعی از پرسشنامه ای که توسط پراتو (۲۰۰۶) طراحی شده، استفاده شده است. این پرسشنامه شامل ۱۶ پرسش در طیف لیکرت پنج گزینه‌ای طراحی شده است. ماکیاولیسم بر اساس پرسشنامه کریستی و جیس (۱۹۷۰) اندازه گیری می‌شود. این پرسشنامه شامل ۲۰ پرسش پنج گزینه‌ای در طیف لیکرت است. برای سنجش دستکاری هیجانی از پرسشنامه آستین و همکاران (۲۰۰۷) استفاده شده است. این پرسشنامه شامل ۲۲ پرسش در طیف لیکرت پنج گزینه است. همچنین بیش‌نمایی سود بر اساس پرسشنامه گزارشگری مالی متقلبانه شفر[1] (۲۰۰۲) اندازه گیری شده است. در این پژوهش، برای تحلیل داده های بدست آمده از نمونه‌ها از روش های آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده شده است. برای تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل معادله‌های ساختاری با بکارگیری از نرم افزار آماری LISREL8.8، استفاده شده است.



نگاره ۱. مدل مفهومی پژوهش

1. Shafer

با توجه به اهداف و مبانی نظری پژوهش به ویژه نظریه سلسله مراتب ارشد، عملکرد مالی یک واحد تجاری، تحت تاثیر ویژگی های جمعیت شناختی و رفتاری مدیران عالی است. این نظریه عنوان می کند هر گاه چالش‌های مدیریتی (به طورمثال کاهش سودآوری یا نقدینگی شرکت) بیشتر باشد، در آن صورت تصمیم‌گیری‌های مدیران متاثر از ویژگی‌های رفتاری و جمعیت شناختی است. این مقاله بر اساس این نظریه و پیشینه پژوهش ، فرضیه های زیر را مورد آزمون قرار می دهد:

فرضیه ۱: ماکیاولیسم بر دستکاری هیجانی تاثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه۲: ماکیاولیسم بر تسلط اجتماعی تاثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه ۳:ماکیاولیسم بر بیش نمایی سود تاثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه ۴:دستکاری هیجانی بر بیش نمایی سود تاثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه ۵:تسلط اجتماعی بر بیش نمایی سود تاثیر معنی‌داری دارد.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی جنسیت، سن، سطح تحصیلات، سابقه کاری، رتبه شغلی و محل خدمت به شرح زیر نشان می‌دهد ۷۲ درصد از مشارکت کنندگان در پژوهش مرد و ۲۸ درصد زن بودند. ۳۲ درصد کمتر از ۳۰سال سن، ۵۱ درصد بین ۳۰ تا ۴۰ سال، ۱۵ درصد بین ۴۰ تا ۵۰ سال، ۲ درصد بالای ۵۰ سن بودند. هم چنین ۲ درصد از مشارکت کنندگان در پژوهش دارای مدرک تحصیلی کاردانی و پایین‌تر، ۳۸ درصد کارشناسی، ۵۲ درصد کارشناسی ارشد و ۸ درصد دکترا بودند. سابقه کاری ۲۴ درصد زیر ۵ سال، ۳۲ درصد بین ۵ تا ۱۰سال، ۲۱ درصد بین ۱۰ تا ۱۵ سال، ۱۳ درصد بین ۱۵ تا ۲۰ سال، ۱۰ درصد بالای ۲۰ سال بودند. وضعیت پاسخ‌دهندگان به لحاظ رتبه شغلی شامل ۱۷ درصد حسابرس، ۱۳ درصد حسابرس ارشد، ۸ درصد سرپرست حسابرسی، ۴ درصد مدیر حسابرسی، ۳ درصد شریک حسابرسی، ۳۹ درصد کارشناس حسابداری، ۷ درصد رییس حسابداری و ۹ درصد مدیر مالی بودند و همچنین ۷۷درصد از افراد در بخش خصوصی و ۲۳ درصد از افراد در بخش دولتی مشغول بکار بودند.نتایج تحلیل داده متغیرهای پژوهش نیز به شرح جدول ۱ است. نتایج این جدول نشان می‌دهد میانگین ماکیاولیسم، دستکاری هیجانی، تمایل به بیش نمایی سود و تسلط اجتماعی به

ترتیب ۵۴/۳۱ و ۶۹/۵۷ و ۳۵/۲۷ و ۴۵/۸۸ است. هم چنین نزدیک بودن اندازه‌های میانگین و میانه نشان دهنده نرمال بودن توزیع متغیرها است.

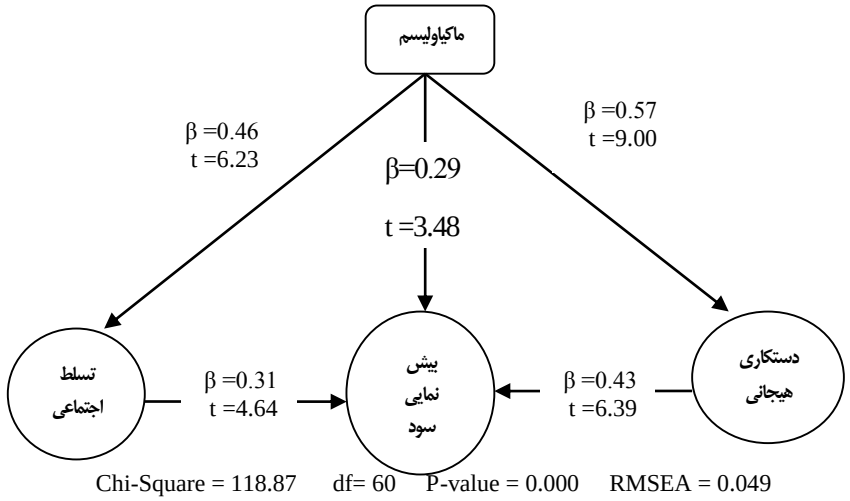
جدول ۱. نتایج تحلیل متغیرها

شرح	ماکیاولیسم	دستکاری هیجانی	درصد تمایل به بیش‌نمایی سود	تسلط اجتماعی
میانگین	۵۴/۳۱	۶۹/۵۷	۳۵/۲۷	۴۵/۸۸
میانه	۵۴	۶۹	۳۵	۴۶
انحراف معیار	۶/۲۸	۹/۵۹	۲۳/۴۳	۶/۷
حداقل	۲۷	۳۳	۰	۲۱
حداکثر	۷۴	۱۰۲	۱۰۰	۶۳

آزمون فرضیه های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش در نگاره ۲ آورده شده است. از انجایی که میزان آماره t تمام مسیرهای نگاره یادشده بیش از ۱/۹۶ است. بنابراین می توان ادعا کرد که تمام فرضیه های پژوهش تایید می‌شوند. به عبارت دیگر، نتایج بیانگر آن است که ماکیاولیسم بر دستکاری هیجانی، بیش‌نمایی سود و تسلط اجتماعی تاثیر مثبت و معنی‌دار دارد. هم چنین دستکاری هیجانی و تسلط اجتماعی نیز بر بیش‌نمایی سود تاثیر مثبت و معنی‌داری دارند. تجزیه و تحلیل بیشتر نگاره ۲ نشان دهنده آن است که میان متغیرهای ماکیاولیسم، دستکاری هیجانی و تسلط اجتماعی بیشترین تاثیر مستقیم بر بیش‌نمایی سود را متغیر دستکاری هیجانی دارد. زیرا ضریب مسیر آن برابر ۰/۴۳ و آماره t آن ۶/۳۹ و بیشتر از ضریب مسیر دو متغیر ماکیاولیسم و تسلط اجتماعی است. اما آن چه که محرک ویژگی رفتاری دستکاری هیجانی و تسلط اجتماعی میان افراد نمونه پژوهش است و بر آن تاثیر مستقیم دارد، متغیر ماکیاولیسم است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ماکیاولیسم علاوه بر آن که به طور مستقیم بر رفتار بیش‌نمایی سود تاثیر معنی‌دار دارد، به شیوه‌ای غیر مستقیم نیز از طریق دستکاری هیجانی و تسلط اجتماعی می‌تواند بر بیش‌نمایی سود تاثیرگذار است. شاخص‌های برازش مدل نیز حاکی از برازش مناسب مدل است. ریشه میانگین مربعات خطاهای تخمین یا همان RMSEA در بیشتر تحلیل‌های عاملی تائیدی و مدلهای معادلات ساختاری استفاده می‌شود. اگر مقدار این شاخص کوچکتر از ۰/۱ باشد، برازندگی مدل بسیار عالی است. اگر بین ۰/۱ و ۰/۵ باشد برازندگی مدل خوب است و اگر بین

۰/۵ و ۰/۸ باشد، برازندگی مدل متوسط است. در این پژوهش مقدار ریشه میانگین مربعات خطای تخمین برابر ۰/۰۴۹ است. بنابراین می توان ادعا کرد که برازندگی مدل کوچیکتر از ۰/۱ و در سطح عالی است.



نگاره ۲. نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

جدول ۲ . نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه	ضریب مسیر	آماره T	نتیجه آزمون
تاثیر ماکیاولیسم بر دستکاری هیجانی	۰/۵۷	۹/۰۰	پذیرش فرضیه ۱
تاثیر ماکیاولیسم برتسلط اجتماعی	۰/۴۶	۶/۲۳	پذیرش فرضیه ۲
تاثیر ماکیاولیسم بر بیش نمایی سود	۰/۲۹	۳/۴۸	پذیرش فرضیه ۳
تاثیر دستکاری هیجانی بر بیش نمایی سود	۰/۴۳	۶/۳۹	پذیرش فرضیه ۴
تاثیر تسلط اجتماعی بر بیش نمایی سود	۰/۳۱	۴/۶۴	پذیرش فرضیه ۵

نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش به عنوان یک پژوهش رفتاری در حوزه مدیریت سود، تاثیر متغیرهای تسلط اجتماعی، ماکیاولیسم و دستکاری هیجانی را بر بیش‌نمایی سود مورد بررسی قرار داده است. هدف اصلی این مقاله شناخت سطح تسلط اجتماعی، ماکیاولیسم و جنبه منفی هوش هیجانی، یعنی دستکاری هیجانی در میان حسابداران، رئیس‌های حسابداری و مدیران مالی بر بیش‌نمایی

سود بر اساس نظریه سلسله مراتب ارشد است. شناخت از سطح تاثیرگذاری سه متغیر بالا می‌تواند به خوانندگان این مقاله کمک کند تا درک بهتری از روابط میان متغیرهای یادشده و نقش آنها در رفتارهایی نظیر بیش‌نمایی سود بر اساس نظریه بیان شده در بالا داشته باشند. شواهد این پژوهش نشان می‌دهد که تسلط اجتماعی، دستکاری هیجانی و ماکیاولیسم تاثیر مثبتی بر بیش‌نمایی سود دارند. هم چنین ماکیاولیسم بر تسلط اجتماعی و دستکاری هیجانی اثر مستقیم دارد. از این رو، ماکیاولیسم به واسطه تسلط اجتماعی و دستکاری هیجانی بر بیش‌نمایی سود به شکل غیرمستقیم و مثبت اثرگذار است. شواهد این مقاله با نتایج نظریه سلسله مراتب ارشد مطابقت می‌کند. طبق این نظریه، عملکرد واحد تجاری در حوزه‌های مختلف از جمله عملکرد مالی می‌تواند متاثر از ویژگی های جمعیت شناختی و رفتاری مدیران عالی آن باشد. این نظریه عنوان می‌کند هر گاه چالش های مدیریتی (به طور مثال کاهش سودآوری یا نقدینگی شرکت) بیشتر باشد، در آن صورت مدیران در تصمیم‌گیری‌های خود بیشتر از ویژگی‌های جمعیت‌شناختی و شخصی خود استفاده می‌کنند. در این حالت، رابطه‌ای مستقیم میان عملکرد سازمان و ویژگی‌های شخصی و رفتاری مدیر وجود دارد. بنابراین نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش سیه و همکاران (۲۰۱۸)، وانگ و چن (۲۰۱۸) هوارت (۲۰۱۸) هماهنگ است. آنها بر پایه نظریه سلسله مراتب ارشد نشان دادند ویژگی‌های رفتاری و جمعیت شناختی مدیران رابطه‌ای معنی‌دار و با اهمیت با مدیریت سود و عملکرد شرکت دارد. هم چنین نتایج این پژوهش با پژوهش رفاهی بخش و همکاران (۱۳۹۶)، احمدی و همکاران (۱۳۹۷) و مورفی (۲۰۱۲) مطابقت دارد. آنها در پژوهش‌های خود نشان دادند که ویژگی‌های رفتاری و روانشناختی مدیران از جمله هیجان‌ها، عواطف، هوش هیجانی و دستکاری هیجانی و ماکیاولیسم عاملی برای برانگیختن مدیران در بیش‌نمایی سود است. شواهد این پژوهش تایید می‌کند که ویژگی تاریک شخصیت مدیر از جمله ماکیاولیسم می تواند مدیران واحدهای تجاری را به رویه‌های ناسازگار با اخلاق حرفه ای در گزارش سود سوق دهد. این موضوع، نتایج پژوهش‌های قبلی در رابطه با ماکیاولیسم از جمله پژوهش صادقیان و همکاران (۱۳۹۸) را تایید می‌کند. به عقیده آن‌ها، ویژگی شخصیتی ماکیاولیسم بر گزارشگری مالی متقلبانه تأثیر مثبت و معنادار دارد.

نتایج این مقاله نشان می‌دهد که انگیزه مدیریت در بیش‌نمایی سود، متاثر از ویژگی‌های رفتاری، سازمانی و روانشناختی است. شواهد این پژوهش درک و آگاهی ما درباره تاثیر مشخصه‌های رفتاری مدیریت بر تصمیم‌گیری های بیش‌نمایی سود را افزایش می‌دهد. یکی از

دستاوردهای این مقاله آن است که محرک انگیزه‌های مدیران واحدهای تجاری در بیش‌نمایی سود، فراتر از آن چیزی است که در پژوهش‌های اثباتی حسابداری بر اساس فرضیه‌های پاداش، قراردادهای بدهی و هزینه‌های سیاسی تفسیر شده است. این پژوهش تایید می‌نماید آن چه سبب انگیزش مدیران در بیش‌نمایی سود طبق فرضیه‌های اثباتی حسابداری می‌شود، عوامل روانشناختی، رفتاری و اجتماعی است. از این رو، به عقیده نویسندگان مقاله، شناخت عوامل فردی و روانشناختی در انگیزش مدیران در بیش‌نمایی سود اهمیت بیشتری در مقایسه با گفتگوها و پژوهش‌های اثباتی مدیریت سود دارد. در نهایت می توان اظهار داشت شواهد این مقاله، اهمیت پژوهش‌های رفتاری را در حسابداری تایید می کند. این نتایج می‌تواند، اطلاعات سودمندی به قانون‌گذاران، سرمایه‌گذاران، اعضای کمیته حسابرسی و حسابرسان درباره رابطه میان ویژگی‌های روانشناختی مدیران و تصمیم‌گیری های مدیریت سود نشان دهد. از این رو، با توجه به این یافته‌ها، پیشنهاد می شود تا قانون‌گذاران حوزه بازار سرمایه، کمیته حسابرسی و سایر ذینفعان برای نظارت بهتر بر عملکرد مدیریت، در بکارگیری مدیران، سلامت روانشناختی آنها را مبنایی برای ارزیابی قضاوت و تصمیم‌گیری آنان درباره رفتار سود قرار دهند.

منابع

احمدی، حسن، ولی‌پور، هاشم، جمالی، غلامرضا (۱۳۹۷). بررسی رابطه مولفه‌های هوش هیجانی تهیه کنندگان صورتهای مالی و کیفیت گزارشگری مالی در بورس اوراق بهادار، *مجله مدیریت توسعه و تحول*، ۳۳ (۱۳۹۷)۵۱-۴۳

اعتمادی فرزانی، حجت الله؛ غلامی حسین آباد، رضا؛ ناظمی اردکانی، مهدی (۱۳۸۹). بررسی تاثیر ارزش های اخلاقی شرکتی بر درک مدیریت سود، *فصلنامه اخلاق در علوم و فناوری*، ۵ (۳ و ۴)، ۳۵-۴۶

رفاهی بخش، سمانه؛ بنی مهد، بهمن؛ خردیار، سینا و اوشک سرایی، مریم (۱۳۹۷) عواطف فردی و رفتار مدیریت سود : آزمونی از نظریه روانشناسی مثبت گرا، *دو فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری*، سال سوم، شماره ششم، صص ۲۴۱-۲۵۴

سبحانی نژاد، مهدی؛ یوزباشی، علیرضا (۱۳۸۷). هوش هیجانی و مدیریت در سازمان. تهران: انتشارات سیطرون

شعبان، رضوان ؛ بنی مهد، بهمن ؛ رویایی، رمضانعلی. (۱۳۹۶). اثر محافظه کاری اجتماعی و ماکیاولیسم بر استقلال حسابرس، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ششم، شماره ۲۲، صص ۷۵-۸۶

صادقیان، مسعود؛ بنی مهد، بهمن؛ جهانگیرنیا، حسین و غلامی جمکرانی، رضا (۱۳۹۸). ماکیاولیسم، جهت گیری اخلاقی و گزارشگری مالی متقلبانه، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۳) : ۴۱۳ -۴۳۴

ملکیان، اسفندیار؛ جفایی رهنی، منیر؛ بهروز (۱۳۹۳). رابطه ی تعهد حرفه ای و دیدگاه اخلاقی با رفتار مدیریت سود. *فصلنامه ی اخلاق در علوم و فناوری*، ۹(۱۴)، ۱-۱۰

Austin, E. J., Farrelly, D., Black, C., & Moore, H. (2007). Emotional intelligence, Machiavellianism and emotional manipulation: Does EI have a dark side? *Journal of Personality and Individual Differences*, 43(1), 179–189

Azouzi, M.A., Jarboui, A. (2012), CEO Emotional Intelligence and board of directors Efficiency. *Iranian Journal of Management Studies*, 5, (2), 115-144

Bela Berkas, Arpad Csatho, Boroka Gacs, Tamas Berczkie (2014)"Nothing ventured Nothing Gained: Strong Associations between Reward Sensitivity Two easures of Machiavellianism", *journal of Personality and Individual Differences*, 74, pp 112-115

Bradberry, T., & Greaves, J. (2005). Emotional intelligence quick book. Translated by: M. Ganji. Tehran: Savalan Publication. Denham SA, Blair KA, DeMulder E, Levitas J, Sawyer K, Auerbach-Major S.;1; 2003. Preschool emotional competence: pathway to social competence. Child Dev. 74:238-56.

Capalbo, F., Frino,A., Lim , M., Mollica , V., Palumbo, R., (2018) The Impact of CEO Narcissism on Earnings Management , ABACUS, Vol. 54, No. 2 : 210-226 doi: 10.1111/abac.12116

Christie, R., & Geis, F. (1970) Studies in Machiavellianism (pp. 339–358). New York: Academic Press.

De Hooge, I. E., Breugelmans, S. M., & Zeelenberg, M. (2008). Not so ugly after all: When shame acts as commitment device. *Journal of Personality and Social Psychology*, 95(4), 933–943.

Deshpande, S. P. and J. Joseph: 2008, ‹Impact of Emotional Intelligence, Ethical Climate, and Behavior of Peers on Ethical Behavior', *Journal of Business Ethics*. doi: 10.1007/s10551-008-9779-z.

D'Souza , M.F., De Lima, G.S.F., (2015) The Dark Side of Power : The dark Triad in Opportunistic Decision- Making , ASAA JOURNAL - Advances in Scientific and Applied Accounting, 8(2). PP. 135-156

Duckitt; j. (2001).A dual-process cognitive-motivational theory of ideology and prejudice. *Advances in experimental social Psychology*; 33; 41-113

Forgas, J.,(1995) Mood and judgment: The Affect Infusion Model (AIM) Psychological Bulletin , Vol. 117, No. 1,39-66

Grieve, R., March, E., Van Doorn G., (2019) Masculinity might be more toxic than we think: The influence of gender roles on trait emotional manipulation, *journal of Personality and Individual Differences*, 138: 157–162

Gruenfeld, D.H., Inesi, M. E. Magee, J. C, & Galinsky, A.D. (2008). Power and the objectification of social targets. *Journal of Personality and Social Psychology*, 95(1), 111-127.

Ham, Ch., Lang, M., Seybert, N., Wang, S. (2017). CFO Narcissism and Financial Reporting Quality. Available at https://ssrn.com/abstract =2581157

Hartmann, F. G. H., & Maas, V. S. (2010). Why business unit controllers create budget slack: Involvement in management, social pressure, and achiavellianism. *Behavioral Research in Accounting*, 22(2), 27–49.

Hambrick, D. C., & Mason, R. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206

Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32(2), 334–343.

Hsieh, Y., Chen, T., Tseng, Y., Lin,R., (2018) Top Management Team Characteristics and Accrual-Based Earnings Management, *International Journal of Accounting*, 53(4) : 314-334

Horvat, R., (2018) Impact of Selected Personality Traits on Accountants' Attitudes toward Accounts Manipulation: Evidence from Slovenia, Naše gospodarstvo/Our Economy, 64(3), 23-35. DOI: 10.2478/ngoe-2018-0015

Huoviene, S., & Pasanen, M. (2010). Entrepreneurial and management teams: What makes the difference? *Journal of Management & Organization*, 16(3), 436–453.

Healy, P., and J. M. W ahlen. (1999). A review of the earnings managemant literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4): 143-147

Ines, M. e. (2010). Power and loss aversion. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 112 (1), 58-69

Jensen, M., and W. Meckling. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial economics*, 3(4): 305-360

Leung, K., & Bond, M. H. (2004).Social axioms: A model for social beliefs in multicultural perspective. *Advances in Experimental Social Psychology*, 36, 119-197.

Mac Callum ,R.C,Browne , M. W ,Sugawara , H. M.(1996)power analysis and determination of sample size for covariance structure modeling Psychological Methods,1. 130-149

MesmerMagnus, J. R., & DeChurch, L. A. (2009). Information Sharing and Team Performance: A Meta-Analysis. *Journal of Applied Psychology*, 94(2), 535-546. https://doi.org/10.1037/a0013773

Murphy, P.R., (2012) Attitude, Machiavellianism and the rationalization of misreporting, *Accounting, Organizations and Society*, 37, 242–259

Notbohm, M., Campbell,K., Adam R. Smedema, A.R., Zhang , T., (2019) Management's personal ideology and financial reporting quality, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(2): 521-571

Pratto, F., Sidanius, J., & Levin, S. (2006). Social dominance theory and the dynamics of intergroup relations: Taking stock and looking forward. *European Review of Social Psychology*, 17, 271-320.

Pruysersa, S., Blaisb, J., Chen, P.G., (2019) who makes a good citizen? The role of personality, Personality and Individual Differences 146:99–104

Ruiz-Palomino, P., & Banon-Gomis, A., (2016) the negative impact of chameleon-inducing personalities on employees' ethical work intentions: The mediating role of Machiavellianism, *European Management Journal*, http://dx.doi.org/ 10.1016/j.emj.2016.02.010

Rodriguez-Bailon, R., Moya, M., & Yzerbyt, V (2000).Why do superiors attend to negative stereotypic information about their subordinates? Effects of power legitimacy on social perception. *European Journal of Social Psychology*, 30(5), 651-671.

Ryckman, R. M. (2007). Theories of personality. Belmont: Thomson Wadsworth

Shafer W.E. Wang,Z (2011),"Effects of ethical context and Machiavellianism on attitudes toward earnings management in China", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 26 Iss 5 pp. 372 – 392.

Shafer. W.E., (2002) Effects of Materiality, Risk, and Ethical Perceptions on Fraudulent Reporting by Financial Executives, *Journal of Business Ethics*, 38(3): 241-260.

Stevens, G. W., Deuling, J. K., & Armenakis, A. A. (2012). Successful psychopaths: Are they unethical decision-makers and why? *Journal of Business Ethics*, 105, 139–149. Doi: 10.1007/s10551-011-0963-1

Wang, S., Chen, X., (2019) Recognizing CEO personality and its impact on business performance: Mining linguistic cues from social media, information & Management, Forthcoming, https://doi.org/10.1016/j.im.2019.103173

COPYRIGHTS

This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 21-40

Feasibility Study of the Right to Sell Goods on the Iran Commodity Exchange with a Comparative Study of the Iranian Law System and the Convention on International Trade in Goods (1980)[1]

Mehdi Haji Gholam Saryazdi[2], mahdi nazmi ardakani[3], Ali Akbar Jafari Nadoushan[4]

Received: 2021/07/11
Accepted: 2021/11/26

Research Paper

Abstract

The development and expansion of commodity exchanges and the prospect of their Trans nationalization require that while examining the relevant laws and rights at the international level, the ground for their development and implementation in order to increase interactions with foreign exchanges and identify new export markets. One of these rights is the right to resell the goods covered by the International Convention on the Trading of Goods (1980). Studies show that the possibility of resale is not provided not only in commodity exchanges but also in the Iranian legal system, and the resale of goods before the termination of the initial transaction in one of the legal or contractual ways, the seizure of other and subject property The rules of transactions are volatile. The results of the research indicate that by amending the relevant instructions in the Iran Commodity Exchange, the right to resell the goods to the buyer and the seller can be used, and thus the possible damages caused by the buyer's non-transaction or delivery of non-compliant goods by the contract. The seller stopped.

Kew Words: Resale, Sale Convention, Commodity Exchange, Settlement and Exchange.
JEL Classification: G23, G28, K22, N25

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2021.11370.1546

2. Ph.D. Student, Department Financial Law, Yazd University, Yazd, Iran. (M.hajigholam@gmail.com).
3. Assistant Professor, Department of Accounting and Finance, Yazd University, Yazd, Iran. (Corresponding Author). (nazemi@yazd.ac.ir).
4. Assistant Professor, Department of Law and Political Science, Yazd University, Yazd, Iran. (JafariNadoushan@yazd.ac.ir).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ٥٦، زمستان ١٤٠٠، صص ٤٠-٢١

امکان سنجی حق بازفروش کالا در بورس کالای ایران با مطالعه تطبیقی در نظام حقوقی ایران و کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا (۱۹۸۰)[۱]

مهدی حاجی غلام سریزدی[۲]، مهدی ناظمی اردکانی[۳]، علی‌اکبر جعفری ندوشن[۴]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۲۰
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۰۵

چکیده

توسعه و گسترش بورس‌های کالایی و چشم‌انداز فراملی شدن آنها ایجاب می‌کند که ضمن بررسی قوانین و حقوق مرتبط در سطح بین‌الملل، زمینه تدوین و اجرای آنها را فراهم کند. یکی از این حقوق، حق بازفروش کالا است که در کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا (۱۹۸۰) به آن پرداخته شده است. بررسی‌ها نشان می‌دهد هرچند حق بازفروش در بورس‌های کالایی و نظام حقوقی ایران پیش‌بینی نشده است، ولی با اصلاح دستورالعمل‌های مربوط در بورس کالای ایران می‌توان از حق بازفروش کالا برای خریدار و فروشنده استفاده و از خسارت‌های احتمالی ناشی از نبود قبض مبیع توسط خریدار و یا تحویل مبیع نامنطبق با قرارداد توسط فروشنده جلوگیری کرد، بنابراین این پژوهش توصیفی-تحلیلی به بررسی این موضوع می‌پردازد.

واژه‌های کلیدی: بازفروش، کنوانسیون بیع، بورس کالا، تسویه و پایاپای.
طبقه بندی موضوعی: G23,G28,K22,N25

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2021.11370.1546
۲. دانشجوی دکتری، گروه حقوق مالی، دانشگاه یزد، یزد، ایران. (m.hajigholam@gmail.com).
۳. استادیار، گروه حسابداری و مالی، دانشگاه یزد، یزد، ایران. (نویسنده مسئول). (nazemi@yazd.ac.ir).
۴. استادیار، گروه حقوق وعلوم سیاسی، دانشگاه یزد، یزد، ایران. (jafarinadoushan@yazd.ac.ir).

مقدمه

راه‌اندازی بورس کالا در ایران با ایجاد بورس فلزات در سال ۱۳۸۲ و پس از آن بورس کالای کشاورزی در سال ۱۳۸۳ آغاز شد و بر اساس قانون جدید بازار اوراق بهادار و مصوبه شورای عالی بورس در آذر ماه سال ۱۳۸۵ شرکت بورس کالای ایران به صورت شرکت سهامی عام با ادغام بورس فلزات و کشاورزی تشکیل شد (سلطانی‌نژاد و حاجی وند، ۱۳۹۷، ص۱). بورس کالای ایران پس از فراز و نشیب‌های بسیاری که در بیش از یک دهه فعالیت به خود دیده، درحال حاضر با افزایش دامنه فعالیت در بخش‌های مختلف، توسعه بازار مالی با ورود صندوق‌های سرمایه‌گذاری کالایی و افزایش حجم معاملات گواهی سپرده کالایی، برنامه ریزی به منظور گسترش فعالیت ها در سطح بین المللی را دنبال می‌کند. بنابراین ایجاد سازوکار و تدوین دستورالعمل‌های مناسب در راستای این هدف، لازم است در برنامه مقررات‌گذاران بازار سرمایه قرار گیرد. از طرف دیگر، کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا (۱۹۸۰)، یکی از مهمترین و موفق‌ترین اسنادی است که در زمینه یکسان‌سازی حقوق قراردادها، تصویب و لازم الاجرا، شده است (حاجی عزیزی و بیات، ۱۳۹۷، ص۳۲۱) و مزایای بسیاری در زمینه تجارت بین‌الملل داشته و هدف آن به حداکثر رساندن فروش‌های بین‌المللی است (بوکلی و زیگلر[1]، ۲۰۱۴). از ویژگی‌های اصلی آن می‌توان به سادگی، عملیاتی بودن و شفافیت آن اشاره کرد (سونو[2]، ۱۹۸۴). انتظار می‌رود ضمن افزایش اطمینان حقوقی، هزینه‌های معاملاتی خریداران و فروشندگان بین‌المللی را کاهش دهد(کانیبرتی[3]، ۲۰۰۶). اهمیت موضوع مورد بررسی در صورت تصمیم ایران به منظور پیوستن به کنوانسیون و همچنین به جهت شناخت حقوق تجار و شرکت‌های طرف معامله با کشورهای پیوسته شده به کنوانسیون دوچندان می‌شود (رجایی و آزیز، ۱۳۹۸، ص۱۲۲). در راستای اهداف این مقاله در ابتدا اهمیت بورس کالای ایران به عنوان مهمترین بورس کالایی کشور اشاره می‌شود، سپس بازفروش کالا در کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا مورد توجه قرار گرفته و به بررسی پژوهش‌های مرتبط با موضوع مقاله پرداخته و در ادامه وضعیت فعلی قوانین حقوقی داخلی و بورس کالای ایران در ارتباط با حق بازفروش به تفصیل بحث و پیشنهادهای موثر در زمینه اصلاح قوانین و دستورالعمل‌ها ارائه می‌شود.

---

1. Bukley & Ziegler
2. Sono
3. Cuniberti

اهمیت بورس کالا

سابقه تشکیل بورس‌های کالایی در جهان به قرن ۱۹ میلادی باز می‌گردد که به دلیل نارسایی‌ها و ناکارآمدی‌های بازار سنتی شکل گرفتند (سلطانی‌نژاد و حاجی‌وند، ۱۳۹۷، ص۷۶) و این بازار با هدف بدست آمدن قیمت منصفانه، برقراری رقابت و تقابل میان عرضه‌کنندگان و متقاضیان (خریداران و فروشندگان) ایجاد شده است (دالتون[1] و همکاران، ۲۰۰۷). شفافیت دادوستدها، از میان رفتن واسطه‌ها و دلال‌ها، مدیریت ریسک، ایجاد نظام قیمت‌گذاری شفاف بر پایه تعادل میان عرضه و تقاضا و نیاز بازار، ایجاد هماهنگی میان بخش‌های تولیدی و بازرگانی در زمینه صادرات و واردات و... از جمله کارکردهای بازارهای کالایی در راستای بهبود شرایط اقتصاد و صنایع در سراسر جهان هستند(سلطانی‌نژاد و حاجی‌وند،۱۳۹۷، ص۱). شرکت بورس کالای ایران به موجب ماده ۵۸ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذر ماه سال ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی تاسیس شد(بورس‌کالای ایران،۱۳۹۷،ص ۵). در قوانین و مقررات جاری کشور به اهمیت و جایگاه بورس کالا اشاره شده است و قانون‌گذاران نقش‌ها و کارکردهای مهمی را برای این بخش از بازار سرمایه تعیین کرده‌اند. بر اساس قانون افزایش بهره‌وری بخش کشاورزی و منابع طبیعی مصوب تیرماه ۱۳۸۹ مجلس شورای اسلامی، دولت مکلف است در راستای تحقق سند چشم انداز بیست ساله کشور، سیاست‌های کلی نظام و قانون سیاست‌های اجرایی اصل ۴۴ قانون اساسی زمینه‌ها، برنامه‌ها، تسهیلات و امکانات بالابردن بهره‌وری و اصلاح الگوی تولید و مصرف بخش کشاورزی و منابع طبیعی را فراهم و به مرحله اجرا درآورد و بر اساس تبصره ۴ ماده ۶ این قانون، به منظور حمایت از بهره‌برداران و مصرف‌کنندگان و شفافیت قیمت‌ها و ایجاد تعادل در بازار محصولات و تولیدات کشاورزی، خرید و فروش نهاده‌ها و محصولات تولیدی، در صورتی که از اقلام قابل معامله در بورس‌کالا باشند، باید از طریق این بورس انجام شود، همچنین در اجرای ماده ۳۳ قانون بهره‌وری بخش کشاورزی و منابع طبیعی کلیه محصولاتی را که دولت خرید تضمینی می‌کند به تدریج باید از طریق بورس‌کالا به صورت قیمت تضمینی معامله شوند (سلطانی‌نژاد و حاجی وند،۱۳۹۷، ص۲۲۰). مطابق بند (و) ماده ۹۹ قانون برنامه پنجساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران در بازار سرمایه کشور «کالاهایی که در بورس ها کالایی به عنوان بازار متشکل، سازمان یافته و

---

1. Dalton

تحت نظارت پذیرفته شده و مورد داد وستد قرار می‌گیرند طبق قوانین و مقررات حاکم بر آن، بورس‌ها عرضه شده و مورد معامله قرار می‌گیرد. عرضه، معامله، تسویه و تحویل نهایی کالاهای یادشده مشمول قوانین و مقررات مربوط به بازارهای غیرمتشکل کالایی نیست». در واقع می‌توان گفت قانون‌گذار در دو نوبت تلاش کرده است تا وضعیت عرضه در بورس‌کالا را تقویت کند، مطابق ماده ۱۷ قانون ابزارها و نهادهای مالی جدید «خرید و فروش کالاهای پذیرفته شده در بورس‌های کالایی که با رعایت مقررات حاکم بر آن بورس‌ها مورد دادوستد قرار می‌گیرند، توسط وزارتخانه ها، سازمان ها، نهادها و دستگاه‌های دولتی و عمومی و دستگاه های اجرایی نیاز به برگزاری مناقصه یا مزایده و تشریفات مربوط به آنها ندارند». همچنین وفق ماده ۱۸ همین قانون، ضمن مستثنی نمودن دارو، دولت مکلف است کالاهای پذیرفته شده در بورس را از نظام قیمت گذاری خارج کند (سلطانی،۱۳۹۱، ص ۱۰۹). ماده ۳۷ قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی‌کشور مصوب سال ۱۳۹۴ مجلس شورای‌اسلامی نیز بر عرضه مواد خام از طریق عرضه محصولات در بورس‌کالا و صادرات محصولات از این مسیر اشاره می‌کند که اجرای آن می‌تواند ضمن شفاف سازی در بازار صنایع مختلف، به کشف واقعی قیمت محصولات نیز کمک کند (سلطانی‌نژاد و حاجی وند،۱۳۹۷، ص۲۲۵). در قانون نظام جامع دامپروری کشور مصوب سال ۱۳۸۸ نیز به بورس های کالایی اشاره شده است و ماده ۱۹ این قانون به این شرح است: در صورت وجود مازاد تولید محصولات دامی اعم از خام و فرآوری شده، دولت موظف است شرایط حضور تولیدکنندگان در بازارهای جهانی را آسان کند. همچنین دولت باید زمینه‌های گسترش بورس کالاهای کشاورزی به محصولات دامی را فراهم کند (همان منبع، ص۲۲۷). در قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید که به منظور تسهیل اجرای سیاست های کل اصل ۴۴ قانون اساسی مصوب سال ۱۳۸۸ است نیز در چندین مورد به بورس‌کالای ایران اشاره کرده است و طبق ماده ۶ این قانون، ضمن اصلاح ماده ۱۴۳ قانون مالیات های مستقیم معادل ۱۰ درصد درآمد حاصل از فروش کالاهایی که در بورس‌های کالایی پذیرفته شده و به فروش می‌رسند را از بخشودگی مالیاتی برخوردار کرده است.

حق بازفروش کالا

در حقوق داخلی ایران برخی از شیوه های جبران خسارت ناشی از نقض تعهدات قراردادی همچون الزام به اجرای تعهد، فسخ قرارداد و مطالبه خسارت با آنچه در اسناد و کنوانسیون های

بین المللی مقرر شده است مشترک هستند، اما برخی از شیوه های موجود در این اسناد در حقوق ایران وجود ندارند و خاص آنها هستند که عبارتند از: جریمه قضایی، پرداخت بهره، تقلیل ثمن معامله و بازفروش کالا (معصومی، ۱۳۹۷، ص۷)، بنابراین در این قسمت به بررسی حق بازفروش کالا به عنوان یکی از جنبه‌های تفاوت در حقوق داخلی ایران و کنوانسیون پرداخته شده است.

تعریف و اهمیت بازفروش کالا

یکی از ضمانت اجراهای غیر قضایی که در برخی سیستم های حقوقی در جهت حفظ حقوق فروشنده در مقابل نقض تعهدات از سوی خریدار پیش بینی شده حق فروش مجدد کالا توسط فروشنده است که جوهره اصلی آن بازستاندن حقوق فروشنده بدون لزوم مراجعه او به دادگاه و اقامه دعوی است. در حقوق ایران این نهاد جایگاهی ندارد و فروش مجدد کالا توسط فروشنده قبل از فسخ معامله اولیه به یکی از طرق قانونی یا قراردادی، تصرف در مال غیر و تابع احکام معاملات فضولی است (اصغری آقمشهدی و زارعی، ۱۳۸۹، ص۱۸۳).

جامع ترین نوع بازفروش مبیع را می‌توان در کنوانسیون بین المللی بیع کالا ۱۹۸۰ یافت. با توجه به آن سند بین المللی، باز فروش مبیع نوعی ضمانت اجرا برای پیشگیری از انسداد رابطه قراردادی مختل (بند ۱ ماده ۸۸ کنوانسیون) و یا جلوگیری ازدیاد هزینه های نگهداری مبیع(بخش دوم بند ۲ ماده ۸۸ کنوانسیون) یا پیشگیری از فساد موضوع قرارداد (بخش اول بند ۲ ماده ۸۸ کنوانسیون) است.

بازفروش را می‌توان در دو معنا به کار گرفت معنای نخست بیع مجدد کالا از جانب خریدار عمده و به منظور توزیع است. اما معنای دوم که هدف این مقاله است نفی تحمیل نگهداری نامحدود مبیع به طرف قرارداد و بلاتکلیفی آن است. این حق در کالاهای فاسدشدنی و کالاهای مشمول هزینه زیاد تکلیفی است که ممکن است به دست فروشنده یا خریدار اجرا شود. پس در تعریف باز فروش مبیع می‌توان گفت فروش مبیع به منظور پیشگیری از انسداد نامحدود رابطه قراردادی یا جلوگیری از فساد مبیع یا ازدیاد هزینه های نامتعارف نگهداری کالا به دست طرف دیگر قرارداد که در عین نبود مالکیت ملزم به نگهداری آن است. به عبارت دیگر فروشنده یا خریدار بنا بر شرایطی که پس از انعقاد بیع و به سبب رفتار طرف مقابل یا بیرون از اراده او ایجاد شده، برای جبران خسارات یا پیشگیری از خسارات بیشتر، مبیعی را که در مالکیت آن با انعقاد یا فسخ قرارداد به طرف دیگر انتقال یافته را می‌فروشد (صادقی مقدم و رجبی، ۱۳۹۰، ص۳۰۰).

بنابراین هنگامی که کالا در معرض فساد سریع یا مستلزم مخارج نامتعارف نباشد بازفروش کالا اختیاری است ولی اگر کالا در معرض فساد سریع باشد یا نگهداری آن مستلزم هزینه‌های نامتعارف باشد، بازفروش کالا اجباری است (هونلند[1]، ۱۹۹۱).

بازفروش کالا در کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا

در هر معامله ای ممکن است وضعی پیش آید که سبب ورود خسارت، یا فساد کالای موضوع معامله شود. اگر تدبیری برای رفع این مشکل اندیشیده نشود، امکان ورود ضرر به یک طرف بدون توجیه قانونی وجود دارد. کنوانسیون (منظور از کنوانسیون، از اینجا تا پایان مقاله، کنوانسیون بیع بین المللی کالا ۱۹۸۰ است) در مواد ۸۵ و ۸۶ تکالیفی برای هردو طرف معامله در مواقعی که به واسطه بروز اختلاف، کالای موضوع معامله در معرض خسارت، یا فساد قرار می گیرد معین کرده تا مانع از بروز ضرر اضافی بر دو طرف شود.

الف) وظایف فروشنده: در صورتی که پس از معامله، مبیع نزد فروشنده بود و هنوز برای خریدار ارسال نشده، یا اگر ارسال شده به علت نرسیدن به خریدار، یا تأخیر در تحویل گرفتن آن هنوز تحت کنترل فروشنده باشد، وظیفه حفظ و نگهداری از کالا به عهده وی است، حتی اگر خریدار به دلیل نقض قرارداد از تحویل گرفتن آن خودداری کرده باشد (صفایی، ۱۳۹۰، ص۲۶۸).

بر اساس بخش اول ماده ۸۵ کنوانسیون، در مواردی که قبض و قبوض مبیع و ثمن باید به طور همزمان صورت پذیرد و خریدار از پرداخت ثمن خودداری کرده، یا در تحویل گرفتن کالای موضوع قرارداد تأخیر کند، اگر کالا هنوز در تصرف، یا تحت کنترل فروشنده باشد، وی موظف است اقدام لازم و متعارف در حفظ و نگهداری آن کالا را به عمل آورد که سپردن آن به انبار شخص ثالث یکی از این اقدامات است (مواد ۸۵ و ۸۷ کنوانسیون).

ب) وظایف خریدار: مشابه وظیفه بالا را کنوانسیون برای خریدار هم پیش بینی کرده است. بر اساس ماده ۸۶ کنوانسیون، اگر کالای ارسالی توسط خریدار دریافت شده و یا برای بازرسی در اختیار وی گذارده شده باشد و وی بخواهد بر اساس اختیاری که طبق قرارداد یا مواد کنوانسیون دارد تمام کالا یا بخشی از آن را به دلایلی رد و مسترد کند، موظف است در طول

---

1. honlond

مدت زمانی که کالا در اختیار او است، اقدامات متعارف به منظور حفظ و نگهداری آن کالا را به عمل آورد. از جمله این اقدامات سپردن کالا به انبار شخص ثالث برای نگهداری است (ماده ۸۷ کنوانسیون). اگر او به این تعهد خود عمل کند و کالا را حفظ و نگهداری کند، در مقابل حق خواهد داشت تا زمانی که هزینه‌های متعارف این اقدام به وی پرداخت نشده، از رد آن کالا خودداری کند (ماده ۸۶ کنوانسیون). البته ماده ۶ کنوانسیون به طرفین اجازه می‌دهد تا شمول مقررات آن را استثنا کنند یا از آثار هر یک از مقررات آن عدول کنند یا آنها را تغییر دهند بنابراین در موارد برخورد میان قرارداد و کنوانسیون، مشتری باید تعهداتش را به ترتیب مقرر در قرارداد اجرا کند (کریتزر[1]، ۱۹۹۸).

در خصوص معاملات بازار سرمایه پژوهش‌های متعددی صورت پذیرفته است که این پژوهش‌ها منحصر در حوزه اوراق بهادار سرمایه‌ای، اوراق بهادار بدهی و اوراق مشتقه است و نسبت به بازار فیزیکی بورس‌های کالایی شامل بورس انرژی و بورس کالای ایران پژوهش قابل توجهی صورت نپذیرفته است (شهیدی، ۱۳۹۳، ص۸)، البته در مورد کنوانسیون و حقوق ایران می‌توان به پژوهش‌های زیر اشاره کرد. مریم نجفی تیرتاشی (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی «شیوه‌های جبران خسارت در حقوق ایران و کنوانسیون بیع بین المللی کالا ۱۹۸۰» پرداخته و به این نتیجه رسیده است که اصول، شرایط و روش‌های جبران خسارت قراردادی کنوانسیون بیع بین المللی کالا (۱۹۸۰ وین) و حقوق ایران تفاوت قابل ملاحظه ای ندارد، زیرا کنوانسیون و حقوق ایران بر اصل جبران کامل خسارت، اولویت روش پرداخت معادل پولی خسارت، آزادی کافی در انتخاب روش مناسب جبران خسارت در فقدان تراضی دو طرف بر روش خاص و حصری نبودن روش‌های پولی و عینی مقرر در کنوانسیون و قوانین داخلی اتفاق نظر دارند و روش‌های بازفروش کالا، تقلیل ثمن و تعمیر کالا به عنوان طرق پولی یا عینی جبران خسارت که در کنوانسیون مقرر شده در حقوق ایران نیز تحت شرایط خاصی قابل اجرا است. تاری (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «تعهد مشتری به پرداخت ثمن در کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا (۱۹۸۰ وین) و حقوق ایران» بیان می‌کند که مشتری مکلف است ثمن را با هزینه خودش در زمان و مکانی که هنگام عقد مشخص شده، (مطابق با شرایطی که به وسیله‌ی طرفین تعیین شده

---

1. Kritzer

است) پرداخت کند. در صورتی که ثمن یا شیوه تعیین آن در قرارداد مشخص نشده باشد، میان کنوانسیون و حقوق ایران اختلاف وجود دارد. عباسی منش(۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «اعطای مهلت اضافی توسط فروشنده یا خریدار به طرف مقابل در جهت اجرای تعهد در کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا (مصوب ۱۹۸۰ وین) و حقوق ایران» بیان می کند که در کنوانسیون بیع بین المللی کالا با پیش بینی راهکار اعطای مهلت اضافی به متعهد جهت اجرای تعهد، سعی شده که اصل سرعت در دنیای تجارت حفظ شود و متعهدله بدون نیاز به مراجعه به مراجع قضایی، از قید قراردادی که با عدم اجرای تعهدات یادشده در آن موجب ورود زیان به وی می‌شود، رها شود. در حقوق ایران نبودن نص قانونی در این خصوص موجب بروز مشکلات عدیده ای شده، از جمله روند طولانی رسیدن به حق فسخ قرارداد با درخواست اجرای تعهد که منجر به افزایش حجم پرونده های مطروحه در این زمینه در محاکم نیز شده، اما به واسطه تعلل در فسخ، علی رغم خواسته متعهدله حق فسخ زائل می‌شود در حالی که با استفاده از راهکار اعطای مهلت به فرض زوال حق فسخ، متعهدله می تواند، در صورت عدم اجرای تعهد ظرف مهلت از حق فسخ برخوردار باشد. فرجی (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «تعلیق اجرای قرارداد در کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا (۱۹۸۰ وین) و حقوق ایران» از آثار تقابل عوضین در عقد بیع این است که در صورت تخلف یکی از دو طرف، برای طرف دیگر حق امتناع از انجام تعهد پدید آید. هدف و انگیزه اصلی طرفین عقد بیع علاوه بر مالکیت، در اختیار گرفتن عوضین است و بر اثر آن، برای هریک از طرفین حق حبس در نظر گرفته شده و آنها می‌توانند برای نیل به این هدف، اجرای تعهد از سوی خود را به اجرای تعهد طرف مقابل موکول سازند.

کنوانسیون بیع، قوانین و دستورالعمل های بورس کالای ایران و قوانین حقوقی ایران

انطباق کالا با مفاد قرارداد شامل مقدار کالای مورد توافق، کیفیت کالای مورد توافق و بسته‌بندی و ظرف‌بندی کالا از جمله موارد مهمی است که در کنوانسیون بیع، حقوق ایران و هم در بورس‌کالا به آن اشاره شده است. بنابراین مطالعه این موارد در راستای اصلاح دستورالعمل‌های بورس کالا و همچنین بکارگیری ابزار حق بازفروش در جهت ارتقای مقررات فعلی اهمیت دارد. در این قسمت ضمن بررسی موارد بالا، به امکان‌سنجی و کاربرد حق بازفروش کالا برای فروشنده و خریدار در بورس‌کالای ایران پرداخته می‌شود.

انطباق کالا با قرارداد

یکی از مهمترین مباحث حقوق تجارت بین المللی، موضوع انطباق کالا با مفاد قرارداد است. درکنوانسیون بیع بین المللی کالا، موضوع انطباق مادی کالا در مواد ۳۵ تا ۳۷ تصریح شده و احکامی برای آن پیش بینی شده است. همچنین موضوع انطباق کالا با بازرسی و ارسال اخطار عدم انطباق ارتباط پیدا می کند که در مواد ۳۸ و ۳۹ کنوانسیون بیان شده است. به موجب بند ۱ ماده ۳۵ کنوانسیون، فروشنده باید کالایی را تسلیم کند که دارای مقدار، کیفیت و وصف مقرر در قرارداد باشد و نیز به همان ترتیبی که در قرارداد مقرر شده است بسته بندی یا ظرف‌بندی شده باشد. بند یادشده قاعده اولیه در ارزیابی مطابقت کالا با مفاد قرارداد است و تمام عیوب به استثنای عیب راجع به مالکیت (ماده ۴۱ کنوانسیون) و عیب مربوط به حقوق مالکیت معنوی (ماده ۴۲ کنوانسیون) را تحت پوشش قرار می‌دهد (شعاریان و رحیمی، ۱۳۹۳، ص۴۲).

مقدار کالای مورد توافق

یکی از موارد انطباق مادی کالا ناظر به کمیت و مقدار آن است. بایع باید از حیث مقدار،کالایی را تسلیم خریدار کند به طور دقیق در قرارداد تصریح شده است. قصور در تسلیم مقدار دقیق خواه کمتر یا بیشتر از مقدار تصریح شده باشد نقض قرارداد به شمار می رود.

در حقوق ایران نیز فروشنده مکلف به تسلیم کالا بر اساس کمیت مورد توافق است و متعاقب مواد ۳۵۵ و ۳۸۵ ق.م چنانچه مبیع،کمتر یا بیشتر از مقدار مورد توافق تسلیم شود، نقض قرارداد محسوب می‌شود و ذی حق اختیار فسخ معامله را خواهد داشت. البته در ماده ۳۸۴ ق.م که ناظر بر مبیع قابل تجزیه است نیز وضعیت مشابهی ملاحظه می‌شود، با این تفاوت که تسلیم کالای مازاد، نقض قرارداد از سوی فروشنده تلقی می‌شود و قسمت مازاد متعلق به فروشنده خواهد بود (همان منبع، ص۴۳).

در بورس کالای ایران تحویل کالا در محدوده‌ی تلورانس مجاز تحویل یکی از تعهدات فروشنده است. مطابق ماده ۲۳ دستورالعمل تسویه بورس کالا فروشنده مکلف است کالای معامله شده را در محدوده تلورانس تحویل مجاز به خریدار تحویل دهد. در صورتی که حجم کالای تحویل شده در محدوده تلورانس تحویل مثبت باشد، تسویه وجوه ناشی از تلورانس تحویل، قبل از تحویل آخرین محموله کالا توسط خریدار به فروشنده پرداخت می‌شود. در صورت تحویل کالا با تلورانس مثبت و دریافت نکردن وجه، مسئولیت تحویل آخرین محموله

با فروشنده بوده و بورس، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و کارگزاران طرف معامله در این خصوص مسئولیتی ندارند. در صورتی که حجم کالای تحویل شده در محدوده تلورانس تحویل منفی باشد، فروشنده مکلف است حداکثر ظرف یک ماه از تاریخ تحویل آخرین محموله نسبت به تسویه حساب با خریدار اقدام کند.

کیفیت کالای مورد توافق

طبق بند ۱ ماده ۳۵ کنوانسیون، بایع از لحاظ کیفیت باید کالایی را تسلیم کند که منطبق با مفاد قرارداد باشد. همانگونه که از متن ماده معلوم است توافق طرفین در ارزیابی انطباق کالا با مفاد قرارداد نقش اولیه و کلیدی بازی می کند. به واسطه همین توافق است که در ارزیابی انطباق کالا با قرارداد در وهله‌ی اول باید ضابطه شخصی ملاک تشخیص قرار می‌گیرد. اینکه آیا تسلیم کالای غیر منطبق نقض اساسی در معنای ماده ۲۵ کنوانسیون است که خریدار را به فسخ قرارداد یا ادعای تسلیم جایگزین محقق سازد یا اینکه نقض غیر اساسی تلقی شود بر اساس سایر قواعد پیش بینی شده در کنوانسیون تعیین خواهد شد (شعاریان و رحیمی، ۱۳۹۳، ص۴۳).

تضمین مطابقت کالاها با مفاد اطلاعیه عرضه و تضمین کیفیت و استاندارد بودن کالا از وظایفی است که پژوهشگران علوم مالی بر عهده اتاق پایاپای در معاملات بورسی گذاشته اند اما اتاق پایاپای بورس کالای ایران عملا تعهدی را بر عهده خویش نپذیرفته است (شهیدی، ۱۳۹۶، ص ۲۰۹) هرچند مطابقت نداشتن کالای تحویلی با آنچه در اطلاعیه عرضه منتشر شده است نقص قرارداد محسوب می شود، اما در مقررات بورس کالای ایران چندان مورد تصریح قرار نگرفته است. در حالیکه البته در مقررات، رگه های از توجه به چنین معضلی قابل مشاهده است از جمله اینکه در ماده ۴۸ دستوالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی در شرکت بورس کالای ایران در خصوص خریداری که نسبت به کالای تحویلی معترض است مقرر شده «چنانچه خریدار پس از دریافت کالا هر گونه اختلافی در مورد مشخصات کالای دریافتی با مشخصات آتی مشاهده نماید باید مراتب را حداکثر تا پانزده روز کاری بعد از پایان تحویل کتباً به بورس و هیئت داوری اعلام کند عدم اعلام مراتب طی مهلت مقرر به منزله تأیید ایفای تعهدات فروشنده و اسقاط حق اعتراض به آن از سوی خریدار می‌باشد». علاوه بر این ماده ۲۷ دستورالعمل تسویه در بورس کالا نیز مقرر داشته که «در کلیه قرار دادهای منعقده در بورس چنانچه خریدار نسبت به کیفیت یا کمیت کالای تحویل گرفته شده معترض باشد می‌بایست

اعتراض خود را حداکثر تا سه ماه پس از تحویل کالا به همراه مستندات مربوط کتباً به کارگزار و اتاق پایاپای اعلام نماید پس از انقضای مهلت مذکور هیچگونه اعتراضی از سوی خریدار پذیرفته نمی‌شود ...» (همان منبع، ص۲۳۲)، بنابراین در صورتیکه فروشنده کالای نامنطبق با قرارداد را تحویل خریدار دهد کالای فروشنده در نزد خریدار تا رفع تکلیف توسط بورس باقی می‌ماند و اثبات موضوع و گرفتن خسارت های احتمالی همواره به دلایلی از جمله تعدد شکایت در کمیته رسیدگی به اعتراضات مشتریان بورس کالا، زمانبر بوده و منجر به هزینه های انبارداری، هزینه‌های فرصت از دست رفته و در مواردی ممکن است کالا ضایع شده و یا از بین برود، بنابراین می‌توان با بکارگیری ابزار حق بازفروش کالا از وقوع این رویدادها جلوگیری کرد.

بسته بندی و ظرف بندی کالا

بسته بندی و ظرف بندی کالا نقش مهمی در تسلیم صحیح و سالم کالا بازی می‌کند. از همین رو طرفین قرارداد معمولا به نوع بسته بندی لازم برای کالا به توافق می‌رسند. در همین راستا قسمت دوم بند ۱ ماده ۳۵ مقرر داشته است که کالا باید با همان ترتیبی که در قرارداد معین شده است بسته بندی شود. با این که بسته بندی ارتباط مستقیم با کیفیت خود کالا ندارد کنوانسیون عدم رعایت بسته بندی را نیز به عنوان یک از مصادیق عدم انطباق مادی کالا در نظر می‌گیرد بنابراین اگر کالا به طریقی که در قرارداد مقرر نشده بسته بندی نشود نقض قرارداد اتفاق افتاده است.

بنا به جزء (د) بند ۲ ماده ۳۵ کنوانسیون در صورتیکه در قرارداد به شکل و بسته بندی کالا اشاره نشده باشد در چنین حالتی کالا باید به ترتیب متعارف برای این قبیل کالاها و در صورتی که ترتیب متعارفی وجود نداشته باشد به نحوی که بقا و سلامت کالا تامین شود در ظرف گنجانده و بسته بندی شود (شعاریان و رحیمی، ۱۳۹۳، ص۴۸).

در قوانین و دستورالعمل های بورس کالا به طور مشخص در مورد بسته بندی کالا بحث نشده است اما همانگونه که اشاره شد عدم مطابقت کالای تحویلی با آنچه در اطلاعیه عرضه منتشر شده است نقص قرارداد محسوب می‌شود و در اطلاعیه عرضه که در روز قبل از معامله منتشر می‌شود بسته بندی کالای عرضه شده (مثلاً به صورت جامبو، فله، پالت و ...) مشخص شده است و فروشنده متعهد است کالا را در قالب آن بسته بندی تحویل دهد. مطابق ماده ۲۴

دستورالعمل تسویه و پایاپای «در صورت عدم تحویل تمام یا بخشی از کالا طبق زمان تحویل اعلامی در اطلاعیه عرضه و شرایط مندرج در ماده ۱۹ این دستورالعمل، خریدار می‌تواند درخواست مکتوب خود را طبق فرمت به همراه اسناد مثبته مبنی بر تاخیر در تحویل کالا توسط فروشنده از طریق کارگزار خریدار به اتاق پایاپای ارایه نماید و براساس آن در خواست تحویل با تاخیر یا فسخ بخش تحویل نشده قرارداد را بنماید».

در قانون مدنی ایران، احکامی راجع به بسته بندی کالا پیش بینی نشده است اما این موضوع تحت شمول قواعد کلی قرار می گیرد و حکم قضیه بر اساس احکام شرط فعل مشخص می‌شود بنابراین حکم ماده ۲۳۷ ق.م در خصوص تعهد متعهد به انجام فعل مشروط می‌تواند مبنایی برای تعهد بایع به بسته بندی کالا به حساب آید. در صورتی که قرارداد راجع به بسته بندی کالا ساکت باشد حکم ماده ۲۲۰ ق.م ملاک عمل خواهد بود زیرا عقود، طرفین را به نتایج ناشی از عرف ملزم می کند و در چنین وضیعتی باید تعهد بایع به بسته بندی و نوع آن را با رجوع به عرف شناسایی کرد (همان منبع، ص۴۹).

قلمرو زمانی مسئولیت بایع برای عدم انطباق

به موجب بند ۲ ماده ۳۶ ، بایع مسئول هر نوع عدم انطباقی است که پس از انتقال ضمان معاوضی حادث شده باشد مشروط بر اینکه از نقض هر نوع ضمانت بایع، دایر بر اینکه کالا تا مدتی به منظور استفاده برای مقاصد معمولی و متعارف یا برای برخی مقاصد خاص، مناسب خواهد بود یا خصایص یا کیفیت مشخصی را حفظ خواهد کرد، بنابراین ملاحظه می شود کنوانسیون، مسئولیت بایع را به برخی از اوضاع و احوال معین توسعه داده است. البته باید توجه داشت که همه این مسئولیت ها محدود به مهلت نهایی مقرر در بند ۲ ماده ۳۹ کنوانسیون است و طبق بند مزبور اگر مشتری حداکثر ظرف دو سال از تاریخی که عملا کالا به او تسلیم شده است یادداشتی حاکی از عدم انطباق جهت بایع ارسال نکند حق او در استناد به عدم انطباق ساقط می‌شود مگر اینکه مهلت با دوره تضمین کالا که در قرارداد تعیین شده است مغایر باشد (شعاریان و رحیمی، ۱۳۹۳، ص۵۹).

همانطور که قبلا اشاره شد با توجه به ماده۲۷ دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران مصوب ۱۳۸۹ درکلیه قراردادهای منعقده در بورس چنانچه خریدار نسبت به کیفیت یا کمیت کالای تحویل گرفته شده معترض باشد، می‌بایست اعتراض خود را حداکثر تا سه ماه

پس از تحویل کالا به همراه مستندات مربوطه، کتباً به کارگزار و اتاق پایاپای اعلام کند. پس از انقضای مهلت یادشده هیچگونه اعتراضی از سوی خریدار پذیرفته نمی‌شود.

امکان سنجی حق بازفروش کالا برای فروشنده

خریدار دو وظیفه عمده دارد، یکی پرداخت ثمن و دیگری قبض کالا است. هرگاه خریدار از وظایف خود سر باز زند، فروشنده حق دارد که مطابق ماده ۶۲ کنوانسیون اجرای قرارداد را از وی درخواست کند و این دادگاه است که خریدار را ملزم به انجام وظیفه خود می‌کند. فروشنده در صورتی می‌تواند اجرای اجباری را درخواست کند که از سایر راه های جبران خسارت منافی با اجرای اجباری(مثل فسخ قرارداد) استفاده نکرده باشد (ماده ۶۴). هرگاه در اثر مرور زمان خطر تلف شدن کالا در میان باشد (مثلا کالا از کالاهای فاسد شدنی باشد) و خریدار اقدام به قبض آن نکند کنوانسیون به فروشنده حق داده است که کالا را بازفروش کند و خسارت خود را از این راه جبران کند (ماده ۸۱ بند۱) (شهباز قهقرجی، ۱۳۹۳، ص۹۰). بند ۱ ماده ۶۳ کنوانسیون به خریدار مهلتی می‌دهد تا در آن مدت، کالا را قبض کند. بند دوم همان ماده مقرر داشته است که در مدت مزبور، فروشنده حق تمسک به هیچ یک از راه های جبران خسارت را نخواهد داشت. پس از انقضای این مهلت، فروشنده می‌تواند مطابق ماده ۶۴ کنوانسیون قرارداد را فسخ کند و چنانچه خریدار در طی مهلت مقرر ثمن را پرداخت کند، حق فسخ فروشنده از بین خواهد رفت و از پایه با پرداخت ثمن توسط خریدار، عین قرارداد اجرا شده خواهد بود، ولی اگر خریدار در مهلت مزبور نیز ثمن را پرداخت نکند «فروشنده از هر حقی که ممکن است جهت ادعای خسارت برای تاخیر در ایفای تعهد داشته باشد محروم نخواهد شد» (بند ۲ ماده ۶۳) (همان منبع).

تعهدات اصلی خریدار در حقوق ایران همانند کنوانسیون عبارتند از تادیه ثمن و قبض مبیع، بند ۴ ماده ۳۶۲ قانون مدنی در ذیل مبحث آثار بیع بیان می دارد: «عقد بیع مشتری را به تادیه ثمن ملزم می‌کند». ضمانت اجراهای مختلفی در خصوص این تعهد بیان شده‌اند که عبارتند از: حق حبس، الزام به پرداخت ثمن، حق فسخ از جهت خیار تاخیر ثمن و یا تفلیس و ضمانت اجراهای قراردادی مانند پیش بینی حق فسخ، انفساخ و وجه التزام. البته وجه التزام در این خصوص می‌تواند به صورت پیش بینی خسارت تاخیر و یا عدم انجام تعهد باشد اما در خصوص تعهد خریدار نسبت به قبض مبیع صراحتی در مواد قانونی دیده نمی‌شود (اصغری آقمشهدی و

زارعی، ۱۳۸۹، ص ۱۹۹). با توجه به ضمانت اجراهایی که در خصوص تعهدات خریدار بیان شد می‌توان گفت بایع درصورتی می تواند کالای مورد معامله را به علت عدم پرداخت ثمن و یا عدم قبض مبیع توسط خریدار بازفروش کند که عقد بیع با توجه به خیارات قانونی یا قراردادی فسخ شده باشد و بدیهی است این امر با آنچه که در خصوص معنای اخص بازفروش گفته شد که عبارت است از حق فروش مجدد کالا توسط بایع به دلیل نقض تعهدات قراردادی توسط خریدار بدون نیاز به انحلال بیع منعقده، متفاوت است بنابراین باید گفت حق بازفروش کالا در معنای اخص خود در حقوق ایران جایگاهی ندارد و در نتیجه اگر بایع قبل از انحلال بیع به یکی از طرق قانونی یا قراردادی به دلیل تخلف خریدار در پرداخت ثمن یا قبض مبیع اقدام به بازفروش کالا نماید، معامله اخیر تصرف در مال غیر محسوب و در نتیجه تابع احکام معاملات فضولی است (همان منبع ، ص۲۰۰).

مطابق بند ۱۵ ماده ۱ دستورالعمل تسویه و پایاپای بورس کالا، «مهلت تسویه سه روز کاری بعد از روز انجام معامله می‌باشد. زمان‌بندی انجام امور تسویه طی مهلت تسویه براساس مصوبه هیات مدیره «شرکت» تعیین می گردد» و با توجه به بند ۴ صورتجلسه شماره ۵۸۰ سازمان بورس و اوراق بهادار در صورتیکه انجام امور تسویه با تاخیر و حداکثر تا ۳ روز کاری پس از مهلت تسویه انجام شود کارگزار خریدار به ازای هر روز کاری تاخیر موظف به پرداخت ۰/۲۵ درصد ارزش معامله است و چنانچه تا پایان ۳ روز کاری پس از مهلت تسویه، امور تسویه انجام نشود کارگزار خریدار مکلف است ۵ درصد ارزش معامله را به همراه سایر هزینه های مصوب به عنوان خسارت انفساخ پرداخت کند.

با توجه به دستورالعمل فوق در صورت عدم انجام تسویه قرارداد فسخ می‌شود و کالا در مالکیت فروشنده باقی می‌ماند و اساساً تا قرارداد در بورس کالا تسویه نشود مالکیت کالا به خریدار منتقل نمی‌شود بنابراین در صورتیکه خریدار کالا را تسویه نکند حق بازفروش موضوعیت ندارد. در مورد عدم قبض مبیع می‌توان حق بازفروش را در بورس کالای ایران پیاده نمود. تجربیات گذشته در بورس کالا بخصوص در مواقعی که کالا با افت فاحش ناگهانی همراه بوده است، بیانگر این است که در برخی موارد مشتریان به دلیل کاهش شدید قیمت از قبض مبیع و دریافت کالای خود سر باز زده‌اند. خودداری تحویل کالا توسط خریداران به انباشت غیر عادی کالاها در انبار تولیدکننده و خطرات جانبی ناشی از کمبود فضای انبار و در حالت گسترده تر منجر به توقف خط تولید می‌شود و راه اندازی مجدد خطوط تولید برای بعضی از

این شرکت ها مانند پالایشگاه ها، کارخانه‌های فولادی و پتروشیمی ها که دارای خطوط تولید پیوسته هستند با هزینه های بسیار بالایی همراه است. بنابراین در صورتیکه امکان بازفروش کالا توسط فروشنده در قوانین بورس دیده شود فروشنده می‌تواند از این امکان استفاده کرده و کالاهایی که در انبار خود به صورت امانی باقی مانده پس از ارسال اخطار و رعایت قوانین مرتبط به فروش رساند.

امکان سنجی حق بازفروش کالا برای خریدار

طبق بند ۱ ماده ۳۵ کنوانسیون، بایع از لحاظ کیفیت باید کالایی را تسلیم کند که منطبق با مفاد قرارداد باشد و همچنین کالا باید با همان ترتیبی که در قرارداد معین شده است بسته بندی شود. بنا به جزء (د) بند ۲ ماده ۳۵ کنوانسیون در صورتیکه در قرارداد به شکل و بسته بندی کالا اشاره نکرده باشد در چنین حالتی کالا باید به ترتیب متعارف برای این قبیل کالاها و در صورتی که ترتیب متعارفی وجود نداشته باشد به نحوی که بقا و سلامت کالا تامین شود در ظرف گنجانده و بسته بندی شود (شعاریان و رحیمی، ۱۳۹۳، ص ۴۹). طبق بند دوم ماده ۴۶ کنوانسیون، در صورتی که کالای تسلیم شده به مشتری منطبق با قرارداد نباشد و این عدم انطباق نیز به عنوان نقض اساسی تلقی شود مشتری می‌تواند درخواست تسلیم کالای جانشین را از فروشنده بکند. البته طبق قانون ماده ۳۹ کنوانسیون مشتری باید قبل اخطاری مبنی بر مطابقت نداشتن کالا به فروشنده بدهد یا در مدت متعارفی بعد از آن، درخواست کالای جانشین را به فروشنده بدهد. هرگاه مبیع کلی باشد و فروشنده کالای غیر منطبق تسلیم کند در واقع به قرارداد خود عمل نکرده و مشتری می تواند اجرای اجباری قرارداد را در قالب درخواست کالای جانشین مطرح کند (شهباز قهقرجی، ۱۳۹۳، ص۹۱). براساس بند ۱ و ۲ ماده ۸۶ مشتری می‌تواند پس از قبض، کالا را رد کند. در این صورت، اگر بایع نسبت به استرداد کالا تأخیر غیرمتعارف معمول دارد، مشتری حق باز فروش کالا را می‌یابد.

در حقوق ایران هرگاه کالای تسلیم شده منطبق با قرارداد نباشد و مبیع کلی باشد مشتری می تواند درخواست کالای منطبق با قرارداد را بکند (ماده ۴۸۲ ق.م). این اقدام در واقع درخواست اجرای اصل قرارداد است و به آن مفهومی که در کنوانسیون آمده نیست. در مواردی که مبیع عین معین است هرگاه عین غیر منطبق با قرارداد باشد بایستی این عدم انطباق را مورد بررسی قرار دهد. در واقع به موجب ماده ۲۴۸ قانون مدنی «اگر موضوع تعهد عین معینی

باشد،تسلیم آن به صاحبش در وضعیتی که حین تسلیم دارد موجب برائت می شود، اگرچه کسر و نقصان داشته باشد...». حالت دیگری که قانون ایران پیش بینی کرده در جایی است که «چیزی معین به عنوان جنس خاصی فروخته شود و در واقع از آن جنس نباشد» در اینجا اصل بیع باطل است (م ۳۵۳ ق.م). اگر کالای تسلیم شده غیر از آن چیزی باشد که در قرارداد معین شده بایع به تعهد خویش عمل نکرده و از این رو مشتری می تواند الزام وی را به اجرای تعهد بخواهد و در صورت عدم امکان الزام، حق فسخ دارد (همان منبع).

باتوجه به ماده ۲۲ دستورالعمل تسویه و پایاپای، فروشنده دارای دو تعهد صدور حواله خرید کالا و تحویل کالا است که تخلف از هر یک با ضمانت اجرای حقوقی مواجه می‌شود. عدم صدور حواله خرید کالا در مهلت مقرر باعث انفساخ قرارداد و جریمه فروشنده به پرداخت ۵ درصد ارزش معامله به عنوان خسارت انفساخ به همراه کلیه هزینه های مصوب مرتبط می گردد. تخلف از تعهد دوم مبنی بر تحویل کالا، با ضمانت اجرای اختیار فسخ خریدار یا درخواست تحویل با تاخیر به همراه گرفتن خسارت تاخیر توسط خریدار همراه خواهد بود (شهیدی،۱۳۹۶،ص ۱۶۸)، اما در بحث تحویل کالا مطابق ماده ۲۳ دستورالعمل تسویه بورس کالا فروشنده مکلف است کالای معامله شده را در محدوده تلورانس تحویل مجاز به خریدار تحویل دهد و از سوی دیگر کالای تحویلی از نظر کیفیت و بسته‌بندی با اطلاعیه عرضه تطابق داشته باشد.

در مورد عدم صدور حواله خرید توسط فروشنده همانطور که گفته شد قوانین شفاف و با جریمه برای فروشنده همراه است لیکن در مورد تحویل کالا به صورت نامنطبق با اطلاعیه عرضه، با توجه به ماده ۲۷ دستورالعمل تسویه و پایاپای بورس کالا، «چنانچه خریدار نسبت به کیفیت یا کمیت کالای تحویل گرفته شده معترض باشد می بایست اعتراض خود را حداکثر تا سه ماه پس از تحویل کالا به همراه مستندات مربوط کتباً به کارگزار و اتاق پایاپای اعلام نماید». بنابراین خریدار باید بابت عدم انطباق کالای خود از فروشنده در اتاق پایاپای شکایت و موضوع به کمیته رسیدگی به اعتراضات مشتریان ارجاع می شود. البته دستورالعمل به تسلیم کالای جانشین اشاره نکرده است لیکن در صورت اثبات عدم تطابق کالا، تسلیم کالای جانشین از راه‌های جبران خسارت خریدار است.

با توجه به تعدد شکایت ها در مواردی پیگیری و تعیین تکلیف موضوع طولانی می شود و به غیر از هزینه انبارداری و هزینه فرصت که برای خریدار ایجاد شده بیم خراب شدن کالا نیز وجود دارد. در این حالت با توجه به عدم تطابق کالای در اختیار خریدار با اطلاعیه عرضه، هرچند کالا در ید خریدار است لیکن مالکیت آن برای فروشنده است. در این موارد می‌توان از حق بازفروش کالا استفاده نمود به

گونه‌ای که خریدار کالا را به فرد ثالثی که امکان استفاده از کالا را دارد فروخته و خسارت خود را از فروشنده در خواست کند. البته با توجه به بند ۱ ماده ۷ کنوانسیون، عدم مطابقت های عرفاً کوچک طبق اصل حسن نیت نباید موجب رد کالا توسط خریدار شود.

تعیین حق بازفروش برای خریدار و فروشنده در دستورالعمل های بورس کالا باید همراه با ملاحظاتی صورت گیرد به گونه ای که همانند بند اول و دوم ماده ۸۸ کنوانسیون، یکی از شرایط بازفروش صدور اخطار لازم قبل از اقدام به بازفروش کالاست. هدف از این اخطار این است که فرصتی برای اجرای تعهد طرف مقابل ایجاد و یا با حضور در جلسه بازفروش از رعایت غبطه خویش اطمینان یابد (داراب‌پور، ۱۳۷۴،ص ۱۹۴)

اخطار مورد نظر این ماده می‌تواند کتبی یا شفاهی باشد. این موضوع از اطلاق ماده ۸۸ و ماده ۲۸ کنوانسیون قابل دریافت است. اما برابر آنچه در ماده ۲۷ قابل استنباط است، اخطار باید ارسال شود و به محض ارسال صدور اخطار محقق می‌شود و بر خلاف ایجاب و قبول که در کنوانسیون به نظریه «وصول» تمایل دارد، در اینجا با ارسال اخطار انجام می گیرد. در باب ضمانت اجرای عدم ارسال اخطار نیز هرچند پیش‌نویس کنوانسیون تا مرز ابطال بازفروش پیش رفته بود، اما در متن نهایی به این موضوع اشاره‌ای نشده است؛ چون متخلف از دادن اخطار، به تنهایی یک تعهد فرعی را نقض می کند و در نتیجه بازفروش انجام‌شده باید صحیح تلقی و به تنهایی حکم به جبران خسارت طرف متقابل داده شود (اندرلین و ماسکو[1]، ۱۹۹۲).

به موجب بند اول ماده ۸۸ بایعی که قصد بازفروش کالا را دارد باید فروش را بر اساس روشی که در قانون ملی قابل اعمال در مکان فروش به رسمیت شناخته شده است انجام دهد (بارا گراف[2]، ۱۹۸۷)، از طرف دیگر چنانچه ثابت شود بازفروش تحت شرایط متعارف و اقدامات معمول صورت نگرفته، بازفروشنده ضامن پرداخت خسارت وارده است (Schlechtriem, 2008).

نتیجه گیری پژوهش

بورس‌های کالایی به عنوان یکی از بازارهای مالی کشور محسوب می‌شوند که در آنها کالا و ابزار مالی مورد داد و ستد قرار گرفته و دارای فرآیند خاص و تشریفاتی است به گونه‌ای که

1. Enderlein &Maskow
2. Barra Graf

هم در تشکیل عقود و هم در اجرای عقود و هم در ضمانت اجرای معاملات متفاوت از قواعد عمومی و دارای شرایط اختصاصی قرارداد هستند. خریداران و فروشندگان به عنوان بازیگران اصلی این بازار قلمداد می‌شوند که دارای وظایف و متناسب آن از حقوقی برخوردار هستند. خریدار دو وظیفه عمده دارد که لازم است انجام دهد، یکی پرداخت ثمن و دیگری قبض کالا است. هرگاه خریدار از وظایف خود امتناع کند فروشنده حق دارد اجرای قرارداد را از وی درخواست کند. در صورت عدم واریز ثمن معامله و عدم تسویه قرارداد یادشده در مهلت مقرر قرارداد فسخ شده و مطابق دستورالعمل تسویه و پایاپای بورس‌کالا خریدار ملزم به پرداخت جرایمی می‌شود، اما در حالتی که خریدار پس از تسویه به دلایلی از تحویل گرفتن کالا خودداری کند دستورالعمل پایاپای بورس کالا سکوت کرده است و عدم تحویل می‌تواند مشکلات متعددی برای فروشنده ایجاد کند، بنابراین یکی از راه های برطرف کردن مشکل در نظر گرفتن حق بازفروش برای فروشنده است. بدیهی است مکانیزم فروش و هزینه های مرتبط با آن باید به گونه‌ای باشد که کمترین خسارت را برای خریدار به همراه داشته باشد. از سوی دیگر باتوجه به ماده ۲۲ دستورالعمل تسویه و پایاپای، فروشنده دارای دو تعهد صدور حواله خرید کالا و تحویل کالا است که تخلف از هر یک با ضمانت اجرای حقوقی مواجه می‌شود. عدم صدور حواله خرید کالا همانند عدم واریز ثمن توسط خریدار با جرایمی همراه است اما تخلف از تعهد دوم مبنی بر تحویل کالا به صورت نامنطبق با اطلاعیه عرضه از موارد چالشی است که دستورالعمل به صراحت اقدام مربوطه را مشخص نکرده است و طبق ماده ۲۷ دستورالعمل تسویه و پایاپای بورس، به تنهایی حق اعتراض برای خریدار به اتاق پایاپای حداکثر تا سه ماه پس از تحویل کالا را در نظر گرفته است. با توجه به وضعیت فعلی تعدد شکایات و زمانبر بودن رسیدگی ها و در حالتی که نگهداری کالای نامنطبق برای خریدار با هزینه زیادی نسبت به ارزش کالا همراه باشد و یا بیم ضایع شدن کالا وجود داشته و از سوی دیگر امکان استفاده این کالا برای خریدار وجود نداشته باشد در این موارد می‌توان حق بازفروش کالا برای خریدار قائل بود به گونه ای که پس از اعلام و دادن اخطار به فروشنده، کالا را به قیمت مناسب به شخص ثالثی منتقل و مابه التفاوت خسارت خود را از فروشنده طلب کند. البته همانند بند اول و دوم ماده ۸۸ کنوانسیون، یکی از شرایط بازفروش صدور اخطار لازم قبل از اقدام به بازفروش کالاست و از طرفی در صورتیکه شرایط متعارف و اقدامات معمول در باز فروش صورت نگیرد بازفروشنده ضامن پرداخت خسارت وارده است.

منابع

اصغری آقمشهدی، فخرالدین؛ زارعی، رضا. (۱۳۸۹). "حق بازفروش کالا مطالعه تطبیقی"، *پژوهشنامه بازرگانی*، شماره ۵۷.

بورس کالای ایران. (۱۳۹۷). *معرفی شرکت بورس کالای ایران*، روابط عمومی و بین‌الملل شرکت بورس کالای ایران، چاپ اول.

تاری، حسین. (۱۳۹۱). "*تعهد مشتری به پرداخت ثمن در کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا (۱۹۸۰ وین) و حقوق ایران*"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.

حاجی عزیزی، بیژن و بیژن بیات. (۱۳۹۷). "ضرورت الحاق به کنوانسیون بیع بین المللی کالا"، *مجله حقوقی بین المللی*، شماره ۵۸.

داراب پور، مهراب. (۱۳۷۴). "تفسیری بر حقوق بیع بین المللی نوشته هیجده نفر از دانشمندان حقوق دانشگاه های معتبر جهان" ، *گنج دانش*، دوره سه جلدی، چاپ اول، تهران.

رجایی فاطمه و سیدمحسن آزیز. (۱۳۹۸). "مقایسه ضمانت اجرایی خریدار و فروشنده در فقه امامیه حقوق ایران با بازفروش کالا در کنوانسیون بیع بین المللی کالا(وین ۱۹۸۰)" ، *دانش حقوق مدنی*، سال هشتم، شماره دوم .

سلطانی، محمد. (۱۳۹۱). "تبیین و تحلیلی جایگاه ماده ۹۹ قانون برنامه پنجساله توسعه جمهوری اسلامی ایران در بازار سرمایه کشور" ، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، شماره ۲۰ ، سال پنجم.

سلطانی نژاد، حامد و مهدی حاجی‌وند. (۱۳۹۷). *دانشنامه بورس کالای ایران*، انتشارات بورس چاپ اول.

شعاریان، ابراهیم و رحیمی، فرشاد. (۱۳۹۳). " انطباق مادی کالا با قرارداد در کنوانسیون بیع بین المللی کالا مصوب ۱۹۸۰ و حقوق ایران" ، *مجله حقوق بین المللی*، شماره ۵۱.

شهباز قهقرجی، سجاد. (۱۳۹۳). " مسئولیت قراردادی و راه های جبران خسارت آن در کنوانسیون بیع بین المللی با مطالعه تطبیقی در فقه و حقوق ایران" ، شماره ۳ ، مطالعات فقه امامیه .

شهیدی، سیدمرتضی. (۱۳۹۳)."*ضوابط اختصاصی معاملات کالایی در بورس*"، *پایان نامه دکتری*، دانشگاه قم.

شهیدی، سیدمرتضی. (۱۳۹۶). *قواعد حقوقی حاکم بر معاملات در بورس های کالایی*، تهران، نشر میزان.

صادقی مقدم، محمدحسن و عبدالله رجبی. (۱۳۹۰). "بازفروش مبیع" ، *پژوهش حقوق عمومی*، شماره ۳۴.

صفایی، حسین. (۱۳۹۰). *حقوق بیع بین المللی*، چاپ سوم، تهران، موسسه انتشارات دانشگاه تهران.

عباسی منش، حمیدرضا. (۱۳۹۱). " اعطای مهلت اضافی توسط فروشنده یا خریدار به طرف مقابل در جهت اجرای تعهد در کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا (مصوب ۱۹۸۰ وین) و حقوق ایران "، *پایان نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه مازندران.

فرجی، اسداله. (۱۳۹۴). " تعلیق اجرای قرارداد در کنوانسیون بیع بین‌المللی کالا (۱۹۸۰ وین) و حقوق ایران " ، *پایان نامه کارشناسی ارشد*، علامه طباطبائی.

معصومی، محمدمهدی. (۱۳۹۷)." *مطالعه تطبیقی شیوه های جبران خسارت در حقوق ایران و کنوانسیون‌های بین المللی*"، *پایان نامه دکتری*، دانشگاه آزاد قم.

نجفی تیرتاشی، مریم. (۱۳۹۳). "*شیوه های جبران خسارت در حقوق ایران و کنوانسیون بیع بین المللی کالا ۱۹۸۰*" ، *پایان نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه مازندران.

هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۸۶). "دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی در شرکت بورس کالای ایران" ، سازمان بورس و اوراق بهادار.

هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۸۷). "دستورالعمل پذیرش کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران" ، سازمان بورس و اوراق بهادار.

هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۸۹). "دستورالعمل تسویه و پایاپای معاملات بورس کالای ایران"، سازمان بورس و اوراق بهادار.

Barrera Graf, Gorge. (1987). *Commentry on the International Sales Law*, Reproduced with Permission of Pott, A Giuffre Editor, S.p.A.

Bukley, Ross and Andrews Ziegler. (2014). "CISG Exclusion and Legal efficiency", *Kluwer Law International*, Netherland.

Cuniberti, Gilles. (2006). "Is the CISG Benefiting Anybody?" *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, vol. 39, p.1514.

Dalton, James, Robert B. Dalton, Eric T. Jones. (2007). *Markets in profile: profiting from the auction process*, USA, John Wiley & Sons, Inc.

Enderlien, Fritz and Maskow, Dietrich. (1992). *United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods, Convention on the Limitation Period in the International Sale of Goods*. New York: Oceana Publications, International Sales Law.

Honnold, John. (1991). "Uniform Law for International Sales under the 1980 United Nations Convention". *Kluwer Law International*.

Kritzer, Albert H. (1998). "Guide to Practical Application of the United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods", *Kluwer Law and Taxation Publishers*, Boston.

Schlechtriem, Peter et Witz, Claude. (2008). "Convention de Vienne sur les contracts de vente international de marchandises", *Dalloz*, Paris.

Sono, Kazuaki. (1984). "UNCITRAL and the Vienna Sales Convention", *International Lawyer*, vol.18, pp. 7-15.

COPYRIGHTS


This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 41-74

Integrated Report on the Components of Corporate Evaluation[1]

Hassan Abolfatti[2], Norouz Nourollahzadeh[3], Seyedeh Mahboubeh Jafari[4], Negar Khosravi Pour[5]

Received: 2021/07/08
Accepted: 2021/12/06

Research Paper

Abstract

Comprehensive Report, International Reporting Framework Published by the Integrated International Reporting Council. The framework, which is non-compulsory, states that "the main purpose of an integrated report is to explain to financial capital investors how an organization creates value over time. Economic value added and cash value added are the basic principles for shaping capital market judgment, and market value added, which is an indicator of wealth creation for the shareholder class, is influenced by judgments about economic value added and cash value added. The effect of integrated reporting on the components of value creation of companies is extracted from the data of companies listed on the Tehran Stock Exchange and OTC for a period of ۷years between 2012 and 2018 for 120 companies and from the data regression model. A combination was used to test the hypotheses. Integrated thinking is a tool that, by integrating all of these factors, makes it possible to create value. With this type of thinking, the organization may clearly describe how to create value in an integrated report How Include all factors affecting the organization's ability to create value.

Kew Words: Integrated Reporting, Value Creation Components.

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11426.1585

2. Department of Accounting, Kish International Branch, Islamic Azad University, Kish Island, Iran. (h.aboalfathy1391@yahoo.com).
3. Assistant Professor, Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (nour547@yahoo.com).
4. Assistant Professor, Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (jafari.mahboobeh@gmail.com.)
5. Assistant Professor, Center Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (N_khosravipour@yahoo.com).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ٥٦، زمستان ١٤٠٠، صص ٧٤-٤١

تاثیر گزارشگری یکپارچه بر مولفه های ارزش‌آفرینی شرکت‌ها[1]

حسن ابوالفتحی[2]، نوروز نوراله زاده[3]، سیده محبوبه جعفری[4]، نگار خسروی پور[5]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۱۷
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۱۵

چکیده

گزارش جامع چارچوب گزارشگری بین‌المللی که توسط شورای گزارشگری یکپارچه بین‌المللی[6] منتشر شد. چارچوب، که غیراجباری است، بیان می‌کند که «هدف اصلی گزارش یکپارچه، این است که به سرمایه‌گذاران مالی سرمایه توضیح دهید که چگونه یک سازمان در طول زمان ارزش ایجاد می‌کند». از لحاظ تئوری ارزش‌آفرینی واحدهای تجاری که مناسب‌ترین مقیاس اندازه‌گیری آن شاخص‌های ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی است از مبانی اساسی برای شکل دهی قضاوت بازار سرمایه است و ارزش افزوده بازار که شاخص ثروت آفرینی برای طبقه سهامدار است تحت تاثیر قضاوت نسبت به ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی است. برای بررسی میزان تأثیرگذاری گزارشگری یکپارچه بر مولفه‌های ارزش‌آفرینی شرکت‌ها، از داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرا بورس تهران برای دوره زمانی ۷ ساله میان سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ برای ۱۲۰ شرکت استخراج و از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. تفکر یکپارچه، ابزاری است که با یکپارچه‌سازی تمامی این عوامل، امکان ارزش‌آفرینی را فراهم می‌کند. با این نوع تفکر، سازمان ممکن است چگونگی ایجاد ارزش را به شکلی واضح درگزارشی یکپارچه توصیف کند. بهبود گزارشگری به نحوی که تمام عوامل اثر بخش بر توانایی ارزش‌آفرینی سازمان را دربر گیرد.

واژه‌های کلیدی: گزارشگری یکپارچه، مولفه‌های ارزش‌آفرینی، معادلات ساختاری.

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2020.11426.1585

۲. گروه حسابداری، واحد بین‌المللی کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران. (h.aboalfathy1391@yahoo.com).

۳. استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسؤل). (nour547@yahoo.com).

۴. استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (jafari.mahboobeh@gmail.com).

۵. استادیار، واحد تهران مرکز، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (N_khosravipour@yahoo.com).

6. The International Integrated Reporting Council (IIRC)

مقدمه

با گسترش روزافزون نیازهای اطلاعاتی در خصوص عملیات واحدهای تجاری، به نظر می‌رسد که ارائه صورت‌های مالی به شکل سنتی نمی‌تواند پاسخگوی تمام نیازهای استفاده‌کنندگان باشد. در این راستا، مبحث نوینی در سطح جهانی با عنوان گزارشگری مالی یکپارچه، مطرح شده است که هدف اصلی آن همسانی طبقه‌بندیها در اجزای مختلف صورتهای مالی و کمک به استفاده کنندگان در خصوص شناخت تأثیر هر دارایی و بدهی و تغییرهای آنها در هریک از صورت های مالی و آن هم به صورت همزمان است.کنسول بین‌المللی گزارش‌دهی یکپارچه، گزارش‌دهی یکپارچه را به عنوان یک راهکار گزارش‌دهی کلی‌تر توصیف می‌کند که تمرکز گزارش‌دهی مالی سنتی را از گزارش‌های مالی به یک دیدگاه جامع‌تر گسترش می‌دهد و شامل ملاحظات مالی، غیرمالی و پایداری مرتبط با تجارت می‌شود (IIRC , 2013 : 2-5). حرکت به سوی یک روند گزارش‌دهی پیچیده و کلی‌تر نیز به تقاضای فزاینده تضمین/ اطمینان منجر می‌شود که بر اطمینان تلفیقی (منظور اطمینانی است که به واسطه دو طرف خارجی و داخلی سازمان برای انتقال اطلاعات به کارمی رود) و بر اطمینان‌بخشی تنوع بزرگتری از جنبه‌ها تمرکز دارد، مانند اجزای پایداری و غیرمالی گنجانده شده در گزارش‌های یکپارچه جدید. از آنجا که گزارش‌دهی یکپارچه یک روند کمابیش جدید با تقاضاهای اطمینان فزاینده به واسطه اطمینان تلفیقی است، نقش و تاثیر بر فراهم‌آورندگان اطمینان دخیل در اطمینان تلفیقی باید وفق و توسعه داده شود تا در کنار تقاضای درحال تحول گزارش‌دهی یکپارچه باقی بماند.

گزارش جامع، چارچوب گزارشگری بین‌المللی است که توسط شورای گزارشگری یکپارچه بین‌المللی[1] منتشر شد. چارچوب، که غیراجباری است، بیان می‌کند که هدف اصلی گزارش یکپارچه این است که به سرمایه گذاران مالی سرمایه توضیح دهید که چگونه یک سازمان در طول زمان ارزش ایجاد می‌کند. مفهوم اساسی در چارچوب گزارشگری یکپارچه مدل سرمایه داری است که ایده‌ای درباره منابع و روابط مورد استفاده را فراهم می‌کند(اسلاکا و همکاران[2]، ۲۰۱۸).

گزارش یکپارچه تبدیل به یک منطقه پژوهشی شده است. در واقع، سرمایه‌گذاران با توجه به مفید بودن گزارش یکپارچه، دست به تصمیم می‌گیرند. گزارش‌ها، کمابیش کمی در مورد اینکه آیا ذینفعان در واقع از گزارش‌ها برای اطلاعات به تصمیم‌گیری خود استفاده می کنند،

1. The International Integrated Reporting Council (IIRC)
2. Eslaka and et al

توضیح می‌دهند. به همین ترتیب، خواستار پژوهش برای بررسی «استفاده و درک سودمندی گزارش های یکپارچه توسط ارائه دهندگان سرمایه»(روبوتام و لاک[1]،۲۰۱۶).

سال های زیادی است که گزارشگری شرکت‌ها مورد انتقاد است. استانداردگذاران همواره در تلاشند تا با افزایش استانداردها و مقررات، کیفیت گزارشگری را بهبود بخشند، اما تاکنون در این دنیای در حال تغییر به طور کامل موفق نبوده‌اند. یکی از دلایل اصلی موفق نشدن آنان، تنظیم جنبه‌های مختلف گزارشگری شرکت‌ها (گزارشگری مالی و گزارشگری پایداری) به وسیله استانداردگذاران مختلف و نبود هماهنگی کلی برای نحوه ارائه گزارش است(مرشدزاده و قربانی،۱۳۹۶). هدف اصلی هیأت استانداردهای بین‌المللی حسابداری، تدوین استانداردهای حسابداری بین‌المللی است که باید در تهیه صورت‌های مالی اعمال شود. همچنین دستیابی به میزانی از قابلیت مقایسه نیز از اهداف استانداردهای بین‌المللی است که به سرمایه گذاران در تصمیم گیری‌های هر دو آنان کمک کند(استفانو و همکاران[2]،۲۰۱۰). تغییرات مستمر در تجارت جهانی، شرایطی رقابتی را برای شرکت‌ها ایجاد کرده است. این شرایط به همراه تغییر در قوانین و مقررات در برخورد با بحران، شرکت‌ها را در چالش بزرگی قرار داده است. در نتیجه برای برطرف کردن این بحران، گزارشگری سنتی با چالشی روبرو است که توان پاسخ گفتن به آن را ندارد. در نتیجه در سال‌های اخیر تحولی در گزارشگری غیرمالی ایجاد شده است که تا حد زیادی در مسیر برطرف کردن نیازهای اطلاعاتی ذینفعان است. گزارشگری یکپارچه در نتیجه همین تحول ایجاد شده است(بابادی،۱۳۹۶).

نقش و تاثیر اطلاعات حسابداری در رابطه با گرفتن تصمیم‌های حسابداری، آن چنان گسترده و وسیع است که می توان ادعا کرد در دنیای کنونی و رقابت جهانی، تداوم فعالیت واحد اقتصادی بدون در دست داشتن اطلاعات مربوط، جامع و کافی در رابطه با سرمایه گذاری و کسب بازده مورد انتظار غیر ممکن است و آن دسته از واحدهای اقتصادی و سرمایه گذاری موفق هستند که به اطلاعات به موقع و بیشتری دسترسی داشته باشند. اطلاعات در صورتی سودمند است که به تغییر در باورها و کنش‌های سرمایه گذاران بیانجامد و علاوه بر آن بتوان میزان سودمندی اطلاعات را طبق میزان تغییرات در قیمت ها پس از انتشار اطلاعات اندازه گیری کردد(نیکومرام و همکاران، ۱۳۹۳).

---

1. Robotam and Lak
2. Estefano and et al

اجرای قوانین و مقررات ممکن است پیامدهای مساعد و نامساعدی را برای اقتصاد و جامعه به همراه داشته باشد. زف[1] (۱۹۷۸) پیامدهای اقتصادی را به عنوان «اثرات مالی و اقتصادی گزارش های مالی بر رفتار تصمیم گیری واحد تجاری، دولت، اتحادیه ها، سرمایه گذاران و اعتباردهندگان و سایر اشخاص ذی حق، ذی نفع و ذی علاقه» تعریف می‌کند. جوهره این تعریف آن است که گزارش های حسابداری و مالی میتواند بر تصمیمات واقعی مدیران و سایر اشخاص طرف قرارداد شرکت و همچنین ارزش شرکت اثرگذار باشد. اطلاعات مالی می‌تواند بر میزان ریسک شرکت و نسبت تشکیل سرمایه در اقتصاد اثرگذار باشد و منتج به سهم‌بندی مجدد ثروت میان مصرف کنندگان و سرمایه گذاری در اقتصاد شود. اطلاعات مالی همچنین می‌تواند بر توزیع ثروت میان سرمایه گذاران مختلف اثرگذار باشد (نیکومرام و بنی مهد، ۱۳۸۸).

IIRC (۲۰۱۳) گزارش‌دهی یکپارچه (من بعد با اختصار <IR>) را به عنوان یک «روند پایه‌ریزی شده بر تفکر یکپارچه تعریف می‌کند که به گزارش یکپارچه دوره ای توسط سازمان درباره ارزش‌آفرینی شرکت طی زمان و مکاتبات مربوط به جنبه‌های ارزش‌آفرینی نتیجه می‌دهد». یک گزارش یکپارچه یک مکاتبه مختصر درباره چگونگی راهبرد، حاکمیت، عملکرد و چشم اندازهای یک سازمان در زمینه محیط خارجی آن است که به ارزش‌آفرینی در کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت کشیده می‌شود.

به نظر می‌رسد که الگوی گزارش‌دهی سنتی نمی‌تواند استنباط های اقتصادی نوآوری های تجاری و تغییرات اقتصادی را به موقع بدست آورد و همچنین گزارش‌های سالانه بی نظم‌تر، پیچیده‌تر و بی‌ربط‌تر به سهام‌داران ارائه می‌شود. با اینکه شرکت‌ها اطلاعات غیر مالی بیشتری را فراهم می‌آورند(مانند گزارشهای پایداری و گزارشهای مسئولیت اجتماعی شرکتی)، گویا شرکت‌ها اطلاعات مالی و غیر مالی را به صورت یکپارچه و منسجمی تهیه نمی‌کنند که درک سهامداران شرکت را تقویت کند. گزارش‌دهی یکپارچه بتازگی در میان پژوهشگران و سیاستگذاران در سراسر جهان توجه زیادی را به خود جلب کرده است. در سال ۲۰۱۰، حسابداری طرح چارلز پرنس ولز برای طرح پایداری و گزارشگری جهانی، با ایجاد شورای بین‌المللی گزارشگری یکپارچه[2]، به منظور ایجاد یک چارچوب گزارشگری پذیرفته در سطح

1. Zeff
2. International Integrated Reporting Council, IIRC

جهان که ادغام مالی، محیط زیست، اجتماعی و حکمرانی اطلاعات در یک قالب روشن، مختصر، سازگار و قابل مقایسه است. گزارش یکپارچه، یک مکاتبه مختصر در این باره است که چگونه راهبرد، حاکمیت، عملکرد و چشم اندازهای یک سازمان، در زمینه محیط خارجی آن، به ارزش‌آفرینی در طول کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت منتهی می‌شود. یکی از اهداف چارچوب، برقراری و استواری اصول راهنما و عناصر محتوایی است که محتوای کلی یک گزارش یکپارچه[1] را کنترل می‌کند و مفاهیم بنیادی که این موارد را تایید و حمایت می‌کند را توضیح می‌دهد و این چارچوب از ریشه در زمینه بخش خصوصی برای شرکت های انتفاعی از هر اندازه نگارش می‌شود، اما می‌تواند توسط بخش دولتی و سازمان‌های غیر انتفاعی در صورت لزوم گرفته و به کار برده شود. با توجه به چارچوب، هدف اصلی گزارش‌دهی یکپارچه این است که به تهیه کنندگان سرمایه مالی توضیح دهد چگونه سازمان طی زمان ارزش‌آفرینی می‌کند. بنابراین شامل اطلاعات مربوطه، مهم مالی و همینطور دیگر موارد است. یک گزارش یکپارچه به همه سهام‌داران علاقه مند به توانایی سازمان برای ارزش‌آفرینی طی زمان منفعت می‌رساند که شامل کارکنان، مشتریان، تهیه کنندگان، شرکای تجاری، جوامع محلی، قانون‌گذاران، تنظیم‌کنندگان و سیاست گذاران و چارچوبی مبتنی بر اصول است. هدف روش مبنی بر اصول تلاش برای برقراری تعادلی مناسب میان انعطاف پذیری و دستورالعمل است که تعیین کننده اختلاف گسترده در شرایط منفرد سازمان‌های مختلف است و در عین حال میزان مقایسه پذیری کافی را در میان سازمان‌ها برقرار می‌کند تا نیازهای اطلاعاتی مرتبط را برآورده سازند. یک گزارش یکپارچه، هماره چیزی بیش از خلاصه اطلاعات در مکاتبات دیگر (مانند: اظهارات مالی، یک گزارش پایدار، فراخوان های تحلیل‌گر، یا در وب سایت) است، در عوض ارتباط اطلاعاتی را آشکار می سازد تا اطلاع دهد که چگونه ارزش‌آفرینی طی زمان ایجاد می‌شود. یک گزارش یکپارچه می‌تواند در پاسخ به الزامات و شرایط پیروی موجود تهیه شود. برای نمونه، سازمان را به واسطه قانون محلی ناگزیر می‌کند تا یک تفسیر مدیریت یا گزارش دیگری را تهیه کند که زمینه را برای اظهارات مالی آن فراهم آورد.

امید است این پژوهش بتواند اطلاعات سودمندی را در اختیار تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری، مسئولان سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایر ذینفعان قرار دهد و موجبات رشد

---

1. Integrated Reporting, IR

و توسعه پژوهش و مبانی نظری در این حوزه را فراهم آورد. ساختار کلی پژوهش بدین‌صورت است که ابتدا سعی شده تا منطبق با توضیحاتی که در قسمت مقدمه پژوهش ارائه‌شده، یک درک صحیح از گزارشگری یکپارچه و ارتباط آن با مولفه های ارزش‌آفرینی شرکت حاصل شود. سپس به گام‌های عملی اجرای این پژوهش و روش جمع آوری داده‌ها و روش تجزیه و تحلیل آن‌ها پرداخته شده و درنهایت به تجزیه‌وتحلیل یافته‌ها، ارائه نتایج و ارائه پیشنهادها کاربردی و پژوهش‌های آینده پرداخته شده است. لازم به یادآوری است که درک صحیح نتایج این پژوهش، در گرو درک سیر منطقی مطالب طرح شده است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

با انقلاب صنعتی و با گسترش تکنولوژی و بوجود آمدن شرکت های غول پیکر همراه با تفکیک مالکیت از مدیریت، حسابداری مالی به تنهایی قادر به پاسخگویی نیازهای اطلاعاتی مدیران و سهامداران نبود(بابادی،۱۳۹۴). از سویی دیگر امروزه نگرانی بزرگی برای پایداری اجتماعی و زیست محیطی وجود دارد که سبب شده شرکت‌ها به دنبال راه حل های نوآورانه‌ای برای از بین بردن و یا کاهش چالش های قرن ۲۱ هم چون رشد جمعیت، تغییرات آب و هوا و کمبود منابع باشند. پس موضوع پایداری اطلاعات اهمیت ویژه ای یافته است تا جایی که ذی نفعان، دیگر تنها به دنبال اطلاعات مالی شرکت‌ها نیستند بلکه ترکیبی از اطلاعات مالی و غیر مالی را خواستارند که تصویر بهتری از عملکرد واحد تجاری در بازه زمانی مشخص ارائه کند. در این میان بود که صحبت از گزارشگری یکپارچه به عنوان بخشی از فرآیندی که می‌تواند سطح افشای داوطلبانه شرکت‌ها را ارتقا دهد، به میان آمد. به همین دلیل به نظر می‌رسد گزارشگری یکپارچه برای نشان دادن نقطه اوج چند تغییر شکل در چگونگی عمل در مؤسسه‌ها و تعامل با محیط خارجی است. گزارشگری مالی سنتی به طور انحصاری به اطلاعات مالی گذشته تمرکز داشت و تنها به دنبال ارائه این اطلاعات به بستانکاران و سهامداران بود. اما در بازاری که مداوم در حال تحول است چنین گزارشی ناکافی است. ضرورت وجود گزارشگری به لحاظ توسعه شفافیت محیط اقتصادی شرکت‌ها و تصمیم گیری بهتر مدیران و سرمایه گذاران غیر قابل انکار است. چراکه به نظر می‌رسد که گزارشگری سنتی قادر به ترسیم جایگاه واقعی شرکت در جامعه و صنعت و بازار نیست. در گذشته که گزارشگری به شیوه امروزی مرسوم نبود اطلاعات مالی به خوبی نمی‌توانست تصویر

روشنی از عملکرد شرکت‌ها را بیان کند، به این ترتیب احتمال گرفتن تصمیم‌های اشتباه به مراتب بیش از امروز بود. درحالی که امروزه با توجه به پیشرفت تکنولوژی و دانش بشری به همراه افزایش رقابت جهانی برای کسب سهم بیشتری از بازار، مدیران و ذی نفعان به اهمیت و ضرورت گزارشگری پی برده و همواره به دنبال ارائه گزارش‌هایی هستند که هم به وضوح عملکرد شرکت را توصیف کند و هم بتواند در تصمیم‌گیری‌ها، مربوط و به موقع باشند. در این میان گزارشگری یکپارچه به عنوان آخرین تحول گزارشگری شرکت‌ها، این فرصت را ایجاد می‌کند تا از مشکلات مرتبط جلوگیری کرده و نسبت به پر کردن خلاء اطلاعاتی به وسیله ارائه اطلاعات یکپارچه راجع به همه فعالیتهای ارزش زا در شرکت اقدام کند. این نوع گزارشگری به دنبال برقراری ارتباط میان جنبه های متفاوت فعالیتهای شرکت ایجاد شد و بیان می‌کند که چگونه مدل کسب وکار سازمان بر منابع و ارتباطاتی که توسط شرکت برای ایجاد ارزش در کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت ایجاد می‌شود، اثرگذار است. همچنین این گزارشگری می‌تواند باعث تقویت نام تجاری و وفاداری بیشتر مشتریان و کسب حمایت های مالی و عملیاتی توسط واحد تجاری شود(فخاری و بابادی، ۱۳۹۵).

پیامدهای اقتصادی مرتبط با کیفیت گزارشگری یکپارچه

پرسشی که مطرح می‌کنیم این است که چگونه کیفیت گزارش یکپارچه، با ارزش شرکت مرتبط است. بخصوص اینکه ما دو کانال را شناسایی می‌کنیم که بواسطه آن با ارزش شرکت مرتبط می‌شود، کانال بازارسرمایه که با اطلاعات بهبود یافته برای تهیه کنندگان خارجی سرمایه مرتبط است و کانال تاثیرات واقعی که با تصمیم گیری داخلی بهبود یافته مرتبط است. انگیزه ما برای تمرکز بر این تاثیرات این است که چارچوب شورای گزارش‌دهی یکپارچه بین‌المللی دو هدف را برای گزارش‌دهی یکپارچه شناسایی می‌کند: (۱) بهبود کیفیت اطلاعات موجود برای تهیه کنندگان خارجی سرمایه مالی، تا بتوانند سرمایه کارآمدتری را اختصاص دهند و (۲) حمایت و تایید تفکر، تصمیم گیری و عملیات های داخلی یکپارچه که برارزش‌آفرینی برای شرکت تمرکز دارد. درنتیجه، در تضاد با استانداردهای حسابداری یا دیگر انواع قوانین و قواعد افشاسازی مثلا کمیسیون اوراق بهادار و ارز امریکا از 10-K، گزارش‌دهی یکپارچه هدفی دوگانه از فراهم کردن اطلاعات برای تصمیم گیرندگان داخلی وخارجی دارد. ما به طورتجربی ارزیابی می‌کنیم که گزارش‌دهی یکپارچه به چه میزان و چگونه به این هدف دوگانه دست می‌یابد.

ارزش‌آفرینی

مفهوم ارزش از دیرباز و از زمانی که بشر به تجارت و جمع‌آوری سرمایه و ثروت پرداخته، وجود داشته است. در تمام زمان‌ها ارزش، شاخص ثابتی بود که در دوره مدرن به وسیله اقتصاددانان و جامعه‌شناسان به کار رفته است. با توسعه اقتصاد جهانی در دهه‌های اخیر توجه بیشتری به فرآیند ایجاد ارزش شده است. از دیدگاه کسب و کار دو رویکرد متفاوت به طور شگفت انگیزی توسعه یافت، ارزش برای مشتری و ارزش برای سهامداران. با توجه به رشد واحدهای تجاری و تأسیس شرکت‌های سهامی و این‌که هر یک از سهامداران دارای علایق و انتظارات متفاوتی هستند، هدف نهایی و آنچه که می‌توان میان همه آن‌ها مشترک دانست، حداکثر ساختن ارزش جاری سرمایه‌گذاری انجام شده در شرکت است. این ارزش به واسطه دارایی‌های موجود وکارآیی عملیاتی حاصل می‌شود، بنابراین ارزش حقوق صاحبان سهام از دو جزء، ارزش مورد انتظار نگه داشت منابع عملیاتی موجود و ارزش ناشی از گسترش عملیات یا فعالیت‌های آتی عملیاتی تشکیل می‌شود. امروزه از دیدگاه بازار سرمایه و سهام‌داران، ارزش شرکت را رشد پایدار و متمادی ارزش‌آفرینی تشکیل می‌دهد و نه سودآوری گذشته و کوتاه مدت آن. انگیزه‌های تغییر این نگرش ریشه در محرکه‌های نوین ارزش‌آفرینی، مزیت رقابتی و مدیریت ریسک دارد که به واسطه آن سهامداران بیشتر در آینده شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی سرمایه‌گذاری می‌کنند و از این رو عواملی که بیان‌گر سودآوری پیوسته و رشد پایدار هستند، می‌تواند معیار مناسب ارزش برای آنان باشد. از طرف دیگر براساس تکنیکی به نام تحلیل ارزش برای سهامداران، با استفاده از گردش وجه نقد آتی تصویر روشنی از شرکت را به آنها ارائه می‌کند(رودنشین،۱۳۸۴).

از لحاظ تئوری، ارزش‌آفرینی واحدهای تجاری که مناسب‌ترین مقیاس اندازه‌گیری آن، شاخص های ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی است از مبانی اساسی برای شکل‌دهی قضاوت بازار سرمایه است و ارزش افزوده بازار که شاخص ثروت‌آفرینی برای طبقه سهامدار است تحت تاثیر قضاوت نسبت به ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی است(دستگیر و ایزدی نیا، ۱۳۹۳).

با توسعه بازارهای سرمایه نقش معیارهای ارزیابی عملکرد در انعکاس عملکرد شرکتها از طریق محتوای اطلاعاتی موجودشان نیز پر رنگ تر شده است، در این میان رقابت میان دو دسته از معیارهای ارزیابی عملکرد سنتی و مبتنی بر ارزش، در جهت توجیه عملکرد

شرکتها مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. در ارزیابی عملکرد در روش سنتی، تنها به سود حسابداری توجه می شود و به دلیل این که در آن هزینه منابع سرمایه شرکتها مورد توجه قرار نمی‌گیرد روش مطلوبی شمرده نمی‌شود. ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار از جدیدترین معیارهای عملکردی هستند که مورد توجه مدیران شرکتها، شرکتهای مشاوره مالی و پژوهشگران قرار گرفته است. ارزش افزوده اقتصادی یکی از معیارهایی است که رهنمودهای لازم را به مدیران برای ارزیابی عملکرد واحد تجاری ارایه می‌کند و بازار سرمایه نیز می‌تواند برای ارزشیابی واحدهای تجاری از آن بهره مند شود. براساس ارزش افزوده اقتصادی، ارزش، زمانی خلق می‌شود که واحدهای تجاری بتوانند تمام هزینه عملیاتی و همچنین هزینه‌های سرمایه‌ای خود را پوشش دهند و مبلغی نیز به عنوان سود با ارزش افزوده اقتصادی باقی می‌ماند. ارزش افزوده بازار نشان دهنده ارزیابی سرمایه گذار از شرکت است و حداکثر نمودن آن هدف هر شرکتی است که به دنبال حداکثر کردن ثروت سهامداران است، زیرا با رشد قیمت سهم و افزایش ارزش بازار آن به طور عملی و واقعی به ثروت سهامداران شرکت افزوده می شود. بنابراین تغییرات ارزش افزوده بازار هر شرکت بیانگر تغییر ثروت سهامداران آن شرکت است. ارزش افزوده بازار که شاخص ثروت آفرینی برای طبقه سهامداران است تحت تاثیر قضاوت نسبت به ارزش افزوده اقتصادی است. از لحاظ تئوریک ارزش یک شرکت در یک تاریخ معین تابعی از انتظارات بازار سرمایه نسبت به ارزش افزوده اقتصادی سال های آینده است. ارزش افزوده بازار زمانی ایجاد می شود که ارزش بازار واحدهای تجاری بیش از سرمایه به کار گرفته شده در آن باشد. هر چه ارزش افزوده بازار بزرگتر باشد بدین معنی است که بازار سرمایه انتظار دارد ارزش افزوده اقتصادی بیشتری در آینده ایجاد شود(فرانسیس[1]، ۲۰۱۳).

یکی از مفیدترین معیارهای ارزیابی عملکرد و همچنین پیش بینی ارزش سهام شرکتها، معیار ارزش افزوده اقتصادی است. مدیریت شرکت قصد دارد براساس ارزش افزوده اقتصادی ثروت سهامداران را حداکثر کند. متأسفانه، بسیاری از شرکتها سود نهایی محصولات شان را بدون در نظر گرفتن هزینه فرصت سرمایه خود برآورد می کنند. حداکثر کردن، نه تنها راه حلی برای این مشکل ارایه می‌کند بلکه همواره انگیزه‌هایی را نیز برای حداکثر کردن ثروت سهامداران در

1. Fransic

مدیران ایجاد می‌کند. ارزش افزوده اقتصادی با ارزش فعلی خالص نیز رابطه نزدیکی دارد. ارزش افزوده اقتصادی با این تئوری که ارزش شرکت، تنها با انتخاب پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت افزایش می یابد، سازگار است. ارزش افزوده اقتصادی مدیران ارشد شرکت را نسبت به معیارهایی که بیشتر تحت کنترل آنهاست (نظیر نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه) و نه معیارهایی غیر قابل کنترل (نظیر ارزش بازار سهام) پاسخگو می‌کند. ارزش افزوده اقتصادی متاثر از کلیه تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی، نرخ هزینه سرمایه گذاری سهام دارن را به بهترین نحوه فراهم می‌کند. ارزش افزوده اقتصادی نشان می‌دهد که ارزش شرکت آشکارا به عملکرد مدیریت بستگی دارد. ارزش افزوده اقتصادی با ارزش بازار شرکت در ارتباط است چرا که ارزش سهام تابعی از ارزش افزوده اقتصادی آتی پیش بینی شده است. ارزش افزوده اقتصادی معیاری است که نشان می دهد عملکرد واقعی شرکت نسبت به عملکرد پیش بینی شده‌اش کاهش یا افزایش داشته است. ارزش افزوده اقتصادی مثبت به این معنی است که ارزش شرکت با در نظر گرفتن هزینه سرمایه به کار گرفته شده افزایش یافته است. ارزش افزوده اقتصادی، روش مناسبی برای تعیین اهداف اندازه گیری عملکرد، ارزیابی استراتژیها، تخصیص سرمایه ها، طراحی سیستم های پاداش، افزایش سرمایه و قیمت گذاری است. ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار ارزیابی عملکرد اقتصادی با پیش بینیِ معیارهای دیگر نظیر ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده سهام‌داران و بازار جریان نقدی روی سرمایه گذاری ها سازگار است. در نهایت اینکه ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار اندازه گیری عملکرد کمتر در معرض تحریف های حسابداری قرار دارد(رامانا[1]، ۲۰۱۰).

طبق IIRC (۲۰۱۳) «هدف اصلی یک گزارش یکپارچه توضیح این امر برای تهیه‌کنندگان سرمایه مالی است که چگونه یک سازمان طی زمان ارزش‌آفرینی می‌کند. بنابراین، حاوی اطلاعاتی مرتبط، هم مالی و هم دیگر اطلاعات است. یک گزارش یکپارچه به نفع همه سهام‌داران علاقمند به قابلیت سازمان برای ایجاد ارزش طی زمان است، که شامل کارکنان، مشتریان، تهیه کنندگان، شرکای تجاری، جوامع محلی، قانونگذاران، تنظیم‌کنندگان و سیاست‌گذاران می‌شود». درنتیجه IIRC (2013) اشاره دارد که کاربران اصلی گزارش‌های یکپارچه مهیا کنندگان سرمایه مالی هستند. مطابق با این امر، تمرکز مطالعه ما بر سهام‌داران

1. Ramana

است که مهیا کنندگان سرمایه مالی هستند، مدافعان IR استدلال دارند که IR کیفیت اطلاعات موجود برای مهیا کنندگان سرمایه مالی را بهبود بخشیده و آنها را قادر می سازد که اختصاص بهره ور و کارآمدتری برای سرمایه داشته باشند. برای نمونه، هدف IR فراهم کردن یک همبندی بهتر از ارتباطات میان راهبرد، الگوی تجاری و ارزش‌آفرینی شرکت را فراهم کند. به میزانی که کیفیت افشاسازی بهتر تحت IR هزینه پردازش اطلاعات سرمایه گذاران را کاهش می‌دهد، این امر باید سرعت و میزان یکی شدن اطلاعات ویژه شرکت با قیمت‌های دارایی را بهبود بخشد.

دو دیدگاه متعارض درباره رابطه میان گزارش‌دهی یکپارچه و ارزش گذاری شرکت وجود دارد. طبق دیدگاه اول، اگر IR برای سهام‌داران مفید باشد، پیش بینی می کنیم که ارزش‌گذاری شرکت رابطه‌ای مثبت با IR دارد. طرفداران IR استدلال می‌کنند که IR کیفیت اطلاعات موجود برای مهیاکنندگان سرمایه مالی را بهبود می‌بخشد تا آنها را برای اختصاص بهره ور و کارآمدتر سرمایه توانا سازد. برخی از مزایای بالقوه ادعا شده IR شامل این موارد هستند: (۱) همبندی و اتصال بهتر راهبرد سازمان و چگونگی واکنش الگوی تجاری آن به تغییرات در محیط خارجی و چشم انداز خارجی؛ (۲) همبندی بهتر ریسک ها و فرصت های ویژه که بر قابلیت سازمان برای ارزش‌آفرینی در کوتاه، میان و بلندمدت تاثیر دارد. (۳) همبندی بهتری از چگونگی کاهش/ مدیریت ریسک های اصلی سازمان، ارزش‌آفرینی از فرصت های اصلی و ساختار حاکمیت مورد نیاز برای تایید ارزش‌آفرینی؛ (۴) تمرکزی که تنها بر عملکرد مالی نیست بلکه بر عملکرد غیرمالی برای برآوردن نیازها و منافع اصلی سهام‌داران نیز است. (۵) تمرکز بر ارتباط اطلاعات (مانند اینکه چگونه سازمان راهبرد خود و طرح های تخصیص منبع خود را با نیروهای محیطی خارجی، مداخله سهام دار و ریسک ها و فرصت های شناسایی شده مرتبط می‌سازد)؛ (۶) نیاز سازمان به داشتن بخش های متصل و تفکیک مخازن سازمانی برای تولید یک گزارش‌دهی یکپارچه خوب؛ (۷) بهبود در روندهای داخلی (که اگرچه به کارایی و صرفه‌جویی‌های هزینه منجر می‌شود) در نتیجه بخش‌ها و وزارت های منسجم؛ و (۸) هزینه پایین‌تر سرمایه. مطابق با IIRC، با فراهم آوری اطلاعات مهم در یک روش منسجم که به ارزش‌آفرینی مربوط است، IR کسب اطلاعات و هزینه های پردازش تهیه کنندگان سرمایه خارجی مانند سهام‌داران و بدهکاران را کاهش می‌دهد.

مروری بر پیشینه پژوهش

پژوهش‌های خارجی

دوو و همکاران [1](۲۰۱۹) به بررسی اهمیت گزارشگری یکپارچه در بازار سرمایه پرداختند. نتایج مطالعه آنها نشان داد گزارشگری یکپارچه، هزینه سرمایه شرکت‌ها را کاهش داده و به طور فزاینده‌ای باعث شده تا اطلاعات سودمندی به بازار سرمایه ارائه شود و درنهایت، سازوکارهای گزارشگری موجود بهبود یابد. با این حال، نیاز است تا در چارچوب گزارشگری یکپارچه، شاخص های مربوط به اطلاعات مالی و غیرمالی مشخص شوند.

پیستونی و همکاران[2](۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی میزان کیفیت گزارشگری یکپارچه شرکتهایی که این نوع گزارشگری را در دستور کار قرار داده‌اند، پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری یکپارچه پایین است و اطلاعات مربوط به جنبه های گزارشگری یکپارچه، از جمله سرمایه، مدل کسب وکار و روند ایجاد ارزش در شرکت ها، به صورت ناقص گزارش شده است و برای بهبود افشای این اطلاعات، باید چارچوب گزارشگری یکپارچه تقویت شود.

براث و همکاران[3] (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی پیامدهای اقتصادی مرتبط با کیفیت گزارش یکپارچه بازار سرمایه و تاثیرات حقیقی آن پرداختند. چارچوب شورای بین‌المللی گزارش‌دهی یکپارچه دو هدف را برای گزارش‌دهی یکپارچه شناسایی می‌کند: اطلاعات بهبود یافته برای تهیه کنندگان خارجی سرمایه مالی و تصمیم گیری داخلی بهتر. در این پژوهش با بررسی دو کانال بازار سرمایه و تاثیرات واقعی به رابطه مثبتی میان کیفیت گزارش یکپارچه (IRQ) و ارزش شرکت دست یافتند. برای انجام این آزمایش‌ها، ارزش شرکت را به سه مولفه تفکیک شد: نقدینگی، هزینه سرمایه و گردش نقدی مورد انتظارآینده. با استفاده از داده های آفریقای جنوبی که درآن گزارش‌دهی یکپارچه اجباری است و یک معیار IRQ برمبنای داده‌های اختصاصی EY، به رابطه مثبتی میان IRQ و نقدینگی دست یافتند که از کانال بازارسرمایه حمایت می‌کند. در این پژوهش هیچ شاهد و مدرکی از رابطه میان IRQ و هزینه سرمایه نیافتند. همچنین رابطه مثبتی میان IRQ و گردش نقدی مورد انتظارآینده را نشان دادند.

---

1. Dewoo and et al
2. Pistoni and et al
3. Beras and et al

ازآنجا که این ارتباط می‌تواند بازتاب دهنده پیش بینی های گردش نقدی بهتر سرمایه گذار باشد –تاثیر بازارسرمایه، تصمیمات داخلی بهتر –تاثیر واقعی یا هردوی آنها. تلاش کردند که این سه تفسیر را ازهم متمایز سازند. به این نتیجه رسیدند که IRQ بالاتر با گردش نقدی عملیاتی آینده تحقق یافته بالاتر (صحت بیشتر پیش بینی قیمت هدف توسط تحلیلگر) ارتباط دارد (ندارد)، و IRQ بالاتر با کارایی سرمایه گذاری بالاتر مرتبط است. این یافته ها از کانال تاثیرات واقعی حمایت می‌کند. بطورکلی یافته های این پژوهش با این نتیجه مطابقت دارد که گزارش‌دهی یکپارچه به هدف دوگانه خویش در اطلاعات خارجی بهبود یافته و تصمیم‌گیری‌های داخلی بهتر دست می‌یابد.

فریاس و همکاران[1] (۲۰۱۶) با تکیه بر نظریه ذینفعان به عوامل مؤثر در چارچوب گزارشگری یکپارچه در شرکتهای بین‌المللی پرداختند. هدف مطالعه آنها بررسی تأثیر برخی از عوامل مؤثر بر این نوع گزارشگری است. نتایج پژوهش آنها نشان داد عوامل فرصت های رشد، اندازه شرکت و شاکله مدیریت، مهمترین عوامل در انتشار گزارش های یکپارچه بوده است و برای تدوین چارچوب گزارشگری یکپارچه، باید به ویژگیهای راهبری شرکتی نیز توجه شود.

اکلس و کرزوس[2] (۲۰۱۴) در پژوهشی توصیفی، گزارشگری یکپارچه را به عنوان استراتژی پایدار در نظر گرفتند. نتایج پژوهش آنها نشان داد در ارائه گزارش‌ها به صورت تفکیکی، بار اطلاعاتی و ارزش ایجاد شده و مصرف شده در سازمان به خوبی نشان داده نمی‌شود و ارائه اطلاعات مالی و غیر مالی در قالب گزارش از سوی شرکت ها، باعث می‌شود شفافیت اطلاعاتی افزایش یابد و هم گرایی بیشتری میان ذی نفعان و شرکت فراهم شود.

آدامز و فورست[3] (۲۰۱۲) در پژوهشی به بررسی یکپارچه سازی گزارشگری پایداری پرداختند. آنها معتقدند تمامی شرکت‌ها باید گزارشگری پایداری را به صورت گزارشی یکپارچه ارائه کنند و در این گزارش از شاخص های عملکرد کلیدی برای اندازه گیری عملکرد پایدار استفاده کنند.

---

1. Frias and et al
2. Ekles and Kerzos
3. Adamz and Forset

پژوهش‌های داخلی

امیر بیکی لنگرودی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی الگوی یکپارچه حسابداری مدیریت توسعه پایدار پرداختند. توسعه پایدار یکی از مفاهیم مهمی است که در نتیجه تغییرات اجتماعی و محیطی، طی چند دهه گذشته، مورد توجه محافل علمی و بین‌المللی قرار گرفته است. اهمیت نقش حسابداری مدیریت در حوزه پایداری، از یک سو در ارایه اطلاعات تسهیل کننده تصمیم‌های پایدار مدیران و از سوی دیگر در تامین اطلاعات لازم به منظور گزارشگری خلق ارزش پایدار برای ذینفعان است. تحلیل اطلاعات این گزارش‌ها به بهبود اثربخشی اقتصادی و محیطی و اجتماعی و کارآیی آن ابعاد کمک می‌کند. از این رو، در این پژوهش به بررسی اکتشافی عوامل انگیزشی و الزامات حسابداری مدیریت توسعه پایدار و یکپارچگی پیامدهای حسابداری مدیریت پایدار با تصمیمات استراتژیک شرکت و همچنین ارزیابی پیامدهای آن پرداخته می‌شود و هدف غایی آن، تدوین مدل یکپارچه حسابداری مدیریت توسعه پایدار است. برای این منظور از روش پژوهش کیفی نظریه داده بنیاد استفاده شده که داده های لازم از طریق مصاحبه های عمیق با خبرگان دانشگاهی و حرفه ای کشور طی سالهای۹۶ و ۹۷ استخراج و پس از کدگذاری های باز، محوری و گزینشی، داده‌های حاصل از مصاحبه ها و تجزیه و تحلیل یافته ها، مبنای توسعه الگوی یکپارچه حسابداری مدیریت توسعه پایدار قرار گرفت.

ستایش و مهتری (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی الگویی برای ارائه اطلاعات شرکت های ایرانی در قالب گزارشگری یکپارچه پرداختند. تاکنون شرکت های ایرانی اقدام به تهیه و ارائه گزارشهای یکپارچه نکرده اند. یکی از دلایل اصلی در ارائه نکردن این گزارش، نبود الگویی برای ارائه گزارش های یکپارچه است. هدف این پژوهش، تبیین الگویی برای ارائه اطلاعات مالی و غیرمالی شرکتهای ایرانی در قالب گزارشگری یکپارچه است. در این پژوهش، با توتوجه به نظریه‌های مطرح در حوزه گزارشگری و بر اساس الگوهای گزارشگری مالی و همچنین رهنمودهای کلی ارائه شده در چارچوب بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، الگوی گزارشگری یکپارچه استخراج شده است. سپس پرسشنامه ای بر اساس مطالعات کتابخانه ای و نظر خبرگان، طراحی و در اختیار نمونه آماری پژوهش قرار گرفت. این پژوهش کاربردی و از نظر شیوه گردآوری و تحلیل اطلاعات توصیفی و از نوع پیمایشی است. نتایج حاصل از آزمون های آماری ناپارامتریک، نشان داد که اجزای اصلی الگوی گزارشگری یکپارچه بدین شرح است: کلیات مبانی نظری، شامل اهداف، مخاطبان، ویژگیهای کیفی اطلاعات، قیود و محدودیت ها

رویکرد گزارشگری مبتنی بر اصول یا مبتنی بر قانون اجباری یا اختیاری بودن افشای اطلاعات مندرج در گزارش، مسئول تدوین استانداردها، مسئول تهیه و ارائه گزارش تقبل هزینه های گزارش دوره، گزارشگری عناصر و ابعاد گزارش شکل، گزارش نحوه انتشار، گزارش نوع شرکتها و مسئول اعتباربخشی گزارش. با توجه به نتایج بدست آمده از پژوهش، پیشنهاد می‌شود از این الگو برای پیاده سازی گزارشگری یکپارچه به منظور افشای اطلاعات مالی و غیرمالی شرکتها استفاده شود.

صفری گرایلی و رضایی پینه توئی (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی گزارشگری یکپارچه، ابزاری نوین برای تحول گزارشگری شرکت‌ها پرداختند. با گسترش روزافزون نیازهای اطلاعاتی در خصوص عملیات واحدهای تجاری، به نظر می‌رسد که ارائه صورت‌های مالی به شکل سنتی نمی‌تواند پاسخگوی تمام نیازهای استفاده‌کنندگان باشد. در این راستا، مبحث نوینی در سطح جهانی با عنوان گزارشگری یکپارچه مطرح‌شده است که هدف اصلی آن انطباق طبقه‌بندی‌ها در اجزای مختلف صورت‌های مالی و کمک به استفاده‌کنندگان در خصوص شناخت تأثیر هر دارایی و بدهی و تغییرهای آن‌ها در هریک از صورت‌های مالی و آن‌هم به‌صورت همزمان است. در این پژوهش سعی می‌شود با ارائه اطلاعاتی در خصوص ویژگی‌های گزارشگری مالی یکپارچه، به لزوم گسترش نوعی از گزارشگری مالی پرداخته شود. پژوهش حاضر با هدف ترویج و ارتقا جایگاه دانش حسابداری مبتنی بر روش شناخت تاریخی با بررسی اسناد و مدارک آرشیوی و منابع علمی کتابخانه‌ای انجام شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که گزارشگری یکپارچه به منظور بهبود و تلفیق شیوه‌های گزارشگری موجود و برای حرکت به سوی چارچوب گزارشگری که اطلاعات مورد نیاز را برای ارزیابی ارزش‌های سازمانی در قرن ۲۱ تهیه می‌کند، طراحی شده و به‌عنوان آخرین تحول گزارشگری شرکت‌ها به شمار می‌رود. البته شایان‌ذکر است که در حال حاضر، طبق دستورالعمل راهبری شرکتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، ارائه گزارشگری یکپارچه در سایت شرکت‌ها مجاز شده است اما هنوز به‌صورت جدی به این امر پرداخته نشده است.

رضایی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی ارتباط ارزش اطلاعات حسابداری در رویکرد گزارشگری یکپارچه پرداختند. هدف این پژوهش بررسی ارتباط ارزش اطلاعات حسابداری در رویکرد گزارشگری یکپارچه در بورس اوراق بهادار تهران است. با گسترش روزافزون نیازهای اطلاعاتی در خصوص عملیات واحدهای تجاری، به نظر میرسد که ارائه

صورت‌های مالی به شکل سنتی نمی‌تواند پاسخگوی تمام نیازهای استفاده کنندگان باشد. در این راستا، مبحث نوینی در سطح جهانی با عنوان گزارشگری مالی یکپارچه مطرح شده است که در این پژوهش به بررسی ارائه اطلاعاتی در خصوص ویژگیهای گزارشگری مالی یکپارچه، به لزوم گسترش این نوع از گزارشگری مالی پرداخته شود. بدین منظور داده های موردنیاز از ۸۱ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، در طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ جمع آوری شده است. نتایج پژوهش نشان داد که میان سود خالص و ارزش بازار سهام ارتباط خطی معناداری وجود دارد. میان سود خالص و ارزش بازار سهام ارتباط غیرخطی معناداری وجود دارد. میان ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و ارزش بازار سهام ارتباط خطی معناداری وجود دارد. میان ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و ارزش بازار سهام ارتباط غیرخطی معناداری وجود دارد. میان سودوزیان جامع و ارزش بازار سهام ارتباط خطی معناداری وجود دارد. میان سودوزیان جامع و ارزش بازار سهام ارتباط غیرخطی معناداری وجود دارد.

شفیع زاده و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی نقش گزارشرگی مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه گذاران پرداختند. نتایج نشان داد که در حوزه گزارشگری مالی و قابلیت اتکای صورت های مالی و اثر بخش بودن اطلاعات و در حوزه راهبری شرکتی، ترکیب سهامداران و رعایت شیوه‌های راهبری شرکتی به صورت محتوایی، از مهمترین عوامل تاثیر گذار بر حمایت از حقوق سرمایه گذاران هستند. بنابراین، تقویت محتوای گزارش‌ها و نحوه افشای اطلاعات، تقویت قوانین و مقررات راهبری شرکتی، تقویت و رعایت الزامات معامله‌ها با اشخاص وابسته و بهبود روش‌های پاسخگویی به سرمایه گذاران، موجب افزایش حمایت از حقوق سرمایه گذاران می‌شود.

رضایی (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی شفافیت پاسخگویی در بخش عمومی و چارچوب گزارشگری یکپارچه پرداخت. براساس مفهوم پاسخگویی، افراد، نهادها و سازمانها در قبال اختیارات و نتایج فعالیت‌هایشان مسئول شناخته می شوند زیرا وجوه و منابع عمومی برای انجام فعالیت و ارائه خدمت در اختیار آنها قرار داده شده است. یعنی این نهادها باید بتوانند به شیوه‌های موثر و کارآمد از طریق لودادن اطلاعات مفید و مرتبط در خصوص اقدامات آن خود امکان پاسخگویی به همه گروههای ذینفع را فراهم آورند. بنابراین می توان گفت شفافیت در قالب گزارشگری، یک عامل مهم در ایفای پاسخگویی عمومی است. شفافیت به وجود اطلاعات در مورد یک سازمان اشاره می‌کند که به بازیگران بیرونی اجازه می‌دهد فعالیت های داخلی و

کارائی آن سازمان را مشاهده کنند. نظریه های نمایندگی، ذینفعان و مشروعیت نشانگر، نقش شفافیت در گزارشگری به عنوان تقویت کننده پاسخگویی بخش عمومی است. امروزه با افزایش مطالبه عمومی برای شفافیت و پاسخگویی، گزارشگری بخش عمومی به حوزه هایی چون عملکرد، پایداری و گزارشگری محیطی گسترده شده است. یکی از جدیدترین چارچوب‌های گزارشگری در این زمینه، چارچوب گزارشگری یکپارچه است که به دنبال ایجاد و تکامل یک مدل گزارشگری جهانی است به گونه ای که نشان دهد چگونه استراتژی، حاکمیت، چشم اندازها و عملکرد یک سازمان منجر به ارزش آفرینی در افق های زمانی کوتاه‌مدت، میان مدت و بلندمدت می‌شود.

حصارزاده (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی یکپارچه سازی نظام مند مفاهیم و مدل سازی بصری گزارشگری مالی در بخش عمومی پرداخت. هدف این پژوهش، یکپارچه سازی مفاهیم حسابداری بخش عمومی به عنوان یک پیکره واحد و حتی هماهنگ با بخش خصوصی برای مدل سازی انواع الگوهای با اهمیتِ گزارشگری مالی در بخش عمومی است. در این راستا، ابتدا دیدگاه های مفسر سودمندی گزارشگری مالی مورد بحث قرار می گیرد و دیدگاه مطلوب حسابداری بخش عمومی واکاوی شد. سپس مفاهیم پیش نیاز مدل–سازی مرور شدند. در نهایت، در این پژوهش با بکارگیری تحلیل قیاسی - مفهومی، «مدل آمریکایی، مدل بین‌المللی، مدل ایرانی قبل تدوین استانداردهای حسابداری بخش عمومی و مدل ایرانی بعد تدوین استانداردهای حسابداری بخش عمومی» را به صورت بصری ارایه کرد. استنباط های این پژوهش، می‌تواند ضمن ساده سازی یادگیری و آموزش مفاهیم حسابداری بخش عمومی، واکاوی یکپارچه مزایا و محدودیت های الگوهای گزارشگری مالی را به ویژه در شرایطی که تدوین استانداردهای حسابداری بخش عمومی ایران در سالهای اولیه تولد خود بسر می برد، تقویت کند.

جعفری و احمد پور کاسگری (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تاثیر ضریب ارزش افزوده فکری و عناصر آن بر بازده سرمایه گذاری در سهام و کاربرد آن در گزارشگری مالی (شرکت‌های صنایع غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) پرداختند. نتایج این تحلیل نشان می‌دهد که رابطه میان ضریب ارزش افزوده فکری، عناصر آن بر بازده سرمایه گذاری در سهام شرکت‌ها مثبت و معنی دار است. بنابراین تمرکز در مدیریت مناسب بر ضریب ارزش

افزوده فکری و هریک از عناصر آن در شرکت های صنایع غذایی بطور خاص و تعمیم آن به سایر صنایع می‌تواند موجب بهبود بازده سهام آنها شود.

حساس یگانه (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی ارزش‌آفرینی گزارشگری سرمایه انسانی پرداخت. نتایج پژوهش نشانگر بی تاثیر بودن گزارشگری سرمایه انسانی بر عملکرد مالی شرکت و تاثیر مثبت و معنادار آن بر قیمت سهام و ارزش بازار شرکت است. همچنین نتایج پژوهش بیانگر اثر تعدیلی مثبت اندازه شرکت بر ارتباط بین گزارشگری سرمایه انسانی با قیمت سهام و ارزش بازار شرکت است. در ضمن نتیجه‌گیری شد که اهرم مالی و ساختار سررسید بدهی تاثیری مثبت بر گزارشگری سرمایه انسانی دارند.

سرهنگی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی اثر پیچیدگی گزارشگری مالی بر رفتار معاملاتی سرمایه گذاران در بازار سرمایه ایران پرداختند. نتایج نشان داد که گزارش های پیچیده منجر به کاهش حجم معاملات سرمایه گذاران می‌شود. همچنین اثرات گزارشگری پیچیده برکاهش حجم معاملات سرمایه گذاران کوچک در مقایسه با سرمایه گذاران بزرگ بیشتر است. در نهایت پیچیدگی گزارشگری‌های باعث کاهش توافق معاملاتی بین سرمایه گذاران می‌شود.

با توجه به پژوهش‌های پیشین داخلی می‌توان نتیجه گرفت تاکنون در خصوص بررسی عوامل مؤثر بر گزارشگری یکپارچه در ایران مقاله‌ای تاکنون به نگارش درنیامده است. درواقع، یکی از محدودیت‌های این پژوهش را نیز می‌توان کمبود منابع داخلی در این زمینه دانست. ازاین‌رو، پژوهش حاضر در راستای پر کردن نبود پژوهشی و دستیابی به اهدافی هم چون تبیین عوامل مؤثر بر رویکرد گزارشگری یکپارچه در کشور صورت می‌گیرد.

روش شناسی پژوهش

در این پژوهش، از رویکرد قیاسی- استقرایی استفاده شده است. در روش قیاسی اقدام به مطالعه مبانی نظری راجع به متغیرهای پژوهش شده تا بر اساس روش های مناسب، مقادیر متغیرهای مورد نظر محاسبه شود و پس از آن در روش استقرایی به بررسی معنی دار بودن ارتباط میان گزارشگری یکپارچه به عنوان متغیر مستقل و مولفه های ارزش‌آفرینی شرکت به عنوان متغیر وابسته، پرداخته می‌شود. روش کلی پژوهش از جهت هدف، کاربردی و از جهت طرح

پژوهش، پس رویدادی است. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و ادبیات پژوهش از میان کتب و مقاله‌های موجود در این زمینه و اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش از نرم افزار ره آورد نوین جمع آوری شده‌اند. دوره مورد پژوهش نیز یک دوره ده ساله بر اساس صورتهای مالی سالهای ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ است. جامعه آماری این پژوهش شامل تمام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به غیر بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکتهای سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و بانک ها به دلیل متفاوت بودن افشای مالی و ساختارهای اصول راهبری آنها) است که دارای شرایط زیر باشند:

- ✓ از سال ۱۳۹۱تا ۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ✓ پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد.
- ✓ طی این سالها تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
- ✓ اطلاعات مالی مورد نیار آنها در دسترس باشد.
- ✓ توقف معاملاتی بیش از شش ماه در مورد سهام شرکت اتفاق نیفتاده باشد.
- ✓ با توجه به شرایط فوق، ۱۲۰شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند.

مرتب کردن و طبقه بندی اولیه داده ها به وسیله نرم افزار Excel انجام شد. تحلیل های آماری نیز با استفاده از نرم افزارAMOS (نسخه۱۸) انجام شده است. در تحلیل مدلسازی معادلات ساختاری، مدل معادله ساختاری، ترکیبی از مدل های اندازه گیری (مدلهای عاملی تأییدی) و مدل های ساختاری (مدلهای تحلیل مسیر) است. تمایز میان مدل های اندازه گیری و مدل های ساختاری، در گام های بعدی فرایند مدل سازی معادلات ساختاری نقش مهمی را ایفا می کند. در واقع، چنانچه مدل اندازه گیری برازش مناسبی از اندازه گیری متغیر پنهان را نشان دهد، برازش مدل ساختاری با اطمینان بیشتری صورت خواهد گرفت. به همین منظور، آزمون مدل اندازه گیری مقدم بر آزمون مدل ساختاری است. بنابراین برای آزمون فرضیه های پژوهش، یک فرایند دو مرحله‌ای انجام می‌شود. ابتدا باید از برازش قابل قبول مدل اندازه گیری (گزارشگری یکپارچه) اطمینان حاصل شود و سپس برازش مدل ساختاری (ارتباط بین گزارشگری یکپارچه و مولفه های ارزش‌آفرینی شرکت ها) مورد بررسی قرار گیرد. برای رد یا عدم رد فرضیه‌های پژوهش نیز از آزمون معنی داری هر یک از ضرایب رگرسیونی استاندارد شده مدل ساختاری (آزمون t)استفاده شده است. چنانچه احتمال آماره t کمتر از ۵ درصد باشد، فرضیه پژوهش رد نمی شود.

فرضیه پژوهش

گزارشگری یکپارچه رابطه معناداری با مولفه های ارزش‌آفرینی شرکت‌ها دارد.

متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها:

متغیر مستقل

IRSCORE = شاخص امتیاز گزارش‌دهی یکپارچه، ترکیبی از اطلاعاتی است که شرکت‌ها در گزارش‌های یکپارچه‌شان فراهم می‌کنند. مطابق با چارچوب گزارش‌دهی یکپارچه به‌واسطه کنسول گزارش‌دهی یکپارچه بین‌المللی، ۸ عنصر محتوای اصلی گزارش‌دهی یکپارچه را تشکیل می‌دهند که این ۸ عنصر عبارت‌اند از: ۱- بررسی کلی واحد سازمانی و محیط خارجی ۲- استراتژی‌ها و نحوه تخصیص منابع ۳- الگوی کسب‌وکار ۴- حاکمیت ۵- فرصت‌ها و ریسک‌های سازمان ۶- عملکرد سازمان ۷- چشم‌انداز آینده ۸- آماده‌سازی و ارائه.

در هر عنصر محتوای اصلی، ۵ پرسش را برای سنجش جامع بودن و کیفیت افشاسازی گزارشگری یکپارچه بر مبنای اصول تعبیه شده در کنسول بین‌المللی گزارشگری یکپارچه طرح‌ریزی‌شده است. پاسخ به هر پرسش با یک مقیاس صفر تا پنج ارزیابی می‌شود که در آن صفر نشان‌دهنده نبود تطابق با اصول گزارشگری یکپارچه و امتیاز ۵ نشان‌دهنده تبعیت قوی از اصول گزارشگری یکپارچه است. درنتیجه، امتیاز حداقل هر عنصر اصلی محتوا صفر و امتیاز حداکثر برای هر جزء اصلی محتوا ۲۵ است. درنتیجه، امتیاز نهایی کیفیت گزارشگری یکپارچه بین ۰ تا ۲۰۰ امتیاز است و درنهایت به‌منظور کوچک و همگن کردن داده‌ها، امتیاز به‌دست‌آمده برای هر شرکت در هر سال تقسیم‌بر حداکثر امتیاز ۲۰۰ می‌شود و نسبتی از معیار صفرتا یک به دست می‌آید. هر چه امتیاز به‌دست‌آمده به یک نزدیک‌تر باشد نشان از کیفیت بالای گزارشگری یکپارچه دارد.

TOBINQ = ارزش بازار سرمایه به اضافه ارزش دفتری بدهی‌های کلی تقسیم بر دارایی‌های کلی.

ارزش افزوده اقتصادی (EVA SCORE) : برآوردی از میزان سود اقتصادی یک شرکت است که به صورت رابطه زیر بیان می‌شود.

$$EVAt = NOPATt - (WACCt \times CAPITAL\ t\text{-}1)$$

NOPAT : سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات

CAPITAL t-1: جمع حقوق صاحبان سهام به علاوه بدهی‌های بهره دار در سال قبل

WACCt : میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه

محاسبه میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه:

$$WACC = (we \times ke) + (ws \times ks) + (wd \times kd)$$

میانگین هزینه سرمایه از دو جزء اصلی نرخ هزینه منابع (ki) و وزن منابع (wi) تشکیل شده است. با بررسی صورت‌های مالی شرکت‌های بورس تهران، مشاهده شد که این شرکت‌ها از بدهی، سهام عادی، سود انباشته و اندوخته‌ها برای تأمین مالی استفاده کرده‌اند. نحوه محاسبه نرخ هزینه هر یک از منابع بالا به شرح زیر است:

هزینه بدهی(kd) = (هزینه تامین مالی طی دوره / بدهی بهره دار) × (1-T)

هزینه حقوق صاحبان سهام(ke) = سود پرداختی به هر سهم / ارزش بازار هر سهم

سود انباشته و اندوخته ها (ks) = (سود هر سهم / ارزش بازار هر سهم) + (درصد سود تقسیم نشده)

درصد سود تقسیم نشده = ۱- (سود پرداختی به هر سهم / سود هر سهم)

برای محاسبه وزن هر یک از منابع سرمایه از روش ارزش دفتری استفاده شده است.

جمع منابع = ارزش دفتری سود انباشته و اندوخته‌ها + ارزش دفتری سهام + ارزش دفتری بدهی های بهره دار

وزن بدهی‌های بهره دار (Wd) = ارزش دفتری بدهی‌های بهره دار / جمع منابع

وزن حقوق صاحبان سهام(We) = ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام / جمع منابع

وزن سود انباشته و اندوخته‌ها(Ws) = ارزش دفتری سود انباشته و اندوخته ها / جمع منابع

ارزش افزوده نقدی (CVA SCORE) : بر اساس دیدگاه مشاوره‌ای بوستون که بر اساس سود باقیمانده طراحی شده است و مقدار سود نقدی باقیمانده‌ی شرکت را اندازه‌گیری می‌کند. این مدل توسعه‌ای از مفهوم جریان نقدی بازده سرمایه‌گذاری است و از طریق رابطه زیر بدست می‌آید:

ارزش افزوده نقدی = سرمایه‌گذاری ناخالص − (بازده جریان نقدی بازده سرمایه‌گذاری) هزینه سرمایه نقدی

خالص دارایی‌های جاری + بهای تمام شده دارایی‌های غیر جاری = سرمایه‌گذاری ناخالص

جریان نقدی بازده سرمایه‌گذاری / سرمایه‌گذاری ناخالص = بازده جریان نقدی بازده سرمایه‌گذاری

ارزش افزوده سهامدار(SVA): یک شرکت زمانی برای سهام‌دارانش ارزش ایجاد می کند که بازده سهامدار بالاتر از هزینه سهام (بازده مورد انتظار سرمایه) شد. به بیان دیگر، شرکتی در طول یک سال ایجاد ارزش می‌کند که فراتر از انتظارات عمل کرده باشد(رهنمای رودپشتی و همکاران،۱۳۸۵) .

(بازده مورد انتظار سرمایه –بازده سهامدار) * ارزش بازار حقوق صاحبان سهام =ارزش ایجاد شده سهام دار

ارزش افزوده بازار(MVA): یکی دیگر از معیارهای ارزش‌آفرینی می‌باشد.که نشان‌دهنده تفاوت میان ارزش بازار یک شرکت و سرمایه‌ای است که توسط سرمایه‌گذاران شامل صاحبان سهام و دارندگان اوراق قرضه وارد شرکت شده است. از رابطه زیر برای تعیین ارزش افزوده بازار استفاده می‌شود.

میانگین ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه–میانگین ارزش بازار حقوق صاحبان سرمایه طی سال=ارزش افزوده بازار

میانگین ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه نیز عبارت است از مجموع حقوق صاحبان سرمایه در ابتدا و انتهای دوره، که بر دو تقسیم می‌شود.

یافته‌های پژوهش

شاخص‌های توصیف داده‌ها به سه گروه شاخص‌های مرکزی (مانند میانگین و میانه)، شاخص‌های پراکندگی (مانند انحراف معیار)، شاخص‌های شکل توزیع (مانند شاخص‌های چولگی و کشیدگی) تقسیم می‌شوند. جدول ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش را برای ۱۲۰ شرکت عضو نمونه، طی ۷ سال، نشان می‌دهد. نزدیک بودن میانگین و میانه متغیرها نشان از نرمال بودن داده‌ها دارد. انحراف معیار، میزان پراکندگی داده‌ها را نمایان می‌سازد. همان‌طور که مشاهده می‌شود بیشتر متغیرهای پژوهش از توزیع نرمال نسبی برخوردارند. وجود ضریب چولگی مثبت نشان‌دهنده‌ی چولگی به راست و این چولگی به راست به دلیل بزرگ بودن میانگین نسبت به میانه است و چولگی‌های منفی نشان‌دهنده چولگی به چپ

است. کشیدگی بالاتر از نرمال برخی متغیرها نشان‌دهنده این است که داده‌ها حول میانگین متمرکز شده‌اند. در جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شرح داده‌شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	نماد	مشاهده	میانگین	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
گزارشگری یکپارچه	*IRSCORE*	۸۴۰	۰/۷۰	۰/۳۱	۰/۹۳	۰/۱۶	−۰/۴۶	۲/۳۳
ارزش شرکت	*TOBINQ*	۸۴۰	۱/۲۰	۰/۴۸	۲/۵۵	۰/۵۰	۰/۹۲	۳/۱۲
ارزش افزوده نقدی	CVA	۸۴۰	۰/۰۰۳	−۰/۱۵	۰/۲۲	۰/۰۸	۰/۵۳۶	۲/۸۸
ارزش افزوده سهامدار	SVA	۸۴۰	۰/۲۰۳	۰/۰۰۳	۰/۹۵۲	۰/۲۲۸	۱/۴۷۱	۴/۳۴۴
ارزش افزوده بازار	MVA	۸۴۰	۰/۱۵۲	−۰/۲۸	۰/۴۴	۰/۱۳	−۰/۳۳	۳/۶۰
ارزش افزوده اقتصادی	EVA	۸۴۰	−۰/۰۰۵	−۱/۰۲	۰/۷۴۷	۰/۳۸۸	−۰/۴۰۶	۲/۸۲۳

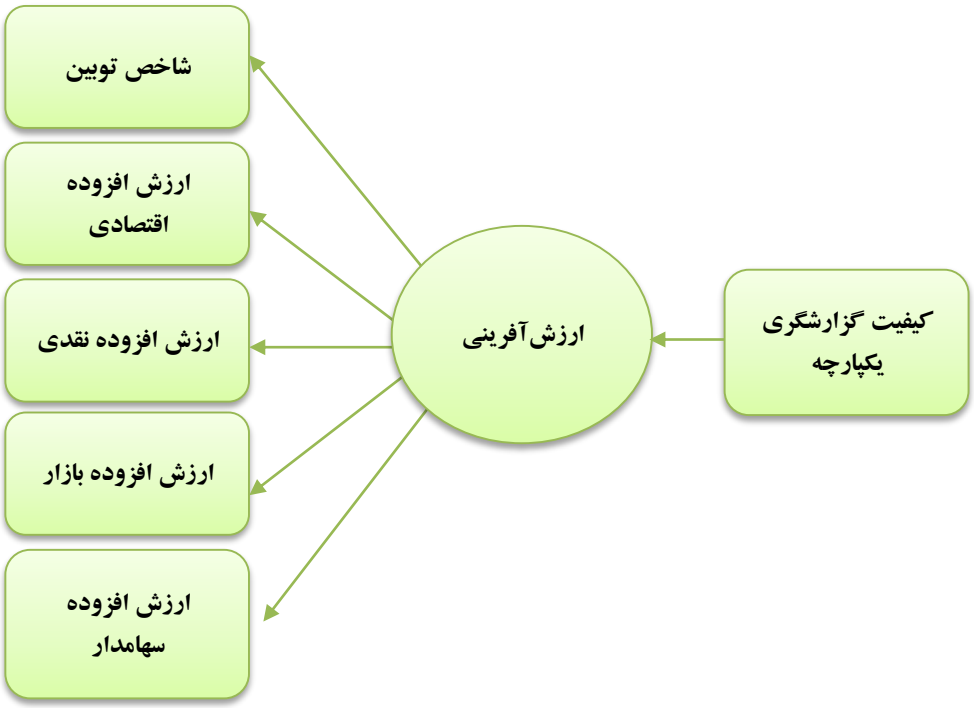
منبع: محاسبات پژوهشگر

یافته‌های فرضیه پژوهش

از آنجایی که گزارشگری یکپارچه باعث افزایش مولفه های ارزش‌آفرینی در شرکت می‌شود، رویکرد یکپارچه افشاری اختیاری برای استفاده کنندگان صورت های مالی ایجاد می‌کند و منجر به شفافیت اطلاعات صورت های مالی و منجر به جذب سرمایه گذاران می‌شود.

الگوی مفهومی پژوهش

چارچوب الگوی مفهومی پژوهش حاضر در شکل ۲ بر اساس رویکرد الگوی سازی معادلات ساختاری نشان داده شده است.



شکل ۱. الگوی مفهومی پژوهش

در این الگو متغیر اثر بخشی ارزش‌آفرینی (به عنوان متغیر پنهان) دارای چندین سازه (شاخص توبین، ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده سهامدار) است.

اعتبار سنجی الگوی مفهومی پژوهش

آزمون بارتلت و کایز -میر – اوکین

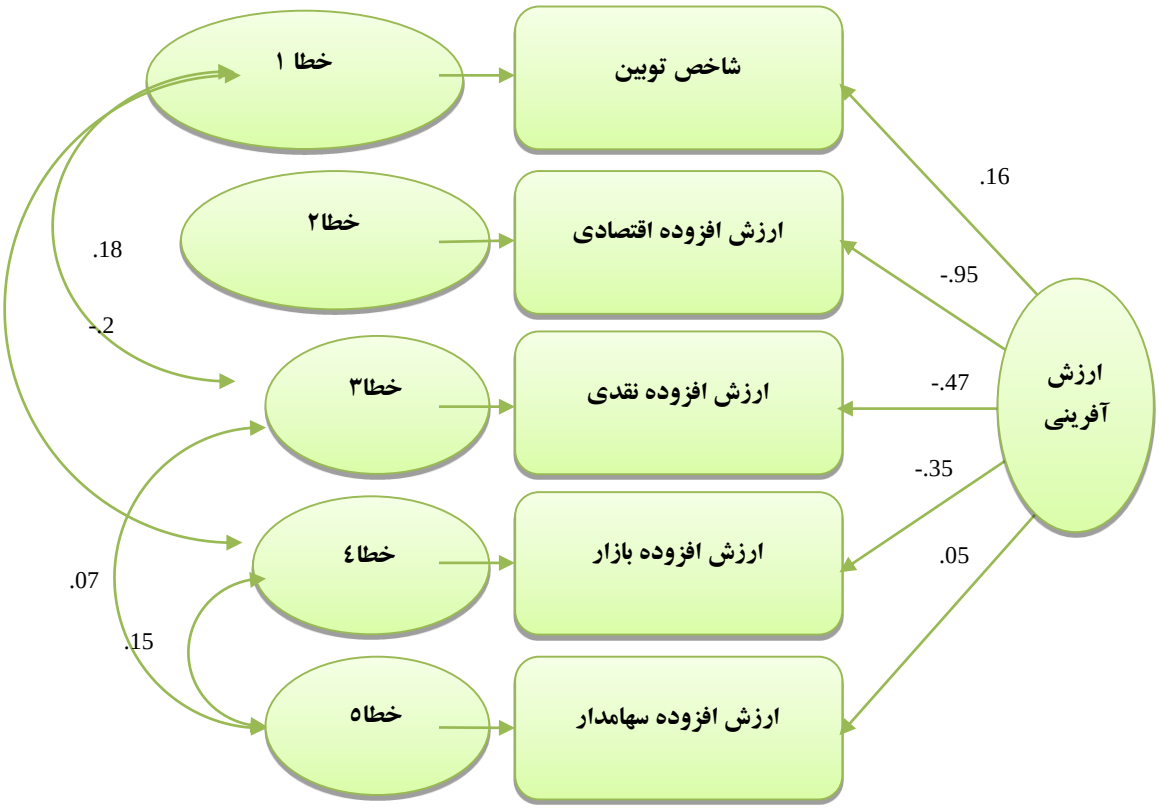
این آزمون مناسب بودن داده‌ها را برای انجام تحلیل عاملی مشخص می کند. مقدار این آماره بین ۱ تا ۰ تغییر می‌کند. جدول ۲ نتایج آزمون بارتلت و کایز –میر–اوکین را نشان می‌دهد.

لازمه انجام تحلیل عاملی این است که همبستگی میان متغیرها صفر نباشد، ولی اگر ماتریس هبستگی ماتریس همانی باشد به این معنی است که همه ضرایب همبستگی صفر هستند. اگر آزمون بارتلت معنی دار باشد یعنی ماتریس همبستگی همانی نیست و میان متغیرها همبستگی وجود دارد و امکان انجام تحلیل عاملی وجود دارد.

جدول ۲. نتایج آزمون بارتلت و کایز -میر – اوکین پژوهش

کایز- میر – اوکین	آماره
آماره آزمون	۰/۷۰۴
آزمون کورویت بارتلت	۱۵۷۴/۳۰۷
درجه آزادی	۱۵
نتیجه آزمون	<۰/۰۰۰

پس از تعیین الگوی مفهومی پژوهش و گردآوری داده ها، مهم ترین مرحله الگو سازی، اعتبارسنجی الگوی اندازه گیری است. در این بخش، پژوهش‌گر به دنبال جواب این پرسش است که آیا الگوی مفهومی، داده های پژوهش را نمایندگی می‌کند؟ اعتبار یک الگو با استفاده از معیارهای نیکویی برازش مورد بررسی قرار می‌گیرد. بنابراین، در این مرحله از تحلیل های آماری انتظار بر این است که برازش داده ها به الگوی مفهومی پژوهش بر اساس معیارهای علمی قابل قبول باشد. شکل ۲ و شکل ۳ و جدول ۴ و جدول ۵ به ترتیب الگوی اصلاح شده برای اندازه گیری ارزش‌آفرینی و شاخص های برازش مربوط به آن را نشان می‌دهد. معیارهای نیکویی برازش ارائه شده در جدول ۴ بیان می‌کند که الگوی اندازه گیری ارزش‌آفرینی از اعتبارکافی برای آزمون فرضیه های پژوهش برخوردار است.



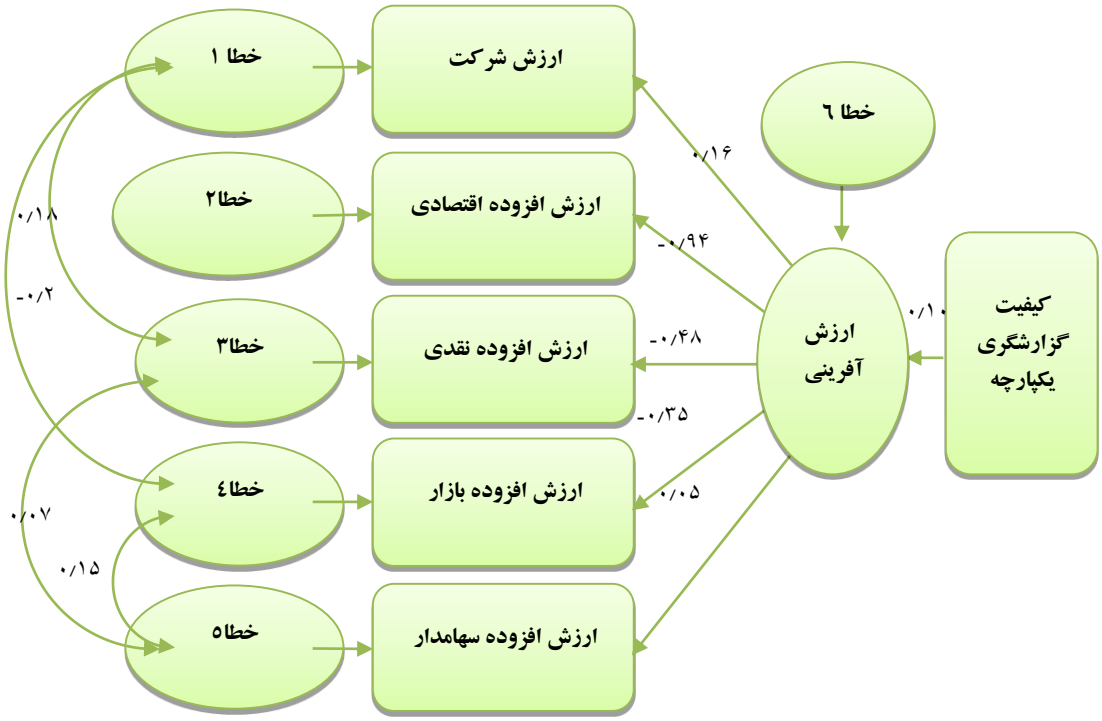
شکل ۲. الگوی اندازه گیری اصلاح شده ارزش‌آفرینی

جدول ۳. معیارهای نیکویی برازش برای الگوی اندازه گیری اصلاح شده ارزش‌آفرینی

معیارهای نکویی برازش	نام شاخص	اختصار	مدل اصلاح شده	برازش مورد پذیرش
شاخص های برازش مطلق	شاخص نکویی برازش	GFI	۰/۹۹۹	بزرگتر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش اصلاح شده	AGFI	۰/۹۹۱	بزرگتر از ۹۰ درصد
شاخص های برازش تطبیقی	شاخص برازش هنجار شده	NFI	۰/۹۹۷	بزرگتر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش تطبیقی	CFI	۰/۹۹۹	بزرگتر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش افزایشی	IFI	۰/۹۹۹	بزرگتر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش مقتصد هنجار شده	PNFI	٪۱۰۰	بزرگتر از ۹۰ درصد
شاخص برازش مقصد	ریشه میانگین مربعات خطای برآورد	RMSEA	۰/۰۲۴	کوچکتر از ۱۰ درصد
	کای اسکوئر بهنجار شده به درجه آزادی	CMIN/DF	۱/۶۴۲	کوچکتر از ۳
سایر شاخص‌های برازش	شاخص هلتر (۰,۰۵)	Hoelter	۲۶۴۲	بیشتر از ۲۰۰

اعتبار سنجی کلی الگوی اندازه گیری

در مرحله ارزیابی الگوی ساختاری و هنگام بررسی روابطه بین متغیرهای پنهان، بارکنش‌های الگوی اندازه گیری دوباره برآورد می‌شود. چنانچه مقادیر بارکنش‌ها در دو الگو، تفاوت آشکاری با یکدیگر داشته باشند، بیانگر وضعیت درماندگی در گزارش است. در الگوی ساختاری، فرضیه پژوهش آزمون می‌شود. شاخص های برازش الگوی ساختاری مربوط به آزمون فرضیه پژوهش در جدول، بیانگر برازش قابل قبول الگوی ساختاری و مواجه نشدن با پدیده درماندگی در تفسیر است.



شکل ۳. الگوی اندازه گیری ارزش‌آفرینی

جدول ٤. معیارهای نکویی برازش برای مدل کلی

معیارهای نکویی برازش	نام شاخص	اختصار	مدل اصلاح شده	برازش مورد پذیرش
شاخص های برازش مطلق	شاخص نکویی برازش	GFI	۰/۹۹۸	بزرگتر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش اصلاح شده	AGFI	۰/۹۹۲	بزرگتر از ۹۰ درصد
شاخص های برازش تطبیقی	شاخص برازش هنجار شده	NFI	۰/۹۹۰	بزرگتر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش تطبیقی	CFI	۰/۹۹۸	بزرگتر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش افزایشی	IFI	۰/۹۹۸	بزرگتر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش مقتصد هنجار شده	PNFI	۰/۳۳۰	بزرگتر از ۹۰ درصد
شاخص برازش مقصد	ریشه میانگین مربعات خطای برآورد	RMSEA	۰/۰۱۴	کوچکتر از ۱۰ درصد
	کای اسکوئر بهنجار شده به درجه آزادی	CMIN/DF	۱/۲۱۸	کوچکتر از ۳
سایر شاخص های برازش	شاخص هلتر (۰,۰۵)	Hoelter	۲۰۵۲	بیشتر از ۲۰۰

پس از بدست آمدن اطمینان از نیکویی برازش الگوی ساختاری و وجود نداشتن تفاوت قابل توجه میان معیارهای نیکویی برازش در الگوی اندازه گیری و ساختاری پژوهش، نوبت به بررسی فرضیه پژوهش (تفسیر ضرایب برآورد بین متغیرهای پنهان و متغیر مشاهده پذیر) می‌رسد که اثر هریک از شاخص های ارزش‌آفرینی را بر گزارشگری یکپارچه مورد آزمون قرار گرفت. هر مسیر از طریق بررسی علامت، اندازه و معناداری آماری ضریب مسیر (بتا) هر متغیر مکنون نسبت به متغیر وابسته است. هر اندازه این ضریب مسیر بالاتر باشد تاثیر پیش بینی کننده متغیر مکنون بیشتر خواهد بود. به منظور بررسی معناداری ضریب مسیر یا همان بتا باید معناداری مقدار t برای هر ضریب مسیر مورد توجه قرار گیرد که در جدول ۵ نتایج آزمون های پژوهش به همراه آماره های مربوط به آن ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج مربوط به آزمون فرضیه پژوهش

فرضیه پژوهش	روابط بین متغیرها	ضریب مسیر	آماره t	سطح معنادری
	رابطه بین گزارشگری یکپارچه و مولفه های ارزش‌آفرینی	۰/۰۰۹	۲/۴۶۴	۰/۰۱۴

همانطور که در جدول ۵ ملاحظه می‌شود، ضریب مسیر گزارشگری یکپارچه با ارزش‌آفرینی مثبت بوده (۰/۰۰۹) و سطح معناداری آنها کمتر از ۵ درصد است (۰/۰۱۴). بنابراین، می توان ادعا کرد که گزارشگری یکپارچه بر ارزش‌آفرینی شرکت، تاثیر مستقیم و معناداری دارد و فرضیه پژوهش تائید می شود.

نتایج فرضیه پژوهش

در این فرضیه رابطه میان گزارشگری یکپارچه و مولفه های ارزش‌آفرینی مورد بررسی قرار گرفت. تفکر یکپارچه به معنای اطمینان از پایداری درازمدت سازمان به وسیله ایجاد ارزش پایدار برای ذی نفعان است. این تفکر با در نظر گرفتن تمامی عوامل مؤثر بر الگوی کسب وکار و انجام قضاوت صحیح در مدیریت این سرمایه ها، به ارزش‌آفرینی در کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت منجر می‌شود. تفکر یکپارچه ابزاری است که با یکپارچه سازی تمامی این عوامل، امکان ارزش‌آفرینی را فراهم می‌کند. با این نوع تفکر، سازمان ممکن است چگونگی ایجاد ارزش را به شکلی واضح در گزارشی یکپارچه توصیف کند، بهبود گزارشگری به نحوی که تمام عوامل اثر بخش بر توانایی ارزش‌آفرینی سازمان را دربر گیرد. افزایش حساب دهی و پاسخ گویی هیئت مدیره نسبت به سرمایه های مالی، فکری، انسانی، اجتماعی و طبیعی، و بالابردن درک افراد از وابستگی متقابل میان این سرمایه ها و حمایت از تفکر یکپارچه و تصمیم ها و اقدام هایی که بر ارزش‌آفرینی در طول افق زمانی کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت متمرکز است. نتایج فرضیه این پژوهش با پژوهش‌های دوو و همکاران (۲۰۱۹)، براث و همکاران (۲۰۱۷)، ستایش و مهتری (۱۳۹۸) و رضایی و همکاران (۱۳۹۸) همخوانی دارد. نخستین مطلب برای جذب سرمایه‌گذار برون‌مرزی، ارائه اطلاعات قابل‌فهم و در دسترس است، بنابراین وجود استانداردهای یکسان در گزارشگری مالی الزام‌آور است. در این راستا تمام کشورهای دنیا به اجماع رسیده اند که از استانداردهای

بین‌المللی گزارشـگری مالی استفاده کنند. پیشنهاد می‌شود تا ایران نیز همانند بسیاری از کشـورها، اسـتانداردهای بین‌المللی گزارشـگری مالی را بپذیرد چراکه این امر موجب ورود سـرمایه به کشور و درنتیجه بهبود وضعیت نظـام اقتصادی و بازارهای مالی می‌شود از سـوی دیگر، نپذیرفتن استانداردهای بین‌المللی می‌تواند مخاطرات جـدی برای تجـارت بین‌المللـی، جذب سـرمایه خارجی و افزایش ریسـک کشور داشته باشد.

مطابق با نتایج بدست آمده، رابطه مثبت میان گزارش‌دهی یکپارچه و ارزش‌آفرینی در شرکت‌ها نشان می‌دهد گزارش‌دهی یکپارچه، محیط اطلاعاتی در شرکت های پیچیده را مانند شرکت های با دارایی های ناملموس بالا، شرکت های با بخش های تجاری متعدد و شرکت‌های بزرگ بهبود می بخشد. علاوه براین، نتایج نشان داد که در شرکت های با نیازهای تامین مالی خارجی بالاتر، زیر نمونه شرکت های با گزارش‌دهی یکپارچه بالاتر، ارزش‌گذاری شرکت بالاتری دارند، که نشان می‌دهد گزارش‌دهی یکپارچه نبود تقارن اطلاعات میان افراد داخلی شرکت و تهیه کنندگان سرمایه خارجی را کاهش می‌دهد. تحلیل بیشتر نشان می‌دهد که شرکت‌های با گزارش‌دهی یکپارچه، عملکرد بهتری نسبت به شرکت‌های با گزارش‌دهی یکپارچه کم هم برحسب بازار سهام و هم عملکرد حسابداری دارند. هدف اصلی یک گزارش یکپارچه این است که به تهیه کنندگان سرمایه مالی توضیح دهد چگونه سازمان طی زمان ارزش‌آفرینی می‌کند. بنابراین شامل اطلاعات مربوطه، مهم مالی و همینطور دیگر موارد است. یک گزارش یکپارچه به همه سهام‌داران علاقمند به توانایی سازمان برای ارزش‌آفرینی در زمان منفعت می‌رساند، شامل کارکنان، مشتریان، تهیه کنندگان، شرکای تجاری، جوامع محلی، قانونگذاران، تنظیم کنندگان و سیاست گذاران یک گزارش یکپارچه معمولا چیزی بیش از خلاصه ای اطلاعات در مکاتبات دیگر است (مانند، اظهارات مالی، یک گزارش پایدار، فراخوان های تحلیلگر، یا در وب سایت). درعوض، ارتباط اطلاعاتی را آشکار می‌سازد تا اطلاع دهد که چگونه ارزش‌آفرینی طی زمان انجام می‌شود.

با توجه به تدوین چارچوب مربوط به کلیات مبانی نظری گزارشگری یکپارچه و بدیع و تازه بودن این مفهوم، به پژوهشگران حوزه حسابداری و مالی پیشنهاد می‌شود تا در حوزه آموزش و دانش مرتبط با گزارشگری یکپارچه توجه جدی به آموزش این مباحث در دانشگاه‌ها داشته باشند و به تحلیل مبانی نظری این نوع گزارشگری بپردازند. همچنین با توجه به اینکه اصول بنیادین در بررسی کلیات مبانی نظری بررسی نشده‌اند، به همه پژوهشگران پیشنهاد می‌شود

تا پژوهش‌هایی با هدف یافتن اصول بنیادین برای گزارش‌های مالی و غیرمالی (در قالب گزارشگری یکپارچه) انجام دهند. در ضمن به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سازمان حسابرسی که ارائه‌کننده رهنمودها، تدوین‌کننده مقررات گزارشگری مالی و غیرمالی هستند، پیشنهاد می‌شود تا به بررسی جامع این نوع گزارشگری و تدوین استاندارد با رویکرد یکپارچه اقدام کنند.

منابع

امیربیکی لنگرودی، حبیب؛ کردستانی، غلامرضا؛ رضایی، فرزین. (۱۳۹۹). الگوی یکپارچه حسابداری مدیریت توسعه پایدار. *حسابداری مدیریت*، ۱۳(۴۴)، ۱-۲۱.

بابادی، کامران؛ فخاری، حسین (۱۳۹۷). بررسی تجربه تاثیر ساختار مالکیت بر میزان افشای اطلاعات گزارشگری یکپارچه در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران ؛ رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری، *سومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، حسابداری و حسابرسی پویا* .

ستایش، محمد حسین؛ مهتری، زینب. (۱۳۹۸). الگویی برای ارائه اطلاعات شرکت های ایرانی در قالب گزارشگری یکپارچه، *مجله پیشرفت های حسابداری*، دوره یازدهم، شماره اول، صص ۱۰۵-۱۴۲.

سرهنگی، حجت؛ ابراهیمی، اله؛ یاری ابهری، حمید. (۱۳۹۳). بررسی اثر پیچیدگی گزارشگری مالی بر رفتار معاملاتی سرمایه گذاران، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، شماره ۳۷، سال هفتم، صص ۵۹-۷۸.

شفیع زاده، بهاره؛ حسینی، سید علی؛ رحمانی، علی؛ سلطانی، محمد. (۱۳۹۷).نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه گذاران، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، شماره ۴۲، صص ۷۴-۹۵.

صفری گرایلی، مهدی؛ رضایی پیته نوئی، یاسر. (۱۳۹۸). گزارشگری یکپارچه، ابزاری نوین برای تحول گزارشگری شرکت‌ها، *هفدهمین همایش ملی حسابداری ایران* .

حصارزاده، رضا. (۱۳۹۴). یکپارچه‌سازی نظام‌مند مفاهیم و مدل‌سازی بصری گزارشگری مالی در بخش عمومی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۴(۱۵)، ۳۷-۵۶.

حساس یگانه، یحیی؛ رحیمیان، نظام الدین؛ توکل نیا، اسماعیل. (۱۳۹۳). بررسی ارزش‌آفرینی گزارشگری سرمایه انسانی، *فصلنامه علمی و پژوهشی حسابداری مدیریت*، سال هفتم، شماره بیستم، صص ۳۲-۵۲.

جعفری، اسکندر؛ احمد پور کاسگری، احمد. (۱۳۹۴). تاثیر ضریب ارزش افزوده فکری و عناصر آن بر بازده سرمایه گذاری در سهام و کاربرد آن در گزارشگری مالی (شرکت های صنایع غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، شماره ۳۰، سال هشتم، صص ۱۲۹-۱۴۵.

دستگیر، محسن؛ ایزذی نیا، ناصر. (۱۳۹۳). ارتباط و همبستگی شاخص های داخلی ارزش‌آفرینی واحد های تجاری با شاخص های خارجی ارزیابی عملکرد، *فصلنامه مطالعات حسابداری*، شماره ۵، صص ۶۲-۴۵.

رضایی، شعیب. (۱۳۹۷). شفافیت، پاسخگویی در بخش عمومی و چارچوب گزارشگری یکپارچه، *فصلنامه علم و مدیریت توسعه*، سال سوم، شماره ۶، صص ۲۵-۴۹.

رضایی، فرزین؛ ترابیان، محسن و محتاری، فرشته. (۱۳۹۸). ارتباط ارزش اطلاعات حسابداری در رویکرد گزارشگری یکپارچه، *فصلنامه ستاک*، سال پنجم، شماره ۳، صص ۳۶-۵۹.

رود نشین، حمید. (۱۳۸۴). «بررسی و تبیین رابطه ¬بین اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری و ارزش شرکت». *پایان نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه امام خمینی(ره).

فخاری، حسین و بابادی، کامران. (۱۳۹۵). گزارشگری یکپارچه، گزارشگری آینده ؛ مطالعه موردی گروه دارویی . *چهاردهمین همایش ملی حسابداری ایران*، ارومیه، دانشگاه ارومیه .

مرشدزاده، مهناز و قربانی، محمود. (۱۳۹۵). چارچوب بین‌المللی گزارشگری یکپارچه، *حسابدار رسمی*، شماره ۳۲، صص ۲۵-۳۶.

نیکومرام، هاشم؛ بنی مهد، بهمن. (۱۳۸۸). جهانی سازی استانداردهای حسابداری، بایدها و نبایدها، *مجله حسابداری*، سال ۲۱، شماره ۱۷۸.صص ۱۲-۳۶.

Adamez, K.E. and Forset (2012), Invisible Balance Sheet: Key Indicators for Accounting, Control and Valuation of Know-how Companies, the Konrad Group, Stockholm.

Berath ToitElda, Elda du Toit. (2017). the readability of integrated reports. Meditari Accountancy Research 25:4, 629-653.

D.V. Ramana., (2010), Market value added and Economic value added: some empirical evidence. Working paper, available ssrn website.

Doweoo, N. and J. Locke. (2019). the Emergence of IR. *Accounting and Business Research*, Vol. 46, No. 1, Pp83-115.

Estefan, L., Eckersley, P. & Zakaria, Z. (2010) "Accountability and transparency in English local government: Moving from 'matching parts' to 'awkward couple?", *Financial Accountability and 16-Management*, vol. 31, no. 3.

Ekles, F. A. and M. Kezros. (2014). Factors affecting the Diffusion of Integrated Reporting–a UK FTSE 100 Perspective. Sustainability Accounting, *Management and Policy Journal*, Vol. 6, No. 2, Pp. 190-223.

Feransic, J. (2013) "Pathologies of accountability and the challenge of multiple accountabilitydisorder", *Public Administration Review*, vol. 65, no. 1.

Fradis HajiAbdifatah, Abdifatah Ahmed Haji, AnifowoseMutalib, Mutalib Anifowose. (2016). Initial trends in corporate disclosures following the introduction of integrated reporting practice in South Africa. *Journal of Intellectual Capital*, 18:2, 373-399.

IIRC (2013), "International oIRW framework", The International Integrated Reporting Council, available at: www.theiirc.org/wp-ntent/uploads/2013/12/13-12-08-).

Eslakal, M.C., Watson, J. & Woodliff, D. (2018) "Corporate governance quality and CSR disclosures", *Journal of Business Ethics*, no.125. Chauvey, J.N., Giordano-Spring.

Robert, C.H. and Lak (2016) "The normativity and legitimacy of CSR disclosure: Evidence from France", *Journal of Business Ethics*, no. 130.12 9.

Pestoni J., Michael J. Turner, CooteLeonard V., Leonard V. Coote.(2019) Discrete choice experiments: a research agenda for experimental accounting. *Meditari Accountancy Research*, 25:1,158-182.

Petrson, F., K. (2016). Effective audit committee, audit quality and earnings management: Evidence from Tunisia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 2(6), 138-155.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 75-110

The effect of Enterprise Risk Management Factors on Financial Reporting Quality with the Interactive Role of Corporate Governance[1]

Abolfazl Babajani[2], Saeid Jabbarzadeh Kangharloei[3], Jamal Bahri Sales[4], Asgar Pak Maram[5]

Received: 2021/06/29
Accepted: 2021/11/21

Research Paper

Abstract

In recent years, companies have faced a series of bankruptcies that have raised concerns about the error in the risk management process. The quality of financial reporting and its impact on risk management is a topic that has recently been favored by researchers. By reviewing the financial data of 156 firms listed in stock exchange for the period of 11 years (2006 to 2016), the effect of enterprise risk management factors on the quality of financial reporting with the interactive role of corporate governance has been investigated. The results showed that the Sigma risk and firm size have a positive effect on financial transparency and a negative effect on the quality of accruals. Arbitrage and Opinion divergence risk do not affect transparency. Corporate governance has a positive effect on both the interaction between Sigma risk and financial transparency, as well as the interaction between firm size and financial information transparency. Also, corporate governance has a negative effect on the interaction between Sigma risk and the quality of accruals and a positive effect on the interaction between the firm size and the quality of accruals.

Kew Words: Financial Reporting Quality, Corporate Governance Index, Quality of Accruals, Enterprise Risk Management.

JEL Classification: G32, M41, M48. C33

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2021.11550.1681
2. Ph.D. Student, Dpartment of Accounting, Urmia Branch, Islamic Azad University, Urmia, Iran. (ab.babajani@yahoo.com).
3. Associate Professor, Department of Accounting, Urmia Branch, Islamic Azad University, Urmia, Iran. (Corresponding Author). (jabbarzadeh.s@gmail.com).
4. Associate Professor, Department of Accounting, Urmia Branch, Islamic Azad University, Urmia, Iran. (J.bahri@iaurmia.ac.ir).
5. Associate Professor, Department of Accounting, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran. (pakmaram@gmail.com).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ٥٦، زمستان ١٤٠٠، صص ١١٠-٧٥

اثر عوامل مدیریت ریسک بنگاه بر کیفیت گزارشگری مالی با نقش تعاملی حاکمیت شرکتی[1]

ابوالفضل باباجانی[2]، سعید جبارزاده کنگرلوئی[3]، جمال بحری ثالث[4]، عسگر پاک مرام[5]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۰۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۸/۳۰

چکیده

در سال‌های اخیر، شرکتها با یک سری ورشکستگی‌ها روبرو بوده‌اند که موجب بروز نگرانی در خطاپذیری فرایند مدیریت ریسک بنگاه شده است. کیفیت گزارشگری مالی و تاثیرپذیری آن از مدیریت ریسک موضوعی است که به تازگی مورد اقبال پژوهشگران واقع شده است. با بررسی داده‌های مالی ۱۵۶ شرکت عضو بورس اوراق بهادار برای دوره ۱۱ ساله (۱۳۸۵ الی ۱۳۹۵)، اثر عوامل مدیریت ریسک بنگاه بر کیفیت گزارشگری مالی با نقش تعاملی حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان داد، ریسک سیگما و اندازه شرکت بر شفافیت مالی تاثیر مثبت و بر کیفیت اقلام تعهدی تاثیر منفی دارند. ریسک آربیتراژ و پراکندگی بر شفافیت تاثیر ندارد. حاکمیت شرکتی هم بر تعامل میان ریسک سیگما و شفافیت اطلاعات مالی و هم بر تعامل بین اندازه شرکت و شفافیت اطلاعات مالی تاثیر مثبت دارد. همچنین حاکمیت شرکتی بر تعامل میان ریسک سیگما و کیفیت اقلام تعهدی تاثیر منفی و بر تعامل بین اندازه شرکت و کیفیت اقلام تعهدی تاثیر مثبت دارد.

واژه های کلیدی: کیفیت گزارشگری مالی، شاخص حاکمیت شرکتی، کیفیت اقلام تعهدی، مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی.

طبقه بندی موضوعی: G32,M41,M48.C33

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2021.11550.1681

۲. دانشجوی دکترای، گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران. (ab.babajani@yahoo.com).

۳. دانشیار، گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران. (نویسنده مسئول). (jabbarzadeh.s@gmail.com).

۴. دانشیار، گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران. (J.bahri@iaurmia.ac.ir).

۵. دانشیار، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران. (pakmaram@gmail.com).

مقدمه

کیفیت گزارشگری مالی و متاثر شدن مولفه یادشده از برخی اقلام مالی و غیرمالی بر کسی پوشیده نیست و تلاش سازمان‌های حرفه‌ای مرتبط نیز سعی در پیشرفت کیفیت گزارشگری مالی است. یکی از عواملی که بر کیفیت گزارشگری مالی موثر، ریسک است. بنابراین لازم است که ریسک‌های بنگاه اقتصادی مدیریت شود زیرا مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی بر پایش، نظارت، کنترل داخلی، کنترل ریسک‌ها، طراحی برنامه و ارزیابی ریسک اثر دارد. مهدوی و کریمی‌پور (۱۳۹۱) بیان داشته‌اند که سیستم مدیریت ریسک اثربخش، ریسک تجاری مربوط به شرکت را شناسایی، ارزیابی و کنترل می‌کند. مدیریت ریسک سازمانی بخشی از استراتژی شرکت بوده و اهمیت ویژه‌ای دارد که توسط مدیران ارشد و از بالا به پایین هدایت می‌شود(گتزیرت و مارتین[1]، ۲۰۱۳). مدیریت ریسک واحد تجاری، ریسک را مدیریت می‌کند تا اطمینان قابل قبولی برای دست‌یابی به اهداف واحد تجاری را فراهم آورد. گوردون، لوئیب و تیسنگ[2] (۲۰۰۹)، برای شناسایی اثربخشی مدیریت ریسک، استراتژی شرکت، بهره وری، تطابق و گزارشگری و ... را معرفی کرده اند. مدیریت ریسک سازمانی نه تنها تلاش می‌کند که ریسک شرکت را به حداقل برساند، بلکه در پی ایجاد فرصت‌های بالقوه برای موسسه نیز هست. در واقع مدیریت ریسک سازمان بر دو نکته بنیادی تاکید دارد: اول نگاه کل‌گرا و فرابخشی به ریسک است و دوم آنکه ریسک را نه به عنوان یک تهدید، بلکه به عنوان یک فرصت نگاه می‌کند و از موقعیت‌های مخاطره آمیز، فرصت ایجاد می‌کند. این نگرش کل‌گرا به ریسک، بیانگر فرایند و دیدگاهی جامعی از مدیریت ریسک است (آلتینتس، بری و هویت[3]، ۲۰۱۱). وقتی که سیستم مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی ناکارآمد است، ریسک‌های معنی‌دار و قابل توجه مؤثر بر گزارش‌های مالی را نمی‌توان شناسایی، ارزیابی، کنترل و یا افشا کرد. برای مثال، ریسک‌ها را نمی‌توان به طور مناسب در توسعه برآوردهای حسابداری و افشاها در نظر گرفت(بل، پیچر و سولومون[4]، ۲۰۰۵).

با توجه به اینکه قابلیت اتکای گزارشگری مالی در درون کنترل‌های داخلی واحد اقتصادی نهفته و از سیستم مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی انتظار می‌رود که اطمینانی منطقی در رسیدن

1. Gatzert & Martin
2. Gordon, Loeb, & Tseng,
3. Altuntas, Berry-Stolzel & Hoyt.
4. Bell, Peecher & Solomon

به کیفیت بالای گزارشگری مالی فراهم کند، بنابراین بررسی ارتباط عوامل مدیریت ریسک بنگاه با کیفیت گزارشگری مالی در محیط ایران دارای اهمیت بوده زیرا که با تقویت روش‌های مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی با مدل‌های گوناگون، انتظار بر این است که بر کیفیت گزارشگری مالی تاثیر داشته باشد و به تنهایی به دیدگاه‌های نظری اکتفا نشود زیرا کیفیت گزارشگری مالی و متاثر شدن آن از مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی از موضوعاتی است که در سال‌های اخیر مورد اقبال دانشگاهیان و حرفه‌ای‌ها واقع شده است. اپومی و تشاکر(۲۰۱۷)، شواهدی نیافتند که نشان دهد ویژگی‌هایی مانند مستقل بودن رئیس و تخصص مالی اعضاء، در شرکت‌های استرالیا به افشای اطلاعات در مورد مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت تاثیر می‌گذارد. بطوریکه پفر و سالانیک(۱۹۷۸) و بوید(۱۹۹۰) بیان کردند که حاکمیت بایستی بر کمک به شرکت‌ها در توسعه موفق راهبردهای کسب و کار برای مقابله با عدم‌قطعیت محیطی و دسترسی به سرمایه خارجی و شبکه‌های دانش متمرکز باشد.

اصول راهبری شرکتی، دیدگاهی روشن در اطمینان بخشی کیفیت گزارشگری مالی بیان می‌کند چالش اصلی، اثربخشی این شاخص بر کیفیت گزارشگری مالی است. شاخص یادشده قواعد و رویه‌هایی را بر تصمیم‌گیری مشخص می کند بطوریکه اصول راهبری شرکتی در قوانین موضوعه ایران نیز مورد تاکید قرار گرفته است. بنابراین انتظار می‌رود که تقویت سازوکارهای اثر بخشی شاخص حاکمیت شرکتی، به افزایش کیفیت گزارشگری مالی منجر شود. لوکیانچوک[1](۲۰۱۵) نشان دادند که تعداد مدیران اجرایی در ارتباط با مدیریت ریسک بر عملکرد شرکت‌های کوچک و متوسط تاثیرگذار است. سانگ و ویندرم[2](۲۰۰۴) نشان دادند که استقلال هیات مدیره، دانش مالی مدیران و فعال بودن کمیته حسابرسی، موجب بهبود اثر بخشی کمیته یادشده در زمینه گزارشگری مالی می‌شود. ناصری و همکاران(۱۳۹۶)بیان کرده‌اند که اندازه هیأت مدیره به دلیل به‌کارگیری نامناسب در ایران، کارایی لازم برای کاهش تضاد منافع میان ذینفعان و هزینه نمایندگی را ندارد و نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی در ایران، مطابق با نظریه نمایندگی نیست. نتایج پژوهش‌های بررسی شده نشان می‌دهد که وجود روابط بین اجزای حاکمیت شرکتی و مولفه‌های مدیریت ریسک و کیفیت گزارشگری مالی روابطی اثبات شده است که برخی از آنها بدین شرح است: وجود ارتباط بین مولفه‌های حاکمیت شرکتی

1. Lukianchuk
2. Song and Windram

و افشای سرمایه فکری(رضایی و همکاران،۱۳۹۶)، ارزیابی حسابرسان از برآورد صورتهای مالی(گریفت و همکاران ،۲۰۱۵)، مدیریت ریسک مفهومی طراحی شده به منظور مدیریت و کنترل ریسک‌ها(اسدی و اصغری،۱۳۹۲)، گزارشگری مالی قابل اتکا یکی از اهداف کنترل داخلی(کوزو، ۲۰۰۴). بنابراین به نظر پژوهشگران، اثر تعاملی اصول راهبری شرکتی در ایران بطور کامل مورد توجه قرار نگرفته است. بنابراین اگر اصول حاکمیت شرکتی که مستقل و مطابق با ضوابط و مقررات باشد احتمال قصور و سهل انگاری در کیفیت گزارشگری مالی را کاهش می‌دهد و نیز اعتبار گزارشگری مالی را افزایش خواهد داد. بنابراین اعمال اصول راهبری شرکتی می‌تواند کیفیت گزارشگری مالی را از طریق نظارت بر امور بنگاه اقتصادی و مدیریت ریسک افزایش دهد. همانطوریکه مشخص است اعمال درست سیستم کنترل داخلی و اصول راهبری شرکتی منجر به بهبود و افزایش کیفیت گزارشگری مالی می‌شود. بنابراین با منظور کردن موارد مطروحه، انتظار بر این است که حاکمیت قوی شرکتی منجر به بهبود کیفیت گزارشگری مالی می‌شود و از نظر تئوری نمایندگی فعالیت‌های مدیریت ریسک ارتباط زیادی با حاکمیت شرکتی دارد زیرا ابهام در این‌گونه فعالیت‌ها، زمینه رفتار فرصت طلبانه مدیریت را فراهم ساخته و می‌تواند به کاهش کیفیت گزارشگری مالی منجر شود. حاکمیت شرکتی قوی باعث کاهش بروز رفتارهای فرصت طلبانه از سوی مدیریت شده و موجب بهبود کیفیت گزارشگری مالی می‌شود. بنابراین انتظار می‌رود که این رابطه با وجود شاخص حاکمیت شرکتی تعدیل شود. پژوهش حاضر سعی در بررسی اثر عوامل مدیریت ریسک بنگاه بر کیفیت گزارشگری مالی با نقش تعدیلگری اصول راهبری شرکتی است. بنابراین با توجه به بررسی‌های انجام شده تا کنون، موضوع مذکور مورد غفلت واقع شده و یک ضرورت در ادبیات حسابداری برای پژوهش در این حوزه وجود دارد که این خود انگیزه‌ای برای انجام پژوهش حاضر است.

بنابراین در ادامه پس از بیان مبانی نظری و پیشینه پژوهش، به ارائه روش پژوهش، یافته‌ها و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادها پرداخته می‌شود.

مبانی نظری

مدیریت ریسک بنگاه

در سال‌های اخیر، یک سری از ورشکستگی‌های مهم شرکت‌ها صورت گرفته است که موجب بروز نگرانی‌هایی در خصوص بروز خطاهای جدی در فرایند مدیریت ریسک در بسیاری

از شرکت‌ها نظیر لیمن برادرز، جنرال موتورز و لینن-ان- تینگس شده است. در پاسخ به این مسئله، توجه زیادی به توسعه چارچوب‌های مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی و تقویت شیوه‌های مدیریت ریسک بنگاه شده است(کوهن، کریشنامورثی و رایت[1]، ۲۰۱۷). مدیریت ریسک به ریسک‌ها و فرصت‌های تاثیرگذار بر خلق ارزش می‌پردازد و «فرآیندی است تحت تأثیر هیئت مدیره، مدیریت و سایر کارکنان بنگاه که در تنظیم استراتژی، شناسایی رویدادهای بالقوه‌ای که ممکن است بر بنگاه تأثیرگذارد و مدیریت ریسک‌ها برای تنظیم آنها در سطح ریسک قابل پذیرش به کار می‌رود تا راجع به دستیابی به اهداف بنگاه، اطمینانی معقول فراهم شود(موسوی شیری، توکل‌نیا وشاکری، ۱۳۹۲؛کوزو، ۲۰۰۴). یکی از مزیت‌های مدیریت ریسک بنگاه نسبت به فعالیت‌های مدیریت ریسک سنتی این است که مدیریت ریسک بنگاه مربوط به کل ریسک‌های شرکت است تا ارزیابی ریسک‌های درون یک بخش خاص. از این روی، مدیریت ریسک بنگاه یک رویکرد جامع‌تر برای مدیریت ریسک در مقایسه با رویکرد جزیره‌ای[2]اتخاذ می‌کند(مایکس[3]،۲۰۱۱).

کیفیت گزارشگری مالی

کیفیت گزارشگری مالی و ارتقاء افشاء را می‌توان به عنوان ابزار آگاهی بخشی دریافت کرد(موسوی شیری، سلیمانی، مومنی و سلیمانی،۱۳۹۴). با وجود تدوین سازوکارهای نظارتی یکسان برای گزارشگری مالی شرکتها، به نظر می‌رسد کیفیت و شفافیت گزارشگری مالی آنها یکسان نیست و این امر بیانگر آن است که چه بسا عوامل دیگری وجود دارد که باعث ایجاد تفاوت در شفافیت گزارشگری مالی شرکتها می‌شود(حساس یگانه، بهشور و شکری کیانی، ۱۳۹۷). از زمان تدوین مبانی نظری گزارشگری مالی و استانداردهای حسابداری، پژوهش‌های متعددی درباره کیفیت اطلاعات مالی گزارش شده از طریق سیستم حسابداری انجام شده است(زنگ زن مقدم و لشگری، ۱۳۹۷). کیفیت گزارشگری مالی از دیدگاه پژوهشگران دارای تعاریف متعددی است و نوع تعریف، به دیدگاه فرد بستگی دارد. در واقع کیفیت گزارشگری مالی را می‌توان به صورت توانایی صورت‌های مالی در انتقال اطلاعات عملیات شرکت و به

1. Cohen, Krishnamoorthy & Wright.
2. “silo” approach
3. Mikes

طور خاص، پیش بینی جریان‌های نقدی مورد انتظار آن به سرمایه‌گذاران تعریف کرد(مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). پژوهشگران اخیر، هر یک معیارهای متفاوتی را برای تعریف و سنجش کیفیت حسابداری استفاده کرده‌اند. معیارهایی شامل مدیریت سود، محافظه‌کاری، پایداری سود و اقلام تعهدی. اقلام تعهدی بیانگر تفاوت بین سود حسابداری و جزء نقدی آن است که شامل تغییرات در موجودی کالا، حساب‌های دریافتنی و حساب‌های پرداختنی است(نادری و حاجی‌ها، ۱۳۹۷).

اصول راهبری شرکت

به طور فراگیر افراد نسبت به سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های اقتصادی دارای راهبری شرکتی ضعیف دچار تردید هستند(کامیابی، خدامی پور و امیری، ۱۳۹۷). شفافیت، پاسخگوئی و افشای کافی سه عنصر اصلی در حاکمیت شرکتی هستند. بنابراین می‌توان چنین نتیجه گرفت که حاکمیت شرکتی مجموعه سازوکارهایی است که به تایید رفتار منصفانه و درست با همه ذینفعان و به تقویت شفافیت و پاسخگویی کمک می‌کند. استقرار مناسب سازوکارهای راهبری شرکتی اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقاء پاسخگوئی، شفافیت، رعایت انصاف و حقوق همه ذینفعان شرکت است(پورعلی، ۱۳۹۲).

مدیریت ریسک بنگاه، کیفیت گزارشگری مالی و اصول راهبری شرکت

در سال‌های اخیر، بررسی گزارش‌های مالی واحدهای اقتصادی نشان می‌دهد که کیفیت اطلاعات مالی ارائه شده متفاوت بوده و تفاوت در کیفیت افشاءها، به احتمال زیاد به عوامل مدیریت ریسک بنگاه و در نتیجه تفکر راهبران شرکتی و حاکمیت شرکتی وابسته بوده است. آرچامبولت و آرچامبولت (۲۰۰۴) و اندرسون و همکاران(۲۰۰۹) معتقدند که افشای کامل و شفافیت اطلاعات مالی، یکی از شاخص‌های مهم کیفیت راهبری شرکتی است که شفافیت بیشتر و افشای بهتر، منجر به کاهش عدمِ تقارن اطلاعاتی و کاهش مشکلات نمایندگی می‌شود. در چارچوب فعلی، مدیریت ریسک به یک بخش اساسی از کنترل سازمان‌های داخلی، حاکمیت شرکتی و یک عنصر اساسی از حوزه کسب و کار تبدیل شده است با این وجود، عدم شفافیت در افشای اطلاعات [مرتبط با] ریسک و با توجه به عدم وجود اقدامات یکنواخت در میان شرکتها، مدیریت ریسک بنگاه به عنوان یکی از عوامل موثر بر کیفیت گزارشگری مالی شمرده می‌شود (لاجیلی و زگال، ۲۰۰۵). اگرچه حضور مدیریت ریسک بنگاه قوی تضمین یک فرایند گزارشگری مالی با کیفیت بالا نیست،

منتقدان این طور استدلال کرده‌اند که مدیریت ریسک بنگاه ضعیف و حاکمیت شرکتی ضعیف روی هم رفته منجر به گزارشگری مالی ضعیف می‌شود که موجب می‌شود مشکلات مالی پیش روی شرکت‌های ورشکسته از نظرها پنهان بماند(باکستر و همکاران، ۲۰۱۳؛ ولکاس، ۲۰۱۰). از لحاظ مفهومی، در صورتیکه شرکت دارای عملیات مدیریت ریسک بنگاه شفاف باشد، این شرکت بایستی از ریسک‌های مهم کسب‌و-کار آگاه بوده و اقداماتی را به منظور کنترل و محدود کردن این ریسک‌ها انجام دهد. با توجه به این که این ریسک‌ها بر گزارشگری مالی اثر می‌گذارند لازم است دربرآوردهای صورت‌های مالی، ارزشیابی‌ها و یا افشاها منعکس شوند. کوهن و همکاران(۲۰۱۷) نشان دادند که به نظر تمام افراد سه‌گانه حاکمیتی ارتباط قوی میان مدیریت ریسک بنگاه و گزارشگری مالی، کنترل‌های داخلی و حسابرسی وجود دارد و در ضمن اعضای سه‌گانه حاکمیتی [1] بر اهمیت ارزیابی یا شناسایی ریسک و کارائی و اثربخشی عملیاتی تاکید داشته‌اند.

اجرای دقیق و درست مدیریت ریسک بنگاه می‌تواند به عنوان یک مکانیسم نظارتی در راستای بهبود کیفیت گزارشگری مالی مورد استفاده قرار گیرد زیرا در صورت افزایش کیفیت گزارشگری مالی، سوء استفاده مدیران کاهش و نشان از اجرای کامل و صحیح مدیریت ریسک بنگاه برداشت می‌شود اما اِعمال دقیق مدیریت ریسک بنگاه نیازمند وجود حاکمیت شرکتی قوی است بنابراین براساس مطالب پیش گفته می‌توان نتیجه گرفت که شاخص حاکمیت شرکتی تجمیع شده از پانزده معیار در این پژوهش، از طریق اعمال نظارت و کنترل بر شرکت می‌تواند رابطه مدیریت ریسک بنگاه و کیفیت گزارشگری مالی را تحت تاثیر قرار دهد و تبعاً رابطه بین متغیرهای یادشده را تعدیل کند، بنابراین به نظر می‌رسد اعمال مدیریت ریسک بنگاه ضمن اینکه موجب کسب اطمینانی معقول از دستیابی به گزارشگری مالی با کیفیت می‌شود ولی نقش تعدیل‌گری شاخص حاکمیت شرکتی اجتناب ناپذیر است.

پیشینه پژوهش

پیشینه خارجی

مالیک [2] و همکاران(۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «مدیریت ریسک بنگاه و عملکرد شرکت:نقش کمیته ریسک» آورده‌اند که در سال‌های اخیر، تلاش‌های دوچندانی در دنیای شرکت‌های سرمایه‌گذاری در مدیریت ریسک و فرایندهای حاکمیت صورت گرفته است و

---

۱ – اعضای سه گانه یادشده طبق مقاله کوهن و همکاران (۲۰۱۷) شامل اعضای کمیته حسابرسی، مدیران ارشد و حسابرسان مستقل هستند.

2. Malik

نشان دادند که اثربخشی مدیریت ریسک بنگاه به‌طور قابل توجه تاثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد. همچنین حاکمیت قوی کمیته ریسک مبتنی برهیئت مدیره را مکمل این رابطه دانسته و اثرات مدیریت ریسک بنگاه عملکرد شرکت را افزایش می‌دهد. یافته‌های آنها نیز نشان می‌دهد که تنها تشکیل محض(صرف)کمیته ریسک مبتنی بر هیأت مدیره برای اثربخشی مدیریت ریسک بنگاه کافی نیست. با این حال، وجود ساختار قوی کمیته ریسک مبتنی بر هیأت مدیره برای حاکمیت کمیته موثر مدیریت ریسک بنگاه بسیار مهم است.

ساینگ و هانگ[1](۲۰۲۰)در پژوهشی با عنوان«تاثیر روش‌های مدیریت ریسک استراتژیک و عملیاتی بر عملکرد شرکت: یک تحقیق تجربی» نشان دادند که در شرایط نبود اطمینان، تصمیمات مدیریت با احتیاط بیشتری ظاهر می‌شود تا زمانیکه اشکال قابل مشاهده‌ای از ریسک ظاهر شود و مکانیزم‌های واکنش و پاسخگوئی محتاطانه اعمال می‌شوند.

کاشیفشاد و همکاران(۲۰۱۹)در مطالعه‌ای به بررسی ادغام گزارشگری پایدار در مدیریت ریسک سازمانی و ارتباط آن با عملکرد تجاری پرداختند و نتایج پژوهش آنها حاکی از آن است که به‌کارگیری مناسب مدیریت ریسک سازمانی تاثیر قابل توجهی بر عملکرد شرکت دارد و همچنین گزارش‌دهی پایدار می‌تواند بر عملکرد شرکت از طریق مدیریت ریسک سازمانی تاثیر بگذارد. نینگتیاس و شونهاجی(۲۰۱۸) نشان دادند که هزینه‌های سیاسی و ریسک دعاوی حقوقی بر کیفیت گزارشگری مالی تاثیر نمی‌گذارد. کوهن و همکاران(۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان مدیریت ریسک تجاری و فرایند گزارشگری مالی نشان دادند که به نظر تمام افراد سه‌گانه حاکمیتی ارتباط قوی میان مدیریت ریسک بنگاه و گزارشگری مالی، کنترل‌های داخلی و حسابرسی وجود دارد و همچنین اعضای سه‌گانه حاکمیتی بر اهمیت ارزیابی یا شناسایی ریسک و کارائی و اثربخشی عملیاتی تاکید داشته‌اند. اپومیو تشاکر[2](۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «اثر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر افشاء مسئولیت اجتماعی شرکت: تجزیه و تحلیل شرکت‌های استرالیائی» با استفاده از روش تجزیه و تحلیل رگرسیون به این نتیجه دست یافتند که اندازه، تعداد جلسات، استقلال کمیته و تنوع جنسیتی کمیته حسابرسی تاثیر مثبت قابل ملاحظه‌ای بر سطح افشاء مسئولیت اجتماعی شرکت دارد. لوکیانچوک[3](۲۰۱۵) در پژوهش

---

1. Sinfg & Hong
2. Appuhami & Tashakor.
3. Lukianchuk

خود با عنوان «اثر مدیریت ریسک واحد تجاری بر عملکرد شرکت در واحدهای تجاری کوچک و متوسط» در محیط اقتصادی بریتانیا و ایرلند شمالی طی دوره زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۲ نشان دادند که تعداد مدیران اجرایی در ارتباط با مدیریت ریسک بر عملکرد شرکت‌های کوچک و متوسط تاثیرگذار است. ال صوفی، الام بایدن، العباد و مخلوف[1](۲۰۱۳) تاثیر حاکمیت شرکتی بر روی کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس عمان را بررسی کرده و به این نتیجه دست یافتند که تهیه‌کنندگان و استفاده‌کنندگان صورتهای مالی از مفهوم راهبردی شرکتی و کیفیت اطلاعات مالی به درستی آگاه هستند و به کارگیری کارای نظام راهبردی شرکتی بر کیفیت اطلاعات مالی موثر است و باعث با کیفیت‌تر شدن اطلاعات مالی می‌شود. سانگ و ویندرم(۲۰۰۴) در پژوهشی با عنوان محک‌زنی اثربخشی گزارشگری مالی کمیته حسابرسی نشان دادند که استقلال هیات مدیره، دانش مالی مدیران و فعال بودن کمیته حسابرسی، موجب بهبود اثر بخشی کمیته یادشده در زمینه گزارشگری مالی و مالکیت سهام شرکت از سوی اعضای هیات مدیره و تعدد عضویت آنان در هیات مدیره سایر شرکت‌ها، باعث اثربخشی یادشده می‌شود.گریفت و همکاران (۲۰۱۵) خاطر نشان کرده‌اند حسابرسان ممکن است در ارزیابی برآورد صورت‌های مالی به درستی موثر نباشند. برای مثال دانش تدوین استراتژی بازاریابی شرکت می‌تواند در ارزیابی مناسب بودن فرض مرتبط با برآورد ماندگاری (منسوخی) موجودی‌ها ارزشمند باشد. آدامز و همکاران(۲۰۱۱) بیان داشته‌اند که با روند افزایشی مربوط به گزارشگری یکپارچه، انگیزه زیادی برای گزارشگری و افشا مدیریت ریسک بنگاه در آینده وجود دارد.

پیشینه داخلی

قادری و تاری‌وردی(۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان «مدل مدیریت ریسک شرکتی و پیامدهای آن در کنترل موثر ویژگی‌های سود شرکت» به این نتیجه رسیدند که نتایج هر سه فرضیه پژوهش، حاکی از آن است که بین مدیریت ریسک شرکت با پایداری سود، به موقع بودن سود و محافظه کاری سود ارتباط معنی‌داری وجود دارد. صیادی، دستگیر و احمدی(۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان «مطالعه نقش مدیریت ریسک شرکت بر رابطه بین توانایی مدیریت و افزایش

1. All sufy, Alambaideen, Alabbad & Makhlouf

کارایی سرمایه‌گذاری» به این نتیجه رسیدند که مدیریت ریسک شرکت به تنهایی تاثیری بر رابطه توان مدیریت در افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و یا کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ندارد. رضایی، ناظمی و صابری نژاد(۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان بررسی تاثیر مولفه‌های حاکمیت شرکتی و ویژگی‌های شرکت بر افشای سرمایه فکری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که بین مولفه‌های حاکمیت شرکتی(مالکیت خانوادگی، مالکیت نهادی، استقلال هیئت مدیره و کمیته حسابرسی) ویژگی‌های شرکت(سن شرکت و بازده دارایی‌ها)و افشای سرمایه فکری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. ناصری،سلیمانی و یزدی‌فر(۱۳۹۶)، در پژوهش خود با عنوان «بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» نتیجه‌گیری کردند که سهامداران نهادی نقش نظارتی فعالی بر تصمیم‌ها و فعالیت شرکت‌ها در جهت کاهش طول دوره وصول مطالبات اعمال نمی‌کنند و با افزایش درصد مالکیت نهادی سهام طول دوره وصول مطالبات افزایش می‌یابد. آنان همچنین بیان کرده‌اند که با توجه به عدمِ تاثیر اندازه هیأت مدیره بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش، اندازه هیأت مدیره به دلیل به‌کارگیری نامناسب در ایران، کارایی لازم برای کاهش تضادِ منافع بین ذینفعان و هزینه نمایندگی را ندارد و نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی در ایران، مطابق با نظریه نمایندگی نیست.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نوع تحلیل همبستگی است. از منظر بعد زمان، طولی-مقطعی(ترکیبی) و از منظر داده‌های پژوهش از نوع پژوهشهای پس رویدادی مبتنی بر داده‌های اطلاعات مالی عینی است. از منظر منطق اجرا قیاسی- استقرایی است و برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای نمونه آماری از روش حذف سیستماتیک طبق معیارهای جدول ۱ استفاده شده است

که در نهایت ۱۵۶ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۸۵تا۱۳۹۵ به مدت ۱۱ سال و به تعداد ۱۷۱۶ سال- شرکت استفاده شده است.

جدول ۱. نحوه انتخاب نمونه

تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۹۵	۴۹۴
معیارها:	
تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۵-۸۵ در بورس فعال نبوده‌اند.	(۱۷۱)
تعداد شرکت‌هایی که جزء هلدینگ، سرمایهگذاری‌ها، واسطه‌گری مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند.	(۴۲)
تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند است.	(۶۳)
تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش اطلاعات مورد آنها در دسترس نمی‌باشد و یا ناقص است.	(۶۲)
تعداد شرکت‌های نمونه در دسترس	۱۵۶

فرضیه‌ها

در سال‌های اخیر تاکید بیشتری بر تقویت روش‌های مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی برای شناسایی و کنترل ریسک‌های تجاری و اطمینان از اینکه آنها منطبق با استراتژی‌های شرکت و توان تحمل ریسک هستند وجود دارد. علاوه براین، آدامز و همکاران(۲۰۱۱) معتقدند که استراتژی‌ها و ریسک‌های مهم شرکت باید با صراحت و شفافیت بیشتری برای سرمایه‌گذاران افشاء شود و باید به صراحت توسط حسابرسان در ارزیابی ریسک و طرح برنامه‌ریزی مطرح شود(کوچی تاوا-کوزلوسکی و مسیر، ۲۰۱۱). از همه مهم‌تر این‌که، کل ریسک‌های یک شرکت بر ارزیابی صورت‌های مالی و برآوردها تاثیر می‌گذارد و زیان‌های تجاری لاندن ویل[1] و اثرات آن برای گزارشگری مالی به وضوح نشان می‌دهد که بخش گزارشگری مالی ارتباط نزدیکی با شیوه‌های مدیریت ریسک در واحدهای اقتصادی معاصر دارد (کوهن و همکاران،

1. London Whale

۲۰۱۷). اگرچه حضور مدیریت ریسک بنگاه قوی متضمن فرایند گزارشگری مالی با کیفیت بالا نیست، منتقدان این طور استدلال کرده‌اند که مدیریت ریسک بنگاه ضعیف و حاکمیت شرکتی ضعیف روی هم رفته به گزارشگری مالی ضعیف منجر می‌شود که موجب می‌شود مشکلات مالی پیش روی شرکت‌های ورشکست، از نظرها پنهان بماند(باکستر و همکاران، ۲۰۱۳؛ ولکاس، ۲۰۱۰). از لحاظ مفهومی، در صورتی که شرکت دارای عملیات مدیریت ریسک بنگاه شفاف باشد، این شرکت لازم است از ریسک‌های مهم کسب‌وکار آگاه بوده و اقداماتی را برای کنترل و محدود کردن این ریسک‌ها انجام دهد. با توجه به این که ریسک‌ها بر گزارشگری مالی اثر می‌گذارند بایستی دربرآوردهای صورت‌های مالی، ارزشیابی‌ها و یا افشاها منعکس شوند. بنابراین بر این اساس و بر اساس مدل مفهومی پژوهش، مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه اصلی اول در قالب چهار فرضیه فرعی مورد بررسی به شرح زیر تنظیم شده است.

فرضیه اصلی ۱: عوامل مدیریت ریسک بنگاه بر شاخص شفافیت اطلاعات مالی تاثیر دارد.

۱- ریسک آربیتراژ بر شاخص شفافیت اطلاعات مالی تاثیر دارد.

۲- ریسک نوسان‌پذیری سهام بر شاخص شفافیت اطلاعات مالی تاثیر دارد.

۳- ریسک پراکندگی عقیده بر شاخص شفافیت اطلاعات مالی تاثیر دارد.

۴- اندازه شرکت بر شاخص شفافیت اطلاعات مالی تاثیر دارد.

کیفیت گزارشگری مالی و ارتقاء افشاء را می‌توان به عنوان ابزار آگاهی بخشی برداشت کرد (موسوی شیری و همکاران،۱۳۹۴). با وجود تدوین سازوکارهای نظارتی یکسان برای گزارشگری مالی شرکتها، به نظر می‌رسد کیفیت گزارشگری مالی آنها یکسان نیست و این امر بیانگر آن است که شاید عوامل دیگری وجود دارد که باعث ایجاد تفاوت در کیفیت گزارشگری مالی (اقلام تعهدی) شرکتها می‌شود و این عوامل می‌تواند مدیریت ریسک بنگاه باشد. از زمان تدوین مبانی نظری گزارشگری مالی و استانداردهای حسابداری، پژوهش‌های متعددی درباره کیفیت اقلام تعهدی انجام شده است، اما اثر عوامل مدیریت ریسک بنگاه بر کیفیت گزارشگری مالی صورت نپذیرفته است. لذا بر این اساس و بر اساس مدل مفهومی پژوهش، مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه اصلی دوم در قالب چهار فرضیه فرعی مورد بررسی به شرح زیر تنظیم شده است.

فرضیه اصلی ۲: عوامل مدیریت ریسک بنگاه بر شاخص کیفیت اقلام تعهدی تاثیر دارد.

۱- ریسک آربیتراژ بر شاخص کیفیت اقلام تعهدی تاثیر دارد.

۲- ریسک نوسان‌پذیری سهام بر شاخص کیفیت اقلام تعهدی تاثیر دارد.

۳- ریسک پراکندگی عقیده بر شاخص کیفیت اقلام تعهدی تاثیر دارد.

۴- اندازه شرکت بر شاخص کیفیت اقلام تعهدی تاثیر دارد.

حاکمیت شرکتی یکی از سازوکارهای موثر بر شفافیت اطلاعات مالی است. سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌تواند فرصت‌های عدم شفافیت را کاهش و در نتیجه کیفیت گزارشگری مالی و شفافیت اطلاعات مالی را بهبود بخشد. بر اساس تئوری نمایندگی، تقاضا برای نظارت بر شرکت وجود دارد. اعتقاد بر این است که که شاخص حاکمیت شرکتی می‌تواند با نظارت خود یک اقدام ارزشمند یعنی کاهش احتمال دستکاری گزارش‌های مالی، افزایش شفافیت اطلاعات مالی را صورت دهند. پورعلی (۱۳۹۲) بیان کرد که شفافیت، پاسخگوئی و افشای کافی سه عنصر اصلی در حاکمیت شرکتی هستند. بنابراین می‌توان چنین نتیجه گرفت که حاکمیت شرکتی مجموعه سازوکارهایی است که به تقویت شفافیت و پاسخگویی کمک می‌کند. استقرار مناسب سازوکارهای راهبری شرکتی اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقاء پاسخگوئی، شفافیت، رعایت انصاف و حقوق همه ذینفعان شرکت است.

اصول راهبری شرکتی، دیدگاهی روشن در اطمینان بخشی کیفیت گزارشگری مالی بیان می‌کند چالش اصلی، اثربخشی این شاخص بر رابطه بین مدیریت ریسک بنگاه و شاخص شفافیت اطلاعات مالی است. شاخص یادشده قواعد و رویه‌هایی را بر تصمیم‌گیری مشخص می‌کند بطوریکه اصول راهبری شرکتی در قوانین موضوعه ایران نیز مورد تاکید قرار گرفته است. بنابراین انتظار بر این است که تقویت سازوکارهای اثر بخشی شاخص حاکمیت شرکتی، منجر به تعدیل رابطه عوامل مدیریت ریسک بنگاه و کیفیت گزارشگری مالی شود. پس با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه سوم به شرح زیر بیان می‌شود.

فرضیه اصلی ۳: شاخص حاکمیت شرکتی بر تعامل بین عوامل مدیریت ریسک بنگاه و شاخص شفافیت اطلاعات مالی تاثیر دارد.

۱- شاخص حاکمیت شرکتی بر تعامل بین ریسک آربیتراژ و شاخص شفافیت اطلاعات مالی تاثیر دارد.

۲- شاخص حاکمیت شرکتی بر تعامل بین ریسک نوسان‌پذیری سهام و شاخص شفافیت اطلاعات مالی تاثیر دارد.

۳- شاخص حاکمیت شرکتی بر تعامل بین ریسک پراکندگی عقیده و شاخص شفافیت اطلاعات مالی تاثیر دارد.

۴- شاخص حاکمیت شرکتی بر تعامل بین اندازه شرکت و شاخص شفافیت اطلاعات مالی تاثیر دارد.

بخشی از اصول راهبری شرکتی در ارتباط با کنترل‌های داخلی حاکم برگزارشگری مالی ملزم به ارزیابی فرایندهای ارزیابی ریسک مشتریان و کیفیت گزارش‌های مالی خود هستند(COSO،2013). با توجه به متغیر بودن شیوه‌ها و عملیات مدیریت ریسک بنگاه در میان شرکت‌ها، اعمال شاخص حاکمیت شرکتی قوی موجب کسب اطمینانی معقول از دستیابی به گزارشگری مالی با کیفیت می‌شود. پس نقش تعدیل‌گری شاخص حاکمیت شرکتی در روابط عوامل مدیریت ریسک و کیفیت اقلام تعهدی اجتناب ناپذیر است. پس بر این اساس و بر اساس مدل مفهومی پژوهش، مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه اصلی چهارم در قالب چهار فرضیه فرعی مورد بررسی به شرح زیر تنظیم شده است.

فرضیه اصلی ٤: شاخص حاکمیت شرکتی بر تعامل بین عوامل مدیریت ریسک بنگاه و شاخص کیفیت اقلام تعهدی تاثیر دارد.

۱- شاخص حاکمیت شرکتی بر تعامل بین ریسک آربیتراژ و شاخص کیفیت اقلام تعهدی تاثیر دارد.

۲- شاخص حاکمیت شرکتی بر تعامل بین ریسک نوسان‌پذیری سهام و شاخص کیفیت اقلام تعهدی تاثیر دارد.

۳- شاخص حاکمیت شرکتی بر تعامل بین ریسک پراکندگی عقیده و شاخص کیفیت اقلام تعهدی تاثیر دارد.

۴- شاخص حاکمیت شرکتی بر تعامل بین اندازه شرکت و شاخص کیفیت اقلام تعهدی تاثیر دارد.

تعریف عملیاتی متغیرها

شفافیت اطلاعات مالی

اندازه‌گیری شاخص اول کیفیت گزارشگری مالی بر اساس رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشاء و اطلاع‌رسانی مناسب از سوی سازمان بورس اوراق بهادار تهران است. سازمان مرتبط، امتیازات کیفیت گزارشگری مالی را در قالب گزارش «رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشاء و اطلاع‌رسانی مناسب» از سال ۱۳۸۲ تاکنون در سایت کدال منتشر کرده است. رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب برای دوره‌های یک ساله منتهی به بیست و نهم اسفند تمامی سال‌ها به همراه امتیاز مقایسه‌ای در مقاطع مختلف سال(های) قبل به ترتیب نیز بیان می‌شود. امتیاز اطلاع‌رسانی ناشران براساس وضعیت اطلاع رسانی آنها از نظر قابلیت و به‌موقع بودن ارسال اطلاعات محاسبه می‌شود. بررسی معیار به‌موقع بودن اطلاعات بر اساس ارسال اطلاعات توسط شرکت در مقاطع تعیین شده در دستورالعمل افشای اطلاعات و لحاظ نمودن تعداد روزهای تاخیر، باتوجه به مهلت مقرر در دستورالعمل، صورت می‌گیرد. همچنین معیار قابلیت اتکا با توجه به میزان نوسان و تغییرات در پیش بینی‌های ارسالی و نیز تفاوت بین پیش‌بینی‌ها و عملکرد واقعی حسابرسی شده، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. گلب و همکاران(۲۰۰۲)، لین و همکاران(۲۰۰۷)، مهرآذین و همکاران(۱۳۹۱) و تقی نتاج و همکاران (۱۳۹۷)، نیز در پژوهش خود برای اندازه‌گیری شفافیت مالی از این روش بهره برده‌اند.

کیفیت اقلام تعهدی مک نیکولز (۲۰۰۲)

اندازه‌گیری شاخص دوم کیفیت گزارشگری مالی ابتدا بر اساس مدل مک نیکولز[1] (۲۰۰۲)، کیفیت اقلام تعهدی محاسبه شده سپس قدرمطلق خطای باقی‌مانده به عنوان نماینده کیفیت گزارشگری مالی درنظر گرفته می‌شود. این معیار بر اساس این نظر است که اقلام تعهدی از طریق کاهش هموارسازی ناشی ازتغییرات در وجه نقد باعث افزایش آگاهی‌دهندگی سود می‌شود.

کیفیت اقلام تعهدی[2]: کیفیت اقلام تعهدی بر اساس مدل مک نیکولز[3] (۲۰۰۲) به شرح زیر محاسبه می‌شود:

---

1. Mike Nichols
2. Accrual Items Quality
3. Mike Nichols

$$\frac{\Delta WC_{i,t}}{Assets_{i,t}} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}\frac{CFO_{i,t-1}}{Assets_{i,t}} + \beta_{2,i}\frac{CFO_{i,t}}{Assets_{i,t}} + \beta_{3,i}\frac{CFO_{i,t+1}}{Assets_{i,t}} + \beta_{4,i}\frac{\Delta sales_{i,t}}{Assets_{i,t}} + \beta_{5,i}\frac{PPE_{i,t}}{Assets_{i,t}} + V_{i,t}$$

در معادله فوق:

$\Delta WC_{i,t}$: برابر با تغییر در حساب‌های سرمایه در گردش شرکت i در سال t که به شکل زیر محاسبه می‌شود:

تغییر در حساب‌های سرمایه در گردش=افزایش در حساب‌های دریافتنی+افزایش موجودی کالا+کاهش حساب‌های پرداختنی و بدهی‌ها+کاهش در مالیات پرداختنی+افزایش(کاهش) در سایر دارایی‌ها(بدهی‌ها)

$Assets_{i,t}$ **:** میانگین دارایی‌های شرکت i در سال t

$CFO_{i,t-1}$ **:** وجه نقد حاصل از عملیاتشرکتi در سال t-1

$CFO_{i,t}$**:** وجه نقد حاصل از عملیاتشرکتi در سال t

$CFO_{i,t+1}$**:** وجه نقد حاصل از عملیاتشرکتi در سال t +1

$\Delta sales_{i,t}$ **:** تغییر در حساب فروش شرکت i در سال t

$PPE_{i,t}$ **:** اموال ماشین آلات و تجهیزات شرکت i در سال t

$V_{i,t}$ **:** خطای باقی‌مانده

$\beta_{1,i}$ **تا** $\beta_{5,i}$ضرایب متغیرها(شیب)

$\beta_{0,i}$ **:** مقدار ثابت محاسبه شده توسط مدل رگرسیون

مقدار خطای باقی‌مانده در معادله فوق بیانگر این است که خطای برآورد در اقلام تعهدی جاری ارتباطی باجریان وجه نقد عملیاتی ندارد و به وسیله تغیر در درآمد، ماشین‌آلات و تجهیزات قابل تبیین نیست. در این پژوهش این قدرمطلق خطای باقی‌مانده به عنوان نماینده کیفیت گزارشگری مالی مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

CFO: مبلغ جریان‌های نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی از تقسیم وجه نقد عملیاتی به جمع دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

متغیر تعدیلی: اصول راهبری شرکتی

شاخص حاکمیت شرکتی در این پژوهش با توجه به پیشینه پژوهش و مبانی نظری به عنوان متغیر تعدیل کننده در نظر گرفته شده است. از آنجا که به‌کارگیری هر یک از عامل‌های اصول

راهبری شرکتی به تنهایی، ممکن است باعث بروز اخلال و تورش در اندازه‌گیری متغیر اصول راهبری شرکتی بشود. از این رو در پژوهش حاضر، از یک شاخص ترکیبی موزون استفاده شد. استفاده از این شاخص جامع، چولگی ناشی از به‌کارگیری منفرد هر یک از معیارهای حاکمیتی را کاهش داده و معیار دقیق‌تری را برای آزمون فراهم می‌کند. بسیاری از پژوهشگران از برخی از شاخص‌های اصول راهبری شرکتی به صورت تجمیعی به صورت صفر و یک نیز استفاده کرده‌اند که در پژوهش حاضر نیز از تجمیع پانزده معیار اصول راهبری شرکتی به صورت صفر و یک، طبق جدول ۲ استفاده شده است.

جدول ۲. شاخص جامع اصول راهبری شرکتی

ردیف	شرح	علامت اختصاری	فراوانی شرکتها				توضیحات و نحوه عملیاتی کردن
			صفر	درصد	یک	درصد	
۱	میزان مالکیت نهادی	IN	۳۵۶	٪۲۱	۱۳۶۰	٪۷۹	بیش از ۲۰٪، یک؛ غیر، صفر
۲	استقلال هیات مدیره(ساختار هیئت مدیره)	BI	۳۰۴	٪۱۸	۱۴۱۲	٪۸۲	(نسبت اعضای غیرموظف تقسیم بر کل اعضای هیئت مدیره) بیشتر از نیم، یک؛ کمتر، صفر
۳	تخصص مالی اعضاء هیات مدیره	FS	۱۳۲۴	٪۷۷	۳۹۲	٪۲۳	برابر است با درصد اعضای دارای تخصص مالی در هیات مدیره ؛ بیشتر از نیم، یک؛ کمتر، صفر
۴	مدت تصدی مدیر عامل (به سال)	TN	۴۶۳	٪۲۷	۱۲۵۳	٪۷۳	بیش از یک سال یک و غیر، صفر
۵	دوگانگی وظایف مدیرعامل	DU	۳۸۲	٪۲۲	۱۳۳۴	٪۷۸	مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره باشد، صفر؛ غیر، یک
۶	اندازه کمیته حسابرسی	ACM	۱۱۶۹	٪۶۸	۵۴۷	٪۳۲	تعداداعضای حاضر در کمیته حسابرسی (مساوی وبیش از ۳ یک وغیر، صفر)
۷	نسبت تخصص مالی اعضاء به کل اعضاء کمیته حسابرسی	ACMB	۱۲۵۶	٪۷۳	۴۶۰	٪۲۷	نسبت اعضاء تخصص مالی نسبت به کل اعضاء؛ بیش از نیم؛ یک وغیر؛ صفر
۸	اندازه موسسه حسابرسی	PART	۹۹۸	٪۵۸	۷۱۸	٪۴۲	تعداد صاحبکار موسسه؛ چون میانه ۵ بود بیش از ۵ یک و غیر، صفر
۹	استقلال کمیته حسابرسی	BAC	۱۱۸۵	٪۶۹	۵۳۱	٪۴۱	نسبت اعضای مستقل کمیته حسابرسی به تعداد کل اعضای کمیته حسابرسی (کمتر از ۰/۵ برابر با صفر و در غیر این صورت برابر با یک)
۱۰	دوره تصدی حسابرس	TPART	۱۰۲۰	٪۵۹	۶۹۶	٪۴۱	سابقه کمتر از ۳ سال در آن شرکت، یک؛ غیر، صفر
۱۱	نوع گزارش حسابرسی امسال	REPORT	۹۷۳	٪۵۷	۷۴۳	٪۴۳	ارائه گزارش مقبول، یک؛ غیر، صفر
۱۲	(PAR)نوع گزارش حسابرسی سال قبل	PAR	۹۷۶	٪۵۷	۷۴۰	٪۴۳	ارائه گزارش مقبول، یک؛ غیر، صفر
۱۳	تمرکز مالکیت CO نهادی	CO	۱۰۱۲	٪۵۹	۷۰۴	٪۴۱	بیشتر از نیم، یک؛ غیر صفر
۱۴	BIG4	BIG4	۱۲۹۱	٪۷۵	۴۲۵	٪۲۵	انجام حسابرسی توسط سازمان حسابرسی، یک، غیر، صفر
۱۵	تعداد هیأت مدیره	QEST	۱۶۹۴	٪۹۹	۲۳	٪۱	بیشر از ۵ یک، غیر، صفر

معیارهای ریسک بنگاه اقتصادی به مانند قائمی و تقی‌زاده(۱۳۹۵)، شامل چهار متغیر ریسک آربیتراژ، ریسک نوسان‌پذیری سهام، ریسک پراکندگی عقیده و اندازه شرکت است. همچنین تاری وردی و دامچی جلودار(۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «رابطه مدیریت ریسک و عملکرد شرکت» از رقابت صنعت و اندازه شرکت به عنوان معیارهای مدیریت ریسک استفاده کرده‌اند و همچنین قادری و همکاران(۱۳۹۹) از اندازه شرکت و عدم اطمینان اطلاعاتی به عنوان مدیریت ریسک استفاده کرده‌اند.

ریسک آربیتراژ(ریسک نگهداری)

مندن‌هال(۲۰۰۴) برای‌اندازه‌گیری مدیریت ریسک اطلاعات از معیار ریسک آربیتراژ یا ریسک نگهداری استفاده نموده است. بر اساس این معیار در مدل قیمت‌گذاری آربیتراژ، چنانچه قیمت کشف شده بر اساس اطلاعات با قیمت واقعی اختلاف چندانی نداشته باشد، صحت اطلاعات و مربوط بودن آنها را نشان می‌دهد و هر چه خطای مدل بیشتر باشد، گویای ریسکی بودن اطلاعات است. در این مدل، طبق رابطه ۵ مدل بازار که در آن متغیر وابسته، بازده شرکت پس از کسر بازده بدون ریسک است، از ۵ روز قبل از اعلان سود تا ۲۵۲ روز قبل از آن برآورد می‌شود. ریسک آربیتراژ، واریانس باقی مانده‌های این مدل طبق رابطه ۶ است.

$$R_{it} - RF_t = a_{i,t} + \beta_{i,t} \times RM_t + e_i \qquad \text{رابطه ۵}$$

Rit: بازده واقعی روزانه سهام شرکت i

RFt: بازده بدون ریسک روزانه که از نرخ سپرده یک ساله بانکی استفاده می‌شود.

RMt: بازده روزانه بازار که با استفاده از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران محاسبه می‌شود.

$$var(e_i) = \sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^{n}(e_i - \bar{e}_i)^2}{n} \qquad \text{رابطه ۶}$$

ریسک نوسان پذیری سهام(ریسک عدم اطمینان اطلاعاتی)

ژانگ(۲۰۰۶) برای اندازه‌گیری مدیریت ریسک اطلاعات از معیار ریسک نوسان‌پذیری سهام یا عدم اطمینان اطلاعاتی استفاده کرده است. در این مدل تغییرات قیمتی در بازار به دنبال ارائه اطلاعات جدید به وقوع می‌پیوندد. چنانچه تغییرات قیمت سهمی در بازار زیاد باشد، به دلیل ارائه زیاد اطلاعات تصحیحی یا نبود اطلاعات قابل اتکا به عنوان مبنای قیمت‌گذاری صحیح است. بنابراین نوسان قیمت سهام در محدوده‌ای خارج از تغییرات بازار را می‌توان معیاری برای عدم‌اطمینان اطلاعاتی در نظر گرفت. در این مدل، میزان نوسان ماهانه

قیمت سهام یا همان بازده ماهانه سهام نسبت به بازار، نماینده عدم قابلیت اتکای اطلاعات در نظر گرفته می‌شود و از انحراف معیار بازده تعدیل شده ماهانه سهام شرکت برای اندازه‌گیری آن استفاده می‌شود.

$$Var(R_I) = (\sigma)^n = \sum_{i=1}^{n} \left(R_{i,t} - R_{m,t}\right)^2$$

N: تعداد ماه‌های اندازه‌گیری

Rit: بازده شرکت i در ماه t

RMt: بازده بازار در ماه t که با استفاده از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران محاسبه می‌شود.

پس از محاسبه واریانس بازده ماهانه تعدیل شده، انحراف معیار آن برای دوره یک ساله منتهی به تاریخ اعلان سود (۱۲ ماه) محاسبه می‌شود(از یک اعلان سود تا اعلان سود بعدی).

ریسک پراکندگی عقیده(تغییرات حجم معاملات)

گارفینکل و سوکویین(۲۰۰۶) برای اندازه‌گیری مدیریت ریسک اطلاعات از معیار تغییرات حجم معاملات یا پراکندگی عقیده استفاده نموده است. در این مدل حجم معاملات را می‌توان نماینده‌ای از تعداد معامله‌گران دانست. طبیعی است که معامله‌گران با دستیابی به اطلاعات جدید، به گرفتن تصمیم در خصوص نگهداری یا فروش سهام اقدام می‌کنند. چنانچه پس از اعلان خبر تغییر عمده‌ای در حجم معاملات ایجاد شود، نشان دهنده این است که سهامداران در تصمیم‌گیری یکپارچه نیستند. بنابراین از تغییرات حجم معاملات در بازه زمانی اعلان سود، می‌توان میزان واگرایی عقاید آنها را نسبت به سهام سنجید. برای رفع اثر متغیرهای کلان که کل بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهند، این تغییرات با تغییرات حجم معاملات بازار تعدیل می‌شود.

$$\mathbf{DTO} = \frac{\left\{\sum_{t=-1}^{0}\left[\left(\frac{vol_{i,t}}{shs_{i,t}}\right)_{firm} - \left(\frac{vol_t}{shs_t}\right)_{mkt}\right]\right\}}{2} - \frac{\left\{\sum_{t=-54}^{-5}\left[\left(\frac{vol_{i,t}}{shs_{i,t}}\right)_{firm} - \left(\frac{vol_t}{shs_t}\right)_{mkt}\right]\right\}}{50}$$

VOLit:حجم معاملات شرکت i (تعداد سهام معامله شده شرکت) در زمان t

SHsit : حجم کل سهام شرکت i (تعدا سهام منتشر شده) در زمان t

VOL : حجم معاملات بازار در زمان t

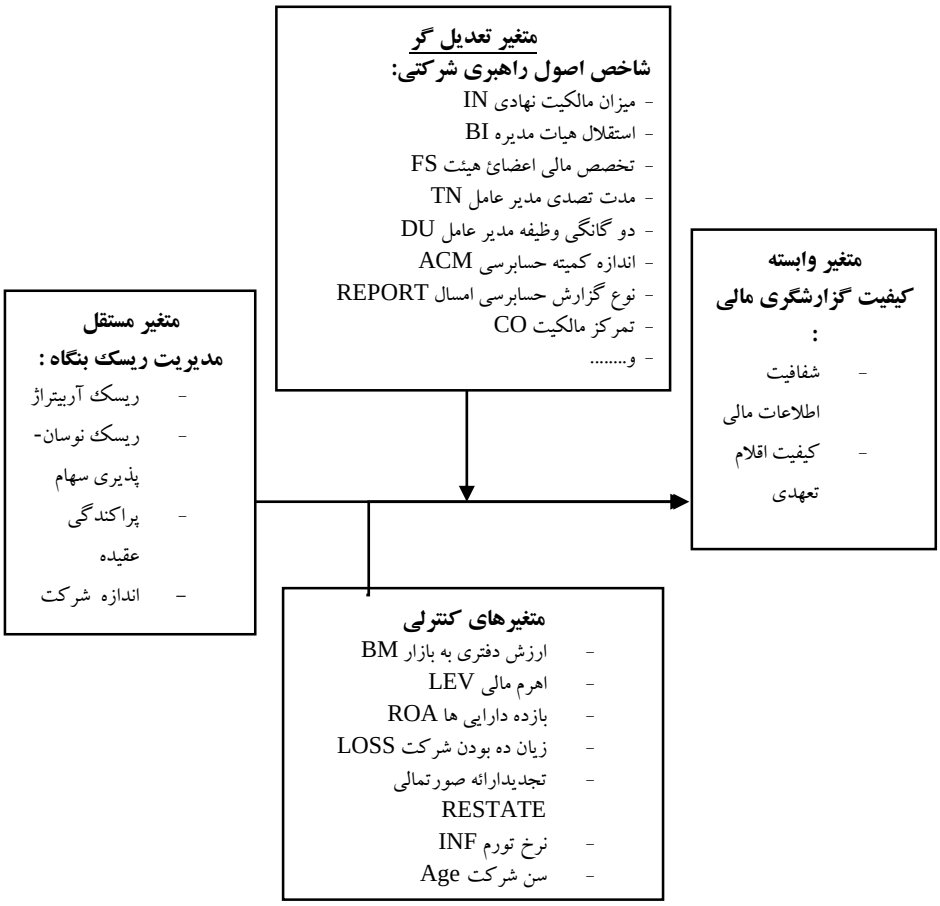
ShstShs: حجم کل سهام موجود در بازار در زمان t

t: تاریخ اعلان سود فصلی

اندازه شرکت

ژانگ(۲۰۰۶) برای اندازه‌گیری مدیریت ریسک اطلاعات از معیار اندازه شرکت یا عدم اطمینان اطلاعاتی استفاده کرده است. در این مدل به نظر می‌رسد که شرکت‌های بزرگ‌تر و قدیمی‌تر، از سیستم اطلاعاتی کاراتری بهره می‌برند و کنترل‌های داخلی قوی‌تری دارند و اخبار و اطلاعات درباره این شرکت‌ها بیشتر است. بنابراین، انتظار می‌رود هر چه شرکت بزرگ‌تر باشد، ریسک اطلاعاتی کمتری داشته باشد. برای اندازه‌گیری آن نیز از لگاریتم ارزش شرکت در پایان سال مالی قبل استفاده شده است.

مدل مفهومی پژوهش



نمودار۱. مدل مفهومی متغیرهای پژوهش

با توجه به اینکه اثر برخی متغیرها باید از بین برود و یا کنترل شود از برخی متغیرها با توجه به پیشینه پژوهش به عنوان متغیر کنترلی به مدل رگرسیون اضافه شد تا رابطه بین مدیریت ریسک و کیفیت گزارشگری مالی فارغ از اثر متغیرهای کنترلی بررسی شود.

BM: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام

LEV: تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.

ROA: تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها

LOSS: در صورتی که شرکت در سال جاری زیان گزارش کند عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر اختصاص می‌یابد.

RESTATE: اگر صورت‌های مالی حاوی اقلام تجدید ارائه شده باشند عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر اختصاص می‌یابد.

INFLAT: کیان و فقیه (۱۳۹۷) نیز در پژوهش خود تورم را بر اساس شاخص سطح عمومی قیمت‌ها سنجش کرده‌اند.

AG: سال فعالیت منهای سال تاسیس باضافه یک.

تجزیه و تحلیل یافته‌ها

آمار توصیفی

توصیف آماری متغیرهای پژوهش جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳. تفسیر آماری متغیرهای پژوهش. تعداد مشاهدات= ۱۷۱۶

	شاخص‌های آماری / متغیرها	ضریب کشیدگی	ضریب چولگی	انحراف معیار	میانه	میانگین	بیشترین	کمترین
FR	شفافیت اطلاعات مالی	-۱.۲۰۴	۰.۰۱۲	۸۸.۹۸۲	۱۵۰	۱۴۷.۴۵	۳۲۹	۰.۰۰۰
AIQ	کیفیت اقلام تعهدی	۱۳.۰۷	۲.۹۸۴	۰.۱۰۱	۰.۰۷۸	۰.۰۹۱	۰.۸۹۰	۰.۰۰۰
ARBI	ریسک آربیتراژ	۱۲۳.۵۵	۳۳.۲۶۷	۰.۱۶۷	۰.۰۰۹	۰.۰۲۴	۶.۴۰۱	۰.۰۰۰
SIGMA	سیگما	۲۵۶.۰۱	۱۱.۶۶۴	۰.۱۱۲	۰.۱۰۸	۰.۱۲۹	۲.۹۹۲	۰.۰۱۴
DTO	پراکندگی عقیده	۲۶.۶۵	۴.۲۳۵	۰.۲۵۸	-۰.۰۰۲	۰.۰۸۸	۲.۹۸۰	-۰.۰۹۶
MV	اندازه شرکت	۰.۴۲۹	۰.۵۵۳	۱.۵۳۰	۱۲.۱۰۱	۱۳.۱۰۸	۱۸.۴۵	۹.۲۵۰
TG	حاکمیت شرکتی	-۰.۴۸۹	۰.۲۰۷	۲.۳۰۲	۷	۶.۶۱۰	۱۳	۱.۰۰۰
BM	ارزش دفتری به بازار	۵۸.۳۱	۲.۴۱۲	۰.۶۸۲	۰.۵۳	۰.۶۵۶	۱۲.۰۵۳	-۵.۶۸۸
LEV	اهرم مالی	۸.۶۵۲	۱.۳۳۳	۰.۲۱۸	۰.۶۳	۰.۶۲۷	۲.۴۲۲	۰.۰۹۰
ROA	بازده دارائی	۶.۳۶۴	-۰.۱۶۵	۰.۱۳۴	۰.۰۹	۰.۱۰۴	۰.۶۳۱	-۱.۰۳۸
INFLAT	نرخ تورم	-۰.۷۹۸	۰.۷۳۱	۸.۲۳۲	۱۵.۶۰	۱۸.۳۷۲	۳۴.۷۰	۹.۰۰۰
AG	سن شرکت	-۱.۰۳۷	-۰.۲۱۲	۱۲.۸۰۰	۴۰	۳۷.۱۲۰	۶۶	۸.۰۰۰

محاسبات جدول ۳ نشان می‌دهد که میانگین متغیر شفافیت اطلاعات مالی ۱۴۷,۴۵ بوده یعنی این عدد متوسط امتیاز تخصیص یافته به شرکت‌ها از سوی سازمان بورس اوراق بهادار تهران را به عنوان رتبه‌بندی شرکت‌های بورسی از لحاظ کیفیت افشا و اطلاع رسانی اطلاعات مالی نشان می‌دهد. امتیاز کیفیت اقلام تعهدی عدد ۰,۰۹۱ بوده و نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی بطور متوسط در شرکت‌های نمونه مثبت بوده است. هر چند که انحراف معیار متغیر وابسته تا حدودی قابل توجه است آن هم در آزمون نرمالیزه کردن، بررسی شده است و نشان داده شده که داده‌های این متغیرها از پراکندگی زیادی برخوردار نیستند.

توصیف فراوانی متغیرهای موهومی

با توجه به اینکه متغیرهای زیان‌ده بودن شرکت(LOSS) و تجدید ارائه صورت‌های مالی(RESTATE) دو متغیر مجازی و بصورت صفر و یک تعریف شده‌اند، به این جهت تفسیر فراوانی این دو متغیر جداگانه در جدول ۴ آورده شده است:

جدول ٤. توزیع فراوانی متغیرهای موهومی

متغیرها		شرح	تعداد شرکت	درصد	جمع کل سال/شرکت
LOSS	زیان ده بودن شرکت	تعداد شرکت‌های زیان ده (۱)	۱۹۸	٪۱۲	۱۷۱۶
		تعداد شرکت‌های سود ده (۰)	۱۵۱۸	٪۸۸	
RESTATE	تجدید ارائه صورت‌های مالی	تعداد شرکت‌هایی که حاوی تجدید ارائه صورتهای مالی (۱)	۸۷۶	٪۵۱	۱۷۱۶
		تعداد شرکت‌هایی که حاوی تجدید ارائه صورتهای مالی (۰)	۸۴۰	٪۴۹	

آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته

از آزمون جارکو-برا[1]در نرم افزار E-Views برای تست نرمال بودن داده‌ها استفاده شده است. هنگامی که حجم داده‌ها زیاد باشد، این آماره می‌تواند کارایی خوبی داشته باشد. در آزمون‌های نرمال‌سازی هرگاه سطح معناداری بزرگتر از ۰,۰۵ باشد متغیرها نرمال هستند در غیر اینصورت لازم است با استفاده از تبدیل‌های متعارف نرمال شوند. با بررسی نرمال بودن توزیع داده‌های متغیر وابسته بوسیله آزمون جارکو-برا، مشخص شد که سطح معناداری داده‌ها درهمه

1. Jarque-Bera

متغیرهای وابسته کوچکتر از ۰,۰۵ بوده و داده‌ها نرمال نیستند برای تست مجدد توزیع این داده-ها، از تبدیل $\{Ln(1/V^{\wedge}2)\}$ استفاده شده است، که پس از آزمون مجدد، باز هم داده‌ها نرمال نشدند. این مورد در داده‌هایی که از صورت های مالی استخراج می‌شوند امری طبیعی است. در نهایت پژوهشگر داده‌ها را به ترتیب صعودی مرتب کرده و ۲٪ بالا و ۲٪ پایین داده‌ها را با میانگین جایگزین کرد. سپس آزمون مجدد نرمال‌سازی انجام شد که جدول ۵ نتایج را قبل و بعد از اعمال تبدیلات متغیرهای وابسته نشان می‌دهد. در ردیف اول جدول مشخص است که مقدار آماره جارکو- برا برای متغیر FR عدد ۱۰۳,۶۲ و سطح معناداری آن نیز ۰,۰۰ بوده است. هرچند که این عدد باز هم کوچکتر از ۰,۰۵ است اما داده‌ها تا حدودی به توزیع نرمال نزدیک شدند.

جدول ۵. تست نرمال سازیتوزیع متغیر وابسته با آزمون J-B

متغیر وابسته	تعداد مشاهدات	آماره/سطح معناداری Jarque- Bera Probability	نتیجه تست
شفافیت اطلاعات مالی(FR)	۱۷۱۶	۱۰۳,۶۲ ۰,۰۰۰	نزدیک به نرمال
مدیریت سود (MCN)	۱۷۱۶	۱۱۱۹۹,۶۰ ۰,۰۰۰	غیرنرمال
کیفیت اقلام تعهدی (AIQ)	۱۷۱۶	۱۴۵۶۲,۰۵ ۰,۰۰۰	غیرنرمال
مدیریت سود (بعد از اعمال تبدیل)	۱۷۱۶	۶۴,۲۱۰ ۰,۰۰۴	نزدیک به نرمال
کیفیت اقلام تعهدی (بعد از اعمال تبدیل)	۱۷۱۶	۱۲,۳۴۴ ۰,۰۲۶	نزدیک به نرمال

آزمون مانایی

چنانچه تعداد مقاطع و یا شرکت‌ها خیلی بیشتر از بازه زمانی باشد در آن صورت نیازی به آزمون مانایی داده‌ها نیست که در این پژوهش نیز به همین صورت است، اما پژوهشگر برای اطمینان از صحت استفاده از رگرسیون، آزمون ریشه واحد را برای کلیه متغیرها انجام داده است. نتایج به دست آمـده آزمون ریشه واحد درجدول ۶ ارائه شده است.

جدول ٦. نتایج مانایی متغیرها- آزمون ایم، پسران و شین

متغیرها	علامت اختصاری	تعداد نمونه: ۱۵۶ شرکت. بازه بین سال‌های ۸۵-۹۵		
		آماره ایم، پسران و شین	سطح احتمال Probability	نتیجه
شفافیت اطلاعات مالی	FR	-۳,۳۶۴	۰,۰۰۰۴	مانا
مدیریت سود	MCN	-۸,۷۵۹	۰,۰۰۰	مانا
کیفیت اقلام تعهدی	AIQ	-۹,۹۴۳	۰,۰۰۰	مانا
ریسک آربیتراژ	ARBI	-۷,۷۹۶	۰,۰۰۰	مانا
ریسک نوسان‌پذیری	SIGMA	-۷,۴۳۱	۰,۰۰۰	مانا
پراکندگی عقیده	DTO	-۱۰,۲۳۱	۰,۰۰۰	پس از تفاضل‌گیری مرتبه اول مانا
اندازه شرکت	MV	-۱۳,۷۳۲	۰,۰۰۰۰	پس از تفاضل‌گیری مرتبه اول مانا
حاکمیت شرکتی	TG	-۸,۸۸۵	۰,۰۰۰	پس از تفاضل‌گیری مرتبه اول مانا

در جدول ۶ محاسبه‌ها نشان می‌دهد که در تمامی متغیرها سطح معناداری کوچکتر از ۰,۰۵ است و در واقع توزیع تمامی آنها مانا هستند. البته لازم به توضیح است که متغیرهای DTO، MV و TG پس از یک مرتبه تفاضل‌گیری مانا شده‌اند.

آزمون فرضیه‌ها

در این بخش از پژوهش بر اساس چهارچوب نظری پژوهش، روش تحلیل از نوع رگرسیونی چند متغیره بوده و مدل‌های رگرسیونی برای انجام آزمون های فرض بصورت زیر تعریف شده‌اند:

مدل ۱)

$$FR = \beta_0 + \beta_1 ARBI + \beta_2 SIGMA + \beta_3 DTO + \beta_4 MV + \beta_5 BM + \beta_6 LEV + \beta_7 ROA + \beta_8 LOSS + \beta_9 RESTATE + \beta_{10} INFLAT + \beta_{11} AG + \varepsilon_0$$

مدل ۲)

$$AIQ = \beta_0 + \beta_1 ARBI + \beta_2 SIGMA + \beta_3 DTO + \beta_4 MV + \beta_5 BM + \beta_6 LEV + \beta_7 ROA + \beta_8 LOSS + \beta_9 RESTATE + \beta_{10} INFLAT + \beta_{11} AG + \varepsilon_0$$

مدل۳)

$$FR = \beta_0 + \beta_1 ARBI + \beta_2 SIGMA + \beta_3 DTO + \beta_4 MV + \beta_5 TG + \beta_6 (TG*ARBI) + \beta_7 (TG*SIGMA) + \beta_8 (TG*DTO) + \beta_9 (TG*MV) + \beta_{10} BM + \beta_{11} LEV + \beta_{12} ROA + \beta_{13} LOSS + \beta_{14} RESTATE + \beta_{15} INFLAT + \beta_{16} AG + \varepsilon_0$$

مدل ۴)

$$AIQ = \beta_0 + \beta_1 ARBI + \beta_2 SIGMA + \beta_3 DTO + \beta_4 MV + \beta_5 TG + \beta_6 (TG*ARBI) + \beta_7 (TG*SIGMA) + \beta_8 (TG*DTO) + \beta_9 (TG*MV) + \beta_{10} BM + \beta_{11} LEV + \beta_{12} ROA + \beta_{13} LOSS + \beta_{14} RESTATE + \beta_{15} INFLAT + \beta_{16} AG + \varepsilon_0$$

یافته‌های حاصل از آزمون F لیمر برای انتخاب الگوی مدل رگرسیون پانل و یا رگرسیون ترکیبی(حداقل مربعات تجمیع شده) در جدول ۷ نشان داده شده است.

جدول ۷. انتخاب الگوی مناسب برای مدل‌های رگرسیون F لیمر

مدل‌های رگرسیون	مقدار آزمون	درجه آزادی d.f	سطح معناداری .Prob	نوع الگو
(۱)	۸,۷۴۹	۱۵۵,۱۵	۰,۰۰۰	رگرسیون پانل
(۲)	۱,۷۳۲	۱۵۵,۱۵	۰,۰۰۰	رگرسیون پانل
(۳)	۸,۱۴۳	۱۵۵,۱۵	۰,۰۰۰	رگرسیون پانل
(۴)	۱,۷۱۶	۱۵۵,۱۵	۰,۰۰۰	رگرسیون پانل

از محاسبات جدول ۷ مشخص است که در همه مدل‌ها مقدار احتمال (Prob.=۰,۰۰) کوچکتر از ۰,۰۵ است، بنابراین نوع الگوی تمامی مدل‌ها با روش رگرسیون پانل آزمون می-شوند.لازم به ذکر است، مدل‌هایی که در آنها روش رگرسیون تلفیقی (پانل) تایید شده، نیازی به اجرای آزمون هاسمن است. در این مدل‌ها نیز بدین صورت بوده است. جدول ۸ نتایج محاسبات آزمون هاسمن را نشان می‌دهد.

جدول ۸. آزمون هاسمن برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا تصادفی

مدل‌های رگرسیون	مقدار آزمون	درجه آزادی d.f	سطح معناداری .Prob	نوع الگو
(۱)	۰	۱۱	۱,۰۰۰	اثرات تصادفی
(۲)	۰	۱۱	۱,۰۰۰	اثرات تصادفی
(۳)	۰	۱۶	۱,۰۰۰	اثرات تصادفی
(۴)	۲۰,۶۶۹	۱۶	۰,۱۹۱	اثرات تصادفی

محاسبه‌های جدول ۸ نشان می‌دهد که در همه مدل‌ها مقدار احتمال (Prob.=۱,۰۰) بزرگتر از ۰,۰۵ است، بنابراین برای آزمون مدل‌ها روش پانل از نوع اثرات تصادفی مناسب‌تر است.

آزمون فرضیه و تخمین مدل (۱)

با توجه به انتخاب نوع الگوی رگرسیون در آزمون F لیمر و هاسمن، برای آزمون تمام فرضیه‌ها از روش رگرسیون پانل مبتنی بر اثرات تصادفی و در سطح اطمینان ۹۵٪ استفاده شده است. جدول ۹ نتایج حاصل از خروجی نرم افزار E-VIEWS برای مدل رگرسیون چند متغیره فرضیه اول را نشان می‌دهد. تخمین این مدل برای فرضیه‌های ۱-۱، ۱-۲، ۱-۳ و ۱-۴ به کار برده شده است.

جدول ۹. نتایج رگرسیون چند متغیره مدل (۱) – متغیر وابسته: FR

$$FR = \beta_0 + \beta_1 ARBI + \beta_2 SIGMA + \beta_3 DTO + \beta_4 MV + \beta_5 BM + \beta_6 LEV + \beta_7 ROA + \beta_8 LOSS + \beta_9 RESTATE + \beta_{10} INFLAT + \beta_{11} AG + \varepsilon_0$$

متغیرها	متغیرها	Prob.	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب β
ARBI	آربیتراژ	۰.۰۸۵	-۱.۷۲۳	۱۷.۰۱۰	-۲۹.۳۱۳
SIGMA	نوسان پذیری	۰.۰۰۵	۳.۵۱۲	۲۶.۴۶۵	۹۲.۹۵۵
DTO	پراکندگی	۰.۲۶۳	۱.۱۱۷	۷.۰۵۸	۷.۸۹۰
MV	اندازه شرکت	۰.۰۳۳	-۲.۳۳۴	۱.۹۹۷	-۲.۶۶۵
BM	ارزش دفتری	۰.۲۷۰	-۱.۱۰۳	۳.۰۶۷	-۳.۳۸۳
LEV	اهرم	۰.۰۷۳	۱.۷۹۰	۱۳.۱۴۷	۲۳.۵۳۸
ROA	بازده	۰.۰۰۴	-۲.۸۲۲	۲۱.۳۹۹	-۶۰.۴۰۱
LOSS	زیانده بودن	۰.۰۰۴	۳.۵۱۹	۶.۳۶۹	۲۲.۴۲۱
RESTATE	تجدیدارائه	۰.۵۰۹	۰.۶۶۰	۳.۳۴۵	۲.۲۰۹
INFLAT	نرخ تورم	۰.۶۳۴	-۰.۴۷۵	۰.۱۹۶	-۰.۰۹۳
AG	سن	۰.۰۰۲	۳.۰۷۹	۰.۲۹۸	۰.۹۱۹
C	مقدار ثابت	۰.۰۰۰	۴.۴۷۲	۲۸.۶۲۶	۱۲۸.۰۳۱
آماره دوربین واتسون			۱.۵۴۴	ضریب تعیین R^2	۰.۶۸
آماره Fفیشر سطح معناداری			۱۱.۴۴۶ (۰.۰۰۰)	ضریب تعیین تعدیل شده R^2_{Adj}	۰.۶۲

نتایج در جدول ۹ نشان می‌دهد که، مقدار آمارهF برابر ۱۱,۴۴ و سطح معناداری آن نیز ۰,۰۰۰ است. یعنی این مدل در آماره F معنادار است و خطی بودن رگرسیون را تایید می‌کند. مقدار آماره دوربین- واتسون برای مشاهده‌ها، نمونه آماری عدد ۱,۵۴۴ را نشان می‌دهد که بین اعداد ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و استقلال بین خطاها (عدم همبستگی بین خطاها) را تائید می‌کند. ضریب تعیین تعدیل شده (R^2 =۰,۶۲)، نشان می‌دهد که ۶۲ درصد واریانس متغیر شفافیت اطلاعات مالی توسط یک ترکیب خطی از عوامل مدیریت ریسک بنگاه(ARBI، SIGMA، DTO، MV) و متغیرهای کنترلی برآورد می‌شود. یافته‌های جدول ۷ نشان می‌دهد که از عوامل مدیریت ریسک بنگاه، شاخص‌های ریسک نوسان‌پذیری سهام (فرضیه ۱-۲) و اندازه شرکت (فرضیه ۱-۴) به دلیل اینکه سطح معناداری کوچکتر از ۰,۰۵ دارند، در مدل معنادار است و به ترتیب بر شفافیت اطلاعات مالی تاثیر مثبت و معکوس می‌گذارد. متغیرهای ریسک آربیتراژ (فرضیه ۱-۱) و پراکندگی عقیده (فرضیه ۱-۳) بر شفافیت اطلاعات مالی تاثیر معناداری ندارند، چون مقدار .Prob محاسبه شده در آنها بیشتر از ۰,۰۵ است. متغیرهای کنترلی ROA، LOSS و AGدر آماره t معنادار هستند ولی متغیرهای کنترلی BM، LEV و RESTATE و INFLAT در مدل معنادار نیستند.

آزمون فرضیه و تخمین مدل۲

نتایج در جدول ۱۰ نشان می‌دهد که؛ مقدار آماره F برابر ۴,۹۴ و سطح معناداری آن نیز ۰,۰۰۰ است و این مدل نیز در آماره F معنادار است و رگرسیون کاذب نیست. مقدار آماره دوربین- واتسون عدد ۱,۹۶۸بوده و عدم همبستگی بین خطاها را تایید می‌کند.ضریب تعیین تعدیل شده (R^2 = ۰,۲۴)، نشان می‌دهد که حدود ۲۴ درصد واریانس متغیر کیفیت اقلام تعهدی توسط یک ترکیب خطی از عوامل مدیریت ریسک بنگاه (ARBI، SIGMA، DTO، MV) و متغیرهای کنترلی به حساب می‌آید.

جدول ۱۰. نتایج رگرسیون چند متغیره مدل (۲) – متغیر وابسته: AIQ

$$AIQ = \beta_0 + \beta_1 ARBI + \beta_2 SIGMA + \beta_3 DTO + \beta_4 MV + \beta_5 BM + \beta_6 LEV + \beta_7 ROA + \beta_8 LOSS + \beta_9 RESTATE + \beta_{10} INFLAT + \beta_{11} AG + \varepsilon_0$$

متغیرها	متغیرها	Prob.	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب β
ARBI	آربیتراژ	۰.۶۹۸	۰.۳۸۶	۰.۵۳۶	۰.۲۰۷
SIGMA	نوسان پذیری	۰.۰۱۱	−۲.۳۹۹	۰.۸۳۰	−۱.۱۶۱
DTO	پراکندگی	۰.۵۰۵	−۰.۶۶۵	۰.۲۰۸	−۰.۱۳۸
MV	اندازه شرکت	۰.۰۴۸	−۱.۹۹۵	۰.۰۴۳	−۰.۰۶۲
BM	ارزش دفتری	۰.۱۲۰	۱.۵۵۳	۰.۰۸۷	۰.۱۳۶
LEV	اهرم	۰.۷۰۱	−۰.۳۸۳	۰.۳۵۰	−۰.۱۳۴
ROA	بازده	۰.۰۰۱	۳.۲۰۸	۰.۶۱۶	۱.۹۷۶
LOSS	زیانده بودن	۰.۲۸۶	−۱.۰۶۶	۰.۱۹۵	−۰.۲۰۸
RESTATE	تجدیدارائه	۰.۰۱۶	۲.۳۹۲	۰.۱۰۲	۰.۲۴۵
INFLAT	نرخ تورم	۰.۵۹۵	−۰.۵۳۰	۰.۰۰۶	−۰.۰۰۳
AG	سن	۰.۳۸۵	−۰.۸۶	۰.۰۰۵	−۰.۰۰۴
C	مقدار ثابت	۰.۰۰۰	۱۰.۲۳۴	۰.۶۵۴	۶.۷۰۳

آماره دوربین واتسون	۱.۹۶۸	ضریب تعیین R^2	۰.۳۰
آماره F سطح معناداری	۴.۹۴۰ (۰.۰۰۰)	ضریب تعیین تعدیل شده R^2_{Adj}	۰.۲۴

یافته‌های جدول ۱۰ نشان می‌دهد که سطح معناداری متغیرهای ریسک آربیتراژ و پراکندگی عقیده بزرگتر از ۰,۰۵ بوده و در مدل معنادار نیستند و فرضیه‌های شماره (۲–۱) و (۲–۳) مورد تایید نیستند. اما شاخص‌های ریسک نوسان‌پذیری سیگما(فرضیه ۲–۲) و اندازه شرکت(فرضیه ۲–۴) در مدل معنادار بوده و بر کیفیت اقلام تعهدی تاثیر منفی و معناداری دارند. سطح معناداری در متغیرهای کنترلی بازده

دارایی‌ها و تجدید ارائه صورت‌های مالی کمتر از ۰٫۰۵ بوده و در مدل معنادار هستند، اما بقیه متغیرهای کنترلی BM، LEV، LOSS، INFLAT و AGدر مدل معنادار نیستند.

آزمون فرضیه و تخمین مدل ۳

جدول ۱۱. نتایج رگرسیون چند متغیره مدل (۳) – متغیر وابسته: FR

$$FR = \beta_0 + \beta_1 ARBI + \beta_2 SIGMA + \beta_3 DTO + \beta_4 MV + \beta_5 TG + \beta_6 (TG*ARBI) + \beta_7 (TG*SIGMA) + \beta_8 (TG*DTO) + \beta_9 (TG*MV) + \beta_{10} BM + \beta_{11} LEV + \beta_{12} ROA + \beta_{13} LOSS + \beta_{14} RESTATE + \beta_{15} INFLAT + \beta_{16} AG + \varepsilon_0$$

متغیرها	متغیرها	Prob.	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب β
ARBI	آربیتراژ	۰.۸۷۹	−۰.۱۵۱	۷۵.۰۳۶	−۱۱.۳۶۰
SIGMA	نوسان پذیری	۰.۶۴۷	۰.۴۵۷	۸۱.۲۵۴	۳۷.۱۹۲
DTO	پراکندگی	۰.۰۴۴	۱.۹۸۶	۲۱.۲۴۷	۳۷.۹۵۳
MV	اندازه شرکت	۰.۳۶۳	−۰.۹۰۹	۴.۱۲۰	−۳.۷۴۷
TG	حاکمیت	۰.۱۱۳	−۱.۵۸۵	۷.۲۵۱	−۱۱.۴۹۴
TG*ARBI	تعدیل بر آربیتراژ	۰.۷۶۷	−۰.۲۹۵	۹.۸۷۰	−۲.۹۱۸
TG*SIGMA	تعدیل بر نوسانپذیری	۰.۰۳۰	۲.۰۸۸	۱۱.۴۸۷	۹.۰۶۰
TG*DTO	تعدیلی بر پراکندگی	۰.۱۶۴	−۱.۳۹۰	۲.۸۹۱	−۴.۰۱۹
TG*MV	تعدیلی بر اندازه	۰.۰۳۹	۲.۰۵۸	۰.۵۳۰	۰.۵۶۱
BM	ارزش دفتری	۰.۳۳۷	−۰.۹۵۹	۳.۰۸۸	−۲.۹۶۲
LEV	اهرم	۰.۱۲۵	۱.۵۳۱	۱۳.۲۵۶	۲۰.۳۰۱
ROA	بازده	۰.۰۰۱	−۳.۱۲۹	۲۱.۴۰۰	−۶۶.۹۶۹
LOSS	زیانده بودن	۰.۰۰۰	۳.۵۴۱	۶.۳۸۱	۲۲.۶۰۲
RESTATE	تجدیدارائه	۰.۵۰۴	۰.۶۶۷	۳.۳۵۳	۲.۲۳۷
INFLAT	نرخ تورم	۰.۶۶۲	−۰.۴۳۶	۰.۲۰۰	−۰.۰۸۷
AG	سن	۰.۰۰۰	۳.۴۷۷	۰.۲۹۴	۱.۰۲۴
C	مقدار ثابت	۰.۰۰۳	۲.۹۴۰	۵۶.۶۱۴	۱۶۶.۴۶۰

آماره دوربین واتسون	۱.۶۴۲	ضریب تعیین R^2	۰.۳۷
آماره F سطح معناداری	۸.۹۴۶ (۰.۰۰۰)	ضریب تعیین تعدیل شده R^2_{Adj}	۰.۲۹

نتایج در جدول ۱۱ نشان می‌دهد که، مقدار آماره Fبرابر ۸,۹۴۶ و سطح معناداری آن نیز ۰,۰۰۰ است و این مدل در آماره F معنادار است. مقدار آماره دوربین- واتسون عدد ۱,۶۴۲ بوده و استقلال بین خطاها را تایید می‌کند. ضریب تعیین تعدیل شده (R^2 =۰,۲۹)، نشان می‌دهد که حدود ۳۰ درصد واریانس متغیر شفافیت گزارشگری مالی توسط یک ترکیب خطی از عوامل مدیریت ریسک بنگاه، مثلث حاکمیت شرکتی و متغیرهای کنترلی به حساب می‌آید. یافته‌ها نشان می‌دهد که سطح معناداری متغیرهای TG*SIGMAوTG*MVکوچکتر از ۰,۰۵ است و در مدل معنادار هستند. یعنی حاکمیت شرکتی بر تعامل بین ریسک سیگما و شفافیت اطلاعات مالی تاثیر مثبت دارد و فرضیه ۳-۲ مورد تایید است. همچنین حاکمیت شرکتی بر تعامل بین اندازه شرکت و شفافیت اطلاعات مالی تاثیر مثبت دارد و فرضیه ۳-۴ مورد تایید است. اما سطح معناداری متغیرهای TG*ARBIوTG*DTOبزرگتر از ۰,۰۵ و در مدل معنادار نیستند. در واقع حاکمیت شرکتی نمی‌تواند بر تعامل بین ریسک آربیتراژ و شفافیت اطلاعات مالی تاثیر داشته باشد و فرضیه ۳-۱ تایید نمی‌شود. همچنین حاکمیت شرکتی نمی‌تواند بر تعامل پراکندگی عقیده و شفافیت اطلاعات مالی تاثیر داشته باشد و فرضیه ۳-۳ تایید نمی‌شود.سطح معناداری در متغیرهای کنترلیROA، LOSS و AGکمتر از ۰,۰۵ بوده و در مدل معنادار هستند، اما بقیه متغیرهای کنترلی در مدل معنادار نیستند.

آزمون فرضیه و تخمین مدل ٤

نتایج در جدول ۱۲ نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر ۳,۶۴ و سطح معناداری آن نیز ۰,۰۰ است و این مدل در آماره F معنادار است. مقدار آماره دوربین- واتسون عدد ۱,۹۶۸ بوده و استقلال بین خطاها را تایید می‌کند. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۲۵ درصد واریانس متغیر کیفیت اقلام تعهدی توسط ترکیب خطی از عوامل مدیریت ریسک بنگاه، مثلث حاکمیت شرکتی و متغیرهای کنترلی تبیین می‌شود که ناچیز است. محاسبه‌های جدول ۱۲ نمایانگر این است که سطح معناداری متغیرهای TG*SIGMA و TG*MV کوچکتر از ۰,۰۵ است و در مدل معنادار هستند. یعنی حاکمیت شرکتی بر تعامل بین ریسک سیگما و کیفیت اقلام تعهدی تاثیر منفی دارد و فرضیه ۴-۲ مورد تایید است. همچنین حاکمیت شرکتی بر تعامل بین اندازه شرکت و کیفیت اقلام تعهدی تاثیر مثبت دارد و فرضیه ۴-۴ مورد تایید است. اما سطح معناداری متغیرهای TG*ARBI و TG* DOT بزرگتر از ۰,۰۵ و در مدل معنادار نیستند.

در واقع حاکمیت شرکتی نمی‌تواند بر تعامل بین ریسک آربیتراژ و کیفیت اقلام تعهدی تاثیر داشته باشد و فرضیه ۴-۱ مورد تایید نیست. همچنین حاکمیت شرکتی نمی‌تواند بر تعامل پراکندگی عقیده و کیفیت اقلام تعهدی تاثیر داشته باشد و فرضیه ۴-۳ مورد تایید نیست. از بین متغیرهای کنترلی تنها متغیر ROA در مدل معنادار است. بقیه متغیرهای کنترلی با سطح معناداری بزرگتر از ۰,۰۵ در مدل معنادار نیستند و تاثیر معناداری بر کیفیت اقلام تعهدی ندارند.

جدول ۱۲. نتایج رگرسیون چند متغیره مدل (٤) – متغیر وابسته: AIQ

$$AIQ = \beta_0 + \beta_1 ARBI + \beta_2 SIGMA + \beta_3 DTO + \beta_4 MV + \beta_5 TG + \beta_6 (TG*ARBI) + \beta_7 (TG*SIGMA) + \beta_8 (TG*DTO) + \beta_9 (TG*MV) + \beta_{10} BM + \beta_{11} LEV + \beta_{12} ROA + \beta_{13} LOSS + \beta_{14} RESTATE + \beta_{15} INFLAT + \beta_{16} AG + \varepsilon_0$$

متغیرها	متغیرها	Prob.	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب β
ARBI	آربیتراژ	۰.۵۰۴	−۰.۶۶۷	۲.۳۹۱	−۱.۵۹۷
SIGMA	نوسان پذیری	۰.۰۱۳	−۲.۰۵۸	۲.۵۸۵	−۰.۱۵۰
DTO	پراکندگی	۰.۸۳۳	−۰.۲۰۹	۰.۶۵۷	−۰.۱۳۷
MV	اندازه شرکت	۰.۰۴۶	−۱.۹۸۶	۰.۱۱۲	−۰.۰۹۷
TG	حاکمیت	۰.۴۷۹	−۰.۷۰۷	۰.۲۱۲	−۰.۱۵۰
TG*ARBI	تعدیل بر آربیتراژ	۰.۴۴۸	۰.۷۵۸	۰.۳۱۴	۰.۲۳۸
TG*SIGMA	تعدیل بر نوسانپذیری	۰.۰۳۸	−۲.۴۶۹	۰.۳۶۴	−۰.۱۷۱
TG*DTO	تعدیلی بر پراکندگی	۰.۹۶۴	۰.۰۴۴	۰.۰۹۰	۰.۰۰۴
TG*MV	تعدیلی بر اندازه	۰.۰۳۳	۱.۹۹۲	۰.۰۱۵	۰.۰۰۹
BM	ارزش دفتری	۰.۱۵۰	۱.۴۳۷	۰.۰۸۸	۰.۱۲۶
LEV	اهرم	۰.۶۰۲	−۰.۵۲۰	۰.۳۵۱	−۰.۱۸۳
ROA	بازده	۰.۰۰۱	۳.۱۴۷	۰.۶۱۶	۱.۹۳۹
LOSS	زیانده بودن	۰.۲۷۹	−۱.۰۸۲	۰.۱۹۵	−۰.۲۱۲
RESTATE	تجدیدارائه	۰.۰۱۵	۲.۴۱۴	۰.۱۰۲	۰.۲۴۸
INFLAT	نرخ تورم	۰.۶۲۵	−۰.۴۸۷	۰.۰۰۶	−۰.۰۰۳
AG	سن	۰.۴۰۵	−۰.۸۳۱	۰.۰۰۵	−۰.۰۰۴
C	مقدار ثابت	۰.۰۰۰	۴.۷۶۹	۱.۵۴۲	۷.۳۵۵

آماره دوربین واتسون	۱.۹۶۸	ضریب تعیین R^2	۰.۳۳
آماره F سطح معناداری	۳۶۴۰ (۰.۰۰۰)	ضریب تعیین تعدیل شده R^2_{Adj}	۰.۲۴

نتیجه‌گیری، پیشنهادها و محدودیت‌ها

بررسی ارتباط مدیریت ریسک بنگاه با کیفیت گزارشگری مالی در محیط ایران حائز اهمیت بوده زیرا که با تقویت روش‌های مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی با مدل‌های گوناگون، انتظار بر این است که بر کیفیت گزارشگری مالی تاثیر داشته باشد. بنابراین ضرورت داشت که پژوهشی در این خصوص انجام بشود و به تنهایی به دیدگاه‌های نظری اکتفا نشود. بنابراین برای برآوردن این هدف، به بررسی اثر عوامل مدیریت ریسک بنگاه بر کیفیت گزارشگری مالی پرداخته شده است، که در ادامه نتایج حاصل از تاثیر شاخص جامع اصول راهبری شرکتی به عنوان تعدیل‌گر بر رابطه بین مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی و کیفیت گزارشگری مالی آورده شده است و برای پاسخ به پرسش اصلی پژوهش، چهار فرضیه اصلی در قالب شانزده فرضیه فرعی مورد آزمون قرار گرفت که نتایج به دست آمده به شرح زیر بیان می‌شود:

با بررسی پیشینه پژوهش‌ها، تاکنون چنین پژوهشی به غیر از کوهن و همکاران(۲۰۱۷) که آن‌هم به صورت توصیفی بوده انجام نشده، بنابراین مقایسه تک به تک نتایج با پیشینه برای تمامی متغیرها و رابطه‌ها عملاً امکانپذیر نبوده ولی نتایجی که می‌تواند با نتایج پژوهش حاضر همپوشانی و همخوانی داشته و یا با مفاهیم اصلی، اندکی نزدیک باشد، از جمله حساس‌یگانه و همکاران(۱۳۹۷)با وجود تدوین سازوکارهای نظارتی یکسان برای گزارشگری مالی شرکت‌ها، به نظر می‌رسد کیفیت و شفافیت گزارشگری مالی آنها یکسان نیست و این امر بیانگر آن است که شاید عوامل دیگری وجود دارد که باعث ایجاد تفاوت در شفافیت گزارشگری مالی شرکت‌ها می‌شود.

اصول راهبری شرکتی بر رابطه بین ریسک آربیتراژ و پراکندگی عقیده با کیفیت گزارشگری مالی تاثیر ندارد که این نتیجه با نتایج پژوهش بل و همکاران(۲۰۰۵)، میکس و کاپلان(۲۰۱۲) و کوهن و همکاران(۲۰۱۷) مطابقت ندارد و منطبق با مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی نیست که بیان‌کننده یک نقش اولیه اصول راهبری شرکت‌ها است و دلیل احتمالی این عدم تطابق می‌تواند تفاوت محیط اقتصادی، نگرش‌ها و تاکیدهای متفاوت مدیرانو نقص در اعمال شاخص راهبری شرکتی باشد. در خصوص داشتن اثر تعاملی شاخص حاکمیت شرکتی بین ریسک آربیتراژ و کیفیت اقلام تعهدی با نتیجه پژوهش مهدوی و کریمی‌پور(۱۳۹۷) همسو است که بیان داشته‌اند که یکی از مهمترین وظایفی که حاکمیت شرکتی بر عهده دارد اطمینان بخشی نسبت به کیفیت فرایند گزارشگری مالی است.

نتایج این پژوهش هر کدام به نوعی می‌توانند اثر مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی بر کیفیت گزارشگری مالی را تایید کنند. با این حال در برخی فرضیه‌ها نتایج بر خلاف انتظاری که وجود داشت حاصل شده و تفاوت در نتایج وجود داشت که منعکس کننده نقش‌های متفاوت و تاکید مختلف اصول راهبری شرکتی نسبت به آن مفاهیم است. به‌طور کلی، یافته‌ها نشان می‌دهد که اصول راهبری شرکتی ممکن است توسط همه گروه‌های موثر در واحد اقتصادی نادیده گرفته شود. بنابراین نقش بااهمیت ریسک نوسان‌پذیری سهام، پراکندگی عقاید و اندازه شرکت از شاخص‌های مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی در اثرگذاری بر کیفیت گزارشگری مالی را فراهم می‌کند. پس در خصوص اعمال اجزای مدیریت ریسک بنگاه اقتصادی در شرکت‌ها باید با احتیاط، نهایت‌دقت و تامل بیشتری گام برداشت.

از مهمترین محدودیت پژوهش حاضر، تمرکز عوامل مدیریت ریسک بنگاه بر استفاده از اطلاعات صورتهای مالی بوده، در حالی که عوامل دیگری نظیر استفاده از اهداف چهارگانه مدیریت ریسک کوزو (۲۰۱۳)در قلمرو موضوعی پژوهش قرار نگرفتند و می‌توانند در پژوهش‌های آینده مورد توجه قرار گیرند.

پیشنهاد می‌شود در رتبه‌بندی شرکت‌ها براساس امتیازات «رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشاء و اطلاع رسانی مناسب» که از طریق سازمان بورس منتشر می‌شود به اندازه شرکت وزن ویژه‌ای اختصاص و توجه خاصی بشود تا اثر معکوس شرکت‌های بزرگ بر کیفیت افشا کم اثر شود. زیرا هرچه اندازه شرکت بزرگ باشد تاثیر معکوسی بر کیفیت گزارشگری مالی دارد. به مدیران نیز پیشنهاد می‌شود اثر ریسک نوسان‌پذیری و اندازه شرکت را در گزارشگری مالی مد نظر قرار دهند. به سهامداران و اعتبار دهندگان نیز پیشنهاد می‌شود که با توجه به عدم تاثیر ریسک آربیتراژ و تغییرات حجم معاملات بر شفافیت اطلاعات مالی، حجم معاملات را در کنار سایر عوامل موثر بر شفافیت اطلاعات مالی مانند ریسک نوسان‌پذیری سهام و اندازه شرکت در نظر بگیرند و تغییرات حجم معاملات ممکن است حاکی از ارتقا و بهبود شفافیت اطلاعات نباشد.

با توجه به عدم تاثیرگذاری ریسک آربیتراژ و تغییرات حجم معاملات بر شفافیت اطلاعات مالی در این پژوهش، به جای کلیه شرکت‌ها به طور یکجا، در صنایع مختلف همین مورد را مورد بررسی قرار دهند. با توجه به اینکه در سال ۱۳۹۹ حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران به طور چشمگیری افزایش یافته است با استفاده از روش همین پژوهش، نسبت به مقایسه نتایج با اطلاعات سال‌های قبل و بعد از ۱۳۹۹ اقدام شود.

منابع

اسدی، مرتضی؛ و اصغری، نیلوفر.(۱۳۹۲). "رابطه مدیریت ریسک و حسابرسی داخلی _ متنافض یا مکمل"، *حسابرس*، شماره ۶۵

پورعلی، محمدرضا.(۱۳۹۲)." ارائه مدل سنجش و ارزیابی مالی در شرایط محیطی ایران"، *دانش سرمایه-گذاری*، سال دوم، شماره پنجم، صص۲۰۶-۱۷۹

حساس یگانه، یحیی؛ بهشور، اسحاق و شکری‌کیانی، مسعود.(۱۳۹۷)."رابطه بین شفافیت گزارشگری مالی و نرخ موثر مالیاتی"، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰(۳۸) ، صص ۳۰-۱

رضایی، مهدی؛ ناظمی، امین و صابری نژاد، خاطره.(۱۳۹۶)." بررسی تأثیر مؤلفه های حاکمیت شرکتی و ویژگی‌های شرکت بر افشای سرمایه فکری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری*، شماره ۶ صص۵۷-۴۳

زنگ‌زن‌مقدم، رقیه؛ لشگری، زهرا.(۱۳۹۷)."تاثیر سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه-گذاری با تاکید بر کیفیت گزارشگری مالی"، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، سال ۱۰، شماره ۴۰، صص ۴۶-۲۱

صیادی، محمد؛ دستگیر، محسن؛ علی احمدی، سعید.(۱۳۹۸)."مطالعه نقش مدیریت ریسک شرکت بر رابطه بین توانایی مدیریت و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری"،*راهبرد مدیریت مالی*، سال ششم، شماره ۲۴، صص ۳۹-۱

قادری، صلاح‌الدین؛ تاری‌وردی،یداله.(۱۳۹۹)." مدل مدیریت ریسک شرکتی و پیامدهای آن در کنترل موثر ویژگی‌های سود شرکت"، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۲(۴۶) ، ۱۰۶-۷۷

کامیابی نیا، احمد؛ خدامی پور، احمد و امیری، اسماعیل.(۱۳۹۷)." تاثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر هزینه معاملات سهام"، *فصلنامه حسابداری مالی*،۳۷،صص۱۴۹-۱۱۹

مدرس، احمد و حصارزاده، رضا.(۱۳۸۷)." کیفیت گزارشگری مالی وکارایی سرمایه‌گذاری"،*فصلنامه بورس اوراق بهادار*،سال۱(۲)

موسوی شیری، محمود؛ توکل‌نیا، اسماعیل؛ شاکری، ماهرخ.(۱۳۹۲)،"مشارکت حسابرسان داخلی در مدیریت ریسک بنگاه"، *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۲(۷)، صص ۴۸-۲۹

موسوی شیری، محمود؛ سلیمانی، حمید؛ مومنی، یوسف؛ سلیمانی، حجت.(۱۳۹۴)،" رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان پذیری بازده سهام"، *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، سال ۵، شماره ۱۸، صص ۱۴۴-۱۳۱

مهدوی، غلامحسین؛ کریمی‌پور، عیسی.(۱۳۹۱)."پانزده راهکار پیشنهادی برای افزایش اثر بخشی کمیته‌های حسابرسی"،*مطالعات حسابداری و حسابرسی*، سال اول، شماره یک، صص ۷۵-۵۳

مهدوی، غلامحسین؛ کریمی‌پور، عیسی.(۱۳۹۷)." بررسی تطبیقی کیفیت گزارشگری مالی و سطح افشای داوطلبانه در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *پژوهش های کاربردی در گزارشگری مالی*، سال ۷ ، شماره ۱۲، صص ۲۲۲-۲۰۳

نادری، مریم؛ حاجیها، زهره(۱۳۹۷)."بررسی ارتباط بین کیفیت حسابداری با ضعف‌های با اهمیت کنترل داخلی"،*فصلنامه حسابداری مالی*، سال ۱۰، شماره ۳۷، صص۱۱۸-۹۵

ناصری، احمد؛ سلیمانی، ساعده؛ یزدی فر، حسن.(۱۳۹۶)" بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *چشم انداز مدیریت مالی*، شماره ۲۰، صص ۷۰-۵۵

All sufy, F. J., Alambaideen, H. I. M., Alabbad, N. H and Makhlouf, M. H.(2013) Corporate Governance and its impact on the quality of accounting in the industrial community shareholding Companies listed in Amman financial market-Jordan, International Journal of Humanities and Social Science, Vol.3, No.5, pp. 184-195, (2013).

Altuntas, M., Berry-Stolzel, T.r., and Hoyt, R. E. (2011). Implementation of Enterprise Risk Management: Evidence from the Property-Liability Insurance Industry.Geneva Papers on Risk & Insurance – Issues and Practice, 36(3), 414-439 .

Appuhami, R., & Tashakor, S. (2017). The impact of audit committee characteristics on CSR disclosure: An analysis of Australian firms. *Australian Accounting Review*, 27(4), 400-420.

Baxter, R., J. C. Bedard, R. Hoitash and A. Yezegel. (2013). Enterprise risk management program quality: Determinants, value relevance and the financial crisis. Contemporary Accounting Research 30 (4): 1264-1295.

Beasley, M. Branson, B., & Hancock, B., (2014). Report on the current state of enterprise risk oversight: Opportunities to strengthen integration with strategy. Fifth edition. AICPA.

Bell, T. B., M. E. Peecher, and I. Solomon. (2005). the 21st Century Public Company Audit. Conceptual Elements of KPMG's Global Audit Methodology. Montvale, NJ: KPMG LLP.

Cohen, Jeffrey and Krishnamoorthy G. and Wright. A (2017). Enterprise Risk Management and the Financial Reporting Process: The Experiences of Audit Committee Members, CFOs, and External Auditors. *Contemporary Accounting Research*, 34 2, Summer 2017, 1178–1209

Committee of Sponsoring Organizations of the Tread way Commission (COSO). (2013*). Internal control integrated framework*. COSO.

Kashif Shad, Muhammad., Lai, Fong-Woon., Lai Fatt, Chuah., Klemeš, Jiří Jaromír., Bokhari, Awais. (2019), "Integrating Sustainability Reporting into Enterprise Risk Management and its Relationship with Business Performance: A Conceptual Framework", *Journal of Cleaner Production*.

Gatzert, N., & Martin, M. (2013). Determinants and Value of Enterprise Risk Management: Empirical Evidence from the Literature. Working Paper, Friedrich Alexander University. Nurnberg.

Gordon, L. A., Loeb, M. P. & Tseng, C. Y, (2009), "Enterprise Risk Management and Firm Performance: A Contingency Perspective", *J. Account. Public Policy*, 28, PP. 301–327.

Lukianchuk, Genrikh.2015. The Impact of Enterprise Risk Management on Firm Performance of Small and Medium Enterprises, *European Scientific Journal*, May 2015 edition vol.11, No.13, pp. 408-427

Mikes, A. (2011). From counting risks to making risk count: Boundary work in risk management. *Accounting, Organizations and Society*, 36 (4-5): 226-245.

COPYRIGHTS

This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.



anization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 111-140

Comparison of explanatory power of linear and nonlinear models predicts expected stock returns[1]

Abbas Adham[2], Mohammad Marfou[3], Mohammad Hasan Ebrahimi Sarv Oliya[4]

Received: 2021/07/23
Accepted: 2021/12/11

Research Paper

Abstract

One of the most challenging topics in finance and accounting is balancing returns and risk. If so, it is important for the market to identify trends in stock returns to predict the future. Although most research on stock return changes has been based on the use of linear models, there is little evidence that stock return fluctuations may follow nonlinear patterns. Therefore, this study seeks to compare the explanatory power of linear and nonlinear models of expected stock returns. In this regard, information about 102 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 2009 to 2019 has been analyzed. The results showed that among the linear models, the coefficients of market variables, size and value in the Karhart model were higher than the coefficients of other models used. The results of estimating nonlinear models showed that threshold self-explanatory models have higher coefficients than smooth logistic transmission models. Also, using the homogeneity test of mean averages, the results indicate that the nonlinear self-explanatory threshold model based on trading volume (TARVOL) had the lowest standard mean error, which indicates that this model is more accurate in explaining stock returns.

Kew Words: Expected Stock Returns, Linear Models, Nonlinear Models.

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2021.11602.1711

2. Ph.D. Student, Department of Accounting, Faculty of Accounting & Management, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (adham_iran@yahoo.com)
3. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Accounting & Management, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. (marfoo@gmail.com).
4. Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Accounting & Management, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. (mhh.ebraheimi@atu.ac.ir).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ٥٦، زمستان ١٤٠٠، صص ١٤٠-١١١

مقایسه قدرت توضیح‌دهندگی مدل‌های خطی و غیرخطی به منظور پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام[1]

عباس ادهم[2]، محمد مرفوع[3]، محمد حسن ابراهیمی سرو علیا[4]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۲۰

چکیده

یکی از مباحث چالش‌برانگیز در حوزه مالی و حسابداری ایجاد تعادل میان بازده و ریسک است. بنابراین، شناسایی روندهای حرکتی بازده سهام به منظور پیش‌بینی آن در آینده برای بازار دارای اهمیت است. اگرچه تمرکز بیش‌تر پژوهش‌ها در زمینه تغییرات بازده سهام مبتنی بر بکارگیری مدل‌های خطی بوده است، اما شواهد اندکی در رابطه با این موضوع وجود دارد که نوسان بازدهی سهام ممکن است از الگوهای غیرخطی نیز پیروی کند. به همین منظور، این پژوهش درصدد است تا به مقایسه قدرت توضیح‌دهندگی مدل‌های خطی و غیرخطی بازده مورد انتظار سهام بپردازد. در این راستا، اطلاعات مربوط به ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج بیانگر این بوده است که در میان مدل‌های خطی، ضرایب متغیرهای بازار، اندازه و ارزش در مدل کارهارت بالاتر از ضرایب سایر مدل‌های مورد استفاده بوده است. نتایج مربوط به برآورد مدل‌های غیرخطی نشان داد که مدل‌های خود توضیحی آستانه‌ای نسبت به مدل‌های انتقال هموار لجستیک از ضرایب بالاتر برخودار هستند. همچنین با استفادَه از آزمون همسانی مقایسه میانگین‌ها، نتایج بیانگر این بوده است که مدل غیرخطی خود توضیحی آستانه‌ای مبتنی بر حجم معاملات (TARVOL) کم‌ترین خطای استاندارد میانگین را داشته است که این نتیجه بیانگر دقت بیش‌تر این مدل در تبیین بازده سهام است. نتایج آزمون مدل کارهارت نشان می‌دهد که ضریب متغیر عامل بازار ۱٫۲ و از لحاظ آماری معنادار است. به بیان دیگر به ازای یک واحد تغییر در عامل بازار، بازده اضافی سهام به میزان ۱٫۲ در جهت مستقیم تغییر می‌یابد. بنابراین، هر چه میانگین بازده بازار نسبت به بازده بدون ریسک به عنوان معیار عامل بازار بیش‌تر باشد، بازده اضافی سهام نیز افزایش می‌یابد. نتایج مربوط به برآورد مدل‌های غیرخطی نیز نشان می‌دهد، مدل‌های خود توضیح آستانه‌ای نسبت به مدل‌های انتقال هموار لجستیک از ضرایب بالاتر برخودار هستند. بدین صورت که در مدل خود توضیح آستانه‌ای وقفه بازده سهام و وقفه نسبت گردش حجم معاملات از آستانه بالاتری برخودار هستند.

واژه های کلیدی: بازده مورد انتظار سهام، مدل‌های خطی، مدل‌های غیرخطی.

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2021.11602.1711

۲. دانشجوی دکترا، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (adham_iran@yahoo.com).

۳. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (marfoo@gmail.com).

۴. دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (mhh.ebraheimi@atu.ac.ir).

مقدمه

یکی از راه های کاهش و کنترل ریسک‌های سرمایه گذاری، تشکیل سبد سهام یا پرتفوی و تنوع بخشیدن به دارایی‌های مختلف است. مسئله متنوع سازی نظریه مهم سرمایه گذاری مدرن محسوب شده و در حال توسعه است (فضل زاده و همکاران، ۱۳۹۱). تشکیل یک پرتفوی مناسب و با تنوع کافی، می‌تواند میزان ریسک را تا حد قابل توجهی کاهش دهد. به عبارت دیگر، یک پرتفوی کارا به معنی ترکیب مطلوب اوراق بهادار است به نحوی که ریسک پرتفوی یادشده در ازای نرخ بازده مشخص و معین به حداقل رسیده باشد. بدین ترتیب سرمایه‌گذاران منطقی به صورت بنیادی باید به دنبال پرتفوی کارا باشند، چرا که این پرتفوی های کارا هستند که باعث کسب حداقل ریسک به ازای بازده مورد انتظار مشخص می شوند و یا در مقابل یک سطح ریسک معین، باعث حداکثر شدن بازده مورد انتظار می‌شوند (جونز[1]، ۱۳۸۷).

در این پژوهش سعی شده است مدل‌های پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شود و با توجه به شرایط حاکم، از میان مدل‌های ارائه شده بهترین مدل انتخاب شود. ضرورت پژوهش حاضر از این جهت است که همواره انتخاب بهترین مدل برای پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام به منظور تصمیم‌گیری‌های بهینه سرمایه‌گذاری و همچنین پیش‌بینی عملکرد شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران حائز اهمیت است. به این منظور در این پژوهش تلاش می‌شود، مدل‌های پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده و بهترین مدل (خطی و غیرخطی) با توجه به شرایط موجود بر جامعه ما از میان مدل‌های ارائه شده به‌منظور دستیابی به بازده مورد انتظار سهام انتخاب و در نهایت رتبه‌بندی شود.

در این رابطه مدل‌های متفاوتی در سال‌های مختلف ارائه شده است. در این پژوهش با بررسی هر کدام از مدل‌های ارائه شده و مقایسه آن ها با یکدیگر سعی شد بهترین مدل معرفی شود. انتخاب بهترین مدل که بتواند با توجه به شرایط بورس، پیش بینی مناسبی را از بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ارائه دهد و کمک قابل توجهی به سرمایه‌گذاران و پژوهشگران این حوزه کند.

این پژوهش نسبت به پژوهش‌های قبلی هفت مدل بسیار معتبر و کارآمد را یکجا و بطور همزمان بایکدیگر مقایسه و ارزیابی می‌کند و در نهایت از طریق ضریب تعیین R2، بهترین و قوی‌ترین آن‌ها به منظور بازده مورد انتظار سهام انتخاب شده است و این امر بیانگر نوآوری و بدیع بودن پژوهش حاضر شده است.

---

1. Jones

در چرخه سرمایه‌گذاری، بازده سهام به عنوان عاملی است که برای سرمایه‌گذاران در جهت بازده بیشتر، ایجاد انگیزه می‌کند. در ضمن سرمایه‌گذاران برای کسب بازده بیشتر، موازی با ارزیابی ریسک، بازده مورد انتظار سهام را نیز ارزیابی و سنجش می‌کنند. بنابراین اندازه‌گیری بازده واقعی (مربوط به گذشته) برای درک عملکرد سرمایه‌گذاران ضروری است و این امر در بازده سهام (مربوط به گذشته) برای تخمین و پیش بینی بازده های آینده نقش بسزایی دارد (احمدپور و فیروزجائی، ۱۳۸۶).

تغییرات سریع در بازارهای مالی و تفاوت در سیستم‌های قانونی، مالیاتی، اقتصادی، فرهنگی، رویکردهای سرمایه‌گذاری و غیره ممکن است مدل‌های اندازه‌گیری رفتار بازده سهام و قدرت توضیح‌دهندگی آنها را تحت تاثیر قرار دهد. شناخت مدل‌های اندازه‌گیری بازده سهام و همچنین مقایسه آنها و انتخاب الگویی که با مدل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران متناسب باشد، ضروری است. براین اساس، پژوهش حاضر درصدد است تا به مقایسه مدل‌های خطی شامل سه عاملی فاما و فرنچ[1] (۱۹۹۳)، چهار عاملی کارهارت[2] (۱۹۹۷)، چن[3] و همکاران (۲۰۱۰)، فاما و فرنچ[4] (۲۰۱۵) و مدل تجدیدنظر شده قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (رهنمای رودپشتی و حسینی، ۱۳۸۹)، با مدل‌های غیرخطی شامل تخمین مدل خود توضیح آستانه‌ای و انتقال هموار لجستیک بپردازد.

در این پژوهش تلاش می‌شود مدل‌های پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده و با توجه به شرایط حاکم بر بورس اوراق بهادار تهران از میان مدل‌های ارائه شده بهترین مدل انتخاب شود. ضرورت پژوهش حاضر از این جهت است که همواره انتخاب بهترین مدل به منظور پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام برای تصمیم‌گیری‌های بهینه سرمایه‌گذاری و همچنین پیش‌بینی عملکرد شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران دارای اهمیت است. به این منظور در این پژوهش تلاش می‌شود، مدل‌های پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده و بهترین مدل (خطی و یا غیرخطی) با توجه به شرایط حاکم بر جامعه ما از میان مدل‌های ارائه شده به‌منظور دستیابی به بازده مورد انتظار سهام انتخاب و در نهایت رتبه‌بندی شود.

---

1. Fama–French three-factor model
2. Carhart four-factor model
3. Chen
4. Fama–French

پیشینه پژوهش

پیشینه داخلی

فرقانی (۱۳۹۴)، به مقایسه مدل‌های خطی و غیرخطی برای پیش‌بینی بازده سهام پرداختند. در این مقاله سیر تاریخی مدل‌های تعیین روند بازده سهام در بازار و در پایان به ارائه پژوهش انجام شده توسط کاریل[1] در سال ۲۰۰۵ در مورد مقایسه مدل‌های خطی و غیرخطی بازده سهام پرداخته شده است که بر اساس نتایج حاصله تفاوت معنی داری بین مدل‌های خطی و غیرخطی و همچنین تعداد موجود در آنها وجود دارد، در مجموع مدل‌های چند متغیره از یک متغیره و مدل‌های غیرخطی از مدل‌های خطی بهتر است.

زرانژاد و رئوفی (۱۳۹۴) پژوهشی تحت عنوان پیش‌بینی بازار روزانه بورس اوراق بهادار تهران: ارزیابی و مقایسه روش‌های خطی و غیرخطی انجام دادند که با استفاده از آزمون براک- دیکرت و شاینکمن[2] (BDS) به بررسی خطی یا غیرخطی بودن و سپس آشوبناک بودن بازده شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران (TEPIX) در بازه زمانی ۱۳۸۸/۱/۵ تا ۱۳۹۰/۷/۲۳ (۶۲۵ مشاهده) پرداخته شد. نتایج آزمون نشان می‌دهد که این متغیر از یک رفتار غیرخطی پیروی می‌کند. سپس با استفاده از روش‌های مختلف پیش‌بینی، مدل‌های خطی و غیرخطیANN، GARCH، ARIMA و ANFIS برآورد شدند و با استفاده از معیارهای دقت پیش‌بینی مانند U-Thiel، MAE، RMSE و MAPE مدل‌ها مورد ارزیابی و مقایسه قرار گرفتند. نتایج نشان می‌دهد که مدل‌های غیرخطی نسبت به مدل ARIMA از عملکرد بهتری برخوردار بودند و در بین مدل‌های غیرخطی نیز مدل ANFIS بهترین عملکرد را در پیش‌بینی بازده روزانه شاخص سهام دارا بود. در ادامه با استفاده از آماره‌ی مورگان-گرنجر- نیوبلد[3] (MGN) معنی‌داری تفاوت دقت پیش‌بینی مدل‌های غیرخطی با مدل‌های خطی مورد آزمون قرار گرفت که نتایج نشان‌دهنده تفاوت معنی‌دار در پیش‌بینی روش‌های خطی و غیرخطی بود.

صالحی و همکاران (۱۳۹۴)، به بررسی توانایی مدل پنج عاملی فاما و فرنچ (۲۰۱۳) در پیش‌بینی بازده سهام پرتفوی‌های ارزشی و رشدی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

1. Caryl
2. Brock- Dechert - Scheinkman test
3. Morgan-Granger-Newbold

پرداختند. بدین منظور، نمونه‌ای مشتمل بر ۲۳۸ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۲ به روش نمونه گیری حذف سیستماتیک انتخاب شد. در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از آمار توصیفی و آمار استنباطی و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رویکرد رگرسیون دو مرحله‌ای فاما و مک بث (۱۹۷۳) در قالب نرم افزار Eviews۸ استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تاثیر عوامل بازار، اندازه و سودآوری بر صرف ریسک، در شرکت‌های ارزشی معنادار است اما در شرکت‌های رشدی تاثیر همه پنج عامل (بازار، اندازه، رشد، سودآوری و سرمایه‌گذاری) بر صرف ریسک معنادار است. همچنین نتایج حاکی از آن است که این تاثیر در شرکت‌های رشدی نسبت به شرکت‌های ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران قوی‌تر است.

حزبی و صالحی (۱۳۹۵)، قدرت توضیح‌دهندگی مدل چهار عاملی کارهارت و مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهامدار شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران را مقایسه کردند. بدین منظور، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۴۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۸ الی۱۳۹۲ انتخاب شد. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رویکرد رگرسیون چند متغیره و روش داده‌های پانل برآورد شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مدل پنج عاملی فاما و فرنچ دارای قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری نسبت به مدل چهار عاملی کرهارت در تبیین بازده سهام شرکت‌ها است. همچنین نتایج حاکی از آن است افزودن دو عامل سودآوری و سرمایه‌گذاری به مدل سه عاملی باعث افزایش قدرت مدل در تبیین بازده سهام شرکت‌ها می‌شود.

آسیما و عباس‌زاده اصل (۱۳۹۵)، با بررسی مقایسه عملکرد مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای خطی و غیرخطی در بورس اوراق بهادار تهران، سعی کردند در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ قدرت پیش‌بینی مدل‌های CAPM غیرخطی و مدل CAPM استاندارد در بورس اوراق بهادار تهران آزمون کنند. برای گمانه زدن مدل غیرخطی از روش نیمه پارامتریک و مدل رگرسیون کرنل منطقه‌ای استفاده شده است. بدین منظور بازده مورد انتظار بر اساس دو مدل موجود در این پژوهش برآورد شد و نتایج با بازده تحقق یافته مورد مقایسه قرار گرفت و از شاخص میانگین قدرمطلق درصد خطا برای سنجش قدرت پیش‌بینی مدل‌های پژوهش استفاده شد. با استفاده از آزمون دایبولد-ماریانو بر روی شاخص میانگین قدرمطلق درصد خطا، مدل‌های پژوهش با یکدیگر مقایسه شده‌اند. نتایج نشان‌دهنده آن است که در نظر گرفتن غیرخطی بودن

رابطه بازده سهام و بازده بازار باعث افزایش قدرت پیش‌بینی بازده تحقق‌یافته با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای می‌شود.

ایمانی و پورزمانی (۱۳۹۶)، به مقایسه توان پیش‌بینی بازده مورد انتظار شرکت با استفاده از مدل چهار عاملی کارهارت پرداختند. این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیلی- علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا[1]) است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۳ بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان از آن داشت که بازده مورد انتظار پیش‌بینی شده با استفاده از مدل چهار عاملی کارهارت به بازده واقعی نزدیک است.

وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۶)، با استفاده از آزمون معنی‌داری ضرایب متغیرهای توضیحی الگوها و الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی واحدهای مقطعی و سری زمانی و ضریب تعیین تعدیل شده، الگوی پنج عاملی فاما و فرنچ و الگوی چهارعاملی کارهارت را برای تبیین بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ مقایسه کردند. متغیرهای الگوی کارهارت شامل عوامل صرف ریسک بازار، ارزش، اندازه و مومنتوم است. در الگوی پنج عاملی فاما و فرنچ، افزون بر عوامل الگوی کارهارت از عامل سودآوری نیز استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد از لحاظ آماری، عوامل صرف ریسک بازار، اندازه و ارزش بر بازده سهام تاثیر می‌گذارند و دو عامل مومنتوم و سودآوری بر بازده سهام تاثیری ندارند. به بیان دیگر نتایج پژوهش نشان می‌دهد در بورس اوراق بهادار تهران، الگوی سه عاملی فاما و فرنچ صدق می‌کند، اما الگوی چهارعاملی کارهارت و پنج عاملی فاما و فرنچ صدق نمی‌کند.

بزرگ اصل و مسجد موسوی (۱۳۹۷)، به بررسی مقایسه توان توضیحی مدل سه عاملی فاما و فرنچ و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای با تأکید بر چرخه زندگی شرکت پرداختند. دوره زمانی این پژوهش از سال ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۵ بوده و در بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفت. برای بررسی اثر چرخه زندگی، شرکت‌ها براساس اطلاعات حسابداری (رشد فروش و تغییر در هزینه‌های سرمایه‌ای) به علاوه زندگی شرکت به شرکت‌های رشدی، بالغ و در حال افول تقسیم

1. Panel Data

و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مدل سه عاملی فاما و فرنچ در هر دسته و همچنین در سطح همه شرکت‌ها بررسی شد. آزمون ونگ نشان داد که تفاوت میان محتوای اطلاعاتی دو مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مدل سه عاملی فاما و فرنچ رد می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده هر دو مدل در شرکت‌های بالغ بیشترین و در شرکت‌های در حال افول کم‌ترین مقدار بوده و هر دو مدل در سطح کل واحدهای تجاری از بیشترین توان توضیحی برخوردار هستند. آزمون Z کرامر نیز حکایت از تأثیر چرخه زندگی شرکت بر توان توضیحی مدل‌های پژوهش داشت.

رضایی دولت‌آبادی و یوسفان (۱۳۹۷)، نظریه پنج عاملی فاما و فرنچ و مقایسه عملکرد الگوی سه عاملی و پنج عاملی در برآورد بازده موردانتظار را آزمودند. این پژوهش براساس اطلاعات سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۸۸ برای ۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران آزمون شده است. فرضیه پژوهش، با درنظرگرفتن همزمانی روابط، در دو مرحله آزمون سری زمانی آلفا برای سنجش عرض از مبدا با آماره GRS و آزمون مقطعی فاما - مک بث در قیمت‌گذاری ضرایب بررسی شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد الگوی پنج عاملی فاما و فرنچ، با متغیرهای توضیحی اندازه، ارزش، سودآوری و سرمایه‌گذاری، مازاد بازده سهام را با قدرت بیشتری نسبت به الگوی سه عاملی فاما و فرنچ توضیح می‌دهد. براساس نتایج در الگوی سه عاملی، تنها عامل ارزش معنادار است، در حالی که الگوی پنج عاملی دو عامل ارزش و سرمایه‌گذاری را قیمت‌گذاری می‌کند.

قالیباف اصل و همکاران (۱۳۹۷)، به پیش‌بینی بازده اضافی سهام بر اساس داده‌های مبتنی بر اوراق بدهی و سایر متغیرهای اقتصادی و بازار سرمایه در ایران پرداختند. مدل ارایه شده بر رابطه غیرخطی میان مجموعه‌ای از متغیرهای کمّی تاکید دارد و مبنای ساختاربندی آن، مدل‌های پارامتریک و ناپارامتریک با به‌کارگیری هموارسازی موضعی و خطی هسته‌ای است. ابتدا متغیرهای تأثیرگذار بر نرخ بازده اوراق بدهی مورد بررسی و شناسایی قرار گرفت. پس از شناخت متغیرهای تأثیرگذار در مرحله اول، مدل پیش‌بینی نرخ بازده اوراق بدهی ساختاربندی شد. این مدل‌سازی بر اساس دو روش پیش‌بینی پارامتریک و ناپارامتریک نرخ بازده اوراق بدهی طراحی و ارایه شد. در ادامه به‌منظور تعیین عامل‌های تأثیرگذار بر پیش‌بینی نرخ بازده اضافی

سهام، ساختاربندی مدل به صورت خطی پارامتریک و غیرخطی ناپارامتریک و با استفاده از نتایج حاصل در سه گام مختلف و با رعایت معیار مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از اجرای مدل نشان می‌دهد در تمامی سه گام مورد بررسی و بر اساس معیار، نتایج حاصل از اجرای مدل‌های مختلف بر اساس رویکرد ناپارامتریک بهتر از رویکرد پارامتریک عمل می‌کند.

صالحی و هاشمی بلمیری (۱۳۹۸)، به مقایسه توان توضیح‌دهندگی مدل چهار عاملی هاو[1] و همکاران و مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۴۷ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۴ به روش نمونه گیری حذف سیستماتیک انتخاب شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که ضریب تعیین تعدیل شده دو مدل که حاکی از قدرت توضیح‌دهندگی آنهاست، با هم برابر هستند. همچنین میانگین مجذور خطا و میانگین قدرمطلق خطای هر دو مدل تفاوت معناداری با هم ندارند. بنابراین، نتایج حاکی از این است که در دوره پژوهش، قدرت توضیح‌دهندگی مدل پنج عاملی فاما و فرنچ با مدل چهار عاملی هاو و همکاران در پیش‌بینی بازده مورد انتظار تفاوت معنی داری از یکدیگر ندارند. از این رو سرمایه‌گذاران به منظور تشکیل سبد سرمایه‌گذاری خود، از هر دو مدل برای پیش‌بینی بازده مورد انتظار می‌توانند استفاده کنند.

پیشینه خارجی

لی[2] و همکاران (۲۰۱۵) در مطالعه خود با اعمال یک سری محدودیت‌های مثبت در میانگین تاریخی محلی(LHA)[3] در چارچوب رگرسیون هسته ناپارامتریک، به پیش‌بینی و تخمین صرف ریسک سهام پرداختند. آنها همچنین مدل تک شاخص نیمه‌پارامتریک را به‌منظور استفاده از چندین پیش‌بینی‌کننده توسعه دادند. آنها با اجرای مدل خود در تخمین صرف ریسک سهام در بورس آمریکا مشاهده کردند، به‌کارگیری LHA و اعمال محدودیت‌های مثبت به‌طور قابل ملاحظه‌ای پیش‌بینی را در حالت خارج از نمونه بهبود می‌دهد.

---

1. Hou
2. Lee
3. Local Historical Average

شولز[1] و همکاران (۲۰۱۶) به‌منظور پیش‌بینی صرف ریسک سهام، با رویکردی بلندمدت و واقعی به بررسی ارتباطات غیرخطی بین مجموعه‌ای از متغیرهای کمکی[2] پرداختند. آنها برای تخمین مدل ناپارامتریک خود از رگرسیون هسته خطی موضعی استاندارد و همچنین از معیار $R2$ برای انتخاب بهترین مدل و پهنای باند[3] استفاده کردند. نتایج آزمون خودگردانساز[4] در پژوهش آنها، درستی پیش‌بینی بازده موردانتظار سالانه شاخص S&P۵۰۰ را تأیید کرد.

ژو و لی[5] (۲۰۱۶) با گسترش مدل ۵ عاملی فاما و فرنچ (۲۰۱۵) همراه با توزیع خطاهای غیرنرمال SSAEPD (توزیع قدرت نمایی نامتقارن استاندارد توزیع شده) بکاربرده شده توسط ژو و زینده–والش (۲۰۰۹) و نوسانات نوع GARCH، پژوهش خود را انجام دادند. آن‌ها به‌دنبال پاسخ به این پرسش بودند که آیا مدل جدید مورداستفاده آن‌ها می‌تواند از مدل ۵ عاملی اصلی فاما فرنچ بهتر باشد یا خیر. آنان برای انجام پژوهش‌های خود از پرتفوی ۲۵–موزون فاما فرنچ استفاده کردند و برای تخمین پارامترها MLE بکار برده شد. از آزمون‌های LR و KS برای تشخیص مدل‌ها استفاده شد و مدل‌ها توسط AIC مقایسه شدند. نتایج تجربی نشان می‌دهد که با وجود نوسانات از نوع GARCH و خطاهای غیرنرمال، مدل ۵ عاملی فاما فرنچ هنوز کاراست. مدل جدید مورد استفاده در پژوهش نیز می‌تواند با موفقیت چولگی، کشیدگی و کشیدگی نامتقارن در داده‌ها را جذب کند و در نمونه مورد استفاده از مدل ۵ عاملی فاما فرنچ (۲۰۱۵) مناسب‌تر است.

کارپ و وورن[6] (۲۰۱۷) در پژوهش خود، روایی و صحت مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مدل سه عاملی فاما و فرنچ را ازطریق پیش‌بینی تغییر در بازده اضافی پرتفوی در بورس اوراق بهادار ژوهانسبورگ، آزمودند. پرتفوی سهام براساس رویکرد اتخاذ شده توسط فاما فرنچ (۱۹۹۳) و با استفاده از روش مرتب سازی سالانه، به‌ترتیب بر اساس اندازه و ارزش دفتری به بازار، ساخته شد. دوره زمانی پژوهش شامل شش سال، ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ است که ۴۶ شرکت پذیرفته شده در JSE را دربرمی‌گیرد. نتایج نشان می‌دهد که هر دو مدل به‌دلیل نامناسب

1. Scholes
2. Covariates
3. Band witch
4. Simple Bootstrap
5. Xu & Lee
6. Karp & Vuuren

بودن اندازه‌گیری سنجه بازار، محدودیت‌های نقدینگی بازار، عوامل ریسک بی‌ارزش و نوسانات ذاتی در محیط بازار نوظهور، نسبتاً ضعیف عمل می‌کنند. صرف ارزش[1] برای توضیح بخش بزرگی از نوسان در بازده اضافی، در مقایسه با صرف اندازه[2]، یافت شده است.

پانکاج[3] (۲۰۱۷) به بررسی مدل‌های سه عاملی فاما و فرنچ و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در هند و آمریکا پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که اگرچه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای قادر به توضیح بازده‌ها در هند و آمریکا بود، ولی مدل سه عاملی توانست کار خود را بهتر انجام دهد و هم در بازار توسعه یافته و هم در بازار در حال توسعه قابل استفاده باشد.

اردینک[4] (۲۰۱۷) سعی کرد تا مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)، مدل سه عاملی فاما فرنچ (F-FF۳) و مدل پنج عاملی فاما فرنچ (F-FF۵) را برای بازار سهام ترکیه مورد آزمایش و بررسی قرار دهد. نمونه پژوهش وی شامل دوره زمانی از ژوئن ۲۰۰۰ تا ماه مه ۲۰۱۷ است. نتایج نشان می‌دهد که مدل پنج عاملی واریانس مشترک در بازده سهام را نسبت به مدل سه عاملی و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای بهتر توضیح می‌دهد. علاوه‌براین، مدل CAPM هیچ قدرت توضیح‌دهندگی درخصوص بازده اضافی ماهانه پرتفوی مرتب شده ندارد. اگرچه به نظر می‌رسد که مدل سه عاملی دارای ضرایب قابل توجهی است، اما در این مدل مقادیر T معنادار وجود دارد که نشان می‌دهد این مدل در توضیح بازده پرتفوها دارای مشکل است.

موساوا[5] و همکاران (۲۰۱۸)، با استفاده از روش فاما و فرنچ داده‌های حاصل از بازار نوظهور بورس اوراق بهادار Lusaka را مورد آزمون قرار دادند. با بکارگیری یک طرح پژوهشی قیاسی- کمی و داده‌های ثانویه حاصل از بورس اوراق بهادار Lusaka و استفاده از رگرسیون چندمتغیره، داده‌های پژوهش تحلیل شدند. نتایج نشان می‌دهد که مدل پنج عاملی در قیاس با مدل CAPM، ازنظر ضریب تغییر در بازده سهام بهتر است. ضریب تعیین (R) تعدیل شده مدل پنج عاملی، که از طبقه‌بندی کلیه پرتفوی بدست آمد ۰,۹ بود، در حالی که برای مدل CAPM ۰,۱۳ بود.

---

1. The Value Premium
2. The Size Premium
3. Pankaj
4. Erdinc
5. Musawa

پژوهش مالیکارجونا[1] و همکاران (۲۰۱۹) با هدف بررسی عملکرد پیش‌بینی‌کننده مدل‌های خطی، غیرخطی، هوش مصنوعی، دامنه تناوب و مدل‌های ترکیبی برای یافتن یک مدل مناسب برای پیش‌بینی بازده سهام در بازارهای توسعه یافته، نوظهور و مرزی انجام دادند. آن‌ها برای ارزیابی عملکرد پیش‌بینی‌کنندگی مدل‌های فوق، بازده روزانه بازار سهام شاخص‌های منتخب از بازارهای توسعه یافته، نوظهور و مرزی را برای دوره ۲۰۰۰–۲۰۱۸ در نظر گرفتند. نتایج نشان داد که هیچ مدل واحدی از ۵ مدل نمی‌تواند به‌طور یکنواخت در همه بازارها اعمال شود. با این حال، مدل‌های سنتی خطی و غیرخطی در ارائه پیش بینی‌های دقیق از مدل‌های هوش مصنوعی و دامنه تناوب بهتر عمل کرده‌اند. همچنین، مدل خودرگرسیون استانه‌ای در ده بازار بهتر از سایر مدل‌ها عمل کرده است.

ارشد و همکاران (۲۰۱۹) با بررسی تجربی سه مدل حاصل از CAPM، به‌منظور بدست آوردن بهترین عوامل تعیین‌کننده و مدل CAPM برتر در زمینه بخش مالی پاکستان، پژوهشی با عنوان «آیا عواملی برای پیش‌بینی بازده سهام با ریسک بالا دارای اهمیت هستند؟ مقایسه‌ای میان مدل‌های CAPM تک، سه و پنج عاملی» انجام دادند. آن‌ها با استفاده از مدل اثر ثابت و آزمون هاسمن، مدل‌های CAPM تک، سه و پنج عاملی را بکار بردند. آن‌ها در ابتدا به تجزیه‌وتحلیل مدل CAPM تک عاملی پرداختند و نتایج، تغییرات ۵۲٪ در متغیر وابسته (بازده سهام) را نشان داد. در مرحله بعد، مدل CAPM سه عاملی تجزیه و تحلیل شد که ۶۹٪ تغییرات در متغیر وابسته (بازده سهام) را با اضافه کردن دو عامل دیگر (اندازه و ارزش) توضیح داده شد. سرانجام، مد پنج عاملی CAPM گمانه زنی شد، که با اضافه کردن دو عامل دیگر (سرمایه‌گذاری و سودآوری) به مدل سه عاملی CAPM، ۷۶ درصد تغییرات در متغیر وابسته (بازده سهام) را توضیح می‌دهد. این امر نشان می‌دهد که افزودن عوامل بیش‌تر در مدل CAPM نتایج مناسبی را در بخش مالی پاکستان به ارمغان می‌آورد.

ترام آنح[2] (۲۰۲۰) برای نخستین بار، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه (CAPM) و مدل سه عاملی (TFM) در زمینه‌های مختلف اقتصاد ویتنامی (رکود اقتصادی و بهبود) را با استفاده از داده‌های سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ مقایسه کرد. در این مقاله از چهار آزمون شامل آزمون t، ضریب

---

1. Mallikarjuna
2. Tram Anh

تعیین R۲، آزمون Chow-test و GRS-test برای بررسی عملکرد این دو مدل استفاده شده است. نتایج حاکی از برتری مدل TFM بر مدل CAPM در هر دو زمینه اقتصاد و مطابق با پژوهش‌های انجام شده توسط فاما و فرنچ است، این امر نشان می‌دهد که مدل TFM می‌تواند جایگزینی برای مدل CAPM ازنظر محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام مورد استفاده قرار گیرد. یافته دیگر این بود که عملکرد این دو مدل در دوره رکود بهتر از دوره بهبود و رواج است.

ناسوشن[1] و همکاران (۲۰۲۰) با هدف ۱) تعیین دو ریسک اصلی در زمینه اموال و املاک و مستغلات، رشد اقتصادی و اندازه شرکت‌ها و ارزش سهام که از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مدل سه عاملی فاما فرنچ استفاده شده است، ۲) و شناسایی بهترین مدلی که می‌تواند بهترین بازده را برای بخش اموال و املاک و مستغلات را تشخیص دهد، انجام دادند. نتایج حاکی از آن است که شرایط اقتصادی تاثیر قابل‌توجهی بر بازده بیش از حد در بخش‌های اموال و املاک و مستغلات کشور اندونزی می‌گذارد. اندازه بزرگ همراه با نسبت پایین ارزش دفتری به بازار شرکت‌ها در بخش اموال و املاک و مستغلات چیره است. در نتیجه، هر دو مدل نتایج مشابه و سازگاری را نشان دادند. با این حال، مدل سه عاملی فاما و فرنچ در شناسایی بازده اضافی بخش‌های اموال و املاک و مستغلات اندونزی بهتر عمل کرده است.

روش‌شناسی پژوهش

انتخاب نمونه پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده از نوع پژوهش‌های نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۸ تشکیل می‌دهند و نمونه انتخابی پژوهش نیز شرکت‌هایی هستند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

۱- به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

---

1. Nasution

۲- طی سال‌های یادشده تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

۳- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به‌علت تفاوت ماهیت فعالیت و ساختار مالی با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).

۴- بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند.

پس از بررسی شرکت‌ها از لحاظ ویژگی‌های گفته شده، در مجموع ۱۰۲ شرکت به منظور تجزیه و تحلیل نهایی انتخاب شدند. در گردآوری داده‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سامانه کدال و پایگاه اینترنتی مرتبط با بورس اوراق بهادار استفاده شد. آزمون فرضیه‌ها نیز پس از گردآوری داده‌های موردنیاز، به کمک نرم‌افزار ایویوز نسخه دهم انجام گرفت.

پرسش‌های پژوهش

- آیا قدرت توضیحی مدل‌های خطی سه عاملی فاما و فرنچ، چهارعاملی کارهارت و پنج عاملی فاما و فرنچ برای تبیین بازده سهام با هم متفاوت هستند؟
- آیا قدرت توضیحی مدل‌های غیرخطی خود توضیح آستانه‌ای (TAR) و مدل انتقال هموار (LSATR) برای تبیین بازه سهام باهم متفاوت هستند؟
- کدام مدل (اعم از خطی و غیرخطی) در فضای اقتصادی و سیاسی حاکم بر بورس اوراق بهادار تهران و جهت دستیابی به یک پرتفوی بهینه مناسب‌تر است؟

مدل‌های پژوهش و اندازه‌گیری متغیرها

در این پژوهش از پنج مدل خطی شامل فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، کارهارت (۱۹۹۷) و فاما و فرنچ (۲۰۱۵) که به صورت زیر برآورد می‌شوند، استفاده شده است.

مدل (۱)

$$ER= a\,i + b\,i\,MKT + Si\,SMB\,t + h\,i\,HML\,t + \varepsilon\,it$$

مدل(۲)

$$ER= a\,i + b\,i\,MKT + Si\,SMB\,t + h\,i\,HML\,t + r\,i\,WML + \varepsilon\,it$$

مدل(۳)

$$ER= a\,i + b\,i\,MKT + Si\,SMB\,t + h\,i\,HML\,t + r\,i\,RMV\,t + c\,i\,CMA\,t + \varepsilon\,it$$

همچنین از دو مدل غیرخطی خود توضیح آستانه‌ای و انتقال هموار لجستیک برای تبیین پیش‌بینی بازده سهام استفاده شده است که طبق جدول یک برآورد می‌شود.

تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش طبق جدول ۱ ارایه شده است.

جدول ۱. تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳)	
مدل	$ER= a_i + b_i MKT+ S_i SMB_t + h_i HML_t + \varepsilon_{it}$
متغیرها	ER = بازده اضافی سهام که از تفاضل میانگین بازده ماهانه سهام و بازده سرمایه‌گذاری بدون ریسک برآورد می‌شود. MKT= عامل بازار که از تفاضل میانگین بازده ماهانه بازار (شاخص بازده نقدی و قیمت) و بازده سرمایه‌گذاری بدون ریسک برآورد می‌شود. SMB = عامل اندازه که از تفاضل میانگین ساده بازده مجموعه سهام شرکت‌های کوچک و مجموعه سهام شرکت‌های بزرگ برآورد می‌شود. $SMB = \frac{(SL + SH)}{2} - \frac{(BL + BH)}{2}$ HMLt= عامل ارزش که از تفاضل میانگین بازده‌های مجموعه سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا (ارزشی) و مجموعه سهام شرکت‌هایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین (رشدی) برآورد می‌شود. $HML = \frac{(SH + BH)}{2} - \frac{(SL + BL)}{2}$
چهار پرتفوی ساخته شده بر اساس مدل	SL= شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین است. SH= شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا است. BL= شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین است. BH= شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا است.
مدل پنج عاملی فاما و فرنچ (۲۰۱۴)	
مدل	$ER= a_i + b_i MKT+ S_i SMB_t + h_i HML_t + r_i RMV_t + c_i CMA_t + \varepsilon_{it}$
متغیرها	ER= بازده اضافی سهام که تفاضل میانگین بازده ماهانه سهام و بازده سرمایه‌گذاری بدون ریسک برآورد می‌شود. MKT= عامل بازار که از تفاضل میانگین بازده ماهانه بازار (شاخص بازده نقدی و قیمت) و بازده سرمایه‌گذاری بدون ریسک برآورد می‌شود. SMB = عامل اندازه که از تفاضل میانگین ساده بازده مجموعه سهام شرکت‌های کوچک و مجموعه سهام شرکت‌های بزرگ برآورد می‌شود. $SMB = \frac{(SHRC + SHRA + SLRC + SLRA + SHWC + SHWA + SLWA + SLWC)}{8} - \frac{(BHRC + BHRA + BLRC + BLRA + BHWC + BHWA + BLWA + BLWC)}{8}$ HMLt= عامل ارزش که از تفاضل میانگین بازده‌های مجموعه سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا (ارزشی) و مجموعه سهام شرکت‌هایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین (رشدی) برآورد می‌شود. $HML = \frac{(SHRC + SHRA + SHWC + SHWA + BHRC + BHRA + BHWC + BHWA)}{8} - \frac{(SLRC + SLRA + SLWC + SLWA + BLRC + BLRA + BLWC + BLWA)}{8}$ RMWt= عامل سودآوری که از تفا ضل بین میانگین بازده‌های مجموعه سهام شرکت‌های با سودآوری قوی و مجموعه سهام شرکت‌هایی با سودآوری ضعیف برآورد می‌شود.

	$RMV = \frac{(SHRC + SHRA + SLRC + SLRA + BHRC + BHRA + BLRC + BLRA)}{8} - \frac{(SHWC + SHWA + SLWC + SLWA + BHWC + BHWA + BLWC + BLWA)}{8}$ CMAt= عامل سرمایه گذاری که از تفاضل بین میانگین بازده‌های مجموعه سهام شرکت‌های با محافظه کار و مجموعه سهام شرکت‌های تهاجمی برآورد می‌شود. $RMV = \frac{(SHRC + SHWC + SLRC + SLWC + BHRC + BHWC + BLRC + BLWC)}{8} - \frac{(SHRA + SHWA + SLRA + SLWA + BHRA + BHWA + BLRA + BLWA)}{8}$
شانزده پرتفوی ساخته شده بر اساس مدل	SHRC=شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا و از نظر سودآوری قوی و از نظر سرمایه گذاری تهاجمی هستند. SHRA=شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا و از نظر سودآوری قوی و از نظر سرمایه گذاری محافظه کار هستند. SHWC=شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا و از نظر سودآوری ضعیف و از نظر سرمایه گذاری تهاجمی هستند. SHWA=شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا و از نظر سودآوری ضعیف و از نظر سرمایه گذاری محافظه کار هستند. SLWC=شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین، از نظر سودآوری ضعیف و از نظر سرمایه گذاری تهاجمی هستند. SLWA= شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین، از نظر سودآوری ضعیف و از نظر سرمایه گذاری محافظه کار هستند. SLRC=شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین و از نظر سودآوری قوی و از نظر سرمایه گذاری تهاجمی هستند. SLRA=شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین و از نظر سودآوری قوی و از نظر سرمایه گذاری محافظه کار هستند. BHRC=شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا، از نظر سودآوری قوی و از نظر سرمایه گذاری تهاجمی هستند. BHRA=شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا، از نظر سودآوری قوی و از نظر سرمایه گذاری محافظه هستند. BHWC=شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا، از نظر سودآوری ضعیف و از نظر سرمایه گذاری تهاجمی هستند. BHWA=شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا، از نظر سودآوری ضعیف و از نظر سرمایه گذاری محافظه هستند. BLRC=شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین، از نظر سودآوری قوی و از نظر سرمایه گذاری تهاجمی هستند. BLRA=شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین، از نظر سودآوری قوی و از نظر سرمایه گذاری محافظه هستند. BLWC= شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین، از نظر سودآوری ضعیف و از نظر سرمایه گذاری تهاجمی هستند. BLWA= شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین، از نظر سودآوری ضعیف و از نظر سرمایه گذاری محافظه هستند.
مدل چهار عاملی کارهارت (۱۹۹۷)؛ (عباسی و جلالی، ۱۳۹۱)	
مدل	$ER = a_i + b_i MKT + S_i SMB_t + h_i HML_t + r_i WML + \varepsilon_{it}$
متغیرها	ER= بازده اضافی سهام که تفاضل میانگین بازده ماهانه سهام و بازده سرمایه گذاری بدون ریسک برآورد می‌شود. MKT=عامل بازار که از تفاضل میانگین بازده ماهانه بازار (شاخص بازده نقدی و قیمتشاخص کل) و بازده سرمایه گذاری بدون ریسک برآورد می‌شود. SMB = عامل اندازه که از تفاضل میانگین بازده مجموعه سهام شرکت‌های کوچک و مجموعه سهام شرکت‌های بزرگ برآورد می‌شود. $SMB = \frac{(SHW + SHLO + SLW + SLLO)}{4} - \frac{(BHW + BHLO + BLW + BLLO)}{4}$ HMLt= عامل ارزش که از تفاضل میانگین بازده‌های مجموعه سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا (ارزشی) و مجموعه سهام شرکت‌هایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین (رشدی) برآورد می‌شود. $HML = \frac{(HSW + HSLO + HBW + HBLO)}{4} - \frac{(LSW + LSLO + LBW + LBLO)}{4}$

	WMLOt= عامل سرمایه‌گذاری که از تفاضل بین میانگین بازده‌های مجموعه سهام شرکت‌های برنده و مجموعه سهام شرکت‌های بازنده برآورد می‌شود. $RMV = \frac{(WHS + WHB + WLS + WLB)}{4} - \frac{(LOHS + LOHB + LOLS + LOLB)}{4}$
هشت پرتفوی ساخته شده بر اساس مدل	SHW= شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا و برنده هستند. SHLO= شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا و بازنده هستند. SLW= شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین و برنده هستند. SLLO= شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین و بازنده هستند. BHW= شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا و برنده هستند. BHLO= شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها بالا و بازنده هستند. BLW= شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین و برنده هستند. BLLO= شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ، نسبت ارزش دفتری به بازار آن‌ها پایین و بازنده هستند.
مدل خود توضیح آستانه‌ای (عباسی و باقری، ۱۳۹۰)	
مدل	تخمین مدل خود توضیح آستانه‌ای را می‌توان در دو حالت انجام داد: حالت اول TAR: در این حالت از وقفه بازده سهام به عنوام متغیر آستانه‌ای استفاده شده است. $r_t = a_1 l_t r_{t-1} + a_2(1 - l_t) r_{t-1} + \varepsilon$ $\begin{cases} r_{t-1} > \tau & l = 1 \\ r_{t-1} \le \tau & l = 0 \end{cases}$ حالت دوم TAR (VOL): از وقفه نسبت گردش مبادله سهام به عنوان متغیر آستانه‌ای استفاده خواهد شد. $r_t = a_1 l_t r_{t-1} + a_2(1 - l_t) r_{t-1} + \varepsilon$ $\begin{cases} V_{t-1} > \tau & l = 1 \\ V_{t-1} \le \tau & l = 0 \end{cases}$
مدل انتقال هموار لجستیک (عباسی و باقری، ۱۳۹۰)	
مدل	این مدل نیز در دو حالت تخمین زده شده است: حالت اولLSTAR : از وقفه بازده سهام به عنوان متغیر انتقال استفاده شده است. $r_t = a_0 + a_1 r_{t-1} + \cdots + a_p r_{t-p} + G[\beta_0 + \beta_1 r_{t-1} + \cdots + \beta_p r_{t-p}]$ به طوری که: $G = (1 + \exp\{(-\gamma(r_{t-d} - C))\}^{-1}$ در معادله فوق متغیر r_{t-d} ، متغیر انتقال و G تابع لجستیک است. حالت دوم LSTAR (VOI): از وقفه نسبت گردش حجم معاملات سهام به عنوان متغیر انتقال استفاده شده است. $r_t = a_0 + a_1 r_{t-1} + \cdots + a_p r_{t-p} + G[\beta_0 + \beta_1 r_{t-1} + \cdots + \beta_p r_{t-p}]$ به طوری که: $G = (1 + \exp\{(-\gamma(V_{t-d} - C))\}^{-1}$ در معادله بالا متغیر V_{t-d}، متغیر انتقال و G تابع لجستیک است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی عبارت از مجموعه روش‌هایی است که پردازش داده‌ها را فراهم می‌سازد. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول زیر آورده شده است. کمیت‌های آماری توصیفی شامل حداقل، حداکثر، میانه، میانگین و انحراف معیار است. نتایج آمار توصیفی در جدول ۲ نشان می دهد که میانگین و میانه داده ها به هم نزدیک بوده و انحراف معیار کمی دارند، بنابراین داده ها دارای توزیع کم وبیش نرمال است. بر اساس نتایج جدول آمار توصیفی می توان ادعا کرد که بازده سهام شرکت‌های کوچک بطور متوسط حدود ۱۰/۵ درصد بزرگتر از بازده سهام شرکت‌های بزرگ بوده است و بیشترین تفاوت بازدهی در شرکت‌های نمونه، ۱۴ درصد و کمترین آن ۱۰ درصد است. این موضوع با مبانی نظری عنوان شده توسط فاماوفرنچ و بَنز منطبق استکه بازدهی سهام شرکت‌های کوچک بزرگتر از بازدهی سهام شرکت‌های بزرگ بوده است. همچنین میانگین نسبت HML نشان می دهد که بازده سهام شرکت‌هایی که دارای B/M بالا بوده اند (شرکت‌های ارزشی) در مقایسه با بازده سهام شرکت‌هایی که از B/M پائینی برخوردار بوده اند (شرکت‌های رشدی)، بطور متوسط ۵۱ درصد بیشتر بوده است، که این وضعیت نیز می‌تواند در راستای تائید نظر فاماوفرنچ باشد، که عنوان می کردند بازده سهام ارزشی بیشتر از سهام رشدی خواهد بود. در ضمن میانگین نسبت بازده اضافی سهام (ER) که در این پژوهش بعنوان متغیر وابسته استفاده شده، نشان می دهد که بازده سهام شرکت‌های نمونه بطور متوسط ۱۸ درصد بیشتر از نرخ بازده بدون ریسک بوده است (بازدهی وارد شده در محاسبات، بصورت درصد است).

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرها

Std. Dev.	Minimum	Maximum	Median	Mean	
۰.۷۵۲۲	−۲.۹۰۱۹	۳۰.۰۹۹۸	۰.۱۹۳۶	۰.۱۸۰۸	ER
۰.۵۰۰۲	−۳.۰۱۶۸	۰.۱۹۱۲	−۰.۱۲۴۵	−۰.۲۰۵۵	MKT
۰.۰۱۸۹	۰.۱۰۱۹	۰.۱۴۳۲	۰.۱۰۲۹	۰.۱۰۵۱	SMB
۰.۵۰۱۸	−۵.۴۰۸۳	۷.۹۱۸۴	۰.۴۳۰۸	۰.۵۱۰۷	HML
۱.۹۰۱۰	−۹۰.۳۱۷۲	۱۵.۰۹۸۶	۰.۱۸۰۳	۰.۱۹۹۴	RMWFF
۱.۱۸۵۱	−۱۴.۷۰۰۱	۰.۰۰۱۱	−۰.۰۳۴۶	−۰.۲۸۳۶	CMA
۰.۷۱۵۵	−۲.۶۸۶۴	۳۰.۱۸۴۸	۰.۱۹۱۵	۰.۰۱۹۳	WML
۰.۱۲۱۳	−۰.۳۶۹۸	۲.۳۰۰۹	۰.۰۴۲۷	۰.۰۷۱۲	RMWCHEN
۰.۲۰۸۴۲	−۲.۳۶۰۹	۵.۷۱۰۳	−۰.۰۱۱۸	۰.۹۳۰۶	BETARMKT
۰.۳۴۵۹	−۸.۶۶۷۰	۳.۲۸۱۷	۰.۰۰۳۱	−۰.۰۰۹۰۲	BETAR

همچنین همبستگی میان متغیرهای پژوهش در جدول ۳ ارایه شده است. نتایج نشان می‌دهد که به استثنای متغیر HML سایر متغیرها دارای همبستگی مثبت با متغیر وابسته بوده که در این بین SMB بالاترین همبستگی مثبت را نشان می‌دهد. بنابراین هر چه عامل اندازه بیش‌تر باشد، بازده مورد انتظار نیز بالاتر و برعکس است.

جدول ۳. همبستگی بین متغیرها

	ER	MKT	SMB	HML	RMWFF	CMA	WML	RMWCHEN	BETARMKT
ER	۱/۰۰								
MKT	۰/۰۱	۱/۰۰							
SMB	۰/۰۴	۰/۰۵	۱/۰۰						
HML	-۰/۰۶	۰/۰۸	۰/۱۱	۱/۰۰					
RMWFF	۰/۰۱	۰/۰۴	۰/۰۴	۰/۰۱	۱/۰۰				
CMA	۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۵۰	۰/۰۵	۰/۰۱	/۰۰			
WML	۰/۰۱	۰/۰۱	۰/۰۵	۰/۰۶	۰/۰۱	/۰۰	/۰۰		
RMWCHEN	۰/۰۱	۰/۰۹	۰/۲۷	۰/۰۲	۰/۱۹	/۰۲	/۰۰	۱/۰۰	
BETARMKT	۰/۰۲	۰/۰۶	۰/۰۱	۰/۰۱	۰/۰۲	/۰۱	/۰۲	-۰/۰۷	۱/۰۰

آمار استنباطی

ایستایی متغیرها

روش برآورد حداقل مربعات معمولی (OLS) در پژوهش‌های تجربی بر این فرض استوار است که متغیرهای سری زمانی مورد استفاده پایا هستند، اما باور غالب این است که بسیاری از متغیرهای کلان اقتصادی به علت وجود یک روند تصادفی پایا نیستند. به عبارت دیگر، میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان ثابت نبوده و واریانس بین هر دو مشاهده سری زمانی، به فاصله زمانی بین آن‌ها وابسته نیست. بنابراین بررسی پایایی متغیرهای مورد استفاده در مدل‌های سری زمانی لازم است. زمانی که وجود ریشه واحد یا ناپایایی متغیرها اثبات شد باید از روش‌هایی غیر از حداقل مربعات معمولی، همانند روش‌های هم انباشتگی، برای برآورد ضرایب مدل و مطالعه رفتار آن مورد استفاده قرار گیرند. در این پژوهش به منظور آزمون پایایی متغیرها از آزمون

ریشه واحد دیکی-فولر تعمیم یافته استفاده شده است. همان گونه که نتایج آزمون در جدول ۴ نشان می‌دهد، همه متغیرها در سطح ایستا بوده که این امر نشان دهنده وجود عدم ریشه واحد بین متغیرهاست.

جدول ٤. آزمون ریشه واحد دیکی- فولر تعمیم یافته

نام متغیر	در سطح و با عرض از مبدا و روند	معناداری	٪۱	٪۵	٪۱۰
ER	-۵۳,۵۵۷۶	۰,۰۰۰۱	-۳,۴۳۲۴	-۲,۸۶۲۳	-۲,۵۶۷۲
MKT	-۱۴,۸۸۶۲	۰,۰۰۰۰	-۳,۴۳۲۴	-۲,۸۶۲۳	-۲,۵۶۷۲
SMB	-۶,۹۴۵۶	۰,۰۰۰۰	-۳,۴۳۲۴	-۲,۸۶۲۳	-۲,۵۶۷۲
HML	-۷,۳۶۷۵	۰,۰۰۰۰	-۳,۴۳۲۴	-۲,۸۶۲۳	-۲,۵۶۷۲
RMW	-۵۳,۹۸۲۰	۰,۰۰۰۱	-۳,۴۳۲۴	-۲,۸۶۲۳	-۲,۵۶۷۲
CMA	-۸,۱۸۸۳	۰,۰۰۰۰	-۳,۴۳۲۴	-۲,۸۶۲۳	-۲,۵۶۷۲
WML	-۵۳,۹۶۵۹	۰,۰۰۰۱	-۳,۴۳۲۴	-۲,۸۶۲۳	-۲,۵۶۷۲
RMWCHEN	-۵,۴۳۴۹	۰,۰۰۰۰	-۳,۴۳۲۴	-۲,۸۶۲۳	-۲,۵۶۷۲
BETARMKT	-۷,۸۷۵۵	۰,۰۰۰۰	-۳,۴۳۲۴	-۲,۸۶۲۳	-۲,۵۶۷۲

ناهمسانی واریانس

نتایج آزمون بریوش - گادفری نشان داد که به استثنای مدل CAPM بین متغیرهای سایر مدل‌ها ناهمسانی واریانس وجود ندارد. همچنین ناهمسانی واریانس مدل CAPM از طریق آزمون وایت برطرف شده است. نتایج آزمون ناهمسانی در جدول ۵ نشان داده شده است.

جدول۵. ناهمسانی واریانس

مدل	آماره F	معناداری
سه عاملی فاما و فرنچ	۷,۳۴۹۳	۰,۰۰۰۱
پنج عاملی فاما و فرنچ	۴,۴۱۸۲	۰,۰۰۰۷
کارهارت	۶۷,۰۸۷۵	۰,۰۰۰۰

آزمون فرضیه‌ها

همانگونه که نتایج در جدول ۶ نشان می‌دهد با توجه به آماره F معناداری کلی رگرسیون در کلیه مدل‌ها تایید می‌شود. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که مدل کارهارت از قدرت توضیح‌دهندگی بالاتری در تبیین بازده سهام نسبت به سایر مدل‌ها برخوردار است. مقدار آماره دوربین واتسون نیز بین ۱٫۵ تا ۲٫۵ بوده که نشان از عدم وجود خود همبستگی سریالی بین باقیمانده‌های مدل‌ها است. یکی دیگر از فرض‌های کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها است. در این پژوهش برای بررسی این فرض کلاسیک از آزمون بریوش – پاگان[1] استفاده شده است که در بالا توضیح داده شد. همچنین نتایج نشان می‌دهد ضریب تعیین تعدیل شده مدل کارهارت ۰٫۹ بوده که بالاتر از سایر مدل‌ها بوده که این نتیجه بیانگر این است که قدرت این مدل در توضیح و تبیین بازده سهام در مقایسه با سایر مدل‌ها بیش‌تر است. در تفسیر این نتیجه می‌توان گفت از آنجایی که متغیر WML که عامل سرمایه‌گذاری برداشت می‌شود، به مدل کارهارت اضافه شده توان توضیح‌دهندگی این مدل برای تبیین بازده سهام افزایش یافته است. به بیان دیگر، زمانی که یک سرمایه‌گذار تصمیم به سرمایه‌گذاری در یک یا چند دارایی را داشته باشد، استفاده از این مدل او را قادر می‌سازد تا پرتفوی بهینه تری را انتخاب کند. بنابراین در بین مدل‌های خطی مدل کارهارت از قدرت توضیح‌دهندگی بالاتری برخوردار است.

نتایج آزمون مدل سه عاملی فاما و فرنچ در جدول ۶ نشان می‌دهد که ضریب متغیر عامل بازار ۱٫۱ و از لحاظ آماری معنادار است. به بیان دیگر به ازای یک واحد تغییر در عامل بازار، بازده اضافی سهام به میزان ۱٫۱ در جهت مستقیم تغییر می‌یابد. بنابراین، هر چه میانگین بازده بازار نسبت به بازده بدون ریسک به عنوان معیار عامل بازار بیش‌تر باشد، بازده اضافی سهام نیز افزایش می‌یابد. همچنین نتایج نشان داد که ضریب متغیر عامل اندازه ۴٫۸ و از لحاظ آماری معنادار است. به بیان دیگر به ازای یک واحد تغییر در عامل اندازه، بازده اضافی سهام به میزان ۴٫۸ در جهت مستقیم تغییر می‌یابد. در نتیجه تفاضل بازده سهام شرکت‌های کوچک و بزرگ به عنوان معیار عامل اندازه تاثیر مثبت بر بازده مورد انتظار سهام دارد. در تفسیر این نتیجه می‌توان گفت که بازده سهام شرکت‌های کوچک بیش از شرکت‌های بزرگ بوده است. علاوه براین نتایج نشان داد که ضریب متغیر عامل ارزش ۶٫۷- و از لحاظ آماری معنادار است. به بیان دیگر به ازای یک واحد تغییر در عامل ارزش، بازده اضافی سهام به میزان ۶٫۷ در جهت معکوس تغییر

1. Breusch–Pagan test

می‌یابد. بنابراین شرکت‌هایی که دارای نسبت BTM بالاتری بوده اند در مقایسه با شرکت‌هایی که این نسبت کمتر بوده است بازده اضافی کمتری را تجربه می‌کنند. به طور کلی نتایج نشان داد که در مدل سه عاملی فاما و فرنچ، عامل ارزش بیش‌ترین تاثیر را بر بازده اضافی سهام داشته است.

جدول ٦. نتایج آزمون مدل‌های خطی

ضرایب/ مدل‌ها	۳ عاملی فاما و فرنچ	۵ عاملی فاما و فرنچ	کارهات
عرض از مبدا	-۵۰,۴۱۳۹	-۶۸,۴۲۹۴	۷۲,۰۱۴۵
آماره t	-۳,۹۰۸۱	-۴,۰۰۱۶	۲۱,۲۱۱۳
معناداری	۰,۰۰۰۲	۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۰۰
MKT	۱,۱۲۷۱	۱,۱۲۷۵	۱,۲۹۳۱
آماره t	۱۹,۳۴۲۴	۱۹,۳۶۱۵	۱۱,۲۱۹۹
معناداری	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰
SMB	۴,۳۵۲۵	۵,۵۶۳۹	-۶,۴۲۵۱
آماره t	۵,۱۸۰۳	۴,۹۵۸۷	-۲۸,۰۴۲۵
معناداری	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰
HML	-۶,۵۲۱۸	-۶,۲۳۴۶	-۰,۵۶۴۶۴
آماره t	-۵,۰۹۸۸	-۵,۱۰۱۲	-۲,۲۴۸۶
معناداری	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۱۰۲
RMW		۰,۴۶۰۷	
آماره t		۱,۲۸۵۹	
معناداری		۰,۱۹۴۹	
CMA		۰,۰۱۴۷	
آماره t		۱,۵۹۰۵	
معناداری		۰,۱۱۵۳	
WML			۱,۱۲۳۴
آماره t			۸۰۲,۳۵۴۸
معناداری			۰,۰۰۰۰
BRMKT			
آماره t			
معناداری			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۱۹	۰,۲۲	۰,۹
سطح معناداری آماره F	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰
دوربین واتسون	۲,۰۲	۲,۰۲	۱,۸۷

نتایج آزمون مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در جدول ۶ نشان می‌دهد که ضریب متغیر عامل بازار ۱,۱ و از لحاظ آماری معنادار است. به بیان دیگر به ازای یک واحد تغییر در عامل بازار، بازده اضافی سهام به میزان ۱,۱ در جهت مستقیم تغییر می‌یابد. بنابراین، هر چه میانگین بازده بازار نسبت به بازده بدون ریسک به عنوان معیار عامل بازار بیش‌تر باشد، بازده اضافی سهام نیز افزایش می‌یابد. همچنین نتایج نشان داد که ضریب متغیر عامل اندازه ۵,۹ و از لحاظ آماری معنادار است. به بیان دیگر به ازای یک واحد تغییر در عامل اندازه، بازده اضافی سهام به میزان ۵,۹ در جهت مستقیم تغییر می‌یابد. در نتیجه تفاضل بازده سهام شرکت‌های کوچک و بزرگ به عنوان معیار عامل اندازه تاثیر مثبت بر بازده مورد انتظار سهام دارد. در تفسیر این نتیجه می‌توان گفت که بازده سهام شرکت‌های کوچک بیش از شرکت‌های بزرگ بوده است. علاوه براین نتایج نشان داد که ضریب متغیر عامل ارزش ۶,۴- و از لحاظ آماری معنادار است. به بیان دیگر به ازای یک واحد تغییر در عامل ارزش، بازده اضافی سهام به میزان ۶,۴ در جهت معکوس تغییر می‌یابد. بنابراین شرکت‌هایی که دارای نسبت BTM بالاتری بوده اند در مقایسه با شرکت‌هایی که این نسبت کمتر بوده است بازده اضافی کمتری را تجربه می‌کنند. در رابطه با متغیر عامل سودآوری و سرمایه‌گذاری نیز نتایج نشان داد که ضریب این متغیرها از لحاظ آماری معنادار نیست. به طور کلی نتایج نشان داد که در مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در مقایسه با مدل سه عاملی آن، عامل اندازه افزایش داشته اما درباره عامل ارزش ضریب کاهش یافته است.

نتایج آزمون مدل کارهارت در جدول ۶ نشان می‌دهد که ضریب متغیر عامل بازار ۱,۲ و از لحاظ آماری معنادار است. به بیان دیگر به ازای یک واحد تغییر در عامل بازار، بازده اضافی سهام به میزان ۱,۲ در جهت مستقیم تغییر می‌یابد. بنابراین، هر چه میانگین بازده بازار نسبت به بازده بدون ریسک به عنوان معیار عامل بازار بیش‌تر باشد، بازده اضافی سهام نیز افزایش می‌یابد. همچنین نتایج نشان داد که ضریب متغیر عامل اندازه تقریباً ۶,۵- و از لحاظ آماری معنادار است. به بیان دیگر به ازای یک واحد تغییر در عامل اندازه، بازده اضافی سهام به میزان ۶,۵ در جهت معکوس تغییر می‌یابد. در نتیجه تفاضل بازده سهام شرکت‌های کوچک و بزرگ به عنوان معیار عامل اندازه تاثیر منفی بر بازده مورد انتظار سهام دارد. در تفسیر این نتیجه می‌توان گفت که بازده سهام شرکت‌های بزرگ بیش از شرکت‌های کوچک بوده است که این نتیجه معکوس با نتایج فاما و فرنچ بوده است. علاوه براین نتایج نشان داد که ضریب متغیر عامل ارزش ۰,۳۸- و از لحاظ آماری معنادار است. به بیان دیگر به ازای یک واحد تغییر در عامل ارزش، بازده اضافی

سهام به میزان ۰٫۳۸ در جهت معکوس تغییر می‌یابد. بنابراین شرکت‌هایی که دارای نسبت BTM کم‌تری بوده‌اند در مقایسه با شرکت‌هایی که این نسبت بالاتر بوده است بازده اضافی کمتری را تجربه می‌کنند. همچنین نتایج نشان داد که ضریب متغیر عامل سرمایه‌گذاری ۱٫۰۱ و از لحاظ آماری معنادار است. به بیان دیگر به ازای یک واحد تغییر در عامل بازار، بازده اضافی سهام به میزان ۱٫۰۱ در جهت مستقیم تغییر می‌یابد. به طور کلی نتایج نشان داد که در مدل کارهارت، عامل اندازه بیش‌ترین تاثیر را بر بازده اضافی سهام داشته است.

همچنین یافته‌های تکمیلی نشان می‌دهد که در مدل کارهارت ضرایب متغیرهای عامل بازار، اندازه و ارزش نیز بالاتر از ضرایب سایر مدل‌های مورد استفاده بوده است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که بعد از مدل کارهارت، مدل ۵ عاملی فاما و فرنچ از قدرت توضیح‌دهندگی بالاتری نسبت به سایر مدل‌های برخوردار است که ممکن است دلیل آن افزودن عامل‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری در مدل باشد. به طور کلی نتایج نشان داد که استفاده از عامل‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری منجر به افزایش قدرت توضیح‌دهندگی در تبیین بازده سهام می‌شود.

بعد از ارایه نتایج مربوط به مدل‌های خطی، در ادامه نتایج مربوط به مدل‌های غیرخطی نشان داده می‌شود. همان گونه که نتایج نشان می‌دهد زمانی که از متغیر وقفه‌ای حجم معاملات سهام در مدل‌های غیرخطی استفاده می‌شود، تاثیر بیشتری بر بازده اضافی سهام دارند. این نتیجه نشان می‌دهد که بازار به حجم معاملات سهام به عنوان یکی از معیارهای نقدینگی توجه بیش‌تری نشان می‌دهد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر وقفه‌ای حجم معاملات سهام در مدل خود توضیح آستانه‌ای (جداول ۷ و ۸) بیش‌تر از ضریب آن در مدل انتقال هموار لجستیک (جداول ۹ و ۱۰) است.

جدول ۷. نتایج آزمون مدل خود توضیح آستانه‌ای-حالت یک

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
LtRt-1	۰/۰۲۹۷۲۴	۰/۰۰۲۸۷۴	۱۰/۶۱۳۷۶	۰/۰۰۰۰
(1-L)Rt-1	۰/۰۲۴۹۳۱	۰/۰۰۲۵۴۰	۸/۸۸۶۵۰۱	۰/۰۰۰۰
C	۳/۵۶۹۵۷۳	۲/۷۳۷۱۸۸	۱/۳۰۴۱۰۲	۰/۱۹۲۲

جدول ۸. نتایج آزمون مدل خود توضیح آستانه‌ای-حالت دو

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
LtTURNt-1	۰/۸۰۷۶۵۴	۰/۰۰۴۷۴۳	۱۷۹/۸۴۱۵	۰/۰۰۰۰
(1-Lt) TURNt-1	۰/۷۱۸۷۶۹	۰/۰۰۴۹۴۴	۱۷۶/۸۸۷۶	۰/۰۰۰۰
C	۰/۱۳۰۱۸۶	۰/۰۰۲۸۶۷	۵۹/۵۴۶۸۱	۰/۰۰۰۰

جدول ۹. نتایج آزمون مدل انتقال هموار لجستیک-حالت یک

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
Rt-1	-۰/۰۰۰۱۸۷	۰/۰۰۱۶۷۶	-۰/۰۹۱۵۸۸	۰/۹۰۱۸
GRt-1	۰/۰۲۵۸۶۸	۰/۰۰۴۸۶۷	۵/۲۲۱۴۶۳	۰/۰۰۰۰
C	۳/۶۸۴۵۳۵	۲/۷۶۳۵۴۲	۱/۳۳۸۶۴۰	۰/۱۸۰۱

جدول ۱۰. نتایج آزمون مدل انتقال هموار لجستیک-حالت دو

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
TURN(-1)	۰/۶۳۹۶۵۳	۰/۰۰۴۶۴۲	۱۴۰/۴۸۶۱	۰/۰۰۰۰
GTURNt-1	۱/۷۶×۱۰-۱۱	۳/۲۵×۱۰-۱۳	۵۶/۷۸۶۹۴	۰/۰۰۰۰
C	۰/۱۷۸۶۵۹	۰/۰۰۲۵۶۸	۶۹/۷۶۵۴۹	۰/۰۰۰۰

همانگونه که نتایج مربوط به برآورد مدل‌های غیرخطی در جدول ۱۱ نشان می‌دهد، مدل‌های خود توضیح آستانه‌ای نسبت به مدل‌های انتقال هموار لجستیک از ضرایب بالاتر برخوردار هستند. بدین صورت که در مدل خود توضیح آستانه‌ای وقفه بازده سهام و وقفه نسبت گردش حجم معاملات از آستانه بالاتری برخوردار هستند. به بیان دیگر در دوران رونق، بازده سهام ابتدا روند صعودی را طی کرده سپس به آهستگی به سمت بلند مدت تمایل پیدا می‌کند که این موضوع ویژگی مومنتوم سهام را کاهش می‌دهد.

جدول ۱۱. نتایج آزمون مدل‌های غیرخطی

ضرایب/ مدل‌ها	مدل TAR	مدل TAR(VOL)	مدل LSTAR	مدل LSTARVOL
عرض از مبدا	۳,۵۶۹۵	۰,۱۳۰۱	۳,۶۸۴۵	۰,۱۷۸۶
آماره t	۱,۳۰۴۱	۵۹,۵۴۶	۱,۳۳۸	۶۹,۷۶۵۴
معناداری	۰,۱۹۲۲	۰,۰۰۰۰	۰,۱۸۰۱	۰,۰۰۰۰
LtRt-1	۰,۰۲۹۷۲			
آماره t	۱۰,۶۱۳			
معناداری	۰,۰۰۰۰			
(1-Lt)Rt-1	۰,۰۲۴۹۳			
آماره t	۸,۸۸۶			
معناداری	۰,۰۰۰۰			
LtTURNt-1		۰,۸۰۷۶		
آماره t		۱۷۹,۸۴۱		
معناداری		۰,۰۰۰۰		
(1-Lt)TURNt-1		۰,۷۱۸۷		
آماره t		۱۷۶,۸۸۷		
معناداری		۰,۰۰۰۰		
Rt-1			−۰,۰۰۰۱	
آماره t			−۰,۰۹۱۵۸	
معناداری			۰,۹۰۱	
GRt-1			۰,۰۲۵۸۶	
آماره t			۵,۲۲۱	
معناداری			۰,۰۰۰۰	
TURNt-1				۰,۶۳۹۶
آماره t				۱۴۰,۴۸۶۱
معناداری				۰,۰۰۰۰
GTURNt-1				۱,۷۶
آماره t				۵۶,۷۸۶۹
معناداری				۰,۰۰۰۰

برای رتبه‌بندی مدل‌های بازده سهام، از آزمون همسانی مقایسه میانگین‌ها استفاده شده است که نتایج این آزمون در جدول ۱۱ ارایه شده است. همانگونه که نتایج آزمون نشان می‌دهد از بین مدل‌های بازده سهام، مدل غیرخطی خود توضیحی آستانه‌ای مبتنی بر حجم معاملات (TARVOL) کم‌ترین خطای

استاندارد میانگین را داشته است که این نتیجه بیانگر دقت بیش‌تر این مدل در تبیین بازده سهام است. نتایج کامل این آزمون به ترتیب در جدول ۱۲ ارایه شده است.

جدول ۱۲. نتایج آزمون رتبه‌بندی مدل‌های پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام

رتبه	مدل	خطای استاندارد میانگین	آماره F ANOVA	معناداری
۱	مدل غیرخطی خود توضیحی آستانه‌ای (TARVOL)	۰,۰۰۱۹۴	۸۱۲۴,۵۶۴	۰,۰۰۰۰
۲	مدل انتقال هموار لجستیک (LSTAR)	۰,۰۰۴۱۵	۱,۱۰۴۵	۰,۳۰۱۹
۳	مدل سه عاملی فاما و فرنچ	۰,۳۸۰۴	۳۸,۷۴۶۵	۰,۰۰۰۰
۴	مدل کارهارت	۰,۴۱۰۵	۴۴,۸۷۵۲	۰,۰۰۰۰
۵	مدل ۵ عاملی فاما و فرنچ	۰,۴۳۶۱	۱۱۰,۶۲۴۵	۰,۰۰۰۰
۶	مدل انتقال هموار لجستیک (STAR)	۱,۴۶۱۶	۱,۴۵۳	۰,۲۵۶۵
۷	مدل غیرخطی خود توضیحی آستانه‌ای (TAR)	۴,۳۵۲۳	۰,۰۶۱۵	۰,۹۲۱۹

نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش به مقایسه قدرت توضیح‌دهندگی مدل‌های خطی و غیرخطی بازده مورد انتظار سهام می‌پردازد. در این راستا، اطلاعات مربوط به ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. این پژوهش در پاسخ به سه پرسش زیر انجام شده است که نتایج یافته‌ها و مقایسه آن با پژوهش‌های پیشین بیان می‌شود:

- آیا قدرت توضیحی مدل‌های خطی سه عاملی فاما و فرنچ، چهارعاملی کارهارت و پنج عاملی فاما و فرنچ برای تبیین بازده سهام با هم متفاوت هستند؟

نتایج نشان داد که در بین مدل‌های خطی در مدل کارهارت ضرایب متغیرهای عامل بازار، اندازه و ارزش بالاتر از ضرایب سایر مدل‌های مورد استفاده بوده است. این یافته با نتایج پژوهش انجام شده توسط ایمان و زمانی (۱۳۹۶) همخوانی دارد. همچنین یافته‌ها حاکی از آن بوده است که بعد از مدل کارهارت، مدل ۵ عاملی فاما و فرنچ از قدرت توضیح‌دهندگی بالاتری نسبت به سایر مدل‌های خطی برخوردار است. این یافته نیز با پژوهش‌های صالحی و همکاران (۱۳۹۴)، بزرگ اصل و مسجدموسوی (۱۳۹۷)، رضایی دولت‌آبادی و یوسفان (۱۳۹۷)، بخشایش و همکاران (۱۳۹۸)، موساوا و همکاران (۲۰۱۸) همخوانی دارد. به طور کلی نتایج بیانگر این مطلب بوده است که استفاده از عامل‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری منجر به افزایش قدرت توضیح‌دهندگی در تبیین بازده سهام بوده است.

- آیا قدرت توضیحی مدل‌های غیرخطی خود توضیح آستانه‌ای (TAR) و مدل انتقال هموار (LSATR) برای تبیین بازه سهام باهم متفاوت هستند؟

نتایج مربوط به مدل‌های غیرخطی نیز بیانگر این بوده است زمانی که از متغیر وقفه‌ای حجم معاملات سهام در مدل‌های غیرخطی استفاده می‌شود، تاثیر بیش‌تری بر بازده اضافی سهام مشاهده می‌شود. این نتیجه نشان می‌دهد که بازار به حجم معاملات سهام به عنوان یکی از معیارهای نقدشوندگی توجه بیش‌تری نشان می‌دهد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر وقفه‌ای حجم معاملات سهام در مدل خود توضیح آستانه‌ای بیش‌تر از ضریب آن در مدل انتقال هموار لجستیک است. علاوه براین، نتایج مربوط به برآورد مدل‌های غیرخطی نشان داد که مدل‌های خود توضیح آستانه‌ای نسبت به مدل‌های انتقال هموار لجستیک از ضرایب بالاتر برخودار هستند. بدین صورت که در مدل خود توضیح آستانه‌ای وقفه بازده سهام و وقفه نسبت گردش حجم معاملات از آستانه بالاتری برخودار هستند. همچنین، با استفاده از آزمون همسانی مقایسه میانگین‌ها، نتایج بیانگر این بوده است که از بین مدل‌های بازده سهام، مدل غیرخطی خود توضیحی آستانه‌ای مبتنی بر حجم معاملات (TARVOL) کم‌ترین خطای استاندارد میانگین را داشته است که این نتیجه بیانگر دقت بیش‌تر این مدل در تبیین بازده سهام است. این یافته نیز در همخوانی با پژوهش مالیکارجونا و همکاران (۲۰۱۹) است.

- کدام مدل (اعم از خطی و غیرخطی) در فضای اقتصادی و سیاسی حاکم بر بورس اوراق بهادار تهران و جهت دستیابی به یک پرتفوی بهینه مناسب‌تر است؟

به طور کلی، درخصوص مقایسه میان روش‌های خطی و غیرخطی و سازگاری آن‌ها با محیط اقتصادی حاکم بر ایران، نتایج بیانگر این بوده است که در بین مدل‌های خطی، مدل کارهارت از توان بالاتری برای تبیین و توضیح بازده مورد انتظار سهام برخوردار بوده و در بین مدل‌های غیرخطی، مدل‌های خود توضیح آستانه‌ای نسبت به مدل‌های انتقال هموار لجستیک از ضرایب بالاتر برخودار هستند. یافته‌های این پژوهش با پژوهش ایمانی و پورزمانی (۱۳۹۶)، هم‌پوشانی دارد.

این نتایج می‌تواند درک، آگاهی و دانش سرمایه‌گذاران و پژوهشگران حوزه بازار سرمایه را برای تبیین بازده مورد انتظار سهام را افزایش دهد. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود تا در هنگام تصمیم‌گیری و پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام به عواملی مانند نقدشوندگی، میزان سرمایه‌گذاری، عامل بازار، اندازه شرکت و ارزش شرکت را مورد توجه قرار دهند.

برای پژوهش‌های آینده نیز پیشنهاد می‌شود از آنجایی که صنایع مختلف دارای میزان ریسک و بازده متفاوتی هستند، موضوع این پژوهش به طور جداگانه در صنایع مختلف مورد مطالعه قرار گیرد. همچنین با توجه به نتایج این پژوهش، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده مقایسه مدل مشروط قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مدل‌های هزینه ضمنی (تلویحی) حقوق صاحبان سهام مورد بررسی قرار گیرد. همچنین، با توجه به نوسان شرایط اقتصادی کشور، پیشنهاد می‌شود تا تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی مانند نرخ تورم، قیمت نفت، نرخ ارز مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

آسیما، مهدی؛ علی عباس زاده اصل، امیر. (۱۳۹۵). مقایسه عملکرد مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای خطی و غیرخطی در بورس اوراق بهادار تهران. *مدلسازی ریسک و مهندسی مالی*، ۱(۱)، ۱۱۴-۱۲۸.

ایمانی، مسعود، و پورزمانی، زهرا. (۱۳۹۶). بررسی توان پیش‌بینی بازده موردانتظار شرکت با استفاده از مدل چهارعاملی کارهارت، *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۹(۳۵)، ۵۷-۷۰. magiran.com/p۱۷۷۵۲۱۸

بزرگ اصل، موسی؛ مسجد موسوی، میر سجاد. (۱۳۹۷). مقایسه توان توضیحی مدل‌های پیش‌بینی بازده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه دانش حسابداری مالی*، ۴(۴)، ۴۵-۶۴. magiran.com/p۱۸۰۴۶۰۵

حزبی، هاشم، و صالحی، اله‌کرم. (۱۳۹۵). مقایسه قدرت توضیح‌دهندگی مدل چهار عاملی کرهارت و مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام، *فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۷(۲۸)، ۱۳۷-۱۵۲. magiran.com/p۱۵۹۹۷۴۴

رضایی دولت آبادی، حسین و یوسفان، ناهید. (۱۳۹۷). تحلیل مقایسه‌ای درباره عملکرد مدل سه عاملی و پنج عاملی فاما و فرنچ در تخمین بازده موردانتظار، *مجله مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۶(۳)، ۱۰۵-۱۱۵. magiran.com/p۱۹۲۰۸۵۱

رهنمای رودپشتی، فریدون و امیرحسینی، زهرا. (۱۳۸۹). تبیین قیمت گذاری دارایی سرمایه ای: مقایسه تطبیقی مدل‌ها. *بررسیهای حسابداری و حسابرسی*، ۱۷(۶۲)، ۶۸-۴۹ .

رهنمای رودپشتی، فریدون و مرادی، مجید. (۱۳۸۴). بررسی چگونگی سازوکار قیمت‌گذاری آربیتراژ (APT) با استفاده از تحلیل عاملی در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۷(۱).

زرانژاد، منصور و رئوفی، علی. (۱۳۹۴). پیش بینی بازار روزانه بورس اوراق بهادار تهران: ارزیابی و مقایسه روش‌های خطی و غیرخطی، اقتصاد پولی و مالی (دانش توسعه)، ۲۲ (۹)، ۱-۲۸، https://doi.org/10.22067/pm.v22i9.19986

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*، ۴(۳)، ۱۰۹-۱۲۰ .

صالحی، اله‌کرم؛ بزرگ‌مهریان، شاهرخ؛ صالحی، برزو. (۱۳۹۴). ارزیابی توانایی مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در پیش‌بینی بازده سهام ارزشی و رشدی، *مجله بررسی‌های حسابداری*، ۲(۸)، ۳۵-۵۲. magiran.com/p۱۶۷۹۹۲۲

صالحی، اله‌کرم؛ هاشمی بلمیری، سمیرا. (۱۳۹۸). مقایسه توان توضیح‌دهندگی مدل چهار عاملی هاو و همکاران و مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام، *مجله بررسی‌های حسابداری*، ۵(۱۹)، ۱۱۳-۱۳۳. magiran.com/p۱۹۵۶۳۷۶

فرقانی، حسین. (۱۳۹۴). مقایسه مدل‌های خطی و غیرخطی برای پیش‌بینی بازده سهام، *دومین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت*، تهران

قالیباف اصل، حسن؛ تهرانی، حسن؛ رستمی، محمدرضا، سیری، علیرضا. (۱۳۹۷). طراحی مدل پیش‌بینی بازده بلندمدت سهام با شبیه‌سازی ناپارامتریک بازده اوراق بدهی، *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۲۱، ۱۳۳-۱۵۵

وکیلی فرد، حمیدرضا؛ بدریان، الهه؛ ابراهیمی، محمد. (۱۳۹۵). مقایسه الگوی پنج عاملی فا ما و فرنچ با الگوی چهارعاملی کارهارت در تبیین بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۵(۱)، ۱۷-۳۰. magiran.com/p۱۶۴۱۷۶۸

یاری، حمید و یاری، آرزو. (۱۳۹۵). بررسی و مقایسه مدل‌های قیمت گذاری دارایی سرمایه‌ای با رویکردهای متفاوت به ریسک در بورس اوراق بهادار تهران. *دوفصلنامه اقتصادپولی، مالی (دانش و توسعه سابق)*، ۲۳ (۱۱)، ۱۴۶-۱۶۶

Arshad, M. A., Munir, S., Ahmad, B., & Waseem, M. (2019). Do factors matter for predicting high-risk stock returns? Comparison of single-, three-and five-factor CAPM. I*nternational Journal of Financial Engineering*, 6(02), 1950015.

Chen, L., & Zhang, L. (2010). A better three-factor model that explains more anomalies. J*ournal of Finance*, 65(2), 563-595.

Chen, L., Novy-Marx, R., & Zhang, L. (2011). An alternative three-factor model. Available at SSRN 1418117.

Durand, R. B., Lim, D., & Zumwalt, J. K. (2011). Fear and the Fama-French Factors. F*inancial Management*, 40(2), 409-426.

Evans, R. B. (2010). Mutual fund incubation. T*he Journal of Finance*, 65(4), 1581-1611.

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial Economics*, 33(1), 3-56.

Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55-84.

Fama, E. F., & French, K. R. (1997). Industry costs of equity. *Journal of financial Economics*, 43(2), 153-193.

Fama, E. F., & French, K. R. (2006). Profitability, investment and average returns. *Journal of financial Economics*, 82(3), 491-518.

Fama, E. F., & French, K. R. (2008). Dissecting anomalies. T*he Journal of Finance*, 63(4), 1653-1678.

Fama, E. F., & French, K. R. (2010). Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns. *The Journal of Finance*, 65(5), 1915-1947.

Fama, E. F., & French, K. R. (2012). Size, value, and momentum in international stock returns. J*ournal of financial Economics*, 105(3), 457-472.

Fama, E. F., & French, K. R. (2015). International tests of a five-factor asset pricing model. Fama-Miller Working Paper.

Fan, S., & Yu, L. (2013). Does the alternative three-factor model explain momentum anomaly better in G12 countries? *Journal of Finance and Accountancy*, 12, 1.

Fong, K. Y., Holden, C. W., & Trzcinka, C. (2014). What are the best liquidity proxies for global research? Available at SSRN 1558447.

Griffin, J. M. (2002). Are the Fama and French factors global or country specific? *Review of Financial Studies*, 15(3), 783-803.

Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91.

Karp, A., & van Vuuren, G. (2017). The Capital Asset Pricing Model and Fama-French three factor model in an emerging market environment. I*nternational Business & Economics Research Journal (IBER)*, 16(4), 231-256.

Lee, T. H., Tu, Y., & Ullah, A. (2015). Forecasting Equity Premium: Global Historical Average versus Local Historical Average and Constraints. J*ournal of Business & Economic Statistics*, 33(3): 313-212.

Mallikarjuna, M., & Rao, R. P. (2019). Evaluation of forecasting methods from selected stock market returns. *Financial Innovation*, 5(1), 1-16.

Musawa, N., Kapena, P., & Shikaputo, D. (2018). A Test of the Fama-French Five Factor Model in Comparison to the Capital Asset Pricing Model at the Lusaka Securities Exchange. *International Journal of Finance and Accounting*, 3(1), 35 - 47. Retrieved from https://www.iprjb.org/journals/index.php/IJFA/article/view/684

Nasution, M. B. A., Siregar, H., & Andati, T. (2020). Indonesian Property and Real Estate Return Analysis: Comparison of Capital Asset Pricing Model and Fama-French Three Factors Model. *Journal Aplikasi Bisnis Dan Manajemen (JABM)*, 6(1), 197. https://doi.org/10.17358/jabm.6.1.197

Pankaj, Chaudhary (2017). Testing of Three Factor Fama-French Model for Indian and Us Stock Market, *Journal of Commerce & Accounting Research*, 6 (2), pp: 1-8.

Scholz, M., Sperlich, S., & Nielsen, J.P. (2016). Nonparametric Long Term Prediction of Stock Returns with Generated Bond Yields. Insurance: M*athematics and Economic*, (11): 22-11.

Tram Anh, L. (2020). Comparison of the Capital Asset Pricing Model and the Three-Factor Model in a Business Cycle: Empirical Evidence from the Vietnamese Stock Market. *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 36(2). doi:10.25073/2588-1108/vnueab.4298

Zhou, W., & Li, L. (2016). A New Fama-French 5-Factor Model Based on SSAEPD Error and GARCH-Type Volatility. *Journal of Mathematical Finance*, 6(5), 711-727.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 141-166

The analysis of the arbitration board of Stock Exchange in the light of the principles of fair trial[1]

Ayat mulaee[2], Alireza Alimohamadian[3]

Received: 2021/06/21
Accepted: 2021/11/02

Research Paper

Abstract

Fair trial is one of the most basic human rights that has been spoken about in international documents. In all countries, domestic systems also lay down principles and regulations for a fair trial, which Iran is no exception to. Arbitration has always been a concern for resolving disputes and has always enjoyed special benefits in various legal systems. The area of studied in this paper is the arbitration panel for resolving the dispute between the stock market and has been formed to investigate the differences between traders in this market, which is in the process of investigating violations and disputes arising from the mechanism and procedures of a particular hearing. Although the hearing in this panel is based on the fairness of the administration of justice, it is different because of the particular nature of the issues being dealt with in some cases. This research using a descriptive-analytical approach, seek to answer this question: What are positions the principles of fair trial in the arbitration board of the stock exchange? The research results indicate that in these boards, there is essentially no precise and comprehensive procedure in this regard. Thus, the fair trial principles are not fully respected and just some of the principles that these boards are referring to. Thirdly; some principles, such as the right to appeal, have serious limitations on the relevant documents.

Kew Words: Securities Exchange Organization, Arbitration Board, Fair Trial, Arbitration.
JEL Classification: K4

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11188.1410

2. Assistant Professor, Department of Law, Faculty of Law & Social Sciences, Tabriz University, Tabriz, Iran. (amulaee@tabrizu.ac.ir).
3. M.Sc. Student, Department of Public Law, Bu-Ali Sina University, Hamedan, Iran. (amalireza7171@gmail.com).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۶، زمستان ۱۴۰۰، صص ۱۶۶-۱۴۱

تحلیل هیات‌داوری سازمان بورس در آیینه اصول دادرسی منصفانه [۱]

آیت مولائی [۲]، علیرضا علی محمدیان [۳]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۳/۳۱
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۸/۱۰

چکیده

برخورداری از یک دادرسی منصفانه از ابتدایی‌ترین حقوق بشر بوده که در اسناد بین‌المللی نیز در مورد آن صحبت شده است. در عموم کشورها نظام‌های داخلی اصول و مقرراتی را برای برقراری دادرسی عادلانه وضع کرده‌اند که ایران نیز از این موضوع مستثنی نیست. داوری از دیرباز برای حل اختلاف همیشه مورد توجه بوده است و همواره از مزایای خاصی در نظام‌های مختلف حقوقی برخوردار بوده است. حوزه مورد مطالعه در این مقاله، «هیات داوری حل اختلاف بورس اوراق بهادار کشور» است و به‌منظور بررسی اختلافات میان معامله‌گران این بازار شکل‌گرفته است که در رسیدگی به تخلفات و اختلافات صورت گرفته از سازوکار و تشریفات دادرسی خاص برخوردار است. هرچند که دادرسی در این هیات در راستای اصول دادرسی منصفانه در محاکم اداری است اما به دلیل ماهیت خاص موضوعات مورد رسیدگی در مواردی نحوه دادرسی متفاوت است. این پژوهش با استفاده از رویکرد توصیفی تحلیلی به این پرسش پاسخ داده است: جایگاه اصول دادرسی منصفانه در هیأت داوری سازمان بورس چیست؟ با بکارگیری روش تحقیق توصیفی – تحلیلی، نتایج پژوهش گویای آن است در این هیأت‌ها: ۱. از اساس آیین دادرسی دقیق و جامعی در این خصوص وجود ندارد. ۲. اصول دادرسی منصفانه به‌طور کامل رعایت نمی‌شود و تنها برخی از اصول موردتوجه هیأت‌های یادشده قرار گرفته است. ۳. برخی اصول، مثل حق تجدیدنظرخواهی، در اسناد مربوطه دچار محدودیت‌های جدی است.

واژه های کلیدی: سازمان بورس اوراق بهادار کشور، هیات حل اختلاف بورس، اصول دادرسی منصفانه، داوری.
طبقه بندی موضوعی: K4

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2020.11188.1410

۲. استادیار، گروه حقوق، دانشکده حقوق و علوم اجتماعی، دانشگاه تبریز. ایران. (نویسنده مسئول). (amulaee@tabrizu.ac.ir)
۳. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حقوق عمومی، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران. (amalireza7171@gmail.com).

مقدمه

شکل‌گیری ارتباط‌های گوناگون بین اشخاص، همواره سبب به وجود آمدن تنش‌ها و اختلافات بوده است و این امر ممکن است حق یا منفعتی از شهروندان را به چالش بکشد. امروزه تنوع اختلافات از حیث نوع، ایجاد مراجع متنوع را بیش از گذشته ضروری می‌کند. با اینکه چنین تنوعی، برخی معیارها و اصول وجود دارند که مشترک میان همهٔ مراجع است. نهاد «دادرسی منصفانه» از مصادیق بارز چنین معیارهایی است، زیرا هر کس این حق را داراست که دعوایش را به‌وسیله مرجعی مستقل و بی‌طرف و به‌طور منصفانه و در ظرف مهلتی عادلانه و با داشتن فرصت برابر برای دفاع از حقِ خود در برابر طرف مقابل و به‌طور علنی طرح کند و تمام این حقوق از ابتدای رسیدگی تا صدور حکم قطعی و به دنبال آن اجرای حکم صادرشده در مسیر طی این فرآیند دچار صدمه نشود. حق برخورداری از دادرسی منصفانه در اسناد مختلف بین‌المللی پیش‌بینی‌شده است، مانند مواد ۸، ۱۰ و ۱۱ اعلامیه جهانی حقوق بشر و یا ماده ۶ کنوانسیون اروپایی حقوق بشر، این اصول را یکی از حقوق شناخته‌شده بشر می‌دانند.

بورس اوراق بهادار بر اساس بند ۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ بازاری متشکل و خودانتظام است که در این بازار، اوراق بهادار توسط کارگزاران یا معامله‌گران طبق مقررات این قانون مورد دادوستد قرار می‌گیرد و این بازار زمینه را برای فعالیت حرفه‌ای فعالان بورس فراهم کرده و ایجادکننده روابط حقوقی بسیاری میان فعالان است. بدیهی است که در این بازار ممکن است بین خریداران و فروشندگان این اوراق اختلافاتی پدید بیاید. بنابراین یکی از راهکارهای مهم، وجود نظام حل‌وفصل اختلافات متناسب با ماهیت بورس است. بازار بورس، دارای مقررات انضباطی و اداری خاص حاکم بر اعضای خود در راستای رفع اختلافات میان اعضا است که با توجه به تخصصی بودن فعالیت در بورس، نیازمند رسیدگی تخصصی، در صورت بروز اختلاف در این حوزه است. به همین منظور فلسفه شکل‌گیری مراجع تخصصی عموماً به‌منظور رسیدگی تخصصی و دقیق مسائل خاص مربوط به آن حوزه است. به‌موجب ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار، یکی از مراجع حل اختلاف میان فعالان بازار، «هیات داوری» است. تعمیم اصول دادرسی منصفانه به هیات داوری در بورس مبتنی بر این اندیشه است که قلمرو دادرسی اداری را در این حوزه بهبود و متحول سازد.

مقاله پیش‌رو با هدف اشاره به جایگاه اصول دادرسی منصفانه در هیات داوری بورس اوراق بهادار کشور و تطبیق مؤلفه‌های اصول دادرسی منصفانه در این نهاد، تلاش دارد به این پرسش

پاسخ دهد: اصول دادرسی منصفانه در هیأت داوری سازمان بورس چه جایگاهی دارد؟ در این راستا با استفاده از روش پژوهش: توصیفی-تحلیلی سعی در شناخت و بررسی جایگاه این اصول در هیأت هستیم، بنابراین نخست به مفهوم‌شناسی پرداخته و سپس جایگاه اصول مذکور در هیأت گفته‌شده به‌قرار آینده به بحث گذاشته می‌شود.

۱.مفهوم‌شناسی داوری در بورس

معنای لغوی واژه داوری در لغت‌نامه عمید به معنای حکم، قاضی و به معنای احقاق حق و رفع ترافع و کسی که میان نیک و بد حکم می‌کند آمده است (عمید،۱۳۶۹:۳۶۱). حقوقدانان نیز درباره داوری تعاریفی ارائه دادند از جمله اینکه داوری عبارت است از حل و فصل اختلاف بین طرفین در خارج از دادگاه به‌وسیله شخصی یا اشخاصی که طرفین یا ثالث آن‌ها را در این جهت انتخاب نموده‌اند (شمس،۱۳۸۵:۵۱۷). یا در تعریف دیگر، داوری صرف‌نظر کردن افراد از مداخله مراجع رسمی در قطع و فصل دعاوی مربوط به حقوق خصوصی است که توسط اشخاصی که ازنظر معلومات و اطلاعات فنی و امانت مورد اعتماد آن‌ها هستند، صورت می‌پذیرد (متین دفتری،۱۳۴۰:۱۱۰). در تعریفی دیگر، رنه داوید در مورد داوری این‌گونه بیان می‌دارد که داوری خود یک فن است که نتیجه استفاده از این فن، خاتمه اختلاف بین دو یا چند شخص و مسائل مربوط به آن اختلاف توسط دو یا چند نفر دیگر به نام داور است که با اختیارات حاصله از یک قرارداد، بر اساس مفاد آن قرارداد رأی می‌دهند بی‌آنکه از طریق دولت، مکلف به انجام این امر باشند (صفایی،۱۳۷۵:۸۴). داوری در فقه نیز از اهمیت و جایگاه ویژه‌ای برخوردار است که مصدری از ریشه حکم به نام تحکیم نامیده می‌شود که در اصطلاح به معنای تفویض قضاوت به شخص ثالث است (نجفی،۱۳۸۴:۱۴۱-۱۴۳). البته داوری می‌تواند دارای یک مزیت مخصوص به‌خود نیز باشد که می‌توان به انگیزه افراد برای رجوع به داوری به‌دلیل سریع بودن رسیدگی اشاره کرد. سرعت رسیدگی در داوری می‌تواند یکی از ویژگی‌های جذابیت در حل‌وفصل اختلافات برای مراجعه به نهاد داوری باشد (یوسف‌زاده،۱۳۹۲:۳۶) و این وضعیت بیشتر در داوری‌های اختیاری دیده می‌شود چرا که مفاد قانون آیین دادرسی مدنی بر اینها حکمفرما نیست(مولائی، ۱۳۹۸: ۲۹) و در داوری‌های اجباری که هیات داوری بورس نیز یکی از این داوری‌ها است کمتر این موضوع دیده می‌شود که خود یک معضل جدی است، زیرا با توجه به ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار منشأ اعتبار صلاحیت داوری متمایز از قانون آیین

دادرسی مدنی است که در آن قانون، منشأ داوری تراضی طرفین بود اما در «هیات داوری»، موضوع ماده مذکور، طرفین نمی‌توانند با تراضی صلاحیت هیات داوری در رسیدگی را به مرجع دیگری منتقل کنند(ر.ک: سلطانی، ۱۳۹۶: ۳۳۶ و شکری، ایرانشاهی و تقی‌زاده، ۱۳۹۸: ۱۸۰)، در تعریف داوری اجباری گفته شده است: ارجاع دعوی و اختلاف به داوری که موقوف به توافق طرفین نباشد را داوری اجباری می‌نامند. (جعفری لنگرودی، ۲۸۴:۱۳۹۴)

در خصوص ماهیت داوری بازار اوراق بهادار می‌توان آن را یک مرجع «اختصاصی»، «غیر دادگستری» و «ویژه» دانست که در زمره مراجع شبه قضایی قرار دارد زیرا اعضای آن می‌توانند اعضای غیر قضایی باشند و ماهیت تصمیمات و فعالیت‌ها و عملکرد آنان شبه‌قضایی، اختصاصی و ویژه است(ر.ک: صادقی، صادقی مقدم و صالحی، ۱۳۹۴: ۲۴۵) و اما در بازار بورس اوراق بهادار و طبق ماده ۳۶ این قانون، نهادِ «داوری»، برگرفته از قانون است و با داوری مطروحه در قانون آیین دادرسی مدنی که امری اختیاری و برمبنای توافق طرفین است متفاوت است و طرفین نمی‌توانند صلاحیت هیات داوری را در رسیدگی سلب کنند، هرچند می‌توان به وجود تشابهاتی نیز در بین آنان اشاره کرد ازجمله این مورد که رسیدگی و صدور رأی برحسب مقررات بوده و برگرفته از قانون است.

باید توجه داشت اختلاف در بورس، ممکن است در سطوح مختلف شکل بگیرد و بین ارکان این بازار با یکدیگر اتفاق بیفتد که این ارکان عبارت‌اند از: خریدار و فروشنده و کارگزار و شرکت پذیرفته‌شده و حتی ممکن است بین هریک از این ارکان گفته شده با سازمان بورس اختلافی شکل بگیرد. در ماده ۱۷ «قانون تأسیس بورس اوراق بهادار» مصوب ۱۳۴۵، مقررشده بود: در صورت بروز اختلاف بین کارگزاران و فروشندگان و خریداران این اختلاف در یک هیات داوری متشکل از سه داور مطرح شود. هر چند این قانون توسط قانونگذار در سال ۱۳۸۴، با قانون جدیدی به نام «قانون بازار اوراق بهادار»، نسخ شد اما در قانون لاحق بیشتر از قانون سابق، به نهاد «داوری در بورس» توجه شده است. بنابراین، نهاد یادشده، جایگاه ویژه‌ای را به اعتبار: الف) «صلاحیت به اعتبار اشخاص فعال در بازار» و ب) «صلاحیت به اعتبار موضوعِ موردِ اختلاف»، به خود اختصاص داده است. مشاهده می‌شود صلاحیت هیات داوری، تنها محدود به رسیدگی حقوقی به اختلاف است و در صورت اثبات، حکم به جبران خسارت می‌دهد و صلاحیت صدور حکم کیفری یا انضباطی را ندارد. در این راستا، ماده ۳۶ قانون بازار در مورد رسیدگی به اختلاف در هیات‌داوری این‌چنین اشعار می‌دارد: «اختلافات بین کارگزاران، بازار

گردانان، کارگزار / معامله‌گران، مشاوران سرمایه‌گذاری، ناشران، سرمایه‌گذاران و سایر اشخاص ذی‌ربط ناشی از فعالیت حرفه‌ای آنها، در صورت عدم سازش در کانون‌ها توسط هیأت داوری رسیدگی می‌شود.» مشاهده می‌شود در صورت عدم سازش در کانون‌ها که مرحله ابتدایی سازش است؛ مرحله دومِ حل‌وفصل اختلاف، با صدور گواهی عدم سازش، توسط هیات داوری کلید خواهد خورد(ر.ک: میرائی منفرد، ۱۳۹۵: بخش دوم). به صراحت ماده ۱۲ «آیین رسیدگی به اختلاف در هیأت داوری قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران»(پیوست بند ۸ صورتجلسه ۵۸۷ مورخ ۱۳۹۷/۵/۱۴)،[1] در صورت عدم ضمیمه گواهی مزبور، هیات داوری به اختلاف طرفین رسیدگی نخواهد کرد. پس طرفین ابتدا باید به کانون ذی‌ربط مراجعه کنند و درصورتی‌که در کانون مزبور صلح و سازش انجام شود دیگر نیازی به طرح دعوا در هیات داوری نخواهد بود (میرزایی‌منفرد،۱۳۸۷:۴۶). به‌موجب ماده ۳۷ قانون سال ۱۳۸۴، اعضای هیات داوری در بورس را نماینده قوه قضائیه از میان قضات باتجربه، دو نفر صاحب‌نظر درزمینهٔ اقتصادی و مالی به پیشنهاد سازمان بورس و اوراق بهادار که تائید شورای عالی بورس و اوراق بهادار باید به همراه داشته باشد و همچنین رئیس قوه قضائیه و سازمان بورس با تائید شورا عالی بورس هرکدام یک نفر را به‌عنوان عضو علی‌البدل معرفی می‌نمایند که شرایط عضو علی‌البدل مانند شرایط عضو اصلی است. مطابق تبصره ۱ همین ماده، ریاست هیأت داوری با نماینده قوه قضاییه است و مطابق تبصره ۲ همان ماده، مدت مأموریت اعضای اصلی و علی‌البدل دو سال است و انتخاب مجدد آنان برای حداکثر دو دوره دیگر بلامانع است. جلسات هیأت هر هفته با حضور سه عضو اصلی و در غیاب آنان با حضور عضو علی‌البدل تشکیل می‌شود و چنانچه حضور طرفین دعوا، گواه، کارشناس و یا سایر ادله مؤثر در دعوا لازم باشد توسط دبیرخانه هیات به جلسه دعوت می‌شوند (قربانیان،۱۳۸۸:۲۷). البته جلسه هیات داوری با حضور سه عضو اصلی و یا در غیاب عضو یا اعضای اصلی، حسب مورد با حضور عضو یا اعضای علی‌البدل رسمیت می‌یابد. در قانون آشکار نشده است که قسمت اخیر ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار تنها اشاره به شرکت عضو علی‌البدل در هیات داوری و در صورت غیبت عضو اصلی دارد، درصورتی‌که جلسات رسیدگی هیات داوری و تصمیم‌های آن از اساس با ترکیب سه عضو به‌مقتضای شکل داوریِ جمعی برگزار می‌شود. از بیان قانون‌گذار می‌توان این‌گونه استنباط کرد

---

۱. برای پیشگیری از اطاله کلام، زین پس بجای عبارت بالا از عبارت: «آیین رسیدگی به اختلاف» استفاده خواهد شد.

که برخی تصمیمات به اقتضای ضرورت، مانند دستور به دعوت از طرفین و ابلاغ مدارک و تأدیه هزینه کارشناسی می‌تواند توسط رئیس هیات و یا با حضور یک نفر از اعضا صورت گیرد(سوادکوهی،۱۲:۱۳۸۸). به‌موجب بند ۱۲ از ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار، تعیین حق‌الزحمه اعضای هیات داوری از وظایف شورای عالی بورس است. درخصوص چگونگی ابلاغ آرای صادره از هیأتها باید گفت که آرای این مراجع، برابر با مواد آیین دادرسی مدنی مواد ۶۷ تا ۸۳ ابلاغ می‌شود اما امکان استفاده از سایر شیوه‌های نوین هم وجود دارد و مطابق تبصره ۵ از ماده ۳۷ آرای صادرشده از هیات‌های داوری قطعی و لازم‌الاجراست و اجرای آن بر عهده اجرای احکام دادگاه‌ها، اداره‌ها و دوایر اجرای ثبت‌اسناد و املاک است.

۲. مفهوم دادرسی منصفانه

دادرسی یعنی به داد کسی رسیدن یا به دادخواهی کسی رسیدگی کردن است (فضائلی،۴۵:۱۳۸۸). در ادبیات قضایی واژه انصاف معناهایی همچون وصف بی‌طرفی، آزادی از تعصب و دوری از جانب‌داری، دوری از منفعت شخصی و برابری اصحاب دعوا را به ذهن متبادر می‌کند و عبارت دادرسی منصفانه نیز متبادر کننده همین معنا به ذهن است (همان:۲۹۳:۱۳۸۸). انصاف را در حقوق عمومی، اساساً می‌توان به معیاری تعبیر کرد که در کنار قانون، آن را تکمیل یا تعدیل یا اصلاح کرده و بدین گونه، «قانون» را موجه‌سازی می‌کند (مولائی، ۱۳۹۸: ۶۵). ارسطو در کتاب اخلاق نیکوماخوس که عمده تأکید آن بر عدالت است انصاف را متمایز از عدالت می‌داند که البته جنس مفهوم انصاف از عدالت متمایز نیست، زیرا امر منصفانه در حقیقت امری عادلانه نیز است. اما نه بر اساس قانون، بلکه انصاف نوعی اصلاح در عدالت حقوقی است و نظر به اینکه قواعد حقوقی عام هستند، ممکن است مصادیق آن‌ها گوناگون باشد و قواعد توانایی ارائه عدالت در موارد خاص را ندارند، پس اگر با وضع یک قاعده عام، موردی پدید آید که در الگوی عام گنجانده نشود درست آن است که این نقض را طوری اصلاح کنیم که اگر قانون‌گذار نیز به هنگام وضع قانون از این مورد آگاهی پیدا می‌کرد به همین منوال عمل می‌کرد (کلی، ۵۸:۱۳۸۸-۵۹). البته باید به این موضوع توجه داشت که رعایت بی‌طرفی و استقلال در رسیدگی به معنای داشتن حق دادرسی منصفانه برای طرفین دعوا نیست. در ابتدا ممکن بود این موضوع مطرح گردد که وصف منصفانه بودن، زائد بر کلمه دادرسی است و انصاف خود در کلمه دادرسی نهادینه است اما می‌توان به این موضوع اشاره

کرد که یک مرجع مستقل نیز می‌تواند با جانب‌داری از بعضی گروه‌های سیاسی یا دستگاه‌ها و نهادهای دولتی اصول دادرسی منصفانه را آسیب پذیر می‌کند.

در بررسی اصل دادرسی منصفانه، با مفهوم عدالت طبیعی مواجه هستیم. عدالت طبیعی بر دو اصل مهم استوار است. اصل اول که از آن به «قاعده بی‌طرفی» تعبیر می‌شود. ترجمان این آموزه قدیمی است که هیچ‌کس نمی‌تواند در موردی که خود در آن ذینفع است قاضی باشد. اصل دوم عدالت طبیعی را می‌توان به‌سادگی به‌حق متهم یا مدعی علیه بر ارائه دلایل خود و در حقیقت «شنیده شدن» دعاوی و دلایل او بازگرداند. این اصل بر پایه این آموزه قدیمی است که هیچ‌کس را نباید محکوم کرد مگر آنکه فرصت معقولی به او داده شود تا دلایل دعاوی خود را مطرح کند (قاری‌سیدفاطمی، ۱۳۸۰، ۲۵۷). بر مبنای این آموزه می‌توان گفت: دادرسی منصفانه با الهام از عدالت طبیعی، به اقتضائات حق‌بنیانی شهروندان در امر دادرسی نظر دارد(مولائی، ۱۳۹۸: ۶). امروز اصولی همچون: علنی بودن دادرسی، قانونی بودن دادگاه یا مرجع رسیدگی‌کننده و لذا تساوی سلاح طرفیت دعوی و تسلط ایشان بر جهات دعوا و هم‌چنین عملکرد دموکراتیک در فرآیند دادرسی و غیره، ازجمله اصولی هستند که به ناچار از وصف منصفانه بودن دادرسی ناشی می‌شوند و بنابراین اصل عدالت طبیعی اگرچه برای یک دادرسی لازم است اما در مقایسه با اصول، مبانی و غایت دادرسی کافی نیست. با این توضیح، توسعه حقوق بشری اصل دادرسی منصفانه منجر به این خواهد شد که مقامات اداری به هنگام تصمیم‌گیری ملزم به رعایت اصول انصاف آئینی باشند (هداوند، ۱۳۸۹،۴۸۰).

باید در نظر گرفت که مکانیسم دادرسی منصفانه مقوله‌ای ایستا و ثابت نیست و برحسب شرایط، به‌ویژه شرایط موضوعی، قابل‌تغییر و تکامل است و آنچه دارای اهمیت بسیار است نتیجه‌ای است که از آن باید انتظار داشت. در این راستا به بیان مهم‌ترین اصولی که باید در هر مرحله از دادرسی در هیات‌های داوری بورس حاکم گردد و دادرسی را به‌سوی مسیری هدایت کند که برآیند آن منتج به دادرسی منصفانه شود موردبررسی قرار می‌گیرد.

۳. اصول و جایگاه دادرسی منصفانه در هیات‌های حل اختلاف در بورس

اصل دادرسی منصفانه زیرمجموعه‌ها و عناصر گوناگونی را در برمی‌گیرد. در اینجا با درنظر گرفتن معیارِ «نوع دادرسی»، به رئوسِ اصول دادرسی منصفانهٔ مرتبط با هیات داوری بورس اوراق بهادار کشور، پرداخته می‌شود. مهمترین اصول مربوطه، به اعتبار دو مفهوم: «سازمان» و

«عملکرد» تحت دو عنوان کلی: «اصول ساختاری هیات داوری» و «اصول مرتبط با نحوه رسیدگی» به بحث آسیب‌شناختی گذاشته می‌شود.

اصول ساختاری و سازمانی هیات داوری

در بررسی این عناصر، ساختار، تشکیلات و سازمان هیات داوری موردتوجه است و همچنین عوامل مؤثر بر استقلال و بی‌طرفی در فرآیند رسیدگی و عناصر تشکیل‌دهنده آن‌ها مدنظر است که در ادامه موردبررسی قرار می‌گیرند.

استقلال هیات داوری

استقلال هیات داوری را می‌توان این‌گونه تعریف کرد که مرجع در استنباطی که از قانون می‌کند، آزاد است و دراین‌باره تابع نظر کسی نیست. تنها دستوری که از آن باید تبعیت کند دستور قانون است (طباطبایی‌موتمنی، ۵۴:۱۳۷۰). عدم استقلال هیات داوری بنیان منصفانه بودن یک داوری را مختل می‌کند. در خصوص استقلال هیات داوری به‌عنوان یکی از مراجع حل اختلاف در بورس اوراق بهادار کشور باید بین مراحل مختلفِ استقلال در تصمیم‌گیری و صدور رأی و نیز استقلال سازمانی قائل به تفکیک شد. قانون‌گذار در تکاپو برای رعایت هرچه بیشترِ استقلال این هیات، ترکیب آن‌ها را در ماده ۳۷، مرکب از سه عضو که یک عضو آن توسط رئیس قوه قضاییه از میان قضات باتجربه و دو عضو دیگر از میان صاحب‌نظران در زمینه‌های اقتصادی و مالی به پیشنهاد سازمان و تائید شورا انتخاب می‌شود، تعریف کرده است. آنچه فرض شده انگاشته می‌شود این است که هیأت هم از جنبهٔ «بیرونی» و هم از نظر «درونی»، دارای استقلال هستند در غیر این‌صورت فلسفهٔ وجود این نهاد زیرسوال خواهد رفت. به این اصورت که از جنبهٔ بیرونی، اعضای هیأت هیچ تکلیفی مبنی بر پیروی از نظرات مقامات انتخاب‌کننده ندارند، پس در عالم نظر، استقلال در تصمیم‌گیریِ «گروهی» اعضا محفوظ است، هرچند که از منظر تفسیر واقع‌گرایانهٔ حقوق، نمی‌توان به «سایهٔ تفکر» مقامِ انتخاب‌کننده بی‌تفاوت بود. از سوی دیگر از حیث درونی، در میان اعضایِ سه‌گانهٔ هیأت، هیچ‌گونه رابطهٔ سلسله مراتبی وجود ندارد و از این حیث استقلال «فردی» اعضا مفروض تلقی می‌شود (مولائی، ۱۹:۱۳۹۸).

از نظرگاه استقلال سازمانی باید گفت که به‌موجب تبصره ۴ ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار بودجه این هیات در قالب بودجه سازمان بورس اوراق بهادار پرداخت می‌شود و تدوین بودجه و مراقبت در مصرف آن از مسائل اجرایی است که در تشکیلات هیات داوری سازوکار لازم برای آن دیده نشده است. بنابراین امر بودجه‌نویسی و مسائل خاص آن در عمل توسط سازمان بورس اوراق بهادار انجام می‌پذیرد[1] (سلیمانی‌فر، ۵۴:۱۳۹۲). این فرآیند با توجه به اینکه دبیرخانه هیأت به استناد ماده ۳۷ در محل سازمان بورس قرار دارد شائبهٔ وابستگی سازمانی و ساختاری هیأت به سازمان را به شدت افزایش می‌دهد که این می‌تواند به تصمیم های این هیات در راستای منافع سازمان جهت دهد و نیز می‌تواند در ضایع کردن حقوق اصحاب دعوا و مخدوش کردن استقلال هیات داوری، نقش بسزایی ایفا کند. تنها نکته امیدوار کننده در خصوص مفهوم اسناد مربوطه، ماده ۵۴ «آیین رسیدگی به اختلافات» است که برابر آن، اعضای غیرقضایی موظف شده‌اند قبل از شروع بکار، سوگندنامه‌ای را امضا کنند که از جمله موارد مطروحه در آن، استفاده از حداکثر توان خود در اجرای قوانین و مقررات و «مراعات استقلال» بیان شده است (مولائی، ۱۳۹۸: ۱۵).

حق دادخواهی و دسترسی به مرجع رسیدگی

تظلم و دادخواهی ازجمله حقوق ابتدایی همه افراد به شمار می‌رود تا افرادی که آزادی و امنیتشان به نحوی از انحا در معرض آسیب قرارگرفته، برای صیانت از آن امکان مراجعه به مراجع صالح را داشته باشند (هاشمی،۲۹۴:۱۳۸۸). با توجه به تبصره ۳ ماده ۳۷ که مقرر داشته است: هیات داوری دارای دبیرخانه‌ای است که در محل سازمان تشکیل می‌شود. به نظر می‌رسد تشکیلات سازمانیِ هیأت، به‌صورت انحصاری در محل سازمان قرار دارد که البته دستیابی به آن برای همگان از حیث داشتن هزینه و بعد مسافت به‌سادگی حاصل نمی‌شود و در عمل حق دسترسی برای همگان بی‌تردید با چالش مواجه است. درواقع از یک سو، از آنجایی که اصل ۳۴ قانون اساسی بصورت مطلق، دادخواهی را حق مسلم افراد دانسته است بنظر می‌رسد اعمال مدلول این اصل در اینجا برای احرازِ حق شکایت و دسترسی فعالان بورس کافی باشد. اما درخصوص اینکه اگر هیأت شکایت ذینفع را استماع نکند چه باید کرد؟ منطوق اسناد مربوطه در این‌خصوص راهگشا نیستند، از سوی دیگر، نگاهی به «آیین رسیدگی به اختلافات» گویای

---

۱. بند ۱۵ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار در مورد وظایف و اختیارات هیات مدیره، سازمان می‌گوید: تهیه بودجه و پیشنهاد انواع درآمد و نرخ‌های خدمات سازمان جهت تصویب توسط شورا.

آن است این سند، مفروضاً بر حق دسترسی فعالان بورس(موضوع ماده ۳۶) استوار شده است، در غیر این صورت، خودِ این سند موضوعیت خود را از دست خواهد داد هرچند که در سندنویسی، نوعی از ابهام مشاهده می‌شود چرا که در ماده ۱۰ «آیین رسیدگی به اختلافات» در خصوصِ نوعِ صلاحیتِ هیأت، از واژه «می‌تواند» استفاده شده است. پس هیأت در رسیدگی به دعاوی بورسی از «صلاحیت تشخیصی» برخوردار است. این وضعیت منجر به مخدوش شدن حق دسترسی به مرجع صالح و به محاق رفتن چنین حقی خواهد شد (مولائی، ۱۳۹۸: ۱۵).

در دنیای امروز به دلیل مطرح‌شدن بحث مدیریت اطلاعات، مفهوم «دادرسی مجازی» نیز مطرح شده است زیرا در دادرسی مجازی به‌نوعی اطلاعات مورد تبادل در نظام عدالت قضایی را تحت مدیریت قرار می‌دهد (مهرافشان، ۱۳۹۰:۲۹۱). دولت الکترونیک امکانات گسترده‌ای را فراهم می‌کند و با بکارگیری فناوری‌های جدید، موجبِ ارائه سریع‌ترِ خدمات در بخش عمومی، پاسخگوتر شدن مأموران دولتی، شفاف‌سازی اطلاعات، کاهش فاصله میان مردم و دولتمردان، مشارکتِ اثربخش‌ترِ شهروندان و اعضای جامعه مدنی در فرآیند تصمیم‌گیریِ عمومی، گسترش عدالت اجتماعی از طریق فرصت‌هایِ برابرِ افراد برای دسترسی به اطلاعات و غیره را فراهم می‌کند (یعقوبی،۱۳۹۶:۲۱۱). در این زمینه همان‌طور که پیش‌تر گفته شد نخست، سازش در کمیته‌های حل اختلاف، واقع در کانون مطرح و رسیدگی می‌شود و در صورت حاصل نشدن سازش در موضوعِ مورد اختلاف با صدور گواهیِ عدم سازش، پرونده به داوری ارجاع شده و توسط هیات داوری به آن اختلاف رسیدگی می‌شود. برای طرح ابتدایی شکایت در کانون و تقدیم دادخواست روش‌های متعددی ازجمله:۱-سامانه ثبت شکایت کانون بورس اوراق بهادار[1] ۲-سایت کارگزاران بورس و اوراق بهادار[2] ۳- مراجعه حضوری به کانون کارگزاران و تکمیل فرم دادخواست، پیش‌بینی‌شده است. از آن جا که طرح شکایت و شروع به رسیدگی از طریقِ خدمات الکترونیکی نیز فراهم‌شده است، می‌توان گفت که این امر می‌تواند اثرِ مثبت و معناداری بر رضایتمندی شهروندان در راستایِ رعایتِ اصول دادرسی منصفانه داشته باشد. نگاهی به «آیین رسیدگی به اختلافات» گویای آن است که به تازگی استفاده از سازکارهای فضای مجازی در جهت تسهیل در دسترسی به این مرجع پیش‌بینی شده است. مهمترین مواد مربوطه شامل: ماده

1. www.Shekayat.seo.ir
2. www.seba.ir

۱۴(ثبت الکترونیکی دادخواست توسط خواهان در سامانه)، ماده ۲۹(ابلاغ اوراق، اخطاریه‌ها و آرای هیأت) و بند «ح» ماده ۱(پیگیری دعاوی) است. مشاهده می‌شود فضا برایِ دادرسی مجازی، دست‌کم در ارتباط با مواد گفته شده فراهم است.

بی‌طرفی مرجع رسیدگی‌کننده

در چارچوب این اصل، نوعی از اطمینان مطرح است برای این‌که رسیدگی‌کننده قدرت خود را بر اساس منافع شخصی یا نفوذ خارجی اعمال نکند و تحت تأثیر یکی از طرفین قرار نگیرد یا از یکی طرفداری نکند، خود نیز درنتیجه دعوا ذینفع نباشد (هداوند،۲۸۷:۱۳۸۶). به استناد مفهوم بی‌طرفی، رأی قاضی هم باید نسبت به خوانده و هم نسبت به خواهان عادلانه و مناسب باشد و این وظیفه قاضی است که نسبت به این امر اطمینان حاصل کند و عدم رعایت هریک از این موارد، می‌تواند حتی قاضی را در خصوص جبران خسارات حاصل‌شده مسئول قرار دهد (موسوی،۳۶۱:۱۳۸۸).

در اسناد مختلف به مقوله بی‌طرفی توجه یا تأکید شده است. برای مثال در متون فقه امامیه، به پیروی از روایات، موضوع بی‌طرفیِ مرجع رسیدگی‌کننده در سه محور موردبحث قرارگرفته است. نخستین مورد بی‌طرفی در صدور حکم است که صادرکننده حکم موظف است با بی‌طرفی کامل و برقراری عدالت به صدور حکم بپردازد. دومین مورد بی‌طرفی در رفتار است که فقها به دودسته در این زمینه تقسیم می‌شوند گروهی معتقد به وجوب بی‌طرفی در رفتار ظاهری هستند و گروهی معتقد به استصحاب بی‌طرفی در رفتار ظاهری هستند. سومین مورد، بی‌طرفی در تمایلات قلبی است که عموم فقها یادآور شده‌اند که مراعات بی‌طرفی و مساوات از این نظر واجب نیست (فخارطوسی،۳۶۴:۱۳۹۱-۳۷۳). همچنین در کنوانسیون آمریکایی حقوق بشر در خصوص اصل بی‌طرفی آمده است که در یک دادگاه، بی‌طرفی یکی از عناصر اصلی تضمین‌های حداقلی در اجرای عدالت به شمار می‌رود (زیتون و گازمن[1]، ۲۰۰۷:۲۸).

تصور هرگونه منافع: حزبی، صنفی، مادی، معنوی و سازمانی، بی‌طرفی مرجع را از بین خواهد برد. برای بررسی این مطلب از دیدگاه هنجاری، باید به اصول کلی مراجعه کرد و چنین گفت که رعایت مدلولِ این اصل، مفروض این‌گونه رسیدگی است. همچنین با وحدت ملاک

1. Zeitune,Guzman

از ماده ۹۱ قانون آیین دادرسی مدنی درزمینهٔ رد دادرس می‌توان این ماده را در تمامی مراجع رسیدگی‌کننده به اختلافات، صیانت کننده اصل بی‌طرفی در فرآیند دادرسی دانست، اما در خصوص اعضای هیأت داوری به‌ویژه دو عضو معرفی‌شده از طرف رئیس سازمان، نمی‌توان به الزام قانونی برای پیروی از مدلول ماده یادشده در هیأت سخن گفت. همچنین در عالم نظر باید گفت به راستی به همان میزانی که نمی‌توان از دلایل محکمه‌پسند دال بر بی‌طرفی آن‌ها سخن گفت به همان میزان نیز نمی‌توان از جانب‌داری آن‌ها سخن به میان آورد اما از نظرگاه منطقِ حقوقِ «عمل‌گرا» و «واقع‌گرا» باید گفت که در غیاب اصول و مؤلفه‌هایِ تضمین‌کنندهٔ «حق»ها، بی‌طرفی در «آستانهٔ» بحران قرار دارد. با این حال در «آیین رسیدگی به اختلافات» به مقوله بی‌طرفی به صراحت پرداخته شده و مفروض رسیدگی دانسته شده است. در بند «ث» ماده ۵ «سند اخیر، از جمله مواردی که به تشخیص رئیس هیأت عضو علی‌البدل جایگزین عضو اصلی در جلسات دادرسی خواهد شد: «مورد تردید بودن بی‌طرفی عضو اصلی» یاد شده است. ناگفته پیداست این عبارت‌پردازی کلی بوده و فاقد معیار عینی برای تشخیص موضوع است اما در ادامه، ماده ۵۴ «آیین رسیدگی به اختلافات»، اعضای غیرقضایی هیأت را موظف ساخته است قبل از شروع بکار، سوگندنامه‌ای را امضا کنند. از جمله شروط مقرر در آن سوگندنامه: رعایت «بی‌طرفی کامل»، رعایتِ «امانت و تقوا» و پرهیز «از هرگونه جانبداری و اعمال تبعیض بین اصحاب دعوی» یاد شده است. این نکته قوت در سند گفته شده، نشانه بارزی بر حرکت این سند در راستای دادرسی منصفانه بشمار می‌رود. هر چند که مهمترین نکته ضعف این سند، نبود ضمانت اجرای قانونیِ مشخص در جهت پاسداشت اهداف بی‌طرفی از طریق بازنگری قضایی آرای صادره از هیأت‌ها است (مولائی، ۱۳۹۸: ۱۷).

صالح بودن مرجع رسیدگی‌کننده

بنیانِ توجیهیِ صالح بودن مرجع رسیدگی‌کننده بر اصل حکومت قانون و اصل صلاحیت استوار است. دربند ۴ ماده ۱ آمده است: «هیأت داوری: هیأتی است که به‌موجب ماده ۳۷ این قانون تشکیل می‌شود» و ماده ۳۶ بیان می‌دارد: اختلاف بین کارگزاران، بازارگردانان، کارگزار/معامله‌گران، مشاوران، سرمایه‌گذاران، ناشران، سرمایه‌گذاران و سایر اشخاص ذی‌ربط ناشی از فعالیت حرفه‌ای آن‌ها، در صورت عدم سازش در کانون‌ها، توسط هیأت داوری رسیدگی می‌شود. با توجه به مواد نامبرده شده این هیات از پشتوانه قانونی برای رسیدگی

برخوردار است و این امر بیان‌کننده سازگاری آن با اصل حکومت قانون است. بنابراین سایر مراجع از صلاحیت رسیدگی به اینگونه پرونده‌ها برخوردار نیستند. چرا که صلاحیت این هیأت: ذاتی، غیرقابل تفویض، اجباری و آمره است (ر.ک: شکری، ایرانشاهی و تقی‌زاده، ۱۳۹۸: ۱۸۰). در این راستا، مواد ۶ تا ۱۱ «آیین رسیدگی به اختلافات» به موضوع صلاحیت کمیتهٔ سازش و این مرجع پرداخته و بدین وسیله قلمروی اختیارات آن را مشخص ساخته و در مواد بعدی (ماده ۱۲ به بعد) چگونگی رسیدگی در هیأت به بحث گذاشته شده است. مرزهای چنین صلاحیتی بویژه در مواد: ۱۲، ۲۵، ۲۸، ۳۳، ۴۵، و ۵۸ آمده و حوزه‌های سلبی و ایجابی چنین صلاحیتی مشخص شده است. بنابراین چنین فرض است که این مرجع نمی‌تواند در خصوص پرونده‌های بورسی، دلبخواهی عمل کند. پس در نتیجه هیات داوری بورس از حیث دارا بودنِ صلاحیت قانونی، دارای جایگاه شایستهٔ قانونی است.

اصول مربوط به نحوه رسیدگی

اهمیت این عناصر در فرآیند دادرسی بورس بسیار زیاد است، زیرا این عناصر هستند که سرنوشت یک دادرسی منصفانه را مشخص می‌کنند و نبودِ هرکدام از آنها، دادرسی را از مقصود منصفانه بودن دور می‌سازد. بدیهی است که نقش اصحاب دعوا در این مورد دارای اهمیت است و نتیجه‌ای که از آن به‌دست می‌آید پررنگ‌تر است در زیر به بررسی اصول شاخصِ مربوط به این دسته می‌پردازیم.

اصل تساوی سلاح‌ها

این مؤلفه در فقه به معنای وجوب تسویه بین خصمین است (غفاری، کلیمانی ۱۳۸۵:۱۲۱). منظور از اصل برابری سلاح‌ها این است که همه اشخاص باید بدون تمایز نژادی، مذهبی، جنسی، مالی و غیره از حق دسترسی یکسان به دادگاه بهره‌مند شوند و هرکس که علیه وی در مرجعی، پرونده‌ای در جریان است بتواند دفاعیات خود را به شخصی که قرار است در خصوص پرونده یاشده تصمیم‌گیری کند، ارائه کند. این اصل یکی از اصول مسلم دادرسی منصفانه است. این اصل بدین‌جهت دارای اهمیت است که بدون رعایت آن، مرجع رسیدگی‌کننده برای صدور رأی مقتضی، نمی‌تواند تمامی دلایل و شواهد را بررسی کند و چه‌بسا با نبود این اصل برخی اصول دیگر دادرسی منصفانه هم از بین برود. برای نمونه یکی از دلایل حضوری بودن دادرسی این است که شخص می‌تواند با حضور خود در دادگاه به دفاع از منافع و حقوق خود بپردازد.

حال اگر فرصت دفاع به چنین شخصی اعطا نشود یا فرصت به نحوی باشد که نتواند از آن استفاده کند، در حقیقت مسئله حضوری بودن دادگاه از این بابت از بین خواهد رفت. به بیان بهتر در همه دعاوی و اختلافات اعم از کیفری، حقوقی و اداری باید اصحاب دعوا از امکان یکسانی برای کسب اطلاع از مسائل وارده علیه طرف مقابل خود برخوردار باشند و در طول دادرسی، باید به طرفین اجازه داده شود که بتوانند ادعاهای خود را طبق قانون اثبات کنند. هرگونه تبعیض در این خصوص می‌تواند دادرسی را به غیرمنصفانه تبدیل کند (همان،۱۰۵:۱۳۹۰). پس تساوی طرفین در یک دادرسی برای ارائه اسناد و مدارک خود و همچنین دسترسی به ادعاها، ادله و استنادات رقیب، شاخصه‌های محوری است که در راستای دستیابی به ایده تساوی سلاح‌ها ضروری است.

در رویه فعلی هیات داوری، پس از تکمیل پرونده و صدورِ دستورِ تعیینِ وقت توسط هیات، نسخه‌ای از دادخواست خواهان و ضمایم آن به خوانده ابلاغ می‌شود تا ظرف مهلتی مشخص به آن پاسخ داده و سپس با تعیین وقت رسیدگی و ابلاغ به اصحاب دعوا، پرونده در نوبت رسیدگی قرار می‌گیرد. اعضای هیات مکلف‌اند با رعایت اصل تناظر و ترافعی بودن به اختلاف رسیدگی کنند و صدور رأی منوط به رعایت شرایطی ازجمله اینکه داور باید در رسیدگی و صدور رأی اظهارات طرفین را گوش کند و فرصت دفاع را به هر دو طرف بدهد و دلایل و مستندات هر یک را موردبررسی قرار دهد و چنانچه برای گرفتن تصمیم جلب نظر کارشناس ضرورت داشته باشد، کارشناس انتخاب کند، طرفین نیز باید همکاری لازم را با داور بکنند و اسناد و مدارک خود را به داور یا داوران تسلیم کنند[1] (سلیمانی‌فر، ۸۸:۱۳۹۲). اگر چه در مفهوم اسناد مرتبط با هیأت داوری، به اصل یاشده اشاره صریحی نشده است و ممکن است از دیدگاه پوزیتویستی، اعضای هیأت تکلیفی به رعایت این اصل ندارند، پس بهتر بود در خود قانون و یا آیین‌نامه مربوط به آن به‌طور مستقل به این موضوع در راستای تحکیم دادرسی منصفانه اشاره می‌شد. با این حال، نگاهی به مواد «آیین سیدگی به اختلافات» گویای آن است اول: بعضی مواد این سند، به فرض بر این اصل استوار گشته است. به طور مشخص در این‌خصوص می‌توان به ماده ۱۷ راجع به برابری طرفین در انتخاب وکیل تصریح شده است. دوم: موادی که مبتنی بر خصوصیت یکی از طرفین پرونده نگاشته نشده است منطقا و مفروضا بطور برابر دربرگیرندهٔ هر دو طرف

---

۱. ماده ۴۷۶ قانون آیین دادرسی مدنی

دعوا بصورت مساوی است. برای نمونه در ماده ۲۹ به شیوه ابلاغ اوراق و آراء به طرفین پرداخته شده است یا اینکه در ماده ۲۹ مفروضاً به حق حضور طرفین در جلسه دادرسی پرداخته شده است، بنابراین در اینجا، همان ضوابطی که برای خواهان پیش‌بینی شده است برای خوانده نیز اعمال خواهد شد. سوم: در مواردی که اقدامات رسیدگی در صلاحدید اعضای هیأت قرار گرفته است به تبع آن، نمی‌توان انتظارداشت که اصل گفته شده حتماً رعایت خواهد شد. برای مثال در ماده ۳۶ به صلاحیت تخییری اعضای هیأت در خصوص دعوت از هر یک از طرفین دعوی یا شخص دیگر تصریح شده است. چهارم: از آنجایی که برابر ماده ۱۹، تنها دستگاه‌های حکومتی در فرآیند دادرسی به جای وکیل دادگستری، از نمایندگان حقوقیِ دستگاه می‌توانند بهره‌مند شوند، در نتیجه در اینجا اصل یادشده نقض شده است. پنجم: اگر قائل به این باشیم که اصل برابری سلاحها مفروض هرنوع دادرسی است و بنابراین در مقام شک در تکلیف باید به اصل رجوع کرد یعنی هرجا سند سکوت کرده باشد فرض بر لزوم رعایت اصل برابری سلاحها خواهد بود (مولائی، ۱۳۹۸: ۱۹). با این حال تضمین دقیقی نسبت به رعایت مفاد این اصل در همه ابعاد رسیدگی در رویه وجود ندارد.

علنی بودن جلسه رسیدگی

علنی بودن دادگاه را می‌توان از عواملی دانست که منجر به جلب اعتماد عمومی، جلوگیری از تشکیل دادگاه سری، نظارت عمومی بر عملکرد دادگاه و جلوگیری از فساد قضایی، بالا بردن شأن رأی صادره می‌شود (آخوندی،۱۳۸۴:۲۰۵). درنتیجه رسیدگی به یک دعوا باید به‌طور علنی باشد که علاوه بر این‌که طرفین امکان حضور پیدا خواهند کرد، این امکان نظارت را نیز در جلسات برای تحقق هر چه بیشتر عدالت تسهیل خواهد کرد. همچنین صرف حضور اصحاب دعوا ضامن منصفانه بودن دادرسی نخواهد بود، بلکه طرفین باید بتوانند امکان و فرصت طرح ادله خود را نیز داشته و در مقابل ادعاهای طرف مقابل فرصت دفاع نیز داشته باشند. باید این فرصت‌ها بدون تبعیض به‌صورت برابر در اختیار اصحاب دعوا قرار گیرد و در این صورت است که هیات داوری می‌تواند بر مبنای عدالت حکمی را صادر کند. ازآنجاکه تمامی مراجع رسیدگی‌کننده به اختلافات، امانت‌دار مردم هستند با علنی بودن محاکمات، عملکرد آن‌ها تحت نظارت مستقیمِ مردم و افکار عمومی قرار می‌گیرد و از گرایشات انحرافی در آن‌ها جلوگیری خواهد شد و این امر زمینه امنیت قضایی را به بهترین نحو فراهم خواهد کرد و

برعکس جلسات غیرعلنی علاوه بر فراهم آوردن موجبات بدبینی مردم، سبب توسعه شایعه علیه سازمان مربوط را فراهم می‌کند و احتمال تضییع امنیت شهروندان را قوت می‌بخشد (هاشمی،۳۰۷:۱۳۸۴-۳۰۸).

در رویه فعلی هیات داوری، پس از تکمیل پرونده مطروحه، دبیرخانه پس از صدور قرار تعیین وقت، پرونده را در نوبت رسیدگی قرار می‌دهد و به دلیل خصوصی بودن دعوا، جلسات به‌صورت غیرعلنی برگزار می‌شود (سلیمانی‌فر،۸۸:۱۳۹۲). به همین منظور بسیاری از قواعدی که به جلسات علنی بار می‌شود ازجمله نظارت افکار عمومی، شناخت دادرسی رخ نمی‌دهد و به همین جهت یکی از شاخصه‌های اصلی دادرسی منصفانه در هیات داوری اعمال نمی‌شود. بااین‌حال به استناد اصل ۱۶۵، اصل بر علنی بودن دادرسی است مگر این‌که در دعاوی خصوصی، طرفین درخواست برگزاریِ غیرعلنی دادرسی را داشته باشند. درنتیجه از ابتدا، هیأت مجاز نیست دادرسی را غیرعلنی برگزار کند و لذا رویه کنونیِ هیأت، خلاف اصل یادشده است. در «آیین رسیدگی به اختلافات» که مصوب ۱۳۹۸ است به این اصل سلباً یا ایجاباً تصریح نشده است. با این حال مواد ۳۵ تا ۳۷ به نوعی در شفاف‌سازی جایگاه این اصل در این سند می‌تواند مفید فایده باشد. در ماده ۳۵ به امکان حضور آزادانهٔ طرفین پرونده در مرحله دادرسی تصریح شده است و البته در این ماده ممنوعیتی برای حضور سایرین بیان نشده است و چه بسا این ماده به چگونگی رسمیت جلسات رسیدگی پرداخته و شرط رسمیت جلسه را حضور طرفین دعوی ذکر کرده است و عبارت پایانی این ماده به نوعی بیانگر این ادعاست. اما ماده ۳۶ به امکان دعوت از طرفین دعوی یا شخص دیگر تصریح شده است. در ماده ۳۷ بطور کلی و بدون اشاره به شخص خاصی مقرر شده است: «در صورت ایجاد اختلال در جلسه رسیدگی، هیأت می‌تواند دستور اخراج اشخاصی را که به نحوی نظم جلسه رسیدگی را به هم زده و موجب اختلال در آن شده‌اند را صادر کند.» از این ماده نیز می‌توان علنی بودن رسیدگی را احراز کرد هرچند که قرینه قطعی در این‌خصوص نمی‌توان ارائه داد(مولائی، ۱۳۹۸: ۱۹).

رعایت مهلت منطقی برای رسیدگی:

یکی از معیارهای ارزیابی کیفیت دادرسی، زمان صرف شده است که حد ایمنی و حساسیت دعوا نیز درگرو آن است، معیاری که مبنای کارایی یا عدم کارایی تلقی می‌شود چراکه تعیین بازدهیِ آرای دادگاه‌ها را در حقوق شکلی تشکیل می‌دهد. معیار زمان هم در شکل‌گیری حقوق

و قواعد آن، عنصر طلایی به‌حساب می‌آید (الماسی، حبیبی‌درگاه، ۵۵:۱۳۹۱). رسیدگی به دعاوی و شکایات در اسرع وقت یکی از شرایط یک محاکمه عادلانه است و اگر بنا به علتی، حتی قانونی، فرآیند رسیدگی دچار اطاله غیرطبیعی شود قطعاً به دادرسی منصفانه لطمه وارد خواهد کرد. هرچند که حتی حکم هم به نفع صاحب حق صادر شود (گلدوست، جهاندار، ۱۳۸۸). البته شتاب در رسیدگی نیز حقوق اصحاب دعوا را ضایع خواهد کرد. در قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ در ماده ۱۸ آن پیش‌بینی‌شده بود که هریک از طرفین اختلاف می‌تواند موضوع درخواست خود را به اطلاع هیات داوری رسانده و تقاضای صدور رأی نماید. هیات داوری بورس باید فی‌المجلس به موضوع اختلاف رسیدگی کرده و رأی خود را اعلام نماید درصورتی‌که رسیدگی و اعلام رأی در همان مجلس ممکن نباشد، هیات داوری باید حداکثر ظرف سه روز رأی خود را صادر و اعلام کند. در این خصوص متأسفانه در قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و آیین‌نامه مرتبط با آن، ضرورت رسیدگی در مهلتی مناسب با وضعیت پرونده مطروحه، تصریحی وجود ندارد و فقط پس از تکمیل پرونده از سوی هیات به دبیرخانه دستور تعیین وقت داده می‌شود (سلیمانی‌فر، ۸۸:۱۳۹۲).

در چنین وضعیتی، به لحاظ عدم پیش‌بینیِ مدت خاصی برای این پروسه و به دلیل وجود عوامل متعدد دیگر، زمینه برای عدم رعایت این اصل در رسیدگی به پرونده‌های بورسی فراهم بود. اما با تصویب «آیین رسیدگی به اختلافات» موادی از این سند به لزوم رعایت مفاد یا مدلول این اصل در بخشهایی از رسیدگی که به ناگاه قسمتهای مهم رسیدگی را تشکیل می‌دهند به رعایت بازه زمانی «معین» یا «معقول» توجه شده است. در این باره در ماده ۲۶ در خصوص جریان دادخواست به لزوم رعایت بازه‌های زمانی: پنج‌روزه، ده روزه، دو ماه و چهل‌وپنج روزه در ارتباط با تشکیل جلسه رسیدگی تصریح شده است. در تبصره این ماده مقرر شده است: «هیأت تمام تلاش خود را به منظور پیشگیری از طولانی شدن اوقات رسیدگی به کار خواهد گرفت.» همچنین در جهت تسریع در ابلاغ اوراق، اخطاریه و آراء در مواد ۲۹ تا ۳۲ تمهیداتی اندیشیده شده است. برای مثال در ماده ۲۹ به لزوم ارسال اوراق از طریق روش‌های الکترونیکی تصریح شده است. در ماده ۳۰ تصریح شده است بعد از راه‌اندازیِ سامانه الکترونیکی هیأت، ارسال اوراق باید از طریق آن انجام شود. در ماده ۳۲ نیز، در جهت شفاف‌سازی در خصوص روز ابلاغ به طرفین، مقرر شده است: «ابتدای مهلت‌های زمانی، از روز بعد از تاریخ ابلاغ، شروع می‌شود...». در تبصره ۲ ماده ۳۹ به لزوم انجام امر کارشناسی توسط کارشناس در بازهٔ زمانی مقرر

شده از طرف هیأت تصریح شده است. حتی در مورد پرونده‌های مربوط به موضوع ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها، به رسیدگی خارج از نوبت و بدون تشکیل جلسه تصریح شده است. در ماد ۴۶ در خصوص زمان اصدار رأی مقرر شده است رأی هیأت پس از اعلام ختم دادرسی در همان جلسه یا حداکثر ظرف مدت یک‌هفته انشاء شود(مولائی، ۱۳۹۸: ۲۰). ملاحظه می‌شود که در اینجا موارد و مواقع مهم مرتبط با اصل رعایت مهلت معقول در رسیدگی، مورد توجه سند اخیر قرار گرفته است.

حق دسترسی به وکیل

حق برخورداری از وکیل یکی از مهم‌ترین تضمین‌های دادرسی عادلانه است وکیل می‌تواند در برابر تمایلات و لغزش‌ها، اشتباه‌ها، افراط‌ها، بی‌نظمی‌ها، ناهنجاری‌ها، اقدامات نابجا، ناروایی‌ها و هر آنچه مخل قضاوت عادلانه است با تذکرات قانونی ایستادگی کند و از وقوع آن جلوگیری کند (کریم‌زاده، ۵۷:۱۳۸۱). تا سال ۱۳۹۸ به این حق تصریح خاصی در قانون بازار اوراق بهادار و آیین‌نامه‌های مربوط به آن نشده بود هرچند در بروشور راهنمای طرح دعوا در سایت بورس اوراق بهادار کشور[1] به ماده ۳۱ و ۳۳ قانون آیین دادرسی مدنی اشاره شده بود و همین‌طور بیان می‌داشت که وکیل رسمی دادگستری علاوه بر تقدیم اصل وکالت‌نامه، باید واجد اختیار طرح دعوا نزد هیات داوری باشد و تمبر مالیاتی به میزان قانونی توسط وی ابطال شود. بر مبنای اینها می‌توان اذعان داشت که دسترسی به وکیل برای طرفین پرونده مطروحه در هیات داوری با محدودیتی مواجه نیست. جلوگیری از حضور وکیل بی‌گمان جز اضرار به‌حق دفاع و جلوگیری از برگزاری یک دادرسی عادلانه نتیجه‌ای دربر نخواهد داشت (آشوری، ۹۳:۱۳۷۹). با تصویب «آیین رسیدگی به اختلافات» مواد ۱۵ و ۱۷ تا ۲۰ به صراحت یا مفروضاً به امکان طرح دعوی و پیگیریِ آن توسط وکیل پرداخته است. بند ۴ ماده ۱۵ از جمله شرایط دادخواست را ابطال تمبر مالیاتی توسط وکلای دادگستری در پرونده‌هایی که وکیل دارند تصریح شده است. در ماده ۱۷ آشکارا هر دو طرف دعوی می‌توانند برای خود حداکثر دو وکیل داشته باشند (مولائی، ۱۳۹۸: ۲۳). بنابراین امکان دسترسی به وکیل به صراحت پیش‌بینی شده است هرچند که دستگاه‌های حکومتی بجای وکیل دادگستری می‌توانند از نماینده حقوقی خود نیز بهره‌مند شوند (ماده ۱۹).

1. http://tse.ir/

مستند و مستدل بودن آرای صادره از هیات داوری

با استناد به اصل ۱۶۷ قانون اساسی، قاضی مکلف است کوشش کند حکم هر دعوا را در قوانین موضوعه بیابد و در صورت نبودِ قانون با استناد به منابع معتبر اسلامی یا فتاوای معتبر، حکم قضیه را صادر کند و نمی‌تواند به بهانه سکوت یا نقض یا اجمال از رسیدگی و صدور رأی خودداری کند. بدیهی است که با توجه به ماهیت اختلافاتی که در هیات داوری مطرح می‌شود، عدم صدور حکم توسط هیات داوری خلاف اصل ۱۶۷ قانون اساسی است و منتج به تضییع حقوق طرفین خواهد شد. استناد و استدلال یکی از عناصری است که منجر به جلوگیری از خودسری دادگاه می‌شود. در اینجا استناد عبارت از یافتنِ حکم قانون در یک پرونده خاص است و استدلال عبارت است از تحلیلی که قاضی در خصوص علت اعمال حکم قانون بر موضوع معین بیان می‌کند. بنابراین اصل حاکمیت قانون الزام می‌کند که آراء مراجع رسیدگی‌کننده منطبق با قانون و مقررات صادر شود، زیرا اگر این اصل ساری و جاری نشود مراجع می‌توانند به خواست خود نتیجه دعوا را معین کنند و رأی دل‌بخواهانه صادر کنند. بدیهی است که صرف استناد به مواد قانونی نمی‌تواند کافی باشد، زیرا باید دقیقاً مقام صادرکننده مشخص کند که چگونه حکم واقع‌شده است (رستمی و آقایی‌طوق،۱۰۲:۱۳۸۸). با توجه به عدم اشاره قانون بازار اوراق بهادار به این موضوع، اول: از منظر هنجارگراییِ حقوقی، این اصل به ابتنای تکیه‌بر اصول کلی، قابلیت اعمال دارد. دوم: به استناد اصل ۱۶۶ قانون اساسی، از این حیث که موضوع اصل ۱۶۶، فاقد خصوصیت است، بنابراین قابل‌اعمال بر مطلق دادگاه‌ها، ازجمله آرایِ هیأت است. سوم: با وحدت ملاک از ماده ۴۸۲ قانون آیین دادرسی مدنی می‌توان گفت که رأی داور باید موجه و مدلل بوده و مخالف قوانین موجد حق نباشد. چهارم: برخی از مواد «آیین رسیدگی به اختلافات» به موضوع ارجاع به کارشناسی اختصاص یافته‌اند. استفاده از نظر کارشناس در موادی همچون ۳۹ و ۴۱ قرینه متقنی بر لزوم مستدل بودن رای است و درواقع، نظر کارشناسی از مقدمات نظریِ استدلالی بودن رأی است در غیر این صورت نیازی به چنین نظری نبود چرا که در رای دلبخواهی، نیازی به ارجاع به کارشناسی نیست. پنجم: در قسمتهایی از «آیین رسیدگی به اختلافات» به لزوم مستند بودن و مستدل بون اشاره شده است. در ماده ۴۲ به استفاده از مستندات در مقام انشای رای تصریح شده است یا اینکه در ماده ۴۳ به لزوم استفاده از نظر خبرگان اقتصادی و مالی و غیره برای حصول اطمینان از کشف حقیقت استفاده کند یا اینکه در تبصره ۱ ماده ۴۴، آشکارا به لزوم ابراز و ضبط نظر مستدلِ اقلیت در مقام انشایِ رای در

پرونده تأکید شده است یا اینکه در بند ۵ ماده ۴۷ از جمله مفاد رأی، ذکر «جهات، مستندات، مواد قانونی و دلایل مربوطه» آمده است (مولائی، ۱۳۹۸: ۲۲). با این توضیحات، مشخص است که اصل گفته شده در دادرسی بورسی شناسایی شده است هرچند که اگر قائل به هنجاری بودن اصول دادرسی منصفانه در عموم پرونده‌ها باشیم در این‌صورت نیازی به‌تصریح و تأکید در قانون بازار اوراق بهادار یا سایر اسناد مربوطه نخواهد بود. اما اصولاً آرای صادره از هیات‌داوری در قالب جملات تکراری اصدار می‌شود که این اختصار، مجالی برای مستدل نمودن آن باقی نمی‌گذارد. همان‌طور که هدف دادرسی منصفانه ابتنایِ آراء بر پایه استدلال‌ها و استنادهای اصحاب دعوا است، از آرای هیأت‌داوری نیز چنین انتظاری می‌رود.

حق تجدیدنظرخواهی

امکان بروز اشتباه در هرگونه فعالیت بشری موضوعی اجتناب‌ناپذیر است و همان‌گونه که معروف است انسان موجودی جایزالخطاست. فرآیند قضایی نیز از این قاعده مستثنا نیست، ازاین‌رو حمایت افراد در برابر اشتباه قضایی امری ضروری به نظر می‌رسد. بازنگری در تصمیم یک مرجع توسط یک مرجع دیگر و بالاتر به این منظور اندیشیده شده است (فضائلی، ۱۳۸۹: ۴۵۵). یکی از طرق شکایت از آراء، تجدیدنظرخواهی است (شمس، ۳۱۲:۱۳۸۵). این حق در فرآیند دادرسی در زمره حقوق اساسی بشر، در مراجع رسیدگی‌کننده به شمار می‌رود و به‌عنوان یک حق شناخته‌شده است (منصورآبادی:۱۳۸۴)، که دارای دو اثر تعلیقی و انتقالی است، اثر تعلیقی آن مانع قطعیت و لازم‌الاجرا شدن و به اجرا درآمدن مفاد آن خواهد شد و اثر انتقالی آن نیز سبب انتقال رسیدگی از یک مرجع به مرجعی اصولاً در رتبه‌ای بالاتر از مرجع قبلی خواهد شد (شمس، ۱۵۴:۱۳۹۰). تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون تصویب بازار اوراق بهادار مقرر می‌دارد: «آرا صادرشده از سوی هیات داوری، قطعی و لازم‌الاجرا است و اجرای آن بر عهده اداره‌ها و دوایر اجرای ثبت‌اسناد و املاک است.» در این زمینه نمونه رأیی نیز موجود است که خواهان پرونده در هیات داوری درخواست بطلان معامله بورسی موردنظر را نمود، هیات داوری یادشده با رسیدگی به دعوی، ضمن صدور رأی بر بطلان معامله بورسی، رأی صادره را قطعی و لازم‌الاجرا اعلام کرد. متعاقباً محکوم‌علیه نسبت به آن در دادگاه عمومی حقوقی تهران اعتراض کرد و درخواست اعلام بطلان آن را نمود. موضوع در شعبه ۲۱ دادگاه حقوقی تهران مطرح و شعبه مزبور به‌موجب رأی شماره ۹۳۰۹۹۷۰۲۲۸۱۰۰۸۳۸ مورخ ۱۴/۱۰/۱۳۹۳ به استناد تبصره ۵

ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار رأی هیات داوری را قطعی و لازم‌الاجرا دانست و اعتراض به رأی هیات داوری را مغایر قانون دانست و دعوی را غیرقابل طرح دانسته و حکم به بطلان دعوی داد در ادامه شعبه ۱۵ دادگاه تجدیدنظر تهران در مقام تجدیدنظرخواهی به‌موجب رأی شماره ۹۴۰۹۹۷۰۲۲۱۵۰۰۴۹۷ مورخ ۴/۷/۹۴ اعلام کرد: «...و اینکه دادگاه بدوی به استدلال اینکه سهامی که از طریق بازار اوراق بهادار فروخته می‌شود مقررات حاکم بر این بازار ازجمله تبصره ۵ ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، ساری و جاری است و تجدیدنظرخواه، ایراد و دلایلی که خدشه بر استدلال فوق وارد نماید اقامه ننموده‌اند»؛ رأی بدوی را تائید کرد. رأی یادشده نمونه‌ای از رویه رایج دادگاه‌ها در عدم پذیرش دعاوی اعتراض به آرای هیات‌داوری است (شهنیایی،۷۴:۱۳۹۴). این در حالی است که حق دادخواهی از حقوق اساسی افراد است که اصل ۳۴ قانون اساسی بدان تصریح داشته و به‌موجب اصل ۱۵۶، قوه قضاییه مرجع تحقق بخشیدن به عدالت و رسیدگی و صدور حکم در مورد تظلمات و شکایات و نظارت بر حسن اجرای قوانین است. بر این اساس، برداشت از ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار و غیرقابل‌اعتراض دانستن رأی صادره از هیات داوری بازار اوراق بهادار، نافی حق دادخواهی فرد و تضمین حسن اجرای قوانین و حقوق افراد توسط قوه قضاییه به‌عنوان مرجع عام تظلمات است، به‌گونه‌ای که رعایت اصول اساسی رسیدگی عادلانه و حکم قانونی را تضمین نمی‌کند (همان،۷۹:۱۳۹۴). امکان بروز اشتباه در هرگونه فعالیت بشری موضوعی اجتناب‌ناپذیر است و فرآیند قضایی نیز از این قاعده مستثنا نیست، ازاین‌رو حمایت افراد در برابر اشتباه قضائی امری ضروری به نظر می‌رسد. بازنگری در تصمیم یک مرجع توسط یک مرجع دیگر و بالاتر به این منظور اندیشیده شده است. با در نظر گرفتن فلسفه وجودی اصول: ۳۴، ۱۵۹ و ۱۷۳ قانون اساسی، شایسته و بایسته است که اول: حق تجدیدنظرخواهی از آرایِ این‌گونه مراجع نزد مرجع قضایی برای ذی‌نفعان شناسایی شود. دوم: ظاهراً در راستای «اصل تسریع» در دادرسی بورسی، مفهوم «قطعی و لازم‌الاجرا»بودنِ رأی در ماده ۳۷ قانون بورس اوراق بهادار به غلط به «نهایی بودن» رأی تعبیر گردیده است و این وضعیت به نوع دیگری در ماده ۴۴ «آیین رسیدگی به اختلافات» تکرار شده است. این در حالی است که «حق دادخواهی» به مثابه یک حق برتر نمی‌تواند با تفسیر یا رویه ناصواب نفی گردد. سوم: مرجع رسیدگی به این‌گونه اعتراضات به‌درستی به استناد ماده ۱۰ قانون دیوان عدالت اداری، شعب دیوان مذکور باشند و نباید برای دادگاه‌های دادگستری در این خصوص صلاحیتی را در نظر گرفت چراکه هیأت یادشده، نهادی شبه‌قضایی با کارکرد

دادگاه اداری است و ماده ۴۴ «آیین رسیدگی به اختلافات» بر مبنای چنین منطقی نگاشته شده (مولائی، ۱۳۹۸: ۲۵) و مقرر داشته است: «رأی هیأت با نظر موافق قاضی و حداقل یک عضو دیگر صادر می‌شود». با این حال در نوشته‌ای نظر به «ماهیت ترافعی» پرونده‌های بورسی با استناد به آرای وحدت‌رویه‌ای، از صلاحیت محاکم دادگستری دفاع شده و در مقابل، نظرات مخالف نیز آمده است (ر.ک: شکری، ایرانشاهی و تقی‌زاده، ۱۳۹۸: ۱۸۴ به بعد). ملاحظه می‌شود که حق تجدیدنظرخواهی در اینجا به محاق رفته است و به غیر از «تجدیدنظرخواهی فوق‌العاده درون‌سازمانی» راهکار دیگری پیش‌بینی نشده است.

فرجام

نوشتاری که از نظر گذشت، در صدد بود در راستای اصول حقوق عمومی، جایگاه اصول دادرسی منصفانه را در هیات داوری بورس به بحث بگذارد. در رقابت میان بازیگران بازار، امکان بروز اختلاف وجود دارد که بورس نیز از این قضیه مستثنا نیست. دادرسی منصفانه یک نوآوری قابل‌توجه در دادرسی انگاشته می‌شود که دارای آثار حقوقی در راستای تضمین حقوق شهروندان است که از نیمه دوم قرن بیستم در مباحث حقوق بشری موردتوجه جدیِ فعالان حقوق بشر و حقوقدانان قرار گرفت. همین امر نیز سبب گشت که در سطوح مختلف اسناد گوناگونی در راستای اعمال این اصول در دادرسی‌ها به تصویب برسد. رئوس نتایج پژوهش از این قرار است:

۱ـ با توجه به‌ضرورت شناخت جایگاه اصول دادرسی منصفانه در هیأت‌داوری سازمان بورس، در این پژوهش مشاهده شد نارسائی‌هایی در جهت اعمال آیین اصول دادرسی منصفانه در هیات داوری به چشم می‌خورد که برای رفع آن نیاز به بازنگری در اسناد این حوزه است. درواقع رعایت جایگاه اصول دادرسی منصفانه در رسیدگی‌های این هیات به‌طور کامل جریان ندارد و با بررسی صورت گرفته در این پژوهش، مشاهده شد که مواردی از اصول دادرسی منصفانه به حاشیه رانده‌شده یا از اساس موردتوجه قرار نگرفته است.

۲ـ با شناخت جایگاه اصول دادرسی منصفانه می‌توان گواهی داد که شناخت و رعایت این اصول در روند اعمال دادرسی و قضاوت منتج به مشارکت شهروندان در مراحلی از تصمیم‌گیری می‌شود و البته این وضعیت در ارتباط با هیأت داوری جایگاه شایسته‌ای ندارد.

۳ـ هیات داوری بورس به‌عنوان یکی از زیرمجموعه‌های حاکمیتی، دارای دامنه صلاحیت‌های مهمی است درنتیجه رسیدگی به اختلافات در این مرجع، با رعایت اصول دادرسی منصفانه منجر به وجود آمدن عملکردی رضایت‌بخش، کارا، مؤثر و شفاف خواهد شد که این نتایج از اصول بنیادین «حکمرانی خوب» است و به میزانی که چالش در اعمال این اصول وجود داشته باشد اعتماد و رضایتمندی از این ارگان پایین خواهد بود.

۴ـ جایگاه هیات داوری در مقررات مربوط به بازار سرمایه منتج به شکل‌گیری رویه‌ای خاص خواهد شد، زیرا تخصصی بودن دعاوی در این هیات و از سوی دیگر عدم امکان تجدیدنظرخواهی از آرا هیات‌داوری، به سختی در به چالش کشیدن حقوق مراجعه‌کنندگان به این مراجع نقش‌آفرینی می‌کند و شایسته است در این‌خصوص تمهیداتی اندیشیده شود.

۵ـ قانون‌گذار چه در سال ۱۳۴۵ و چه در سال ۱۳۸۴ در زمان تصویب قانون حاکم بر بازار اوراق بهادار، به‌ضرورت رابطهٔ معنادار میان: «دادرسی منصفانه» و «هیأت‌داوری» توجه جدی نداشته است. همین‌طور ساختار حقوقی هیات داوری هم، چندان موردتوجه حقوقدانان قرار نگرفته بود. این امور هرکدام می‌توانند بر اصلاح و تنقیح قوانین در راستای ایجاد مقررات مطلوب هرکدام نقش مهمی را ایفا کنند.

۶ـ تا سال ۱۳۹۸ مشاهده شد در فقدان آیین دادرسی معین، مشخص و کامل در هیأت‌داوری، این مرجع از هیچ متن مستقلی در رابطه با آیین رسیدگی برخوردار نبود و برای رسیدگی از آیین مقرر در قوانینِ عام یعنی قانون آیین دادرسی مدنی استعانت جسته می‌شد که در برخی موارد به دلیل تخصصی بودن اختلافات بورسی عدم سازگاری ایجاد می‌کرد. بنابراین تا سال ۱۳۹۸، سخن گفتن از جایگاه تثبیت شدهٔ اصول دادرسی منصفانه سخن در این ارگان بسیار گزافه بود. اما با تصویب «آیین رسیدگی به اختلافات» در سال ۱۳۹۸، برخی از اصول دادرسی منصفانه به قراری که در بالا توضیحاتش گذشت، شناسایی شد.

۷ـ آنچه در این برهه کنونی می‌تواند راهگشا برای برطرف کردن چالش‌های به وجود آمده باشد نخست: نیاز به اصلاح و بازنگری در قوانین موجود و حاکم در مرجع موردنظر است. دوم: نیاز به نظارت شایسته نهادهای نظارتی، به‌ویژه دیوان عدالت اداری بر آرا

مرجع یادشده است که جای خالی این امر بیشتر به‌صورت عدم امکان تجدیدنظرخواهی از آرا صادر در هیات داوری به چشم می‌آید. البته دراین‌بین نیاز به تجدیدنظر در رویه این مراجع نیز مدنظر است که باید تعدیل شود و اصول دادرسی منصفانه که از مهم‌ترین اصول حقوق بشری نیز هست، باید در مبانی آرای هیأت‌ها ملاک قرار گیرد. در غیر این صورت اکتفا به تنقیح و یا اصلاح قوانین به‌تنهایی نمی‌تواند راهگشا باشد. سوم: باید بپذیریم که هیأت‌داوری نمودِ بارزی از مراجع تخصصی است که از منظر حقوق عمومی به حل‌وفصل اختلافات می‌پردازد و از این حیث، تفاوتی بین «کارکرد» این مراجع با دادگاه‌های دادگستری وجود ندارد و لذا به همان دلایلی که باید اصول دادرسی منصفانه در دادگاه‌ها حاکم باشد در این هیأت‌ها نیز باید حکم‌فرما باشد.

منابع

آخوندی، محمود. (۱۳۷۸)، *آیین دادرسی کیفری: اندیشه‌ها*، تهران، نشر وزارت فرهنگ و ارشاد اسلامی، *جلد چهارم*

آشوری، محمد. (۱۳۷۹)، *آیین دادرسی کیفری*، تهران، انتشارات سمت، جلد دوم

الماسی، نجادعلی و حبیبی‌درگاه، بهنام. (۱۳۹۱)، درآمدی بر کیفیت دادرسی در فرآیند دادرسی کارآمد، *مجله دیدگاه‌های حقوق قضایی*، دوره هفدهم، شماره ۵۸، ص ۴۷ تا ۷۲

جعفری، محمدجعفر. (۱۳۹۴)، *ترمینولوژی حقوق*، *تهران*، انتشارات گنج دانش، چاپ بیست‌وهشتم

سلیمانی‌فر، مهدیه. (۱۳۹۲)، *مراجع حل و فصل اختلافات در بازار سرمایه*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه خوارزمی

سوادکوهی، سام. (۱۳۸۸)، *هیات داوری بازار اوراق بهادار*، *تهران*، شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس.

سلطانی، محمد(۱۳۹۶)، *حقوق بازار سرمایه*، تهران: سمت.

شکری، محمد؛ ایرانشاهی، علیرضا و تقی‌زاده، ابراهیم. (۱۳۹۸)، «امکان‌سنجی اعتراض به آرای هیأت داوری بورس؛ دیوان عدالت اداری یا محاکم دادگستری»، *فصلنامه حقوق اداری*، سال هفتم، شماره ۲۰، صص ۲۰۰-۱۷۷

شمس، عبدالله. (۱۳۹۰)، *آیین دادرسی مدنی: دوره بنیادین*، *تهران*، انتشارات دراک، چاپ پانزدهم، جلد دوم

شمس، عبدالله. (۱۳۸۸)، *آیین دادرسی مدنی دوره بنیادین*، تهران، انتشارات دراک، چاپ پنجم، جلد دوم

شمس، عبدالله. (۱۳۸۵)، *آیین دادرسی مدنی دوره بنیادین*، *جلد دوم*، تهران، انتشارات دراک، تهران، چاپ نهم، جلد دوم

شهنیایی، احمد. (۱۳۹۴)، «نقد رویه دادگاه‌ها مبنی برعدم قابلیت اعتراض به آرا هیات داوری بازار اوراق بهادار، *فصلنامه رأی: مطالعات آرای قضایی*، شماره ۱۱، صص ۷۳-۸۰

صادقی،محمد؛ صادقی مقدم، محمدحسن و صالحی، علی‌اصغر. (۱۳۹۴)، «مرجع صلاحیتدار حل اختلاف در بازار سرمایه ایران»، *فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی*، دوره ۴۵، شماره ۲، صص ۲۶۳-۲۴۳.

صفایی، سید حسن. (۱۳۷۵)، *حقوق بین‌الملل و داوری‌های بین‌المللی*، *تهران*، انتشارات میزان

طباطبایی‌موتمنی، منوچهر. (۱۳۷۰)، *آزادی‌های عمومی و حقوق بشر*، *تهران*، انتشارات دانشگاه تهران

عمید، حسن. (۱۳۶۹)، *فرهنگ عمید*، *تهران*، انتشارات امیرکبیر، تهران، چاپ سوم

غفاری، هدی؛ عباسی کلیمانی، عاطفه. (۱۳۸۵)، »مروری برحقوق متهم در نظام حقوقی ایران با رویکرد بر اسناد فراملی«، مجله فقه و حقوق خانواده، شماره ۴۳، ص ۱۱۹-۱۴۸

فخارطوسی، جواد. (۱۳۹۱)، *حقوق متهمان (فقهی – حقوقی)*، *قم*، پژوهشگاه علوم و فرهنگ اسلامی

فضائلی، مصطفی. (۱۳۸۹)، *دادرسی عادلانه، محاکمات کیفری بین‌المللی*، تهران، انتشارات شهردانش، چاپ دوم

قاری‌سیدفاطمی، سیدمحمد، (۱۳۸۰)، »تحلیل مفاهیم کلیدی حقوق بشر معاصر، حق تعهد، آزادی، برابری، عدالت«، *مجله تحقیقات حقوقی*، شماره ۳۳ و ۳۴، ص ۲۰۹-۲۶۶

قربانیان، حسین. (۱۳۸۹)، «فرآیند رسیدگی به اختلافات فعالان بورس»، *ماهنامه کانون*، دوره هفتم، شماره ۱۱۲، ص ۱۱۵-۱۴۲

کریم‌زاده، احمد. (۱۳۸۱)، *تخلفات انتظامی قضات*، تهران، نشر میزان

کلی، جان. (۱۳۸۲)، *تاریخ مختصر تئوری حقوقی* در غرب، ترجمه محمدراسخ، تهران، انتشارات طرح نو

گلدوست جویباری، رجب؛ جهاندار، اکبر. (۱۳۸۸)، «عوامل انسانی اطاله دادرسی در امور کیفری»، نشر تحقیقات حقوقی، شماره ۴۹، ص ۲۸۱-۳۲۰

متین دفتری، احمد. (۱۳۴۰)، *آیین دادرسی مدنی و بازرگانی*، تهران، انتشارات دانشگاه تهران

منصورآبادی، عباس. (۱۳۸۴)، «حق تجدیدنظر در فرآیند دادرسی عادلانه»، *نشریه اندیشه‌های حقوقی*، سال سوم، شماره هشتم، ص ۶۱-۸۹

موسوی، سیدفضل‌الله؛ موسوی، سیدمهدی. (۱۳۸۸)، «آثار دادرسی فوری در حقوق ایران و انگلیس»، *فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی (حقوق سابق)*، دوره سی و نهم، شماره سوم، ص ۳۴۳-۳۶۷

مولائی، آیت. (۱۳۹۸)، *جزوه حقوق اداری ایران*، کارشناسی ارشد حقوق عمومی، دانشگاه بوعلی سینا

میرزایی منفرد، غلامعلی. (۱۳۸۷)، *ساز کار حل و فصل اختلافات در بازار سرمایه با مطالعه تطبیقی*، تهران، شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس.

میرزائی منفرد، غلامعلی. (۱۳۹۵)، *حقوق بازار اوراق بهادار، بخش اختلافات*، تهران: بنیاد حقوقی میزان.

نجفی، زین‌العابدین. (۱۳۸۴)، *سیستم قضایی خصوصی به روش قاضی تحکیم از منظر فقه شیعه*، مقالات و بررسی‌ها، شماره ۷۷ دفتر سوم، ص ۱۲۱-۱۴۳

هاشمی، سید محمد. (۱۳۸۴)، *حقوق بشر و آزادی‌های اساسی*، تهران، انتشارات میزان

هداوند، مهدی. (۱۳۸۹)، *حقوق اداری تطبیقی*، تهران: سمت، جلد دوم

هداوند، مهدی. (۱۳۸۶)، *مهار قدرت و تحول آن در حقوق اداری*، نشریه حقوق اساسی، شماره ۸، ص ۲۷۷-۳۱۸

یوسف زاده، مرتضی. (۱۳۹۲)، *آیین داوری*، تهران، *شرکت سهامی انتشار*

Zeitune, F. & Guzmán, A. (2007), International Principles on the Independence and Accountability of Judges, Lawyers and Prosecutors, Switzerland, *International Commission of Jurists*

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 167-196

Application of Multi-Period Low Partial Moment Approach to Investment Portfolio Optimization and Impact of Different Moments on Portfolio Performance[1]

Seyed Reza Miraskari[2], Hamid Hosseini Nesaz[3]

Received: 2021/06/30
Accepted: 2021/11/13

Research Paper

Abstract

The present study aimed to present a model to choose the optimum multi-period investment portfolio with attitude toward lower partial moment as a measure of risk. The data used in this study contains historical returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange over the period March 2014 to March 2019 which has been investigated as 5-shares, 15-shares, 25-shares investment portfolios. The ARIMA-GARCH hybrid model was used to generate the scenario in this study. To investigate the effect of different value of lower partial moment measure's alpha on investment portfolio, some qualitative performance measurement criteria such as the rate of Skewness, Sharpe ratio, Sortino ratio, Trainer ratio and Jensen measure is used. The results show that with the increase of the moment, positive Skewness and Sortino ratio increases as well. And by increasing the moment the Sharp ratio increases too, but the highest amount of that associated with variance risk measure. The highest trainer criterion is obtained when the alpha is three. Jensen's alpha criteria has inverse relation with value of moment, it means that by increasing the value of moment their values will decrease.

Kew Words: Multi-period Planning, Portfolio Optimization, Lower Partial Moment.
JEL Classification: C58, G11

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2022.11243

2. Assistant Professor, Department of Economics, Faculty of Literature and Humanities, Guilan University, Rasht, Iran. (Corresponding Author). (rmiraskari@guilan.ac.ir).
3. M.Sc. Department of Financial Engineering, Khajeh Nasir Tousi University, Tehran, Iran.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ٥٦، زمستان ١٤٠٠، صص ١٩٦-١٦٧

بکارگیری رویکرد گشتاور جزئی پایینی چند دوره‌ای در بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری و تأثیر گشتاورهای مختلف بر عملکرد سبد سرمایه‌گذاری [1]

سید رضا میرعسکری [2]، حمید حسینی نساز [3]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۰۹
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۸/۲۲

چکیده

این پژوهش با هدف ارائه مدلی برای انتخاب بهینه سبد سرمایه‌گذاری چند دوره‌ای با نگرش گشتاور جزئی پایینی به‌عنوان سنجه ریسک انجام گرفته است. داده‌های مورد استفاده در این پژوهش شامل بازده‌های تاریخی شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره فروردین۱۳۹۳- فروردین ۱۳۹۸ است که به‌صورت سبدهای سرمایه‌گذاری ۵-سهمی، ۱۵-سهمی و ۲۵-سهمی مورد بررسی قرار گرفته است. به منظور ایجاد سناریو در این مطالعه از مدل ترکیبی ARIMA-GARCH استفاده شد. برای بررسی تأثیر مقادیر مختلف گشتاور در سنجه گشتاور جزئی پایینی بر سبدهای سرمایه‌گذاری، از معیارهای سنجش عملکرد کمی همچون معیار چولگی، معیار شارپ، معیار سورتینو، معیار ترینر و معیار آلفای جنسن استفاده شده است. نتایج حاصل نشان می‌دهد که با افزایش گشتاور، چولگی مثبت و معیار سورتینو افزایش می‌یابد. همچنین معیار شارپ نیز با افزایش مقدار گشتاور افزایش می‌یابد اما بیشترین مقدار آن زمانی حاصل می‌شود که از واریانس به‌عنوان سنجه ریسک استفاده می‌شود. بیشترین مقدار معیار ترینر زمانی حاصل می‌شود که آلفا برابر با سه است. معیار آلفای جنسن رابطه معکوسی با افزایش مقدار گشتاور دارند بدین معنا که با افزایش مقدار گشتاور مقادیر آن‌ها کاهش می‌یابد.

واژه های کلیدی: برنامه‌ریزی چند دوره‌ای، بهینه‌سازی پرتفولیو، گشتاور جزئی پایینی.
طبقه بندی موضوعی: C58, G11

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2022.11243

۲. استادیار، گروه اقتصاد، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. (نویسنده مسئول). (rmiraskari@guilan.ac.ir).
۳. کارشناس ارشد، گروه مهندسی مالی، دانشگاه خواجه نصیرالدین طوسی، تهران، ایران.

مقدمه

مسئله انتخاب سبد سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین مسائل تصمیم‌گیری در حوزهٔ مدیریت و مهندسی مالی محسوب می‌شود و به همین دلیل از دیرباز مورد توجه فعالان و پژوهشگران این حوزه قرار گرفته است. درواقع نظریه انتخاب سبد سرمایه‌گذاری برای غلبه بر چالش تخصیص ثروت میان دارایی‌های مختلف سامان داده شد (دنگ[1] و همکاران، ۲۰۰۵). در حقیقت، گزینش پرتفولیو فرایند ساخت یک سبد سرمایه‌گذاری است که مطلوبیت سرمایه‌گذار را بیشینه می‌کند. با معرفی مدل میانگین-واریانس توسط مارکوویتز[2] (۱۹۵۲) بینش جدیدی در حوزه انتخاب پرتفوی ایجاد شد. اما از آنجایی که واریانس با انحرافات مثبت و منفی به‌صورت یکسان برخورد می‌کند با درک سرمایه‌گذار از ریسک در تضاد بود. بنابراین خانواده‌ای از سنجه‌های ریسک تحت عنوان سنجه‌های ریسک نامطلوب بوجود آمدند.

طبق تعریف، سنجه‌های ریسک نامطلوب تنها تغییرات نامطلوب (آن دسته از مشاهداتی که کمتر از نرخ بازده مشخص هستند) را به‌عنوان ریسک تعریف می‌کنند. باوا[3] (۱۹۷۵) نخستین نویسنده‌ای بود که گشتاور جزئی پایینی را به‌عنوان خانواده‌ای از سنجه‌های ریسک دسته پایین معرفی کرد. فیشبرن (۱۹۷۷)، باوا و لیندربرگ (۱۹۷۷) نشان دادند که بین درجات مختلف سنجه گشتاور جزئی پایینی و غلبه تصادفی[4] (اولویت‌بندی ترجیح‌های افراد در شرایط مختلف، به‌گونه‌ای که شرایط موقعیتی بر چگونگی رفتار سرمایه‌گذار تأثیر می‌گذارد) ارتباط قوی وجود دارد. درواقع وجود پارامتر آلفا (گشتاور) در سنجه گشتاور جزئی پایینی ما را قادر می‌سازد تا با تغییر در مقدار آن سرمایه‌گذاران را به درجات مختلفی از ریسک‌پذیر تا ریسک گریز تقسیم کنیم (فیشبرن[5]، ۱۹۷۷). نارو کی[6] (۱۹۹۹) بیان داشت که مسئله اصلی در سنجه LPM چگونگی مدیریت گشتاور است. همین ویژگی موجب گشته تا این سنجه ریسک در ادبیات مالی به‌طور ویژه مورد توجه قرار گیرد (استرادا[7]، ۲۰۰۲؛ گالادرا[8]، ۲۰۰۷؛ جارو وژائو[9]، ۲۰۰۶ و جین[10] و همکاران، ۲۰۰۶). همچنین، در مدل کلاسیک انتخاب سبد سرمایه (مدل میانگین- واریانس) تابع مطلوبیت به‌صورت کوادراتیک است و درصورتی‌که سرمایه‌گذار چنین نگرشی نداشته باشد،

---

1. Deng
2. Markowitz
3. Bawa
4. Stochastic Dominance
5. Fishburn
6. Nawrocki
7. Estrada
8. Galagedera
9. Jarrow & Zhao
10. Jin

دیگر قادر نخواهیم بود که مطلوبیت وی را بیشینه کنیم، حال آنکه این مشکل در سنجه ریسک گشتاور جزئی پایینی وجود ندارد. در دنیای واقعی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بیشتر به‌صورت چند دوره‌ای تعریف می‌شود چراکه سرمایه‌گذاران نیاز دارند در هر دوره، سبد خود را مورد بازبینی و اصلاح قرار دهند (ژانگ[1]، ۲۰۱۴). این امر موجب ظهور هزینه تراکنش به‌عنوان یک عامل کلیدی در مدل انتخاب سبد سرمایه می‌شود. ازاین‌رو با توجه به آنچه پیش‌تر گفته شد، استفاده از سنجه مناسبی چون LPM در مسائل بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری چند دوره‌ای و نیز بررسی تأثیر مقادیر مختلف گشتاور امری مهم می‌کند. همچنین با توجه به فوق سخت بودن مسئله موردنظر (جاسمی و مهرجو ۲۰۱۲) از الگوریتم ژنتیک نسل دوم جهت حل مدل پیشنهادی استفاده شد. دیگر نوآوری مهم در مطالعه حاضر استفاده از مدل ترکیبی ARIMA[2]-GARCH[3] برای ایجاد سناریو است.

پیشینه پژوهش

ناروکی (۱۹۹۲) با بررسی الگوریتم انتخاب پرتفوی سنجه گشتاور جزئی پایینی و مقایسه آن با مدل میانگین-واریانس نشان داد که پرتفوی سنجه گشتاور جزئی پایینی در مقایسه با پرتفوی میانگین-واریانس تعداد سهام کمتری دارد. مهرجو و جاسمی (۲۰۱۲) به حل مسئله بهینه‌سازی پرتفولیو توسط مدل گشتاور جزئی پایین پرداختند. در مقایسه‌ای که بین مدل میانگین-واریانس و مدل گشتاور جزئی پایینی که توسط الگوریتم ژنتیک پیاده‌سازی شده بود صورت گرفت، نتایج نشان‌دهنده کارایی بیشتر مدل گشتاور جزئی پایینی بود.

پژوهش‌های تجربی و شبیه‌سازی متعدد نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران به سنجه‌های ریسک دسته پایینی همچون سنجه گشتاور جزئی پایینی نسبت به سنجه واریانس-میانگین علاقه بیشتری دارند (ناروکی، ۱۹۹۲؛ انسر[4]، ۲۰۰۰ و مهرجو و جاسمی ۲۰۱۲). جامان[5] و همکاران (۲۰۱۱) به مقایسه سنجه‌های میانگین-واریانس و سنجه گشتاور جزئی پایینی از طریق برنامه‌ریزی چندهدفه پرداختند. نتایج پژوهش یادشده نیز نشان داد که سنجه گشتاور جزئی پایینی در مقایسه با سنجه

1. Zhang
2. Autoregressive integrated moving average
3. Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity
4. Unser
5. Jaaman

واریانس بهتر عمل می‌کنند. گوک گوز و آتماسا[1] (۲۰۱۷) نیز به مقایسه کارایی سنجه‌های واریانس، ریسک نامطلوب و گشتاور جزئی پایینی پرداختند که نتایج به‌طور مشابه برتری سنجه گشتاور جزئی پایینی را نشان داد.

سنجه گشتاور جزئی پایینی در قیمت‌گذاری دارایی‌ها[2] نیز بسیار پرکاربرد هستند. اقبال و همکاران (۲۰۰۷) به مقایسه مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها با گشتاور جزئی پایینی در زمینه بازارهای نوظهور پرداختند. سانوج و همکار[3] (۲۰۱۸) به بررسی کاربرد گشتاور جزئی پایینی در شرایط بازار شرطی و توانایی آن در مدل‌سازی تصادفی پرداختند. نساز[4] و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی بهینه‌سازی انتخاب سبد سرمایه‌گذاری چند دوره‌ای پرداختند. آن‌ها روش جدیدی برای محاسبه گشتاور جزئی پایینی ارائه کردند. فولگا[5] (۲۰۱۵) با در نظر گرفتن ارتباط میان معیار غلبه احتمالی با ارزش در معرض خطر شرطی و گشتاور جزئی مرتبه اول، یک روش جدید به منظور تعیین یک پرتفوی بهینه ارائه نمود. فنگ و پست[6] (۲۰۱۹) استفاده از گشتاورهای بالاتر را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از شبیه‌سازی مونت‌کارلو نشان داد که گشتاورهای بالاتر نه تنها به نتایج برتر منجر می‌شوند، بلکه تناوب خطای نوع دوم را نیز کاهش می‌دهند.

رستمی و همکاران (۱۳۹۴) از گشتاورهای مراتب بالاتر (چولگی و کشیدگی) برای بهینه‌سازی سهام در محیط فازی استفاده کردند. به منظور محاسبه کارایی مدل‌های ارائه شده، آن‌ها از شاخص عملکرد اقتصادی بهره بردند و نشان دادند که گشتاورهای بالاتر موجب بهبود کارایی سبد سرمایه‌گذاری می‌شوند. صالح آبادی و همکاران (۱۳۹۷) به مقایسه سنجه ریسک گشتاور جزئی پایینی-بالایی و سنجه سنتی واریانس پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که در تمامی رویکردهای ریسک‌پذیری و در تمامی نقاط مرز کارا، سنجه گشتاور جزئی پایینی-بالایی عملکرد بهتری در مقایسه با سنجه واریانس دارد. پاک مرام و همکاران (۱۳۹۶) به مقایسه الگوریتم‌های فرا ابتکاری ژنتیک، فرهنگی و ازدحام ذرات در بهینه‌سازی سبد سهام پرداختند. نتایج حاصل از مقایسه الگوریتم‌ها نشان داد که الگوریتم ژنتیک در مقایسه با دیگر الگوریتم‌های فرا ابتکاری به بهترین نتیجه که بیشترین نسبت بازده به ریسک می‌باشد، منجر می‌شود. رجی و

---

1. Gökgöz, & Atmaca
2. Capital Asset Price Model
3. Sunoj
4. Nesaz
5. Fulga
6. Fang & Post

خالوزاده (۱۳۹۳) از الگوریتم‌های فرا ابتکاری ژنتیک مرتب غیرمغلوب نسل دوم و الگوریتم ازدحام ذرات چندهدفه برای بهینه‌سازی سهام استفاده کردند که نتایج آن‌ها نیز نشان داد الگوریتم ژنتیک دارای عملکرد بهتری است.

حل مسئله سبد سرمایه‌گذاری به‌صورت چند دوره‌ای نیز دارای سابقه پژوهشی قابل‌توجهی است. سوی[1] و همکاران (۲۰۱۳)، لی و نج[2] (۲۰۰۰)، گالپینار وروستم[3] (۲۰۰۷) و سلیکارت و اوزکیکی[4] (۲۰۰۷) مدل انتخاب بهینه پرتفوی چند دوره‌ای میانگین-واریانس را ارائه کردند. کالافیار و خرامان (۲۰۱۴)، پینار (۲۰۰۷) و هنگ و کیو (۲۰۱۲) با جایگزینی نیم واریانس بجای واریانس مدل بهینه‌سازی پرتفوی را به‌صورت چند دوره‌ای حل کردند. لیو و ژانگ[5] (۲۰۱۵) و ژانگ[6] و همکاران (۲۰۱۲) مدل بهینه‌سازی پرتفوی میانگین –نیم واریانس را به‌صورت چند دوره‌ای فازی تحت محدودیت‌های هزینه تراکنش، کمترین مقدار قابل معامله و درجه تنوع پرتفوی مدل کردند. نجفی و موشخیان (۲۰۱۵) مسئله بهینه‌سازی پرتفوی چند دوره‌ای میانگین-نیم واریانس را با استفاده از الگوریتم ازدحام ذرات و الگوریتم ژنتیک حل کردند. آن‌ها وزنی که به هر دارایی اختصاص داده شده را به‌عنوان متغیر تصمیم در نظر گرفتند که برتری اصلی آن کاهش فضای جواب است. آرنوت و وانگر[7] (۱۹۹۰) در پژوهش خود بیان کردند که نادیده گرفتن هزینه معاملاتی می‌تواند به شکست در مرز کارای پرتفوی بیانجامد. ازاین‌رو برتسیماس و پاپامونا[8] (۲۰۰۸)، گالپیانار[9] و همکاران (۲۰۰۳) و کانو و ویجیانک[10] (۲۰۰۱) هزینه معاملاتی را نیز در مسائل چند دوره‌ای منظور کردند. وی و یه[11] (۲۰۰۷) مدل انتخاب پرتفوی چند دوره‌ای میانگین واریانس را با کنترل ورشکستگی در بازار احتمالی بررسی کردند. لیپولد[12] و همکاران (۲۰۰۴) یک نگرش هندسی برای بهینه‌سازی پرتفوی چند دوره‌ای زمان گسسته ارائه کردند.

---

1. Cui
2. Li & Ng
3. Gulpınar & Rustem
4. Celikyurt,& Ozekici
5. Liu & Zhang
6. Zhang
7. Arnott, & Wagner
8. Bertsimas & Pachamanova
9. Gulpınar
10. Konno &Wijayanayake
11. Wei & Ye
12. Leippold

نجفی و پوراحمدی (۱۳۹۴) به بررسی مسئله بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری چند دوره‌ای با توجه به وجود هزینه معاملات پرداختند. آن‌ها با استفاده از آزمون من ویتنی کارایی مدل چند دوره‌ای را در مقایسه با مدل تک دوره‌ای پیش رونده مورد مقایسه قرار دادند و دریافتند که گرچه در دوره‌های کوتاه مدت از نظر آماری تفاوت محسوسی میان مدل چند دوره‌ای و تک دوره‌ای وجود ندارد اما این تفاوت در بلند مدت چشمگیر است.

روش شناسی پژوهش

در این بخش ابتدا به معرفی سنجه گشتاور جزئی پایینی و ویژگی‌های آن خواهیم پرداخت و سپس چگونگی تشکیل درخت سناریو و مدل‌سازی سبد سرمایه چند دوره‌ای توضیح داده می‌شود. در ادامه الگوریتم ژنتیک نسل دوم و ساختار آن ارائه می‌شود و درنهایت سنجه‌های کمی مورد استفاده در این پژوهش برای تعیین مقدار بهینه گشتاور شرح داده می‌شوند.

گشتاور جزئی پایینی

بدین منظور باوا (۱۹۷۵) با معرفی سنجه گشتاور جزئی پایینی این مشکل را حل کرد. سنجه گشتاور جزئی پایینی تعریف شده توسط باوا[1] (۱۹۷۵) به‌صورت رابطه ۱ است.

$$LPM_{\alpha}(h;R)=\int_{-\infty}^{h}(h-R)^{\alpha}dF(R) \qquad \text{رابطه ۱)}$$

از آنجا که محاسبه معادله بالا در حالت پیوسته بسیار دشوار است، رابطه (۱) را می‌توان با یک تقریب مناسب در حالت گسسته به‌صورت رابطه ۲ نوشت.

رابطه ۲)

$$LPM_{\alpha}(h;R)\approx E\left\{\left(\max[0,h-R]\right)^{\alpha}\right\}=\frac{1}{m}\sum_{t=1}^{m}\left[MAx\left(0,(h-R_{it})\right)^{\alpha}\right]$$

جاییکه m تعداد مشاهدات و h پارامتر هدف است. پارامتر α وزنی که سرمایه‌گذار برای انحرافات قائل است را تعیین می‌کند و R_{it} بازده سهم i برای دوره t است. برخی از مقادیر مورد

1. Bawa

استفاده برای h شامل: مقدار صفر برای گریز از زیان، نرخ بازده بدون ریسک برای گریز از بازده کمتر از نرخ بدون ریسک و در انتها نرخ بازده مورد انتظار است. ما در این مطالعه از نرخ بازده مورد انتظار به‌عنوان پارامتر هدف استفاده کرده‌ایم.

فیشبرن (۱۹۷۷) نشان داد که مقادیر α<۱ برای سرمایه‌گذاران ریسک گریز و مقادیر α>۱ برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر مناسب است و زمانی که سرمایه‌گذار نسبت به ریسک خنثی باشد از α=۱ استفاده می‌شود.

هدف این پژوهش نیز محاسبه سنجه گشتاور جزئی پایینی با مقادیر مختلف α و اندازه‌های مختلف سبد سرمایه‌گذاری به‌صورت چند دوره‌ای است. با توجه به پیچیدگی و فوق سخت بودن این‌گونه مسائل (مهرجو و جاسمی ۲۰۱۲) از الگوریتم فرا ابتکاری ژنتیک نسل دوم برای حل آن استفاده شده است.

مدل چند دوره‌ای

فرض می‌کنیم که مدل انتخاب سبد سرمایه دارای افق زمانی T از زمان حال است. سال‌های حاصل با اندیس t نشان داده می‌شود بطوریکه t=۰ نشان دهنده زمان حال است. حال فرض می‌کنیم که X_t بردار متغیرهای تصمیم در زمان t و بردار w_t نشان دهنده تمام وقایع اقتصادی باشد که منبع غیرقطعی بودن و ریسک برای مدیریت پرتفولیو است. ازاین‌رو مفهوم چند دوره‌ای به‌صورت زیر نشان داده می‌شود.

مشاهده تصمیم‌گیری مشاهده تصمیم‌گیری مشاهده تصمیم‌گیری

$$X_0 \rightsquigarrow w_1 \rightsquigarrow X_1 \rightsquigarrow \dots \rightsquigarrow w_{T-1} \rightsquigarrow X_{T-1} \rightsquigarrow w_T$$

این نبود قطعیت توسط درخت سناریو مدل می‌شود.

تشکیل درخت سناریو

عدم قطعیت در زندگی روزمره بسیار متداول است و نشان دادن آن در قالب مناسب نقش حیاتی در مدل‌های تصمیم‌گیری دارد. اگر عدم قطعیت به‌صورت متغیرهای تصادفی پیوسته نشان داده شود، محاسبات بسیار دشوار خواهد بود. بنابراین برای چیرگی بر این مشکل تشکیل

درخت سناریو یکی از مناسب‌ترین روش‌ها است. در درخت سناریو، هر سناریو دارای احتمال برابر با Ps است که مجموع احتمالات برابر با ۱ است. یعنی:

$$\sum_{s=1}^{S} P_s = 1$$

یکی از روش‌های مناسب برای پیش‌بینی سری‌های زمانی بازده دارایی‌ها، مدل‌های میانگین متحرک خودهمبسته یکپارچه (ARIMA) است. اما به‌رغم توانایی و انعطاف‌پذیری مدل‌های ARIMA، آن‌ها قادر به برطرف نمودن آشفتگی و غیرخطی بودن داده‌های سری‌های زمانی نیستند. بدین منظور برای برطرف کردن این مشکل مدل واریانس ناهمسانی خود همبسته عمومی شرطی (GARCH) معرفی شد. فرایند ARIMA از دو بخش فرآیند رگرسیون خودهمبستگی (AR[1]) و میانگین متحرک (MA[2]) تشکیل شده است که در ادامه توضیح داده می‌شود.

AR: ایده پشت مدل‌های خود رگرسیونی این است که می‌توان مقدار حاضر X_t را به‌وسیله مقدار گذشته X_t یعنی $X_{t-1}, X_{t-2}, ..., X_{t-p}$ توضیح داد. بنابراین یک معادله AR از مرتبه p به‌صورت رابطه ۳ نوشته می‌شود.

$$X_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_{t-1} + \alpha_2 X_{t-2} + ... + \alpha_p X_{t-p} + \varepsilon_t \qquad \text{رابطه ۳)}$$

بطوریکه ε_t خطای سفید است و $\varepsilon_t \approx \left(0, \delta_t^2\right)$ و همچنین با X_s به ازای تمامی s<t غیر همبسته است.

MA: مدل میانگین متحرک بیان می‌دارد که مقدار X_t تنها به مقادیر تصادفی عبارت‌های خطا که از فرآیند خطاهای سفید پیروی می‌کند بستگی دارد. رابطه ۴ نشان دهنده یک مدل MA از مرتبه q است.

$$X_t = \varepsilon_t + \beta_1 \varepsilon_{t-1} + \beta_2 \varepsilon_{t-2} + \beta_q \varepsilon_{t-q} \qquad \text{رابطه ۴)}$$

ترم‌های خطای ε_t فرض می‌شود که فرآیندهای خطای سفید با میانگین صفر و واریانس δ^2 هستند.

حال اگر یک سری زمانی هردو ویژگی AR(p) و MA(q) را داشته باشد این موضوع به الگوی ARMA(p,q) منتهی می‌شود که می‌توان آن را به‌صورت رابطه۵ نوشت:

---

1. Autoregressive
2. moving average

$$X_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_{t-1} + \alpha_2 X_{t-2} + ... + \alpha_p X_{t-p} + \varepsilon_t + \beta_1 \varepsilon_{t-1} + \beta_2 \varepsilon_{t-2} + ... + \beta_q \varepsilon_{t-q}$$

رابطه ۵)

حال اگر نیاز باشد تا از یک سری زمانی d بار تفاضل گیری شود تا مانا بشود و آنگاه در قالب ARMA(p,q) آورده شود، در این صورت حاصل ARIMA(p,d,q) است.

GARCH: یکی از پیش‌فرض‌های مدل ARIMA همسانی واریانس در جز خطاها است، حال آنکه گاهی مشاهده شده است که در مقاطعی از سری‌های زمانی واریانس ترم‌های خطا نوسانات گسترده‌ای از خود نشان داده‌اند. بدین منظور برای مدل‌سازی نوسانات مدل GARCH(m,n) به‌صورت معادله رابطه ۶ ارائه شده است.

$$\delta_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 u_{t-1}^2 + ... + \alpha_n u_{t-n}^2 + \beta_1 \delta_{t-1}^2 + ... + \beta_m \delta_{t-m}^2$$

رابطه ۶)

بنابراین در این پژوهش برای تشکیل سناریوها ما مدل‌های ARMA(p,q) و GARCH(m,n) را باهم ترکیب می‌کنیم تا به مدل ترکیبی ARMA(p,q)-GARCH(m,n) به‌صورت رابطه ۷ و رابطه ۸ برسیم.

$$X_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i X_{t-i} + \varepsilon_j + \sum_{j=1}^{q} \beta_j \varepsilon_{t-j}$$

رابطه ۷)

بطوریکه $\varepsilon_t \approx \left(0, \delta_t^2\right)$ و

$$\delta_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{n} \alpha_i u_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^{m} \beta_j \delta_{t-j}^2$$

رابطه ۸)

مدل‌سازی سبد سرمایه‌گذاری چند دوره‌ای

در دنیای واقعی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری هماره به‌صورت چند دوره‌ای تعریف می‌شود چراکه سرمایه‌گذاران نیاز دارند در هر دوره، سبد خود را مورد بازبینی و اصلاح قرار دهند (ژانگ، ۲۰۱۴). با توجه به آنچه در بخش مقدمه و مرور ادبیات بیان شد سنجه گشتاور جزئی پایین یکی از بهترین سنجه‌های ریسک است که دارای مزایای بسیاری است. ازاین‌رو از سنجه گشتاور جزئی پایین به‌عنوان سنجه ریسک مورد استفاده شده است.

متغیرها و پارامترهای بکار گرفته شده در این مدل شامل موارد زیر است:

π_s: احتمال رخ دادن سناریو s، $\sum_{s=1}^{S} \pi_s = 1$

$R^s_{n,t}$: بازده دارایی سهم n، طی دوره t، تحت سناریو s

$Cbuy$: کارمزد فروش به ازای مقدار فروش در ابتدای دوره

C_{sell}: کارمزد خرید به ازای مقدار خرید در ابتدای دوره t

r_l: نرخ بهره قرض داده شده

r_b: نرخ بهره قرض گرفته شده

W_0: مقدار دارایی در ابتدای دوره صفر

$x^s_{n,t}$: مقدار پولی دارایی سهم n، طی دوره t، تحت سناریو s قبل از بازنگری

$y^s_{n,t}$: مقدار پولی دارایی سهم n، طی دوره t، تحت سناریو s بعد از بازنگری

$v^s_{n,t}$: مقدار پولی خریداری شده از سهم n، تحت سناریو s، در ابتدای دوره t

u^s_{nt}: مقدار پولی فروخته شده از سهم n، تحت سناریو s، در ابتدای دوره t

b^s_t: مقدار پولی قرض گرفته شده در دوره t، تحت سناریو s

W^s_t: مقدار دارایی در ابتدای دوره t، تحت سناریو s

LPM^s_T: مقدار گشتاور جزئی پایینی در انتهای دوره T، تحت سناریو s

بر اساس مفاهیم تعریف شده در بالا مدل‌سازی پرتفوی چند دوره‌ای به‌صورت زیر است.

رابطه ۹)
$$MaxZ_1 = \frac{1}{S}\sum_{s=1}^{S} W_T^s$$

رابطه ۱۰)
$$MinZ_2 = \frac{1}{S}\sum_{s=1}^{S} LPM_T^s$$

رابطه ۱۱)
$$y^s_{n,t} = x^s_{n,t} - u^s_{n,t} + v^s_{n,t} \quad \forall n \in N \quad \forall t \in T$$

رابطه ۱۲)
$$\sum_{n=1}^{N}(1+C_{buy})v^s_{n,0} + y^s_{0,0} = W_0 + b^s_0 \quad \forall s \in S$$

رابطه ۱۳)
$$x^s_{n,t} = \left(1+r^s_{n,t-1}\right)\left(x^s_{n,t-1} - u^s_{n,t-1} + v^s_{n,t-1}\right) \quad t = 1,2,3,\ldots,T \quad n \neq 0$$

رابطه ۱۴)
$$x^s_{0,1} = (1+r_l)\left[x^s_{0,0}\right] - b^s_0 \times (1+r_b) + b^s_1 \quad \forall s \in S$$

$$x^s_{0,t} = (1+r_l)\left[x^s_{0,t-1} + \sum_{n=1}^{N}(1-C_{sell})u^s_{n,t-1} - \sum_{n}^{N}(1+C_{buy})v^s_{n,t-1}\right] - b^s_{t-1} \times (1+r_b) + b^s_t$$

رابطه ۱۵)
$$\forall s \in S$$
$$t = 1,2,3,...,T-1$$
$$x^{s}_{0,T} = (1+r_l)\left[x^{s}_{0,T-1} + \sum_{n=1}^{N}(1-C_{sell})u^{s}_{n,T-1} - \sum(1+C_{buy})v^{s}_{n,T-1}\right] - b^{s}_{T-1}\times(1-r_b)$$

رابطه ۱۶)
$$\forall s \in S$$

رابطه ۱۷)
$$\sum_{n=1}^{N} x^{s}_{n,t} = W^{s}_{t} \quad \forall s \in S \;\; t = 1,2,3,...,T-1$$

رابطه ۹ تابع هدف اول را که بیشینه‌سازی ثروت نهایی می‌باشد نشان می‌دهد. رابطه ۱۰ تابع هدف ثانویه، کمینه کردن ریسک (سنجه LPM) را بیان می‌کند. محدودیت ۱۱ نشان دهنده مقدار پولی سرمایه‌گذاری شده در دارایی n، تحت سناریو s، در ابتدای دوره زمانی t بعد از بازنگری است. محدودیت ۱۲، محدودیت بودجه در دوره زمانی صفر را نشان می‌دهد که درواقع تضمین می‌کند مقدار سرمایه‌گذاری اولیه برابر با مقدار دارایی اولیه و مقدار پولی قرض گرفته شده در ابتدای دوره صفر است. هزینه تراکنش فروش و خرید به‌صورت نسبتی از مقدار پولی فروش و خرید دارایی و طی دوره‌های مختلف ثابت در نظر گرفته شده‌اند. محدودیت‌های ۱۳-۱۶ شامل محدودیت‌های جریان نقد در دوره زمانی t هستند. محدودیت ۱۷ ثروت نهایی در انتهای دوره زمانی t، تحت سناریو s را نشان می‌دهد.

الگوریتم ژنتیک مرتب غیرمغلوب نسل دوم

دب[1] و همکاران (۲۰۰۲) الگوریتم تکاملی چندهدفه (MOEA)[2] را تحت عنوان الگوریتم ژنتیک مرتب غیرمغلوب نسل دوم (NSGAII)[3] ارائه کردند که درواقع نسخه جدیدتر الگوریتم ژنتیک مرتب غیرمغلوب است. در الگوریتم ژنتیک نسل دوم عملگرهای تقاطع و جهش مسئول تولید نسل‌های جدید فرزندان هستند.

عملگر تقاطع: در الگوریتم ژنتیک نسل دوم دو رشته کروموزوم به‌طور تصادفی انتخاب می‌شوند و بخشی از آن‌ها با یکدیگر جایگزین می‌شود تا رشته‌های جدید فرزندان را حاصل

1. Deb
2. Multi-objective Evolutionary Algorithm
3. Non-dominated Sorting Genetic Algorithm II

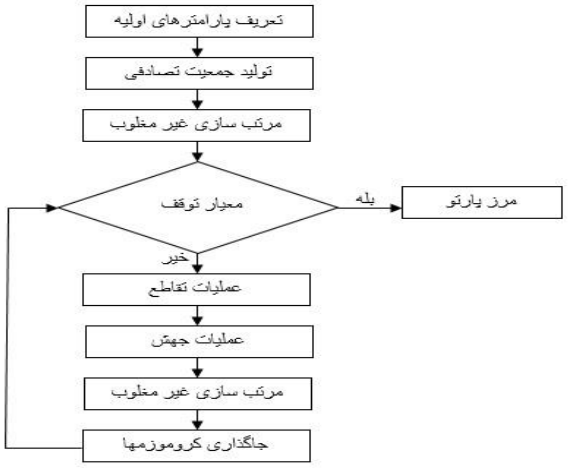
کنند. تقاطع برای هر رشته با یک احتمال مشخص P_c اتفاق می‌افتد. برای اجرای تقاطع عدد ε از بازه (۰،۱) انتخاب می‌کنیم. بنابر آنچه در بالا گفته شد برای دو والد C_1 و C_2 فرزندان حاصل از طریق تقاطع به‌صورت زیر تعریف می‌شدند:

$$C_1^{'} = \varepsilon C_1 + (1-\varepsilon)C_2 \qquad C_2^{'} = (1-\varepsilon)C_1 + \varepsilon C_2$$

عملگر جهش: هر کروموزوم حاوی خصوصیاتی است که جهش بخشی از این خصوصیات را تغییر می‌دهد. جهش نیز همچون تقاطع با یک احتمال مشخص P_m رخ می‌دهد. به منظور اجرای تقاطع ابتدا یک کروموزوم انتخاب می‌شود و سپس با احتمال P_m جهش در ژن $c_{t,i}$ رخ می‌دهد و کروموزوم $C = (c_{1,1},...,c_{1,n};c_{t,1},...,c_{t,i},...,c_{t,n};...;c_{T,1},...,c_{T,n})$ را به $C^{'} = (c_{1,1},...,c_{1,n};c_{t,1},...,c'_{t,i},...,c_{t,n};...;c_{T,1},...,c_{T,n})$ تبدیل می‌کند.

یکی از مسائل اساسی در اجرای الگوریتم‌های فرا ابتکاری تعیین بهینه پارامترهای تأثیرگذار بر عملکرد الگوریتم همچون نرخ جهش، نرخ تقاطع، تعداد جمعیت اولیه و تعداد تکرار بهینه است. بدین منظور از رویکرد طراحی آزمایش تاگوچی برای بدست آوردن پارامترهای بهینه استفاده شده است.

شکل ۱ نشان دهنده الگوریتم اجرای الگوریتم ژنتیک نسل دوم است.



شکل ۱. فلوچارت الگوریتم ژنتیک نسل دوم

طراحی آزمایش تاگوچی[1]

یکی از مهم‌ترین بخش‌های طراحی آزمایش انتخاب عوامل کنترل است. برای تعیین ماتریس متعامد باید به تعداد عوامل و تعداد سطوح در نظر گرفته‌شده برای هر عامل توجه کرد. در این پژوهش برای هر پارامتر ۳ سطح در نظر گرفته شده است. بنابراین با توجه به ماتریس متعامد نیاز به انجام ۲۷ آزمایش است.

برای محاسبه اهمیت نسبی هر عامل با در نظر گرفتن اثرات اساسی آن بر عملکرد الگوریتم از نرخ تبدیل S/N استفاده می‌شود. قسمت S به مقادیر مطلوب اشاره می‌کند و قسمت N به مقادیر غیرمطلوب اشاره می‌کند که هدف ماکزیمم کردن این نسبت است.

مقدار نرخ S/N به‌صورت رابطه (۱۸) محاسبه می‌شود.

$$S/N = 10\log\left(\frac{\bar{y}^2}{S^2}\right) \qquad \text{رابطه ۱۸)}$$

سنجه‌های کمی

با توجه به آنچه در بخش‌های پیشین بیان شد، یکی از مهم‌ترین نکات در به‌کارگیری سنجه ریسک گشتاور جزئی پایینی انتخاب صحیح مقدار آلفا است. معیارهای بکار گرفته شده جهت ارزیابی عملکرد، از پرکاربردترین معیارهای مقایسه سبدهای سرمایه‌گذاری هستند که از دیرباز مورد استفاده قرار گرفته‌اند. این معیارها شامل معیار شارپ[2]، سورتینو[3]، ترینر[4]، آلفای جنسن[5] و معیار چولگی هستند که در ادامه به تشریح هرکدام از آن‌ها خواهیم پرداخت.

معیار شارپ

معیار شارپ معیاری برای اندازه‌گیری مقدار بازده به ریسک تعدیل‌شده می‌باشد که توسط ویلیام شارپ معرفی شد. درواقع معیار شارپ نشان دهنده‌ی مازاد میانگین بازده به دست آمده نسبت به نرخ بدون ریسک به ازای یک واحد تلاطم است. نرخ بدون ریسک می‌تواند اوراق قرضه دولتی و یا سود تضمین شده بانکی باشد. بنابراین با توجه به آنچه گفته شد روش محاسبه معیار شارپ به‌صورت رابطه ۱۹ است.

---

1. Taguchi experimental design
2. Sharp Ratio
3. Sortino Ratio
4. Treyner Ratio
5. Jensen Measure

$$SharpRatio = \frac{\bar{r}_p - r_f}{\sigma_p}$$ رابطه ۱۹)

بطوریکه $\bar{r}_p$، بازده مورد انتظار پرتفولیو، r_f بازده دارایی بدون ریسک و σ_p انحراف استاندارد پرتفولیو را نشان می‌دهد. هرچه مقدار معیار شارپ بزرگ‌تر باشد نشان از بالاتر بودن نسبت بازده به ریسک و جذاب بودن سرمایه‌گذاری است.

معیار سورتینو

معیار سورتینو درواقع حالت اصلاح‌شده معیار شارپ است. بدین‌صورت که فقط تلاطم‌های منفی در آن منظور می‌شود. بنابراین با توجه به رابطه معیار شارپ، معیار سورتینو[1] به‌صورت رابطه ۲۰ محاسبه می‌شود.

$$SortinoRatio = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p^-}$$ رابطه ۲۰)

بطوریکه $\bar{r}_p$ و r_f مانند بالا تعریف می‌شود اما σ_p^-انحراف استاندارد منفی پورتفولیو را نشان می‌دهد. تحلیلگران به‌طور عمومی از معیار شارپ برای ارزیابی پرتفولیوهای سرمایه‌گذاری کم تلاطم و از معیار سورتینو برای ارزیابی پرتفولیوهای با تلاطم بالا استفاده می‌کنند.

معیار ترینر

این معیار مقدار بازده کسب شده بیشتر از نرخ بدون ریسک را به ازای هر واحد از ریسک سیستماتیک (ریسک بازار) محاسبه می‌کند. به عبارت دیگر، معیار ترینر همان معیار شارپ است با این تفاوت که در نوع محاسبه بخش تلاطم، از ریسک سیستماتیک استفاده می‌کند.

$$TreynerRatio = \frac{\bar{r}_p - r_f}{\beta_p}$$ رابطه ۲۱)

بطوریکه β_p بتای پرتفولیو (ریسک سیستماتیک) است. برای محاسبه ریسک سیستماتیک می‌توان از بتای بازار (مطابق مدل CAPM) استفاده کرد.

---

1. Sortino

معیار آلفای جنسن

معیار آلفای جنسن که گاهی با معیار آلفا نیز شناخته می‌شود برای ارزیابی مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری ایجاد شد. این معیار برای اندازه‌گیری عملکرد سهم یا پرتفولیو در ارتباط با بازده مورد انتظار بازار (که همگی بر پایه قیمت‌گذاری دارایی CAPM) بنا شده است. هرچه میزان این معیار بیشتر باشد نشان‌دهنده بازده به دست آمده بالاتری از سطح مورد انتظار است. روش محاسبه معیار آلفای جنسن به‌صورت رابطه ۲۲ است.

$$\alpha_p = \bar{r}_p - \left[r_f + \beta_p\left(\bar{r}_m - r_f\right)\right] \quad \text{رابطه ۲۲)}$$

بطوریکه α_p معیار آلفای جنسن، $\overline{r}_p$ بازده مورد انتظار پرتفولیو، r_f بازده دارایی بدون ریسک، β_p بتای پرتفولیو و $\bar{r}_m$ متوسط بازده بازار را نشان می‌دهد.

معیار چولگی

سنجه آماری که تقارن توزیع احتمالی یک متغیر را در ارتباط با تقارن توزیع احتمالی متغیری دیگر اندازه می‌گیرد چولگی می‌گویند. در علم مهندسی مالی، چولگی می‌تواند مکملی برای واریانس به‌عنوان تخمین زننده ریسک باشد. سرمایه‌گذاران چولگی مثبت را ترجیح می‌دهند چراکه در صورت بروز زیان، در مقایسه با چولگی مثبت، هزینه بزرگ‌تری اعمال خواهد شد.

یافته‌های پژوهش

جامعه مطالعاتی پژوهش حاضر دربرگیرنده اطلاعات مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی فروردین ۱۳۹۳ الی فروردین ۱۳۹۸ است. برای انتخاب نمونه محدودیت‌های بر روی شرکت‌های جامعه آماری اعمال شد همچون:

۱) طی سال مالی (منتهی به اسفند) تغییر سال مالی نداشته باشند.

۲) بانک‌ها و مؤسسات مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ نباشند.

گام نخست در حل مدل پیشنهادی در بخش ۳،۴ تشکیل سناریو بر اساس روش ارائه شده در بخش ۳،۳ است. پیش از برآورد و انجام پیش‌بینی یک الگوی سری زمانی ضروری است تا مانایی آن آزمون شود. چراکه اگر سری زمانی مورد مطالعه مانا نباشد، به دلیل ایجاد رگرسیون

کاذب به تفسیرهای نادرست منجر می‌شود. ازاین‌رو برای آزمون مانایی سری زمانی مطالعه حاضر از آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته استفاده می‌کنیم. در این پژوهش به منظور بررسی استواری نتایج بدست آمده از سبدهایی با اندازه‌های متفاوت برای بررسی تأثیر مقادیر مختلف آلفا استفاده شده است. بدین صورت که از سبدهای سرمایه‌گذاری ۵ سهمی، ۱۵ سهمی و ۲۵ سهمی استفاده شده است. سبدهای سرمایه‌گذاری بصورت تصادفی از بین سهام موجود در جامعه آماری انتخاب شده‌اند.

جدول ۱. نتایج آزمون ریشه واحد سبد سرمایه‌گذاری ۵ سهمی

متغیر	مرتبه تفاضل	آماره-t	سطح احتمال	عرض از مبدأ	روند	نتیجه
سهم ۱	۱	-۹,۵۴۸	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۲	۱	-۶,۱۰۵	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۳	۰	-۷,۳۸۴	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۴	۱	-۸,۲۳۰	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۵	۲	-۸,۷۹۲	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است

پس از احراز مانایی، نیاز هست تا وجود مدل GARCH تعیین شود. بدین منظور از آزمون ARCH استفاده می‌کنیم که نتایج آن در جدول زیر آمده است.

جدول ۲. نتایج آزمون ARCH سبد سرمایه‌گذاری ۵ سهمی

متغیر	آماره-F	احتمال (۱،۹۷)	مشاهدات*R^2	احتمال کای-2
سهم ۱	۶,۵۲۶۴	۰,۰۱۲۰	۶,۴۸۶۹	۰,۰۱۱۸
سهم ۲	۸,۵۹۷۱	۰,۰۰۴۲	۸,۵۰۶۵	۰,۰۴۱
سهم ۳	۷,۵۹۸۰	۰,۰۰۹۵	۷,۴۸۵۶	۰,۰۰۹۳
سهم ۴	۶,۲۳۵۹	۰,۰۱۱۸	۶,۱۴۰۵	۰,۰۱۱۵
سهم ۵	۸,۴۸۸۱	۰,۰۰۸۲	۸,۳۹۶۸	۰,۰۰۷۹

حال نیاز است تا مراتب بهینه ARIMA(p,d,q)-GARCH(m,n) تعیین شود. برای تعیین مراتب بهینه از معیارهای AIC و SIC استفاده می‌کنیم.

جدول ۳. نتایج مراتب بهینه ARIM و GARCH سبد سرمایه‌گذاری ۵ سهمی

مراتب بهینه ARIMA					مراتب بهینه GARCH				
متغیر	AIC	SIC	R^2	مقدار بهینه P	مقدار بهینه q	AIC	SIC	R^2	مقدار بهینه m	مقدار بهینه n
سهم ۱	-۴,۵۸	-۴,۵۵	۰,۲۵۹	۱	۱	-۳,۵۶	-۳,۴۸	۰,۰۰۳	۱	۱
سهم ۲	-۵,۰۶	-۵,۰۴	۰,۱۲۵	۰	۱	-۴,۲۵	-۴,۱۹	۰,۰۱۳	۱	۱
سهم ۳	-۴,۶۵	-۴,۶۲	۰,۲۴۶	۲	۱	-۳,۹۸	-۳,۹۰	۰,۰۰۳	۰	۱
سهم ۴	-۴,۲۰	-۴,۱۷	۰,۲۷۴	۱	۱	-۳,۱۲	-۳,۰۸	۰,۰۰۲	۰	۱
سهم ۵	-۵,۳۲	-۵,۲۸	۰,۱۲۱	۱	۰	-۵,۲۴	-۵,۱۸	۰,۰۰۶	۱	۰

بهترین برآورد مدل ARIMA(p,d,q) با توجه به کمترین مقدار AIC و SIC و همچنین بیشترین مقدار R^2 انتخاب شده است.

پس از انجام آزمون‌های مربوطه و برآورد مراتب بهینه مدل نهایی برای سهام سبد ۵ سهمی به‌صورت زیر است.

$$stock\,1 = 0.001 - 0.581 stock\,1_{t-1} + \varepsilon_t + 1.428\varepsilon_{t-1}$$

$$\delta_t^2 = 0.0035 + 0.569 u_{t-1}^2 + 0.236\delta_{t-1}^2$$

$$stock\,2 = 0.0021 + \varepsilon_t + 0.2548\varepsilon_{t-1}$$

$$\delta_t^2 = 0.001 + 0.429 u_{t-1}^2 + 0.365\delta_{t-1}^2$$

$$stock\,3 = 0.0012 - 0.259 stock\,3_{t-1} + 0.124 stock\,3_{t-2} + \varepsilon_t + 0.581\varepsilon_{t-1}$$

$$\delta_t^2 = 0.0024 + 0.587\delta_{t-1}^2$$

$$stock\,4 = 0.001 - 0.486 stock\,4_{t-1} + \varepsilon_t + 0.845\varepsilon_{t-1}$$

$$\delta_t^2 = 0.0012 + 0.402\delta_{t-1}^2$$

$$stock\,5 = 0.004 - 0.8497 stock\,5_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\delta_t^2 = 0.0031 + 0.239u_{t-1}^2$$

جداول بالا مربوط به سبد سرمایه‌گذاری ۵ سهمی است. آزمون‌های فوق را به‌طور مشابه برای سبدهای ۱۵ سهمی و ۲۵ سهمی نیز اجرا می‌کنیم. نتایج حاصل برای سبدهای ۱۵ سهمی و ۲۵ سهمی در بخش پیوست ارائه شده‌اند.

پس از ایجاد سناریوها، در ادامه مدل مسئله مورد مطالعه را با الگوریتم فرا ابتکاری ژنتیک نسل دوم حل می‌نماییم. به منظور انتخاب پارامترهای بهینه الگوریتم از روش آزمایشات تاگوچی استفاده می‌کنیم.

با توجه به نتایج حاصل از محاسبات، پارامترهای بهینه به‌صورت جدول ۴ هستند.

جدول ٤. نتایج حاصل از آزمایشات تاگوچی

پارامترها	جمعیت اولیه	تعداد تکرار	نرخ تقاطع	درصد جهش	نرخ جهش
مقادیر بهینه	۱۵۰	۳۰۰	۰/۸	۰/۰۶	۰/۱۲

در گام بعد به بررسی تأثیر مقادیر مختلف گشتاور بر سنجه‌های کمی مورد بحث در بخش ۳,۷ می‌پردازیم.

جدول ۵. نتایج حاصل از مقادیر معیار چولگی به ازای سبدهای سرمایه‌گذاری مختلف

مقدار آلفا / اندازه سبد	۱=α	۲=α	۳=α	۴=α	۵=α	میانگین- واریانس
سبد ۵ سهمی	۰,۰۰۰۳۳	۰,۰۰۰۳۳	۰,۰۰۰۳۴	۰,۰۰۰۳۵	۰,۰۰۰۳۷	۰,۰۰۰۳۱
سبد ۱۵ سهمی	۰,۰۰۰۷۶	۰,۰۰۰۷۷	۰,۰۰۰۷۷	۰,۰۰۰۷۸	۰,۰۰۰۷۹	۰,۰۰۰۷۳
سبد ۲۵ سهمی	۰,۰۰۰۷۵	۰,۰۰۰۷۶	۰,۰۰۰۷۶	۰,۰۰۰۷۷	۰,۰۰۰۷۸	۰,۰۰۰۷۲

با توجه به نتایج حاصل از مقادیر معیار چولگی مشاهده می‌شود که با افزایش در مقدار آلفا مقادیر چولگی مثبت نیز افزایش می‌یابد و بیشترین چولگی مثبت در تمامی سبدهای سرمایه‌گذاری مربوط به بزرگ‌ترین آلفا است. بنابراین با توجه به آنچه در بخش الگوی پژوهش

بیان شد، بیشتر بودن مقدار آلفا از نقطه‌نظر افزایش در مقدار مثبت چولگی مورد مطلوبیت سرمایه‌گذار است.

جدول ٦. نتایج حاصل از مقادیر معیار شارپ به ازای سبدهای سرمایه‌گذاری

مقدار آلفا / اندازه سبد	۱=α	۲=α	۳=α	۴=α	۵=α	میانگین-واریانس
سبد ۵ سهمی	۰,۰۹۱۵	۰,۰۹۱۷	۰,۰۹۲۰	۰,۰۹۲۲	۰,۰۹۲۳	۰,۰۹۳۵
سبد ۱۵ سهمی	۰,۱۲۶۸	۰,۱۲۶۸	۰,۱۲۷۰	۰,۱۲۷۱	۰,۱۲۷۲	۰,۱۲۷۷
سبد ۲۵ سهمی	۰,۱۲۵۶	۰,۱۲۵۶	۰,۱۲۵۹	۰,۱۲۶۱	۰,۱۲۶۲	۰,۱۲۶۸

معیار شارپ نیز همچون چولگی با افزایش مقدار آلفا افزایش می‌یابد. اما بیشترین مقدار آن به مدل میانگین واریانس مربوط می‌شود. با توجه به نحوه محاسبه معیار شارپ، ازآنجاکه در مخرج کسر تمامی انحرافات در نظر گرفته می‌شود و اینکه در مدل میانگین-واریانس تمامی انحرافات کمینه می‌شود، بنابراین نتیجه حاصل مطابق بر انتظارات است.

جدول ۷. نتایج حاصل از مقادیر معیار سورتینو به ازای سبدهای سرمایه‌گذاری

مقدار آلفا / اندازه سبد	۱=α	۲=α	۳=α	۴=α	۵=α	میانگین-واریانس
سبد ۵ سهمی	.۰,۱۵۲۳	۰,۱۵۲۵	۰,۱۵۲۷	۰۱۵۲۸	۰,۱۵۲۹	۰,۱۵۱۶
سبد ۱۵ سهمی	۰,۱۶۵۳	۰,۱۶۵۶	۰,۱۶۵۷	۰,۱۶۵۸	۰,۱۶۶۱	۰,۱۵۵۰
سبد ۲۵ سهمی	۰,۱۷۱۴	۰,۱۷۱۵	۰,۱۷۱۵	۰,۱۷۱۶	۰,۱۷۱۷	۰,۱۷۰۲

معیار سورتینو که تنها انحرافات منفی را در نظر می‌گیرد با افزایش آلفا مقدارش افزایش می‌یابد. بیشترین مقدار معیار سورتینو به بزرگ‌ترین مقدار آلفا مربوط می‌شود.

جدول ۸. نتایج حاصل از مقادیر معیار ترینر به ازای سبدهای سرمایه‌گذاری

مقدار آلفا / اندازه سبد	۱=α	۲=α	۳=α	۴=α	۵=α	میانگین-واریانس
سبد ۵ سهمی	۰,۰۱۶۲	۰,۰۱۶۳	۰,۰۱۶۵	۰,۰۱۶۳	۰,۰۱۶۳	۰,۰۱۶۸
سبد ۱۵ سهمی	۰,۰۱۵۲	۰,۰۱۵۳	۰,۰۱۵۴	۰,۰۱۵۲	۰,۱۵۱	۰,۰۱۵۷.
سبد ۲۵ سهمی	۰,۰۱۶۸	۰,۰۱۶۹	۰,۰۱۷۱	۰,۰۱۷۰	۰,۱۶۹	۰,۰۱۷۵

بیشترین مقدار معیار ترینر در بین تمامی گشتاورها مربوط به α=۳است. نکته قابل‌توجه بیشتر بودن معیار ترینر برای مدل میانگین-واریانس نسبت به تمامی گشتاورهای مورد مطالعه است.

جدول ۹. نتایج حاصل از مقادیر معیار آلفای جنسن به ازای سبدهای سرمایه‌گذاری

مقدار آلفا / اندازه سبد	۱=α	۲=α	۳=α	۴=α	۵=α	میانگین-واریانس
سبد ۵ سهمی	۰,۰۰۵۸	۰,۰۰۵۷	۰,۰۰۵۶	۰,۰۰۵۶	۰,۰۰۵۵	۰,۰۰۶۳
سبد ۱۵ سهمی	۰,۰۰۶۴	۰,۰۰۶۲	۰,۰۰۶۱	۰,۰۰۵۹	۰,۰۰۵۹	۰,۰۰۶۹
سبد ۲۵ سهمی	۰,۰۰۷۲	۰,۰۰۷۱	۰,۰۰۶۹	۰,۰۰۶۸	۰,۰۰۶۶	۰,۰۰۷۴

با افزایش مقدار آلفا مقادیر معیار آلفای جنسن کاهش می‌یابد و بیشترین مقدار معیار آلفای جنسن نیز به مدل میانگین-واریانس تعلق می‌گیرد.

نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف ارائه مدلی به منظور انتخاب بهینه سبد سرمایه‌گذاری با ریسک گشتاور جزئی پایینی انجام شده است. بدین منظور سه نوع سبد سرمایه‌گذاری متفاوت (۵ سهمی، ۱۵ سهمی و ۲۵ سهمی) ایجاد و تأثیر مقادیر مختلف آلفا بر روی آن‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. معیارهای مورد استفاده در این پژوهش برای بررسی تأثیرات مقادیر متفاوت آلفا بر سبدهای سرمایه‌گذاری مختلف شامل معیار چولگی، معیار شارپ، معیار سورتینو، معیار ترینر و معیار آلفای جنسن هستند. نتایج بدست آمده نشان دهنده این موضوع است که معیار چولگی و معیار سورتینو رابطه مستقیمی با افزایش مقدار آلفا دارند که با این یافته‌ها با مطالعه ناروکی و استپلس (۱۹۸۹) مطابقت دارند. معیار شارپ نیز با افزایش مقدار آلفا افزایش می‌یابد

اما بیشترین مقدار آن مربوط به سنجه ریسک واریانس است. مدل میانگین واریانس بیشتر دارای مقادیر معیار ترینر بالاتری نسبت به آلفاهای مختلف است و معیار جنسن با افزایش مقدار آلفا، کاهش می‌یابد که نشان دهنده تأثیر منفی افزایش مقدار آلفا بر معیار ترینر و جنسن است. دلیل تغییرات در معیارهای بیان شده، متغیرهای بکار رفته در این سنجه‌ها است. ازاین‌رو آنچه را که ما از نتایج بدست آمده به دنبال آن هستیم مشخص کردن آلفای مناسب برای سرمایه‌گذار است. درواقع همین ویژگی است که مدل گشتاور جزئی پایینی را از سنجه‌هایی همچون میانگین-نیم واریانس متمایز می‌کند. سرمایه‌گذار می‌تواند متناسب با معیارهای کمی ارائه شده در این مطالعه و تعیین استراتژی خود در خصوص عواملی چون بتای بازار، بازده مورد انتظار و غیره بهترین آلفا را برگزیند تا بتواند بهینه‌ترین سبد سرمایه‌گذاری را انتخاب کند.

پیشنهادهای آینده

پیشنهاد می‌شود برای پژوهش‌های آینده از معیار کیفی و مطالعه مالی رفتاری به منظور بررسی و انتخاب گشتاور بهینه استفاده شود. همچنین تأثیر دوره‌های زمانی متفاوت بر گشتاور نیز مورد مطالعه قرار گیرد.

منابع

صالح آبادی، علی؛ سیار، محسن؛ شهریاری، محسن. (۱۳۹۷). «بهینه سازی پرتفوی در چارچوب مدل پتانسیل مطلوب و ریسک نامطلوب UPM-LPM». *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*. ۹ (۳۶).۱۲۹-۱۵۳.

نجفی، امیرعباس؛ پوراحمدی، زهرا. (۱۳۹۴). «بهینه‌سازی پویای سبد سرمایه‌گذاری با توجه به هزینه معاملات». *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*. ۶(۲۴). ۱۵۲-۱۷۲.

رستمی، محمدرضا؛ کلانتری بنجار، محمود؛ بهزادی، عادل. (۱۳۹۴). «گشتاورهای مراتب بالاتر در بهینه‌سازی سبد سهام در محیط فازی». *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*. ۶(۲۴). ۴۱-۶۲.

پاک مرام، عسگر؛ بحری ثالث، جمال؛ ولی زاده، مصطفی. (۱۳۹۶). «انتخاب و بهینه‌سازی سبد سهام با استفاده از الگوریتم ژنتیک، با بهره‌گیری از مدل میانگین-نیمه واریانس مارکویتز». *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*. ۸ (۳۱). ۱۹-۴۲.

رجبی، مهسا؛ خالوزاده، حمید. (۱۳۹۳). «بهینه‌سازی و مقایسهٔ سبد سهام در بورس اوراق بهادار تهران با بهره‌مندی از الگوریتم‌های بهینه‌سازی تکاملی چندهدفه». *فصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی*. ۱۶ (۲). ۲۵۳-۲۷۰.

Arnott, R.D., Wagner, W.H., (1990). The measurement and control of trading costs. *Financial Analysts Journal* 6, 73–80.

Bawa, V. S. (1975). Optimal rules for ordering uncertain prospects. *Journal of Financial Economics*, 2(1), 95-121.

Bawa, V. S., & Lindenberg, E. B. (1977). Capital market equilibrium in a mean-lower partial moment framework. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 189-200.

Bertsimas, D., Pachamanova, D., (2008). Robust multiperiod portfolio management in the presence of transaction costs. *Computers and Operations Research* 35, 3–17.

Calafiore, G. C., & Kharaman, F. (2014, March). Multi-period asset allocation with lower partial moment's criteria and affine policies. In Computational

Intelligence for Financial Engineering & Economics (CIFEr), 2104 *IEEE Conference* on (pp. 100-106). IEEE.

Celikyurt, U., Ozekici, S., (2007). Multi-period portfolio optimization models in stochastic markets using the mean-variance approach. European Journal of Operational Research 1, 186–202.

Cui, X., Gao, J., Li, X., & Li, D. (2014). Optimal multi-period mean–variance policy under no-shorting constraint. European Journal of Operational Rese*arch*, 234(2), 459-468.

Deb, K., Pratap, A., Agarwal, S., & Meyarivan, T. A. M. T. (2002). A fast and elitist multiobjective genetic algorithm: NSGA-II. IEEE transactions on evolutionary computation, 6(2), 182-197.

Deng, X. T., Li, Z. F., & Wang, S. Y. (2005). A minimax portfolio selection strategy with equilibrium. *European Journal of operational research*, 166(1), 278-292.

Estrada, J. (2002). Systematic risk in emerging markets: the D-CAPM. *Emerging Markets Review*, 3(4), 365-379.

Fang, Y., & Post, T. (2019). Portfolio Optimization with Higher-order Stochastic Dominance Constraints. Available at SSRN 3376468.

Fishburn, P. C. (1977). Mean-risk analysis with risk associated with below-target returns. *American conomic Review*, 67(2)

Fulga, C. (2015). Portfolio optimization under loss aversion. *European Journal of Operational Research. International Portfolio Diversification Benefits*: The Relevance of Emerging Markets

Galagedera, D. U., & Brooks, R. D. (2007). Is co-skewness a better measure of risk in the downside than downside beta? Evidence in emerging market data. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(3), 214-230

Gökgöz, F., & Atmaca, M. E. (2017). Portfolio optimization under lower partial moments in emerging electricity markets: Evidence from Turkey. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 67, 437-449.

Gulpınar, N., Rustem, B., Settergren, R., (2003). Multistage stochastic mean-variance portfolio analysis with transaction cost. *Innovations, in Financial and Economic Networks* 3, 46–63.

Gulpınar, N., Rustem, B., (2007). Worst-case robust decisions for multi-period meanvariance portfolio optimization. *European Journal of Operational Research* 183,981–1000.

Huang, X., & Qiao, L. (2012). A risk index model for multi-period uncertain portfolio selection. *Information Sciences*, 217, 108-116.

Iqbal, J., Brooks, R., & Galagedera, D. U. (2007). Robust Tests of the Lower Partial Moment Asset Pricing Model in Emerging Markets (No. 25349). *University Library of Munich*, Germany.

Jaaman, S. H., Lam, W. H., & Isa, Z. (2011). Higher moment portfolio management with downside risk. *American Journal of Social and Management Sciences*, 2(2), 220-224.

Jarrow, R., & Zhao, F. (2006). Downside loss aversion and portfolio management. *Management Science*, 52(4), 558-566.

Jin, H., Markowitz, H., & Yu Zhou, X. (2006). A note on semivariance. *Mathematical finance*, 16(1), 53-61.

Konno, H., &Wijayanayake, A. (2001).Portfolio optimization problem under concave transaction costs and minimal transaction unit constraints. *Mathematical Program-ming*, 89(2), 233–250.

Leippold, M., Trojani, F., & Vanini, P. (2004). A geometric approach to multiperiod mean variance optimization of assets and liabilities. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 28(6), 1079-1113.

Li, D., Ng, W.L., (2000). Optimal dynamic portfolio selection: multiperiod meanvariance. *Formulation. Mathematical Finance* 10, 387–406.

Liu, Y. J., & Zhang, W. G. (2015). A multi-period fuzzy portfolio optimization model with minimum transaction lots. *European Journal of Operational Research*, 242(3), 933-941.

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The journal of finance*, 7(1), 77-91.

Markowitz, Harry M. Portfolio Selection. (First Edition). New York: *John Wiley and Sons*, 1959.

Mehrjoo, S., & Jasemi, M. Efficient Frontier and Lower Partial Moment of the First Order. (2012)

Najafi, A. A., & Mushakhian, S. (2015). Multi-stage stochastic mean–semivariance–CVaR portfolio optimization under transaction costs. *Applied Mathematics and Computation*, 256, 445-458.

Nawrocki, D. N. (1992). The characteristics of portfolios selected by n-degree lower partial moment. *International Review of Financial Analysis*, 1(3), 195-209.

Nawrocki, D. N. (1999). A brief history of downside risk measures. *Journal of Investing*, *8*, 9-25.

Nawrocki, D., & Staples, K. (1989). A customized LPM risk measure for portfolio analysis. Applied Economics, 21, 205±218.

Nesaz, H. H., Jasemi, M., & Monplaisir, L. (2020). A new methodology for multi-period portfolio selection based on the risk measure of lower partial moments. *Expert Systems with Applications*, 144, 113032.

Pınar, M.C., (2007). Robust scenario optimization based on downside-risk measure for multi-period portfolio selection. OR Spectrum 29, 295–309.

Sunoj, S. M. (2018). On Conditional Lower Partial Moments and Its Applications. American Journal of Mathematical and Management Sciences, 37(1), 14-32.

Unser, M. (2000). Lower partial moments as measures of perceived risk: An experimental study. *Journal of Economic Psychology*, 21(3), 253-280.

Viole, F., & Nawrocki, D. (2016). Predicting risk/return performance using upper partial moment/lower partial moment metrics. *Journal of Mathematical Finance*, 6(05), 900.

Wei, S.Z., Ye, Z.X., (2007). Multi-period optimization portfolio with bankruptcy control in stochastic market. *Applied Mathematics and Computation* 186, 414–425

Zhang, W. G., Liu, Y. J., & Xu, W. J. (2012). A possibilistic mean-semivariance-entropy model for multi-period portfolio selection with transaction costs. *European Journal of Operational Research*, 222(2), 341-349

Zhang, P. (2014). Multi-period Possibilistic Mean Semivariance Portfolio Selection with Cardinality constraints and its Algorithm. *Journal of Mathematical Modelling and Algorithms in Operations research*, 1-15.

پیوست

جدول نتایج آزمون ریشه واحد سبد سرمایه‌گذاری ۱۵ سهمی

متغیر	مرتبه تفاضل	آماره-t	سطح احتمال	عرض از مبدأ	روند	نتیجه
سهم ۱	۰	-۴,۹۲۱	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۲	۰	-۶,۶۸۱	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۳	۱	-۷,۶۸۱	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۴	۰	-۵,۶۹۲	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۵	۰۱	-۸,۹۳۲	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۶	۰	-۵,۱۵۸	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۷	۰	-۶,۴۵۷	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۸	۲	-۴,۱۲۷	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۹	۱	-۶,۳۸۶	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۰	۰	-۷,۵۳۸	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۱	۱	-۶,۴۸۶	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۲	۰	-۵,۴۱۳	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۳	۱	-۸,۱۶۵	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۴	۱	-۵,۱۰۲	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۵	۱	-۷,۳۲۰	۰,۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است

جدول نتایج آزمون ARCH سبد سرمایه‌گذاری ۱۵ سهمی

متغیر	آماره-F	احتمال (۱،۹۷)	مشاهدات*R^2	احتمال کای-2
سهم ۱	۶,۲۵۸۴	۰,۰۱۲۱	۶,۰۲۸۲	۰,۰۱۱۸
سهم ۲	۸,۴۶۸۱	۰,۰۰۳۶	۸,۱۷۵۶	۰,۰۰۳۲
سهم ۳	۴,۵۳۲۷	۰,۰۱۳۵	۴,۱۰۲۸	۰,۰۱۳۲
سهم ۴	۸,۹۶۵۷	۰,۰۰۴۱	۸,۵۹۷۷	۰,۰۰۳۹
سهم ۵	۶,۹۵۳۸	۰,۰۱۰۳	۶,۵۶۹۰	۰,۰۰۹۸
سهم ۶	۸,۶۵۸۴	۰,۰۰۴۷	۸,۴۲۵۹	۰,۰۰۴۳
سهم ۷	۶,۸۹۲۱	۰,۰۱۵۶	۶,۶۹۱۲	۰,۰۱۵۲
سهم ۸	۴,۹۶۵۸	۰,۰۴۲۵	۴,۷۹۲۳	۰,۰۴۲۳
سهم ۹	۴,۱۴۶۲	۰,۰۴۱۶	۳,۹۸۲۴	۰,۰۴۱۳
سهم ۱۰	۶,۹۵۱۴	۰,۰۱۰۳	۶,۸۰۲۱	۰,۰۰۹۸
سهم ۱۱	۸,۱۵۷۹	۰,۰۰۳۶	۸,۰۲۳۵	۰,۰۰۳۲
سهم ۱۲	۶,۸۵۴۱	۰,۰۱۱۹	۶,۵۹۸۲	۰,۰۱۱۶
سهم ۱۳	۶,۸۵۱۷	۰,۰۱۱۸	۶,۵۸۱۶	۰,۰۱۱۵
سهم ۱۴	۸,۵۶۸۲	۰,۰۰۳۹	۸,۳۵۶۴	۰,۰۰۳۶
سهم ۱۵	۵,۶۸۱۲	۰,۰۳۵۸	۵,۴۸۷۵	۰,۰۵۴

جدول نتایج مراتب بهینه ARIM و GARCH سبد سرمایه‌گذاری ۱۵ سهمی

	مراتب بهینه ARIMA				مراتب بهینه GARCH				
متغیر	AIC	SIC	R^2	مقدار بهینه P	AIC	SIC	R^2	مقدار بهینه q	مقدار بهینه m	مقدار بهینه n
سهم ۱	-۳,۵۹	-۳,۴۸	۰,۱۴۸	۰	-۴,۵۶	-۴,۶۹	۰,۰۰۵	۱	۰	۱
سهم ۲	-۴,۵۲	-۴,۴۶	۰,۲۶۱	۱	-۵,۶۸	-۵,۷۷	۰,۰۰۹	۱	۱	۱
سهم ۳	-۵,۶۸	-۵,۵۹	۰,۱۲۷	۱	-۴,۱۲	-۴,۲۴	۰,۰۰۲	۲	۰	۱
سهم ۴	-۴,۲۵	-۴,۱۶	۰,۲۱۵	۰	-۴,۵۲	-۵,۶۹	۰,۰۰۸	۲	۱	۱
سهم ۵	-۳,۵۹	-۳,۵۱	۰,۱۴۳	۱	-۳,۰۵	-۳,۲۲	۰,۰۱۰	۱	۰	۱
سهم ۶	-۵,۲۴	-۵,۱۶	۰,۲۵۹	۰	-۵,۶۹	-۵,۸۱	۰,۰۰۵	۱	۱	۱
سهم ۷	-۴,۵۸	-۴,۴۹	۰,۱۲۵	۱	-۴,۸۴	-۴,۹۸	۰,۰۱۲	۰	۱	۱
سهم ۸	-۵,۳۶	-۵,۲۹	۰,۱۱۵	۱	-۳,۴۱	-۳,۵۲	۰,۰۰۹	۱	۰	۱
سهم ۹	-۴,۵۲	-۴,۴۶	۰,۲۵۴	۰	-۴,۵۸	-۴,۶۹	۰,۰۰۵	۱	۱	۲
سهم ۱۰	-۵,۵۸	-۵,۴۹	۰,۲۳۷	۰	-۵,۱۸	-۵,۳۰	۰,۰۰۶	۱	۱	۰
سهم ۱۱	-۵,۲۰	-۵,۱۲	۰,۱۵۸	۱	-۴,۰۲	-۴,۱۵	۰,۰۰۸	۱	۱	۱
سهم ۱۲	-۵,۲۷	-۵,۱۸	۰,۰۹۸	۲	-۵,۴۹	-۵,۶۲	۰,۰۱۰	۱	۱	۲
سهم ۱۳	-۴,۸۷	-۴,۷۶	۰,۲۵۹	۱	-۳,۵۲	-۳,۶۳	۰,۰۰۸	۰	۰	۱
سهم ۱۴	-۴,۴۷	-۴,۴۰	۰,۱۵۷	۰	-۳,۷۸	-۳,۹۵	۰,۰۰۵	۱	۰	۱
سهم ۱۵	-۵,۳۷	-۵,۲۸	۰,۱۸۴	۱	-۴,۸۱	-۴,۹۶	۰,۰۰۶	۲	۱	۰

جدول نتایج آزمون ریشه واحد سبد سرمایه‌گذاری ۲۵ سهمی

متغیر	مرتبه تفاضل	آماره-t	سطح احتمال	عرض از مبدأ	روند	نتیجه
سهم ۱	۱	-۷٫۵۸۶۹	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۲	۰	-۴٫۵۹۲۱	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۳	۱	-۶٫۸۹۱۵	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۴	۰	-۶٫۰۱۵۷	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۵	۰	-۴٫۵۸۷۱	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۶	۰	-۷٫۱۵۱۲	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۷	۱	-۶٫۵۲۶۸	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۸	۱	-۸٫۱۴۹۵	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۹	۲	-۸٫۴۰۹۵	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۰	۰	-۷٫۵۸۱	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۱	۱	-۶٫۵۹۱۰	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۲	۲	-۶٫۴۸۵۱	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۳	۰	-۴٫۵۸۱۲	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۴	۱	-۵٫۷۸۱۶	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۵	۰	-۶٫۷۸۴۸	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۶	۰	-۴٫۸۹۵۹	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۷	۱	-۵٫۶۸۷۵	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۸	۰	-۸٫۴۶۱۴	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۱۹	۱	-۷٫۸۴۵۶	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۲۰	۲	-۶٫۰۲۳۸	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۲۱	۰	-۵٫۶۵۹۹	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۲۲	۲	-۷٫۶۲۰۳	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۲۳	۰	-۵٫۷۵۴۸	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۲۴	۱	-۶٫۴۸۵۱	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است
سهم ۲۵	۱	-۷٫۱۶۵۲	۰٫۰۰۰۰	دارد	دارد	مانا است

جدول نتایج آزمون ARCH سبد سرمایه‌گذاری ۲۵ سهمی

متغیر	آماره-F	احتمال (۱،۹۷)	مشاهدات*R^2	احتمال کای-۲
سهم ۱	۶,۷۷۶۲	۰,۰۱۷۳	۶,۵۴۶۰	۰,۰۱۷۰
سهم ۲	۹,۴۰۸۱	۰,۰۱۳۰	۹,۱۱۵۶	۰,۰۱۲۶
سهم ۳	۴,۹۹۴۴	۰,۰۱۸۱	۴,۵۶۴۵	۰,۰۱۷۸
سهم ۴	۹,۱۴۵۱	۰,۰۰۵۹	۸,۷۷۷۱	۰,۰۰۵۷
سهم ۵	۷,۳۷۸۰	۰,۰۱۴۵	۶,۹۹۳۲	۰,۰۱۴۰
سهم ۶	۸,۷۴۵۴	۰,۰۰۵۶	۸,۵۱۲۹	۰,۰۰۵۲
سهم ۷	۷,۸۸۳۰	۰,۰۲۵۵	۷,۶۸۲۱	۰,۰۲۵۱
سهم ۸	۵,۷۶۹۰	۰,۰۵۰۵	۵,۵۹۵۵	۰,۰۵۰۳
سهم ۹	۴,۴۹۶۸	۰,۰۴۵۱	۴,۳۳۳۰	۰,۰۴۴۸
سهم ۱۰	۷,۲۷۸۹	۰,۰۱۳۶	۷,۱۲۹۶	۰,۰۱۳۱
سهم ۱۱	۹,۰۷۴۸	۰,۰۱۲۸	۸,۹۴۰۴	۰,۰۱۲۴
سهم ۱۲	۷,۵۲۶۲	۰,۰۱۸۶	۷,۲۷۰۳	۰,۰۱۸۳
سهم ۱۳	۷,۳۷۹۴	۰,۰۱۷۱	۷,۱۰۹۳	۰,۰۱۶۸
سهم ۱۴	۹,۱۶۸۶	۰,۰۰۹۹	۸,۹۵۶۸	۰,۰۰۹۶
سهم ۱۵	۶,۴۹۷۵	۰,۰۴۴۰	۶,۳۰۳۸	۰,۰۶۲۲
سهم ۱۶	۹,۹۳۱۸	۰,۰۱۳۸	۹,۵۶۳۸	۰,۰۱۳۶
سهم ۱۷	۷,۵۲۶۲	۰,۰۱۶۰	۷,۱۴۱۴	۰,۰۱۵۵
سهم ۱۸	۸,۹۷۴۱	۰,۰۰۷۹	۸,۷۴۱۶	۰,۰۰۷۵
سهم ۱۹	۷,۳۳۵۲	۰,۰۲۰۰	۷,۱۳۴۳	۰,۰۱۹۶
سهم ۲۰	۵,۷۴۷۴	۰,۰۵۰۳	۵,۵۷۳۹	۰,۰۵۰۱
سهم ۲۱	۸,۷۰۷۰	۰,۰۰۹۱	۸,۵۷۲۶	۰,۰۰۸۷
سهم ۲۲	۷,۳۱۶۲	۰,۰۱۶۵	۷,۰۶۰۳	۰,۰۱۶۲
سهم ۲۳	۷,۳۴۵۸	۰,۰۱۶۷	۷,۰۷۵۷	۰,۰۱۶۴
سهم ۲۴	۸,۵۶۸۵	۰,۰۰۳۹	۸,۳۵۶۷	۰,۰۰۳۶
سهم ۲۵	۶,۰۹۸۴	۰,۰۴۰۰	۵,۹۰۴۷	۰,۰۵۸۲

جدول نتایج مراتب بهینه ARIM و GARCH سبد سرمایه‌گذاری ۲۵ سهمی

	مراتب بهینه ARIMA					مراتب بهینه GARCH				
متغیر	AIC	SIC	R^2	مقدار	بهینه q	AIC	SIC	R^2	مقدار بهینه m	مقدار بهینه n
سهم ۱	۳,۵۴۴-	۳,۳۵۴-	۰,۱۴۸-	۱		۴,۴۵۴-	۴,۶۴۴-	۰,۰۰۴۵-	۱	۱
سهم ۲	۳,۶۱۵-	۳,۴۹۵-	۰,۲۵۲-	۰	۱	۴,۷۷۵-	۴,۸۶۵-	۰,۰۰۰۰	۱	۱
سهم ۳	۴,۷۳۶-	۴,۵۵۶-	۰,۱۱۸-	۱	۱	۳,۱۷۶-	۳,۲۹۶-	۰,۰۰۷۴	۱	۱
سهم ۴	۳,۴۹۹-	۳,۴۰۹-	۰,۲۰۷-	۲	۰	۳,۷۶۹-	۴,۹۳۹-	۰,۰۰۰۵-	۱	۱
سهم ۵	۳,۱۱۴-	۳,۰۳۴-	۰,۱۳۸-	۱	۱	۲,۵۷۴-	۲,۷۴۴-	۰,۰۰۵۲-	۱	۲
سهم ۶	۴,۴۴۴-	۴,۳۶۴-	۰,۲۵۱-	۱	۰	۴,۸۹۴-	۵,۰۱۴-	۰,۰۰۳۰	۰	۱
سهم ۷	۳,۹۳۶-	۳,۸۴۶-	۰,۱۱۹-	۰	۱	۴,۱۹۶-	۴,۳۳۶-	۰,۰۰۵۶-	۱	۱
سهم ۸	۴,۵۳۳-	۴,۴۶۳-	۰,۱۰۷-	۰	۱	۲,۵۸۳-	۲,۶۹۳-	۰,۰۰۰۷-	۱	۱
سهم ۹	۴,۴۳۸-	۴,۳۷۸-	۰,۲۵۳-	۲	۰	۴,۴۹۸-	۴,۶۰۸-	۰,۰۰۴۲-	۱	۱
سهم ۱۰	۵,۳۶۸-	۵,۳۵۸-	۰,۲۳۶-	۰	۱	۵,۰۴۸-	۵,۱۶۸-	۰,۰۰۴۷-	۰	۱
سهم ۱۱	۵,۱۲۴-	۵,۰۴۴-	۰,۱۵۷-	۱	۱	۳,۹۴۴-	۴,۰۷۴-	۰,۰۰۷۲-	۰	۱
سهم ۱۲	۵,۰۲۳-	۴,۹۳۳-	۰,۰۹۶-	۰	۱	۵,۲۴۳-	۵,۳۷۳-	۰,۰۰۷۵-	۱	۰
سهم ۱۳	۴,۲۶۷-	۴,۲۲۷-	۰,۲۵۴-	۱	۱	۲,۹۸۷-	۳,۰۹۷-	۰,۰۰۲۷-	۱	۱
سهم ۱۴	۳,۶۶۶-	۳,۵۹۶-	۰,۱۴۹-	۱	۱	۲,۹۷۶-	۳,۱۴۶-	۰,۰۰۳۰	۱	۱
سهم ۱۵	۲,۵۹۲-	۲,۵۱۲-	۰,۱۳۳-	۰	۱	۲,۰۵۲-	۲,۲۲۲-	۰,۰۰۰۰	۰	۱
سهم ۱۶	۵,۱۹۰-	۵,۱۱۰-	۰,۲۵۹-	۱	۱	۵,۶۴۰-	۵,۷۶۰-	۰,۰۰۴۵-	۱	۰
سهم ۱۷	۳,۹۴۷-	۳,۸۵۷-	۰,۱۱۹-	۰	۲	۴,۲۰۷-	۴,۳۴۷-	۰,۰۰۵۷-	۱	۱
سهم ۱۸	۳,۷۱۶-	۳,۶۲۶-	۰,۱۱۶-	۱	۱	۳,۹۷۶-	۴,۱۱۶-	۰,۰۰۳۴-	۱	۱
سهم ۱۹	۴,۷۳۰-	۴,۶۶۰-	۰,۱۰۹-	۰	۱	۲,۷۸۰-	۲,۸۹۰-	۰,۰۰۲۷-	۱	۱
سهم ۲۰	۴,۲۴۳-	۴,۱۸۳-	۰,۲۵۱-	۰	۱	۴,۳۰۳-	۴,۴۱۳-	۰,۰۰۲۲-	۱	۰
سهم ۲۱	۳,۷۶۳-	۳,۶۴۳-	۰,۲۵۳-	۰	۱	۴,۹۲۳-	۵,۰۱۳-	۰,۰۰۱۴-	۱	۱
سهم ۲۲	۴,۹۲۹-	۴,۷۴۹-	۰,۱۱۹-	۱	۰	۳,۳۶۹-	۳,۴۸۹-	۰,۰۰۵۵	۱	۱
سهم ۲۳	۴,۶۱۴-	۴,۵۴۴-	۰,۱۰۸-	۲	۱	۲,۶۶۴-	۲,۷۷۴-	۰,۰۰۱۵-	۰	۱
سهم ۲۴	۳,۵۷۷-	۳,۵۱۷-	۰,۲۴۵-	۰	۱	۳,۶۳۷-	۳,۷۴۷-	۰,۰۰۴۴	۱	۱
سهم ۲۵	۴,۱۸۶-	۴,۱۴۶-	۰,۲۵۳-	۱	۲	۲,۹۰۶-	۳,۰۱۶-	۰,۰۰۱۹-	۱	۰

COPYRIGHTS
This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 197-224

New Capital Market in the Light of Sixth Development Plan Law (Functionality of blockchain technology in the capital market)[1]

Mahdi Madadi[2], Ghasem Shafiee[3]

Received: 2021/07/06
Accepted: 2021/12/21

Research Paper

Abstract

The use of advanced information and communication technologies to change the structure of organizations and better information and services presentation in recent years has attracted the attention of many organizations and governments and legislators around the world. An example of the remarks made by the domestic legislator of paragraph (ch) of Article 68 of the Sixth Five-Year Development Plan Law on the Capital Market which has been granted the electrical licensing for some of the processes related to the registered companies in the Stock Exchange. "Blockchain Technology" with the features of "decentralization" and "information immutability", technologies that has the potential to be used in activities such as "comprehensive authentication and validation", "holding electronic assemblies" and "securities clearing" and despite the challenges and some concerns, it can bring "transparency", "guaranteeing the rights of small shareholders", "financial democratization" and "reducing costs and decommissioning" for the capital market.

Kew Words: Blockchain, Technology Law, Capital Market, Smart Contracts, E-Government, Fintech.

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11222.1440

2. M.Sc. Student, Department of Private Law, Kashan University, Kashan, Iran. (Corresponding Author). (Mehdimadadi4@yahoo.com).
3. Assistant Professor, Department of Law, Kashan University, Kashan, Iran. (gh.shafiee@kashanu.ac.ir).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ٥٦، زمستان ١٤٠٠، صص ٢٢٤-١٩٧

بازارسرمایه نوین در پرتو قانون برنامه ششم توسعه (کارکردسنجی فناوری بلاکچین در بازارسرمایه)[1]

مهدی مددی[2]، قاسم شفیعی[3]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۱۵
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۳۰

چکیده

استفاده از فناوری‌های پیشرفته اطلاعات و ارتباطات با هدف تغییر در ساختار سازمان‌ها و ارائه بهتر اطلاعات و خدمات در سال‌های اخیر مورد توجه بسیاری از سازمان‌ها و دولت‌ها و قانون‌گذاران در اقصی نقاط جهان قرار گرفته‌است. نمونه‌ای از توجهات قانون‌گذار داخلی را می‌توان در بند «چ» ماده ۶۸ قانون برنامه پنجساله ششم توسعه و در خصوص کاربست فناوری در بازارسرمایه مشاهده کرد که طی آن مجوز الکترونیکی شدن برخی از فرآیندهای مربوط به شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، به آن سازمان اعطا شده است. یکی از فناوری‌هایی که توانایی محقق ساختن این الزام قانونی را دارد، «فناوری بلاکچین» است که بنابر خصلت‌هایی همانند «غیرمتمرکزبودن» و «تغییرناپذیری اطلاعات»، ظرفیت کاربرد در اعمالی چون «احراز هویت و اعتبارسنجی جامع»، «برگزاری مجامع الکترونیکی» و «تسویه اوراق بهادار» را دارا است و علی‌رغم وجود چالش‌ها و برخی نگرانی‌ها، می‌تواند «شفافیت»، «تضمین حقوق سهامداران خرد»، «دموکراتیک سازی مالی» و «کاهش هزینه‌ها و واسطه‌زدایی» را برای بازارسرمایه به ارمغان آورد.

واژه های کلیدی: بلاکچین، فین تک، حقوق فناوری، بازارسرمایه، قراردادهای‌هوشمند، دولت الکترونیک.

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2020.11222.1440

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حقوق خصوصی، دانشگاه کاشان، کاشان، ایران. (نویسنده مسئول). (Mehdimadadi4@yahoo.com).

۳. استادیار، دانشکده حقوق، دانشگاه کاشان، کاشان، ایران. (gh.shafiee@kashanu.ac.ir).

مقدمه

فناوری اطلاعات و ارتباطات علاوه بر اینکه در همه عرصه‌های اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و فرهنگی حضور جدی پیدا کرده‌است، به یکی از مهمترین پیشران‌های توسعه از جانب دولت‌ها در جهان تبدیل شده و دولت‌های مختلف را به تدوین چشم اندازها و برنامه‌های متعدد در این زمینه وا داشته‌است. در ایران نیز برنامه‌های توسعه پنج‌ساله کشور در احکام متعددی به‌طور مبسوط به توسعه فناوری اطلاعات و ارتباطات و استفاده از مزایای مختلف این فناوری اشاره و تاکید شده-است و برمبنای این احکام، پروژه‌های متعددی ازجمله شبکه ملی اطلاعات، دولت الکترونیکی، زیرساخت داده‌های مکانی، سیستم‌های اطلاعاتی دستگاه‌های مختلف، سلامت الکترونیکی و... در دستور کار قرار گرفته‌اند. یکی از برنامه‌هایی که در همین راستا مورد تامل قانون‌گذار قرار گرفته‌است «هوشمندسازی بازارسرمایه» است چنان‌که در بند «چ» ماده ۶۸ قانون برنامه پنج‌ساله ششم توسعه اشعار داشته‌است که در خصوص شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، مواردی چون ۱- ارسال گواهینامه حق تقدم خرید سهام جدید از طرف شرکت به صاحبان سهام؛ ۲- انتشار اعلامیه‌های پذیره‌نویسی و دعوتنامه‌های مجامع عمومی و اطلاعیه‌ها از طرف شرکت؛ ۳- پذیره‌نویسی و تعهد خرید سهام شرکت، به جای مراجعه به بانک و تکمیل اوراق مربوطه؛ ۴- حضور در مجامع عمومی شرکت و اعمال حق رأی؛ ۵- صدور گواهینامه موقت سهام، اوراق سهام و گواهینامه‌های حق تقدم خرید سهام شرکت به جای چاپ کاغذی آنها؛ ۶- ثبت نقل و انتقالات سهام و گواهینامه‌های حق تقدم خرید سهام شرکت، به جای ثبت آنها در دفاتر کاغذی می‌تواند به طریق الکترونیکی -به روشی که به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار می‌رسد- صورت پذیرد و بدین نحو سعی در همگام‌سازی بازارسرمایه و فناوری‌های نوین داشته-است.

فناوری بلاکچین یکی از فناوری‌هایی است که امروزه مورد توجه دولت‌های مختلف قرارگرفته-است تا رویای «دولت الکترونیک» را دست یافتنی‌تر کند. بلاکچین همانند تمام حلقه‌های پیشین تکامل فناوری در حال تجربه کردن فراز و نشیب‌های متعددی است و در همین راستا نیز با رفع ایرادات وارده بر خود سعی در هموار ساختن راه جهان‌شمول شدن خود دارد. حدود ۳۰ سال از نخستین جرقه‌های پدیدآیی فناوری بلاکچین می‌گذرد و با گذشت زمان و با تکامل و کشف ابعاد کاربردی مختلف بلاکچین بر تعداد مشتاقان استفاده از این فناوری در حوزه‌های مختلف افزوده می‌شود. امروزه دیگر بلاکچین به عرصه‌ی ارزهای‌رمزنگاری‌شده محدود نمی‌شوند و شناخت آن در اثر شناخت ارزهایی

چون بیت‌کوین نیست بلکه بلاکچین راسا درحال تعریف و گسترش قلمرو خود در عرصه‌های پزشکی، بیمه، حقوق، بانکداری، دفاتر ثبت اسناد و... است، همچنان‌که می‌توان از آن به عنوان ابزاری در راستای تحقق بخشیدن به اهداف مقرر در بند چ ماده ۶۸ قانون برنامه پنج‌ساله ششم استفاده کرد و بازارسرمایه را در جهت بازیابی جایگاه واقعی خود در اقتصاد ایران، یاری رساند.

در تاملی عمیق در خصوص بازار سرمایه نوین در پرتو فناوری بلاکچین، پرسش این است که اساسا چه خصلت‌های در فناوری بلاکچین وجود دارد که می‌تواند کاربرد آن‌را در بازارسرمایه جذاب کند؟ و درمسیر استفاده از فناوری بلاکچین در بازارسرمایه با چه چالش‌هایی مواجه هستیم؟ پرسش‌های دیگر آن است که فناوری بلاکچین در کدام یک از بخش‌های بازارسرمایه کاربرد دارد؟ و دستاوردکارکرد بلاکچین برای بازارسرمایه چیست؟ به نظر می‌رسد بلاکچین توانایی تحقق تحول در بازارسرمایه در ابعاد «شفافیت»، «افزایش سرعت»، «بهبود دسترسی» و «تضمین بهتر حقوق سهامداران» را دارا است و بازارسرمایه و بلاکچین می‌توانند بایکدیگر به تجربه‌ی آرزوی مشترک «جهان‌شمولی» دست یابند، بدین ترتیب بلاکچین عرصه جدیدی را تسخیر می‌کند و بر قلمرو خود می‌افزاید و بازارسرمایه نیز با بهره‌مندی از این فناوری، بر جذابیت‌های خود افزوده و مشتاقان بیشتری را در کنار خود خواهد دید و یک گام به جایگاه واقعی خود در نظام مالی ایران نزدیک‌تر خواهد شد.

باتوجه به ماهیت نظری پژوهش، با عنایت به موضوعات مرتبط با موضوع مورد مطالعه و با تکیه بر تفسیر و استدلال در سراسر پژوهش و با تبیین مفاهیم و اصطلاحات اساسی پژوهش، رویکرد تحلیلی مبتنی بر روش کتابخانه‌ای برگزیده شده‌است و سعی شده که نخست تاملی پیرامون «خصوصیات و ویژگی‌های» بلاکچین داشته و پس از آن پاره‌ای از «نگرانی‌ها و چالش‌های» موجود بر سر راه استفاده از بلاکچین در بازارسرمایه را مورد بحث قرار گیرد، سپس در بخش دوم پس از بررسی «کارکردهایی» که بلاکچین می‌تواند در بازارسرمایه داشته‌باشد، تاملاتی پیرامون «دستاوردهای» این بهره‌جویی صورت خواهدگرفت و در نهایت نیز با نگاهی به «تجربه سایر دول» سعی بر آن شد تا از تجارب و برنامه‌های آن‌ها در خصوص استفاده از فناوری بلاکچین در بازار سرمایه استفاده‌شود.

۱. تحلیل معرفتی فناوری بلاکچین

پیش از آنکه به واکاوی کارکردهای فناوری بلاکچین در بازارسرمایه پرداخته شود لازم است نخست تاملی پیرامون «خصلت و خصوصیات» بلاکچین صورت پذیرد و ظرفیت‌ها و محدودیت‌های فناوری مزبور به درستی تبیین شود.

واکاوی «مفهومی» فناوری بلاکچین

بلاکچین[1] به‌عنوان یک ابر تکنولوژی، پوششی از کامپیوترها و شبکه‌هایی است که از چندین قسمت «پایگاه داده»، «نرم افزار کاربردی»، «تعدادی از رایانه‌های متصل به یکدیگر»، «مشتریان»، «محیط نرم افزاری توسعه‌ای»،«ابزار نظارتی» و... تشکیل شده‌است.

در کاربست اصطلاح «بلاکچین» ممکن است مقصود «نوعی ساختمان داده»، «نوعی الگوریتم»، «مجموعه‌ای از فناوری‌ها» و یا اصطلاحی فراگیر برای »شبکه‌های همتا به همتا» باشد.

هنگامی که اصطلاح «بلاکچین» برای اشاره به یک «ساختمان داده» به کار گرفته می‌شود، مقصود نحوه قرارگیری اطلاعات در قالب واحدهایی است که بلوک نامیده می‌شوند، بلوک‌هایی که مشابه صفحات یک کتاب بوده و همچون اجزای یک زنجیر با یکدیگر ارتباط برقرار کرده‌اند، لفظ «بلاکچین» نیز از همین قسم نشات گرفته‌است. در عین حال مراد از اصطلاح «بلاکچین» به عنوان یک «الگوریتم»، مجموعه دستورالعمل‌هایی است که محتوای اطلاعاتی تعداد زیادی نسخه ساختمان داده بلاکچینی موجود در یک شبکه همتابه‌همتای کاملا توزیع شده را به روشی مشابه با یک رای گیری دموکراتیک به اجماع می‌رساند. هنگامی که اصطلاح «بلاکچین» برای «مجموعه‌ای از فناوری‌ها» به‌کار گرفته‌می‌شود، مقصود ترکیبی است از بلاکچین به عنوان ساختمان داده، بلاکچین به عنوان یک الگوریتم، و فناوری‌های «رمزنگاری» و «امنیت» که در مجموع برای بدست آوردن و حفظ صحت کارکرد یک شبکه همتابه‌همتای کاملا توزیع شده به‌کار گرفته می‌شوند. در انتها نیز «بلاکچین» را می‌توان به عنوان اصطلاحی فراگیر برای اشاره به »شبکه‌های همتابه‌همتا» کاملا توزیع شده‌ای از دفاتر کل[2] که از بلاکچین به عنوان مجموعه‌ای از فناوری‌ها استفاده می‌کنند به‌کار برد (درسچر[3]، ۲۰۱۷، ۴۲).

در یک تعریف کلی از فناوری «بلاکچین» باید گفت که «بلاکچین یک پایگاه داده غیر متمرکز است که شبکه‌ای کاملا توزیع شده از رایانه‌ها آن را کنترل می‌کنند و به صورت مستمر فهرستی از داده‌ها را حفظ و به داده‌های پیشین برگشت می‌دهد و برای بررسی اعتبار تراکنش‌ها، از «مکانیسم‌های اجماعی» فناوری‌های «رمزنگاری» و «امنیت» و نیز الگوریتم خاص خود استفاده‌می‌کند تا بدین نحو از تضعیف یا بازنگری غیرمجاز جلوگیری کند.»

---

1. Drescher
2. Ledgers
3. Blockchain

واکاوی «ماهوی» فناوری بلاکچین

اشراف بر چگونگی «سازمان یافتن» فناوری بلاکچین از آن‌جهت حائز اهمیت است که نخست به واقع‌مندانه‌تر شدن تصورات از کارکردهای فناوری بلاکچین در بازارسرمایه کمک کرده و توانمندی‌های آن را به‌وضوح به تصویر می‌کشد و در ادامه می‌تواند از چالش‌های موجود بر سر راهِ کاربست این فناوری در بازارسرمایه، گره‌گشایی کند.

تأمل در ساختار فناوری بلاکچین

بلاکچین بر پایه مجموعه‌ای از نوآوری‌ها و به‌منظور سازماندهی و به اشتراک گذاری داده‌ها ابداع شده‌است و هدف آن تهیه نسخه‌ای واحد از حقیقت و ارائه آن به تمامی اعضا است (یوروکلیر[1]، ۲۰۱۶، ۶). بلاکچین، متفاوت از پایگاه‌های داده‌ای ابتدایی عمل می‌کند و در این ساختار داده‌ها به‌طور متمرکز نگهداری نمی‌شوند بلکه به صورت جمعی و به واسطه شبکه‌ی همتا به همتا[2] رایانه‌ای که اغلب در سراسر دنیا پراکنده هستند، مدیریت می‌شوند. به‌طورکلی بلاکچین‌ها از سه بخش اصلی «بلوک»، «زنجیره» و «شبکه» تشکیل شده‌اند.

یک «شبکه» همتابه‌همتا شبکه‌ای متشکل از تعداد زیادی رایانه (گره[3]) است که هر یک از این رایانه‌ها نسخه‌ای کمابیش دقیق از بلاکچین را ذخیره می‌کنند و با استفاده از پروتکل نرم افزاری که به طور مشخص چگونگی ذخیره‌سازی اطلاعات، انجام تراکنش‌ها و اجرای کدهای نرم افزاری را برای شبکه‌های فراید مشخص کرده‌اند میان نسخ اطلاعات یادشده و رایانه‌ها هماهنگی ایجاد می‌کنند (دِ فیلیپی[4]، ۲۰۱۷، ۱۰). زمانی که یک اطلاعات جدیدی وارد سیستم می‌شود چندین گره در نقاط مختلف پیام گفته شده را دریافت کرده و آن‌را به تمام گره‌های مجاور خود می‌فرستند، فرایند نامبرده تاحدی ادامه پیدا می‌کند که اطلاعات گفته شده در تمام شبکه تکثیر شود. پراکنده بودن گره‌ها در بلاکچین سبب می‌شود تا داده‌های ذخیره شده به شدت «ارتجاعی» بوده و تا زمانی که حتی یک نسخه از باقی مانده باشد، آن اطلاعات نیز پایدار خواهند بود.

«بلاک»ها از اجزای مهم یک بلاکچین هستند که حاوی مجموعه‌ای از داده‌های مربوط به تراکنش‌های ثبت شده (اطلاعات خاص) در دفترکل عمومی در یک دوره معین هستند به

---

1. Euroclear
2. peer to peer
۳. به هر کامپیوتر متصل به شبکه بلاک چین node یا گره گفته می‌شود که وظیفه تایید و بررسی و محاسبات تراکنش‌ها را دارند.
4. De Filippi

عبارت دیگر بلاک همانند برگه‌ای سفید است که روی آن می‌توان هر چیزی را نوشت. پس از کامل شدن یک بلاک، بلاک مزبور بسته شده و استخراج بلاک بعدی شروع می‌شود پس بنابراین چنان‌که در ادامه گفته خواهد شد، امکان تغییر، حذف یا اضافه کردن هیچ تراکنشی در بلاک‌های قبلی وجود ندارد.

هر بلاک از اجزای مختلفی تشکیل می‌شودد برای مثال بلاکچین بیت‌کوین از دو بخش اصلی (بلاک هدر و بدنه بلاک) تشکیل شده است. «بلاک هدر» به شش جزء «شماره نسخه‌ی برنامه»[1]، «هش بلاک قبلی: هربلاک در بلاکچین حاوی هش بلاک ماقبل خود می‌باشد به‌نحوی که بلاک‌های بلاک چین براساس یک‌دیگر بنا می‌شوند. براین‌اساس در صورت فقدان این مولفه، هیچ ارتباط و گاه‌شماری بین بلاک‌ها شکل نمی‌گیرد.»[2]، «ریشه‌ی هشِ درخت درهم سازی (درخت مرکل): همه‌ی تراکنش‌های موجود در بلاک می‌تواند در یک هش خلاصه شود. این هش، ریشه‌ی هشِ درخت درهم‌سازی است.»[3]، «زمان‌سنج»[4]، «هدف سختی فعلی: هدفِ سختی نشان می‌دهد که هشِ فعلی، چه‌اندازه باید کوچک باشد تا اعتبار آن توسط ماینرها تائید شود. به‌عبارت دیگر یک هش، سایزی را به بیت دارد که باید مساوی یا کوچک‌تر از هشِ هدف باشد. یک هش با تعداد زیادی صفر در ابتدا، کوچک‌تر از هشِ بدون صفر در ابتدا می‌باشد.»[5] و «عدد تصادفی نانس: نانس، متغیر افزوده شده توسط الگوریتم اثبات کار است. بدین طریق ماینر هشِ معتبری را که کمتر از هدف سختی می‌باشد، حدس می‌زند.»[6] تقسیم می‌شود. بدنه‌ی «بلاک» نیز شامل تمام تراکنش‌های تایید شده و اطلاعات مربوطه است(ویدری[7]، ۲۰۱۸).

بلاکچین یک سیستم همتابه‌همتا با دسترسی آزاد همگانی است و هر کسی می‌تواند به آن متصل شده، منابع محاسباتی در اختیار سیستم گذاشته و اطلاعات معاملاتی جدیدی به آن اضافه کند اما این‌که هر شخصی بتواند به دارایی متعلق به حساب‌های مختلف مبتنی بر بلاکچین دسترسی داشته باشد و بتواند در آن‌ها دخل و تصرفی کند پذیرفتنی نیست، در راستای حل این مسئله و حفاظت از «تغییرناپذیری» اطلاعات ثبت شده، در بلاکچین از «هش کردن اطلاعات»

---

1. Bitcoin Version Number
2. Previous Block Hash
3. Merkle Tree
4. Timestamp Unix
5. Difficulty Target
6. Nonce
7. Vidrih

استفاده می‌شود. توابع هش برنامه‌های کامپیوتری کوچکی هستند که هر نوع داده‌ای را به رشته‌ای با طول مشخص تبدیل می‌کند، فارغ از آن‌که طول داده ورودی چقدر باشد. توابع هش در هربار اجرا یک بسته داده‌ای را به‌عنوان ورودی قبول کرده و در خروجی یک رشته با طول ثابت تولید می‌کند. از خصلت‌های توابع هش‌رمزنگاری می‌توان به «تولید سریع مقدار هش برای انواع داده: بدان مفهوم که برای هر نوع داده توانایی محاسبه مقدار هش در سریع‌ترین زمان ممکن، مقدور باشد»، «معین بودن: تابع مورد نظر برای داده یکسان همواره مقدار هش یکسانی تولید کند»، «شبه تصادفی بودن: میزان تغییر مقدار هش با تغییر داده ورودی غیرقابل پیش‌بینی باشد»[1]، «یک طرفه بودن: خروجی یک تابع یک طرفه به هیچ وجه دربردارنده اطلاعاتی درباره ورودی آن تابع نیست» و «مقاومت در برابر همکوبی:بدان معنی که یافتن دو یا چند داده مختلف با مقدار هش یکسان حاصل از آن تابع بسیار بسیار سخت باشد» اشاره کرد (درسچر[2]، ۲۰۱۷، ۷۳).

پس از عملیات هش کردن اطلاعات، بخش سوم شبکه بلاکچین که «زنجیره‌ها» هستند برای پیگیری و تشخیص سریع تغییرات و دستکاری اطلاعات، به‌منظور افزایش «تغییرناپذیری» دارای اهمیت هستند. چنان‌که گذشت، هنگامی که یک بلاک تکمیل می‌شودد بلاک مزبور واجد «هدر بلوک» است که همانند شماره صفحات یک کتاب عمل می‌کند و با مشاهده تواتر شماره صفحات خواننده می‌تواند اطمینان حاصل کند که صفحات کتاب بدون کم و کاست و به صورت منظم در کنار یکدیگر قرار گرفته‌اند. در صورتی که تنها یکی از اطلاعات درون بلاک تغییر یابد، در پی تغییر «هش» اطلاعات تغییر یافته گفته شده، هدر بلاک نیز دچار تغییر می‌شود (چراکه دیگر بلاک سابق نیست و واجد اطلاعات جدیدی گشته‌است) و به عبارت دیگر در پی تغییری اطلاعات درون بلاکی، یک بلاک جدید دارای هش اختصاصی خود پدیدار خواهد شد (چراکه هش هر بلوک مبتنی بر اطلاعات و مبادلات ثبت شده در آن بلوک است.) چنان که در بررسی بلاکچین بیت‌کوین گفته شد، در جهت یکپارچه سازی اطلاعات و نظم بخشی ارتباطات بلاک‌ها، هر بلاک علاوه‌بر هش اختصاصی خود دربردارنده هش بلاک پیشین خود نیز است و همین امر سبب می‌شود در صورت تغییر اطلاعات در هر بلاک و پدیدآیی بلاکی

---

۱. برای مثال در عملیات «هشینگ» خروجی داده‌ای مثل «سلام» به صورت (78903c575b0dda53c4a7644a2dd36d0e) خواهد بود حال در صورت تغییر این داده از «سلام» به «سلامت» هش آن به(cc62eb1f179184095746cc36ca77d115) تغییر خواهدیافت.

2. Drescher

جدید (با هش جدید)، ارتباط میان آن بلاک و سایر بلاک‌ها مختل شد. در آخر نیز در جهت کنترل این زنجیره، به‌جای کنترل مرکزی یک کنترل منسجم توزیع شده «شبکه‌ای» وجود خواهد داشت. مفهوم چنین امری آن است که همگان در سراسر جهان در فرآیند نظارتی مشارکت خواهند داشت و دیگر خبری از نظارت محدود نخواهد بود (لاورنس[1]، ۲۰۱۸).

خصلت‌ها و اقسام فناوری بلاکچین

بلاکچین‌ها براساس دو معیار «دسترسی به اطلاعات» و «کاربران شبکه» به سه گروه از «عمومی انحصاری»، «عمومی غیرانحصاری» و «خصوصی انحصاری» تقسیم شده‌اند (ماسِسی[2]، ۲۰۱۸). در بلاکچین‌های عمومی هرشخصی می‌تواند به اطلاعات دسترسی پیدا کرده و آن را مشاهده کند در حالی که در بلاکچین‌های خصوصی تنها افراد خاصی امکان «مشاهده» اطلاعات ثبت شده را دارند. در بلاکچین‌های انحصاری افرادی خاص برای «تأیید» فعالیت‌ها انتخاب می‌شوند و به خودی خود در بلاکچین‌های غیر انحصاری توانایی تایید فعالیت‌ها برای همگان در دسترس خواهد بود. در موضوع به‌کارگیری فناوری بلاکچین در بازارسرمایه نیز لازم است توجه داشت که نوع بلاکچین انتخابی بنابر اقتضائات و شرایط موجود و همچنین براساس کارایی‌ها و خصلت‌های هریک از بلاکچین‌ها بایستی توسط نهاد متولی انتخاب شود و هیچ الزامی در این خصوص وجود ندارد.

بلاکچین‌ها عموما دارای خصلت‌های متعددی ازجمله «تغییرناپذیری اطلاعات: باتوجه به ذات بلاکچین و همچنین مکانیسم‌های اجماع و الگوریتم‌های هش گذاری یک طرفه، پس ازآن‌که اطلاعات بر روی بلاکچین ثبت شد، تغییر یا حذف اطلاعات به طور استثنایی دشوار می‌شود.» (نارایانان[3]، ۲۰۱۶، ۶۷)، «جهان‌شمولی: بلاکچین‌ها در سطح جهانی در دسترس می‌باشند و به دلیل ماهیت غیرمتمرکز خود هرکسی که به اینترنت متصل باشد می‌تواند به اطلاعات ذخیره شده بر روی بلاکچین دسترسی پیدا کند» (مُرابیتو[4]، ۲۰۱۷، ۲۲)، «نیمه‌ناشناسی کاربران: بلاکچین‌ها با تکیه بر امضای دیجیتال و رمزنگاری کلید عمومی-خصوصی، امکان ذخیره‌سازی اطلاعات یا انجام تراکنش‌ها بدون نیاز به آشکار کردن هویت افراد را بوجود می‌آورد» (نارایانان، ۲۰۱۶، ۱۲۸)،

1. Laurence
2. Massessi
3. Narayanan
4. Morabito

«مکانیسم اجماع محوری: زیربنای هر شبکه بلاکچین یک مکانیسم اجماع است که بر چگونگی افزوه شدن اطلاعات بر مخزن مشترک نظارت دارد و ثبت اطلاعات را به شیوه‌ای منظم و بلاواسطه، ممکن می‌سازد» (دِ فیلیپی، ۲۰۱۸، ۹۳) هستند.

چالش‌های استفاده از بلاکچین در بازارسرمایه

بهره‌مندی از ظرفیت‌های فناوری بلاکچین در بازارسرمایه اما برخی نگرانی‌ها و چالش‌ها نیز را با خود به همراه داشته‌است. به عبارت دیگر پیش از استفاده از فناوری بلاکچین در بازار سرمایه لازم است پاسخ به این پژسش‌ها داده شود که «آیا این فناوری دارای امنیت کافی می‌باشد؟؛ آیا حریم خصوصی معامله‌گران در چنین سیستمی مورد محافظت قرارخواهدگرفت؟؛ آیا بلاکچین توانایی افزایش سرعت معاملات از طریق کاهش خرابی‌های هسته معاملاتی را دارد؟». بر همین اساس در ذیل به طرح و بررسی پرسش‌های بالا پرداخته‌شده‌است.

تامین امنیت

یکی از چالش‌های استفاده از فناوری بلاکچین در بازارسرمایه در خصوص تامین «امنیت» سرمایه‌گذاران و به طور کلی بحث «امنیت در فضای بلاکچین» است. اگرچه مکانیسم‌های متعددی درتامین امنیت بلاکچین دخیل هستند اما باید گفت که دو مورد از مهمترین این مکانیسم‌ها، مفاهیم «اجماع» و «تغییرناپذیری» هستند.

بلاکچین‌ها به‌منظور اطمینان از ثبت منظم اطلاعات و بهبود امنیت، شامل یک مکانیسم اجماع هستند (دِ فیلیپی، ۲۰۱۸، ۱۱). مقصود از اجماع، «توانایی نودهای موجود در داخل یک شبکه بلاک‌چینِ توزیع شده، در جهت توافق بر وضعیتِ درست و سالم شبکه و اعتبار تراکنش‌ها» است. بیشتر فرآیند رسیدن به اجماع بستگی به مواردی دارد که اصطلاحا «الگوریتم های اجماع» نامیده می شوند. با بررسی تعدادی از مکانیسم‌های اجماع می‌توان به این نتیجه رسید که اغلب این الگوریتم‌ها، به نوعی نمونه توسعه یافته یکی از دو مکانیسم «گواه اثبات کار»[1] و «گواه اثبات سهام»[2] هستند.

مکانیسم اجماع گواه اثبات کار در حقیقت همان مکانیسم اجماع مورد استفاده در ارز رمزنگاری‌شده «بیت‌کوین» است. در این مکانیسم پس از ورود تراکنش به دفتر کل توزیع‌شده،

1. Proof of Work
2. Proof of Stake

ماینرها به‌منظور تایید مشروعیت تراکنش به حل مساله ریاضی نامتقارن گواه اثبات کار می‌پردازند و پس از تعلق یافتن جایزه به ماینری که مسئله را حل کرده‌است تراکنش تایید و در بلاکچین عمومی به ثبت خواهدرسید. برای امنیت و یکپارچگی بلاکچین بیت‌کوین، روش مبتکرانه‌ای به‌کار گرفته شده‌است که اضافه کردن، اصلاح و حذف نمودن اطلاعات را پس از ذخیره‌سازی با دشواری همراه می‌سازد چراکه ذخیره‌سازی اطلاعات در بلاکچین بیت‌کوین نیازمند «زمان» است و تنها از طریق تلاش جمعی، تایید بلوک‌های حاوی اطلاعات امکان پذیر است (نارایانان، ۲۰۱۶، ۹۲).

مکانیسم اجماع گواه اثبات سهام مکانیسمی برای نیل به توافق جمعی در سیستم‌های پولی مبتنی بر بلاکچین است که نحوه عملکردی کاملا متفاوت از گواه اثبات کار دارد. در این مکانیسم، برخلاف گواه اثبات کار، گره ایجادکننده بلوک بعدی به شکل کامل تصادفی نیست و کاربران(گره‌ها) می‌توانند با انجام برخی کارها و کسب برخی امتیازها، شانس خود برای پیروزی در این رقابت را افزایش دهند. در حقیقت، در مکانیسم اجماع گواه اثبات سهام هرچه میزان سهام یا پول کاربران در شبکه بیشتر باشد شانس انتخاب شدن آن‌ها برای یافتن پاسخ معمای ریاضی شبکه نیز بیشتر است (کینگ[1]، ۲۰۱۲، ۳).

در کنار دو مکانیسم مرسوم «مکانیسم اجماع گواه اثبات کار» و «مکانیسم اجماع گواه اثبات سهام»، مکانیسم‌های اجماعی دیگری نیز وجود دارد که در سطوح مختلف از آن‌ها استفاده می‌شود. مکانیسم‌هایی چون «گواه اثبات زمان سپری شده: این مکانیسم بر اساس مقدار زمان باقی مانده از یک مدت زمان مشخص مانند زمان امتحان عمل می‌کند و برای شروع از بلاک چین مجوزدار استفاده می‌کند، به این معنی که تمامی گره‌های سیستم قابل شناسایی بوده و در شبکه پذیرفته شده اند»، «گواه اثبات قدرت: اساس مکانیسم اجماع گواه اثبات قدرت، اعتماد کل سیستم به تعداد محدود و مشخصی از اعضا است و به همین دلیل نیز وجود فرایندهایی استاندارد و قابل اعتماد برای شناسایی و انتخاب این اعتبارسنج‌ها الزامی است. این مکانیسم را می‌توان به مثابه فرایند تایید اعتبار توسط ادمین در سیستم‌های متمرکز کنونی نیز قلمداد کرد که به خودی خود در مورد بلاکچین‌های خصوصی کاربرد بیشتری دارند»، «گواه اثبات ظرفیت:

1. King

طی این الگوریتم، ماینرها بخش‌هایی از داده‌ها را که پلات نامیده می‌شوند ایجاد کرده و در هارددیسک ذخیره‌سازی می‌کنند. اکنون در هر بخش از این هارددیسک، یک پلات قرار دارد و در کنار هر پلات نیز یک هش که با آدرس عمومی افراد در ارتباط است»، «گواه اثبات فعالیت: گواه اثبات فعالیت، در حقیقت تلفیقی از دو مکانیسم گواه اثبات کار و گواه اثبات سهام است. به‌عبارت بهتر، گواه اثبات فعالیت فرایند استخراج خود را از گواه اثبات کار آغاز کرده و با رفتن به بلوک بعدی، به گواه اثبات سهام انتقال می‌دهد و گره‌هایی با سهام بیشتر، شانس بیشتری برای انتخاب شدن به‌عنوان اعتبارسنج دارند»، «گواه اثبات سوزاندن: سوزاندن در مکانیسم اجماع گواه اثبات سوزاندن، در حقیقت به مفهوم ارسال سکه‌ها به یک آدرس غیرقابل برگشت و غیرقابل استفاده‌است که به دلیل ماهیت رمزنگاری تصادفی آن، امکان شناسایی‌اش برای هیچ گرهی، حتی ماینرها میسر نیست. درست مثل مکانیسم اجماع گواه اثبات سهام، در این مکانیسم نیز افرادی موفق‌تر هستند که سهام و سکه‌های بیشتری برای سوزاندن دارند»، «گواه اثبات سهام اعطایی: این مکانیسم مدل تغییریافته و پیچیده‌تری از گواه اثبات سهام است که در آن، اعتبارسنجی تراکنش‌ها به گروهی خاص متکی است تا به نمایندگی از سوی کل گره‌های موجود در شبکه، بلوک‌ها را ارزیابی کنند. تعداد این نمایندگان منتخب معمولا بین ۲۱ الی ۱۰۰ گره است که سازمان‌دهی و کنترل شبکه را تسهیل کرده و توزیع شرایط در خلال شبکه را ممکن می‌سازند.» از این قبیل است (بیت[1]، ۲۰۱۸).

در کنار مکانیسم اجماع، تغییرناپذیری نیز یکی از مفاهم مهم در عرصه امنیت بلاکچین است، چنان‌که به گستردگی بحث شد مفهوم «تغییرناپذیری» به توانایی بلاکچین ها برای جلوگیری از تغییر تراکنش هایی که پیشتر تایید شده اند، اشاره دارد. تغییرناپذیری به این معناست که چیزی را نمی‌توان در گذر زمان تغییر داد و ارزش آن بعد از گذشت مدت زمان معینی یکسان باقی می‌ماند. در بافت بلاکچین هیچ کس توانایی تغییر در اطلاعات را ندارد(مُرابیتو، ۲۰۱۷، ۷۱). ترکیب اجماع و تغییرناپذیری چارچوبی را برای امنیت داده ها در شبکه های بلاک چین فراهم می‌آورد. در حالی که الگوریتم های اجماع تضمین می‌کنند که

1. Bit

از قوانین سیستم پیروی شده است و همه طرفینِ درگیر بر وضعیت فعلی شبکه توافق دارند. «تغییرناپذیری» نیز درستی داده‌ها و سوابق تراکنش را بعد از آن‌که هر بلاک جدید از داده‌ها اعتبار بخشی شد، ضمانت می‌کند (بایَنَنس آکادمی[1]، ۲۰۱۹).

درخصوص امنیت و حفاظت از اطلاعات در فناوری بلاکچین اما یک خطر بسیار بزرگ وجود دارد که از آن به‌عنوان «حمله ۵۱ درصدی» یاد می‌شود. حمله ۵۱ زمانی رخ می‌دهد که یک فرد یا نهاد بتواند بیش‌از ۵۰ درصد قدرت پردازش شبکه را در دست بگیرد در چنین شرایطی، فرد مهاجم از قدرت استخراج کافی برخوردار خواهد بود تا بیشتر تراکنش‌ها را حذف یا دستکاری کند. با این‌حال مهاجم با انجام حمله اکثریت نیز قادر نخواهد بود تراکنش‌هایی را که خیلی وقت پیش تایید شده‌اند بازگرداند و یا پاداش استخراج هر بلاک را تغییر دهد، سکه‌های جدید خارج از پروتکل تولید کند و سکه‌هایی را که متعلق به او نیست را به‌سرقت ببرد وایجاد چنین اختلال‌هایی در شبکه علی‌رغم وقوع حمله ۵۱ درصدی همچنان غیرممکن است.

هرکسی بخواهد حتی یک سند را در بلاکچین اصلاح کند لازم است کار پرهزینه و طاقت فرسایِ تولید هش‌های جدید به ازای هر بلوک را انجام دهد. از آنجا که بلاکچین یک شبکه توزیع‌شده از گره‌ها است درعمل امکان رخ‌دادن چنین حملاتی امری بعید است (لکن احتمال وقوع آن محال نیست) درچنین شرایطی هر چه شبکه بزرگ‌تر و قدرت گره‌های آن بیشتر باشد، محافظت در برابر حملات و جلوگیری از دست‌کاری داده‌ها به نحو بهتر و آسان‌تری صورت می‌پذیرد افزون بر این در چنین شرایطی هزینه و زمان لازم برای چنین حمله‌ای افزایش می‌یابد. زمانی که یک بلاکچین به اندازه کافی بزرگ شود، احتمال این که فرد یا گروهی از افراد بتوانند قدرت محاسباتی لازم برای غلبه بر دیگران را داشته باشند، پایین می‌آید. به علاوه، با رشد شبکه، تغییر بلاک‌های قبلی و دست بردن در تراکنش‌های آن بلاک‌ها سخت‌تر می‌شود، چراکه بلاک‌ها به یکدیگر متصل هستند. به همین دلیل، هر چقدر تعداد تاییدیه‌های یک بلاک بیشتر باشد و یا هرچقدر اسناد بیشتری بر روی بلاکچین مستقر باشند (بلوک‌های بیشتری پدید آمده باشد)، هزینه تغییر در بلاک‌ها یا برگشت دادن معاملات آن سخت‌تر می‌شود. از این رو، یک حمله ۵۱ درصد حتی در صورتی که علی‌رغم همه سختی‌ها و بعید بودن موفق شود، به تنهایی می‌تواند در مدت زمان کوتاهی شبکه را مختل کند و تراکنش‌های چند بلاک آخر را تحت‌تأثیر قرار دهد.

---

1. Binance Academy

حفاظت از حریم خصوصی

یکی از الزامات حیاتی برای بسیاری از عملیات بازارهای سرمایه، صیانت نمودن از اطلاعات شخصی و حریم خصوصی افراد است. رمزنگاری که می‌تواند نقش تاثیرگذاری در محافظت از ناشناس ماندن هویت افراد در بلاکچین داشته‌باشد، مستلزم استفاده از رکوردهای مدیریتی دقیقی است که برای هر عضو به صورت مجزا از بلاکچین نگهداری می‌شوند و در هنگام لزوم مورد رمزگشایی قرار می‌گیرند (مک کینسی، ۲۰۱۶، ۱۵). بلاکچین به شیوه‌ای شفاف عمل می‌کند و هرکسی بتواند یک تراکنش انجام دهد و یک حساب داشته‌باشد، می‌تواند از این فضا بهره برد. با استفاده از بلاکچین، گروه‌های مختلف توانایی شناسایی رویه‌های صاحبان چندین حساب را دارند. این درحالی است که حفظ حریم شخصی و اطلاعات سرمایه‌گذاران در بازارسرمایه مبتنی بر بلاکچین دارای اهمیت انکار ناشدنی است. با انتشار اطلاعات بر روی بلاکچین، محتوای این اسناد در دسترس همگان قرار خواهد گرفت یعنی هرکسی که به اینترنت متصل باشد می‌تواند حریم خصوصی افراد را به خطر اندازد (مثلا با جست و جوی داده‌ها، امکان تخمین زدن دارایی افراد وجود خواهد داشت) حتی اگر هنگام ذخیره سازی اطلاعات از آدرس‌های عمومی نیمه ناشناس نیز استفاده شود سبب حذف ریسک این امر نخواهد شد (دِ فیلیپی، ۲۰۱۸، ۱۴۵). البته بایستی توجه داشته‌باشیم که در بلاکچین‌ها اساسا حریم شخصی افراد به علت ساختار نیمه ناشناس کاربران مورد حفاظت است و اگر گفته می‌شود اطلاعاتی مانند «موقعیت فیزیکی» و «هویت واقعی» افراد قابل دستیابی است به دلیل ارائه اطلاعات از طریق IPها است که امکان حفاظت از آن امکان پذیر می‌باشد.[1] افزون بر این فناوری بلاکچین علی‌رغم سن ۱۰ ساله شکوفایی خود یک فناوری جوانی است که در حال رشد و تکامل است و امروزه طرح‌های متعددی در جهت افزایش ضریب حریم خصوصی در آن در دست بررسی و اجرا است و به نظر با گذشت زمان عملکرد آن در این بخش قابل قبول‌تر خواهد شد.

مقیاس پذیری شبکه

پیش از اجرایی ساختن فناوری بلاک‌چین در بازار سرمایه لازم است این اطمینان حاصل شود که بلاکچین توانایی کافی در جهت پردازش تراکنش‌های متعددی که در بازارسرمایه به

---

۱. از طرقی چون «استفاده از مرورگر تور (Tor)»، «استفاده از VPN بدون لاگ» و «استفاده از روش HD (استفاده از آدرس جدید برای هر تراکنش)

وقوع می‌پیوندد را دارا است. مقیاس پذیری یکی از موانع موجود بر سر راه گسترش فناوری بلاکچین است برای مثال فرآیندهای بلاکچین بیت‌کوین تقریبا ۲۴۰ هزار تراکنش را در روز پردازش می‌کند این در حالی است که روزانه حدود ۵۰۰ هزار معامله در بورس و فرابورس در حال انجام است و در صورت برداشته شدن محدودیت های زمانی و مکانی افزایش قابل توجه این آمار امری بعید نیست. افزایش توان شبکه برای پردازش تراکنش‌های بیشتر با دو محدودیت منابع فیزیکی و نرم افزاری همراه است، برای رفع مشکل مقیاس پذیری راه‌های مختلفی چون «انتقال تراکنش‌های خاص از بلاکچین، توسعه سریع‌تر پروتکل‌های اجتماعی، موازی سازی پردازش،کاهش حجم تراکنش‌ها، افزایش نرخ تولید بلوک‌های جدید، افزایش سایز بلوک ها و...» (دِ فیلیپی، ۲۰۱۸، ۱۲۵) پیشنهاد شده است و تا حدودی این مشکل در حال رفع شدن است.

کارکردسنجی و اثرمندی

بررسی پیرامون ظرفیت های فناوری بلاکچین در ارتقای ساختار بازارسرمایه اقتضای آن دارد که نخست کارکردهای مختلف بلاکچین در بازار سرمایه را مورد بررسی قرارگیرد و پس از آن اثرات این تغییرات را مورد تامل قرارگیرد.

بازارسرمایه نوین با استفاده از بلاکچین

فناوری بلاکچین توانایی متحول ساختن ساختار بازارسرمایه را دارد و می‌تواند در برگزاری مجامع شفاف‌تر، اعتبارسنجی جامع‌تر معامله‌گران و تسویه اوراق بهادار، از آن استفاده شود که در ادامه در بیانی تفصیلی کارکردهای مزبور مورد تامل قرار می‌گیرد

احراز هویت و اعتبارسنجی جامع

از جمله استفاده‌های بلاکچین در بازارسرمایه و به طور کلی بازارها و سازمان‌های مالی، ایجاد یک بانک اطلاعاتی و ساختار برای احراز هویت مشتریان است تا ضمن افزایش سرعت احراز هویت، اعتبارسنجی مشتریان نیز با دقت بیشتر و جامع‌تر صورت پذیرد. در مدل احراز هویت غیرمتمرکز به منظور تبادل اطلاعات در بستر شبکه، داده‌ها به صورت یک «گواهی رمزنگاری شده» در یک دفتر کل غیرمتمرکز نگهداری می‌شوند. هر زمان که سازمانی نیاز به اطلاعات داشته باشد درخواست خود را در شبکه ارسال می‌کند و شخص مورد نظر، دانسته و آگاهانه اجازه دسترسی به بخشی از اطلاعات هویتی خود را به سازمان مربوطه خواهد داد. این‌گونه می‌توان اطمینان حاصل کرد که اطلاعات ثبت

شده از هویت افراد، در طی زمان دچار جعل و تحریف نمی‌شود، سازمان‌های غیر مجاز قادر به دیدن اطلاعات شخصی افراد نیستند (تنها چیزی که می‌بینند، یک گواهی دیجیتالی رمزنگاری شده همچون یک رشته کاراکتر درهم است)، و تنها توسط خود افراد قابل بروزرسانی خواهد بود و همچنین به دلیل توزیع‌شدگی داده‌ها در شبکه، کسی قادر به حذف آن نخواهد بود. احراز هویت دیجیتال مبتنی بر بلاک چین علاوه بر سریع‌تر، ایمن‌تر و کاراتر بودن باعث جلب اعتماد عمومی نیز خواهد شد (والکر[1]، ۲۰۱۸).

یک بلاک چین عمومی را تصور کنید که اشخاص حقیقی و حقوقی و سازمان‌ها همگی اعضای آن هستند. هر شخص حقیقی می‌تواند مجموعه‌ای کامل و جامع از اطلاعات و مدارک هویتی لازم برای احراز هویت را جمع آوری کرده و با استفاده از الگوریتم‌های رمزنگاری نامتقارن، به وسیله کلید خصوصی خود آن‌ها را یک به یک را رمزنگاری کند. سپس این داده‌های رمزنگاری شده را به همراه یک شناسه بیومتریک منحصر به فرد (همچون اثر انگشت) که در حقیقت نقش حلقه اتصال هویت دیجیتال به هویت فیزیکی را ایفا می‌کند، در بلاک چین ثبت نموده و هویت دیجیتالی خودمختار را به‌وجود آورد (بایَنَنس آکادمی، ۲۰۱۹). برای افزایش امنیت از یک قرارداد هوشمند بلاکچینی استفاده می‌شود بنابراین هنگامی که یک نهاد درخواست دسترسی به اطلاعات شما را می‌کند به واسطه قرارداد هوشمند فی‌مابین پس از دریافت فرم ثبت اطلاعات، اطلاعات مورد نیاز به همراه امضای دیجیتالی فرد به آن سازمان ارسال می‌شود.

به‌منظور اعتبار سنجی اطلاعات وارد شده موسسه‌های متعددی به‌وجود آمده‌اند برای مثال شرکت‌های بزرگ فناوری اطلاعات همچونIBM، مفهوم پلتفرم احراز هویت مبتنی بر بلاک چین را پیاده‌سازی کرده‌اند. پروژه «به‌اشتراک‌گذاری جمعی شناخت مشتری این شرکت، از سازوکاری غیرمتمرکز، ایمن و کارآمد برای اعتبارسنجی، جمع‌آوری، ذخیره، به‌روزرسانی و به‌اشتراک‌گذاری اطلاعات مربوط به هویت مشتری‌ها استفاده می‌کند.

تعامل در مجامع

بند «چ» ماده (۶۸) برنامه پنج ساله ششم توسعه اشعار می‌دارد که «در مورد شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، موارد زیر می‌تواند به طریق الکترونیکی به روشی که به

1. Walker

تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار می‌رسد، صورت پذیرد: ... حضور در مجامع عمومی شرکت و اعمال حق رأی، ...». استفاده از فناوری بلاکچین یکی از طرقی است که به وسیله آن می‌توان اقدام به برگزاری مجامع و رای‌گیری الکترونیکی نمود. یکی از مزایایی چنین اقدامی افزایش میزان مشارکت سهامداران در مجامع شرکت‌ها است و عوامل زمانی و مکانی دیگر به عنوان مانع در سر راه آن‌ها قرار نخواهد داشت و مجامع الکترونیکی با تحمیل نمودن هزینه کمتر، میزان مشارکت و هم‌افزایی بیشتری را فراهم می‌کند و سهامداران با اشراف بیشتر بر برنامه‌های شرکت‌ها امکان گرفتن تصمیم‌های مالی بهتری خواهند داشت موضوعی که امروزه باتوجه به سختی حضور در مجامع شرکت‌ها کمتر محقق شده و اطلاعات سهامداران به برخی خبرهای روایت شده محدود شده‌است.

سیستم رأی‌گیری مبتنی بر بلاکچین افزایش مشارکت سهامداران در تصمیمات شرکت‌ها را در پی خوادداشت به نحوی که حتی ممکن است درصورت میل جمعی سهامداران خرد با گرفتن تصمیمی (چون انتخاب عضوی درهیئت مدیره)، آن تصمیم علی‌رغم عدم تمایل سهامداران عمده به تصویب برسد. در این سیستم با افزایش شفافیت، رأی‌دهندگان می‌توانند ببینند که رأی آنها شمارش شده و هرگونه دستکاری در آرا قابل مشاهده و پیگیری است اطلاعات یادشده درصورتی که جزء اطلاعات طبقه‌بندی شده و محرمانه شرکت نباشد می‌تواند برای مشاهده عموم جامعه نیز عرضه شود (فیرفیلد[1]، ۲۰۱۴، ۳۵). همچنین غیرمتمرکز بودن بلاکچین سبب می‌شود که داده‌های مربوط به آراء در بین سرورها توزیع شود و تخریب و یا تغییر دادن آنها توسط هک یک سیستم مرکزی، امکان‌پذیر نخواهد بود.

تسویه اوراق بهادار

مباحث مربوط به تسویه معاملات در بازارهای مالی و بورس حائز اهمیت انکار ناشدنی است. وفق بند «د» ماده (۱) دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای «تسویه و پایاپای، فرآیندی است که طی آن حقوق و تعهدات طرفین معامله در یک جلسه معامله محاسبه می شود و وجوه حاصل از معامله، تسویه و اسناد مربوطه مبادله می‌شود.» فعالیت های مرتبط با تسویه و پایاپای انواع معاملات در بورس اوراق بهادارتهران و فرابورس در شرکت سپرده‌گذاری مرکزی صورت می پذیرد و حال حاضر وفق ماده (۱۶) دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای

1. Fairfield

«روز تسویه برای معاملات سهام، سه روز پس از انجام معامله (T+3) و برای معاملات اوراق مشارکت یک روز بعد از انجام معامله (T+1) خواهد بود» در فناوری بلاکچین ویژگی بلادرنگ بودن اما امکان کاهش زمان تسویه را فراهم می‌آورد و براین‌اساس امکان تسویه آنی فراهم خواهد داشت.

در یک بلاکچین عمومی غیرانحصاری، همه اعضا به داده‌های یکسانی دسترسی دارند و تمامی بروزرسانی‌ها خیلی سریع در تمامی بخش‌های بازار اعمال می‌شود، بنابراین فرآیند پردازش و تسویه تراکنش‌ها با بازدهی بالاتری انجام می‌گیرد و به محض آن که بروزرسانی جدید شبکه مورد توافق قرار بگیرد، تسویه تراکنش به صورت آنی صورت می‌پذیرد و مالکیت یک دارایی به فرد دیگر انتقال می‌یابد. این امر باعث می‌شود تا در فرآیند تسویه، نیازی به تاییدیه‌های پساتجارتی و مراکز تسویه متمرکز نداشته باشیم (در برخی اوقات نیز این عملیات کوتاه شده و در عرض چند دقیقه یا چند ثانیه انجام می‌گیرند). تمامی اعضای شبکه برای انجام عملیات تجاری از یک مجموعه داده پایه‌ای یکسان استفاده می‌کنند، از این رو می‌توان ادعا کرد که بلاکچین دامنه خطای داده‌ها را کاهش می‌دهد، اختلاف‌ها و تاخیرهای زمانی تسویه را به حداقل می‌رساند و فرآیندهای کاربر به کاربر را سرعت می‌بخشد(یوروکلیر[1]، ۲۰۱۶، ۷). چراکه زمانی که یک تراکنش تایید شده و وارد دفترکل می شود، توکن های مربوطه (نمایندگان دیجیتالی دارایی ها یا عناصر داده حساس) به صورت همزمان به کیف پول دیجیتالی مالک اصلی واریز می شوند (باتاچاریا[2]، ۲۰۱۸، ۱۵).

اثرگذاری بلاکچین در بازارسرمایه

استفاده از فناوری بلاکچین در بازار سرمایه می‌تواند ثمرات متعددی داشته باشد. ازجمله:

شفافیت

به دلیل اینکه بلاکچین بر شبکه‌های همتا به همتا و امضای دیجیتال متکی است، داده‌هایی که آن‌ها ذخیره می‌کنند شفاف و تغییرناپذیر است. اطلاعات نگه‌داری شده بر روی بلاکچین بنیادین بوده و فراداده‌ها و دیگر اطلاعات بافتی درباره تراکنش‌های بلاکچین در معرض عموم است. شفافیت

1. Euroclear
2. Bhattacharyya

بلاکچین به این معنا است که گروه‌ها می‌توانند بلاکچین را مرور کند و این مطلب را تایید کنند که آیا تراکنش به واقع رخ داده‌است یا خیر؟ چراکه داده‌های ذخیره شده بر روی بلاکچین در برابر تغییر مقاوم و ارتجاعی هستند. بلاکچین به ما این اطمینان را می‌دهد که اطلاعات یادشده تاکنون به شیوه‌ای فرصت طلبانه دچار تغییرنشده و در آینده نیز دچار تغییر نخواهد شد (دِ فیلیپی، ۲۰۱۸، ۸۳).

استفاده از فناوری بلاکچین عمومی غیرانحصاری سبب افزایش شفافیت در بازارسرمایه می‌شود. در بازارهای کنونی شخص ثالث که وظیفه «وساطت» و «نظارت» را توامان انجام می‌دهد، اصولا یک نهادحاکمیتی است و به معنای واقعی از استقلال برخوردار نیست. درچنین شرایط امکان بروز تخلفات افزایش پیدا می‌کند چراکه دسترسی‌ها محدود به افراد خاصی است. در بازارسرمایه دیجیتال اما ماهیت غیرمتمرکز بودن یکی از مزایایی است که شفافیت را ایجاد می‌کند چراکه نقش نظارتی برعهده همگان بوده و آن‌ها هستند که معاملات را رصد و تایید خواهند کرد. شفافیت اما تنها در سطح معاملاتی نخواهد بود. چراکه صورت‌های مالی شرکت‌ها نیز در بستر بلاکچین از ابهام خارج می‌شوند. همانند اتفاقی که بورس ایران در پی الزام شرکت‌ها به ارائه‌ی گزارشات ماهانه رخ‌داد و با افزایش نظارت همگانی، اعلام اعداد مبهم و بدون پشتوانه در قالب پیش‌بینی سود کاهش یافت و فرآیند عملکرد شرکت‌ها شفاف‌تر مورد بررسی قرار گرفت.

تضمین حقوق سهامداران

بلاک‌چین می‌تواند به هماهنگی بیشتر در اداره نمودن فعالیت‌های سازمانی و شرکتی منتهی شود و ضمن کاستن از هزینه‌های عملیاتی آن‌ها با بهبود مکانیسم کنترل درون سازمانی و افزایش شفافیت شرکت‌ها، حقوق سهامداران آن‌ها را نیز به نحو مطلوبی تامین کند. برای مثال پس از آن‌که سهام شرکتی در بورس بر روی بلاکچین ثبت شود، قراردادهای هوشمند به اطمینان نسبت به عدم انتشار میزان سهام بیشتر از مقدار مجاز، کمک نموده و به شناسایی اعضای شرکت در هرلحظه منتهی خواهد شد (دِ فیلیپی، ۲۰۱۸، ۱۸۷). بلاکچین همچنین با ظرفیت‌هایی چون «مجامع و رای‌گیری الکترونیکی» با افزایش شفافیت در شرکت‌ها، برخی از حقوق نابود شده سهامداران جزء چون «حق تصمیم‌گیری» بازستانده شده و به نحو مطلوب‌تری حقوق آن‌ها فراهم خواهد شد. کاربست این فناوری به نظر در «پرداخت سود» نیز راه‌گشا خواهد بود چراکه در بلاکچین دستورالعمل پرداخت به طور خودکار و براساس تعهدات محاسبه شده توسط قرارداد هوشمند، در زمان سررسید ایجاد و پرداخت خواهد شد و میزان تصمیمات سلیقه‌ای و مصائب

دریافت سود برای سهامداران نیز کاهش خواهد یافت. کاربرد بلاکچین در بهبود شرایط سهامداران تنها به این‌ها محدود نیست، از آن جایی که تمامی اعضا یا همان گره‌های شبکه دفترکل مشترکی را نگهداری می‌کنند، چنان‌که گذشت می‌توان چرخه تسویه در بازار خرید و فروش سهام توسط موسسات بزرگ را از T+3 به T+0 تبدیل کرد (باتاچاریا، ۲۰۱۸، ۱۳).

دموکراتیک سازی مالی

یکی از تاثیرگذارترین تغییرات بهبود فرآیند دسترسی است که گاه از آن به «دموکراتیک سازی مالی» تعبیر می‌شود و بر دو مولفه‌ی «زمان» و «مکان» استوار است. درحال حاضر بازارهای سرمایه ساعت‌های خاصی را برای انجام معاملات اختصاص می‌دهند و بنابر دلایل مختلفی ازجمله مسائل نظارتی، معاملات در زمان‌هایی متوقف می‌شود. در «بورس اوراق بهادار دیجیتالی» اما محدودیتی وجود نخواهد داشت و خدمات طی ۲۴ ساعت در هفت روز هفته و ۳۶۵ روز سال ارائه خواهد شد که موجب افزایش شدید دسترسی می‌شود و دیگر محدودیت‌های دست و پاگیر زمانی در آن وجود نخواهد داشت همچنان که موانع جغرافیایی دسترسی به بازار سرمایه به علت غیرمتمرکز بودن فناوری بلاکچین دیگر وجود نخواهد داشت و سرمایه‌گذاران می‌توانند وارد فرصت‌های مختلف سرمایه‌گذاری در سراسر جهان شوند[1] و این دموکراتیک سازی واقعی سیستم مالی جهانی خواهد بود(هوسین[2]، ۲۰۱۹). برداشته شدن محدودهای زمانی و مکانی همچنین موجب افزایش نقدینگی و تعمیق بازار سرمایه نیز خواهد شد. برای مثال دارایی‌های شخصی قابلیت تبدیل به «اوراق بهادار دیجیتالی» دارند. اوراق بهادار خصوصی بیشتر دارایی های غیر نقدی هستند. بازارسرمایه می‌تواند زمینه سازمان یافته‌ای برای اشخاص و مؤسساتی که در این زمینه فعالیت دارند را فراهم آورد.

کاهش هزینه‌ها و واسطه‌زدایی

بلاکچین یک راه برای عبور ما از بروکراسی‌های اداری است و از آن می‌توان در اموری چون «صدور گواهینامه موقت سهام، اوراق سهام و گواهینامه‌های حق تقدم خرید سهام شرکت (به جای چاپ کاغذی آنها)»، «ثبت نقل و انتقالات سهام و گواهینامه‌های حق تقدم خرید سهام شرکت (به جای ثبت آنها در دفاتر

---

۱. البته توجه شود که رعایت الزامات قانونی (همچون تاییدیه های شناخت مشتری و ضدپولشویی) و صدور مجوز ورود به این سرمایه‌گذاری‌ها از مقدمات است و این سهولت به معنی به مخاطره افتادن بازارها و سرمایه‌ها نیست.

2. Hussain

کاغذی)»، «پذیره‌نویسی و تعهد خرید سهام شرکت (به جای مراجعه به بانک و تکمیل اوراق مربوطه)»، «انتشار اعلامیه‌های پذیره‌نویسی و دعوتنامه‌های مجامع عمومی و اطلاعیه‌ها (به جای انتشار در روزنامه‌های کثیرالانتشار و جراید)»، «انتشار تصمیمات مجامع» و اموری از این قبیل استفاده کرد که چنین امری سبب کاهش هزینه‌ها شده و در نتیجه آن با کاهش دادن کارمزدهای مالیاتی می‌توان به جذابیت بازارسرمایه برای سرمایه‌گذاری افزود. افزون بر این می‌تواند بازارسرمایه را به یک بازار سبز از منظر محیط زیستی تبدیل کند چراکه در بستر بلاکچینی، اشخاص و نهادهای دولتی امکان ذخیره سازی اطلاعات معتبر را دارا هستند و همین موضوع باعث می‌شود که اطلاعات با وجود یک اتصال اینترنت، در دسترس همگان قرار گرفته و نهادهایی چون سازمان بورس دیگر نیازی به ثبت کاغذی اطلاعات نداشته و می‌توانند آن‌ها را به طور دیجیتالی و بر روی بلاکچین ذخیره کنند (دِ فیلیپی، ۲۰۱۸، ۸۳). به عبارت دیگر یکی از مهم‌ترین مزایای این سیستم‌ها این است که اگر به طور مناسب طراحی شوند، می‌توانند تراکنش‌های ابتدایی اقتصادی را به ازای هزینه‌ای پایین‌تر و با قابلیت اعتماد و سرعت بسیار بالاتر انجام دهند (دِ فیلیپی، ۲۰۱۸، ۹۷).

همچنین بلاکچین می‌تواند با واسطه‌زدایی و ساختاری ساده‌تر و سبک‌سازی سلسله مراتب نظارتی فرآیند معاملات را تسهیل نموده و نیاز به مداخله انسانی را کاهش داده و یا حتی به صفر رساند. ساختار سلسله مراتبی نظارت در بلاکچین با ساختار نظارتی کنونی تمایزاتی دارد. برای مثال در حال حاضر سفارش‌ها معاملاتی پس از ارسال به کارگزاری‌ها به هسته معاملاتی اصلی ارسال شده و پس از آن‌که اعتبارسنجی‌های مربوطه صورت پذیرفتند، معاملات به وقوع می‌پیوندند و سپس در بخش دوم نظارتی، معاملات صورت گرفته رصد می‌شوند و در صورت بروز تخلف ابطال می‌شوند. بلاکچین تحت ساختار سلسله مراتبی متفاوتی فعالیت می‌کنند. شبکه‌ای از رایانه‌ها از آن‌ها پشتیبانی می‌کنند که از طریق یک نرم افزار کنترل کننده به یکدیگر متصل می‌شوند. در سطح عمومی، هیچ گروه مجزایی بلاکچین را کنترل نمی‌کند و بلاکچین‌ها بر یک گروه متمرکز برای نگهداری یا اجرای عملیات متکی نیستند. این‌ها سبب می‌شود که بلاکچین ظرفیت پشتیبانی از خدمات جهانی بی واسطه را داشته باشد و گروه‌ها نیز می‌توانند به یک یا چند دلیل مستقیما وارد عمل شوند (دِ فیلیپی، ۲۰۱۸، ۷۶).

تجربه بهره‌مندی از بلاکچین در بازارهای سرمایه

بازارهای‌سرمایه در نقاط مختلف جهان به‌دنبال برای بهره جستن از فناوری بلاکچین با هدف بهره‌مندی از مزایای فناوری بلاکچین به منظور در کاهش هزینه‌ها و افزایش سرعت عملیات تسویه هستند. برای مثال، بورس لندن به شدت مشغول کاوش در مورد بلاکچین است. این نهاد

در سال ۲۰۱۵ یک کارگروه را تشکیل داده تا به تجزیه وتحلیل در مورد تکنولوژی بلاکچین پرداخته و راهکارهای استفاده از آن در فرایند تسویه معاملات و گزارش‌دهی به بازار اروپا را شناسایی کنند. بورس اوراق بهادار ژاپن نیز با همکاری «آی بی ام» پژوهش‌هایی را در زمینه بلاکچین انجام می‌دهد. هدف این پژوهش‌ها، یافتن شیوه ای برای به‌کارگیری بلاکچین در انجام تراکنش‌هایی با حجم اندک است. دو مرحله آزمایشی جداگانه با موفقیت به پایان رسیده و نتایج به دست آمده نشان داده اند که دفترکل دیجیتالی، پتانسیل ایجاد تحول در ساختار بازار سرمایه را دارد (باتاچاریا، ۲۰۱۸، ۸). در ایران نیز تلاش‌هایی در این خصوص صورت پذیرفته-است. مطابق با مصوبه ۲۴۹ جلسه هیات‌مدیره فرابورس ایران در اسفندماه سال ۹۷ «کمیته بلاک‌چین» تشکیل شد. با هدف بررسی فرصت‌ها، تهدیدها و مزایا و معایب این تکنولوژی تشکیل شد. کمیته گفته شده متشکل است از مدیرعامل فرابورس ایران، مدیرعامل شرکت مدیریت فناوری بورس تهران، نمایندگان شرکت‌های تامین سرمایه، معاونان و مدیران فرابورس از حوزه‌های بازار، توسعه تکنولوژی، امنیت، حقوقی، بین‌الملل، مطالعات راهبردی و مشاوران شرکت که با مشورت استادان دانشگاهی نقش‌آفرینی می‌کنند. برهمین‌اساس و در راستای بررسی و بهره‌مندی از تجارب بازارهای‌سرمایه مختلف در استفاده از فناوری بلاکچین، در زیر برخی از پروژه‌های مطرح شده در این زمینه مورد تامل قرار می‌گیرد.

آلمان (پروژه‌ی Block BASTER)

«بانک مرکزی آلمان» و «دویچه بورزه» به‌طور مشترک پروژه تحقیقاتی فناوری تسویه مبتنی بر زنجیره بلوکی را در سال ۲۰۱۶ به‌منظور بهبود خدمات پشتیبانی و پیشرفت زمینه‌های مالی و فناوری‌های نوین شروع کردند. هدف از اجرای این پروژه مشترک که به تنهایی با اهداف پژوهشی و نه ایجاد یک سیستم عملیاتی اجرا شد، شامل «درک عملکرد زنجیره بلوکی و فناوری‌های مرتبط به آن»، «ارزیابی امنیت و میزان قابل اطمینان بودن تراکنش‌های مبتنی بر زنجیره بلوکی»، «بهبود درک هزینه‌های احتمالی تراکنش‌های مربوط به تسویه مبتنی بر زنجیره بلوکی»، «تحلیل راندمان و کارایی فرآیندهای مبتنی بر زنجیره بلوکی» و «ارزیابی میزان کارایی زنجیره بلوکی برای مبادلات مالی» بود. در نهایت، از نتایج به‌دست آمده در این پروژه چنین برداشت شد که راه‌حل‌های مبتنی برزنجیره بلوکی یا فناوری دفتر کل توزیع شده که در صنعت مالی ارائه می‌شود از نظر مقیاس‌پذیری به طرز چشمگیری بهبود یافته است. از طرف دیگر، در این پروژه از دو پشته فناوری یعنی هایپرلجر فابریک (نسخه ۱٫۰) و پلتفرم دارایی

دیجیتال بهره گرفته شده، از آنجایی‌که الزامات عملکردی مدنظر این طرح برآورده نشده‌اند، بنابراین می‌توان از این بخش به عنوان کاندیدای احتمالی برای ساخت سیستم‌های مولدتر یاد کرد (گزارش بلاک باستر[1]، ۲۰۱۸، ۱۶).

ژاپن

بورس ژاپن پژوهش‌هایی را در زمینه بکارگیری فناوری بلاکچین در بازار سرمایه آغاز کرده است که هدف آن یافتن شیوه‌هایی برای استفاده از بلاکچین در انجام تراکنش‌هایی با حجم اندک است. ژاپن که یکی از نمونه‌های موفق استفاده از بلاکچین در بازارسرمایه است به نظر می‌رسد تنها بورسی باشد که در زمینه استفاده از فناوری بلاکچین در هر سه مرحله پیش از معامله، معامله و پس از معامله فعال است و کنسرسیومی متشکل از ۳۳ نهاد مالی ژاپنی، دو سازمان و شرکت‌های فناوری اطلاعات وظیفه دارند امکان به‌کارگیری فناوری دفتر کل توزیع شده (DLT) و بلاکچین در زیرساخت‌های بازارسرمایه را بررسی کنند.

از آنجایی‌که درحال‌حاضر قوانین و رویه‌های انطباق معامله (تطبیق سفارش خرید و فروش) مانند روش‌های محاسبه (به عنوان مثال قیمت واحد، مبلغ تسویه، کمیسیون)، ابزار اطلاع‌رسانی و کدهای مختلف استانداردسازی نشده‌اند، «فناوری دفترکل توزیع شده» می‌تواند یک راه‌حل خوب برای دستیابی به بهینه‌سازی فرآیندهای انطباق معامله باشد. در یکی از طرح‌های پژوهشی که در این زمینه انجام شده JPX تلاش کرده‌است تا بخشی از عملکردهای سیستم‌های کنونی مربوط به ارائه‌دهندگان خدمات (SP) را که بیشتر توسط مؤسسات مالی استفاده می‌شود، به عملکردهای مشترک و قراردادهای هوشمند در «فناوری دفترکل توزیع شده» منتقل کند تا کارایی بهبود یابد. همچنین در مورد فرآیندهای بهینه‌سازی ممکن و سازماندهی و راه‌اندازی آن‌ها، قابلیت اجرایی «فناوری دفترکل توزیع شده« و زمینه‌سازی برای نوآوری‌های آینده بحث شده‌است. در نهایت، برای بهره‌گیری از «فناوری دفترکل توزیع‌شده» علاوه‌بر فناوری، ایجاد اجماع بین شرکت‌های صنعتی، ارائه‌دهندگان سیستم و مؤسسات مرکزی بسیار دارای اهمیت است. در نهایت مشاهده شد که چندین الگوی قابل تصور برای دستیابی به چنین موفقیتی وجود دارد و کسب دانش عمیق‌تر از «فناوری دفترکل توزیع‌شده» با توجه به این‌که این فناوری هنوز در مرحله توسعه قرار دارد، ضروری به نظر می‌رسد. به‌علاوه، با افزایش کارکردهای مربوط به

1. Blockbaster Report

زیرساخت «فناوری دفترکل توزیع شده»، می‌توان حوزه بکارگیری این فناوری را فراتر از انطباق معامله (به‌عنوان مثال به تسویه اوراق بهادار یا حوزه داده) گسترش داد (صفائی، ۱۳۹۸، ۴).

استرالیا

بورس استرالیا در سال ۲۰۱۵ ارزیابیهای گسترده در خصوص جایگزینی سیستم الکترونیکی قدیمی سپرده‌گذاری انجام داد و در سال ۲۰۱۷ به‌منظور بررسی و پیاده‌سازی سیستم‌های تسویه اوراق بهادار بر پایه فناوری بلاکچین یک استارت‌آپ بلاکچینی آمریکایی[1] را انتخاب کرد و در اواخر همان سال در بیانیه‌ای اعلام نمود که به منظور «معاملات سریع‌تر، بهبود امنیت و کاهش هزینه‌ها» سیستم مبتنی بر فناوری بلاکچین جایگزین سیستم الکترونیکی سپرده‌گذاری موجود خواهدشد(باتاچاریا، ۲۰۱۸، ۹). سرانجام در ماه می ۲۰۱۹ نخستین کد برای اپلیکیشن جایگزین بر پایه فناوری بلاکچین را منتشر شد و در سال ۲۰۲۰ با انتخاب شرکای جدید، برنامه استفاده از بلاک‌چین در سامانه‌های« ثبت، تسویه و ترخیص کالا از گمرک» شروع شد.

آمریکا

بورس نزدک[2] از سال ۲۰۱۳ به‌دنبال نوآوری‌های جدیدی در انجام معاملات اوراق بهادار بوده‌است و سرانجام در سال ۲۰۱۵ موفق به ثبت و ضبط تراکنش‌های مالی با استفاده از فناوری بلاکچین شد و نزدک اعلام نمود که تکنولوژی دفترکل بلاکچینی «Linq» را به‌کار گرفته‌است. در آن زمان برای نخستین بار از لینک برای اجرا و رکورد تراکنش‌های خصوصی اوراق بهادار «Chain.com» استفاده شد. در می سال ۲۰۱۷ نیز نزدک با همکاری «شرکت خدمات مالی»[3] یک روش پرداخت جدید را معرفی کرد که امکان پردازش مستقیم پرداخت‌ها را فراهم می‌کند و از طریق یک دفترکل توزیع شده که دستورالعمل‌های پرداخت را ضبط و منتقل می‌کند، فرآیند مغایرت‌گیری را به صورت خودکار انجام می‌دهد. این همکاری تراکنش‌های پرداخت در بین طرفین معامله را تسهیل می‌کند و بدین ترتیب به کسب وکارهایی مانند بازار خصوصی نزدک کمک می‌کند تا چالش‌های مرتبط با نقدینگی در اوراق بهادار خصوصی را از میان بردارند (باتاچاریا، ۲۰۱۸، ۹). بورس نزدک همچنین، از فن آوری بلاکچین برای توسعه پلتفرمی

1. Digital Asset Holdings
2. NASDAQ
3. Citi Treasury and Trade Solutions

برای رأی‌گیری سهامداران استفاده کرده‌است که منجربه کاهش هزینه‌ها وپیچیدگی‌های مرتبط با رأی‌گیری سهامداران در مجامع شده‌است.

سوئیس

در اوایل سال ۲۰۱۹ میلادی، بزرگ‌ترین بورس اوراق بهادار سوئیس[1] اعلام کرد که قرار است در نیمه دوم سال جاری نحوه استفاده از تکنولوژی بلاک‌چین در پلتفرم مبادله‌ی دیجیتال SDXرا مورد ارزیابی قرار دهد. همچنین مدیرعامل بورس اوراق بهادار سوئیس با استقبال از کاهش زمان معاملات در فناوری بلاکچین اعلام داشت که «واقعیت این است که برای یک خریدار سهام ۲ روز زمان لازم است که به عنوان مالک آن معرفی شود. معامله تنها در کسری از ثانیه انجام می‌شود، اما پس از آن پرداخت‌های مورد نیاز باید یکی یکی انجام شده و عناوین نیز منتقل شوند. در صورتی که ما از تکنولوژی بلاک‌چین استفاده کنیم، تمام این مراحل در کمتر از چند ثانیه به پایان خواهد رسید. این امر باعث خواهد شد که بازار به سطح بالاتری از کارآمدی برسد، بلکه در عین حال خطرات سیستم را نیز کاهش پیدا خواهد کرد». وی همچنین بر این باور بود که تجارت سهام کاملا دیجیتال و مبتنی بر تکنولوژی بلاکچین نه تنها می‌تواند باعث کاهش خطرات فعلی شود، بلکه عنوانهای قابل معامله را گسترش می‌دهد و نشان دهنده این جاه‌طلبی خواهد بود که بازار بورس SIX می‌تواند در ساخت «یک بازار بورس کاملا جدید مبتنی بر بلاکچین که می‌تواند مراحل مختلف تجارت از جمله مبادله، رسیدگی و صندوق‌های نگهداری دارایی‌های دیجیتال را برعهده بگیرد»، موفق باشد (هوایلت[2]، ۲۰۱۹).

سنگاپور

بورس اوراق بهادار سنگاپور به تازگی مشارکت خود را با بانک مرکزی این کشور برای توسعه یک پلتفرم بلاک‌چینی برای حل و فصل قراردادهای اوراق بهادار شروع کرده‌است و طی آن قرار است میزان ظرفیت تحویل در مقابل پرداخت[3] با استفاده از فرایندهای اتوماسیون مبتنی بر قراردادهای هوشمند بلاکچین بهبود یابد. این پروژه بر روی بلاکچین توسعه داده شده توسط تلاش‌های بانک

---

1. SIX Swiss Exchange
2. Huillet
3. Delivery versus Payment

یک روش حل و فصل صنعت اوراق بهادار است که در آن پرداخت وجه خریدار برای اوراق بهادار، تنها در زمان دریافت صورت می‌گیرد. تحویل در مقابل پرداخت یک سیستم حل و فصل است که از قبل تعین می کند پرداخت نقدی باید قبل یا همزمان با تحویل اوراق انجام شود.

مرکزی فعالیت خواهد کرد و با استفاده از آن سعی دارد تا دلار سنگاپور را به شکل یک ارز دیجیتال، توکنیزه کند. این فرایند بخشی از پروژه‌ی ابتکاری «Project Ubin» است. در نهایت این تلاش‌ها با هدف توسعه‌ی یک مکانیسم DvP است که موسسات و نهادهای مختلف را قادر می‌سازد تا در حالی که خطرات مرتبط با مبادله‌ی اوراق بهادار را از بین می‌برند و بهره‌وری عملیاتی را بهبود می‌بخشند، معاملات و داد و ستد اوراق بهاداری که به صورت توکنیزه و دیجیتالی است را در سراسر پلتفرم‌های بلاکچین مختلف بدون هیچ مشکلی انجام دهند (داس[1]، ۲۰۱۸).

ترکیه

بورس اوراق بهادار دولتی ترکیه[2] به دنبال توسعه پلتفرم بلاکچینی، به‌منظور ذخیره‌سازی مشخصات مشتریان جدید و اسناد به اشتراک گذاری شده در یک شبکه غیر متمرکز است. در این پلتفرم اطلاعات مشتریان در تعدادی مراکز دولتی چون «بورس استانبول»، «سپرده‌گذاری ملی» و «ستاد حل اختلاف و شفافیت» همسان‌سازی خواهد شد. همچنین مدیریت اسناد و ویرایش اطلاعات مشتریان در شبکهی بلاکچین تسهیل خواهد شد و با این روش از ورود اطلاعات اشتباه به پایگاه داده‌ها جلوگیری می‌شود (داس، ۲۰۱۸).

نتیجه‌گیری

در قوانین و مقررات کشور، دستگاه‌ها مکلف شده‌اند که همه خدمات خود را احصا و شناسایی کنند، خدمات قابل الکترونیکی شدن را مشخص و برخی پروژه‌های دولت الکترونیک دارای اولویت را بر اساس ضوابط فنی و اجرایی توسعه دولت الکترونیک به شیوه «ضابطه‌مند» اجرایی کنند. ماده (۶۸) قانون برنامه ششم مشتمل بر ۱۰ بند به‌طور خاص در حوزه کاربردهای فناوری اطلاعات و ارتباطات به مواردی پرداخته است که به توسعه دولت الکترونیک و هرچه بیشتر الکترونیکی شدن فرایندهای سنتی کمک می‌کند که یکی از آن‌ها در خصوص «بازارسرمایه» است و در این مقاله کاربست «فناوری بلاکچین» در این خصوص توصیه شد چراکه بلاکچین‌ها عموما دارای خصلت‌های متعددی ازجمله «تغییرناپذیری اطلاعات (تغییر یا حذف اطلاعات به طور استثنایی دشوار می‌شود)؛ جهان‌شمولی (به دلیل ماهیت غیرمتمرکز)؛

1. Das
2. Borsa Istanbul

نیمه‌ناشناسی کاربران و مکانیسم اجماع محوری» هستند که می‌توانند در جهت ایجاد یک بانک اطلاعاتی و ساختار برای احراز هویت مشتریان (از طریق یک گواهی رمزنگاری شده که در یک دفتر کل غیرمتمرکز نگهداری می‌شود)؛ و یا برگزاری مجامع الکترونیکی و رای گیری الکترونیکی (که ماحصل آن افزایش مشارکت سهامداران و شفافیت شرکت خواهد بود) و همچنین در راستای تسویه آنی اوراق بهادار به کار گرفته شود و شفافیت (به علت تغییرناپذیر بودن و در دسترس عموم بودن اطلاعات در هر لحظه)؛ محافظت از حقوق سهامداران (به دلیل شفافیت و افزایش تعامل سهامداران در مجامع و تصمیمات)؛ دموکراتیک سازی مالی (به علت پراکنده بودن در مرزهای جغرافیایی در تمام ساعات روز و هفته که سبب تعمیق بازار نیز می-شود)؛ و کاهش هزینه‌ها (به علت اصلاح فرآیند اداری، هزینه‌های جانبی و واسطه‌زدایی) را به ارمغان خواهد آورد هرچند در این راه با مصائب و چالش‌هایی درخصوص تامین امنیت، حفاظت از حریم خصوصی و مقیاس پذیری نیز مواجه شده است و همانند هر فناوری جوان دیگری در حال رفع آن‌ها و بهبود عملکرد خود است.

منابع

صفائی، مریم؛ شیبانی‌فر، سوده. (۱۳۹۸)، کاربرد فناوری دفترکل توزیع‌شده در انطباق معاملات در بازار سرمایه ژاپن، اداره مطالعات راهبردی سازمان فرابورس ایران.

Bhattacharyya, Dyuti Bhushan (2018). “How Blockchain is Transforming Capital Market” Larsen & Toubro Infotech

binance Academy (2019). “Blockchain Use Cases: Digital Identity” https://www.binance.vision/blockchain/blockchain-use-cases-digital-identity

Binance Academy (2019). “What Makes a Blockchain Secure?” https://www.binance.vision/blockchain/what-makes-a-blockchain-secure

Bit, Daily (2018). “9 Types of Consensus Mechanisms That you didn’t know about”https://medium.com/the-daily-bit/9-types-of-consensus-mechanisms-that-you-didnt-know-about-49ec365179da

Das, Samburaj (2018). “Singapore Stock Exchange Turns to Blockchain for Rapid Settlements” https://www.ccn.com/singapore-stock-exchange-turns-to-blockchain-for-rapid-settlements

Das, Samburaj (2018). “Turkey’s National Stock Exchange Builds Blockchain Database Platform” https://www.ccn.com/turkeys-national-stock-exchange-builds-blockchain-database-platform/

De Filippi, Primavera & Wright, Aaron, (2018). “Blockchain and the Law: The Rule of Code” Harvard University Press

Deutsche Bundesbank & Deutsche Bores AG (2018). “Blockbaster Report” final report

Euroclear & Oliver Wyman, (2016). “Blockchain in Capital Markets the Prize and the Journey” https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2016/feb/BlockChain-In-Capital-Markets.pdf

Fairfield, J. (2014),"Smart Contracts, Bitcoin Bots, and Consumer Protection" 71Washington & Lee Law Review Online Edition

Huillet, Marie (2019). “Major Swiss Stock Exchange SIX to Launch New Blockchain-Powered Digital Exchange” https://cointelegraph.com/news/major-swiss-stock-exchange-six-to-launch-new-blockchain-powered-digital-exchange

Hussain, S. (2019). “3 Ways Blockchain Will Transform Capital Markets” https://www.nasdaq.com/articles/3-ways-blockchain-will-transform-capital-markets-2019-04-09

Laurence, Tiana (2018). “The Structure of Blockchains” https://www.dummies.com/personal-finance/the-structure-of-blockchains/

Massessi, Demiro (2018). “Public Vs Private Blockchain In A Nutshell” https://medium.com/coinmonks/public-vs-private-blockchain-in-a-nutshell-c9fe284fa39f

McKinsey & Company, (2016). “Blockchain in insurance – opportunity or threat?” https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/blockchain-in-insurance-opportunity-or-threat

Morabito, Vincenzo (2017). “Business Innovation through Blockchain” Springer

Narayanan & Bonneau & Miller & Goldfeder (2016). “Bitcoin and Cryptocurrency Technologies” Princeton University Press

S. King and S. Nadal, (2012), Ppcoin: Peer-to-peer crypto-currency with proof of-stake", SelfPublished Paper, August, vol. 19

Vidrih, Marko (2018). "What is a bloch in the blockchain?" https://medium.com/datadriveninvestor/what-is-a-block-in-the-blockchain-c7a420270373

Walker, Gareth (2018). "Is KYC using block chain the answer for banks" https://www.refinitiv.com/perspectives/regulation-risk-compliance/kyc-using-blockchain-answer-banks

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 225-244

Auditor's Features and Opinion Shopping[1]

Kabir Saber Mobasser[2], Mohammadreza Vatanparast[3], Keyhan Azadi[4], Mehdi Meshki Miavaghi[5]

Received: 2020/03/24
Accepted: 2020/08/22

Research Paper

Abstract

The purpose of this study was to investigate the relationship between the auditor's features and the opinion shopping in companies admitted to Tehran Stock Exchange (TSE). In this research, auditor's switch, audit fees, abnormal audit fees, auditor's tenure, auditor's specialty and auditor's reputation are examined as auditor's features, and their relationship with the opinion shopping has been tested. The statistical population of the study was the companies listed in the Tehran Stock Exchange. With systematic elimination, 120 companies were selected as the statistical sample. According to the tests and analyzes used by the logistic regression model to test the effect of independent variables on opinion shopping, during the years 1380 to 1395 at 95% confidence level, the results showed that there is a positive and significant relationship between the auditor's switch and the opinion shopping, and there is a negative and significant relationship between auditor's reputation and the opinion shopping, and there was no significant relationship between the other independent variables and the opinion shopping.

Kew Words: Opinion Shopping, Auditor's Switch, Abnormal Audit Fees, Auditor's Specialty and Auditor's Reputation.

JEL Classification: M42

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11242.1454

2. Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. (Kabirsaber@gmail.com).
3. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Accounting and Management, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. (Corresponding Author). (Vatanparast@iaurasht.ac.ir).
4. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Accounting and Management, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. (KA.cpa2002@yahoo.com).
5. Associate Professor, Department of Finance, Payame Noor University, Rasht, Iran. (Mhd.meshki@yahoo.com).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۶، زمستان ۱۴۰۰، صص ۲۴۴-۲۲۵

ویژگی‌های حسابرس و خرید اظهارنظر حسابرسی [۱]

کبیر صابر مبصّر [۲]، محمدرضا وطن پرست [۳]، کیهان آزادی [۴]، مهدی مشکی میاوقی [۵]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۱/۰۵
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۶/۰۱

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه میان ویژگی‌های حسابرس و خرید اظهارنظر حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش، تغییر حسابرس، حق‌الزحمه حسابرسی، حق الزحمه غیرعادی حسابرسی، مدت تصدی حسابرس، تخصص حسابرس و شهرت حسابرس به عنوان ویژگی های حسابرس مورد بررسی قرار گرفته‌اند و ارتباط آنها با خرید اظهارنظر حسابرسی، آزمون شده است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که با روش غربالگری تعداد ۱۲۰ شرکت به عنوان جامعه آماری تعیین شد. با توجه به آزمون‌ها و تحلیل‌هایی که با مدل رگرسیونی لجستیک به منظور آزمون تاثیر متغیرهای مستقل بر خرید اظهارنظر حسابرسی، در فاصله زمانی سال های ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۵ در سطح اطمینان ۹۵ درصد به عمل آمد. نتایج نشان داد که بین تغییر حسابرس و خرید اظهارنظر حسابرسی رابطه مثبت و معنی دار و بین شهرت حسابرس و خرید اظهارنظر حسابرسی رابطه منفی و معنی‌دار برقرار است و بین سایر متغیرهای مستقل و خرید اظهارنظر حسابرسی رابطه معنی‌داری مشاهده نشد.

واژه های کلیدی: خرید اظهارنظر حسابرسی، تغییر حسابرس، حق‌الزحمه غیرعادی حسابرسی، تخصص حسابرس و شهرت حسابرس.

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2020.11242.1454

۲. گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. (Kabirsaber@gmail.com)

۳. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. (نویسنده مسئول). (Vatanparast@iaurasht.ac.ir).

۴. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. (KA.cpa2002@yahoo.com)

۵. دانشیار، گروه مالی، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (Mhd.meshki@yahoo.com).

مقدمه

به طور کلی به موجب تئوری نمایندگی، تضادهای بالقوه‌ای میان مدیریت و مالکیت وجود دارد. برای کاهش تعارض‌های ناشی از شکاف میان جریان مالکیت و تصمیم‌گیری، حسابرسی نقشی حیاتی ایفا می‌کند(واتس و زامرمن[1]، ۱۹۸۶). از پیامدهای مهم حسابرسی، افزایش کیفیت گزارش‌های مالی، افزایش قابلیت اتکاء و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است. از طرفی نقش حسابرس به عنوان تصدیق کننده صورت‌های مالی، نمود قابل ملاحظه‌ای در بازارهای سرمایه داشته به نحوی که محتوای اطلاعاتی ناشی از خدمات حسابرسان بارها مورد تاکید قرار گرفته است. قانون‌گذاران و اعضای حرفه حسابرسی برای ارائه خدمات مطلوب اقدام به تدوین استاندارد ها و آئین رفتار حرفه ای نموده‌اند تا سبب ارتقاء کیفیت خدمات حرفه‌ای باشند، اما میزان رعایت این استانداردها و آئین رفتار حرفه‌ای علی‌الخصوص استقلال حسابرس مورد ظن استفاده کنندگان از گزارش‌های حسابرسان بوده است. سنگ بنای حرفه حسابرسی را استقلال حسابرسان شکل می‌دهد، اما همواره با توجه به این موضوع که حسابرسان طرف قراردادهای خدماتی با صاحبکاران اند و بخش عمده‌ای از منافع اقتصادی حسابرسان در گرو حفظ صاحبکاران است، این تردید بالقوه برقرار است که امکان مصالحه حسابرسان با صاحبکاران وجود دارد. وظیفه حسابرس حرکت در راستای منافع سرمایه‌گذاران است اما آنچه همگان درباره آن اجماع نظر دارند، این است که حسابرس با انعقاد قرارداد حسابرسی، اقدام به انعقاد یک قرارداد اجتماعی کرده است و باید وظیفه خود را به نحوی انجام دهد که کل جامعه بتوانند از آن خدمات بهره‌مند شوند. در مقابل شرکت‌های تحت حسابرسی همواره تمایل به دریافت اظهارنظرهای حسابرسی مطلوب دارند زیرا دریافت سایر اظهارنظرها می‌تواند پیامدهای نامطلوبی از قبیل کاهش ارزش سهام شرکت، کاهش مزایای مدیران شرکت همچون پاداش و حفظ سمت، افزایش هزینه سرمایه و ... را به همراه داشته باشد. بنابراین این فرض بالقوه برقرار است که مدیران شرکت‌ها جهت کسب اظهارنظرهای مطلوب، اقداماتی از جمله فشار بر موسسات حسابرسی و خرید اظهارنظر[2] به عمل آورند. خرید اظهارنظر زمانی اتفاق می افتد که یک شرکت نظر حسابرسی‌ای مطلوب‌تر از آن چیزی که کیفیت اطلاعات مالی شرکت اش آن را توجیه می‌کند، به دست آورد (رویز-باربادیلو[3] و همکاران، ۲۰۰۶). در صورت وجود چنین

1. Watts & Zimmerman
2. Opinion Shopping
3. Ruiz-Barbadillo

رفتاری، این موضوع منجر به درجه بالائی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران خواهد شد و اثرات حمایتی حسابرسی از سرمایه‌گذاران، تضعیف می‌شود (ژی[1] و همکاران، ۲۰۱۰). بنابراین در این پژوهش پس از بیان مبانی نظری و پیشینه پژوهش و ارائه مدل مربوطه و انجام روش‌های آماری و تحلیلی به سوال اصلی این پژوهش مبنی بر اینکه آیا ویژگی های حسابرس شامل تغییر حسابرس، حق الزحمه حسابرس، حق الزحمه غیرعادی حسابرس، مدت تصدی حسابرس، تخصص حسابرس و شهرت حسابرس با خرید اظهارنظر حسابرسی رابطه دارد یا خیر پاسخ داده می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

خرید اظهارنظر توسط صاحبکار اشاره به جستجو برای یافتن حسابرسی است که مایل به حمایت از یک روش حسابداری پیشنهادی طراحی شده برای کمک به صاحبکار در رسیدن به اهداف گزارشگری خود باشد، حتی اگر این رفتار ممکن باشد گزارش‌های قابل اطمینان را خراب (مختل یا خنثی) کند (کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا[2]، ۱۹۸۸).

خرید اظهارنظر، به معنی تغییر حسابرس از سوی صاحبکار به منظور دریافت اظهارنظر بهبود یافته حسابرسی از حسابرس جدید است. اگر حسابرس جدید، اظهارنظر حسابرسی را مطابق میل صاحبکار تنظیم کند، به این پدیده فروش اظهارنظر از سوی حسابرس یا خرید اظهارنظر از سوی مدیریت واحد تجاری می‌گویند (چن[3] و همکاران، ۲۰۱۶).

پیشنه خارجی

تغییر حسابرس و خرید اظهارنظر حسابرسی

طبق مبانی نظری موجود، پژوهش های اولیه در خصوص خرید اظهارنظر حسابرس، بررسی کرده‌اند که آیا مدیران شرکت‌ها به دلیل نبود توافق با حسابرس و دریافت اظهارنظر تعدیل شده و به منظور دریافت گزارش‌های حسابرسی مطلوب اقدام به تغییر حسابرس می‌کنند یا خیر؟ چو و رایس[4] (۱۹۸۲) و اسمیت[5] (۱۹۸۶) بر این باورند که نوع اظهارنظر حسابرس قبل و بعد از تغییر

1. Xie
2. SEC
3. Chen
4. Chow & Rice
5. Smith

رابطه معنی‌داری با هم ندارد و عملا شواهدی برای وجود چنین رفتار فرصت طلبانه‌ای ملاحظه نکردند و پژوهش‌های آن‌ها نشان داد که تعویض حسابرس سبب بهبود اظهارنظر حسابرس نمی‌شود.

کریشنان و استفنز[1] (۱۹۹۵) در پژوهشی با عنوان - شواهد خرید اظهارنظر از محافظه‌کاری اظهارنظر حسابرسی - طی سال‌های ۱۹۸۶ تا ۱۹۸۸ در آمریکا به بررسی رابطه بین تغییر حسابرس مستقل و اظهارنظرهای حسابرسی قبل و بعد از تغییر حسابرس پرداختند. یافته های آن‌ها تفاوت با اهمیتی در رفتار حسابرسان قبل و بعد از تغییر، با صاحبکارانی که اقدام به تغییر حسابرس کرده‌اند نسبت به رفتار حسابرسان با صاحبکارانی که تغییر حسابرس نداشته اند، نیافت و اظهار داشتند که خرید اظهارنظر وجود نداشته است و تغییر حسابرسان، انگیزه‌ای برای خرید اظهارنظر نبوده است.

لینوکس[2] (۲۰۰۰) در پژوهشی با عنوان - آیا شرکت‌ها در خرید اظهارنظر موفق هستند؟- طی سال‌های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۴ در انگلستان با ارائه مدلی اقدام به پیش بینی اظهارنظرهای حسابرسی برای هر دو نوع شرکت‌ها (چه شرکت‌هایی که تغییر حسابرس داشته اند و چه شرکت‌هایی که حسابرس‌شان را تغییر نداده‌اند) کرد. نتایج پژوهش وی نشان داد که نخست تغییر حسابرسان اغلب پس از دریافت اظهارنظرهای تعدیل شده توسط شرکت‌ها اتفاق افتاده است و دوم اینکه تغییر حسابرسان، احتمال تغییر در اظهارنظر حسابرسی را افزایش داده است. او نشان داد که فراوانی اظهارنظرهای تعدیل شده در شرکت‌هایی که تغییر حسابرس داشته اند نسبت به شرکت‌هایی که تغییر حسابرس نداشته‌اند، کمتر بوده است و براساس این شواهد نتیجه گرفت که شرکت‌ها در خرید اظهارنظر موفق بوده‌اند و عامل اصلی تغییر حسابرسان را خرید اظهارنظر حسابرسی دانسته است. گن و یانگ[3] (۲۰۰۱)، لی[4] و همکاران (۲۰۰۱) و لو و تانگ[5] (۲۰۰۳) نیز نتایج مشابهی گرفته‌اند.

لینوکس (۲۰۰۰) در پژوهشی با عنوان - اظهارنظرهای مربوط به تداوم فعالیت در شرکت‌های ورشکسته: وابستگی حسابرس و خرید اظهارنظر- طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۹ در انگلستان بررسی کرد که آیا اظهارنظرهای حسابرسی در شرکت‌های ورشکسته تحت تاثیر

1. Krishnan & Stephens
2. Lennox
3. Gen & Yang
4. Li
5. Lu & Tong

وابستگی حسابرس و خرید اظهارنظر است یا خیر؟ او اظهارنظرهای حسابرسی را متاثر از وابستگی حسابرس ندانست. اما اظهار داشت که شرکت‌ها بطور استراتژیک حسابرسانی را بکارگیری می‌کنند که احتمال کمتری در خصوص انتشار اظهارنظرهای حاوی مشکلات مربوط به تداوم فعالیت داشته باشند و اظهار داشت که شرکت‌های ورشکسته در خرید اظهارنظر موفق بوده‌اند.

لی و وو[1] (۲۰۰۲) و وو و تان[2] (۲۰۰۵) و وانگ[3] (۲۰۰۶) بهبودی در اظهارنظر حسابرس پس از تغییر حسابرس را ملاحظه نکردند. به عنوان نمونه وانگ (۲۰۰۶) دریافت که اجتناب از زیان رابطه با اهمیت و مثبتی با فراوانی تغییر حسابرس دارد اما شرکت‌هایی که با اظهارنظر تعدیل شده در سال قبل و با تغییر حسابرس در سال جاری مواجه شده‌اند، نتوانسته‌اند موفق به خرید اظهارنظر حسابرس شوند.

لو[4] (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان - آیا خرید اظهارنظر، استقلال حسابرس و کیفیت حسابرسی را تضعیف می‌کند؟- به بررسی این موضوع پرداخته است که چگونه شرکت‌ها با استفاده از تهدید حسابرسان به اخراج و برانگیختن حسابرسان به فروش اظهارنظر، استقلال حسابرسان و کیفیت حسابرسی را تحت تاثیر قرار می‌دهند. نتایج وی حاکی از آن بود که نه حسابرسان قبلی و نه حسابرسان جانشین، استقلال خود را به واسطه تهدید به اخراج، مصالحه نمی‌کنند و فروش اظهارنظر انجام نمی‌دهند. علاوه بر این کیفیت حسابرسی حسابرسان جانشین، بیش از کیفیت حسابرسی، حسابرسان قبلی بوده است و واکنش بازار های سرمایه و واکنش حسابرسان جانشین به تعویض حسابرس سبب کاهش منافع شرکت‌ها از خرید اظهارنظر می‌شود.

استانیسیک[5] و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان - رابطه بین تغییر حسابرس و خرید اظهارنظر - به بررسی رابطه بین این دو متغیر طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳ در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس صربستان پرداختند و نتیجه گرفتند که تغییر حسابرس با افزایش احتمال بهبود در نوع اظهارنظر حسابرسی مرتبط بوده و خرید اظهارنظر اتفاق افتاده است.

چوی[6] و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان - خرید اظهارنظر جهت جلوگیری از اظهارنظر حسابرسی در خصوص تداوم فعالیت و کیفیت حسابرسی - با استفاده از داده های

---

1. Li & Wu
2. Wu & Tan
3. Wang
4. Lu
5. Stanisic
6. Choi

۱۱۶۲۸ شرکت دارای بحران مالی در کره جنوبی طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۲ و با به کارگیری مدل لینوکس (۲۰۰۰) یافتند که شرکت‌های دارای بحران در خرید اظهارنظر حسابرسان در خصوص عدم گزارش مشکلات مربوط به تداوم فعالیت موفق بوده‌اند.

حق الزحمه غیر عادی حسابرسی و خرید اظهارنظر حسابرسی

وو و تان (۲۰۰۵) و چن و همکاران (۲۰۰۵) اظهار داشتند که کشف رفتارهای خرید اظهارنظر حسابرس به وسیله بررسی ارتباط بین تغییر حسابرس و بهبود اظهارنظر حسابرسی صحیح نیست زیرا مدیریت می‌تواند به جای تغییر حسابرسان به وسیله حسابرسان فعلی، خرید اظهارنظر انجام دهد به ویژه هنگامی که تغییر حسابرس، تحت نظارت شدید قانونی باشد.

لی و وو (۲۰۰۴) دریافتند که حق‌الزحمه حسابرسی پس از تغییر حسابرسان، بیشتر از زمانی است که حسابرسان داوطلبانه تغییر کنند. همچنین چن و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که بدون وجود تغییر حسابرس، همبستگی مثبتی بین حق‌الزحمه حسابرسی غیرعادی و بهبود در گزارش حسابرس وجود دارد. آن‌ها اظهار داشتند که صاحبکاران می‌توانند بدون تغییر حسابرس و از طریق حق‌الزحمه اقدام به مصالحه با حسابرس برای دریافت گزارش‌های مطلوب‌تر کند، در حالی که افزایش حق‌الزحمه غیرعادی حسابرسی همزمان با تغییر حسابرس به طور با اهمیتی همراه با بهبود اظهارنظر حسابرسی نامطلوب نبوده است. همچنین حق‌الزحمه‌های غیر عادی حسابرسی می‌تواند منجر به بهبود نظر حسابرس شود (فانگ و هانگ[1]، ۲۰۰۸).

ژو و گئو[2] (۲۰۰۶) معتقدند که خرید اظهارنظر حسابرسی بر افزایش حق‌الزحمه حسابرسی اثر دارد زیرا انگیزه خرید اظهارنظر حسابرسی با افزایش حق‌الزحمه حسابرسی رابطه با اهمیت و مثبتی دارد.

تانگ (۲۰۰۸؛ ۲۰۰۹) شواهدی تجربی ارائه نمود که نشان می‌داد افزایش غیر عادی حق‌الزحمه‌های حسابرسی به شکل با اهمیتی احتمال بدتر شدن اظهارنظرهای حسابرسی را کاهش می‌دهد. تانگ (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان – حق‌الزحمه‌های حسابرسی، انگیزه اجتناب از زیان و خرید اظهارنظر – طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۸ در بازار سهام چین به وسیله تحلیل

1. Fang & Hong
2. Zhu & Guo

تجربی داده ها یافت هنگامی که شرکت‌ها در دو سال متوالی زیان گزارش کرده‌اند، افزایش غیر عادی حق‌الزحمه‌های حسابرسی رابطه با اهمیت و منفی با فراوانی دریافت اظهارنظرهای حسابرسی تعدیل شده و بدتر شدن اظهارنظرهای حسابرسی دارد که این موضوع نشان می‌دهد که انگیزه قوی برای اجتناب از زیان اثر تعدیل کننده مهم بر روابط بین افزایش غیر عادی حق‌الزحمه‌های حسابرسی و خرید اظهارنظر حسابرسی دارد.

ژی[1] و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان – حق‌الزحمه‌های غیر عادی حسابرسی و خرید اظهارنظر حسابرسی – طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۸ در چین به بررسی این سوال پرداختند که آیا شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سهام چین با پرداخت حق‌الزحمه غیرعادی حسابرسی به حسابرسان فعلی‌شان توانسته‌اند اظهارنظر مطلوب‌تری دریافت کنند یا خیر؟ آن‌ها با ترکیب مدل‌های بکارگیری شده توسط چن و همکاران (۲۰۰۵) و فانگ و هونگ (۲۰۰۸) به این نتیجه رسیدند که فقط شرکت‌هایی که حسابرسان محلی را بکارگیری کرده‌اند و کیفیت سود پائینی داشته اند، انگیزه خرید اظهارنظر دارند. آن‌ها یافتند که حق‌الزحمه حسابرسی غیر عادی، تنها در میان شرکت‌هایی که از حسابرسان محلی استفاده کرده‌اند اظهارنظر حسابرسی را بهبود می‌بخشد و هیچگونه همبستگی بین حق‌الزحمه غیر عادی حسابرسی و بهبود در اظهارنظر حسابرسی برای سایر شرکت‌ها نیافتند.

فیتریانی[2] (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان – تاثیر حق‌الزحمه غیر عادی حسابرسی بر اظهارنظر حسابرسی – در اندونزی دریافت که افزایش غیر عادی در حق‌الزحمه حسابرسی، احتمال بهتر شدن اظهارنظر حسابرس و احتمال دریافت اظهارنظرهای حسابرسی تعدیل نشده را افزایش می‌دهد و این موضوع را ناشی از وابستگی حسابرسان به صاحبکاران دانسته و نتیجه گرفت که خرید اظهارنظر در اندونزی رخ می‌دهد.

مدت تصدی حسابرس و خرید اظهارنظر حسابرسی

پدیده تصدی حسابرس باعث مطرح شدن استدلال هایی از سوی مخالفان و موافقان این پدیده شد. موافقان تصدی کمتر حسابرس، تأکیدشان بر جنبه استقلال حسابرس و نگاهی تازه به حسابرسی است که ادعا می‌کنند در رابطه های طولانی مدت حسابرس – صاحبکار خدشه دار می‌شود. از سوی دیگر مخالفان تغییر حسابرس بر ضعف اطلاعاتی حسابرس در مدت کوتاه

---

1. Xie
2. Fitriany

تصدی حسابرسی تأکید کرده و معتقدند چرخش اجباری باعث به وجود آمدن ضعف اطلاعاتی حسابرس و در نتیجه، باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین حسابرس و صاحبکار و کاهش کیفیت حسابرسی می‌شود (سجادی و دلفی، ۱۳۹۰).

عدم آشنایی حسابرس با صاحبکار ممکن است هشدارهایی برای حسابرسان به وجود آورد که این هشدارها باعث می‌شوند تا حسابرسان در کار خود از ریسک بالقوه حسابرسی اجتناب کنند. بنابراین آن‌ها ممکن است برخی مبادلات را محافظه‌کارانه‌تر گزارش کنند یا آزمون‌ها را افزایش دهند. در مقابل تصدی بیشتر موجب افزایش آشنایی شده و استقلال حسابرسی را کاهش می‌دهد. به علاوه اعتماد بیش از حد حسابرسان به مدیریت پس از کارکردن طولانی مدت، آن‌ها را نیمه آگاه می‌کند (مور و لوونستین[1]، ۲۰۰۴).

رویز باربادیلو[2] و همکاران (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان - تصدی بلند مدت حسابرسی و خرید اظهارنظر - در اسپانیا به بررسی رابطه طول مدت قرارداد حسابرسی و استقلال حسابرس و اینکه آیا قراردادهای بلند مدت حسابرسی احتمال خرید اظهارنظر حسابرسی را افزایش می‌دهد پرداختند. آن‌ها مشاهده کردند میانگین طول مدت قرارداد حسابرسی در شرکت‌هایی که در آن‌ها فروش اظهارنظر مشاهده شده است کمتر است. آن‌ها دریافتند هرچه فاصله زمانی که حسابرسان برای یک صاحبکار واحد کار می‌کنند کوتاه‌تر باشد احتمال این که حسابرسان مطابق با خواسته های صاحبکار رفتار کنند، بیشتر است. در این صورت حسابرسان بیشتر سعی می‌کنند به منظور بازیافت سرمایه‌گذاری خود که صرف شناخت صاحبکار کرده اند، از هرگونه عدم توافق با صاحبکار امتناع کنند. بنابراین درسال‌های اولیه شروع به کار، استقلال حسابرسان کمتر است و نتیجه گرفتند که قراردادهای بلند مدت حسابرسی احتمال خرید اظهارنظر را کاهش می‌دهد و احتمال خرید اظهارنظر در سال‌های اولیه به کارگیری حسابرس بیشتر است.

تخصص و شهرت حسابرس و خرید اظهارنظر حسابرسی

گومز آگیولار و رویز باربادیلو[3] (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان - آیا شرکت‌های اسپانیایی به منظور جلوگیری از دریافت گزارش حسابرسی تعدیل شده اقدام به تغییر حسابرس می‌کند؟- طی سال های ۱۹۹۱ تا ۱۹۹۶ بررسی کردند که آیا شرکت‌ها، استراتژی عامدانه ای در انتخاب

1. Moore & Loewenstein
2. Ruiz-Barbadillo
3. Gómez-Aguilar & Ruiz-Barbadillo

حسابرس به منظور جلوگیری از دریافت اظهارنظر تعدیل‌شده دارند یا خیر. آن‌ها افزایشی در احتمال تغییر حسابرس پس از دریافت اظهارنظر تعدیل شده نیافتند. آن‌ها همچنین با تعیین معیارهای تخصص حسابرس، نام تجاری حسابرس (شهرت حسابرس)، اندازه حسابرس و محافظه‌کاری حسابرس به عنوان معیارهای حسابرسان با کیفیت، دریافتند که شرکت‌هایی که گزارش حسابرسی تعدیل‌شده دریافت کرده‌اند نسبت به شرکت‌هایی که گزارش حسابرسی تعدیل نشده دریافت کرده‌اند، تمایل بسیار کمتری برای انتخاب حسابرسان با کیفیت دارند.

دیویدسون[1] و همکاران (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان - علل و اثرات خرید اظهارنظر حسابرسی: تحلیلی بر اظهارنظرهای حسابرس، مدیریت سود و تغییرات حسابرس- طی سال های ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۷ در آمریکا، به بررسی رابطه بین نوع اظهارنظر حسابرس و تغییر حسابرس از شش بزرگ به غیر از شش بزرگ و همچنین رابطه بین تغییر حسابرس و مدیریت سود پرداختند و یافتند احتمال بکارگیری حسابرسان غیر از شش بزرگ در شرکت‌هایی که پس از دریافت اظهارنظرهای حسابرسی تعدیل شده اقدام به تغییر حسابرس کرده‌اند در مقایسه با شرکت‌هایی که پس از دریافت اظهارنظر تعدیل نشده اقدام به تغییر حسابرس کرده‌اند، بیشتر است. آن‌ها اظهار داشتند که با تغییر حسابرس، بطور کلی مدیریت سود افزایش نیافته اما میزان مدیریت سود در شرکت‌هایی که پس از دریافت اظهارنظرهای حسابرسی تعدیل شده، اقدام به تغییر حسابرس شان از شش بزرگ به غیر از شش بزرگ کرده‌اند، افزایش یافته است و شرکت‌ها را در خرید اظهارنظر حسابرس موفق دانستند.

چان و همکاران (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان - تحلیل های سیاسی-اقتصادی گزارشگری حسابرس و تغییرات حسابرس- به بررسی تاثیر نفوذهای سیاسی و اقتصادی دولت بر اظهارنظر حسابرس در سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۲ در چین پرداختند. آن‌ها یافتند که حسابرسان محلی نسبت به حسابرسان غیرمحلی به دلیل وابستگی اقتصادی بیشتر، بیشتر تحت نفوذ دولت‌های محلی بوده و احتمال بیشتری برای ارائه گزارش های حسابرسی مطلوب به شرکت‌های تحت مالکیت دولت های محلی دارند. همچنین آن‌ها اظهار داشتند در محیط سیاسی چین، احتمال بیشتری برای تغییر حسابرسان از حسابرسان غیربومی به حسابرسان بومی در شرکت‌هایی که اظهارنظر تعدیل شده دریافت کرده‌اند نسبت به شرکت‌هایی که اظهارنظر تعدیل شده دریافت نکرده‌اند، وجود داشته است و شرکت‌های تحت تملک دولت را که پس از دریافت اظهارنظر تعدیل‌شده اقدام به تغییر حسابرس‌شان از غیرمحلی (متخصص و مشهور) به محلی کرده‌اند در خرید اظهارنظر موفق دانستند.

---

1. Davidson

پیشنه داخلی

با توجه به بررسی‌های انجام شده و علیرغم وجود پژوهش‌های متعدد در اروپا و آمریکا و آسیای شرقی در خصوص موضوع خرید اظهارنظر، تا زمان نگارش این مقاله در خصوص موضوع مورد پژوهش، تنها پژوهش انجام شده داخلی توسط مشهدی قره قیه و همکاران (۱۳۹۸) با عنوان – ماکیاولیسم، پول پرستی، فرهنگ مشتری مداری و خرید اظهارنظر حسابرسی از سوی صاحبکار- بود. آن‌ها با استفاده از پرسشنامه‌های جمع‌آوری شده از ۱۲۰ نفر از حسابرسان شاغل در موسسه‌های حسابرسی خصوصی عضو جامعه حسابداران رسمی یافتند که خرید اظهارنظر حسابرسی از سوی صاحبکار، تحت تأثیر ویژگی های ماکیاولیسم و فرهنگ مشتری مداری حسابرسان است.

فرضیه پژوهش

براساس پژوهش‌های آرشیوی صورت گرفته و تحلیل پژوهش‌های چو و رایس (۱۹۸۲)، اسمیت (۱۹۸۶)، کریشنان و استفنز (۱۹۹۵)، لینوکس (۲۰۰۰)، گن و یانگ (۲۰۰۱)، لی و همکاران (۲۰۰۱)، لی و وو (۲۰۰۲)، لو و تانگ (۲۰۰۳)، گومز آگیولار و رویز باربادیلو (۲۰۰۳)، وو و تان (۲۰۰۵)، چن و همکاران (۲۰۰۵)، وانگ (۲۰۰۶)، ژو و گئو (۲۰۰۶)، چان و همکاران (۲۰۰۶)، رویز باربادیلو و همکاران (۲۰۰۶)، لو (۲۰۰۶)، دیویدسون و همکاران (۲۰۰۶)، فانگ و هونگ (۲۰۰۸)، ژی و همکاران (۲۰۱۰)، تانگ (۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ و۲۰۱۱)، استانیسیک و همکاران (۲۰۱۵)، فیتریانی (۲۰۱۷) و چوی و همکاران (۲۰۱۸) فرضیه‌های زیر تدوین شد:

۱- تغییر حسابرسان، خرید اظهارنظر حسابرسی توسط صاحبکاران را افزایش می‌دهد.

۲- حق‌الزحمه حسابرسان، خرید اظهارنظر حسابرسی توسط صاحبکاران را افزایش می‌دهد.

۳- افزایش غیرعادی حق‌الزحمه حسابرسی، خرید اظهارنظر حسابرسی توسط صاحبکاران را افزایش می‌دهد.

۴- افزایش طول مدت تصدی حسابرسان، خرید اظهارنظر حسابرسی توسط صاحبکاران را افزایش می‌دهد.

۵- تخصص حسابرسان در صنعت صاحبکار، خرید اظهارنظر حسابرسی توسط صاحبکاران را کاهش می‌دهد.

۶- شهرت حسابرسان، خرید اظهارنظر حسابرسی توسط صاحبکاران را کاهش می‌دهد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف از نوع کاربردی بوده و از منظر ماهیت و روش توصیفی است. از نظر داده‌های مورد استفاده در این پژوهش همگی از نوع داده‌های کمی هستند و از نظر زمانی، یک پژوهش گذشته نگر یا به عبارتی پس‌رویدادی و از حیث منطق یک پژوهش استقرایی

است. همچنین با توجه به اینکه متغیر وابسته پژوهش (خرید اظهارنظر حسابرسی) دو وجهی است از رگرسیون لجستیک استفاده شده است. لازم به ذکر است که داده ها در برنامه Excel مرتب شده و سپس مدل پژوهش با استفاده از نرم افزار Eviews10 تخمین زده شده است.

جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۵ می‌باشد که برای همگن سازی داده‌های پژوهش، موارد زیر منظور شد:

۱- شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲- دوره مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.

۳- بین سال های مورد مطالعه تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.

۴- اطلاعات مورد نظر شرکت‌ها در دسترس باشد.

۵- شرکت‌های واسطه گری، بانک‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها نباشد.

براساس اعمال محدودیت‌های فوق، جامعه آماری شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

الگوی پژوهش و متغیرهای آن

به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل زیر برگرفته از مدل ژی و همکاران (۲۰۱۰) استفاده شده است.

$$OpShop_{i,t} = \propto_0 + \beta_1 AuCh_{i,t} + \beta_2 AuFee_{i,t} + \beta_3 AbFee_{i,t} + \beta_4 Tenure_{i,t} + \beta_5 AuExp_{i,t} + \beta_6 AuRep_{i,t} + \beta_7 Opinion_{i,t-1} + \beta_8 Loss_{i,t-1} + \beta_9 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در مدل بالا متغیرها به شرح زیر است.

الف. متغیر وابسته

OpShop : برابر است با متغیر خرید اظهارنظر. برای محاسبه خرید اظهار نظر، چنانچه بعد از تغییر حسابرس؛ نوع اظهارنظر حسابرسی امسال (اظهارنظر حسابرس جدید)، مطلوب‌تر از نوع اظهارنظر حسابرسی سال قبل (اظهارنظر حسابرس قبلی) باشد به منزله خرید اظهارنظر در نظر گرفته شده و امتیاز ۱ و برای سایر موارد امتیاز ۰ در نظر گرفته شده است. مطلوبیت اظهارنظر حسابرسی

براساس رتبه بندی ۰ = اظهارنظر تعدیل نشده، ۱- = اظهارنظر مشروط و ۲- = اظهارنظر مردود و عدم اظهارنظر، در نظر گرفته شده است (ژی و همکاران، ۲۰۱۰).

ب. متغیرهای مستقل

AuCh: برابر است با شاخص تغییر حسابرسان که اگر در سال بررسی حسابرسان تغییر کرده باشند امتیاز ۱ و برای سایر موارد ۰ در نظر گرفته شده است.

AuFee: برابر است با شاخص حق‌الزحمه حسابرسان که بر مبنای لگاریتم طبیعی حق‌الزحمه حسابرسان در سال تحت بررسی محاسبه شده است.

AbFee : برابر است با حق‌الزحمه غیر عادی حسابرسان که با استفاده از مدل سیمونیک[1] (۱۹۸۰) تعیین شده است.

Tenure : برابر است با دوره تصدی حسابرسان که براساس جمع سال‌های متوالی که یک حسابرس برای یک صاحبکار خدمات ارائه کرده، محاسبه شده است.

AuExp : برابر است با شاخص تخصص حسابرسان که از طریق جمع دارائی های صاحبکاران یک حسابرس در یک صنعت خاص محاسبه شده است. چنانچه حسابرسان بیش از ۱۰٪ سهم بازار را در اختیار داشته باشند به عنوان موسسه متخصص محسوب و امتیاز ۱ تعلق گرفته و برای سایر موارد ۰ در نظر گرفته شده است (پالمروس[2]، ۱۹۸۸).

AuRep: برابر است با شاخص شهرت حسابرسان که اگر حسابرس سازمان حسابرسی باشد بعنوان موسسه مشهور و امتیاز ۱ تعلق گرفته و برای سایر موارد ۰ تعیین شده است.

ج. متغیرهای کنترلی

$Opinion_{i,t-1}$: برابر با نوع اظهارنظر سال قبل است. در صورتی که اظهارنظر حسابرسی سال قبل صاحبکار به صورت تعدیل شده باشد امتیاز ۱ و در غیر اینصورت امتیاز ۰ اختصاص یافته است. یکی از عواملی که می‌تواند سبب تلاش صاحبکاران برای خرید اظهارنظر حسابرسان شود، دریافت اظهارنظر حسابرسی تعدیل شده در سال قبل است. پس اظهارنظر حسابرسی سال قبل به عنوان متغیر کنترلی در مدل آورده شده است (لینوکس، ۲۰۰۰).

---

1. Simunic
2. Palmrose

$Loss_{i,t-1}$: در صورتی که صاحبکار در سال قبل زیان ده بوده باشد امتیاز ۱ و برای سایر موارد ۰ در نظر گرفته شده است. از دیگر عواملی که می تواند سبب افزایش تمایل صاحبکاران برای خرید اظهارنظر حسابرسان شود، زیان ده بودن شرکت در سال قبل است. پس زیان ده بودن صاحبکار به عنوان متغیر کنترلی در مدل آورده شده است (کریشنان و استیفنز[1]، ۱۹۹۵).

Lev : برابر با نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌های صاحبکار است. یکی از عواملی که نشان‌دهنده بحران مالی شرکت ها است، اهرم مالی زیاد است و انتظار می رود که نسبت بالاتر اهرم مالی سبب افزایش خرید اظهارنظر حسابرسان شود. پس اهرم مالی صاحبکار نیز به عنوان متغیر کنترلی در مدل آورده شده است (لینوکس، ۲۰۰۰).

همچنین برای تعیین حق الزحمه غیر عادی حسابرسی (مورد نیاز در مدل پژوهش)، از مدل سیمونیک (۱۹۸۰) استفاده شده است. از نظر مفهومی حق‌الزحمه‌های واقعی به دو جزء حق‌الزحمه‌های استاندارد و حق‌الزحمه‌های غیرعادی تقسیم می شود. در واقع حق‌الزحمه‌های غیرعادی حسابرسی برابر است با:

$$ABFEE = AAFEE - AFEE$$

ABFEE: حق‌الزحمه‌های غیرعادی حسابرسی، AAFEE: حق‌الزحمه‌های واقعی حسابرسی و AFEE: حق‌الزحمه‌های استاندارد هستند.

بر پایه پژوهش سیمونیک مدل حق‌الزحمه استاندارد حسابرسی به متغیرهای احتمال وقوع زیان و ورشکستگی آن بستگی دارد. مدل مورد استفاده در این پژوهش برگرفته شده از مدل سیمونیک (۱۹۸۰) است که به صورت زیر تعریف شد:

$$LAFEE = b_0 + b_1LTA + b_2CATA + b_3QUICK + b_4DE + b_5BANKRUPTCY + b_6\ LOSS + \varepsilon$$

که در مدل یادشده، LAFEE: لگاریتم طبیعی حق الزحمه استاندارد، LTA: لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌های شرکت صاحبکار، CATA: نسبت دارایی‌های جاری به کل دارایی‌های شرکت صاحبکار، QUICK: نسبت دارایی‌های آنی به کل دارایی‌های شرکت صاحبکار، DE: نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل داریی‌های شرکت صاحبکار، BANKRUPTCY: نسبت سود قبل از اقلام غیرمترقبه به کل دارایی‌های شرکت صاحبکار و LOSS: متغیر مجازی است

1. Krishnan & Stephens

که اگر سال مالی جاری شرکت صاحبکار زیانده باشد ۱ و در غیر این صورت ۰ اختصاص داده شده است. معنی دار بودن مقدار باقیمانده مدل سیمونیک نشان دهنده غیرعادی بودن حق‌الزحمه است.

تحلیل یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای ۱۹۲۰ سال - شرکت در جدول ۱آمده است.

جدول ۱. آمار توصیفی مدل پژوهش

متغیر / علامت	میانگین	میانه	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
خرید اظهارنظر	۰/۰۱۹	۰/۰۰۰	۱	۰/۰۰۰	۰/۱۳۹	۶/۸۹۵	۴۸/۵۴۶
OPSHOP							
تغییر حسابرس	۰/۲۰۱	۰/۰۰۰	۱	۰/۰۰۰	۰/۴۰۰	۱/۴۹۱	۳/۲۲۵
AUCH							
لگاریتم طبیعی حق‌الزحمه حسابرس	۳/۱۶۱	۳/۰۳۷	۶/۲۸۰	۱/۰۰۰	۰/۸۴۳	۰/۴۹۷	۲/۷۷۳
AUFEE							
حق‌الزحمه غیرعادی حسابرسی	-۰/۰۰۵	-۰/۰۲۰	۲/۵۱	-۲/۶۲۵	۰/۸۳۵	۰/۱۳۳	۳/۰۷۰
ABFEE							
مدت تصدی حسابرس	۳/۵۵۴	۳	۱۶ *	۱	۲/۹۴۳	۱/۶۷۰	۵/۷۴۶
TENURE							
تخصص حسابرس	۰/۶۹۳	۱	۱	۰/۰۰۰	۰/۴۶۱	-۰/۸۴۰	۱/۷۰۶
AUEXP							
شهرت حسابرس	۰/۲۷۲	۰/۰۰۰	۱	۰/۰۰۰	۰/۴۴۵	۱/۰۲۲	۲/۰۴۵
AUREP							
اظهارنظر سال قبل	۰/۵۳۸	۱	۱	۰/۰۰۰	۰/۴۹۸	-۰/۱۵۴	۱/۰۲۳
$OPINION_{t-1}$							
زیان سال قبل	۰/۰۲۹	۰/۰۰۰	۱	۰/۰۰۰	۰/۱۶۹	۵/۵۴۲	۳۱/۷۱۴
$LOSS_{t-1}$							
اهرم مالی	۰/۶۰۹	۰/۶۳۳	۱	۰/۰۲۳	۰/۱۸۰	-۰/۴۸۰	۲/۹۱۶
LEV							

*بیشترین مدت تصدی حسابرس مربوط به سازمان حسابرسی در شرکت نفت بهران بوده است.

تخمین مدل پژوهش

جدول۲. نتایج حاصل از برازش مدل

نام متغیر	مقدار ضریب	آماره z	سطح معنی‌داری
ضریب ثابت	-۸/۷۱۷	-۵/۲۶۷	۰/۰۰۰۰
تغییر حسابرس	۵/۲۴۷	۵/۱۳۱	۰/۰۰۰۰
لگاریتم طبیعی حق‌الزحمه حسابرس	-۰/۱۳۲	-۰/۴۴۵	۰/۶۵۶۳
حق‌الزحمه غیر عادی حسابرسی	۰/۳۱۰	۱/۰۰۸	۰/۳۱۳۴
مدت تصدی حسابرس	-۰/۱۸۲	-۱/۱۲۳	۰/۲۶۱۱
تخصص حسابرس	-۰/۳۸۱	-۰/۹۴۴	۰/۳۴۴۸
شهرت حسابرس	-۰/۰۵۸	-۲/۰۷۱	۰/۰۳۸۳
اظهارنظر حسابرسی در سال قبل	۲/۷۷۸	۳/۷۵۹	۰/۰۰۰۲
زیان سال قبل	-۰/۳۹۸	-۰/۴۸۵	۰/۶۲۷۴
اهرم مالی	۰/۸۸۱	۰/۸۶۰	۰/۳۸۹۵
ضریب تعیین مک فادن = ۰/۴۱	آماره LR = ۱۵۳/۹۶		احتمال آماره LR = ۰/۰۰۰۰
نیکویی برازش هاسمر-لمشو = ۴/۳۳	سطح معنی داری هاسمر- لمشو =۰/۸۲		

نتایج برآورد مدل پژوهش در جدول ۲ ارائه شده است. مطابق جدول، احتمال آماره LR کمتر از سطح خطای ۵٪ است که نشان می دهد این مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است. ضریب تعیین مک فادن نشان می دهد که ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل رگرسیون لجستیک تبیین می شود. متغیر وابسته خرید اظهارنظر بوده و همانطور که نتایج نشان می‌دهند با توجه به سطح معنی‌داری ۵٪، بین تغییر حسابرس و خرید اظهارنظر حسابرس رابطه مثبت و معنی دار و بین شهرت حسابرس و خرید اظهارنظر حسابرس رابطه منفی و معنی‌دار برقرار است و بین متغیر وابسته خرید اظهارنظر و دیگر متغیرهای مستقل رابطه معنی‌داری مشاهده نمی‌شود. همچنین با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون هاسمر- لمشو برابر با ۰/۸۲ و بزرگتر از ۰/۰۵ است، بنابراین مدل برآورد شده از برازش مناسبی برخوردار است.

نتیجه گیری

در فرضیه اول هدف بررسی رابطه میان تغییر حسابرس و خرید اظهارنظر توسط صاحبکار بود. براساس پژوهش‌های پیشین، انتظار می‌رود تغییر حسابرس در راستای فشار صاحبکار بر

روی حسابرس جدید مبنی بر تغییر اظهارنظر و ارائه نظر مطلوب تر نسبت به حسابرس قبلی باشد. نتایج پژوهش حاضر نشان داد که بین تغییر حسابرس و خرید اظهارنظر رابطه مثبت و معنی‌داری برقرار است. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش‌های لینوکس (۲۰۰۰)، گن و یانگ (۲۰۰۱)، لی و همکاران (۲۰۰۱)، لو و تانگ (۲۰۰۳)، دیویدسون و همکاران (۲۰۰۶)، استانیسیک و همکاران (۲۰۱۵) و چوی و همکاران (۲۰۱۸) همراستا می‌باشد. آن‌ها نیز نتیجه گرفته بودند که شرکت‌ها از طریق تغییر حسابرس موفق به خرید اظهارنظر حسابرسان شده اند. همچنین نتایج پژوهش حاضر ناسازگار با نتایج پژوهش‌های چو و رایس (۱۹۸۲)، اسمیت (۱۹۸۶)، کریشنان و استفنز (۱۹۹۵)، لی و وو (۲۰۰۲)، وو و تان (۲۰۰۵) و وانگ (۲۰۰۶) است. در بررسی آن‌ها رابطه معنی‌داری میان تغییر حسابرس و خرید اظهارنظر توسط صاحبکار یافت نشده بود.

در فرضیه دوم هدف بررسی رابطه میان حق‌الزحمه حسابرس و افزایش خرید اظهارنظر توسط صاحبکار بود. نتایج نشان داد که بین حق‌الزحمه حسابرس و خرید اظهارنظر رابطه معنی‌داری برقرار نیست. حق‌الزحمه حسابرسی یکی از عوامل محدود کننده استقلال حسابرس است و در واقع یکی از ابزارهایی است که می‌تواند حسابرسان را متمایل به تغییر نوع اظهارنظر از آنچه در واقع رخ داده، کند. نتایج ما نشان می‌دهد علیرغم انتظار بر وجود رابطه مثبت میان دو مولفه فوق و مسامحه حسابرس در برابر حق‌الزحمه‌های حسابرسی، خرید اظهارنظر تحت تاثیر حق‌الزحمه حسابرسی قرار ندارد و از این بابت مشاهدات ما فرضیه رعایت استقلال توسط حسابرس را تایید می‌کند. نتایج بررسی حاضر با نتایج پژوهش‌های لینوکس (۲۰۰۰) و لو (۲۰۰۶) همراستا و مغایر نتایج پژوهش چان و همکاران (۲۰۰۶) است.

در فرضیه سوم هدف بررسی رابطه میان حق‌الزحمه غیر عادی حسابرس و افزایش خرید اظهارنظر توسط صاحبکار بود. عملا حق‌الزحمه‌های غیر عادی جریان تردید آمیزی را نشان می‌دهند که می‌تواند به سبب وابستگی اقتصادی حسابرس به صاحبکار، نظرات و استقلال وی را تحت تاثیر قرار دهد. نتایج نشان داد که بین حق‌الزحمه غیرعادی حسابرس و خرید اظهارنظر رابطه معنی‌داری برقرار نیست. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش ژی و همکاران (۲۰۱۰) همراستا است. آن‌ها نیز هیچگونه رابطه معنی‌داری بین حق‌الزحمه غیرعادی حسابرسی و بهبود در اظهارنظر حسابرسی نیافته بودند. همچنین نتایج پژوهش حاضر، مغایر با نتایج پژوهش‌های چن و همکاران (۲۰۰۵)، ژو و گئو (۲۰۰۶)، فانگ و هونگ (۲۰۰۸)، تانگ (۲۰۰۸، ۲۰۰۹ و ۲۰۱۱)، چوی و همکاران (۲۰۱۰) و فیتریانی (۲۰۱۷) است. آن‌ها نتیجه گرفته بودند که

حق‌الزحمه‌های غیر عادی حسابرسی سبب بهبود نظر حسابرس و خرید اظهارنظر حسابرسان می‌شود.

در فرضیه چهارم هدف بررسی رابطه میان افزایش طول مدت تصدی حسابرسان و افزایش خرید اظهارنظر توسط صاحبکار بود. نتایج نشان داد که بین طول مدت تصدی حسابرسان و خرید اظهارنظر رابطه معنی‌داری برقرار نیست. نتایج بررسی حاضر ناسازگار با نتایج پژوهش رویزباربادیلو و همکاران (۲۰۰۶) بود. آن‌ها نتیجه گرفتند که قراردادهای بلند مدت حسابرسی احتمال خرید اظهارنظر را کاهش می دهد و احتمال خرید اظهارنظر حسابرس در سال‌های اولیه به کارگیری حسابرس را بیشتر دانسته بودند.

در فرضیه پنجم هدف بررسی رابطه میان تخصص حسابرس در صنعت و کاهش خرید اظهارنظر توسط صاحبکار بود. نتایج نشان داد که بین تخصص حسابرسان و خرید اظهارنظر رابطه معنی‌داری برقرار نیست. نتایج بررسی حاضر مغایر با نتایج گومز آگیولار و رویز باربادیلو (۲۰۰۳) است. آن‌ها نتیجه گرفته بودند که صاحبکاران با به کارگیری حسابرسان با تخصص کمتر و حسابرسانی که از کیفیت کمتری برخوردار بوده‌اند موفق به خرید اظهارنظر حسابرسان شده‌اند.

در فرضیه ششم هدف بررسی رابطه میان شهرت حسابرس و کاهش خرید اظهارنظر توسط صاحبکار بود. نتایج نشان داد که بین شهرت حسابرسان و خرید اظهارنظر رابطه منفی و معنی‌داری برقرار است. نتایج بررسی حاضر همراستا با نتایج گومز آگیولار و رویز باربادیلو (۲۰۰۳) است. آن‌ها نتیجه گرفته بودند که صاحبکاران با به کارگیری حسابرسان با شهرت کمتر و حسابرسانی که از کیفیت کمتری برخوردار بوده‌اند موفق به خرید اظهارنظر حسابرسان شده‌اند.

در میان متغیرهای کنترلی به کارگیری شده در مدل، رابطه مثبت و معنی‌داری بین متغیر نوع اظهارنظر سال قبل و خرید اظهارنظر مشاهده می‌شود. این موضوع تائید کننده تلاش مضاعف صاحبکار جهت خرید اظهارنظر حسابرسان متعاقب دریافت گزارش حسابرسی تعدیل شده در سال قبل است. همچنین رابطه معنی‌داری بین سایر متغیرهای کنترلی و خرید اظهارنظر حسابرس یافت نشد.

پیشنهادهای کاربردی

۱- نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که علیرغم تلاش های صورت گرفته توسط حرفه برای تدوین استانداردها و رویه های مناسب و رعایت الزامات آیین رفتار حرفه ای

توسط حسابرسان و تدوین مقررات توسط مقامات ذیصلاح، صاحبکاران حسابرسی از طریق تغییر حسابرسان و انتخاب حسابرسانی که تمایل به حرکت در راستای اهداف صاحبکار هستند. موفق به خرید اظهارنظر حسابرسان شده‌اند که این موضوع می‌تواند سبب کاهش اعتماد عمومی به حرفه حسابرسی شده و گزارشات حسابرسی را تبدیل به اطلاعاتی نامربوط در تصمیمات اقتصادی فعالان بازار سرمایه کند. پس پیشنهاد می شود جهت حفظ جایگاه حرفه حسابرسی، نظارت دقیق تری بر نحوه عمل موسسات حسابرسی توسط مقامات ذیصلاح شود.

۲- با توجه به وجود رابطه مثبت بین افزایش شهرت حسابرس و کاهش خرید اظهارنظر حسابرسان، به سهامداران عمده و اعضای کمیته حسابرسی شرکت ها پیشنهاد می‌شود برای جلوگیری از خرید اظهارنظر حسابرسان توسط مدیران شرکت، در هنگام انتخاب حسابرس حتی المقدور از حسابرسان مشهور استفاده کنند.

منابع

سجادی، سید حسین و مهدی دلفی، (۱۳۹۰)، "چرخش اجباری حسابرسان: پیآمدهای متفاوت در شرکتهای کوچک و بزرگ"، *حسابدار رسمی*، شماره ۱۳، ص ۸۱-۷۸.

مشهدی قره قیه، هادی؛ بنی مهد، بهمن؛ فرقاندوست حقیقی، کامبیز و مرادزاده فرد، مهدی (۱۳۹۸)، "ماکیاولیسم، پول پرستی، فرهنگ مشتری مداری و خرید اظهار نظر حسابرسی از سوی صاحبکار"، *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، سال هشتم، شماره ۲۹، بهار ۹۸، ص ۱۷۳-۱۶۱.

Chan, H.K., Lin, K.Z. and Mo, P.L. (2006),"A political–economic analysis of auditor reporting and auditor switches", Review of Accounting Studies, Vol.11, Issue 1, pp. 21-48.

Chen, C. J. P. et al, (2005), "abnormal audit fees and the improvement of unfavorable audit opinion", China Accounting and Finance Review, No 7, pp. 1-28.

Chen, F., Peng, S., Xue, S., Yang, Z., and Ye, F., (2016), "Do Audit Clients Successfully Engage in Opinion Shopping? Partner-Level Evidence", Journal of accounting Research, Vol. 54, Issue 1, pp.79-112.

Choi, J. et al, (2018), "Opinion Shopping to Avoid a Going Concern Audit Opinion and Subsequent Audit Quality", forthcoming in Auditing: A Journal of Practice & Theory, pp. 1-47.

Chow, c and Rice, s, (1982), "qualified audit opinions and auditor switching", the accounting review, Vol 57, No 2, pp. 326-335.

Davidson, W.N. et al, (2006), "Causes and Consequences of Audit Shopping: An Analysis of Auditor Opinions, Earnings Management and Auditor Changes", Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 45, No. 1/2 (winter - spring, 2006), pp. 69-87.

Fang, J. X. & Hong, J. Q., (2008), "Abnormal audit fees and their damage to audit quality", China Accounting Review, No 6, pp. 425-442.

Fitriany, L., (2017), "Impact of Abnormal Audit Fee on Audit Opinion", Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR), volume 55, 6th International Accounting Conference (IAC 2017), pp. 254-259.

Gen, J. X. & Yang, H., (2001), "Analysis of auditor switch by publicly listed firms in China", Accounting Research, No 4, pp. 57-62.

Gómez-Aguilar, N. & Ruiz-Barbadillo, E., (2003), "Do Spanish Firms Change Auditor to Avoid a Qualified Audit Report?" International Journal of Auditing, No 7, pp. 37–53.

Krishnan, J., Stephens, R., (1995), "Evidence on opinion shopping from audit opinion conservatism", Journal of Accounting and Public Policy, Vol 14, No 3, pp. 179-201.

Lennox, C. S., (2000), "Do companies successfully engage in opinion shopping: Evidence from the UK", Journal of Accounting and Economics, Vol 29, No 3, pp. 321-337.

Lennox, C. S., (2000), "Going-concern Opinions in Failing Companies: Auditor Dependence and Opinion Shopping", SSRN: https: //ssrn.com/abstract =240468.

Li, D. P. et al, (2001), "Clean audit opinion, earnings management, and auditor switch", Accounting Research, No 6, pp. 51-57.

Li, S & Wu, X. (2004), "Improvement of unfavorable audit opinion and voluntary auditor change", China Journal of Audit Research, No. 5, pp. 13-19.

Li, S. & Wu, X., (2002), "A study on audit switch: Preliminary evidence from China's capital market", China Financial and Economic Publishing House: Beijing.

LU, TONG, (2006), "Does Opinion Shopping Impair Auditor Independence and Audit Quality?" Journal of Accounting Research, Vol. 44, No. 3, pp. 561-583.

Lu, Z. F. & Tong, P., (2003), "Audit opinion, auditor switch, and securities regulation: An empirical study based on Regulation", Accounting and Business Research, No 4, pp. 30-35.

Moore, D. A & Loewenstein, G., (2004), "Self-interest, automaticity, and the psychology of conflict of interest", Social justice research, Vol. 17, No. 2, pp. 189-202.

Palmrose, Z. (1988), "An Analysis of Auditor Litigation and Audit Service Quality", the Accounting Review, Vol 63, No 1, pp. 55-73.

Ruiz-Barbadillo, Emiliano et al, (2006), "Long-term audit engagements and opinion shopping: Spanish evidence", Accounting Fourm, Vol 30, Issue 1, pp. 61-79.

SEC (1988), FRR (Financial Reporting Release), No .31, 1988.

Simunic, D. A. (1980), "The pricing of audit services: theory and evidence", Journal of Accounting Research, Vol 18, No 1, pp. 161-190.

Smith, D., (1986), "Auditor 'subject to' opinions, disclaimers and auditor changes", A Journal of Practice and Theory, No 6, pp. 95-108.

Stanisic, Nemanja, et al., (2015), "The association between auditor switching and audit opinion in the REPUBLIC OF SERBIA", SSRN: https://ssrn.com/abstract=2704642.

Tang, Y.J. (2008), "Audit committee governance and audit opinion", China Journal of Financial Research, No. 1, pp. 148-162.

Tang, Y.J. (2009), "Audit fees, auditor switching and audit opinion shopping: test for interaction effect based on evidences of Chinese stock market", China Journal of Theory and Practice of Finance and Economics, No. 5, pp. 55-61.

Tang, Y.J. (2011), "Audit fees, motivation of avoiding loss and opinion shopping: Test for moderating effect based on evidences of Chinese stock market from 2001 to 2008", China Finance Review International, Vol 1, Issue 3, pp. 241-261.

Wang, C.F. (2006), "Turning loss into gain, auditor switching and audit opinion shopping", China Journal of Audit & Economy Research, No. 5, pp. 5-31.

Watts, R. L. and Zimmerman, J. L. (1986), "Positive accounting theory", Prentice Hall Inc., SSRN: https://ssrn.com/abstract=928677.

Wu, L. S. & Tan, L., (2005), "Auditor switch and the improvement of audit opinion", Auditing Research, No 2, pp. 34-40.

Xie, z. et al, (2010), "Abnormal Audit Fees and Audit Opinion– Further Evidence from China's Capital Market", China journal of accounting research, Vol 3, Issue 1, pp. 51-70.

Zhu, X.P. & Guo, Z.Y. (2006), "Research on information content of audit fees increase without auditor change", China Journal of Audit Research, No. 2, pp. 8-64.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Journal of Securities Exchange
Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 245-268

The Survey Study on Disclosure of Financial Data of Corporations and Economic Entities[1]

Laleh Shabazi[2], Ahmad markaz malmiri[3], Erfan Shams[4], Abdolreza Barzegar[5]

Received: 2021/07/23
Accepted: 2021/12/01

Research Paper

Abstract

This article is written with the aim of shedding light on the ways by which clarification and disclosure of financial data of corporations and economic entities to Iran's Securities and Exchange Organization are carried out, according to the legal obligations for Iranian corporations specified in Article 6 of the law concerning enforcement of provisions of Article 44 of the constitution of the Islamic Republic of Iran and consequent modifications as one of the criteria for rule of law. Public institutions as well as non-governmental or quasi-governmental public entities are not exempted from this law because they are deemed as the extensions of the existing governance apparatus over the society and financial supervision over them is quite effective in taking such entities accountable for their conduct and performance. Transparent and meticulous disclosure of financial data to the supervisory institutions can create equitable as well as sound competitive environment for doing business in the society. Wherever data transparency is missing or public supervision is not adequate, fraud, discrimination and economic rant become more probable which eventually lead to the loss of trust in public institutions, mismanagement and spread of corruption. In this study it has been tried to pinpoint pros and cons together with the challenges of enforcement of the afore-mentioned law through analyzing legal documents and conducting surveys. Furthermore, functionality of various laws and regulations along with their sanctions will be extensively examined. At the end of this study, practical solutions for the existing and would-be impediments and shortcomings are provided.

Kew Words: Clarification and disclosure of financial data, corporations and commercial entities, Article 6 of the law concerning enforcement of provisions of Article 44 of the constitution of the Islamic Republic of Iran.
JEL Classification: K22

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11263.1471
2. Ph.D. Student, Department of Public Law, Maybod Branch, Islamic Azad University, Maybod, Iran. (lalehshahbazi@gmail.com).
3. Research Assistant Professor of Majles Research Center (MRC), Tehran, Iran. (Corresponding Author). (a.markaz@majles.ir).
4. Assistant Professor, Department of Public Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. (E_shams@sbu.ac.ir).
5. Assistant Professor, Department of Public Law, Maybod Branch, Islamic Azad University, Maybod, Iran. (abdolreza_barzegar@yahoo.com).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۶، زمستان ۱۴۰۰، صص ۲۶۸-۲۴۵

مطالعه‌ای پیمایشی در خصوص افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی[۱]

لاله شهبازی[۲]، احمد مرکزمالمیری[۳]، عرفان شمس[۴]، عبدالرضا برزگر[۵]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۱۰

چکیده

هدف مقالهٔ حاضر، توضیح وضعیت شفاف‌سازی و چگونگی ارائه و افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به سازمان بورس و اوراق بهادار (در راستای تکالیف قانونی موضوع ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران (مصوب ۱۳۸۶/۱۱/۸ مجلس شورای اسلامی) و اصلاحیه‌های متعدد در سال‌های ۱۳۹۳، ۱۳۹۵، ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸/۳/۲۸) است.

مؤسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی و شبه‌دولتی نیز به‌عنوان یکی از ارکان حکمرانی از احکام قانونی یادشده مستثنا نیست، زیرا نظارت مالی بر این‌گونه مؤسسه‌ها می‌تواند از ابزارهای مؤثر در پاسخگویی آن‌ها قلمداد شد. پژوهش حاضر تلاش می‌کند با بررسی چگونگی کارآمدی قوانین و مقررات، ابزارهای قانونی و ضمانت‌های اجرایی، نکات ضعف و قوت، چالش‌ها و موانع پیش‌روی اجرای این قانون را ازطریق مطالعات اسنادی و پیمایشی (نظرسنجی) مورد مطالعه قرار داده و راه‌حل‌هایی را برای برون‌رفت از موانع موجود ارائه دهد.

در پژوهش حاضر از روش اسنادی و پیمایش توصیفی (نظرسنجی) استفاده شده است. برای گردآوری اطلاعات از روش کتابخانه‌ای و در زمینه نظرسنجی، نمونه ۸۰ نفری از استادان، پژوهشگران، مدیران و کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار و دیگر دستگاه‌ها و مؤسسه‌های مرتبط، با روش نمونه‌گیری هدفمند و غیراحتمالی (اشخاص مجرب و در دسترس) انتخاب و با بهره‌گیری از پیمایش توصیفی ازطریق تهیه و تکمیل پرسشنامه و مصاحبه اقدام شده است.

واژه‌های کلیدی: شفاف‌سازی، افشای اطلاعات مالی، شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی، ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران.

طبقه بندی موضوعی: K22

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2020.11263.1471

۲. دانشجوی دکتری، گروه حقوق عمومی، واحد میبد، دانشگاه آزاد اسلامی، میبد، ایران. (lalehshahbazi@gmail.com).

۳. استادیار پژوهشی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، تهران، ایران، (نویسنده مسئول). (a.markaz@majles.ir).

۴. استادیار، گروه حقوق عمومی، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. (E_shams@sbu.ac.ir).

۵. استادیار، گروه حقوق عمومی، واحد میبد، دانشگاه آزاد اسلامی، میبد، ایران. (abdolreza_barzegar@yahoo.com).

مقدمه

امروزه، نظارت و پاسخگویی سازمان‌های متصدی امور عمومی به‌عنوان یکی از ویژگی‌های «حکمرانی خوب»،[1] اهمیتی روزافزون یافته است. مؤسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی و شبه‌دولتی نیز به‌عنوان یکی از ارکان حکمرانی از این نظر مستثنا نیستند و نظارت مالی بر این‌گونه مؤسسات می‌تواند از ابزارهای مؤثر در پاسخگویی این نهادها قلمداد شود. برای اثربخش و کارآمد بودن نظارت مالی، انتشار منظم اطلاعات، شفافیت مالی، بیان جنبه‌های عملیاتی برنامه‌ها و نظارت به‌وسیلهٔ سازمان‌های مسئول از ضروریات است که این عوامل در سیستم نظارت مالی بر مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی، بسیار ضعیف و ناکافی هستند (رستمی و حسین‌پور، ۱۳۸۸، ۱۹۱).

در نظارت مالی بر مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی که امروزه بر اساس دکترین «اداره خوب»[2] به‌عنوان یک رویکرد جدید، بسیاری از مفاهیم و نهادهای حقوق عمومی معاصر را تحت تأثیر قرار داده است، نظارت مالی، محدود به اطمینان خاطر از اینکه مبالغ مندرج در بودجه هزینه شده‌اند نیست بلکه سنجش عملکرد برنامه‌ای، کارآمدی، اثربخشی، مصرف بهینه وجوه عمومی و حفظ تعادل مالی جامعه، بخش تفکیک‌ناپذیری از نظارت مالی را تشکیل می‌دهند.

درخصوص نظارت مالی بر مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی، موانعی همچون عدم‌شمول مجامع نظارتی مانند دیوان محاسبات، وزارت امور اقتصادی و دارایی بر بخشی از بودجه این مؤسسات، عدم شفافیت بودجه و امور مالی برخی از مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی، عدم توجه به اقدامات و نتایج به‌دست‌آمده، توسعه نیافتن حسابرسی و نظارت مالی بر این مؤسسات را با چالش اساسی مواجه کرده است (رستمی و حسین‌پور، ۱۳۸۸، ۲۱۰).

چارچوب نظری و تحلیلی

شفافیت اطلاعات و ایجاد بانک‌های اطلاعاتی از مهم‌ترین ابزارهای کنترل فساد، جلوگیری از تقلب و کلاهبرداری، همچنین نظارت بر حسن عملکرد شرکت‌ها و مؤسسات اقتصادی است. نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات سبب ورود زیان‌هایی نظیر سلب امکان تصمیم‌گیری آگاهانه و معامله بر سهام به قیمت غیرواقعی به سرمایه‌گذاران می‌شود (شمس‌الهی، ۱۳۹۸).

---

1. Good Governance
2. Good Administration

علاوه بر این، اطلاعات مالی اشخاص حقوقی و حقیقی از ابزارهای کلیدی حاکمیت در مدیریت اقتصاد، جمع‌آوری مالیات و پیشگیری از ریسک‌های نظام‌مند است. حکومت به کمک اطلاعات می‌تواند بر جریان مالی نظارت کند و مانعی برای پیدایش بدهکاران بزرگ در اقتصاد باشد و فضای پولشویی، گردش مالی، مبادلات و قاچاق، کنترل و نظارت داشته باشد و از طریق شفاف‌سازی اطلاعات ضمن ایجاد فضای رقابتی سالم در بخش خصوصی و مؤسسات عمومی غیردولتی و شبه‌دولتی، زمینه‌های شکل‌گیری نظام مالیاتی عادلانه و کارآمد را فراهم سازد (نصیری‌اقدم و قودجانی، ۱۳۹۲).

شفافیت و افشاگری صحیح، همواره دو رکن مهم در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی فعالان حوزه‌های اقتصادی و بازار محسوب می‌شود. نشر اطلاعات با شفافیت کمتر یا عدم انتشار اطلاعات شفاف، موجب سردرگمی و انحراف در تصمیم‌گیری و انتخاب نامناسب می‌شود. با ارائه دقیق و به‌موقع اطلاعات است که اعتماد افراد به سرمایه‌گذاری جلب شده و در مقیاس کلان از فساد جلوگیری می‌شود. شفافیت در گسترده‌ترین مفهوم، به معنای ارائه اطلاعات است. منظور همان انتشار اطلاعات مالی و غیرمالی و اثرگذار یک شرکت در گزارش‌های مالی و غیرمالی است (عباس‌زاده و همکاران، ۱۳۹۵).

اجرای رسالت بهبود جریان اطلاعات اقتصادی کشور در خصوص بنگاه‌ها و شرکت‌ها بر عهدهٔ سازمان بورس و اوراق بهادار است. موضوع انتشار اطلاعات اقتصادی همهٔ نهادهای زیرمجموعه حاکمیت و ارائه اطلاعات کامل مالی نهادها و بنگاه‌های عمومی غیردولتی و شبه‌دولتی شامل مشخصات کامل شرکت یا مؤسسه، صورت‌های مالی سالانه و صورت‌های مالی تلفیقی سالانه به همراه گزارش حسابرسی و بازرسی قانونی (مطابق استانداردها و ضوابط گزارشگری مالی، گزارش فعالیت مدیران به سهامداران یا مالکین، جزئیات ترکیب مالکیتی، آخرین اساسنامه یا شرکت‌نامه ثبت شده و سایر مواردی که حسب مورد توسط هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین می‌شود) به سازمان بورس و اوراق بهادار در راستای تکالیف قانونی موضوع ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی مصوب ۱۳۸۶/۱۱/۸ و اصلاحیه آن، مورخ ۱۳۹۳/۴/۱، ۱۳۹۵/۶/۷، ۱۳۹۷/۳/۲۲ و ۱۳۹۸/۳/۲۸، نشانگر عزم جدی حاکمیت برای شفافیت اقتصادی است. هدف قانونگذار از مصوبات یادشده، اجرایی کردن و بسترسازی برای دسترسی به اطلاعات شفاف و ایجاد فضای رقابتی مناسب و از سوی

دیگر، امکان نظارت بر فعالیت این قبیل مؤسسات و نهادها و بررسی نقاط ضعف و قوت آن‌ها بوده است.

مسئله شفافیت شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی و نهادهای عمومی غیردولتی و شبه‌دولتی همواره یکی از دغدغه‌های اقتصادی کشور بوده است. سوای شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس و اوراق بهادار، شرکت‌های دیگری نیز وجود دارند که اطلاعات مالی آن‌ها به‌روشنی مشخص نیست، به‌عنوان نمونه رئیس کمیسیون اقتصادی مجلس در یکی از مصاحبه‌های خود با بیان اینکه هم‌اینک حدود ۴۰ هزار خیریه در کشور وجود دارد که از آن‌ها هیچ صورت مالی به‌طور شفاف منتشر نشده است، اظهار کرده است که یک شرکت خیریه دارای یک شرکت هواپیمایی با ارزش چهار میلیارد دلار است که حتی از آن، یک صفحه صورت مالی وجود ندارد (طهماسبی، ۱۳۹۵).

پیرو ابلاغیه سیاست‌های کلی اصلی ۴۴ قانون اساسی و تصویب قانون اجرای آن، با توجه به اینکه اجازه واگذاری شرکت‌های دولتی به نهادهای عمومی غیردولتی داده شد، این دغدغه مطرح شد که چگونه نهادهای نظارتی می‌توانند بر فعالیت‌های اقتصادی این نهادها نظارت داشته باشند و چه ملاحظاتی باید در زمینهٔ فعالیت‌های اقتصادی نهادهای غیردولتی در نظر گرفته شود تا سهم بهینهٔ بخش خصوصی در کنار بخش دولتی و بخش عمومی غیردولتی حفظ شود.

بی‌تردید یکی از چالش‌های اصلی در مورد اجرای صحیح سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، نبودِ بخش خصوصی کارآمد در ایران و وجود فضای ابهام‌آلود و نامطمئن به‌سبب فقدان اطلاعات دقیق و شفاف در مورد شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی ازجمله نهادهای عمومی غیردولتی و شبه‌دولتی است که توان و انگیزهٔ بخش خصوصی واقعی را برای ورود به فعالیت‌های اقتصادی تضعیف کرده است. نگاهی به نابسامانی‌های صندوق‌های بازنشستگی و برخی از سوءمدیریت‌ها و سوءاستفاده‌ها در شرکت‌های وابسته به برخی نهادها، گویای آنست که هرجا شفافیت اطلاعاتی، نظارت عمومی و پاسخگویی کافی نباشد، احتمال بروز فساد و سوءمدیریت بیشتر است.

درخصوص نظارت مالی بر شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به‌ویژه مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی، موانعی همچون عدم شمول مراجع نظارتی نظیر دیوان محاسبات، وزارت امور اقتصادی و دارایی بر بخشی از بودجه این مؤسسات، نبود شفافیت بودجه و امور مالی برخی از مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی، عدم توجه به اقدامات و نتایج به‌دست‌آمده، توسعه

نیافتن حسابرسی و نظارت مالی بر این مؤسسات را با چالش جدی مواجه کرده است (رستمی و حسین‌پور، ۱۳۸۸: ۲۱۰).

به‌منظور شفاف‌سازی اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و در راستای تکالیف قانونی موضوع ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی مصوب ۱۳۸۷/۳/۲۵ و اصلاحیه‌های بعدی آن، اشخاص حقوقی ذیل مکلفند به‌صورت سالانه فهرست کامل کلیه شرکت‌ها اعم از تعاونی، سهامی خاص، سهامی عام و مسئولیت محدود و بنگاه‌های اقتصادی و مؤسسات متعلق به خود را اعم از تابعه و وابسته یا با هر میزان از تملک سهام که به‌صورت مستقیم و یا غیرمستقیم در مالکیت و یا مدیریت (کنترلی و یا غیرکنترلی) آنها قرار دارند به سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام کنند:

الف) مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی موضوع ماده (۵) قانون محاسبات عمومی کشور مصوب ۱۳۶۶/۱/۶ و قرارگاه‌های سازندگی؛

ب) نهادهای نظامی و انتظامی کشور و بنیادهای تعاون وابسته به آنها؛

ج) سازمان‌ها و مؤسسات خیریه کشور؛

د) نهادها و مؤسسات وقفی و آستان‌های مقدس و بقاع متبرکه در صورت عدم مغایرت با وقفنامه شرعی یا قانونی خود؛

هـ) کلیه صندوق‌های بازنشستگی اعم از کشوری و لشکری شامل صندوق‌های بازنشستگی وابسته به دستگاه‌های اجرایی موضوع ماده (۲۹) قانون برنامه ششم توسعه و وابسته به دستگاه‌هایی که شمول قانون بر آنها مستلزم ذکر یا تصریح نام است اعم از اینکه قانون خاص خود را دارند و یا از قوانین و مقررات عام تبعیت می‌کنند.

و) بنیادها، نهادهای انقلاب اسلامی، مؤسسات و سایر اشخاص حقوقی که زیر نظر ولی‌فقیه اداره می‌شوند.

تشکیل این قبیل بانک‌های اطلاعاتی (حقوقی-اقتصادی) و تنظیم نظام جامعی در این موارد، پیچیدگی‌های نهادی و حقوقی خاصی دارد که باید مورد توجه قرار گیرد. تبیین ابعاد این پیچیدگی‌ها، ابهامات، موانع و چگونگی بسترسازی برای نظارت و مدیریت آن‌ها و واکاوی الزامات حقوقی و اقتصادی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی در ارائه اطلاعات مالی به سازمان بورس و اوراق بهادار، سازوکارها، ابزارهای قانونی و ضمانت‌های اجرایی لازم در راستای افشای

اطلاعات این مؤسسات و بهبود جریان داده‌های اقتصادی، ازجمله پرسش‌ها و مباحث مورد بررسی و تحلیل در پژوهش حاضر است.

اهمیت و ضرورت پژوهش

انجام وظایف خدمات عمومی در وهله اول برعهدهٔ دولت است، ولی حسب ضرورت‌هایی که به وجود می‌آید، برخی از این وظایف به بخش‌های غیردولتی واگذار می‌شود و بیشتر سازمان‌های عمومی غیردولتی عهده‌دار انجام این وظایف می‌شوند. این اقدام را می‌توان در راستای عدم تمرکز و اداره امور عمومی و تخصصی کردن انجام وظایف دولتی ارزیابی کرد (حسینی‌پور اردکانی، ۱۳۸۹، ۱۹۳-۱۹۲) که نتیجهٔ آن می‌تواند ارائه بهتر خدمات عمومی به همه افراد جامعه باشد.

قانونگذار نیز در ماده (۵) قانون محاسبات عمومی (مصوب ۱۳۶۶/۶/۱) در تعریف این سازمان‌ها مقرر داشته است: «مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی به‌منظور انجام وظایف و خدماتی که جنبهٔ عمومی دارد، تشکیل شده یا می‌شوند». همچنین در ماده (۳) قانون مدیریت خدمات کشوری (مصوب ۱۳۸۶/۱۱/۱۸) مقرر شده است: «مؤسسه یا نهادهای عمومی غیردولتی عهده‌دار وظایف و خدماتی است که جنبهٔ عمومی دارد».

از مهم‌ترین پیش‌شرط‌های بازار اوراق بهادار کارآ، انتشار هرگونه اطلاعات مربوط به ورقهٔ بهادار است که در قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران موثر است (صفاریان، ۱۳۸۱، ۱۷). الزام به ارائه اطلاعات، همواره یکی از سرفصل‌های اصلی مقررات راجع به اوراق بهادار بوده است. با توجه به منافعی که ارائه عمومی و خصوصی اطلاعات دارد، قوانینی راجع به منع مدیران از سوءاستفاده از اطلاعات شرکت‌ها، ارائه اطلاعات و ساختار بازارهای مالی وضع شده‌اند. ولی با این‌حال، ارائه اطلاعات می‌تواند به رقابت نیز کمک کند و می‌تواند راهکار فرعی اجرای سیاست‌های حقوق رقابت تلقی شد. در بازارهای با شفافیت بیشتر، احتمال تحقق اهداف حقوق رقابت بیشتر است. یکی از شرایط اصلی برای داشتن رقابتی مؤثر این است که اطلاعات در سطح وسیع و با کمترین هزینه فراهم شود زیرا عدم وجود اطلاعات، فعالیت عادی بازار را به مخاطره می‌اندازد (برد[1] و همکاران، ۲۰۰۲).

---

1. Board

شفافیت و افشای اطلاعات مالی، یکی از مؤلفه‌های اساسی مدیریت شرکت‌هاست زیرا آنها اساس تصمیم‌گیری آگاهانهٔ سهامداران، ذینفعان و سرمایه‌گذاران بالقوه در رابطه با تخصیص سرمایه، معاملات شرکت‌ها و نظارت بر عملکرد مالی هستند. دانشگاهیان و تنظیم‌کنندگان بازار اهمیت شفافیت را به رسمیت شناخته‌اند، در نتیجه قوانین و مقررات متعددی برای اطمینان از افشای به موقع و مطمئن اطلاعات مالی، به وجود آمده و استانداردهایی را ایجاد می‌کند که شرکت‌ها باید به آن پایبند باشند. امروزه، افشای جامع و پیشگیرانه اطلاعات، به جای انتشار جزئیات حاکمیت شرکت‌ها یا خط‌مشی‌ها مدنظر است (بنجامین فانگ[1]، ۲۰۱۴). برخی پژوهشگران روی تأثیر شفافیت تمرکز می‌کنند که منجر به اعتماد و مشارکت بیشتر می‌شود و مدیریت کارآمدتر (پاسکوئیر[2]، ۲۰۱۷) و فساد کمتر ایجاد می‌کند (کُلستاد و ویج[3]، ۲۰۰۹).

یکی از کارکردهای اصلی بخش خدمات مالی، جمع‌آوری و تجزیه‌وتحلیل اطلاعات است. اطلاعات در بازارهای مالی و بازارهای اوراق بهادار، نقشی مهم‌تر نیز دارد. زیرا این بازارها بیشتر از بازارهای کالاهای عینی در معرض ریسک اطلاعات غلط و گمراه‌کننده قرار دارند. ویژگی منحصربه‌فرد بازارهای مالی که همان اطلاعات محوری آن‌ها، معضل اطلاعات نامتقارن و متعارض و مسائل و مشکلات دلالی در بازار است، سبب شده شفافیت در این بازارها اهمیتی بسیار زیادتر در مقایسه با سایر بازارها داشته باشد. در نهایت بازارهای مالی به اطلاعات و ارائه به‌موقع و مؤثر آن‌ها وابسته‌اند. شفافیت در بازارهای مالی سبب می‌شود بازارهای مالی مستقل، بدون ارتباط فیزیکی و حتی دور از هم از نظر جغرافیایی به منافع ناشی از تمرکز در بازارهای مالی دست یابند (بویسورت و گا[4]، ۲۰۰۱).

افشای اطلاعات باید با رعایت اصول معینی باشد تا افشای صحیح به عموم تضمین شود (سلطانی، ۱۳۹۵:۱۰۰) البته فواید دسترسی به اطلاعات، به توانایی تجزیه و تحلیل آن‌ها بستگی دارد. براساس سیاست‌های رقابتی شفافیت به امکان نوسان بیشتر درآمد و سود منتهی می‌شود. در این زمینه قابل ذکر است، زمانی که بازارهای سرمایه در ابتدای سال ۲۰۰۰ به اوج خود رسیدند، ورشکستگی و رسوایی برخی از شرکت‌ها به‌تدریج اعتماد سرمایه‌گذاران را نسبت به مسئولیت گزارش‌دهی اطلاعات

1. Benjamin Fung
2. Pasquier
3. Kolstad and Wiig
4. Boisvert and Gaa

ضعیف کرده و موضوع اعتماد عمومی به کیفیت اطلاعات گزارش شده مطرح شد. به دلیل کاهش اعتماد عمومی، نیاز به اطلاعات بیشتر و بهتر افزایش یافته و منجر به تقاضای تاکید شده در خصوص شفافیت بیشتر اطلاع‌رسانی شرکت‌ها شده است (نوبخت، ۱۳۸۵).

اهداف گزارشگری مالی، از نیازها و خواسته‌های اطلاعاتی استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی سرچشمه می‌گیرد (ثقفی و عرب‌مازار، ۱۳۸۹). مجموعه مقررات بازارهای اوراق بهادار باید با فراهم آوردن چارچوبی پویا، شیوه‌های مقرراتی و نظارتی بازارها را اِعمال کنند. هستهٔ اصلی این مقررات، الزام به شفاف‌سازی است. به‌طور کلی مقررات اوراق بهادار، ارائه کامل اطلاعات و از بین بردن کلاهبرداری و سوءاستفاده از اطلاعات را در اولویت خود قرار داده است (باقری، ۱۳۸۷، ۷۴-۷۳).

مروری بر پیشینه پژوهش

۱. ابراهیمی‌نژاد و همکاران (۱۳۸۸)، در پژوهشی با عنوان «بررسی روش‌های افزایش شفافیت اطلاعاتی بازار سرمایه ایران و انتخاب روشی بهینه با استفاده از فرایند تحلیل سلسله‌مراتبی» به این نتیجه دست یافته‌اند که روش افزایش آگاهی از دید سرمایه‌گذاران، کارگزاران و کارشناسان به‌عنوان روشی بهینه در شفاف‌سازی بورس شناخته می‌شود و روش‌های وضع و اجرای قوانین و خصوصی‌سازی به ترتیب در اولویت‌های بعدی قرار می‌گیرند.

۲. صادقی‌مقدم و نوروزی (۱۳۸۹)، تحقیقی تحت عنوان «نقد و بررسی نظام افشای اطلاعات در بورس ایران» انجام داده‌اند. نتایج حاصل، بیانگر این است که در نظام افشای اطلاعات، قانونگذاران بیشترین تأکید خود را بر انتشار اطلاعات مهم دارند و صورت‌های مالی که در واقع جمع‌بندی و مروری در اطلاعات مهم شرکت در یک دوره مالی معین است، بیانگر وضعیت مالی شرکت است که باید تحت معیارهای واحد حسابداری و حسابرسی که به‌وسیلهٔ سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین می‌شود افشا شوند.

۳. سینایی و داودی (۱۳۸۸)، در پژوهشی با عنوان «بررسی روابط شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بررسی اوراق بهادار تهران» به این نتایج دست یافته‌اند که ابعاد سه‌گانه شفافیت، یعنی افشای اطلاعات مالی و شفافیت

ساختار مالکیت و شفافیت ساختار هیأت‌مدیره، بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس تأثیرگذار است، البته بیش از هر چیز، سرمایه‌گذاران به افشای اطلاعات مالی اهمیت می‌دهند.

۴. باقری و سیدی (۱۳۸۷)، پژوهشی با عنوان «همگرایی و رقابت در بازارهای بورس: تعارض حقوق رقابت و حقوق بازار بورس» انجام داده‌اند. نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد که از دیدگاه هنجاری الزام به ارائه اطلاعات، همواره به‌عنوان یکی از بخش‌های مهم مقررات اوراق بهادار بوده است که به همان اندازه نیز می‌تواند به افزایش رقابت در بازار کمک کند. مسئله اساسی در اینجا، ناسازگاری اهداف حقوق رقابت از یک طرف و اهداف مقررات بازارهای بورس در زمینه حمایت از برخی بخش‌ها و ایجاد ثبات است که هدف یکی، داشتن رقابت بیشتر و دیگری داشتن بازاری باثبات با نقدینگی بیشتر است که انتخاب هرکدام از این‌ها دشوار است و پیدا کردن راه‌حلی که هر دو هدف را تأمین کند دشوارتر است. از نظر نویسندگان، بهترین راه‌حل قابل تصور برای این اهداف قانونی متعارض، ترکیب هنجارهای مختلف در یک بسته چندگانه، نظارت و نظم خاص بازار و اجازه وجود هم‌زمان این اهداف است که سرانجام باید در یک چارچوب حل شود و امکان همکاری و تهاتر را بین اهداف مختلف و شکل‌گیری راه‌حل مطلوب از طریق چرخش به سمت سیستم قانونی یکپارچه و پویا که بیشتر مبتنی بر ارائه اطلاعات تا ایجاد قوانین ماهوی باشد، صورت گیرد.

۵. خالقی و میرزایی‌منفرد (۱۳۹۷)، در مقاله‌ای با عنوان «تحلیل حقوقی شفافیت اطلاعاتی نهادهای عمومی» با تمرکز بر جنبهٔ ضمانت اجرای شفافیت اطلاعاتی در نهادهای عمومی، نشان می‌دهند که تشتت در قانونگذاری، مانع از الزام نهادهای عمومی به افشای اطلاعات و اجرای آن توسط این نهادها شده است. همچنین شتابزدگی در اصلاح و تصویب قوانین، از جامعیت و مانعیت لازم این قوانین کاسته و در عمل مانع از نظارت لازم سازمان بورس بر این نهادها شده است. به‌عنوان مثال، بلاتکلیفی در وضعیت مسئولیت حقوقی شرکت‌های زیرمجموعهٔ این نهادها و نامشخص بودن مسئولیت مدنی انضباطی و کیفری که مانع از بازدارندگی کافی قوانین می‌شود. همچنین پیشنهادهایی برای اصلاح و رفع ابهام قوانین و مقررات و شناسایی دقیق‌تر مسئولیت حقوقی در مقاله یاد شده ارائه شده است.

آسیب‌شناسی شفاف‌سازی اقتصادی و مالی در نظام حقوقی ایران

یکی از ابزارهای مؤثر در کارایی هر بازار، شفافیت اطلاعاتی است. شفافیت اطلاعاتی در حوزه بخش خصوصی، در چارچوب الزامات مقرراتی بازار سرمایه حاصل می‌شود، لیکن از آنجا که ابزار قانونی برای کنترل بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌های تحت مالکیت حوزه بخش عمومی وجود نداشت، قانونگذار در برهه‌های زمانی مختلف، در راستای الزام مدیران شرکت‌های مشمول و یا مدیران اشخاص حقوقی مالک، با پیش‌بینی برخی ضمانت اجراها تلاش کرد این خلاء را جبران کند و در این راستا، کنترل بر شفافیت، مسیر و شیوه افشاء، پیگیری کیفری و برخورد انضباطی با مدیران متخلف را نیز بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار واگذار کرد (خالقی و میرزایی‌منفرد، ۱۳۹۷).

مسئله شفافیت بنگاه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی و شبه‌دولتی، همواره یکی از دغدغه‌های اقتصادی کشور بوده است. پیرو ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و تصویب قانون مربوطه در سال ۱۳۸۷ با توجه به اینکه اجازه واگذاری شرکت‌های دولتی به نهادهای عمومی غیردولتی داده شد، این دغدغه به وجود آمد که چگونه نهادهای نظارتی می‌توانند بر فعالیت‌های اقتصادی در این نهادها رصد داشته باشند (اقبال‌نیا، ۱۳۹۵). با توجه به وجود ابهامات مالی در حوزه شرکت‌های متعلق به بخش عمومی و عدم انتشار اطلاعات مالی آن شرکت‌ها به عموم ـکه خود زمینه مفاسد کلان مالی را فراهم می‌کندـ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، تلاش کرد تا نسبت به ترویج شفافیت با توسل به برخی ابزارهای قانونی اقدام کند (خالقی و میرزایی‌منفرد، ۱۳۹۷). ارائه اطلاعات کامل مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی مشمول بند (۵) ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴، مصوب ۲۸ خرداد ۱۳۹۸، به سازمان بورس و اوراق بهادار الزامی شد و سازمان بورس و اوراق بهادار نسبت به انتشار مجدد آن اقدام کرد (بیگ‌زاده‌میلانی، ۱۳۹۸).

یکی از مشکلات، نبودِ تقسیم‌بندی مناسب در زمینهٔ فعالیت نهادهای عمومی غیردولتی و مشخص نبودن جایگاه نهاد نظارتی برای فعالیت این نهادهاست. البته در قانون مدیریت خدمات کشوری، تعریفی در این زمینه ارائه شد. نگاه مصداقی که تا قبل از این وجود داشته تفکیک و تقسیم‌بندی، نهادهای غیردولتی عمومی را با مشکل مواجه کرده است. برای مثال، برخی نهادهای عمومی غیردولتی که فعالیت کاملاً فرهنگی دارند اما با توجه به تعریف فعالیت اقتصادی نهادهای عمومی غیردولتی، می‌توانند فعالیت اقتصادی داشته باشند. مسئله این بود که فعالیت این نوع

گروه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی قابل انطباق با نظام اقتصادی کشور نبود. از طرف دیگر، این پرسش‌ها در مورد فعالیت اقتصادی نهادهای عمومی غیردولتی با توجه به اینکه قانون، ۴۰٪ بازار را در اختیار قرار داده، مطرح شد که این نهادها در چه زمینه‌هایی می‌توانند سرمایه‌گذاری کنند؟ چارچوب و ملاحظات فعالیت‌های اقتصادی این‌گونه نهادها چیست؟ چه نهادی مسئول نظارت بر فعالیت اقتصادی نهادهای عمومی غیردولتی است؟ به‌منظور نظم بخشیدن، شفاف‌سازی و سامان دادن به فعالیت نهادهای عمومی غیردولتی و تقسیم‌بندی مناسب این گروه‌ها در نظام اقتصادی به‌تدریج گام‌هایی از سوی دولت و مجلس برداشته شد.

در مرحله اول، کمیسیون اصل ۴۴ مجلس در سال ۱۳۹۳ اولین اصلاحیه را در ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی[1] انجام داد و نهادهای عمومی غیردولتی را ملزم کرد اطلاعات و گزارش فعالیت‌های مالکیت مستقیم و غیرمستقیم‌شان را به شورای رقابت بدهند و باید مکلف به رعایت سقف ۴۰٪ در بنگاه‌داری باشند. ولی این امر به‌تنهایی نمی‌توانست زمینهٔ شفافیت فعالیت اقتصادی این‌گونه نهادها را فراهم کند. به همین دلیل، در سال ۱۳۹۵ دولت و مجلس در جهت تسریع این امر، قانون را برای تمامی گروه‌ها و نهادهای دولتی و عمومی غیردولتی که اطلاعات‌شان را افشا نمی‌کردند (مانند نهادهای نظامی، انتظامی، سازمان‌ها و مؤسسات خیریه، نهادهای وقفی، بقاع متبرکه، صندوق‌های بازنشستگی اعم از لشگری و کشوری و نهادهای انقلاب اسلامی)، لازم‌الاجرا کرد (عالی‌پور، ۱۳۹۵).

بر اساس ضمانت اجرای دیگر قانون مورد بحث، بانک مرکزی و بانک‌های کشور، باید حساب‌های بانکی شرکت‌هایی را که گزارش‌های مالی‌شان را منتشر نکرده‌اند، مسدود کنند. مسدود کردن حساب‌های بانکی به حکم قضایی احتیاج دارد و از آن مهم‌تر باید ترتیب عدم اجرا و عدم اقدام مشخص شود و برای نمونه اگر نهادهای شبه‌دولتی اطلاعات خود را ندهند در کدام دسته‌بندی این سه نوع ضمانت اجرایی قرار می‌گیرد که در مقابل، قوه قضاییه بتواند حکمی صادر کند.

تاکنون بیش از ۵۰۰ شرکت، اطلاعات و صورت‌های مالی خود را روی سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران (کدال) قرار داده‌اند. ارائه فهرست کامل همه اشخاص مشمول به‌صورت سالانه، از تکالیف اطلاع‌رسانی مقرر در قانون اخیر است.

---

۱. منظور از ماده ۶ در این مقاله، ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و اصلاحیه‌های آن است.

نکته پایانی در این قسمت اینکه قانونگذار طبق رویه‌ای قابل انتقاد و غیراصولی، اصلاحات متعددی را به ماده (۶) وارد کرده است. چنانکه گفته شد، ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، پس از تصویب اولیه در سال ۱۳۸۶، در چهار نوبت طی فواصل کوتاه‌مدت و به‌طور مفصل اصلاح شد. به‌نظر می‌رسد مهمترین دلیل این اصلاحات پی‌درپی، تلاش برای اجرای احکام پیشین مصوب بوده است. در اینجا، قانونگذار تنها راه مؤثر برای اجبار بنگاه‌ها و شرکت‌ها درخصوص ارائه اطلاعات مالی‌شان به سازمان بورس اوراق بهادار و به‌طور کلی، شفافیت مالی آنها را تصویب مفاد قانونی جدید دانسته است. در مجموع باید گفت استفاده بیش از حد از قوانین، باعث کاهش کیفیت قوانین شده است و قوانین را دچار ناکارآمدی کرده است. «آسیب‌های ناشی از توسل بیش از حد به قانون و قانونگذاری و درنتیجه، افت کیفیت قوانین در ایران نیز به‌خوبی مشهود است. امروزه همگان از حجم انبوه قوانین و اصلاحات مکرر و الغای سریع و متروک ماندن قوانین شکایت می‌کنند و آن را مانع توسعه می‌دانند. استفاده‌های نابه‌جا از قانونگذاری بر اقتدار قانون تأثیر نامطلوبی گذاشته است» (وکیلیان و مرکزمالمیری، ۱۳۹۵، ۵۲). علاوه بر این، اصلاحیه‌های مکرر ماده (۶)، به پیچیده‌تر شدن و غیرقابل فهم شدن قانون برای تابعان آن انجامیده است. به‌ویژه در نظام حقوقی ما که همچنان فرآیند تدوین و تنقیح قوانین به انجام نرسیده، آسیب پیش‌گفته، تأثیرات بسیاری نامطلوبی برای تحقق حاکمیت قانون در پی دارد.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و یافته‌های حاصل از نظرسنجی

در این پژوهش، به‌منظور آسیب‌شناسی و شناسایی موانع اجرایی قانون علاوه بر تحلیل حقوقی ـ اقتصادی مواد قانونی مرتبط با موضوع، پرسشنامه‌ای طراحی شده است. جامعهٔ آماری مورد مطالعه شامل ۸۰ نفر از استادان، پژوهشگران، مدیران و کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار، کارگزاران بازار سرمایه و دیگر صاحب‌نظران در حوزهٔ مورد پژوهش است. پرسشنامه به‌صورت گویه‌های نگرشی طراحی شده است که شامل ۱۷ گویه و ۴ پرسش باز است. نتایج ۴ پرسش باز این پژوهش، روشنگری‌های بسیاری را از موضوع پژوهش به دست می‌دهد که می‌تواند شناخت عمیق‌تر موضوع مورد بحث کمک کند.

از نتایج این پرسش‌ها، آسیب‌شناسی و راهکارهای بهبود قابل استنتاج است که می‌تواند خود مبنایی برای پژوهش‌های بعدی قرار گیرد. در جدول ۱، نتایج ۱۷ پرسش با طیف لیکرت پنج

درجه‌ای آورده شده است. در تحلیل این نتایج، منظور از اکثریت پاسخ‌گویندگان، جمع میزان درصد افراد موافق و بسیار موافق به پرسش‌ها است که نشان‌دهندهٔ توافق آن‌ها نسبت به موضوع طرح شده است.

نتایج نظرسنجی و تحلیل آماری آن از استادان، پژوهشگران، مدیران، کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار و دیگر مؤسسات مرتبط در زمینهٔ شفاف‌سازی و افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و مؤسسات اقتصادی نزد سازمان بورس و اوراق بهادار (در راستای تکالیف قانونی موضوع ماده ۶) ازجمله نقاط ضعف و قوت، موانع و تنگناها، چگونگی اجرا، راهکارهای ارائه شده و مزیت‌های اجرای آن، در جداول ۱ تا ۵ ارائه شده است.

جدول ۱. نتایج نظرسنجی حاصل از گویه‌های ۱۷ گانه پژوهش[1]

ردیف	گویه‌ها	کاملاً مخالف	مخالف	تاحدودی	موافق	کاملاً موافق
۱	یکی از مزیت‌های ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، ایجاد فضای رقابتی سالم و منصفانه است.	–	٪۵	٪۴	٪۳۲	٪۵۹
۲	شفاف‌سازی موجب آشکار شدن نقاط ضعف و قوت و میزان کارآمدی سیستم‌های مدیریتی شرکت‌ها می‌شود.	–	٪۶	٪۲۱	٪۳۵	٪۳۸
۳	ارائه اطلاعات مالی بنگاه‌های اقتصادی به سازمان بورس و اوراق بهادار می‌تواند زمینه ایجاد بانک اطلاعاتی و نظارت بر عملکرد آن‌ها را فراهم سازد.	–	٪۹	٪۴۵	٪۲۹	٪۱۷
۴	افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها نزد سازمان بورس و اوراق بهادار موجب افزایش اعتماد و انگیزه افراد به سرمایه‌گذاری و مشارکت بیشتر می‌شود.	–	٪۱۴	٪۳۱	٪۴۳	٪۱۲
۵	در نبود شفافیت اطلاعات مالی و نظارت عمومی احتمال بروز تقلب، رانت و فساد بیشتر می‌شود.	–	–	٪۱۵	٪۳۳	٪۵۲
۶	افشای اطلاعات مالی بنگاه‌های اقتصادی موجب افزایش سرمایه اجتماعی و تقویت حاکمیت قانون می‌شود.	–	–	٪۳۳	٪۲۶	٪۴۱
۷	در نبود شفافیت اطلاعات مالی امکان ایجاد فضای رقابتی سالم و منصفانه، کمتر می‌شود.	–	–	٪۱۷	٪۳۴	٪۴۹
۸	آیا صرف مقررات‌گذاری جهت شفاف‌سازی اقتصادی به سازمان بورس و اوراق بهادار کفایت می‌کند؟	٪۴۴	٪۳۲	٪۲۴	–	–
۹	برای افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی، انجام اصلاحات نهادی و ساختاری تا چه حدی ضرورت دارد؟	–	٪۶	٪۱۹	٪۳۴	٪۴۱
۱۰	عدم همکاری شرکت‌ها و بنگاه‌های مشمول ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی می‌تواند به نقض اصل بنیادین حاکمیت قانون بیانجامد.	–	٪۱۱	٪۲۸	٪۴۰	٪۲۱
۱۱	سازمان بورس و اوراق بهادار از سازوکار و ابزارهای قانونی لازم برای مکلف کردن شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به ارائه و افشای اطلاعات برخوردار است.	٪۶	٪۲۳	٪۴۵	٪۱۸	٪۸

۱. جداول تکمیلی که شامل فراوانی و درصد تجمعی می‌باشد، در مستندات تحقیق آورده شده است.

ردیف	گویه‌ها	کاملاً مخالف	مخالف	تاحدودی	موافق	کاملاً موافق
۱۲	ضمانت‌های اجرایی موجود در مورد شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی متخلف در ارائه و افشای بموقع اطلاعات مالی به سازمان بورس و اوراق بهادار از قابلیت اجرای کمتری برخوردار است.	–	٪۵	٪۳۱	٪۴۳	٪۲۱
۱۳	قوانین و مقررات حاکم بر ابعاد نظارتی سازمان بورس و اوراق بهادار بر شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی مشمول به‌عنوان مقام ناظر از کارآمدی لازم برخوردار است.	٪۷	٪۳۶	٪۲۷	٪۲۵	٪۵
۱۴	سازمان بورس و اوراق بهادار از امکانات اجرایی و نظارتی لازم در زمینهٔ اجرای تکالیف قانونی و نظارت بر شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی مشمول برخوردار است.	٪۴	٪۳۱	٪۳۵	٪۲۴	٪۶
۱۵	ارائه اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به سازمان بورس و اوراق بهادار سبب کاهش هزینه‌های معاملاتی شهروندان و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری آنان می‌شود.	–	٪۹	٪۲۱	٪۲۹	٪۴۱
۱۶	مقررات‌گذاری افشای اطلاعات باید در کار سایر ابزارهای مقررات‌گذاری با درجه ضمانت اجرای بیشتر به کار گرفته شود تا موجب ارائه اطلاعات صحیح به سازمان بورس و اوراق بهادار شود.	–	–	–	٪۳۳	٪۶۷
۱۷	افشای درست، به‌موقع و به اندازه اطلاعات مالی موجب افزایش کارایی اقتصادی و رشد اقتصادی می‌شود.	–	–	٪۲۸	٪۵۰	٪۲۲

بررسی نتایج گویه‌های ۱۷گانه حاصل از نظرسنجی پژوهش

همان‌گونه که از داده‌های جدول ۱ برمی‌آید، در پاسخ به گویه ۱، اکثریت پاسخگویان با ۹۱٪، ایجاد فضای رقابتی سالم و منصفانه را یکی از مهم‌ترین دستاوردهای مورد انتظار از اجرای ماده ۶ در مورد شفاف‌سازی و افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی نزد سازمان بورس و اوراق بهادار قلمداد می‌کنند.

در پاسخ به گویه ۲، مبنی بر تأثیر افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی نزد سازمان بورس و اوراق بهادار در زمینه آشکار شدن نقاط قوت و ضعف و میزان کارآمدی سیستم‌های مدیریتی شرکت‌ها، ۵۵٪ آن را زیاد و خیلی زیاد، ۲۱٪ آن را متوسط و ۱۹٪ نیز آن را کم و خیلی کم اعلام کرده‌اند.

در مورد گویه ۳، مبنی بر چگونگی ایجاد بانک اطلاعاتی جامع و نظارت بر عملکرد شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی مشمول ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، به عنوان یکی از نتایج مورد انتظار از اجرای قانون افشای اطلاعات مالی مورد بحث نزد سازمان بورس ۴۶٪ پاسخگویان در این زمینه نظر موافق و کاملاً موافق داشته، ۴۵٪ آن را متوسط ارزیابی کرده و فقط ۹٪ نظر مخالف ابراز داشته‌اند.

در پاسخ به گویه ۴، مبنی بر اینکه افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی تأثیری در افزایش انگیزه افراد به سرمایه‌گذاری و مشارکت بیشتر در امور اقتصادی ندارد، اکثریت پاسخگویان با ۵۷٪

مخالفت خود را با این گویه ابراز داشته و فقط ۱۱٪ نظر موافق داشته‌اند که این مورد بیانگر دیدگاه مثبت اکثریت پاسخگویان به اجرای قانون شفاف‌سازی اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی و تأثیر آن در افزایش اعتماد و انگیزه اشخاص به مشارکت بیشتر است.

در گویه ۵، اکثریت قریب به اتفاق پاسخگویان با ۸۵٪ به احتمال بروز تقلب، رانت، تبعیض و فساد در نبود شفافیت اطلاعات مالی و نظارت عمومی، نظر موافق داشته و ۱۵٪ نیز احتمال آن را در حد متوسط ابراز داشته‌اند.

داده‌های جدول ۱، در پاسخ به گویه ۶، بیانگر جایگاه با اهمیت شفاف‌سازی و افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و مؤسسات اقتصادی در افزایش سرمایه اجتماعی و تقویت حاکمیت قانون است که ۶۷٪ پاسخگویان آن را خیلی زیاد و زیاد ابراز داشته و ۳۳٪ نیز در حد متوسط توصیف کرده‌اند.

در گویه ۷، اکثریت پاسخگویان با ۸۱٪، نظر مخالف خود را به این مورد ابراز داشته‌اند که نشانگر دیدگاه مثبت آنان به نقش مؤثر اجرای ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی در فراهم ساختن شرایط رقابتی سالم و منصفانه است.

در پاسخ به گویه ۸ که صرف مقرراتگذاری برای ارائه اطلاعات مالی شفاف، صحیح و به‌موقع از سوی شرکت‌ها و بنگاه‌ها به سازمان بورس در راستای شفاف‌سازی کفایت می‌کند، اکثریت پاسخگویان با ۷۶٪ به این گویه پاسخ منفی داده‌اند که این امر بیانگر این نکته است که صرف مقررات‌گذاری برای شفاف‌سازی کفایت نمی‌کند.

درگویه ۹ مبنی بر ضرورت اعمال اصلاحات نهادی و ساختاری برای ایجاد شفافیت اطلاعاتی و نظارت دقیق، بیشتر پاسخگویان با ۷۵٪ نظر موافق و کاملاً موافق داشته و ۱۹٪ نیز به‌طور متوسط با این گویه موافق بوده‌اند.

در پاسخ به گویه ۱۰ که عدم همکاری شرکت‌ها و بنگاه‌های مشمول در ارائه به موقع و شفاف اطلاعات مالی به سازمان بورس به استناد تکالیف قانونی، می‌تواند به نقض اصل بنیادین حاکمیت قانون بیانجامد، ۶۱٪ پاسخگویان نظر موافق و کاملاً موافق داشته و ۲۸٪ نیز در سطوح میانی با این گویه موافق هستند.

در پاسخ به گویه ۱۱ در مورد سازوکارها و ابزارهای قانونی سازمان بورس برای مکلف ساختن شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به ارائه و افشای اطلاعاتشان به سازمان، اکثریت پاسخگویان با ۴۵٪ آن را در حد متوسط ارزیابی کرده، ۲۹٪ کم و ۲۶٪ نیز آن را زیاد توصیف کرده‌اند.

براساس داده‌های مربوط به گویه ۱۲، ۶۰٪ پاسخگویان میزان قابل اجرا و مؤثر بودن ضمانت‌های اجرایی مصوب برای مکلف کردن شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به ارائه و افشای اطلاعات مالی‌شان به سازمان بورس را کم و خیلی کم، ۲۵٪ آن را متوسط و۱۲/۵٪ نیز آن را مؤثر دانسته‌اند.

در پاسخ به گویه ۱۳، در مورد میزان کارآمدی قوانین و مقررات حاکم بر ابعاد نظارتی سازمان بورس بر شرکت‌ها و بنگاه‌های مشمول ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، ۴۲٪ آن را کم، ۳۰٪ زیاد و ۲۸٪ متوسط ارزیابی کرده‌اند.

در مورد گویه ۱۴، میزان برخورداری سازمان بورس از امکانات اجرایی لازم در اجرای تکالیف قانونی ناشی از اجرای ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، ۳۶٪ آن را متوسط، ۳۴٪ آن را کم و ۲۷٪ نیز آن را زیاد قلمداد کرده‌اند.

در پاسخ به گویه ۱۵ مبنی بر کاهش ریسک سرمایه‌گذاری با ارائه اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به سازمان بورس ۷۰٪ پاسخگویان نظر موافق خود را به این مورد ابراز داشته‌اند و ۲۱٪ نیز در ارتباط با این گویه نظر میانی داشته‌اند.

در گویه ۱۶ مبنی بر مقرراتگذاری با ضمانت اجرایی بیشتر و استفاده از دیگر ابزارهای قانونی برای ارائه و افشای صحیح اطلاعات مالی شرکت و بنگاه‌های اقتصادی به سازمان بورس، پاسخگویان به اتفاق‌آرا (۱۰۰٪) دیدگاه موافق و کاملاً موافق خود را با این گویه ابراز داشته‌اند.

در پایان، در پاسخ به گویه شماره ۱۷، قریب به ۷۲٪ پاسخ‌دهندگان نظر موافقی با رابطه و اثر شفافیت بر کارایی و رشد اقتصادی دارند.

بررسی نتایج پرسش‌های باز

در این نظرسنجی، علاوه بر ۱۷گویه‌که در آن پاسخ‌دهنده، محدود به طیف لیکرت برای پاسخگویی می‌باشد، از ۴گویه باز که در قالب جداول ۲ تا ۵ آمده، استفاده شده است. بزرگ‌ترین امتیاز گویه‌های باز، آزادی عمل پاسخ‌دهنده در پاسخگویی است. گویه‌های باز منبع بسیار ارزشمندی برای تدوین فرضیه‌های جدید در مطالعات و پژوهش‌ها بوده و از این رو گویه‌های باز، قابلیت تفسیر و نظریه‌پردازی را دارد. گویه‌های جداول ۲ و ۳، ناظر بر جنبه‌های کارکردی و عملکردی همکاری شرکت‌ها و اجرای قانون است و گویه‌های جداول ۴ و ۵، ناظر بر موانع اجرای ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل۴۴ قانون اساسی و پیشنهادات صاحب‌نظران است.

جدول ۲. آسیب‌های ناشی از تخلف و عدم همکاری شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی مشمول ماده ٦ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ٤٤ قانون اساسی و اصلاحیه‌های بعدی آن در ارائه و افشای اطلاعات مالی نزد سازمان بورس و اوراق بهادار

ردیف	پیامدها و آسیب‌های ناشی از عدم همکاری شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی در اجرای قانون شفاف‌سازی	درصد
۱	گسترش رانت‌خواری، فساد، فرار مالیاتی و تقلب در حوزه‌های مالی و سرمایه‌گذاری به دلیل عدم شفافیت مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی	٪۱۷
۲	کاهش نظارت و پاسخگویی	٪۱۵/۲
۳	حذف فضای رقابتی سالم و منصفانه و آشکار نشدن میزان کارآمدی سیستم‌های رقابتی	٪۱۵
۴	کاهش امنیت فضای کسب‌وکار، افزایش ریسک سرمایه‌گذاری و کاهش سرمایه‌گذاری	٪۱۲
۵	از بین رفتن فرصت‌های برابر برای سرمایه‌گذاران و گسترش فضای تبعیض و انحصار	٪۱۱/۳
۶	کاهش سرمایه اجتماعی و میزان اعتماد عمومی، وفاق ملی، همبستگی اجتماعی و مشارکت اقتصادی	٪۱۱/۱
۷	نقض اصل بنیادین حاکمیت قانون و تضعیف حقوق شهروندی	٪۱۰
۸	آشکار نشدن سوءمدیریت‌ها و عدم امکان پیشگیری از تخلفات	٪۸

جدول ۳. نظر پاسخگویان در مورد آثار و نتایج (کارکردهای مثبت) حاصل از اجرای ماده ٦ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ٤٤ قانون اساسی و اصلاحیه‌های بعدی آن

ردیف	آثار و نتایج (کارکردهای مثبت) حاصل از اجرای ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و اصلاحیه‌های آن	درصد
۱	شفاف‌سازی و افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی مشمول، موجب شکل‌گیری فضای رقابتی سالم و منصفانه می‌شود.	٪۱۸
۲	اجرای ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی قانون، سبب افزایش اعتماد و انگیزه اشخاص به سرمایه‌گذاری و مشارکت بیشتر در امور اقتصادی می‌شود.	٪۱۵
۳	ارائه و افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها، سبب کاهش هزینه‌های معاملاتی و کاهش ریسک‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها می‌شود.	٪۱۵/۱
۴	افشای اطلاعات مالی، موجب آشکار شدن نقاط ضعف و قوت و میزان کارآمدی سیستم‌های مدیریتی شرکت‌ها می‌شود.	٪۱۴/۵
۵	شفاف‌سازی اطلاعات مالی، سبب افزایش سرمایه اجتماعی و تقویت حاکمیت قانون و حکمرانی خوب می‌شود.	٪۱۳
۶	افشای درست، به‌موقع و به اندازه اطلاعات مالی موجب افزایش کارایی و رشد اقتصادی می‌گردد.	٪۱۳
۷	ارائه و افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی نزد سازمان بورس و اوراق بهادار می‌تواند زمینه ایجاد بانک اطلاعاتی جامع و نظارت بر عملکرد آن‌ها و برقراری سیستم مالیاتی صحیح و دقیق را فراهم سازد.	٪۱۱

جدول ٤. چالش‌های پیش‌روی اجرای ماده ٦ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ٤٤ قانون اساسی و اصلاحیه‌های بعدی آن در زمینه افشای اطلاعات مالی نزد سازمان بورس و اوراق بهادار

ردیف	موانع و چالش‌های پیش‌روی اجرای ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی در زمینه ارائه اطلاعات مالی شرکت‌ها به سازمان بورس و اوراق بهادار	درصد
۱	موانع ساختاری (سیاسی، اقتصادی، اجتماعی)	٪۱۵/۳۷
۲	ضعیف بودن ضمانت‌های اجرای قانون	٪۱۴/۶۱
۳	مشکل خلأ قانونی و نبودِ قوانین و آیین‌نامه‌های جامع	٪۱۲/۸۵
۴	موانع مربوط به سازوکارهای اجرایی	٪۱۲/۵۹
۵	پایین بودن فرهنگ انتشار اطلاعات و شفاف‌سازی در جامعه و عدم اطلاع‌رسانی کافی و مناسب	٪۱۱/۳۴
۶	تعارض و ابهام در قوانین و مقررات جدید	٪۸/۵۶
۷	نبود ارادهٔ جدی در سازمان‌های اجرایی مسئول	٪۸/۵۶
۸	گزارشگری مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به دلیل تغییرات مکرر مدیریتی و فساد	٪۸/۵۶
۹	تورم تقنین (تعدد قوانین)	٪۷/۵۶

جدول ٥. پیشنهادها و راهکارهای ارائه شده از سوی پاسخگویان در زمینهٔ اجرای بهتر ماده ٦ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ٤٤ قانون اساسی و رفع موانع و اشکالات موجود در ارائه و افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به سازمان بورس و اوراق بهادار

ردیف	پیشنهادها و راهکارهای ارائه شده در زمینهٔ اجرای بهتر ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و رفع موانع و اشکالات موجود	درصد
۱	مقررات‌گذاری افشای اطلاعات همراه با دیگر ابزارهای مقررات‌گذاری با درجه ضمانت اجرایی بیشتر که می‌تواند در اجرای بهتر این قانون تأثیر گذار باشد.	٪۱۰/۶
۲	مناسب ساختن ضمانت‌های اجرایی با جرایم و تخلفات	٪۱۰
۳	اعمال اصلاحات نهادی و ساختاری	٪۹/۵
۴	استفاده از نیروی انسانی متخصص و کارآمد و رفع موانع از سازوکارهای اجرایی	٪۸/۹
۵	ایجاد سیستم انگیزشی مناسب برای اجرای قانون ... و ارائه بسترهای تشویقی برای شرکت‌ها و بنگاه‌های ارائه دهنده اطلاعات صحیح و به‌موقع	٪۸/۴
۶	فرهنگ‌سازی در زمینهٔ شفاف‌سازی اطلاعات مالی، آموزش و ارتقای آگاهی مدیران شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی و سهامداران	٪۷/۹
۷	بازنگری و شفاف‌سازی و رفع تعارض در قوانین	٪۷/۵
۸	ایجاد مکانیزم مناسب جهت هماهنگی بیشتر تمامی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی با سیستم مالیاتی کشور	٪۷/۲
۹	استفاده از تکنولوژی روز و لزوم بهره‌گیری از ابزارهای کنترلی مناسب	٪۷
۱۰	وضع قوانین و مقررات مانع و بازدارنده‌تر	٪۶/۵
۱۱	همکاری نزدیک بین وزارت اقتصاد و قوه قضائیه و دیگر سازمان‌های مرتبط	٪۵/۹
۱۲	پیگیری قضایی متخلفان و ایجاد شعبه قضایی ویژه برای رسیدگی به تخلفات این حوزه	٪۵/۴
۱۳	تشکیل کارگروه نظارت بر اجرای قانون از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار	٪۵/۳

با توجه به داده‌های جداول ۲ تا ۵ (پرسش‌های ۴گانه باز)، می‌توان به تفسیر و تحلیل آنها به شرح زیر اشاره کرد:

الف) آسیب‌های ناشی از عدم تمکین شرکت‌ها از قانون

آسیب‌های اجتماعی

۱۱/۱٪ پاسخ‌دهندگان بر این باورند که این عدم تمکین و مشارکت بنگاه‌ها و شرکت‌ها از قانون باعث کاهش سرمایه اجتماعی و تنزل میزان اعتماد عمومی، همبستگی اجتماعی و مشارکت می‌شود. باید توجه داشت که این نتیجه، اثرات چندجانبه‌ای را در اقتصاد ایجاد می‌کند که بررسی آن فراتر از موضوع این مقاله است. افزایش مشارکت اقتصادی-اجتماعی یکی از الزامات توسعه است.

آسیب‌های اقتصادی

در نظر متخصصین مصاحبه شده در این نظرسنجی، عدم شفافیت مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به اقسام فساد اقتصادی و تضعیف محیط رقابتی، منجر می‌شود.

- گسترش رانت‌خواری، فساد، فرار مالیاتی و تقلب در حوزه‌های مالی و سرمایه‌گذاری به دلیل عدم شفافیت مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی (۱۷٪)؛
- حذف فضای رقابتی سالم و منصفانه و آشکار نشدن میزان کارآمدی سیستم‌های رقابتی (۱۵٪)؛
- کاهش امنیت فضای کسب‌وکار، افزایش ریسک سرمایه‌گذاری و کاهش سرمایه‌گذاری (۱۲٪)؛
- از بین رفتن فرصت‌های برابر برای سرمایه‌گذاران و گسترش فضای تبعیض و انحصار (۱۱/۳٪).

۱۷٪ بر این باورند که عدم اجرای مقررات شفافیت و افشا از سوی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به گسترش رانت‌خواری، فساد، فرار مالیاتی و تقلب در حوزه‌های مالی و سرمایه‌گذاری می‌انجامد. این نتایج، مبانی نظری بحث را مبنی بر اینکه شفافیت فعالیت‌های اقتصادی در سلامت و امنیت اقتصادی مؤثر است، تأیید می‌کند. در عین‌حال این رفتار مخل رقابت منصفانه است که برای کارایی و رشد اقتصادی ضروری است. شفافیت و گردش آزاد اطلاعات مانع از معاملات و فعالیت‌های اقتصادی متکی بر اطلاعات نهانی می‌شود و همین امر باعث می‌شود که فعالیت اقتصادی در بازار و محیطی رقابتی روی دهد. عدم همکاری شرکت‌ها برای شفاف‌سازی این امکان را تضعیف می‌کنند (۱۵٪). افزایش ریسک‌های ناشی

از عدم شفافیت به کاهش تمایل به سرمایه‌گذاری (۱۲٪) و از بین رفتن فرصت‌های آن می‌شود (۱۱/۳٪).

آسیب‌های حقوقی

آثار سوء حقوقی عدم همکاری در اجرای قانون در این نظرسنجی به شرح زیر است:

- کاهش نظارت و پاسخگویی (۱۵/۲٪)
- نقض اصل بنیادین حاکمیت قانون و تضعیف حقوق شهروندی (۱۰٪)

ب) موانع اجرای ماده ٦ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ٤٤ قانون اساسی

بر اساس نظرسنجی انجام شده موانع اجرای قانون را می‌توان به سه گروه تقسیم کرد:

- ۴۵/۰۹٪ پاسخ‌دهندگان، موانع ساختاری و اجرایی قانون که مرتبط با نظام سیاسی و نهادهای اجرایی است را مؤثر دانسته‌اند.
- ۴۳/۵۸٪ پاسخ‌دهندگان، موانع حقوقی که شامل ضعف ضمانت‌های اجرایی، تورم تقنینی، تعارض و ابهامات در قوانین و مشکلات ناشی از خلاء قوانین است را مؤثر دانسته‌اند.
- موانع فرهنگی نیز ۱۱/۳۴٪ نظرها را شامل شده و نشان می‌دهد بازار سرمایه چه در نزد عموم و چه در نزد ناشران، نیاز به آموزش و فرهنگ‌سازی بیشتر دارد.

ج) آثار و نتایج اقتصادی اجرای ماده ٦ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ٤٤ قانون اساسی

افزایش کارایی اقتصادی، شفافیت اطلاعاتی و رقابت منصفانه، کاهش هزینه‌های مبادله و جذب سرمایه، نظر ۶۱/۸٪ پاسخ‌دهندگان، نسبت به نتایج اقتصادی اجرای ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی است.

آثار و نتایج مدیریتی

اجرای ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی به ایجاد بانک‌های اطلاعاتی و نظام‌های نظارتی در شرکت‌ها و ارزیابی عملکرد می‌انجامد و همین امر باعث توسعه مدیریت علمی در بنگاه‌ها و شناسایی نقاط قوت و ضعف آن‌ها می‌شود. به‌عنوان مثال، سازمان‌ها نیاز به تدوین برنامه‌های راهبردی برای تبیین برنامه‌ای آتی خود پیدا می‌کنند

و همین امر باعث توسعه اقتصادی بنگاه‌ها می‌شود. ۲۵/۱٪ پاسخگویان این موضوع را در نظر داشته و آن را یکی از آثار مثبت اجرای ماده (۶) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی دانسته‌اند.

آثار و نتایج اجتماعی

یکی از آثار مثبت اجتماعی در اجرای ماده (۶)، شفافیت اقتصادی است که به افزایش اعتماد عمومی می‌انجامد. افزایش اعتماد عمومی از نظام حقوقی به تقویت سرمایه اجتماعی می‌انجامد و همین امر رشد نرخ مشارکت اقتصادی را به‌همراه می‌آورد. توجه به این امر، اگرچه از نظر پاسخ‌دهندگان نسبت به سایر موارد ضعیف ولی قابل‌توجه است. ۱۳٪ پاسخ‌دهندگان آنرا مؤثر دانسته‌اند.

د) راهکارهای بهبود اجرای ماده ٦ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ٤٤ قانون اساسی

راهکارهای حقوقی

مقررات‌گذاری افشای اطلاعات همراه با دیگر ابزارهای مقرراتگذاری که درجه ضمانت اجرایی بیشتر را دارا باشد و موجب اجرای بهتر قوانین شود، بازنگری و شفافیت در قوانین و تشکیل کارگروه تخصصی نظارت بر اجرای قانون، ارزیابی و بهبود قوانین موجود در سازمان بورس و اوراق بهادار در نظر ۵۳/۷٪ پاسخ‌دهندگان به عنوان راهکارهای حقوقی بهبود اجرای قانون طرح شده است.

راهکارهای ساختاری و مدیریتی

۳۸/۴٪ پاسخ‌دهندگان، اصلاحات نهادی، ساختاری و ایجاد سازوکارهای مالیاتی و همکاری وزارت اقتصاد و قوه قضاییه را برای رفع موانع و اشکالات موجود در اجرای ماده (۶) مؤثر می‌دانند.

راهکارهای فرهنگی

۷/۹٪ پاسخ‌دهندگان، بهبود اجرای ماده (۶) را در فرهنگ‌سازی، آموزش، تقویت نگرش و آگاهی مدیران از مزایای اجرای قانون و فعالیت شفاف و رقابت منصفانه در محیط کسب‌وکار دانسته‌اند.

نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از پژوهش (مطالعات اسنادی و نظرسنجی) نشان می‌دهد:

- مسئله شفافیت و افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی همواره یکی از دغدغه‌های اقتصادی کشور بوده است.
- اجرای صحیح و دقیق شفاف‌سازی و افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی نزد سازمان بورس (تکالیف قانونی ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و اصلاحیه‌های سال‌های ۱۳۹۳، ۱۳۹۵، ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸) می‌تواند سبب شکل‌گیری فضای رقابتی سالم و منصفانه شده و از گسترش رانت، فساد، تقلب، انحصار وغیره جلوگیری کرده و موجب افزایش نظارت و پاسخگویی و سرمایه اجتماعی شود.
- ماده (۶) در طول سال‌های گذشته، مورد اصلاحات متعددی قرار گرفته است. اصلاحات کوتاه‌مدت ماده یادشده، نشانگر آن است که قانونگذار تصویر روشنی از موضوع، حین قانونگذاری نداشته است و ارزیابی لازم از تأثیرات مفاد تصویب‌شده و همچنین قابلیت اجرای آن صورت نگرفته است.
- قانونگذار طبق رویه‌ای قابل انتقاد و غیراصولی، اصلاحات متعددی را به ماده (۶) وارد کرده است. متعاقب آن، در سه نوبت دیگر، به اصلاح مفاد ماده (۶) و الحاق مفادی به آن اقدام کرده است که به پیچیده‌تر شدن و غیرقابل فهم شدن (یا عدم دسترسی) تابعان قانون انجامیده و آسیب تورم تقنینی (تورم قانون) را عمیق‌تر کرده است.
- قانون بازار اوراق بهادار و مقررات آن حداقل الزامات تکلیفی ضروری بازار سرمایه است ولی کفایت آن، نیازمند بازنگری در مبانی به‌منظور بهبود و توسعه و بسط مقررات موردنیاز برای افزایش کارایی بازار است.
- صِرف مقررات‌گذاری برای ارائه اطلاعات مالی صحیح و به‌موقع کافی نیست، بلکه اِعمال اصلاحات نهادی و ساختاری، فرهنگ‌سازی و ایجاد سیستم انگیزشی مناسب و رویکرد قانونگذار در تصویب قانون برای اجرای قانون، ضروری است.

منابع

ابراهیمی‌نژاد، مهدی. (۱۳۸۸). «بررسی روش‌های افزایش شفافیت اطلاعاتی بازار سرمایه‌های ایران»، *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، دانشگاه شیراز.

اقبال‌نیا، محمد. (۱۳۹۵). «گام بزرگ بورس»، *هفته‌نامه تجارت فردا*، شماره ۲۱۰.

باقری، محمود. (۱۳۸۷). «همگرایی و رقابت در بازرسی بورس»، *فصلنامه حقوق*، دوره ۳۸، شماره ۳.

بیگ‌زاده‌میلانی، علی. (۱۳۹۸). «ارائه اطلاعات مالی شرکت‌ها و نهادهای عمومی به بورس الزامی شد»، *روزنامه دنیای اقتصاد*، شماره خبر: ۳۵۶۸۰۶۴.

حسینی‌پور اردکانی، سید مجتبی. (۱۳۸۹). *نظام حقوق حاکم بر مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی*، جلد اول، تهران، جنگل.

خالقی، ابوالفتح و میرزایی‌منفرد، غلامعلی. (۱۳۹۷). «تحلیل حقوقی شفافیت اطلاعاتی نهادهای عمومی»، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، دوره یازدهم، تهران.

رستمی، ولی و حسینی‌پور، سید مجتبی. (۱۳۸۸). نظارت مالی بر مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی، *فصلنامه حقوقی*، دوره ۳۹، تهران، شماره ۴.

خالقی، ابوالفتح و میرزایی‌منفرد، غلامعلی. (۱۳۹۷). تحلیل حقوقی شفافیت اطلاعاتی نهادهای عمومی، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، شماره ۴۱.

سلطانی، محمد. (۱۳۹۵). *حقوق بازار سرمایه*، تهران: سمت.

شمس‌الهی، محسن. (۱۳۹۸). «تحلیل حقوقی و اقتصادی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات در بازار اوراق بهادار»، *دوفصلنامه دانشنامه حقوق اقتصادی*، شماره ۱۵.

صادقی مقدم، محمدحسن و نوروزی، محمد. (۱۳۹۰). «نقد و بررسی نظام افشای اطلاعات در بورس ایران». *فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی*، سال چهل و یکم، شماره ۲.

صفاریان، مریم. (۱۳۸۱). «سیاست‌ها و الزام‌های افشای اطلاعات در بازار سرمایه ایران»، *مجله بورس*، شماره ۳۴.

طهماسبی، علی. (۱۳۹۵). «فرمان شفافیت»؛ *هفته‌نامه تجارت فردا*، شماره ۲۱۰.

عالی‌پور، زهره. (۱۳۹۵). «سازمان بورس آسیب‌شناسی کند». *هفته‌نامه تجارت فردا*، شماره ۲۱۰.

عباس‌زاده، محمدرضا و همکاران. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط شفافیت مالی و اجتناب مالیاتی با توجه به مالکیت نهادی شرکت‌ها، *فصلنامه اقتصاد مالی*، شماره ۳۵، ص ۴۶.

نصیری‌اقدم، علی؛ قودجانی، اصلان؛ حسینی، سید محمدرضا. (۱۳۹۲). مبانی اقتصادی و حقوقی سنجش اعتبار، چاپ اول، تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.

وکیلیان، حسن و مرکزمالمیری، احمد. (۱۳۹۵). «مقدمه‌ای بر فلسفه قانونگذاری: در تکاپوی ارتقای کیفیت قانون»، *فصلنامه پژوهش حقوق عمومی*، سال هجدهم، شماره ۵۱.

Vincent Mabillard and Raphael Zumofen. (2016). the complex relationship between transparency and accountability: A synthesis and contribution to existing frameworks. *Public Policy and Administration*.

Pasquier M. (2014). La transparence: de la lumière à l'aveuglement? Huffington Post.

Kolstad I and Wiig A. (2009). Is transparency the key to reducing corruption in resource-rich countries? *World Development*.

Benjamin Fung. (2014). the Demand and Need for Transparency and Disclosure in Corporate Governance.

Madhayan, A., Parter, D, and Weaver, D. (2005). Should Securities Market be transparent, *Jornal of Financial Markets, Forthcoming*.

Patel, S., Blic, A. (2002). Measuring Transparency and Disclosure at Firm.

Choi, Stahl, and Whinstom (2005). Financial Intermediaries and Electronic Commerce.

Clarkson Max. B.E. (1999). A risk Based model of Stakeholder Theory. Centre for Corporate Social Performance & Ethics, University of Toronto.

Freeman E, R, (1999). The Politics of stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics quarterly*.

Hil. C. W and Jones T, M. (1992). Stakeholder. Agency theory. *Jornal of Management.*

Hsiu J.F. (2006). Effect of Financial Information Transparency on Behavior in Taiwan Stock Market.

Jakson H.E. (2003). Towhat Extent Shoml individual Investors Rely on Mechanism of Market Efficiency, *Journal of Gorpoation Law*, 28 (4).

Vishwanalh T. And Kaufman D (2001). Toward Transparency: New Approaches and Their Application of Financial. *Theord Bank Research Observer*, 16 (1).

COPYRIGHTS

This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 269-296

Institutional Investors' Horizons and Managerial Myopia[1]

Hasan Valiyan[2], Mehdi Safari Gerayli[3], Yasser Rezaei Pitenoei[4]

Received: 2021/07/04
Accepted: 2021/11/26

Research Paper

Abstract

In the context of the Iranian financial market, and with problems such as fragile bubbles in the stock market, the likelihood of stocks crashing, and in particular the severe information asymmetry that exists among investors, most investors are reluctant to take risks and prefer to focus on short-term profitability. This allows many managers to take a myopic approach in investment decisions to increase the firm's short-term profitability. The purpose of this study is to investigate the impact of institutional investors investment horizons including long and short term investment horizons on managerial myopia of the firms listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). The research hypotheses wree tested using a sample of 63 companies listed in Tehran Stock Exchange during the year's 2014 to 2018 using Logistic regression model.The results show that according to the first hypothesis test, long-term institutional investors' investment horizons have a significant negative association with the managerial myopia. Also, based on the result of the second hypothesis, we find that short-term investment horizons have a positive and significant association the managerial myopia.

Kew Words: Institutional Investors' Horizons, Managerial Myopia, long-term investors' investment horizons, Short -term investors' investment horizons.
JEL Classification: N3, Z12

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11292.1493

2. Assistant Professor, Department of Management, Sari Branch, Islamic Azad University, Sari, Iran. (Hasan.Valiyan@yahoo.com).
3. Associate Professor, Department of Accounting, Bandargaz Branch, Islamic Azad University, Bandargaz, Iran. (Corresponding Author). (Mehdi.safari83@yahoo.com).
4. Assistant Professor, Department of Accounting, Faulty of Literature and Humanities, Gilan University, Rasht, Iran. (Rezaei.yasser@gmail.com).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۶، زمستان ۱۴۰۰، صص ۲۹۶-۲۶۹

افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و کوته‌بینی مدیریتی[1]

حسن ولیان[2]، مهدی صفری گرایلی[3]، یاسر رضائی پیته نوئی[4]

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۱۳
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۰۵

چکیده

در چارچوب بازار مالی ایران و با توجه به مشکلاتی چون وجود حباب‌های شکننده در بورس، احتمال سقوط سهام و به‌طور خاص وجود عدم تقارن اطلاعاتی شدیدی که میان سرمایه‌گذاران وجود دارد، اغلب سرمایه‌گذاران تمایلی به ریسک کردن نداشته و ترجیح می‌دهند بر سودآوری کوتاه‌مدت شرکت‌ها تمرکز کنند. این امر باعث شده است که مدیران بسیاری از شرکت‌ها رویکردی کوته‌بینانه برای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بگیرند تا سودآوری کوتاه‌مدت شرکت‌ها افزایش یابد. بنابراین هدف این پژوهش بررسی تاثیر افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی شامل افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت و کوتاه‌مدت بر کوته‌بینی مدیریتی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران است. فرضیه پژوهش با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۶۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ و با بهره‌گیری از مدل‌های رگرسیون لجستیک مورد آزمون قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از آن است که افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت سهامداران نهادی با کوته‌بینی مدیریتی ارتباط منفی معناداری دارد. همچنین بر اساس نتیجه فرضیه دوم مشخص شد افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، ارتباط مثبت و معناداری با کوته‌بینی مدیریتی داشته و آن را تقویت می‌کند.

واژه های کلیدی: افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی، کوته‌بینی مدیریتی، افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت، افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت.
طبقه بندی موضوعی: N3, Z12

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2020.11295.1493

۲. استادیار، گروه مدیریت، واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران. (Hasan.Valiyan@yahoo.com).
۳. دانشیار، گروه حسابداری، واحد بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرگز، ایران. (نویسنده مسئول). (Mehdi.safari83@yahoo.com).
۴. استادیار، گروه حسابداری، دانشکدهٔ ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. (rezaei.yasser@gmail.com).

مقدمه

افق‌های زمانی مدیران و سهامداران در بازار سرمایه امروزه به‌عنوان یکی از مهمترین ابعاد نگرشی محسوب می‌شود که می‌تواند موفقیت یا عدم موفقیت شرکت‌ها در یک بازار رقابتی و اثربخشی سرمایه‌گذاری‌های سهامداران و سرمایه‌گذاران را در یک سرمایه‌گذاری منجر شود. در واقع شاید بتوان گفت افق زمانی سرمایه‌گذاران نهادی تعیین کننده تصمیم‌های آن‌ها در باب حضور و یا عدم حضور در یک شرکت محسوب شود (مرادی و همکاران، ۱۳۹۶). به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی را می‌توان بر حسب افق‌های زمانی در سرمایه‌گذاری‌های‌شان به کوتاه‌مدت و بلندمدت تفکیک کرد (دیکولی[1] و همکاران، ۲۰۰۹؛ بوشی[2]، ۱۹۹۸). بر این اساس می‌توان دریافت حضور سهامداران نهادی می‌تواند بسته به کوته‌بینی یا آینده‌نگری مدیران تغییر یابد (لادیکا و زاچاریاس[3]، ۲۰۱۳).

طبق پژوهش‌های گذشته سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان یک فیلتر و یا ناظر بر عملکرد مدیران تلاش می‌کنند افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت را به مدیران گوشزد کنند تا از این طریق کوته‌بینی مدیریتی کاهش یابد. همچنین آقیون[4] و همکاران (۲۰۱۳) این موضوع را تایید کرد و بر نقش سهامداران نهادی در کنترل رفتارهای مدیران تاکید کردند. پژوهشهای کوچهار و دیوید[5] (۱۹۹۶) و لی[6] و همکاران (۲۰۰۶) نیز از حضور سهامداران نهادی در نظارت بر عملکردهای مدیران و شرکت استقبال کردند و آن را لازمه یک حکمرانی خوب دانستند. در همین راستا بوشی (۱۹۹۸) بیان کرد که حضور سهامداران نهادی باعث می‌شود نظارت بر عملکرد مدیران از منظر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آنها مورد بررسی قرار گیرد و تحت این شرایط می‌تواند سرمایه‌گذاری‌های مناسبی در پژوهش و توسعه صورت پذیرد. از سوی دیگر پژوهشگرانی همچون واهال و مک کونل[7] (۲۰۰۰) همزمان نیز از تمرکز سهامداران نهادی بر عملکردهای کسب سود در کوتاه‌مدت ابراز نگرانی کردند، چرا که ممکن است سهامداران نهادی دارای اهداف کوتاه‌مدت‌تری باشند و این موضوع باعث شود تا نگرانی سهامداران تشدید شود. تحت چنین شرایطی سرمایه‌گذاران فردی نیز از طریق فشار بر قیمت سهام، بی صبری خود را از عملکردهای نامطلوب مدیران ابراز می‌کنند. بدین ترتیب ممکن است مالکیت نهادی باعث ایجاد بروز

1. Dikoli
2. Bushee
3. Ladika and Zacharias
4. Aghion
5. Kochhar & David
6. Le
7. Wahal & McConnell

کوته‌بینی مدیریتی نیز بشود که به دلیل کاهش تمایل مدیران به سرمایه‌گذاری در پژوهش و توسعه روی می‌دهد (چن[1] و همکاران، ۲۰۱۴). لذا این پژوهش به دنبال شناخت تفاوت بین تاثیرگذاری افق زمانی سرمایه‌گذاران نهادی در کوتاه‌مدت و بلندمدت بر کوته بینی مدیریتی است. این به معنای آنست که اگر افق سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت باشد، مدیران چندان نمی‌توانند دارای دیدگاه‌های آینده‌نگرانه باشند، چرا که باید عایدات مورد انتظار اینگونه سهامداران را تامین کند، از طرف دیگر، اگر افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی بلندمدت باشد، مدیران می‌توانند از طریق پژوهش و توسعه و با شناخت بازارها اقدام به سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت کنند تا از این طریق انتظارات سهامداران نهادی با افق زمانی بلندمدت تامین شود. پس با توجه به مطالب بالا، هدف این پژوهش بررسی رابطه افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی شامل افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت و کوتاه‌مدت بر کوته‌بینی مدیریتی است. انتظار می‌رود نتایج این پژوهش بتواند دستاوردها و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد:

اول اینکه نقطه متمایز این پژوهش آن است که قوانین و ساختار محیطی بازار سرمایه ایران نسبت به سایر کشورها متفاوت است و لذا نتایج پژوهش می‌تواند موجب بسط مبانی نظری پژوهش‌های گذشته در ارتباط با ویژگی‌های شخصیتی مدیران شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه نظیر بازار سرمایه ایران شود. دوم اینکه، شواهد پژوهش نشان خواهد دادکه تا چه اندازه، افق‌های سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی می‌تواند بر کوته‌بینی مدیریتی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران اثرگذار باشدکه این موضوع به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه، تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری قرار دهد. درنهایت، نتایج پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی را برای انجام پژوهش‌های آینده در حوزه ویژگی‌های شخصیتی مدیران پیشنهاد کند. در ادامه مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش، روش‌شناسی و یافته‌های پژوهش ارائه می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

کوته‌بینی مدیریتی

اصطلاح کوته‌بینی را نخستین بار تئودور لویت در سال ۱۹۶۰ با عنوان کوته بینی بازاریابی بکار برد. کوته بینی در بازاریابی، در آغاز به صورت نوعی کوته نظری شرکت یا محدودیت

1. Chen

توجه به فعالیت‌های فرعی تجارت تعریف می‌شد. حوزهٔ حسابداری نیز، کوته بینی را فعالیت مالی کوتاه مدت و به بیان دیگر، کوته نگر معرفی کرده است (مرادی و باقری، ۱۳۹۳). تعریف عمومی اصطلاح کوته بینی، نبود پیش‌بینی یا درک، دید محدود در مورد مسائل (مرادی و باقری، ۱۳۹۳) و دیدگاه سطحی در اندیشه و برنامه ریزی است (عبدلی و طالع زاری، ۱۳۹۳). این تعاریف عمومی در روش‌های کوته بینی به چشم می‌خورد و در بازاریابی، مدیریت و ادبیات مالی وجود دارد.

کوته بینی شرحی از یک شکل سوگیری یا گرایش است که محدودیتی جدی و مهم برای توجه به گزینه‌ها و پیشنهادها در انتخاب و تصمیم گیری ایجاد می‌کند (دِس و پیکن[1]، ۱۹۹۹). در تعریف کوتاه بینی تماید یا نگرش در تعریف تعصب یا سوگیری، به ویژه به منزله محدودیت دید، آمده است (دیدار و همکاران، ۱۳۹۷). قضاوت بی دلیل مربوط به تعریف سوگیری، در تعاریف کوتاه بینی به معنای عدم پیش بینی یا تفکر سطحی تعبیر می‌شود (کادمن و ساندر[2]، ۲۰۱۸). تعریف متداول کوتاه بینی و سوگیری حاکی از آن است که کوتاه بینی شکلی از سوگیری یا پیش داوری پایدار است که در ارتباط با دید افراد و سازمان‌ها مورد توجه زیاد اندیشمندان و محققان این حوزه قرار گرفته است (کرن[3]، ۲۰۰۶). تئوری‌های موجود در زمینه کوته‌بینی مدیریتی نشان می‌دهند که مدیران نسبت به سهامداران با تنوع مناسب از افق سرمایه‌گذاری کمتری برخوردار هستند.

واگرایی در افق‌های سرمایه‌گذاری در میان مدیران و سهامداران، به خاطر نبود تقارن اطلاعاتی و تفکیک مالکیت و کنترل (استین[4]، ۱۹۹۸؛ اشلیفر و ویشنی[5]، ۱۹۹۰) به هزینه‌های بنگاه منجر می‌شود. منابع خاص کوته‌بینی مدیریتی عبارت است از تهدید جابجایی مدیریت ناشی از فشار سهامداران، خطر گریزی، محدودیت‌های نقدینگی و دسترسی به بازارهای سرمایه شناخت اشکال مختلف کوتاه بینی می‌تواند در جلوگیری از انجام رفتارهای کوتاه بینانه مفید واقع شود (میزیک[6]، ۲۰۱۰). لوینتال و مارچ[7] (۱۹۹۳) اشکال کوته‌بینی را در سه سطح شناسایی کرده‌اند. با توجه به ویژگی مورد بررسی، مدیران کوتاه بین در این پژومش مدیرانی را که از

1. Dess & Picken
2. Cadman & Sunder
3. Kern
4. Stein
5. Shleifer & Vishny
6. Mizik
7. Levinthal & March

منافع بلندمدت به خاطر منافع کوتاه‌مدت چشم پوشی می‌کنند را شامل می‌شود. این پژوهش را از نوع کوتاه بینی زمانی می‌توان طبقه بندی کرد:

- کوتاه بینی فاصله‌ای: کوتاه بینی فاصله‌ای به ناآگاهی از فناوری ما، فرایندهای جاری موجود در داخل و خارج از سازمان (میلر[1]، ۲۰۰۲) و فناوری مطلوب یادگیری جدید برای یادگیرنده اطلاق می‌شود.
- کوتاه بینی زمانی: کوتاه بینی زمانی به ناآگاهی از منافع یا فرصت‌ها و اقدام به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت گفته می‌شود و احتمال به خطر انداختن اداره بلندمدت سازمان در ازای یک دورهٔ کوتاه‌مدت را در پی دارد (میزیک و جاکوبسون[2]، ۲۰۰۷).
- کوتاه بینی ناشی از اعتماد به نفس کاذب: اعتماد به نفس کاذب موجب می‌شود که مدیران ارشد برای تفسیر نتایج تاریخی، برآوردی بیش ازتوانایی خود در مدیریت و کنترل ریسک داشته باشند. این مدیران، موفقیت را به توانایی‌های خودشان و شکست را به شانس یا عوامد خارجی نسبت می‌دهند (دیدار و همکاران، ۱۳۹۷).

افق زمانی سهامداران نهادی

ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران نهادی قرار دارد. مالکان نهادی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. با توجه به حجم سرمایه‌گذاری مالکین نهادی، حضور آنان موجب نظارت بر مدیریت می‌شود. این موضوع می‌تواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه‌مدت سودآوری موجب توجه به حداکثرسازی ارزش بلندمدت شرکت شود (جوری[3] و همکاران، ۲۰۱۷). بنابراین، رواج این نوع مالکیت می‌تواند نقش اساسی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیرونی داشته باشد (کادمن و ساندر[4]، ۲۰۱۸).

سرمایه‌گذاران نهادی، با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت ها، از نفوذ زیادی در شرکت‌های سرمایه پذیر برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های آنان را تحت تاثیر قرار

1. Miller
2. Mizik & Jacobson
3. Jory
4. Cadman & Sunder

دهند (مرادی و همکاران، ۱۳۹۶). به عبارت دیگر، سهامداران نهادی، مستقل هستند و بر همین اساس می‌توانند در نظارت بر سهامداران کنترلی موثرتر باشند (کاو[1] و همکاران، ۲۰۱۷). این نوع از سهامداران به خاطر توانایی که در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف دارند، آگاه‌تر از دیگران هستند (جوری و همکاران، ۲۰۱۷). سرمایه‌گذاران نهادی خود به دو گروه با افق دید کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌شوند. سهامداران نهادی کوتاه‌مدت، سرمایه‌گذاران موقتی هستند که بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلندمدت (داروگ و رنگان[2]، ۲۰۱۵؛ سانگ[3] و همکاران، ۲۰۱۵). ارزیابی عملکرد و رتبه بندی عملکرد این سهامداران، انگیزه‌هایی را در آنان برای افق کوتاه‌مدت ایجاد می‌کند. این افق کوتاه‌مدت، سهامداران نهادی را از انجام هزینه‌های نظارت باز می‌دارد، زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه‌مدت نصیب آن‌ها شود. تمرکز افراطی و بیش از حد بر روی عایدات جاری توسط این گروه از سهامداران نهادی می‌تواند موجب ایجاد محرک‌های مختلف برای مدیران شرکت‌ها برای انجام مدیریت سود فزاینده درآمد به جهت بالابردن عایدات جاری شود (دیکولی[4] و همکاران، ۲۰۰۶). در مقابل سهامداران نهادی بلندمدت دارای افق بلندمدت سرمایه‌گذاری هستند و به ارزش ذاتی سهام در مقابل عایدات جاری توجه دارند و به همین دلیل مانع اجرای مدیریت سود فزاینده درآمد توسط مدیران می‌شوند.

دیدگاه سهامداران نهادی بلندمدت بیان می‌کند هنگامی که مالکیت سهام شرکت در بین عده کمی از سهامداران نهادی متمرکز باشد، مشکلات جدایی مالکیت و کنترل کاهش می‌یابد (آقیون و همکاران، ۲۰۱۳). هنگامی که سهامی که نهادها مالک آن هستند افزایش یابد، خروج از شرکت هزینه بیشتری دارد، زیرا فروش‌های عمده سهام مستلزم تخفیفات عمده است. همچنین چون این سهام‌های عمده، ارزش پولی زیادی دارند، در صورت غیر فعال ماندن سهامداران نهادی یا آگاه نبودن از عملکرد ضعیف شرکت‌های موجود در پرتفوی، آن‌ها در معرض زیان بیشتری نسبت به سرمایه‌گذارانی که منافع کمتری در شرکت دارند قرار می‌گیرند (جیانگ[5] و همکاران، ۲۰۱۳).

---

1. Cao
2. Darrough & Rangan
3. Song
4. Dikoli
5. Jiang

پژوهشگران اعتقاد دارند مالکیت عمده سهامداران نهادی به آن‌ها اجازه می‌دهد تا بر فعالیت مدیران شرکت‌ها نظارت کنند. این امر موجب ایجاد اطمینان در مدیران برای انتخاب سطحی از سرمایه‌گذاری می‌شود که نتیجه آن حداکثر کردن ارزش بلندمدت شرکت به جای اهداف کوتاه‌مدت سودآوری باشد (آلمازون[1] و همکاران، ۲۰۰۵). در مورد ارتباط بین متغیرهای مورد نظر این پژوهش، پژوهش مشابهی چندان در داخل و خارج انجام نشده است و در این قسمت با اتکا به پژوهش‌های تا حدی از نظر مفهومی مشابه، اقدام به تحریر پیشینه‌های تجربی در این بخش می‌شود.

کادمن و ساندر (۲۰۱۸) پژوهشی تحت عنوان کوته‌بینی سرمایه گذار و افق‌های سرمایه‌گذاری مدیران شرکت‌ها انجام دادند. این پژوهش در مورد عرضه اولیه سهام (IPO) و شرکت‌های ریسک پذیر (VCs) در بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۳ بود. نتایج این پژوهش نشان داد، زمانیکه افق‌های سرمایه‌گذاری سهامداران کوتاه‌مدت باشد، می‌توان انتظار داشت در بازارهای اولیه که کارآمدی لازم را هنوز کسب نکرده اند، کوته‌بینی مدیریتی مدیران شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. نتایج پژوهش همچنین نشان داد که نظارت بازار از طریق وجود سرمایه‌گذاران نهادی چنین افق‌های زمانی را کاهش می‌دهد و بازگشت غیرهنجاری و بلندمدت سهام، در شرکت‌هایی که مدیران آنها دارای افق‌های زمانی بلندمدت هستند، بالاتر خواهد بود. جیاچی[2] و همکاران (۲۰۱۸) پژوهشی تحت عنوان تاثیر افق زمانی مالکیت نهادی بر سیاست‌های تقسیم سود انجام دادند. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های بورس کشور تایوان بود که در دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج نشان داد، ثبات سرمایه‌گذاری‌های سهامداران نهادی از منظر زمانی نقش مهم و قابل توجهی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها دارند و باعث می‌شود پرداخت به موقع سود به سهامداران صورت گیرد و این موضوع می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد. باتاگلیا[3] و همکاران (۲۰۱۸) پژوهشی تحت عنوان بررسی نقش سرمایه‌گذاری در پژوهش و توسعه بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط انجام دادند. در این پژوهش داده‌های ۲۲۱ شرکت‌های کوچک و متوسط صنایع کشور مالزی در سال ۲۰۱۴ بررسی شدند. نتایج نشان داد شرکت‌هایی که بیش از ۱۰ درصد درآمدهای خود را در پژوهش و توسعه سرمایه گذاری کنند، رشد آتی آنها از نظر سهم بازار و فروش بیشتر افزایش خواهد

1. Almazon
2. Jia-Chi
3. Battaglia

یافت. در پژوهشی دیگر چن[1] و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی تاثیر بازه زمانی کوتاه‌مدت نهادی بر کوته‌بینی مدیریتی را بررسی کردند. دوره زمانی پژوهش ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲ بود. در واقع این پژوهش به بررسی این موضوع پرداخت که آیا رابطه‌ای میان سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و کوته‌بینی مدیریتی بر واحد پژوهش و توسعه در یک بازار نوظهور، تایوان، وجود دارد یا خیر و آیا سرمایه‌گذاری نهادی، رفتار کوته بینانه مدیریت را وخیم‌تر می‌کند یا خیر؟ نتایج پژوهش نشان داد، که مدیران شرکت با کاهش هزینه‌های واحد پژوهش و توسعه تلاش می‌کنند تا به اهداف کوتاه‌مدت درآمدی در کشور تایوان دست پیدا کنند. افق زمانی کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی شرکت‌ها، کوته‌بینی مدیریت را تشدید خواهد کرد و بالعکس، سرمایه‌گذاران نهادی با رویکرد بلندمدت باعث افزایش سرمایه‌گذاری در فعالیت پژوهش و توسعه شرکت‌ها و به تبع آن،کاهش کوته‌بینی مدیریت می‌شود. در پژوهشی دیگر، چادوری[2] (۲۰۱۲) از شاخص جدیدی برای کوتاه بینی مدیریتی استفاده کرد و نشان داد که سن مدیران، شاخصی برای کوتاه بینی است به این صورت که هر چه سن مدیر بیشتر باشد، مدت زمان حضورش در دفترش کمتر است و به طور متوسط مدت زمان کمتری برای پژوهش و توسعه و هزینه‌های سرمایه‌ای اختصاص می‌دهد و همچنین احتمال اینکه دچار کوتاه بینی باشد بیشتر است. به‌عبارتی آن‌ها بیان نمودند که مدیران جوان تر تمایل بیشتری به مدیریت شرکت‌ها داشته و هزینه‌های پژوهش و توسعه و هزینه‌های سرمایه‌ای را افزایش می‌دهند.

همچنین در مورد پژوهش‌های داخلی باید به پژوهش رضائی پیته‌نوئی و غلامرضاپور (۱۳۹۸) که رابطه بین دفعات گزارشگری مالی و کوته‌بینی مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ را بررسی کردند، اشاره کرد. برای انجام این پژوهش نمونه‌ای متشکل از ۵۱ شرکت بورس اوراق بهادار تهران توسط پژوهشگران انتخاب شد و با بهره گیری از الگوی رگرسیون چند متغیره لجستیک فرضیه پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. یافته بدست آمده از پژوهش بیانگر آن بود که میان دفعات گزارشگری مالی و کوته‌بینی مدیریت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در پژوهشی دیگر دیدار و همکاران (۱۳۹۷) تأثیر کوته بینی مدیریتی بر کارایی شرکت‌ها با نقش تعدیل کنندهٔ کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این راستا گزارش‌ها مالی

1. Chen
2. Chowdhury

شرکت‌ها طی دورهٔ زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرارگرفت. همچنین از الگو رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه‌ها پژوهش استفاده شد. نتایج پژوهش بیانگر آن بود که کوته بینی مدیریتی بر کارایی شرکت ها، تأثیر منفی و معنادار دارد و همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی نقش تعدیل کننده بر تأثیر کوته بینی مدیریتی بر کارایی دارد. دلشاد و صادقی شریف (۱۳۹۷) پژوهشی تحت عنوان بررسی واکنش بازار سرمایه به کوته‌بینی مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. در این پژوهش ۱۷۰ شرکت با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک در سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران انتخاب شدند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد، وجود یا عدم وجود سهامداران نهادی میان سهامداران، بر رابطه بین بازده غیرعادی و کوته‌بینی مدیران تأثیر معناداری ندارد و نمی‌تواند بر واکنش بازار سرمایه به کوته‌بینی مدیران نیز تأثیرگذار باشد. همچنین بازار سرمایه به کوته‌بینی مدیران واکنش معناداری نشان نداده و مطابق انتظار، کوته‌بینی بر بازدهی غیرعادی تأثیری معنادار و منفی ندارد. در پژوهشی دیگر عبدلی و طالع زاری (۱۳۹۶) پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین کوته‌بینی مدیریت با کیفیت سود و میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نمونه آماری شامل ۱۲۷ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ بود و نتایج پژوهش نشان داد، افزایش در کوته بینی مدیریت موجب کاهش کیفیت سود و میزان سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود. یافته‌ها حاکی از آن است که مدیریت کوته بین منجر به گرفتن تصمیم‌های ناکارآمد شده و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مرادی و باقری (۱۳۹۳) نیز پژوهشی تحت عنوان بررسی مقایسه ای تأثیر کوته‌بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام انجام دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که کوته بینی مدیریت، اگرچه در کوتاه مدت بازدهی مثبتی خواهد داشت، اما در بلندمدت بر بازده سهام شرکت اثر منفی می‌گذارد. همچنین مقایسهٔ آثار کوته بینی مدیران و مدیریت سود بر بازده سهام حاکی از آن است که مدیریت کوته‌بین نسبت به مدیریت سود، پیامدهای منفی بیشتری برای شرکت در بردارد.

فرضیه‌های پژوهش

مکانیزم‌های حاکمیت داخلی به دنبال جلوگیری از رفتارهای کوته بینانه مدیریتی است و همواره از طریق نظارت بر پاداش مدیران و انگیزه‌های آنها، تلاش می‌کنند تا دیدگاه مورد توجه

وسیع‌تری را به مدیران برای آینده‌ی شرکت ترسیم کنند و با شناخت بیشتر بازار و سهامداران و رقبا، تصمیمات بهتری را در این زمینه بگیرند (دیوید[1] و همکاران، ۲۰۰۱؛ لی[2] و همکاران، ۲۰۰۶).

سهامداران نهادی از طریق تمرکز بر ابعاد مختلفی همچون هزینه‌های پژوهش و توسعه، گردش مالی، گردش جریان اطلاعات و ارتقای سطح تقارن اطلاعاتی، می‌توانند رفتارهای مدیران را رصد کنند (لی و همکاران، ۲۰۰۶). اما مهم‌تر از همه تاثیر سهامداران نهادی بر کوته‌بینی مدیریت به‌عنوان یکی از ویژگی‌های بارز رفتاری مدیران در شرکت‌ها است. پژوهشهای در این زمینه را می‌توان به دو گروه تقسیم کرد. پژوهشگرانی همچون واهال و مک کونل (۲۰۰۰) استدلال‌های کوته‌بینی ناشی از حضور سهامداران نهادی را تایید نکردند، بلکه فرضیه برتر حضور سرمایه‌گذاران نهادی را مطرح ساختند. این فرضیه نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان یک فیلتر و یا ناظر بر عملکرد مدیران تلاش می‌کنند افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت را به مدیران گوشزد نمایند تا از این طریق کوته‌بینی مدیریتی کاهش یابد. همچنین آقیون و همکاران (۲۰۱۳) این موضوع را تایید نموده و بر نقش سهامداران نهادی در کنترل رفتارهای مدیران تاکید نمودند. پژوهشهای کوچهار و دیوید[3] (۱۹۹۶) و لی و همکاران (۲۰۰۶) نیز از حضور سهامداران نهادی در نظارت بر عملکردهای مدیران و شرکت استقبال کردند و آن را لازمه یک حکمرانی خوب مطرح کردند. در همین راستا بوشی (۱۹۹۸) بیان کرد حضور سهامداران نهادی باعث می‌شود نظارت بر عملکرد مدیران از منظر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها مورد بررسی قرار گرفته و تحت این شرایط می‌تواند مدیران را تشویق کرده تا سرمایه‌گذاری‌های مناسبی در فعالیت‌های پژوهش و توسعه انجام داده و به عملکرد بلندمدت شرکت اهمیت بیشتری دهند.

از سوی دیگر، پژوهشگرانی همچون واهال و مک کونل (۲۰۰۰) همزمان نیز از تمرکز سهامداران نهادی بر عملکردهای کسب سود در کوتاه‌مدت ابراز نگرانی کردند، چرا که ممکن است سهامداران نهادی دارای اهداف کوتاه‌مدت‌تری باشند و این موضوع باعث شود تا نگرانی سهامداران تشدید شود. تحت این شرایط سرمایه‌گذاران فردی نیز از طریق فشار بر قیمت سهام

---

1. David
2. Le
3. Kochhar & David

بی صبری خود را از عملکردهای نامطلوب مدیران ابراز می‌کنند. بدین ترتیب ممکن است مالکیت نهادی باعث بروز کوته‌بینی مدیریتی نیز بشود که به دلیل عدم توجه به پژوهش و توسعه و عملکرد بلندمدت شرکت روی می‌دهد. آن‌ها همچنین دریافتند که هزینه‌های سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری در پژوهش و توسعه در شرکت‌ها در حال کاهش است و می‌توان چنین نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت سهامداران نهادی، باعث می‌شود، هزینه‌های پژوهش و توسعه و بازاریابی شرکت‌ها کاهش یابد. در واقع، زمانی‌که افق‌های سرمایه‌گذاری سهامداران کمتر از افق زمانی مدیران باشد، این احتمال وجود دارد که مدیران پروژه‌های زود بازده را انتخاب کنند و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و منافع بیشتر برای شرکت را فدای آن می‌کند. با وجود عدم تقارن اطلاعاتی، حتی با وجود یک بازار کارآمد، نتایج کوته‌بینی مدیریتی عبارت است از بهبود سود کوتاه‌مدت به منظور افزایش قیمت سهام به هزینه خلق ارزش در بلندمدت (ستین[1]، ۱۹۸۹). شیلفر و ویشنی[2] (۱۹۹۰) نیز بیان کردند که سهامداران نهادی با افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، با تغییر در سهام شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های متفاوت به دنبال کسب سودهای کوتاه‌مدت هستند که بیشتر تمایل به سفته بازی دارند. همچنین، بوشی (۱۹۹۸) دریافت که شرکت‌ها به‌طور کوته‌بینانه، هزینه‌های واحد پژوهش و توسعه را به منظور حفاظت از درآمد و جذب سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت، کاهش می‌دهند. بدین ترتیب، براساس مبانی‌نظری و پیشینهٔ پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر بیان می‌شوند:

فرضیه اول- افق بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی با کوته‌بینی مدیریتی ارتباط منفی و معنادار دارد.

فرضیه دوم- افق کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی با کوته‌بینی مدیریتی ارتباط مثبت و معنادار دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده از نوع پژوهشهای نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه پژوهش های اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره لجستیک و مدل‌های اقتصاد سنجی انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

---

1. Stein
2. Shleifer & Vishny

تهران در سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ تشکیل می‌دهد و نمونه انتخابی پژوهش نیز شرکت‌هایی هستند مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

۱. شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۳ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۷ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند. همچنین، از آنجا که برای محاسبه متغیر کوته‌بینی مدیریت به داده‌های ۱ سال قبل نیاز بوده است، از این رو داده‌های مورد نیاز شرکت‌های نمونه باید برای دوره ۶ ساله (سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶) در دسترس باشد.
۲. به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
۳. طی دوره مورد نظر، تغییر فعالیت نداده باشد.
۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد (شرکت‌های سرمایه گذاری، به‌علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها، در جامعه آماری منظور نشده اند).
۵. میزان هزینه‌های پژوهش و توسعه و هزینه‌های بازاریابی آن‌ها در یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی افشاء شده باشد.

پس از اعمال محدودیت‌های بالا تعداد ۶۳ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. داده‌های پژوهش حاضر از لوح‌های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از نرم افزار ره‌آورد نوین استخراج شد. تجزیه و تحلیل نهایی داده‌های گردآوری شده نیز با استفاده از نرم افزار اقتصادسنجی Eviews صورت گرفته است.

الگوها و متغیرهای مورد استفادهٔ پژوهش

با توجه به اینکه متغیر وابستهٔ پژوهش (کوته‌بینی مدیریتی) یک متغیر مجازی است، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیون لجستیک رابطهٔ (۱) و (۲) استفاده شده است:

رابطه (۱)

$$MYO_{it} = \delta_0 + \delta_1 \mathrm{LHINST} - \mathrm{INV}_{it} + \delta_2 \mathrm{MKTBEQ}_{it} + \delta_3 \mathrm{BSIZE}_{it} + \delta_4 \mathrm{BIND}_{it} + \delta_5 \mathrm{Size}_{it} + \delta_6 \mathrm{Market\ Share}_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۲)

$$MYO_{it} = \delta_0 + \delta_1 \mathrm{SHINST} - \mathrm{INV}_{it} + \delta_2 \mathrm{MKTBEQ}_{it} + \delta_3 \mathrm{BSIZE}_{it} + \delta_4 \mathrm{BIND}_{it} + \delta_5 \mathrm{Size}_{it} + \delta_6 \mathrm{Market\ Share}_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل‌های بالا:

$MYO_{i,t}$، کوته‌بینی مدیریت شرکت i در سال t؛ $LHINST\text{-}INV_{i,t}$، افق بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی شرکت i در سال t؛ $SHINST\text{-}INV_{i,t}$، افق کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی شرکت i در سال t؛ $MKTBEQ_{i,t}$، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، معادل ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام شرکت i در سال t؛ $BSIZE_{i,t}$، اندازه هیأت مدیره که برابر است با تعداد اعضای هیأت مدیره شرکت i در سال t؛ $BIND_{i,t}$، استقلال هیئت مدیره شرکت i در سال t؛ $Size_{i,t}$، اندازه شرکت، معادل لگاریتم خالص فروش سالیانه شرکت i در سال t؛ $Market\ Share_{i,t}$، سهم بازار شرکت i در سالt و $\varepsilon_{i,t}$، جزء خطای مدل رگرسیون است. درادامه به معرفی هر یک از متغیرهای پژوهش پرداخته می‌شود.

متغیر وابسته

کوته‌بینی مدیریت (*MYO*) به‌عنوان متغیر وابسته پژوهش درنظر گرفته شده است. کوته‌بینی مدیریتی یک رفتار مبتنی بر نگرش مدیران نسبت به عملکردهای شرکت در بازار است. در واقع شرکت‌هایی که به طور همزمان بازدهٔ دارایی بیش از حد مورد انتظار و هزینه بازاریابی و پژوهش و توسعهٔ کمتر از حد مورد انتظار را گزارش می‌کنند، به احتمال زیاد درگیر مدیریت کوته بین هستند. برای شناسایی و تعیین شرکت‌های کوته‌بین ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازدهٔ دارایی، هزینه بازاریابی، و هزینهٔ پژوهش و توسعه را برای هر شرکت در هر دورهٔ زمانی بر آورد کرد. در این راستا به پیروی از ادرسون و هسیاو[1] (۱۹۸۲) از روابط زیر استفاده می‌شود:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$$MKTG_{it} = \beta_0 + \beta_1 MKTG_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۴)}$$

$$R\&D_{it} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۵)}$$

که در آن

$ROA_{i,t}$، بازده دارایی شرکت *i* در سال *t*؛ $ROA_{i,t-1}$، بازده دارایی شرکت *i* در سال *t-1*؛ $MKTG_{i,t}$، هزینه بازاریابی شرکت *i* در سال *t*؛ $MKTG_{i,t-1}$، هزینه بازاریابی شرکت *i* در سال

1. Aderson & Hsiao

$R\&D_{i,t-1}$؛ $R\&D_{i,t}$، هزینه پژوهش و توسعه شرکت i در سال t و $R\&D_{i,t-1}$، هزینه پژوهش و توسعه شرکت i در سال t-1 است.

برآورد مقادیر بازدهٔ دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینهٔ پژوهش و توسعه با استفاده از الگوهای بالا انجام می‌گیرد و مقادیر پیش‌بینی شده حاصل از الگوی با مقادیر واقعی مقایسه شده، سپس با توجه به خطای پیش بینی این سه الگو، شرکت‌ها در دو گروه اصلی تقسیم بندی می‌شود. نکته قابل توجه اینست که با توجه به عدم افشای هزینه‌های پژوهش توسعه تمامی شرکت‌ها، امکان اجرای مدل در سطح صنعت به دلیل عدم همگن شدن داده‌ها میسر نمی‌باشد، پس مدل برای کل شرکت‌ها اجرا شد. همانطور که گفته شد، با توجه به خطای پیش بینی این سه معیار، شرکت‌ها به چهار گروه به ترتیب زیر دسته بندی شدند:

جدول ۱. گروه بندی نمونه آماری

گروه ۱	گروه ۲	گروه ۳	گروه ۴
اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش بینی شده و واقعی	اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش بینی شده و واقعی	اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش بینی شده و واقعی	اختلاف منفی بین بازده دارایی پیش بینی شده و واقعی
اختلاف منفی هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه پیش بینی شده و واقعی	فقط اختلاف یکی از هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه منفی	اختلاف مثبت هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه پیش بینی شده و واقعی	-------

در این نگاره، شرکت‌های حاضر در گروه ۱ به عنوان شرکت‌های دارای مدیریت کوته بین در نظر گرفته می‌شوند، چرا که با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و پژوهش و توسعه شرکت کاهش یافته است. این به معنای آن است که این شرکت‌ها گرچه تلاش دارند از طریق مثبت جلوه داده بازده دارایی‌ها عملکرد خود را مطلوب جلوه دهند، اما به‌دلیل اختلاف هزینه‌های بازاریابی و پژوهش توسعه با مقادیری که با توجه به شرایط بازار باید، انجام می‌گرفت، نشان می‌دهد دارای کوته‌بینی مدیریتی هستند. در نتیجه مقدار متغیر کوته‌بینی مدیریت برای این شرکت‌ها برابر یک و برای سایر شرکت‌ها صفر در نظر گرفته می‌شود (ادرسون و هسیاو، ۱۹۸۲).

متغیر مستقل

متغیر مستقل پژوهش حاضر، افق سرمایه‌گذاران نهادی (*INST*) است که به پیروی از پژوهش گامپرس و متریک[1] (۲۰۰۱) و یان و ژانگ[2] (۲۰۰۹) از طریق دو افق کوتاه‌مدت و بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی اندازه‌گیری می‌شود. ابتدا مجموع مالکیت نهادی به صورت زیر محاسبه می‌شود:

رابطه(۶) $$\text{مالکیت نهادی} = \frac{\text{تعداد سهام نزد سهامداران نهادی}}{\text{کل سهام منتشر شده}}$$

از طرفی مالکیت سرمایه‌گذاران در دو طبقه کوتاه‌مدت و بلندمدت طبقه بندی شده اند که این دسته‌بندی به علت نگرش سهامداران در موقعیت‌های مختلف تصمیم‌گیری صورت می‌پذیرد. بنابراین مجموع خرید و فروش هر سرمایه‌گذار به‌صورت روابطه زیر تعریف می‌شود:

رابطه (۷) $$\mathrm{CR}_{\mathrm{buy}_{j,t}} = \sum_{i\in Q\,,N_{j,i,t}>N_{j,i,t-1}} \left|N_{j,i,t}P_{i,t} - N_{j,i,t-1}P_{t-1} - N_{j,i,t}\Delta P_{i,t}\right|$$

رابطه (۸) $$\mathrm{CR}_{\mathrm{Sell}_{j,t}} = \sum_{i\in Q\,,N_{j,i,t}>N_{j,i,t-1}} \left|N_{j,i,t}P_{i,t} - N_{j,i,t-1}P_{t-1} - N_{j,i,t}\Delta P_{i,t}\right|$$

$\mathrm{CR}_{\mathrm{buy}_{j,t}}$: مجموع خرید سرمایه گذار j ام در سه ماهه t ام (فصل t ام)

$\mathrm{CR}_{\mathrm{Sell}_{j,t}}$: مجموع خرید تعداد سهام موجودی دسته i که توسط سرمایه گذار j ام در سه ماهه t ام منتشر شده یا به عبارتی مجموع فروش‌های سرمایه‌گذاری j ام برای فصل t ام است.

$P_{i,t}$: قیمت سهام شرکت i در زمان t و

$N_{i,t}$: تعداد سهام شرکت i در زمان t است.

اگر تعداد سهام فصل جاری بیش تر از فصل قبل باشد، خرید سرمایه‌گذار و اگر تعداد سهام فصل جاری کمتر از فصل قبل باشد فروش سرمایه‌گذارمحاسبه می‌شود.

حال برای سنجش افق سرمایه‌گذاران نهادی لازم است نرخ ریزش هر سرمایه‌گذار محاسبه شود که بر اساس پژوهش یان و ژانگ (۲۰۰۹) از طریق رابطه زیر عمل می‌شود:

رابطه (۹) $$\mathrm{CR}_{j,t} = \frac{\min\left(\mathrm{CR}_{\mathrm{buy}_{j,t}}, \mathrm{CR}_{\mathrm{Sell}_{j,t}}\right)}{\sum_{i\in Q} \frac{N_{j,i,t}P_{i,t} + N_{j,i,t-1}P_{t-1}}{2}}$$

1. Gompers & Metrick
2. Yan & Zhang

در محاسبه نرخ ریزش برای کاهش اثرجریان‌های نقدی سرمایه گذار درکل پورتفوی باید کمترین مقدار (خرید یا فروش) در نظرگرفته شود. بنابراین نرخ ریزش عبارت است از نسبت کمترین مقدار مجموع سهام خریداری شده یا فروخته شده بر میانگین حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت سهام دو فصل اخیر سرمایه گذار (لازم به ذکر است که در هر سال برای هر سرمایه‌گذار درطی چهار فصل نرخ ریزش به همین ترتیب محاسبه می‌شود). حال برای تعیین افق سرمایه‌گذاران نهادی به دو گروه کوتاه‌مدت و بلندمدت، میانگین نرخ ریزش بر اساس رابطه زیر محاسبه می‌شود.

$$AVG\_CR_{j,t} = \frac{1}{4}\sum_{r=1}^{4} CR_{j,t-r+1}$$ رابطه (۱۰)

بعد از محاسبه میانگین نرخ ریزش ($AVG\_CR_{j,t}$) سرمایه‌گذاران بر اساس مقدار گفته شده در سه پرتفوی طبقه بندی می‌شوند. در صورتی که در پرتفوی بالایی قرار بگیرند یعنی بالاترین میانگین نرخ ریزش را دارا باشند (بیشتر از ۸۰٪) سهامداران نهادی به عنوان شاخص افق سهامداران نهادی کوتاه‌مدت ($SHINST - INV_{i,t}$) در نظر گرفته می‌شود و برای سرمایه‌گذارانی که در پرتفوی پائینی قرار می‌گیرند، یعنی پایین ترین میانگین نرخ ریزش را داشته باشند (کمتر از ۲۰٪) سهامداران نهادی به عنوان شاخص افق بلندمدت سهامداران نهادی ($LHINST - INV_{i,t}$) قرار می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی

فرصت‌های سرمایه‌گذاری (MKTBEQ): برای سنجش این متغیر با توجه به پژوهش‌های ابر و گود فر (۲۰۱۰) و لوپز و ویسنته (۲۰۱۰) از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود. در واقع شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر ممکن است بازده مورد انتظار این سرمایه‌گذاری در ارزش گذاری سهام توسط بازار بازتاب داده شود اما در ارزش‌های دفتری انعکاس داده نمی‌شود.

اندازه هیئت مدیره (BSIZE): این متغیر، تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت‌ها تعریف شده است (گومپرز[1] و همکاران، ۲۰۰۳؛ دی میو[2] و همکاران، ۲۰۱۷).

---

1. Gompers
2. Di Meo

استقلال هیئت مدیره (BIND): در این پژوهش همانند پژوهش خدادادی و همکاران (۱۳۹۵) و بیبچاک[1] و همکاران (۲۰۰۹) برای سنجش این متغیر از نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره استفاده می‌شود.

اندازه شرکت (SIZE): برای سنجش اندازه شرکت، همانند پژوهش هایگینز[2] و همکاران (۲۰۱۵) از لگاریتم خالص فروش سالیانه شرکت استفاده شده است.

سهم بازار (Market Share): به منظور سنجش این متغیر بر اساس پژوهش لونتیس و همکاران (۲۰۱۱) از نسبت فروش هر شرکت به کل فروش صنعتی که شرکت مزبور در آن فعالیت دارد، استفاده می‌شود. بنابراین بالا بودن این نسبت نشان دهنده سهم بیشتر شرکت در بازار است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول ۲، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است را برای نمونه‌ای متشکل از ۳۱۵ شرکت- سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ نشان می‌دهد.

همانگونه که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، حدود ۴۸ درصد از شرکت‌های مورد بررسی دارای مدیران کوته‌بین هستند، به‌عبارتی ۴۸ درصد شرکت‌های مورد بررسی گرچه اختلاف بازده دارایی پیش بینی شده با مقادیر واقعی مثبت دارند، اما اختلاف هزینهٔ بازاریابی و پژوهش و توسعه پیش بینی شده با مقادیر واقعی منفی است. همچنین مقدار میانگین افق زمانی سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت برابر با ۰/۳۰۳ است که نشان دهنده این موضوع می‌باشدکه حدود ۳۰ درصد شرکت‌ها دارای سرمایه‌گذاران نهادی با افق زمانی کوتاه‌مدت هستند. همچنین میانگین آمار توصیفی استقلال هیات مدیره نشان داد ۶۱/۶ درصد اعضای کل هیات مدیره شرکت‌های نمونه را مدیران غیر موظف تشکیل داده اند. همچنین آمار توصیفی سهم بازار نشان می‌دهد، کل فروش صنعت تنها ۸/۳ درصد از فروش هر شرکت را در بازار سرمایه تشکیل

1. Bebchuk
2. Higgins

می‌دهد و این موضوع با توجه به رکود حاکم بر ساختار بازار کشور و افت شدید تولید تا حدی قابل پیش بینی بود.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
افق سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت	SHINST-INV	۰/۳۰۳	۰/۲۸۷	۰/۰۰۱	۳/۱۶	۰/۷۲۶
افق سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت	LHINST-INV	۶/۵۵۴	۶/۱۶۶	۰/۰۱۸	۴۱/۰۸	۹/۰۲۲
اندازه هیات مدیره	BSIZE	۵/۱۶	۵	۳	۷	۰/۳۴۸
اندازه شرکت	Size	۱۲/۱۴۱	۱۲/۰۶۲	۱۰/۶۶۴	۱۴/۴۱۱	۰/۶۰۳
سهم بازار	Market Share	۰/۰۸۳	۰/۰۶۴	۰/۰۰۰۱۳	۰/۷۹۷	۰/۱۲۱
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	MKTBEQ	۲/۷۴۲	۲/۳۵۵	۰/۴۹۷	۱۵/۱۳۱	۱/۷۰۹
استقلال هیات مدیره	BIND	۰/۶۱۶	۰/۶	۰	۱	۰/۱۳۹

متغیر	نماد متغیر	درصد فراوانی ۱	درصد فراوانی ۰	مد
کوته بینی مدیریت	MYO	٪۴۸/۲	٪۵۱/۸	۰

نتایج آزمون فرضیه‌ها

با توجه به اینکه در این پژوهش متغیر وابسته، پیوسته نبوده و فقط یکی از دو ارزش صفر و یک را دارا است، بنابراین برایآزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون لجستیک چند متغیره استفاده شده است. مهم‌ترین ویژگی مدل رگرسیون لجستیک این است که نیازی به برقراری فرض‌های نرمال بودن و همسانی ماتریس‌های کوواریانس ندارد. در مدل رگرسیون لجستیک برای بررسی معناداری کلی مدل رگرسیون از آماره احتمال نسبت راستنمایی (LR) استفاده می‌شود. نیکویی برازش مدل رگرسیون لجستیک نیز با استفاده از آزمون هاسمر و لمشو بررسی می‌شود (پِنگ[1] و همکاران، ۲۰۰۲). علاوه بر این، به منظور اطمینان از عدم وجود مشکل همخطی بین متغیرهای توضیحی، آزمون همخطی با استفاده از عامل تورم واریانس (VIF) مورد بررسی قرار گرفت که با توجه آنکه مقادیر این آماره برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۱۰ است،

1. Peng

پس هم‌خطی بین آن‌ها وجود ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش در جدول ۳ ارائه شده است:

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره z
C	۰/۱۷۹ *	۰/۰۸۵	۲/۱۱۳
LHINST-INV	−۰/۴۱۹ **	۰/۰۹۵	−۴/۴۱۶
MKTBEQ	−۰/۳۸۸ *	۰/۱۶۱	−۲/۴۰۴
BSIZE	−۰/۵۹۳	۰/۳۴۶	−۱/۷۱۱
BIND	−۰/۵۴۴ **	۰/۱۵۳	−۳/۵۴۵
SIZE	−۰/۴۵۸ *	۰/۱۹۹	−۲/۳۱۱
Market Share	۰/۱۰۵	۰/۱۴۹	۰/۷۰۱
آماره LR	۴۸/۱۰۵ **	آماره هاسمر- لمشو	۷/۳۱۵
ضریب تعیین مک‌فادن	۰/۳۱۶	احتمال آماره هاسمر- لمشو	۰/۶۰۱

*و** به ترتیب بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۵٪ و ۱٪ می باشد.

در مدل رگرسیون لجستیک فوق، ملاحظه مقادیر آماره LR که مشابه آماره F در مدل رگرسیون خطی است، بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است. همچنین با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون هاسمر- لمشو بزرگ‌تر از ۰/۰۵ محاسبه شده است، بنابراین مدل برآورد شده از برازش مناسبی برخوردار است و متغیرهای توضیحی مدل، توانایی توضیح کوته‌بینی مدیریتی شرکت‌ها را دارا هستند. همان‌طورکه در جدول فوق نیز ملاحظه می‌شود، ضرایب برآوردی و آماره Z مربوط به متغیر افق بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی (*LHINST-INV*) منفی و در سطح خطای ۵ درصد معنادار بوده که حاکی از وجود رابطه منفی معنادار بین افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت سهامداران نهادی با کوته‌بینی مدیریت شرکت‌ها است. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود. جدول ۴ نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش را نشان می‌دهد:

جدول ٤. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره z
C	۰/۱۰۳ *	۰/۰۴۷	۲/۲۰۶
SHINST-INV	۰/۲۳۸ *	۰/۱۰۱	۲/۳۴۴
MKTBEQ	-۰/۲۶۱ **	۰/۰۸۶	-۳/۰۲۲
BSIZE	-۰/۱۴۹	۰/۰۸۲	-۱/۸۰۷
BIND	-۰/۳۹۲ **	۰/۱۲۴	-۳/۱۷۵
SIZE	-۰/۲۰۲ *	۰/۰۸۵	-۲/۳۵۹
Market Share	۰/۰۹۲	۰/۱۳۷	۰/۶۷۴
آماره LR	۴۱/۶۰۲ **	آماره هاسمر- لمشو	۷/۵۳۳
ضریب تعیین مک‌فادن	۰/۳۰۴	احتمال آماره هاسمر- لمشو	۰/۵۸۴

*و** به ترتیب بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۵٪ و ۱٪ می باشد.

با نگاهی به مقدار آماره LR و سطح معناداری آن می‌توان دریافت که مدل لجستیک برازش شده در سطح خطای ۵ درصد به‌طور کلی معنادار است. مقدار ضریب تعیین مک فادن مدل نیز نشان می‌دهدکه متغیرهای توضیحی مدل، حدود ۳۰ درصد از تغییرات کوته‌بینی مدیریتی شرکت‌ها را توضیح می‌دهند. علاوه براین، همان‌گونه که در این جدول مشهود است، ضریب برآوردی و آماره Z مربوط به متغیر افق‌های کوتاه مدت سرمایه‌گذاران نهادی (*SHINST-INV*) مثبت و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. بدین ترتیب، فرضیه دوم پژوهش نیز در سطح خطای ۵ درصد تایید می‌شود. یعنی می‌توان گفت که افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت سهامداران نهادی موجب افزایش کوته‌بینی مدیریت شرکت‌ها می‌شود.

آزمون تحلیل حساسیت

به‌منظور سنجش تفاوت شرکت‌های دارای کوته‌بینی مدیریتی و شرکت‌های دارای آینده‌نگری از آزمون زیر استفاده می‌شود:

جدول ۵. آزمون تحلیل حساسیت

متغیر	مشاهدات مبتنی بر کوته‌بینی مدیریتی	مشاهدات مبتنی بر عدم کوته‌بینی مدیریتی
	$ROA \geq 0 , MKTG \& R\&D \leq 0$	$ROA \geq 0 , MKTG \& R\&D \geq 0$
عرض از مبدأ	۱/۳۲۷**	۱/۴۴۳**
	(۴/۱۱۸)	(۵/۱۷۲)
افق بلندمدت سهامداران نهادی	-۰/۴۵۳*	۰/۳۷۹*
	(-۲/۰۹۲)	(۱/۹۸۹)
افق کوتاه‌مدت سهامداران نهادی	۰/۱۵۷*	-۰/۰۹۵*
	(۲/۰۲۱)	(-۱/۹۸۲)
اندازه شرکت	-۰/۲۹۹*	۰/۱۲۴*
	(-۲/۰۸۳)	(۲/۱۴۶)
سهم بازار	۰/۴۳۲	-۰/۰۲۷
	(۱/۱۴۲)	(-۰/۱۸۹)
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	-۰/۱۹۲**	-۰/۱۸۸
	(-۲/۷۶۱)	(-۱/۶۰۴)
استقلال هیات مدیره	-۰/۲۱۹*	۰/۰۱۵
	(-۲/۱۹۲)	(۰/۱۳۹)
اندازه هیات مدیره	-۰/۳۰۲	۰/۰۲۳
	(-۱/۵۵۶)	(۰/۰۹۳)
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۷۹	۰/۵۱۱
آماره F	۱۵/۰۱۲*	۱۴/۱۹۸*

نکته: *بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۵٪ می‌باشد. ** بیانگیر معناداری آماری در سطح خطای ۱٪ می‌باشد

همان‌طور که بر اساس تفکیک شرکت‌ها از نظر کوته‌بینی مدیریتی و عدم کوته‌بینی مدیریتی مشاهده می‌شود با وجود افق‌های بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی ($LHINST - INV$)، می‌توان انتظار داشت کوته‌بینی مدیریتی کاهش یابد و آینده‌نگری بلندمدت شرکت‌ها (Not Myopic) افزایش یابد و برعکس با وجود افق‌های کوتاه‌مدت سهامداران نهادی، کوته‌بینی مدیریتی افزایش یابد و آینده‌نگری مدیریتی شرکت‌ها (Not Myopic) کاهش یابد. بر این مبنا می‌توان استنباط کرد تفاوت دیدگاه سهامداران نهادی از نظر افق‌های زمانی سرمایه‌گذاری می‌تواند نقش مهم و متفاوتی در داشتن کوته‌بینی مدیریتی و عدم کوته‌بینی شرکت‌ها داشته باشد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مدیران در اجرای برنامه‌های تجاری از توان انتخاب راهبردهای مختلف مدیریتی برخوردارند، که هر یک از این‌ها منجر به ایجاد جریان مختلفی خواهد شد و در نهایات کارایی مدیریت، مستلزم انتخاب بهترین راهبرد است که به بالاترین ارزش مورد انتظار بیانجامد. اما در عمل گامی به جای تمرکز به اهداف بلندمدت و خلق بیشترین ارزش مورد انتظار از طریق انتخاب بهترین راهکار، به راهکارهایی روی می‌آورند که عملکرد کوتاه‌مدت آن‌ها را بهبود می‌بخشد و در بلندمدت عملکردآنان مطلوب نخواهد بود و به بیان دیگر درگیر مدیریت کوته بین می‌شوند. پس در این پژوهش تاثیر افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی بر کوته‌بینی مدیریتی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش حاکی از آن است که افق زمانی بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی، با کوته‌بینی مدیریتی ارتباط منفی معناداری دارد، چرا که سرمایه‌گذاران نهادی با رویکرد بلندمدت تلاش می‌کنند، مدیران شرکت‌ها را به سمت آینده‌نگری بیشتری برای کسب عایدات مورد انتظارشان تشویق کنند. در واقع رویکرد بلندمدت سهامداران نهادی سبب می‌شود که شرکت‌ها از ایجاد هیجانات کوتاه‌مدت فاصله بگیرند و با اتکا به ابزارهای مدیریتی و شناخت بازار بهتر عایدات آتی مطمئن‌تری را برای آن‌ها مهیا سازند. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی با افق‌های بلندمدت دارای دیدگاه‌های حرفه‌ای هستند و حضور آنها و نظارت بر عملکردهای مدیران باعث می‌شود، به جای تمرکز بر اهداف کوتاه‌مدت، به دنبال تداوم بلندمدت ارزش سهام خود در شرکت‌ها باشند. این امر موجب ایجاد اطمینان در مدیران برای انتخاب سطحی از سرمایه‌گذاری می‌شود که نتیجه آن حداکثر کردن ارزش بلندمدت شرکت به جای اهداف کوتاه‌مدت سودآوری می‌شود و بر این اساس هزینه پژوهش و توسعه شرکت‌ها یعنی میزان هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها افزایش می‌یابدکه این به نوبه خود موجب کاهش رفتار کوته‌بینانه مدیریت می‌شود. نتیجه بدست آمده در این پژوهش با یافته‌های پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۴) مبنی بر وجود رابطه منفی معنادار بین افق بلندمدت سرمایه‌گذاران نهادی با کوته‌بینی مدیریتی، مطابقت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز نشان می‌دهدکه افق زمانی کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی با کوته‌بینی مدیریتی رابطه مثبت معناداری دارد. در واقع سهامداران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به دنبال کسب بازده‌های کوتاه‌مدت و مقطعی هستند و بدلیل این دیدگاه تلاش می‌کنند در بازار سرمایه زودتر به سودهای کوتاه‌مدت و حتی ناچیز، اما متوالی

دست یابند. چرا که انگیزه‌های سفته بازی در آنها بسیار محرک است. این گونه سهامداران نهادی بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری و نه سودهای بلندمدت توجه دارند و این امر باعث می‌شود کارایی نظارت‌های کارآمد بر مدیران کاهش یابد و سهامداران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت مدیران را در جهت افزایش عایدات کوتاه‌مدت و رویکرد مد نظر خودشان تحریک کنند. به‌عبارت دیگر با توجه به افق‌های زمانی کوتاه‌مدت سهامداران نهادی، آن‌ها همواره دغدغه‌شان کسب بیشترین بازده از سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت است و به‌دلیل وجود زمان کوتاه، در عمل نمی‌توانند نظارت کارآمدی بر عملکرد مدیران داشته باشند. از این رو مدیران تحت نظارت اینگونه سهامداران برای حفظ جایگاه و ثبات مدیریت خود تلاش می‌کنند آگاهانه و یا حتی ناآگاهانه بازده‌های ناشی از عملکردهای کوتاه‌مدت را برای کسب سود خالص بیشتر افزایش داده و در نتیجه دیگر زمان و انگیزه‌ای برای سرمایه‌گذاری در عملکردهای بلندمدت نظیر فعالیت‌های پژوهش و توسعه برای انتخاب پروژه هایی با ارزش فعلی خالص مثبت برای کسب بازده‌های احتمالی آتی وجود نخواهد داشت. به طور خلاصه می‌توان گفت سهامداران نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت مدیران شرکت‌ها را برای رسیدن به اهداف کوتاه‌مدت سودآوری تحت فشار قرار می‌دهند. هر چند که این کار ممکن است ارزش سهام شرکت را در بازار به خطر اندازد. اگر هم مدیران برخلاف دیدگاه سهامداران نهادی با افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت عمل کند و دیدگاه‌های آینده نگرانه داشته باشد، باعث می‌شود همواره این نگرانی که ممکن است سهامداران نهادی از طریق فروش سهام خود، موجبات کاهش قیمت سهام را در بازار رقم بزنند و این موضوع شرکت را دچار بحران کند، وجود داشته و عملکردهای مدیران را تحت تاثیر قرار دهد. چن و همکاران (۲۰۱۴) نیز در پژوهش خود به نتایج مشابهی با این پژوهش دست یافته و بیان کردند که افق زمانی کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران نهادی، کوته‌بینی مدیریتی را افزایش می‌دهد.

براساس یافته‌های پژوهش حاضر به هیئت مدیره شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که به منظور حفظ ارزش بازار سهام خود سعی نمایند تا سرمایه‌گذاران نهادی را جلب کنند که دارای افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت باشند تا ارزش سهام شرکت در بازار حفظ شود و بدین طریق مدیران شرکت‌ها از طریق عملکردهای آینده نگرانه بازده‌های بیشتری را برای سهامداران نهادی خود به وجود آورند. در واقع شرکت‌ها با اعلام استراتژی‌های خود لازم است این ادراک را در سهامداران نهادی خود به وجود آورند که کسب اهداف بلندمدت در بازار رقابتی برای آنها در

اولویت قرار دارد تا تحت فشار کمتری از سوی سهامداران نهادی قرار بگیرند و با همراستا کردن دیدگاه سهامداران با اهداف شرکت، پروژه هایی را برای سرمایه‌گذاری و توسعه عملکردهای خود مد نظر قرار دهند که موفقیت بیشتری را در آینده برای آنها به همراه داشته باشد. علاوه براین، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که از طریق مکانیزم‌های مشاوره‌ای و آموزشی، سهامداران و سرمایه‌گذاران حرفه‌ای برای جذب سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه به وجود آورند تا دیدگاه‌های نه چندان مطلوب سفته بازی که به ساختارهای اقتصادی کشور لطمه وارد می‌کند را تا حد زیادی کنترل نماید و افق‌های زمانی بلندمدت در سرمایه‌گذاری را برای آن‌ها جذاب‌تر کند. همچنین به شرکت‌ها کمک کنند تا با شناخت بازارها از طریق پژوهش و توسعه ضمن حفظ جذابیت‌های بازار سرمایه، اعتماد و اطمینان بیشتری برای سرمایه‌گذاران ایجاد کنند تا از این طریق سیاست‌های اقتصادی دولت‌ها بیشتر حفظ شود.

در فرآیند انجام پژوهش علمی، مجموعه شرایطی وجود دارد که خارج از کنترل درست است، ولی به طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تاثیر قرار دهد. یکی از مهم‌ترین محدودیت پژوهش حاضر آن است که در این پژوهش مطابق با پژوهش‌های پیشین، متغیرهای کنترلی متعددی که بر کوته‌بینی مدیران شرکت‌ها مؤثر بودند را در نظر گرفته و در برآورد مدل لحاظ شدند. اما همانند سایر پژوهش‌های تجربی در حسابداری، همچنان احتمال وجود متغیرهای مرتبط حذف شده، وجود دارد که می‌تواند بر تعمیم نتایج تأثیر گذارد. در ادامه این پژوهش، به پژوهشگران آینده توصیه می‌شود که تاثیر افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی بر سایر ویژگی‌های شخصیتی مدیران نظیر بیش اطمینانی مدیریت شرکت‌ها نیز بررسی شود.

منابع

خدادادی، ولی؛ نیک کار، جواد؛ ویسی، سجاد. (۱۳۹۵). "تاثیر معیارهای راهبری شرکتی بر به موقع بودن افشای گزارشگری مالی"، *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۳(۵۲)، ۵۳-۷۴.

دلشاد، افسانه؛ صادقی‌شریف، سیدجلال. (۱۳۹۷). "بررسی واکنش بازار سرمایه به کوته‌بینی مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات مالی*، ۲۰(۱)، ۹۱-۱۰۶.

دیدار، حمزه؛ حیدری، مهدی؛ پور اسد، سعید. (۱۳۹۷). "تأثیر کوتاه بینی مدیریتی بر کارایی شرکت‌ها با نقش تعدیل کنندهٔ کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران"، *دانش حسابداری*، ۹(۱)، ۱۴۷-۱۶۹.

دیانتی دیلمی، زهرا و ملک محمدی، هادی. (۱۳۹۲). "بررسی تاثیر ویژگی‌های نظام راهبری شرکت بر کیفیت اطلاعات مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *دانش حسابداری*، ۱۳، ۱۵۱-۱۷۰.

عبدلی، محمدرضا؛ طالع زاری، سمیه. (۱۳۹۶). "بررسی رابطه بین کوته‌بینی مدیریت با کیفیت سود و میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *حسابداری مدیریت*، ۱۰ (۳۴)،۵۷-۶۹.

مرادی، جواد؛ باقری، هادی. (۱۳۹۳). "بررسی مقایسه ای تأثیر کوته بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱(۳)، ۲۳۹-۲۵۰.

مرادی، مهدی؛ پرنده، الهام؛ مرندی، زکیه. (۱۳۹۶). "بررسی ارتباط افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی غیر منتظره"، *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۳۳(۳) ، ۲۰۷-۲۴۰.

Aderson, T. W., Hsiao. C. (1982). "Formulation and estimation of dynamic modes using panel data". *Journal of Econometrics*, 18(1), 47-82.

Aghion, P., Van Reenen, J., & Zingales, L. (2013). "Innovation and institutional ownership". *American Economic Review*, 103(1), 277–304.

Alessandri, T. M., & Pattit, J. M. (2014). "Drivers of R&D investment: The interaction of behavioral theory and managerial incentives". *Journal of Business Research*, 67, 151–158.

Almazon, A., Hartzell, J, C., Starks, L, T. (2005). "Active institutional shareholders and costs of monitoring: evidence from executive compensation". *Financial Management*, 34(4), 5-34.

Anjos, F., Mo Kang, Ch. (2017). "Managerial myopia, financial expertise, and executive-firm matching", *Journal of Corporate Finance*, 43, 464–479.

Barker, V. L., Mueller, G. C. (2002). "CEO characteristic and firm R&D spending". *Management Science*, 48 (1), 782-801.

Battaglia, D., Neirotti, P., Paolucci, E. (2018) "The role of R&D investments and export on SMEs' growth: a domain ambidexterity perspective", *Management Decision*, 56 (9), 1883-1903.

Baysinger, B. D., Kosink, R. D. and Turk, T. A. (1991). "Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy", *Academy of Mnagement Journal*, 34, 205-214.

Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A., (2009). "What matters in corporate governance?" Rev. Finan. Stud. 22 (2), 783–827.

Bushee, B. J. (1998). "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior", *Accounting Review*, 73(3), 305–333.

Cadman, B., Sunder, J. (2018). "Investor Myopia and CEO Horizon Incentives", Northwestern University, The University of Chicago, and the Winter Accounting Conference at the University of Utah especially Xue Wang (the discussant), *the Conference on Financial Economics and Accounting*.

Cao, L., Du, Y., & Ørding Hansen, J. (2016). "Foreign institutional investors and dividend policy": Evidence from China, *International Business Review*, 26(5), 816-827.

Chen, Y, F., Lin, F, L., Yang, Sh, Y. (2014). "Does institutional short-termism matter with managerial myopia?" *Journal of Business Research*, http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.11.039.

Cheng, S. (2004). "R&D expenditures and CEO compensation", Accounting Review, 79(2), 305–328.

Darrough, M. and S Rangan, (2015). "Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering?" *Journal of Accounting Research*, 43, 1-33.

David, P., Yoshikawa, T., Chari, M. D. R., & Rasheed, A. A. (2006). "Strategic investments in Japanese corporations: Do foreign portfolio owners foster underinvestment or appropriate investment?" *Strategic Management Journal*, 27, 591–600.

David, P., Hitt, M. A., & Gimeno, J. (2001). "The influence of activism by institutional investors on R&D". *Academy of Management Journal*, 44(1), 144–157.

Dess, G.G. & Picken, J.C. (1999). "Creating competitive (dis) advantage: Learning from Food Lion's freefall". *Academy of Management Executive*, 13(3), 97-111.

Di Meo, F., García Lara, J, M., Surroca, J, A. (2017). "Managerial entrenchment and earnings management", *Journal of Accounting and Public Policy*, 36, 399–414.

Dikoli, S. S., S. L. Kulp, and K. L. Sedatole, (2006). "The use of short-term contracting to lengthen the CEO horizon: Do shareholder influences and board effectiveness matter?" Working Paper. Harvard University.

Gompers, P. A., & Metrick, A. (2001). "Institutional investors and equity prices", *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 229–259.

Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., (2003). "Corporate governance and equity prices". *Q. J. Econ*. 118 (1), 107–156.

Higgins, D., Omer, T.C., Phillips, J.D., (2015). "The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness". *Contemporary Accounting Research*. 32 (2), 674–702.

Jason, W., Ridge, D., K., White, A. (2014). "The influence of managerial myopia on firm strategy", *Management Decision*, 52(3), 602 – 623.

Jia-Chi, Ch., Fang-Chi, L., Tsai-Hui, T. (2018). "The Effect of Institutional Ownership Stability on Cash Dividend Policy: Evidence from Taiwan, in Cheng Few Lee, Min-Teh Yu (ed.)" Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance (Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance, Volume 6) Emerald Publishing Limited, pp.207 – 222.

Jiang, L., Waller, D.S., & Cai, S. (2013). "Does ownership type matter for innovation? Evidence from China". *Journal of Business Research*, 66, 2473–2478.

Jory, R., Ngo, T., & Sakaki, H. (2017). "Institutional Ownership Stability and Dividend Payout Policy", *Managerial Finance*, 1-11.

Kern, D.A. (2006). "A matter of strategic mis-fit: Management myopia and value", Ph.D dissertation. Oklahoma State University.

Kochhar, R., & David, P. (1996). "Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses". *Strategic Management Journal*, 17, 73–84.

Ladika, T., Zacharias, S. (2013). "The effect of managerial short-termism on corporate investment." Working paper, University of Amsterdam.

Le, S. A., Walters, B., & Kroll, M. (2006). "Themoderating effects of externalmonitors on the relationship between R&D spending and firm performance". *Journal of Business Research*, 59, 178–287.

Levinthal, D.A., March, J.G. (1993). "The myopia of learning". *Strategic Management Journal*, 14(winter), 92-112.

Miller, K.D. (2002). "Knowledge inventories and managerial myopia". *Strategic Management Journal*, 23(8), 689-706.

Mizik, N. (2010). "The theory and practice of myopic management". *Journal of Marketing Research*, 47(4), 594-611.

Mizik, N., Jacobson, R. (2007). "Myopic marketing management: Evidence of the phenomenon and its long-term performance consequences in the SEO context". Marketing Science, 26(3), 361-79.

Murphy, K., (1985). "Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis". Journal of Accounting and Economics 7, 11-42.

Peng C. Y. J., Lee, K. L., & Ingersoll, G. M. (2002). "An introduction to logistic regression analysis and reporting", *The Journal of Educational Research*, 96(1), 3-14.

Shin, J., (2006). "The composition of institutional ownership and the structure of CEO compensation". Working Paper. The University of Illinois at Urbana-Champaign.

Shleifer, A. Vishny, R, W. (1990). "Equilibrium short-horizons of investors and firms". AEA Papers and Proceedings, 80, 148–153.

Sias, Richard, Laura Starks, and Sheridan Titman, (2006). "Changes in institutional ownership and stock returns: Assessment and methodology", *Journal of Business* 79, 2869-2910.

Song, J., Wang, R., & Cavusgil, S. T. (2015). "State ownership and market orientation in China's public firms: An agency theory perspective". *International Business Review*, 24(4), 690–699

Stein, J. (1989). "Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior." *Quarterly Journal of Economics*, 104, 655–669.

Thakor, A., (1990). "Investment myopia and the internal organization of capital allocation decisions". *Journal of Law, Economics and Organization*, 6, 129–154.

Wahal, S., and J. J. McConnell, (2000). "Do institutional investors exacerbate managerial myopia?" *Journal of Corporate Finance*, 6, 307-29.

Yan, X., & Zhang, Z. (2009). "Institutional investors and equity returns: are short-term institutions better informed?" *The Review of Financial Studies*. 22(2), 893–924.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 297-320

Threshold Effect of CEO Power on Audit Report Lag[1]

Ali Tamoradi[2], Ebrahim Abbasi[3], Reza Rostaminia[4]

Received: 2021/06/29
Accepted: 2021/11/19

Research Paper

Abstract

Power, as one of the characteristics of CEO, can play a significant role in corporate decisions about financial reporting. If CEO use power in line with their interests, their power will be problematic and affect the audit time of the company. Thus, the present study aimed to investigate the effect of CEO power on audit report lag using Hansen's threshold regression approach. The research sample included 150 companies listed on the Tehran Stock Exchange during 2011-2018. This study was applied and the research hypothesis was tested using the threshold regression analysis. The results of testing the research hypothesis indicated that the CEO power has a negative effect on audit report lag in the companies where the CEO power is lower than the threshold limit while the power of CEO has a positive effect on audit report lag in the companies where the CEO power is higher than the threshold limit.

Kew Words: CEO Power, Audit Report Lag, Hansen Threshold Regression.

JEL Classification: M41, M42, C24

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11312.1511

2. Instructor, Department of Accounting, Payame Noor University of Tehran, Tehran, Iran. (tamoradi001@gmail.com).
3. Professor, Department of Management, Alzahra University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (abbasiebrahim2000@alzahra.ac.ir).
4. Instructor, Department of Accounting, Shushtar Branch, Islamic Azad University, Shushtar, Iran. (r.rostaminia@iau-shoushtar.ac.ir).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۶، زمستان ۱۴۰۰، صص ۳۲۰-۲۹۷

تأثیر آستانه‌ای قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی[۱]

علی تامرادی[۲]، ابراهیم عباسی[۳]، رضا رستمی‌نیا[۴]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۰۸
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۸/۲۸

چکیده

قدرت به عنوان یکی از ویژگی‌های مدیرعامل می‌تواند نقش عمده‌ای در تصمیمات شرکت در خصوص گزارشگری مالی داشته باشد. اگر مدیرعامل از قدرت در راستای منافع خود استفاده کند، در این صورت قدرت مدیرعامل مشکل ساز می‌شود و همین موضوع زمان حسابرسی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از این رو، پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی با استفاده از رویکرد رگرسیون آستانه‌ای هانسن صورت گرفته است. نمونه پژوهش ۱۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ است. این پژوهش کاربردی است و فرضیه پژوهش با استفاده از تحلیل رگرسیون آستانه مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که قدرت مدیرعامل پایین-تر از حد آستانه است، قدرت مدیرعامل تأثیر منفی بر تأخیر گزارش حسابرسی دارد، ولی در شرکت‌هایی که قدرت مدیرعامل بالاتر از حد آستانه است، قدرت مدیرعامل تأثیر مثبت بر تأخیر گزارش حسابرسی دارد.

واژه های کلیدی: قدرت مدیرعامل، تأخیر گزارش حسابرسی، رگرسیون آستانه‌ای هانسن.
طبقه بندی موضوعی: M41, M42, C24

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2020.11312.1511

۲. مربی، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور رامهرمز، تهران، ایران. (tamoradi001@gmail.com)
۳. استاد، گروه مدیریت، دانشگاه الزهرا، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (abbasiebrahim2000@alzahra.ac.ir)
۴. مربی، گروه حسابداری، واحد شوشتر، دانشگاه آزاد اسلامی، شوشتر، ایران. (r.rostaminia@iau-shoushtar.ac.ir)

مقدمه

سرمایه‌گذاران در پایان دوره مالی به شدت نیازمند اطلاعات قابل اتکاء و به‌موقع هستند تا بتوانند در خصوص سرمایه‌گذاری خود پیش‌بینی و تصمیم‌گیری کنند (اسدی و همکاران، ۱۳۹۱: ۱۲۰). از دیدگاه سرمایه‌گذاران، اطلاعاتی قابل اتکاء گرفته می‌شود که یک نهاد مستقل بر فرایند گزارشگری شرکت‌ها مانند حسابرسان، نظارت کنند (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۴: ۸۶). علی رغم مزایای حاصل از صورت‌های مالی حسابرسی شده که بر کسی پوشیده نیست، ولی مدت زمان اجرا و تکمیل عملیات حسابرسی می‌تواند بر به موقع بودن اطلاعات مالی ارائه شده و در نتیجه بر مربوط بودن آن اثرگذار باشد (مرادی و حسینی‌پور، ۱۳۸۸: ۱۷۱). زیرا انتشار گزارش‌های سالانه حسابرسی شده شرکت‌ها قبل از اظهارنظر حسابرس مستقل صورت نمی‌گیرد، بنابراین، هرچه تأخیر گزارش حسابرسی (فاصله بین پایان سال مالی و تاریخ گزارش حسابرسی) کمتر باشد، استفاده کنندگان صورت‌های مالی به شکلی بهتر و مؤثرتر قادر خواهند بود از اطلاعات منتشر شده آن استفاده کنند. به‌موقع بودن گزارش‌های مالی حسابرسی شده، از طریق کاهش اطلاعات خصوصی و محرمانه می‌تواند باعث کاهش احتمال تصمیم‌گیری‌های نادرست توسط سرمایه‌گذاران شود. بنابراین، می‌توان چنین پنداشت که ارائه اطلاعات به موقع باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران خواهد شد (جعفری‌پور و همکاران، ۱۳۹۶: ۱۶۶).

تأخیر در ارائهٔ گزارش حسابرسی به تلاش حسابرس یا مدت زمانی که حسابرس برای رسیدگی‌ها برای اظهارنظر نسبت به صورت‌های مالی صرف می‌کند، بستگی دارد. ازاین رو تأخیر در ارائه گزارش حسابرسی تحت تأثیر انگیزه‌های مدیریت قرار دارد، زیرا مدیریت می‌تواند در زمان تهیه صورت‌های مالی به دلیل تضاد منافع میان مدیران و مالکان (سهامداران) با انگیزه‌های مختلف اطلاعات مالی را دستکاری کند (حبیب و محمدی[1]، ۲۰۱۸). وجود چنین تضاد منافعی باعث ایجاد مسائل و مشکلات نمایندگی می‌شود. بر اساس تئوری نمایندگی که اشاره به جدایی مالکیت از مدیریت شرکت‌ها دارد، مدیران و به خصوص مدیران عامل که در بالاترین سطح مدیریت قراردارند، اگر منافع‌شان با منافع سهامداران همراستا نباشد، قدرت

1. Habib & Muhammadi

مدیرعامل مشکل ساز شده و باعث تشدید مسائل نمایندگی خواهد شد (جنسن[1]، ۱۹۹۳). قدرت، ویژگی اساسی نقش یک مدیرعامل بوده و به همان مقدار که می‌تواند زمینه اثربخشی او را در شرکت فراهم سازد، ممکن است زمینه‌ای برای رفتارهای فرصت طلبانه فراهم نموده و تصمیماتی را بگیرند که اهداف و منافع خود را به جای شرکت و سهامداران در پی داشته باشد. بنابراین تأثیر قدرت مدیرعامل بر فعالیت و گزارش‌های مالی به ماهیت وجودی و چگونگی استفاده از قدرت و منابع آن بستگی دارد (مونیر و لی[2]، ۲۰۱۶).

تأخیر حسابرس، در خصوص اظهار نظر گزارش‌های مالی سالانه تهیه شده به وسیله مدیران، تابع عوامل مختلف است. پژوهش‌های پیشین بیشتر ویژگی‌های حسابرسی (از قبیل اندازه حسابرسی، دوره تصدی حسابرس، تخصص حسابرس) و همچنین عوامل خاص شرکت (حاکمیت شرکتی، وضعیت مالی و ویژگی‌های شرکت نظیر اندازه شرکت، اهرم مالی و روابط شرکت) را به‌عنوان عوامل تعیین کننده تأخیر گزارش حسابرسی بررسی کردند (راسمین و اوانس[3]، ۲۰۱۷؛ باسونی[4] و همکاران، ۲۰۱۷). با وجود پژوهش‌های متعدد در خصوص عوامل تأثیر گذار بر تأخیر گزارش حسابرسی، اما هنوز تأثیر قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی در ادبیات پژوهش مورد توجه قرار نگرفته است. بنابراین با توجه به موضوع اهمیت زمانبندی و اظهار نظر حسابرس برای فعالان و پیام‌های قابل دریافت از گزارش حسابرس برای تصمیم‌گیری فعالان بازار سرمایه، در این پژوهش به دنبال پاسخ به این پرسش هستیم که تأثیر قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است.

به منظور درک بهتر تأثیر قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی و چرایی استفاده از رویکرد رگرسیون آستانه، در ادامه پژوهش، ابتدا مبانی نظری پشتوانه انجام پژوهش از دیدگاه پژوهشگران مختلف ارائه می‌شود، در ادامه به صورت مختصر پیشینه پژوهش که شامل مروری بر پژوهش‌ها خارجی و داخلی پیرامون موضوع پژوهش است، ارائه می‌شود. سپس فرضیه

---

1. Jensen
2. Munir & Li
3. Rusmin & Evans
4. Basuony

پژوهش، روش پژوهش، مدل آزمون فرضیه، تعریف عملیاتی متغیرها و تجزیه و تحلیل آماری ارائه می‌شود. در انتها نیز نتایج و پیشنهادهای پژوهش ارائه می‌شود.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

انتشار به‌موقع گزارش‌های مالی از سوی شرکت‌ها، می‌تواند موجب کاهش عدم تقارن اطلاعات، کاهش پخش شایعات در مورد سلامت و عملکرد مالی و افزایش محتوای اطلاعات مالی گزارش شده شرکت باشد (آلان[1] و همکاران، ۲۰۱۴). اما آنچه که می‌تواند اعتماد استفاده‌کنندگان به گزارش‌های مالی را افزایش دهد نقش حسابرس در اعتباربخشی به گزارش‌های مالی است. مدیران به منظور ایفای نقش مباشرتی خود، نیازمند اظهار نظر حسابرسان در قالب گزارش حسابرسی نسبت به گزارش‌های مالی هستند تا از این طریق بتوانند اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کنند (اُکاک[2]، ۲۰۱۸). حسابرس نیز برای تکمیل فرآیند حسابرسی خود نیازمند زمان کافی هستند و بدون اختصاص زمان مورد نیاز برای انجام امور حسابرسی، دستیابی به کیفیت مورد نظر امکانپذیر نخواهد بود (صفائی و همکاران، ۱۳۹۴: ۲). مدیریت مسئول آماده‌سازی حساب‌های مالی برای حسابرس است. مقدار فعالیت‌های حسابرسی مورد نیاز و همچنین بحث پیرامون گزارش حسابرسی به طور معنادار می‌تواند بر تاریخ گزارش حسابرسی تأثیر گذارد. مدیرعامل مسئولیت توجه به سیاست‌های حسابداری، ثبت و تخمین صورت گرفته در طول سال توسط کارکنان مالی و حسابداری را بر عهده دارد (باتواه[3] و همکاران، ۲۰۱۵). اگرچه، ممکن است ویژگی‌های مدیریت بر کیفیت گزارش مالی تأثیر گذارد، اما منابع در این زمینه محدود است (گودوین[4] و همکاران، ۲۰۰۹). تعداد محدودی از پژوهش‌ها، تأثیر مدیران به ویژه مدیرعامل بر جنبه‌های زمانی گزارش حسابرسی را مورد توجه و بررسی قرار داده اند (حبیب و محمدی، ۲۰۱۸). بنابراین، برای بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی منابع پژوهشی گذشته را می‌توان بسط و توسعه داد. براساس نظریه مدیریت عالی[5] که توسط هامبریک و ماسون[6] (۱۹۸۴) ارائه شد، عملکرد شرکت را می‌توان

1. Alan
2. Ocak
3. Baatwah
4. Goodwin
5. Uper management theory
6. Hambrick and Mason

متاثر از ویژگی‌ها و خصوصیات پیش‌زمینه‌ای مدیریتی از جمله قدرت مدیران دانست. خصوصیات مدیران از جمله قدرت می‌تواند رفتار آنها را تحت تأثیر قرار دهد که به نوبه خود تصمیمات شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار خواهند داد. تصمیم‌گیری برای گزارشگری مالی از جمله تصمیمات مهمی به شمار می‌رود که مدیران باید بگیرند (جیانگ[1]، ۲۰۱۶). انتظارات مربوط به ارتباط بین ویژگی‌های مدیران (نظیر قدرت مدیرعامل) و تأخیر گزارش‌های حسابرسی بر مبنای این واقعیت ارائه شده است که صورت‌های مالی حسابرسی شده، محصول تعامل میان مدیران و حسابرسان است. جنبه‌های زمانی گزارش حسابرسی، شامل زمان صرف شده توسط حسابرس برای ارزیابی و گزارش در رابطه با صادقانه بودن و درست بودن گزارش‌های مالی تهیه شده توسط مدیریت است (بامبر[2] و همکاران، ۱۹۹۳). فروپاشی شرکت‌های مشهور (به عنوان مثال انرون، ورلدکام) ثابت کردند که کنترل‌های مالی مدیریت، بخصوص مدیرعامل تأثیر قابل توجهی بر نتایج مالی گزارش شده شرکت دارد (دمِریجان[3] و همکاران، ۲۰۱۳؛ جیانگ و همکاران، ۲۰۱۰). شواهد عملی از این دیدگاه پشتیبانی می‌کنند که کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌ها، یکنواخت نیست و بر مبنای ویژگی‌های مدیرعامل شرکت تغییر می‌کند(بامبر و همکاران، ۲۰۱۰). گرچه یک مدیرعامل به صورت مستقیم بر تاریخ گزارش حسابرسی تأثیر ندارد، اما تصمیمات در خصوص سیاست‌های گزارشگری مدیرعامل می‌تواند بر فرآیند و میزان رسیدگی‌های حسابرسان تأثیر زیادی داشته باشد (باتواه[4] و همکاران، ۲۰۱۵). چینگ و لو[5] (۲۰۰۶)، نشان دادند که مدیرعاملی که بیشترین قدرت را در محدوده وسیعی از تصمیمات داشته، اغلب مشخص می‌کنند که کدام اطلاعات و در چه زمانی به حسابرسان ارائه شد (باتواه و همکاران، ۲۰۱۵). بامبر[6] و همکاران (۲۰۱۰)، نیز معتقدند که مدیرعامل می‌تواند به واسطه قدرت خویش، بر تصمیمات گزارشگری مالی مانند مدیریت‌سود و شفافیت ارائه اطلاعات تأثیر زیادی داشته باشد.

تأثیر قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی از دو دیدگاه قابل بررسی است. بر اساس دیدگاه اول قدرت مدیرعامل منجر به کاهش تأخیر گزارش حسابرسی می‌شود. بر این اساس

1. Jiang
2. Bamber
3. Demerjian
4. Baatwah
5. Cheng & Lo
6. Bamber

اگر هدف مدیرعامل استفاده از قدرت خویش در جهت اهداف و منافع شرکت و سهامداران باشد می‌تواند پدیده‌ای مثبت و کارکردی به شمار آید. کو[1] (۲۰۱۵) نشان داد که مدیرعامل بواسطه اعتماد به نفس خویش با توجه به موقعیت راهبردی خود کنترل بیشتری بر تصمیمات شرکت خواهد داشت، و چنین مدیرانی از قدرت خویش به صورت کارآمد و در راستای منافع سهامداران استفاده نموده و منجر به بهبود عملکرد شرکت می‌شوند. لیو[2] و همکاران (۲۰۱۵) نیز معتقند مدیرعامل‌هایی که از قدرت خویش در جهت منافع سهامداران استفاده می‌کنند، باتوجه به عملکرد مطلوب خود چیزی برای پنهان کردن ندارند و کمتر به دستکاری اقلام صورت‌های مالی می‌پردازند. به همین دلیل چنین مدیرانی خواستار افزایش شفافیت هستند و در پایان دوره مالی از طریق انتخاب حسابرسان باکیفیت (موسسات حسابرسی بزرگ) به دنبال فراهم کردن نیاز اطلاعاتی سرمایه‌گذاران، از طریق افزایش کیفیت گزارش‌های مالی هستند (لیو و همکاران، ۲۰۱۵). انتخاب موسسات حسابرسی بزرگ نیز منجر به کاهش تأخیر در اراده گزارش حسابرسی می‌شود (راسمین و اِوانس[3]، ۲۰۱۷). بنابراین در صورتی که قدرت مدیرعامل برای تصمیم‌گیری در راستای منافع سهامداران باشد و مدیرعامل کمتر به دستکاری اقلام در زمان تهیه صورت‌های مالی بپرازد، حسابرسی شرکت نیز توسط حسابرسان کم دردسرتر است و انتظار می‌رود تأخیر گزارش حسابرسان کمتر باشد.

بر اساس دیدگاه دوم قدرت مدیرعامل به افزایش تأخیر گزارش حسابرسی منجر می‌شود. بر این اساس اگر هدف مدیرعامل استفاده از قدرت خویش در جهت دستیابی به اهداف شخصی و فردی باشد می‌تواند پدیدهای منفی به شمار آید. شواهد نظریه نمایندگی نشان می‌دهد مدیران در راستای منافع شخصی خود تصمیم‌گیری می‌کنند و منافع خود را بر منافع سرمایه‌گذران مقدم می‌شناسد. دلیل وقوع چنین رفتاری در تصمیم‌گیری مدیران و در راس آن مدیرعامل، اختیاراتی است که از سوی سهامداران (مالکان) به آن‌ها واگذار شده است. از آنجایی که سهامداران (مالکان) نمی‌توانند بر هر تصمیم مدیران نظارت داشته باشند، مدیران در پیگیری منافع خود آزادی عمل دارند. به همین دلیل ممکن است از اختیارات خود سوء استفاده کرده و در مدت زمان تصدی خود استراتژی‌هایی را انتخاب کنند که بیشترین منافع و مزایا را برای خود تأمین

1. Koo
2. Liu
3. Rusmin & Evans

کنند. از این رو قدرت مدیرعامل باعث ایجاد مشکلات نمایندگی خواهد شد(جنسن، ۱۹۹۳). همانگونه که نتایج برخی پژوهش‌ها نیز نشان می‌دهند که قدرت مدیرعامل می‌تواند مشکل سازمانی را بیشتر سازد، چراکه مدیران عامل قدرتمند، تمایل بیشتری به خودسری و خود رای بودن دارند (پی فِفر[1]، ۲۰۱۰). ببچاک[2] و همکاران (۲۰۱۱) نیز شواهدی تجربی را ارائه می‌کنند که در آن‌ها قدرت مدیرعامل با پیامدهای اقتصادی مرتبط با مشکلات سازمانی در ارتباط است. آن‌ها عنوان می‌کنند که قدرت مدیرعامل به کاهش ارزش و ضعف عملکرد شرکت منجر می‌شود. تینگ[3] (۲۰۱۴) نیز نشان داد قدرت مدیرعامل تأثیر مثبت بر مدیریت سود و رفتارهای فرصت طلبانه مدیران دارد. از این‌رو تحت چنین شرایطی، سهامداران شرکت‌ها تمایل بیشتری به افزایش نظارت بر شرکت دارند و ممکن است از حسابرس مستقل فعلی بخواهند میزان فعالیت حسابرسی خود را افزایش دهند. بنابراین به میزانی که قدرت مدیرعامل موجب دستکاری اطلاعات مالی شود، کیفیت گزارشگری مالی پایین آمده و عدم اطمینان اطلاعات نیز افزایش می‌یابد و حسابرسان برای اطمینان یافتن از صحت اقلام مندرج در صورت‌های مالی باید وقت بیشتری را صرف بررسی حساب‌ها و اقلام مندرج در صورت‌های مالی کنند. بنابراین انتظار بر این است که پایین بودن شفافیت گزارشگری مالی از سوی مدیران موجب افزایش زمان تأخیر در ارائه گزارش شود (ایزدی‌نیا و همکاران، ۱۳۹۳: ۹۱).

در راستای این فرض که قدرت مدیرعامل می‌تواند بر تأخیر گزارش حسابرسی تأثیر داشته باشد، پژوهشهای اخیر شروع به تمرکز بر ممکن بودن اثرات آستانه‌ای قدرت مدیرعامل کردند. اعتقاد بر این است که افزایش قدرت مدیرعامل به سطحی بالاتر از یک حد آستانه، ممکن است منجر به سوء استفاده از قدرت شود و در این راستا به رفتارهای فرصت طلبانه روی آورد، در حالی که در سطح پایین‌تر از یک حد آستانه ممکن است این چنین نباشد. با این وجود ادبیات پژوهشی داخل کشور در رابطه با موضوع پژوهش بسیار کم بوده و اغلب به پژوهش‌های صورت گرفته در کشورهای غربی محدود است. برای مثال مونیر[4] و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهش خود نشان دادند که قدرت مدیرعامل بر سیاست‌های تأمین مالی تأثیر آستانه‌ای دارد و در سطوح پایین قدرت مدیرعامل، تأثیر بر سیاست‌های تأمین مالی مثبت و در

1. Pfeffer
2. Bebchuk
3. Ting
4. Munir

رتبه های بالا قدرت مدیرعامل بر سیاست‌های تأمین مالی تأثیر منفی دارد. بر همین اساس در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر آستانه‌ای قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی پرداخته شده است.

بازنگری ادبیات پژوهش نشان می‌دهد که تا کنون پژوهشی تأثیر آستانه‌ای قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی را مورد بررسی قرار نداده است، به همین منظور در ادامه مرتبط‌ترین پژوهش‌های انجام شده در ارتباط با موضوع پژوهش ارائه می‌شود.

کو و کیم[1] (۲۰۱۸) تاثیر قدرت مدیرعامل بر شفافیت گزارشگری مالی شرکت‌ها را با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۲۳۸۰ (سال- شرکت) در بورس اوراق بهادار چین مورد بررسی قرار دادند. نتایج آزمون فرضیه پژوهش نشان می‌دهد مدیرعامل قدرتمند، برای پنهان کردن عملکرد ضعیف خود، شفافیت گزارشگری مالی را کاهش می‌دهد.

باسونی و همکاران (۲۰۱۷) رابطه ویژگی‌های هیأت مدیره و به موقع بودن گزارش حسابرسی شده شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نمونه آماری پژوهش آن‌ها شامل ۲۰۱ شرکت از ۱۱ کشور آسیایی در طول دوره زمانی ۲۰۰۳ الی ۲۰۰۹ بوده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که اندازه هیأت مدیره و استقلال هیأت مدیره موجب افزایش به موقع بودن گزارش حسابرسی می‌شود، اما دوگانگی نقش مدیرعامل موجب کاهش به موقع بودن گزارش حسابرسی می‌شود.

کین[2] (۲۰۱۶) رابطه قدرت مدیرعامل و عملکرد شرکت‌ها را با استفاده از اطلاعات ۱۷۰ شرکت آمریکایی درسال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۵ مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد قدرت مدیرعامل تأثیر منفی معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارد.

با و وو[3] (۲۰۱۶) رابطه میان دوره تصدی مدیرعامل و تأخیر گزارش حسابرسی شرکت‌ها را با استفاده از اطلاعات ۳۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کره جنوبی در دوره زمانی ۲۰۰۳ الی ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که دوره تصدی مدیرعامل تأثیر مثبت بر تأخیر گزارش حسابرسی شرکت‌ها دارد.

لیو و همکاران (۲۰۱۵) تأثیر قدرت مدیرعامل بر انتخاب حسابرس شرکت‌ها را با استفاده از اطلاعات ۹۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آمریکا در طول دوره زمانی ۲۰۰۰ الی

---

1. Koo & kim
2. Qin
3. Bae & Woo

۲۰۱۱ مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که در شرکت‌ها که مدیرعامل از قدرت بیشتری برخوردار است، چنین مدیرانی تمایل بیشتری برای به‌کارگیری حسابرسان با کیفیت بالا دارند تا از این طریق نیاز اطلاعاتی سرمایه‌گذاران را از طریق افزایش کیفیت گزارش‌های مالی تأمین کنند.

کو (۲۰۱۵) تأثیر قدرت مدیرعامل بر ارزش شرکت‌ها را با استفاده از اطلاعات ۲۹۸ شرکت خدمات مالی یونانی در طی دوره زمانی ۲۰۰۷ الی ۲۰۰۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌ها با مدیران عامل قدرتمند در روبه رویی با بحران‌های مالی با توسعه اقدامات پیچیده‌تر، ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند و ارزش بالاتری برای شرکت نسبت به سایر شرکت‌ها کسب می‌کنند.

باتواه و همکاران (۲۰۱۵) رابطه میان ویژگی‌های مدیرعامل و تأخیر گزارش حسابرسی شرکت‌ها را با استفاده از اطلاعات ۲۹۸ شرکت پذیرفته شده در بازار سرمایه عمان در دوره زمانی ۲۰۰۷ الی ۲۰۱۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که دوره تصدی مدیرعامل و تخصص مالی مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی تأثیر منفی دارند.

توانگر حمزه کلایی و اسکافی اصل (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین قدرت مدیرعامل، ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی پرداختند. به این منظور اطلاعات ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به صورت تحلیل لاجیت مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج پژوهش نشان داد که قدرت مدیرعامل تأثیر تعدیل کننده منفی بر ارتباط مثبت بین اندازه کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی دارد.

جعفری‌پور و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر عوامل حاکمیتی بر تأخیر گزارش حسابرسی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۹۳ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۰ بوده است. نتایج نشان داد اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و تمرکز مالکیت بر تأخیر گزارش حسابرسی تأثیر منفی معنادار دارند، و دوره تصدی مدیرعامل و نفوذ مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی تأثیر مثبت معنادار دارند.

عنبری و سبزعلی‌پور (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیرعامل بر به موقع بودن گزارش حسابرسی پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده بورس تهران طی سال های ۱۳۸۹-۱۳۹۴ بوده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان

داد که دوره تصدی مدیرعامل و تخصص مالی مدیرعامل بر به موقع بودن گزارش حسابرسی تأثیر مثبت معناداری دارد.

جلالی و نری میسا (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین دوره تصدی مدیرعامل و به‌موقع بودن گزارش حسابرس پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۶۰ شرکت پذیرفته شده بورس تهران طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۷ بوده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که دوره تصدی مدیرعامل با تأخیر گزارش حسابرسی رابطه مثبت معناداری دارد.

یاری و فتحی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۹۱ شرکت پذیرفته شده بورس تهران در سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۳ بوده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین درصد تملک سهام مدیرعامل، تنها عضو موظف بودن مدیرعامل و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

بنی مهد و بهاری (۱۳۹۳) در بخشی از پژوهش خود به بررسی رابطه دوره تصدی مدیرعامل و به موقع بودن گزارش‌های مالی حسابرسی شده پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده بورس تهران در سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۹۰ بوده است. نتایج پژوهش نشان داد هر چه مدت تصدی مدیرعامل افزایش یابد، صورت‌های مالی نیز با تأخیر بیشتری ارائه می شود.

فرضیه پژوهش

قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر آستانه‌ای دارد.

روش‌شناسی پژوهش

با توجه به اهدف پژوهش، این پژوهش به لحاظ نوع هدف کاربردی و به لحاظ شیوه‌ی انجام، از نوع توصیفی مبتنی بر داده‌های کمی است. این پژوهش به لحاظ زمانی پس رویدادی است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته (صورت‌های مالی شرکت‌ها در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷) انجام می‌گیرد. از سوی دیگر پژوهش حاضر در پی یافتن رابطه بین متغیرها (قدرت مدیرعامل و تأخیر گزارش حسابرسی) در یک جامعه است، بنابراین پژوهش در زمره

پژوهش‌های همبستگی قرار دارد. همچنین در این پژوهش برای جمع‌آوری اطلاعات مرتبط با مبانی نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. سپس داده‌های مرتبط با متغیرهای پژوهش با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌ها انتخاب و با استفاده از پایگاه‌های اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار ره آورد نوین و تارنمای رسمی شرکت‌ها جمع‌آوری شده است. پس از جمع‌آوری داده‌ها، عملیات تلخیص داده‌های پژوهش با استفاده از نرم‌افزار اکسل انجام شد و سپس با استفاده از نرم‌افزار Eviews9 تجزیه و تحلیل نهایی انجام شد.

جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ است. به دلیل گستردگی و حجم آماری جامعه و وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضاء جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده‌اند.

۱. در بازده زمانی مورد بررسی یعنی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ تغییر سال مالی نداشته باشند.
۲. به دلیل تفاوت نوع فعالیت شرکت‌های بانک، واسطه‌گری مالی، هلدینگ، لیزینگ، سرمایه‌گذاری، این شرکت‌ها از نمونه خارج‌شده‌اند.
۳. سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
۴. اطلاعات مالی موردنیاز به‌منظور استخراج داده‌های مرتبط با متغیرهای پژوهش در دسترس باشد.
۵. شرکت‌ها در طول دوره زمانی مورد بررسی، وقفه عملیاتی بیش از سه ماه نداشته باشند.

با توجه به شرایط و اعمال محدودیت‌های یاد شده، تعداد ۱۵۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ به‌عنوان نمونه انتخاب شده است.

اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل

قدرت مدیرعامل: اندازه‌گیری کمی قدرت مدیرعامل کار دشواری است، اما در این پژوهش برای اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل از چهار عامل زیر مشابه پژوهش‌های کو (۲۰۱۵)، لی و همکاران (۲۰۱۷) و رهنمای‌رودپشتی و زندی (۱۳۹۸) استفاده می‌شود.

۱. دوره تصدی مدیرعامل: دوره تصدی مدیرعامل برای هر فرد برابر است با تعداد سال‌هایی که از زمان تصدی آن به‌عنوان مدیرعامل می‌گذرد. بدین‌صورت برای اندازه‌گیری این

متغیر، طبق پژوهش کو (۲۰۱۵) اگر دوره تصدی مدیرعامل، بیش از سه سال باشد، از عدد یک و اگر سه سال و یا کمتر از سه سال باشد، از عدد صفر استفاده می‌شود.

۲. دوگانگی نقش مدیرعامل: به وضعیتی گفته می‌شود که مدیرعامل، رئیس یا نائب رئیس هیأت مدیره نیز باشد (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸؛ رحیمی و فروغی، ۱۳۹۸؛ کو و کیم، ۲۰۱۸). بدین‌صورت برای اندازه‌گیری این متغیر، اگر مدیرعامل به صورت همزمان رئیس یا نائب رئیس هیأت مدیره باشد، از عدد یک و برعکس چنانچه رئیس یا نائب رئیس هیأت مدیره نباشد، از عدد صفر استفاده می‌شود.

۳. مالکیت مدیرعامل: مالکیت مدیرعامل به‌صورت درصد سهام متعلق به مدیرعامل شرکت تعریف می‌شود (رهنمای‌رودپشتی و زندی، ۱۳۹۸؛ کو، ۲۰۱۵). بدین صورت برای اندازه‌گیری مالکیت مدیرعامل، اگر مالکیت سهامی برای مدیرعامل شرکت بیشتر از ۵ درصد وجود داشته باشد از عدد یک و درصورتی‌که مالکیت سهامی برای مدیرعامل کمتر از ۵ باشد، از عدد صفر استفاده می‌شود.

۴. تخصص مالی مدیرعامل: اگر مدیرعامل دارای مدرک مالی و حسابداری باشد، توانایی و قدرت بیشتری خواهد داشت (رهنمای‌رودپشتی و زندی، ۱۳۹۸؛ لی و همکاران، ۲۰۱۷). بدین‌صورت برای اندازه‌گیری تخصص مدیرعامل از یک متغیر مجازی دو وجهی استفاده می‌شود، اگر مدیرعامل دارای مدرک مالی و حسابداری باشد، این متغیر برابر یک و درصورتی‌که این چنین نباشد، از عدد صفر استفاده می‌شود.

رابطه (۱) $$Power = Tenure + Duality + Ownership + SpeCEO$$

که در آن Power: قدرت مدیرعامل، Tenure: دوره تصدی مدیرعامل، Duality: دوگانگی نقش مدیرعامل، Ownership: مالکیت مدیرعامل و SpeCEO: تخصص مالی مدیرعامل است.

با توجه به رابطه ۱ قدرت مدیرعامل را مجموع پنج عامل گفته شده در بالا برای هر شرکت در سال موردنظر تعیین می‌کند. بنابراین قدرت مدیرعامل برای هر شرکت در هرسال عددی میان صفر تا چهار است. در شرکتی که مجموع عوامل صفر باشد، قدرت مدیرعامل بسیار کم و در شرکتی که مجموع عوامل چهار باشد، قدرت مدیرعامل بسیار زیاد خواهد بود (کو، ۲۰۱۵).

متغیر وابسته

تأخیر گزارش حسابرسی (LNARL): برای تعیین تأخیر در ارائه گزارش حسابرسی از لگاریتم فاصله زمانی میان پایان سال مالی تا تاریخ ارائه گزارش حسابرسی استفاده می‌شود.

متغیرهای کنترلی

مشابه پژوهش‌های باسونی و همکاران (۲۰۱۷) و بای و وو (۲۰۱۶) از متغیرهای کنترلی زیر در مدل پژوهش استفاده شد.

اندازه شرکت (FS): برای تعیین اندازه شرکت از لگاریتم دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی مورد نظر استفاده می‌شود.

اهرم مالی (LEV): برای تعیین اهرم مالی از نسبت مجموع بدهی‌های شرکت به مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی مورد نظر استفاده شد.

مدیریت سود (DA): برای تعیین مدیریت سود از اقلام تعهدی اختیاری استفاده می‌شود. اقلام تعهدی اختیاری، یکی از پرکاربردترین متغیرهایی است که معرف مدیریت سود به شمار می‌رود. تخمین اقلام تعهدی اختیاری در این پژوهش با استفاده از مدل دیچو و دیچِو[1] (۲۰۰۲) انجام شد.

بازده دارایی‌ها (ROA): برای تعیین بازده دارایی‌ها از نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها استفاده شد.

اندازه هیأت مدیره (BS): برای تعیین اندازه هیأت مدیره از مجموع تعداد مدیران (شامل موظف و غیرموظف) که عضو هیئت مدیره هستند، استفاده شد.

مدل آزمون فرضیه پژوهش

به منظور آزمون فرضیه پژوهش از مدل رگرسیون ۱ استفاده می‌شود.

مدل (۱)

$$\mathrm{LNARL_{it}} = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{POWER_{it}} + \beta_2 \mathrm{FS_{it}} + \beta_3 \mathrm{LEV_{it}} + \beta_4 \mathrm{DA_{it}} + \beta_5 \mathrm{ROA_{it}} + \beta_6 \mathrm{BS_{it}} + \mu_{it}$$

1. Dechow & Dichev

در مدل بالا، LNARL: تاخیر گزارش حسابرسی، POWER: قدرت مدیرعامل، FS: اندازه شرکت، LEV: اهرم مالی، DA: مدیریت سود، ROA: بازده دارایی‌ها، BS: اندازه هیأت مدیره هستند.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی در جدول ۱ نشان داده شده است. میانگین متغیر مستقل یعنی قدرت مدیرعامل ۱/۳۱ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه متغیر قدرت مدیرعامل ۱ است که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. همچنین مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرهای پژوهش، مدیریت سود و قدرت مدیرعامل به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی هستند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر کمی	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
تأخیر گزارش حسابرسی	۱/۹۱	۱/۹۰	۲/۱۹	۱/۱۷	۰/۲۴۳
قدرت مدیرعامل	۱/۳۱	۱/۰۰	۴/۰۰	۰/۰۰	۰/۹۵۷
اندازه شرکت	۵/۹۸	۵/۹۱	۸/۳۴	۴/۰۵	۰/۷۵۲
اهرم مالی	۰/۶۳	۰/۶۵	۰/۸۸	۰/۱۲	۰/۱۶۴
مدیریت سود	۰/۰۶	۰/۰۵	۰/۹۰	-۰/۲۲	۰/۰۳۷
بازده دارایی‌ها	۰/۱۶	۰/۱۲	۱/۳۲	-۰/۲۸	۰/۲۴۰
اندازه هیأت مدیره	۵/۱۲	۵/۰۰	۹/۰۰	۵/۰۰	۰/۴۸۲

نام متغیر کیفی	تعداد صفر	تعداد یک	درصد صفر	درصد یک
دوره تصدی مدیرعامل	۷۳۱	۴۶۹	۶۱	۳۹
دوگانگی نقش مدیرعامل	۸۵۱	۳۴۹	۷۱	۲۹
مالکیت مدیرعامل	۹۸۸	۲۱۲	۸۲/۳۳	۱۷/۶۷
تخصص مالی مدیرعامل	۷۲۲	۴۷۸	۶۰/۶۷	۳۹/۸۳

منبع: یافته‌های پژوهش

آمار استنباطی

رگرسیون آستانه‌ای

روش رگرسیون آستانه‌ای ارائه شده توسط هانسن[1] (۱۹۹۹)، به دنبال پاسخ به این پرسش است که آیا توابع رگرسیونی به طور یکنواخت از همه مشاهدات عبور می‌کند یا می‌تواند به گروه‌های مجزا شکسته شوند؟ تجزیه و تحلیل سنّتی روابط غیرخطی بیشتر بر اساس رهیافت تقسیم نمونه به دو گروه به صورت برون‌زا است که بر پایه داوری و مزایای فردی استوار است. در صورت استفاده از این روش، انتخاب تعداد رژیم‌ها (شرکت‌ها) و محل آن اختیاری و بر اساس راهنمایی‌های نظریه‌های اقتصادی قبلی است. پس در این صورت، صحت نتایج و پارامترهای گمانه زده شده، پرسش برانگیز است، زیرا به طور وسیعی به انتخاب نقطه‌ای که آستانه در آنجا رخ می‌دهد، وابسته است.

روش دیگری که در تجزیه و تحلیل های آستانه‌ای مورد استفاده قرار می‌گیرد، روش رگرسیونی پی‌درپی یا درخت رگرسیونی است که شمار و محل آستانه‌ها را به طور کاملاً درون-زا و با بهره‌گیری از مرتّب‌سازی داده‌های موجود تعیین می‌کند. این جستار به طور جدی توسط هانسن (۱۹۹۹، ۲۰۰۰) با ارائه تکنیکی جدید در اقتصاد سنجی، توسعه داده شده است. از مزایای دیگر این روش این است که تصوّرات ذهنی در شکل‌گیری نوع رابطه غیرخطّی دخالتی نداشته و نیاز به هیچ‌گونه فرم تابعی معین غیرخطّی در بررسی روابط غیرخطّی ندارد. اگر داده‌های ترکیبی متعادل به صورت $\{y_{it}\ ,\ q_{it}\ ,\ x_{it}: 1\leq i<n\ ,\ 1\leq t<T\}$ باشند که اندیس i نشان دهنده مقاطع، اندیس t نمایان‌گر زمان است. متغیّر وابسته y_{it} و متغیّر آستانه‌ای q_{it} اسکالر هستند، در صورتی که برآوردگر x_{it} یک بردار است. فرم ساختاری این مدل به صورت زیر است:

$$Y_{it} = \mu_i + \beta_1' x_{it} I(q_{it} \leq \gamma) + \beta_2' x_{it} I(q_{it} > \gamma) + e_{it} \qquad \text{مدل (۲)}$$

که در آن $I(0)$ تابع شاخص است.

مشاهده‌ها بر اساس اینکه متغیّر آستانه q_{it} کمتر یا بیشتر از γ آستانه‌ای است، به دو رژیم (شرکت) تقسیم می‌شوند. این شرکت ها توسط تفاوت شیب‌های رگرسیون β_1 و β_2 مشخص

---

1. Hansen

می‌شوند. شناسایی β_1 و β_2 مستلزم آن است که عناصر x_{it} در طول زمان تغییرناپذیر نباشند. همچنین فرض شده است که متغیّر آستانه ای q_{it} نیز در طول زمان تغییر ناپذیر نیست. در مورد جمله خطای e_{it}، فرض شده است که غیروابسته و به طور یکسان توزیع شده است و دارای میانگین صفر و واریانس محدود σ^2 است.

با توجه به توضیحات یادشده مدل کلّی به صورت زیر خواهد بود:

مدل (۳)

$$LNARL_{it} = \mu_i + \beta_1' POWER_{it} + \beta_2' POWER_{it}\, I(POWER_{it} \le \gamma) + \beta_3' POWER_{it} I(POWER_{it} > \gamma) + e_{it}$$

در رابطه بالا، μ_i عرض از مبداء و $I(0)$ تابع شاخص است. همان‌طور که در رابطه مشخص شده است، مشاهدات بر اساس اینکه بالاتر یا پایین‌تر از پارامتر آستانه‌ای بهینه (γ) هستند، تقسیم‌بندی می‌شوند و β_2 و β_3 شیب‌های رگرسیون در هر شرکت هستند. فرض می‌شود که e_{it}، مستقل است و به صورت نرمال با میانگین صفر و واریانس متناهی، توزیع شده است.

تخمین آستانه‌ای

آنچه در روابط بالا مهم است، تخمین مقدار γ است که می‌توان بر اساس آن، داده‌ها را در دو گروه مجزا از نظر قدرت مدیرعامل تقسیم‌بندی کرد. برای تخمین مقدار γ، برنامه مورد نظر را در نرم‌افزار ایویوز طراحی کرده و به ازای هر یک از مقادیر در نظر گرفته شده برای γ، یک رگرسیون تخمین زده می‌شود. برای هر یک از این رگرسیون‌های تخمین‌زده شده، مجموع مجذورات باقیمانده‌ها به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$S_1(\gamma) = \hat{e}^*(\gamma)'\hat{e}^*(\gamma)$$ رابطه (۲)

تابع مجموع مربعات خطا $S_1(\gamma)$، از طریق توابع شاخص $I(POWER_{it} \le \gamma)$ به γ بستگی دارد. مقدار بهینه‌ی γ، مقداری است که شرط زیر را برقرار سازد:

$$\hat{\gamma} = \arg_{\gamma} \min S_1(\gamma)$$ رابطه (۳)

جدول ۲. نتایج آزمون تعیین آستانه

شـــــرح	مقدار آستانه	سطح خطای استانه
قدرت مدیرعامل	۱/۲۹	۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

همان طور که در جدول ۲ مشاهده می شود، مجموع مجذورات باقیمانده ها هنگامی که مقدار $\hat{\gamma}$، ۱/۲۹ بدست آمده، حداقل مقدار ممکن را به خود اختصاص داده است. هانسن (۲۰۰۰)، نشان می دهد که در صورت نامعلوم بودن پارامتر آستانه‌ای، می‌توان با حداکثر کردن ضریب تعیین (R^2) یا حداقل کردن مجموع مجذورات باقیمانده‌ها، تخمین‌های سازگار از پارامتر آستانه‌ای بدست آورد. پس معادله‌ی اصلی مدل به صورت زیر خواهد بود:

مدل (۴)

$$\begin{aligned} LNARL_{it} = {} & \mu_i + \beta_1' POWER_{it} + \beta_2' POWER_{it}\, I(POWER_{it} \le 1/29) \\ & + \beta_3' POWER_{it} I(POWER_{it} > 1/29) + \beta_4 FS_{it} + \beta_5 LEV_{it} \\ & + \beta_6 DA_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 BS_{it} + e_{it} \end{aligned}$$

رابطه بالا نمایانگر آن است که مقدار ۱/۲۹ مقداری است که نمونه را به دو گروه شرکت‌های مدیرعامل با قدرت بالا و مدیرعامل با قدرت پایین تقسیم خواهد کرد. مدیریت دارای قدرت بالا، مدیرانی هستند که قدرت آنها بیش از ۱/۲۹ است(یعنی مجموع ۴ معیار اندازه‌گیری قدرت مدیرعامل حداقل ۱/۲۹ باشد) و در مقابل مدیرانی که عدد قدرت انها کمتر از ۱/۲۹ است، در گروه مدیران دارای قدرت پایین طبقه‌بندی شده‌اند.

آزمون فرضیه پژوهش

به طور کلی در این پژوهش از اثرات آستانه‌ای در داده‌های ترکیبی با روش تلفیقی استفاده کردیم. مقدار آستانه ۱/۲۹ برآورد شد و بر اساس آن قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی اثر دوگانه‌ای خواهد داشت. به منظور رفع مشکلات ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی از رگرسیون وزنی به صورت رگرسیون به ظاهر نامرتبط مقطعی استفاده شده است. نتایج بدست آمده از تخمین مدل در جدول ۳ آمده است.

جدول ۳. نتایج برآورد الگوی آستانه‌ای

	POWER>۱/۲۹		POWER<۱/۲۹	
شرح	ضریب	سطح خطا	ضریب	سطح خطا
ضریب ثابت	۰/۶۸	۰/۰۰	۰/۷۴	۰/۰۰
قدرت مدیرعامل	۰/۱۱	۰/۰۰	-۰/۰۹	۰/۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۸	۰/۰۰	۰/۰۹	۰/۰۰
اهرم مالی	۰/۰۸	۰/۰۱	۰/۰۷	۰/۰۲
مدیریت سود	۰/۱۳	۰/۰۰	۰/۱۱	۰/۰۰
بازده دارایی‌ها	-۰/۰۷	۰/۰۰	-۰/۰۶	۰/۰۰
اندازه هیأت مدیره	-۰/۰۴	۰/۰۳	-۰/۰۳	۰/۰۲
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۶۰	
آماره F (سطح خطا)			۱۷۱/۷۴۵ (۰/۰۰)	
دوربین واتسن			۲/۰۴	

منبع: یافته‌های پژوهش

همان طور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود سطح معناداری آماره فیشر (۱۷۱/۷۴۵) در سطح ۵ درصد حاکی از معناداری کلی مدل برآورد شده است. مقدار آماره دوربین واتسون (۲/۰۴) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلال مدل برآورد شده است، بنابراین نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکاست (نرمال آن باید بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد). علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) ۰/۶۰ است. این عدد نشان می‌دهد که کمابیش ۰/۶۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد. همچنین با توجه به جدول ۳، علامت حاصل از اثر قدرت مدیرعامل در دو حالت کمتر از حد آستانه و بیشتر از آن متفاوت است. به این صورت که مقدار آستانهٔ برآورد شده، تأثیر قدرت مدیرعامل را بر تأخیر گزارش حسابرسی در دو گروه مختلف، به صورت متفاوت در نظر می‌گیرد. با توجه به اینکه سطح معناداری قدرت مدیرعامل در دو سطح قبل از حد آستانه و بعد از حد آستانه، زیر ۵ درصد است، بنابراین فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر آستانه‌ای قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

پذیرفته می‌شود. با توجه به ضرایب قدرت مدیرعامل در جدول ۳، افزایش قدرت مدیرعامل تا قبل از حد آستانه ۱/۲۹ تأثیر منفی بر تأخیر گزارش حسابرسی دارد، اما با افزایش قدرت مدیرعامل و عبور از حد آستانه ۱/۲۹، افزایش قدرت مدیرعامل تأثیر مثبت بر تأخیر گزارش حسابرسی دارد.

نتیجه‌گیری و بحث

در پژوهش حاضر تأثیر آستانه‌ای قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ با استفاده از داده‌های ۱۵۰ شرکت و با کمک روش رگرسیون آستانه‌ای هانسن صورت گرفته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که قدرت مدیرعامل تا پایین‌تر از حد آستانه است، افزایش قدرت مدیرعامل منجر به کاهش تأخیر ارائه گزارش حسابرسی می‌شود، اما با عبور از حد آستانه افزایش قدرت مدیرعامل منجر به افزایش تأخیر ارائه گزارش حسابرسی می‌شود. بنابراین می‌توان بیان کرد قدرت مدیرعامل بر تأخیر گزارش حسابرسی یک تأثیر استانه‌ای «V شکل» دارد. نتایج پژوهش مطابق مبانی نظری می‌باشد. طبق پژوهش‌های لیو و همکاران (۲۰۱۵) و کو (۲۰۱۵) قدرت مدیرعامل می‌تواند موجب استفاده کارای مدیرعامل شود. از این‌رو قدرت مدیرعامل در سطوح پایین منجر به استفاده کارا از قدرت در راستای منافع سهامداران برای افزایش همکاری با حسابرس در جهت کاهش تأخیر گزارش حسابرسی می‌شود. از سوی دیگر با افزایش قدرت مدیرعامل به گونه ای از یک حد خاصی (نقطه بهینه) عبور کند، قدرت مدیرعامل باعث ایجاد مشکل می‌شود. طبق پژوهش‌های بیچاک و همکاران (۲۰۱۱) و تینگ (۲۰۱۴) نیز قدرت مدیرعامل می‌تواند موجب تشدید مسائل نمایندگی شود. با توجه به تئوری نمایندگی، افزایش قدرت مدیرعامل مسائل و مشکلات نمایندگی تشدید شده و مدیران از قدرت به صورت فرصت‌طلبانه و در راستای منافع خود استفاده کرده و همین امر به افزایش دستکاری اطلاعات گزارش‌های مالی منجر شده و در نتیجه حسابرس برای رسیدگی‌های خود زمان بیشتری نیاز دارد تا از این طریق، گزارش با کیفیتی داشته باشد.

با توجه نتایج پژوهش حاضر پیشنهادهایی برای استفاده از نتایج به شرح زیر ارائه می‌شود:

۱. با توجه به تاثیر غیر خطی قدرت مدیرعامل بر تاخیر زمان گزارش حسابرسی، به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران که نگران پیامدهای تاخیر گزارش حسابرسی هستند، پیشنهاد می‌شود که در زمان سرمایه‌گذاری، به سطح قدرت مدیرعامل توجه کرده و اثرات آن را بر تأخیر گزارش حسابرسی مورد ارزیابی قرار دهند.

۲. برای کاهش تأخیر گزارش حسابرسی به هیأت مدیره شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در زمان نظارت بر عملکرد مدیران، سطح قدرت مدیرعامل را نیز ارزیابی کنند.

۳. همچنین به منظور انجام پژوهش‌های آینده موضوع‌های پژوهشی به شرح زیر ارائه می‌شود:

۴. بررسی تأثیر آستانه‌ای قدرت مدیرعامل بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

۵. بررسی تأثیر آستانه‌ای قدرت مدیرعامل بر کیفیت افشاء در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

منابع

آقایی، محمد علی؛ اعتمادی، حسین؛ آذر، عادل و چالاکی، پری. (۱۳۸۸). ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نقش مدیریت سود. *فصلنامه علوم مدیریت ایران*، سال ۴، شماره ۱۶، صص ۲۷-۵۳.

اسدی، غلامحسین؛ باغومیان، رافیک و کامرانی، جواد. (۱۳۹۱). بررسی رابطه ویژگی‌های شرکت و به موقع بودن گزارشگری مالی میاندوره‌ای. *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال ۱۰، شماره ۳۳، صص ۱۱۹-۱۴۶.

ایزدی‌نیا، ناصر؛ فدوی، محمد حسن و امینی‌نیا، میثم. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر پیچیدگی حسابداری و شفافیت گزارشگری مالی شرکت بر تاخیر در ارائه گزارش حسابرس. *دانش حسابرسی*، دوره ۱۲، شماره۵۴، صص ۸۷-۱۰۳.

بنی مهد، بهمن و بهاری، امیر. (۱۳۹۳). رابطه بین تعداد بندهای حسابرسی و دوره تصدی مدیرعامل با به موقع بودن صورت‌های مالی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، شماره ۱۲، صص ۵۳-۶۲.

پورحیدری، امید؛ برهانی نژاد، سعیده و محمدرضاخانی، واحید. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی بر به موقع بودن گزارش حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابرسی*، سال ۱۴، شماره ۵۸، صص ۸۵-۱۰۴.

توانگر حمزه کلایی، افسانه و اسکافی اصل، مهدی. (۱۳۹۷). ارتباط بین قدرت مدیرعامل، ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، شماره ۳۸، صص ۱۸۷-۲۰۷.

جلالی، علی و نری میسا، ابوذر. (۱۳۹۶). بررسی ارتباط بین دوره تصدی مدیرعامل و به موقع بودن گزارش حسابرس در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *کنفرانس ملی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و علوم انسانی*، https://www.civilica.com/Paper-KAUHEM01-KAUHEM01_117.html

جعفرپور، میثم؛ جوکار، معصومه و گرگی‌زاده، مجید. (۱۳۹۶). کنکاش پیرامون تأثیر عوامل حاکمیتی بر تأخیر گزارش حسابرسی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابرسی*، شماره ۶۷، صص ۱۶۵-۱۸۴.

دیانتی دیلمی، زهرا؛ مراد زاده فرد، مهدی و مظاهری، علی. (۱۳۹۲). اثر دوره تصدی، مدیریت بر ارزش شرکت، هزینه های نمایندگی و ریسک اطلاعاتی. *پژوهش های تجربی حسابداری*، شماره ۹ ، صص ۲۱-۳۹.

رحیمی، علیرضا و فروغی،عارف. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر مکانیزم‌های کنترلی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت. *پیشرفت‌های حسابداری*، شماره ۱۱، صص ۱۵۱-۱۸۲.

رهنمای رودپشتی، فریدون و زندی، آناهیتا. (۱۳۹۸). قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه مبتنی بر مدل لی. *پژوهش حسابداری و حسابرسی*، شماره ۹، صص ۱-۲۰.

صفائی، عماد؛ همتی، حسن و داغانی، رضا. (۱۳۹۴). ارزیابی تاثیرکیفیت حسابرسی بر تاخیر در گزارشگری مالی. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳۱، صص ۱-۲۴.

عنبری، راضیه و سبزعلی‌پور، فرشاد. (۱۳۹۶). تاثیر ویژگی‌های مدیرعامل بر به موقع بودن گزارش حسابرسی، *کنفرانس ملی تحقیقات علمی جهان در مدیریت،حسابداری،حقوق و علوم اجتماعی*، https://www.civilica.com/Paper-MEAHBT01-MEAHBT01_436.html.

مرادی، مهدی؛ پور حسینی، مهدی. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین برخی ویژگی‌های مالی و غیرمالی و مدت زمان اجرا و تکمیل عملیات حسابرسی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری*، شماره اول، صص ۱۶۸-۱۸۵.

یاری، فرانک و فتحی ارطه، کیوان. (۱۳۹۵). تأثیر قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری*، شماره ۳، صص ۲۸۵-۳۰۰.

Alan, I., Blankley, D., Hurtt. N., & Jason, E. (2014). The Relationship between Audit Report Lags and Future Restatements. *A Journal of Practice & Theory*, 33 (2), 27-57.

Baatwah, S., Zalaila, S., & Norsiah, A. (2015). CEO characteristics and audit report timeliness: do CEO tenure and financial expertise matter? *Managerial Auditing Journal*, 9 (30), 998-1022.

Bae, C. H., & Woo,Y. S. (2016). The effect of CEO turnover on audit report lag and management discretionary report lag: evidence from Korea. *Investment Management and Financial Innovation, 1*3 (1), 61-66.

Bamber, E. M., Bamber, L. S., & Schoderbek, M. P. (1993). Audit structure and other determinants of audit report lag: An empirical analysis. *A Journal of Practice & Theory*, 12 (1), 1-23.

Bebchuk, L., Cremers, M., & Peyer, U. (2011). The CEO pay slice. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 199-221.

Basuony, M., Ehab K.A., Mostaq, H., & Marie,O. (2017). Board characteristics, ownership structure and audit report lag in the Middle East. *International Journal of Corporate Governance*, 7 (2), 180-205.

Cheng, Q., & Lo, K. (2006). Insider trading and voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, (44)5, 815-848.

Dechow, P. M., & Dichev, D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77 (1), 35-59.

Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F. & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *Accounting Review*, 88 (2), 463-498.

Goodwin, J., Ahmed, K., & Heaney, R. (2009). Corporate governance and the prediction of the impact of AIFRS adoption, Abacus, 45 (1), 124-145.

Habib, A., & Muhammadi, A. H. (2018). Political connections and audit report lag: Indonesian evidence. *International Journal of Accounting & Information Management*, 26 (1), 59-80.

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 9 (1), 193-206.

Pfeffer,J. (2010). Power: Why Some People Have It—And Others Don't. Harper Collins Publishers.

Jensen, M.C. (1993). The Modern Industrial Revolution Exit and the Failure of the Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48 (1), 831-880.

Jiang, J., Petroni, K. R., & Wang, Y. I. (2010), CFOs and CEOs: Who have the most influence on earnings management? *Journal of Financial Economics*, 96 (3), 513-526.

Jiang, X. (2016). Over-Investment of Free Cash Flow during CEO's Tenure. *Technology and Investment*, 7 (3), 51-58.

Koo, K. (2015). The Effects of CEO Power on Firm Value: Evidence from the Financial Crisis of 2008. *Accounting and Finance Research*, 4 (4), 13-25.

Koo, K., & kim, K. (2018). CEO power and firm opacity. *Applied Economics Letters*, https://doi.org/10.1080/13504851.2018.1497841.

Liu, Z., Ouyang, B., & Sun, X. (2015). CEO Power and Auditor Choice. *International Journal of Finance & Banking Studies IJFBS*. 4 (4) , 44-51.

Li, T., Munir, Q., & Karim, M. R. A. (2017). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence from China's listed SMEs. *International Review of Economics & Finance*, 47, 1-21.

Munir, Q., Kok, S., Teplova,T., & Tongxia, L. (2017). Powerful CEOs, debt financing, and leasing in Chinese SMEs: Evidence from threshold model. *North American Journal of Economics and Finance* , 42 (1), 487–503.

Munir, Q., & Li, T. (2016). Nonlinearity between CEO power and firm leverage: evidence from the threshold model. *Review of Managerial Science*, 12 (3), 593-620.

Ocak, M. (2018).The impact of auditor education level on the relationship between auditor busyness and audit quality in Turkey. C*ogent Business & Management*, 5 (1), 1-20.

Rusmin, R., & John, E. (2017). Audit quality and audit report lag: case of Indonesian listed companies. *Asian Review of Accounting*, 25 (2), 191-210.

Ting, H. (2014). CEO turnover and shareholder wealth: Evidence from CEO power in Taiwan. *Journal of Business Research*. 66 (12), 2466–2472.

Qin, Y. (2016). Relationship between CEO Power and Corporate Performance. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2767331.

COPYRIGHTS

This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 321-346

Assessing the Role of Investor's Protection Criterion and Improvement of Financial Reporting Quality on Reduction the Cost of Equity Capital[1]

Mohammad Hassani[2], Maryam Jabarvand Behrouz[3]

Received: 2021/08/03
Accepted: 2021/12/21

Research Paper

Abstract

According to theoretical foundations, it is important to determine the optimum level of capital financing in order to minimize the cost of capital. Firms' effort to decrease the information risks and focus on investor's protection aspects could lead to change in cost of capital. The main purpose of this paper is assessment the impact of investor's protection criterion and improvement of financial reporting quality on reduction the cost of equity capital. Earnings quality is measured based on the inverse index of residuals absolute values extracted from accruals model. Stockholders' expected rate of return which extracted from the capital asset pricing model is used to measure the cost of equity capital. Also, investor protection is assessed through various criteria such as separation of chairman's duty, board independence, internal audit, shareholder with vote right, ownership concentration, adjustment, disclosure of audit fee & managerial compensation. Research samples include 183 firms listed in Tehran Securities & Exchange during the period from March 2012 till March 2018. Research hypotheses analyzed through multivariate regression models using panel data which included firm-year observation and fixed effect method. Findings indicated that earnings quality had significant and negative impact on cost of equity capital; In addition, investor's protection had significant and negative impact on cost of equity capital. Other evidences documented the key role of corporate governance procedures to protect the investors & shareholders and improvement the quality of financial reporting in order to decrease the cost of equity capital.

Kew Words: Cost of Equity Capital, Financial Information Quality, Investors Protection.
JEL Classification: G3, M4

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2021.11315.1513
2. Assistant Professor, Department in Accounting, Faculty of Management, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (m_hassani@iau-tnb.ac.ir).
3. M.Sc. Department of Accounting, Faculty of Management, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (maryam.jabarvand@gmail.com).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۶، زمستان ۱۴۰۰، صص ۳۴۶-۳۲۱

ارزیابی نقش سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران و بهبود کیفیت اطلاعات مالی در کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه[۱]

محمد حسنی[۲]، مریم جباروند بهروز[۳]

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۱۲
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۳۰

مقاله پژوهشی

چکیده

طبق مبانی نظری، تعیین ترکیب بهینه ساختار مالی شرکت‌ها با هدف کاهش هزینه سرمایه اهمیت دارد. تلاش برای کاهش ریسک‌های اطلاعاتی و تمرکز بر جنبه‌های محافظت از سهامداران ممکن است تغییر هزینه سرمایه را به دنبال داشته باشد. هدف مقاله ارزیابی تأثیر سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران و بهبود کیفیت اطلاعات مالی بر کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه است. کیفیت اطلاعات سود طبق قرینه قدر مطلق پسماندهای مدل اقلام تعهدی و هزینه سرمایه حقوق مالکانه براساس بازده مورد انتظار طبق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ارزیابی شده‌اند. شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران طبق معیارهای جداسازی وظیفه مدیر عامل، استقلال هیأت مدیره، وجود حسابرسی داخلی، وجود سهامداران با حق کنترل، مالکیت متمرکز، تعدیلات سنواتی، به موقع بودن اطلاعات، قابل اتکا بودن اطلاعات، افشای هزینه حسابرسی، افشای پاداش هیأت مدیره بررسی شده است. نمونه آماری پژوهش طبق رویه غربال‌گری شامل تعداد ۱۸۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت آزمون شده‌اند. یافته‌ها بیانگر تأثیر معنادار منفی کیفیت سود بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه است. شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران نیز تأثیر معنادار منفی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه داشته است. شواهد تکمیلی بیانگر نقش مهم رویه‌های راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و زمینه سازی بهبود کیفیت اطلاعات مالی به عنوان راهکارهای کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها است.

واژه های کلیدی: هزینه سرمایه حقوق مالکانه، کیفیت اطلاعات مالی، حمایت از سرمایه‌گذاران.
طبقه بندی موضوعی: G3, M4

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2021.11315.1513
۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (m_hassani@iau-tnb.ac.ir).
۳. کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (maryam.jabarvand@gmail.com).

مقدمه

در تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها توجه به هزینه سرمایه اهمیت دارد. هزینه سرمایه مبتنی بر بازده مورد انتظار تأمین‌کنندگان مالی است و هزینه حقوق مالکانه بخشی از هزینه سرمایه است. مدیران باید اثر بدیل‌های تأمین مالی بر ریسک و بازده را مشخص سازند و برای کاهش هزینه مالی تلاش کنند. ارزیابی این موضوع با بررسی ریسک اطلاعاتی مرتبط است. شرکت‌ها باید نسبت به کاهش ریسک اطلاعاتی اقدام کنند و محیط شفافی برای تصمیمات گروه‌های مختلف فراهم سازند. چون هزینه سرمایه مبتنی بر بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران با ریسک مرتبط است، سهامداران در تعیین بازده مورد انتظار بر اطلاعات مالی شرکت تکیه می‌کنند. ریسک اطلاعات از دقت پایین اطلاعات یا ناتوانی اطلاعات در برآورد بازده منتظره ناشی می‌شود. در نتیجه کیفیت سود با تعدیل برآورد بازده موردنظر سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه سهام تأثیر دارد (فرانسیس[1] و همکاران، ۲۰۰۴). کیفیت اطلاعات مالی با افزایش نقدینگی بازار، کاهش هزینه مبادله، افزایش تقاضای اوراق بهادار و کاهش ریسک اطلاعاتی، هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد (کیم و کای، ۲۰۱۰؛ پرساکیس و ایاتریدیس[2]، ۲۰۱۱۵).

با توجه به چالش‌های رخ داده در گزارشگری مالی توسط مدیران و امکان آسیب رسیدن به منافع سهامداران، باید از آن‌ها در مقابل گزارش اطلاعات حمایت شود. اثر حمایت از سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه در سالیان اخیر مورد توجه بوده است. شواهد نشان داده‌اند هرقدر حمایت از سرمایه‌گذاران ضعیف‌تر باشد، هزینه سرمایه افزایش می‌یابد (چابرا [3]و همکاران، ۲۰۰۹؛ پرساکیس و ایاتریدیس، ۲۰۱۵). حمایت از سرمایه‌گذاران در چارچوب اهداف راهبری شرکتی می‌تواند موجب بهبود محیط اطلاعاتی شرکت شده و با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی سبب کاهش هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شود(پرساکیس و ایاتریدیس، ۲۰۱۵؛ آنتونی و جورج[4]، ۲۰۰۷). با توجه به مواجهه سرمایه‌گذاران با ریسک و کارکرد مکانیزم‌های راهبری شرکتی برای حفاظت ذی‌نفعان به نظر می‌رسد حمایت از سرمایه‌گذاران بتواند زمینه ساز بهبود ارتباط میان کیفیت سود و هزینه سرمایه سهام شود. در این مقاله تأثیر حمایت از سرمایه‌گذاران بر ارتباط بین کیفیت سود و هزینه سرمایه حقوق مالکانه مطالعه شده است. در ادامه، مبانی نظری، پیشینه‌ها، روش‌شناسی، یافته‌ها و همچنین نتایج و پیشنهادها ارائه شده‌اند.

---

1. Francis
2. Persakis & Iatridis
3. Chhabra
4. Anthony & George

مبانی نظری پژوهش

سرمایه‌گذاران طبق ویژگی‌های ریسکی شرکت سرمایه‌پذیر و شرایط محیطی، بازده مورد انتظار خود را تعیین می‌کنند. بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران معادل هزینه سرمایه شرکت است. هزینه سرمایه حقوق مالکانه، بخشی از هزینه سرمایه و تأمین منابع مالی است که در برآورد آن مدل‌های مختلفی مانند مدل بازده متوسط تحقق یافته، مدل بازده متوسط تحقق یافته تعدیل شده، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مدل رشد سود تقسیمی مطرح شده‌اند، این مدل‌ها در مقطعی از زمان و در یک یا چند بازار مالی استفاده شده‌اند. البته با تغییر مقاطع زمانی و بازارهای مالی، کارایی مدل‌ها با ابهام مواجه شده و مدل‌های دیگر جایگزین شده‌اند.

شرکت‌ها برای کاهش هزینه سرمایه و افزایش ثروت سهامداران باید ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهند. طبق نظریه‌های مالی، اطلاعات مالی با کیفیت ضمن کاهش ریسک اطلاعاتی، محرک کاهش هزینه سرمایه هستند. کیفیت سود شامل ویژگی‌های مختلفی است و هر یک بیانگر ابعاد متفاوتی از کیفیت اطلاعات هستند. کیفیت سود توسط سرمایه‌گذاران به عنوان متغیر اساسی ارزیابی اطلاعات ناشی از الگوهای سود مورد استفاده قرار می‌گیرد (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۴). با توجه به این که ریسک اطلاعات از دقت پایین اطلاعات مالی یا ناتوانی اطلاعات مالی در برآورد بازده، ناشی می‌شود، کیفیت سود می‌تواند با تعدیل بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران و تأثیر بر برداشت آن‌ها بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیرگذار باشد (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۵). شرکت‌های با ریسک اطلاعاتی زیاد و کیفیت ضعیف سود، هزینه سرمایه بالاتری دارند (ایسلی و اُهارا[1]، ۲۰۰۴). در زمان وجود سود با کیفیت، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران به اطلاعات مالی شرکت‌ها کاهش یافته و با کاهش بازده موردنظر آن‌ها به دلیل کاهش ریسک، شرکت‌ها هزینه سرمایه کمتر متحمل می‌شوند (بارس[2] و همکاران، ۲۰۱۳).

شناسایی فرآیند بهبود کیفیت سود در رفع مشکلات نمایندگی و کاهش هزینه سرمایه امر مهم تلقی می‌شود و لازم است با اعمال رویه‌هایی از سرمایه‌گذاران در مقابل اطلاعات ارائه شده حمایت شود. یکی از مکانیزم‌های مهم دستیابی به اهداف راهبری شرکتی برای حمایت از حقوق ذی‌نفعان است. سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی (۲۰۰۴) حقوق سهامداران را به شکل

1. Easley & Ohara
2. Barth

مجموعه اجزای هفت‌گانه تعریف کرده که شامل حقوق اساسی سهامداران (نقل و انتقال سهام، دریافت اطلاعات مربوط و با اهمیت در مورد شرکت به‌طور منظم و به‌هنگام، حضور و اعمال رأی در مجامع عمومی، نصب و عزل اعضای هیأت مدیره، سهیم بودن در سود شرکت)، حق شرکت در تصمیم‌های مربوط به تغییرات بنیادین در شرکت‌ها (اصلاحات اساسنامه یا دیگر اسناد حاکمیتی مشابه، تصویب انتشار سهام اضافی و مبادلات غیرعادی شامل انتقال تمام یا بخش اعظم دارایی‌ها که منجر به فروش یا واگذاری شرکت می‌شود)، حق شرکت مؤثر و رأی دادن در مجمع عمومی (قرار گرفتن اطلاعات کافی و به هنگام در مورد زمان، مکان و دستور جلسه مجمع عمومی، قرار دادن فرصت مناسب برای سهامداران برای طرح پرسش‌ها و خواسته‌ها از هیأت مدیره و مشارکت مؤثر سهامداران در تصمیمات کلیدی حاکمیتی مانند نامزدی و انتخاب اعضای هیات مدیره تسهیل شود)، افشای ساختارهای سرمایه‌ای که سبب می‌شود سهامداران خاصی به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیت دست یابند، کارآیی و شفافیت سازو کارهای انجام معاملات عمده و بلوک‌های کنترلی سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار، تسهیل شرایط اعمال حقوق مالکیتی سهامداران نهادی و امکان مشورت سهامداران با یکدیگر در مورد موضوع‌های مربوط به حقوق سهامداری هستند (سازمان همکاری و توسعه اقتصادی[1]، ۲۰۰۴). در برخی پژوهش‌ها از شاخص‌های راهبری شرکتی شامل تفکیک وظیفه مدیر عامل، استقلال هیأت مدیره، حسابرسی داخلی، سهامداران با حق کنترل، مالکیت متمرکز و مصادیقی از افشای مناسب مانند تعدیلات سنواتی، به موقع بودن اطلاعات، قابل اتکاء بودن اطلاعات، هزینه حسابرسی، پاداش هیأت مدیره و این قبیل در ارزیابی حمایت از سرمایه‌گذاران استفاده شده‌اند (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷).

شرکت‌های با راهبری قوی، ضمن کاهش مسأله نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه سرمایه کمتری دارند (بایون[2] و همکاران، ۲۰۰۸). عواملی مانند استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، بهبود شفافیت گزارشگری مالی، کاهش هزینه جمع‌آوری اطلاعات، افزایش رقابت و کارایی بازار سرمایه با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی همراه بوده و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهند (کریستنسن[3] و همکاران، ۲۰۱۵). از طرفی، حمایت از سرمایه‌گذاران در راستای اهداف

1. Organisation for Economic Co-operation & Development
2. Byun
3. Christensen

راهبری شرکتی می‌تواند در بهبود کیفیت سود و کاهش هزینه سرمایه نقش داشته باشد. راهبری شرکتی با هدف حمایت از سهامداران نتایج اقتصادی مثبتی در سطح ملی و در سطح شرکت‌ها دارد. چند جنبه راهبری شرکتی از جمله وضعیت هیأت مدیره، شفافیت و حقوق سهامداران از اهمیت بیشتری برخوردارند. ارزش بیشتر (کِرمِرز و فِرِّل[1]، ۲۰۱۴)، عملکرد بهتر شرکت‌ها (لیما و سانوینت[2]، ۲۰۱۳)، توزیع کاراتر منابع (مکلین[3] و همکاران، ۲۰۱۲) و وجود بازار سرمایه بزرگ‌تر (دهارماپالا و خانا[4]، ۲۰۱۳) از مزایای حمایت از حقوق سهامداران هستند. برخی شواهد حاکی از آن است که در کشورهایی که نهادها حمایت کمتری از حقوق سرمایه‌گذاران دارند، کیفیت سود شرکت‌ها پایین‌تر است (بونلرت[5] و همکاران، ۲۰۰۶؛ کاهان[6] و همکاران، ۲۰۰۸). از طرفی، با حمایت قوی از سرمایه‌گذاران، کیفیت سود شرکت‌ها افزایش یافته و پذیرش استانداردهای بین‌المللی حسابداری و انجام حسابرسی با کیفیت سبب دستیابی به کیفیت سود بالا در شرکت‌های با حمایت قوی از سرمایه‌گذاران شده است (هوک[7] و همکاران، ۲۰۱۴؛ پرساکیس و ایاتریدیس، ۲۰۱۶). به علاوه، آثار حمایت از سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه در سال‌های اخیر مورد توجه بوده و طبق شواهد، سطوح پایین حمایت از سرمایه‌گذاران موجب کاهش نقدینگی سهام شرکت و افزایش هزینه سرمایه می‌شود (چابرا و همکاران، ۲۰۰۹). حمایت کمتر از سرمایه‌گذار، هزینه سرمایه شرکت را بالاتر می‌برد (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷).

با توجه به مطالب یادشده، در این مطالعه تأثیر حمایت از سرمایه‌گذاران بر ارتباط بین کیفیت سود و هزینه سرمایه حقوق مالکانه بررسی شده است. در ادامه، پشتوانه پژوهش‌های تجربی موضوع ارائه شده‌اند.

پیشینه تجربی پژوهش

هیملبرگ[8] و همکاران (۲۰۰۲) دریافتند با ضعف حمایت از سرمایه‌گذار، هزینه سرمایه افزایش یافته است. فرانسیس[9] و همکاران (۲۰۰۴) دریافتند در شرکت‌ها با کیفیت اقلام تعهدی،

1. Cremers & Ferrell
2. Lima & Sanvicente
3. McLean
4. Dharmapala & Khana
5. Boonlert
6. Caha
7. Houqe
8. Himmelberg
9. Francis

محافظه‌کاری، پایداری، توان پیش‌بینی، یکنواختی، مربوط بودن و به موقع بودن سود پایین‌تر، هزینه سرمایه بیشتر است. کوهن[1] (۲۰۰۸) دریافتند کیفیت اقلام تعهدی و هموار بودن سود سبب کاهش هزینه سرمایه نمی‌شود. آلبوکوئرو و وانگ[2] (۲۰۰۸) دریافتند در کشورهای با حمایت کمتر از سرمایه‌گذار، بازده موردانتظار و هزینه سرمایه شرکت‌ها بالاتر است. چابرا و همکاران (۲۰۰۹) دریافتند سطح پایین‌تر حمایت از سرمایه گذاران سبب کاهش نقدینگی سهام و افزایش هزینه سرمایه می‌شود. گری[3] و همکاران (۲۰۰۹) دریافتند کیفیت اقلام تعهدی عامل ریسک با ارزش است و بر هزینه سرمایه اثر دارد. کیم و کای[4] (۲۰۱۰) دریافتند بین کیفیت سود و هزینه سرمایه رابطه وجود دارد. باتاچاریا[5] و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند هزینه سرمایه سهام تابع عکس کیفیت سود است. اپرگیس[6] و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند در شرکت‌ها با کیفیت سود پایین، هزینه سرمایه بالاتر است. کیم و سون[7] (۲۰۱۳) دریافتند بین هزینه سرمایه و مدیریت سود فعالیت‌های واقعی و تعهدی رابطه مثبتی وجود دارد. پرساکیس و یاتریدیس (۲۰۱۵) دریافتند کیفیت سود اثر منفی بر هزینه سرمایه دارد. بن‌نصر و الدخیل[8] (۲۰۱۵) دریافتند شرکت‌های با کیفیت سود پایین، هزینه سرمایه بیشتری دارند. پرساکیس و یاتریدیس (۲۰۱۶) دریافتند بعد از پذیرش استاندارد بین‌المللی در شرکت‌های با حمایت قوی‌تر از سرمایه‌گذار و کیفیت سود بالا، هزینه سرمایه کمتر است. سالوم[9] (۲۰۱۷) نشان داد کیفیت سود سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه می‌شود. ایمهوف[10] و همکاران (۲۰۱۷) دریافتند قابلیت مقایسه بالاتر سبب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. آنتونی و جورج (۲۰۱۷) دریافتند کیفیت سود با هزینه سرمایه رابطه منفی دارد و در شرکت‌های با حمایت از سرمایه‌گذار رابطه بیشتر است. بروئر[11] و همکاران (۲۰۱۸) دریافتند در کشورهای با حمایت قوی از سرمایه‌گذار مسئولیت اجتماعی سبب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. کنتریس ایندارتی[12] و همکاران (۲۰۱۹) دریافتند کیفیت سود اثر

1. Cohen
2. Albuquerue & Wang
3. Gray
4. Kim & Qi
5. Bhattacharya
6. Apergis
7. Kim & Sohn
8. Ben-Nasr & Al-Dakheel
9. Salloum
10. Imhof
11. Breuer
12. Kentris Indarti

منفی بر عدم تقارن اطلاعاتی و عدم تقارن اطلاعاتی اثر مثبت بر هزینه سرمایه دارد. هونگ[1] و همکاران (۲۰۱۹) شواهدی از رابطه منفی کیفیت سود با هزینه سرمایه ارائه دادند. ایزت[2] (۲۰۱۹) نشان داد کیفیت سود تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارد و با نقش تعدیلی کیفیت سود، خوانایی بیشتر محتوای گزارش هیأت مدیره با کاهش هزینه سرمایه همراه است. لستاری و راهایو[3] (۲۰۱۹) دریافتند کیفیت سود تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارد. فلورس[4] و همکاران (۲۰۲۰) دریافتند شفافیت سود اثر منفی بر هزینه سرمایه دارد.

ثقفی و بولو (۱۳۸۸) دریافتند کیفیت اقلام تعهدی، هموارسازی و قابلیت پیش‌بینی سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام اثر ندارند. کردستانی و علوی (۱۳۸۹) دریافتند شرکت‌های با شفافیت سود بالاتر، هزینه سرمایه کمتری تجربه می‌کنند. علوی‌طبری و همکاران (۱۳۸۹) دریافتند رابطه عکس بین کیفیت اقلام تعهدی و ثبات سود با هزینه سرمایه سهام وجود دارد. نیکومرام و امینی (۱۳۹۰) دریافتند کیفیت سود رابطه منفی با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. مرادزاده‌فرد و همکاران (۱۳۹۱) دریافتند رابطه عکس بین کیفیت اقلام تعهدی و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های با کیفیت بالای حسابرسی، قوی‌تر است. کرمی و همکاران (۱۳۹۲) دریافتند سطح افشا، قابلیت اتکا و به‌موقع بودن افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه سهام اثر ندارند. کردستانی و طایفه (۱۳۹۳) دریافتند بین پایداری، قابلیت پیش‌بینی، ضریب واکنش سود و ضریب واکنش سود تعدیل شده با هزینه سرمایه سهام رابطه منفی وجود دارد؛ ولی به‌هنگام بودن و مربوط بودن سود با هزینه سرمایه سهام رابطه ندارند. حسنی‌القار و بولو (۱۳۹۳) وجود رابطه بین کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام را تأیید نکردند. حسنی و احمدی (۱۳۹۶) دریافتند بین هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود رابطه عکس وجود دارد. عباسی و بذرافشان (۱۳۹۶) دریافتند بهبود کیفیت سود و افشای داوطلبانه شرکت‌ها سبب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود. حسنی و محمدیان (۱۳۹۶) دریافتند کیفیت سود و کیفیت افشای اطلاعات سبب کاهش هزینه سرمایه سهام شده‌اند. شفیع‌زاده و همکاران (۱۳۹۷) دریافتند قابلیت اتکا صورت‌های مالی، اثربخشی اطلاعات، تقویت محتوای گزارش‌ها، افشای مناسب، ترکیب سهامداران، تصویب قوانین و مقررات مربوط به هیأت مدیره و سیستم نظارت بر

1. Hong
2. Ezat
3. Lestari & Rahayu
4. Flores

مدیریت، تقویت رعایت الزامات معاملات با اشخاص وابسته و الزام پاسخگویی شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران سبب ارتقا حمایت از سرمایه‌گذاران می‌شود. علی‌اصفهانی و دارابی (۱۳۹۸) دریافتند مسئولیت اجتماعی شرکت‌های با محافظت بالا از سرمایه‌گذار سبب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود. اسدی‌نهاری و همکاران (۱۳۹۸) دریافتند رابطه عکس بین کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام با اجرای استانداردهای بین‌المللی گزارشگری افزایش می‌یابد. ترابی و همکاران (۱۳۹۹) دریافتند قابلیت مقایسه و ثبات رویه حسابداری بر هزینه سرمایه سهام تأثیر منفی دارد. عدم تقارن اطلاعاتی و بازار رقابت ناقص شدت تأثیر منفی قابلیت مقایسه و ثبات رویه بر هزینه سرمایه سهام را افزایش می‌دهد.

فرضیه‌های پژوهش

طبق پیامدهای فرضیه بازار سرمایه، کیفیت سود می‌توانند هزینه سرمایه شرکت‌ها را تحت‌الشعاع قرار دهد. تحلیل‌های انجام شده نشانگر ارتباط بین کیفیت سود و هزینه سرمایه است (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۴؛ گری و همکاران، ۲۰۰۹؛ آپرگیس[1] و همکاران، ۲۰۱۱؛ کیم و سان، ۲۰۱۳؛ بن-نصر و ال-دخیل، ۲۰۱۵؛ پرساکیس و ایاتریدیس، ۲۰۱۵؛ هوک و همکاران، ۲۰۱۷؛ سالوم، ۲۰۱۷؛ لستاری و راهایو، ۲۰۱۹؛ عزت، ۲۰۱۹؛ هونگ و همکاران، ۲۰۱۹). برای بررسی موضوع فرضیه زیر طراحی شد:

- **فرضیه اول:** کیفیت سود بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه تأثیر معنی‌داری دارد.

یکی از مکانیزم‌های نظارتی برای اعمال راهبری شرکتی، جنبه حمایت از سرمایه‌گذاران است. شواهد نشان داده‌اند حمایت از سرمایه‌گذاران در محیط‌های نهادی و قانونی از طریق بهبود کیفیت اطلاعات و کاهش ناقرینگی اطلاعاتی منجر به کاهش هزینه سرمایه شده است (هیملبرگ و همکاران، ۲۰۰۲؛ آلبوکوئرو و وانگ[2]، ۲۰۰۸؛ چابرا و همکاران، ۲۰۰۹؛ آنتونی و جورج، ۲۰۱۷؛ بروئر و همکاران، ۲۰۱۸). برای بررسی موضوع فرضیه زیر طراحی شد:

- **فرضیه دوم:** حمایت از سرمایه‌گذار بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه تأثیر معنی‌داری دارد.

---

1. Apergis
2. Albuquerue & Wang

نتایج پژوهش‌ها بیانگر این است که در شرکت‌های با حمایت قوی از سرمایه‌گذار، کیفیت سود افزایش و مدیریت سود کاهش می‌یابد؛ از طرفی، مدیران کشورهای با حمایت ضعیف از سرمایه‌گذار، هموارسازی سود بیشتر دارند (کاهان و همکاران، ۲۰۰۸؛ هوانگ و همکاران، ۲۰۱۳؛ پرساکیس و ایاتریدیس، ۲۰۱۶). از طرفی، بهبود کیفیت سود با کاهش هزینه سرمایه همراه است. همچنین کیفیت بالای سود و حمایت از سرمایه‌گذاران در اجرای نظام‌مند ساز وکارهای راهبری شرکتی سبب کاهش هزینه سرمایه شده است (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷؛ هونگ و همکاران، ۲۰۱۹؛ عزت، ۲۰۱۹؛ لستاری و راهایو[1]، ۲۰۱۹). برای بررسی موضوع فرضیه زیر طراحی شد:

• **فرضیه سوم:** حمایت از سرمایه‌گذار بر رابطه کیفیت سود و هزینه سرمایه حقوق مالکانه تأثیر دارد.

روش پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیون زیر به پشتوانه مطالعات پیشین استفاده شده است:

مدل فرضیه اول:

$$COEC_{i,t} = \alpha + \beta_1 EQ_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 FL_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GR_{i,t} + \beta_6 ST_{i,t} + \beta_7 BR_{i,t} + \beta_8 GDP_{k,t} + \beta_9 INF_{k,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه دوم:

$$COEC_{i,t} = \alpha + \beta_1 IP_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 FL_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GR_{i,t} + \beta_6 ST_{i,t} + \beta_7 BR_{i,t} + \beta_8 GDP_{k,t} + \beta_9 INF_{k,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه سوم:

$$COEC_{i,t} = \alpha + \beta_1 EQ_{i,t} + \beta_2 IP_{i,t} + \beta_3 EQ_{i,t} * IP_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 FL_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t} + \beta_8 ST_{i,t} + \beta_9 BR_{i,t} + \beta_{10} GDP_{k,t} + \beta_{11} INF_{k,t} + \varepsilon_{i,t}$$

1. Lestari & Rahayu

• متغیر وابسته

هزینه سرمایه حقوق مالکانه ($COEC_{it}$): طبق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، نرخ بازده مورد انتظار سهامداران عادی معادل هزینه سرمایه حقوق مالکانه به شرح زیر است:

$$ER_{i,t} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

ER_{it} نرخ بازده مورد انتظار سهامداران معادل هزینه سرمایه حقوق مالکانه، R_m نرخ بازده بازار، R_f نرخ بازده بدون ریسک و β ریسک سیستماتیک که حساسیت بازده سهام به بازده بازار را نشان می‌دهد.

• متغیر مستقل

کیفیت سود (EQ_{it}): طبق قرینه قدر مطلق مقادیر خطای مدل زیر بر حسب رگرسیون‌های چند دوره‌ای به شکل چرخشی استخراج شد (دِچو[1] و همکاران، ۱۹۹۵):

$$TACC_{i,t} = \alpha + \beta_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \beta_2 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$TACC_{it}$ نسبت اقلام تعهدی به دارایی‌های اول دوره، ΔREV_{it} نسبت تغییردرآمدها به دارایی‌های اول دوره، ΔREC_{it} نسبت تغییر دریافتنی‌ها به دارایی‌های اول دوره، PPE_{it} نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به دارایی‌های اول دوره و ε_{it} خطای مدل که بیانگر اقلام تعهدی اختیاری است. در نتیجه کیفیت سود طبق قرینه قدرمطلق میانگین چند دوره‌ای خطاهای مدل ارزیابی شد.

• متغیر مستقل و تعدیل‌کننده

حمایت از سرمایه‌گذاران (IP_{it}): پس از مشخص شدن متغیرها و ارزش آن‌ها با معیارهای صفر و یک طبق نسبت حالات ممکن، شاخص به شرح زیر ارزیابی شده است (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷):

$$IP_{i,t} = \sum_{j=1}^{m} d_j \Big/ \sum_{j=1}^{n} h_j$$

---

1. Dechow

Σd_j بیانگر مواردی با امتیاز یک و Σh_j بیانگر جمع مواردی با ارزش صفر یا یک و تعداد حالات ممکن است. معیارهای استخراج شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران به شرح زیر هستند:

تفکیک وظیفه مدیرعامل (SEP_{it}): اگر مدیر عامل شرکت از رئیس یا نائب رئیس هیأت‌مدیره متفاوت باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

نسبت اعضای غیرموظف (IND_{it}): اگر نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره شرکت بیشتر از نسبت متناظر در صنعت باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

وجود سهامداران با حق کنترل ($CORII_{it}$): اگر درصد سهام بزرگترین سهامدار شرکت از میانگین صنعت بیشتر باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

مالکیت متمرکز ($CONOWN_{it}$): اگر تمرکز مالکیت شرکت طبق شاخص هرفیندال-هیرشمن بالاتر از میانگین صنعت باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

واحد حسابرسی داخلی ($INAU_{it}$): وجود حسابرس داخلی، یک در غیر این‌صورت صفر است.

تعدیلات سنواتی ($PADJ_{it}$): وجود تعدیل سنواتی، عدد یک و در غیر این صورت صفر است.

به موقع بودن ($TIME_{it}$): اگر امتیاز به موقع بودن افشای شرکت از میانگین صنعت بیشتر باشد، عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظرگرفته شد.

قابل اتکاء بودن ($RELT_{it}$): در صورت بالاتر بودن قابلیت اتکاء اطلاعات شرکت از میانگین صنعت، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

هزینه حسابرسی ($AUFEE_{it}$): افشای حق‌الزحمه حسابرسی، یک و در غیر این‌صورت صفر؛

پاداش هیأت‌مدیره ($BONUS_{it}$): افشای پاداش هیأت مدیره، یک و در غیر این‌صورت صفر؛

• متغیرهای کنترل

اندازه شرکت ($SIZE_{it}$): لگاریتم طبیعی درآمد فروش؛

اهرم مالی(FL_{it}): نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها؛

بازده دارایی‌ها (ROA_{it}): نسبت سود عملیاتی خالص به ارزش دفتری دارایی‌ها؛

رشد بازاری (GR_{it}): نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛

گردش معاملات سهام (ST_{it}): نسبت تعداد سهام معامله شده به کل تعداد سهام منتشره؛

ریسک سیستماتیک (BR_{it}): بتای سهام با سنجش حساسیت بازده سهام به بازده بازار؛

رشد تولید ناخالص داخلی (GDP_{kt}): تغییر نسبی دوره‌ای تولید ناخالص داخلی از سایت بانک مرکزی؛

نرخ تورم (INF_{kt}): تغییر نسبی دوره‌ای شاخص بهای کالا و خدمات مصرفی از سایت بانک مرکزی؛

جامعه آماری پژوهش و شرایط غربال آن

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. البته برای برازش مدل کیفیت سود طبق رگرسیون‌های چرخشی ۵ ساله در سطح شرکت‌ها، نیاز به داده‌های سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ است. برخی ویژگی‌ها به روش حذفی در انتخاب شرکت‌ها در نظر گرفته شده‌اند. شیوه غربال شرکت‌های جامعه آماری پژوهش به همراه معیارهای حذفی در جدول ۱ بیان شده است. از این رو، تعداد ۱۸۳ شرکت طی ۷ سال گزینش شده‌اند.

جدول ۱. نحوه غربال شرکت‌های جامعه آماری پژوهش

شرح	تعداد شرکت‌ها
تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان دوره زمانی پژوهش	۵۰۵
شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس فعال نبوده یا از بورس خارج شده‌اند.	(۱۷۶)
شرکت‌هایی که بعد از شروع دوره زمانی پژوهش در بورس پذیرفته شده‌اند.	(۶۹)
شرکت‌هایی که جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها،واسطه‌گری مالی، بانک‌ها، بیمه‌ها و لیزینگ‌ها بوده‌اند.	(۴۶)
شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده‌اند.	(۳۱)
شرکت‌های حذف شده از نمونه پژوهش	(۳۲۲)
تعداد شرکت‌های انتخابی غربال شده از جامعه آماری پژوهش	۱۸۳

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ ارائه شده‌اند. داده‌های مورد بررسی شامل ۱۲۸۱ مشاهده شرکت–سال است. هزینه سرمایه حقوق مالکانه به طور میانگین ۲۸ درصد است. کیفیت سود مشاهده‌ها به طور میانگین ۵/۹۰۶ درصد دارایی‌های اول دوره بر حسب قرینه قدرمطلقی چند دوره‌ای اقلام تعهدی اختیاری است. همچنین میانگین شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران حدود ۶۰ درصد است. آمار توصیفی متغیرهای کنترلی نیز در جدول مشهود است.

جدول ۲. نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشترین	کمترین	چولگی	کشیدگی	مشاهده‌ها
$EQ_{i,t}$	۰۵۹/–۰	۰۴۶/–۰	۰۵۱/۰	۰۰۰۷/–۰	۴۴۹/–۰	۷۹۲/–۲	۶۳۳/۱۵	۱۲۸۱
$IP_{i,t}$	۶۱۵/۰	۶۰۰/۰	۱۷۲/۰	۰۰۰/۱	۱۰۰/۰	۱۴۲/–۰	۶۴۱/۲	۱۲۸۱
$COEC_{i,t}$	۲۸۰/۰	۲۱۰/۰	۵۱۲/۰	۹۱۹/۲	۲۷۸/–۲	۱۰۲/۱	۵۴۶/۸	۱۲۸۱
$SIZE_{i,t}$	۴۷۹/۲۷	۴۶۷/۲۷	۵۸۳/۰	۳۸/۳۳	۱۶۸/۲۲	۲۵۷/۰	۰۹۳/۴	۱۲۸۱
$FL_{i,t}$	۶۱۶/۰	۶۰۷/۰	۲۷۵/۰	۰۰۳/۴	۰۷۲/۰	۷۹۵/۲	۲۴۲/۲۶	۱۲۸۱
$ROA_{i,t}$	۱۲۴/۰	۱۰۷/۰	۱۳۹/۰	۶۳۶/۰	۷۸۱/–۰	۰۰۸/–۰	۹۸۲/۵	۱۲۸۱
$GR_{i,t}$	۴۶۲/۲	۰۷۱/۲	۲۱۷/۰	۵۱/۱۲۱	۳۳۸/–۷۹	۷۷۹/۴	۶۵/۱۶۹	۱۲۸۱
$ST_{i,t}$	۴۵۹/۰	۲۲۵/۰	۶۰۷/۰	۳۱۶/۵	۰۰۰۰۱/۰	۷۳۲/۲	۱۴۸/۱۴	۱۲۸۱
$BETA_{i,t}$	۵۹۶/۰	۵۲۸/۰	۹۴۸/۰	۹۴۲/۵	۷۸۵/–۳	۳۸۲/۰	۵۲۵/۵	۱۲۸۱
GDP_{kt}	۱۸۷/۰	۱۹۰/۰	۰۸۹/۰	۳۰۱/۰	۰۳۷/۰	۳۱۷/–۰	۷۹۹/۱	۱۲۸۱
INF_{kt}	۱۸۹/۰	۱۵۶/۰	۰۹۵/۰	۳۴۷/۰	۰۹۰/۰	۵۳۴/۰	۷۱۹/۱	۱۲۸۱

فراوانی سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران به تفکیک اجزای آن (مجموع مشاهده‌های صفر و یک) در جدول ۳ و به تفکیک ارزش آن (نسبت تعداد مشاهده‌های صفر و یک به مجموع مشاهده‌ها) در جدول ۴ ارائه شده‌اند.

جدول ۳. فراوانی مشاهده‌های شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران به تفکیک اجزا

متغیر	معیارها	مقدار صفر		مقدار یک		کل مشاهده‌ها	
		تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد
$IP_{i,t}$	$SEP_{i,t}$	۲۹۳	۸۷/۲۲	۹۸۸	۱۳/۷۷	۱۲۸۱	۱۰۰
	$IND_{i,t}$	۶۶۷	۰۷/۵۲	۶۱۴	۹۳/۴۷	۱۲۸۱	۱۰۰
	$INAU_{i,t}$	۴۰۰	۲۳/۳۱	۸۸۱	۷۷/۶۸	۱۲۸۱	۱۰۰
	$CORII_{i,t}$	۶۵۴	۰۵/۵۱	۶۲۷	۹۵/۴۸	۱۲۸۱	۱۰۰
	$CONOWN_{i,t}$	۶۷۰	۳۰/۵۲	۶۱۱	۷۰/۴۷	۱۲۸۱	۱۰۰
	$PADJ_{i,t}$	۳۵۹	۰۲/۲۸	۹۲۲	۹۸/۷۱	۱۲۸۱	۱۰۰
	$TIME_{i,t}$	۵۳۵	۷۶/۴۱	۷۴۶	۲۴/۵۸	۱۲۸۱	۱۰۰
	$RELY_{i,t}$	۵۹۷	۶۰/۴۶	۶۸۴	۴۰/۵۳	۱۲۸۱	۱۰۰
	$AUDFEE_{i,t}$	۳۶۴	۴۲/۲۸	۹۱۷	۵۸/۷۱	۱۲۸۱	۱۰۰
	$BONUS_{i,t}$	۳۹۱	۵۲/۳۰	۸۹۰	۴۸/۶۹	۱۲۸۱	۱۰۰

جدول ٤. فراوانی مشاهده‌های شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران به تفکیک ارزش

متغیر	شرح	ارزش	تعداد	درصد
$IP_{i,t}$	وجود یک مورد از معیارهای ده‌گانه	۱/۰	۵	۳۹/۰
	وجود دو مورد از معیارهای ده‌گانه	۲/۰	۹	۷۰/۰
	وجود سه مورد از معیارهای ده‌گانه	۳/۰	۷۶	۹۳/۵
	وجود چهار مورد از معیارهای ده‌گانه	۴/۰	۱۳۵	۵۴/۱۰
	وجود پنج مورد از معیارهای ده‌گانه	۵/۰	۲۱۹	۱۰/۱۷
	وجود شش مورد از معیارهای ده‌گانه	۶/۰	۲۸۲	۰۱/۲۲
	وجود هفت مورد از معیارهای ده‌گانه	۷/۰	۲۶۰	۳۰/۲۰
	وجود هشت مورد از معیارهای ده‌گانه	۸/۰	۱۹۶	۳۰/۱۵
	وجود نه مورد از معیارهای ده‌گانه	۹/۰	۷۶	۹۳/۵
	وجود ده مورد از معیارهای ده‌گانه	۱	۲۳	۸۰/۱
		کل	۱۲۸۱	۱۰۰

نتایج آزمون مانایی و نرمالیتی متغیرها در جدول ۵ ارائه شده‌اند. احتمال آماره تی آزمون لوین، لین و چو متغیرها کمتر از خطای ۵ درصد است. میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس بین سال‌های مختلف ثابت بوده‌اند و متغیرها در مقیاس سطح، مانا هستند. احتمال آماره جارک-برا متغیر وابسته بیشتر از خطای ۵ درصد است و این متغیر توزیع نرمال دارد؛ اما سایر متغیرها توزیع نرمال ندارند.

جدول ۵. آزمون مانایی و نرمال بودن متغیرهای پژوهش

متغیرها	آماره تی	احتمال	جارک-برا	احتمال	مشاهده‌ها
$COEC_{i,t}$	۱۰۱/-۳۳	۰۰۰/۰	۰۵۴/۲	۳۵۸/۰	۱۲۸۱
$EQ_{i,t}$	۱۰۵/-۱۷	۰۰۰/۰	۸۳/۱۰۱	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
$IP_{i,t}$	۶۰۲/-۱۹	۰۰۰/۰	۱۶۴/۱۱	۰۰۴/۰	۱۲۸۱
$SIZE_{i,t}$	۱۵۸/-۲۵	۰۰۰/۰	۸۱۷/۷۷	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
$FL_{i,t}$	۲۸۲/-۱۴	۰۰۰/۰	۱۹/۳۰۵	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
$ROA_{i,t}$	۶۷۷/-۱۶	۰۰۰/۰	۷۱/□۴۷۴	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
$GR_{i,t}$	۱۵۹/-۸۳	۰۰۰/۰	۷۲/۱۴۸	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
$ST_{i,t}$	۷۰۳/-۳۵	۰۰۰/۰	۵/□۸۲۳۱	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
$BETA_{i,t}$	۳۷۳/-۲۴	۰۰۰/۰	۰۸/۳۷۱	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
GDP_{kt}	۳۹۵/-۱۱	۰۰۰/۰	۳۶۹/۹۸	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
INF_{kt}	۰۶۴۰/-۴	۰۰۰/۰	۴۷/□۱۴۸	۰۰۰/۰	۱۲۸۱

نتایج همبستگی در جدول ۶. ارائه شده‌اند. بین برخی متغیرها طبق معناداری آماره تی در سطح ۵ درصد، همبستگی معنادار وجود دارد. اما، همبستگی‌ها شدید نیستند و هم‌خطی رخ نداده است.

جدول ٦. همبستگی متغیرهای پژوهش

ضرایب آماره تی احتمال	EQi,t	IPi,t	SIZEi,t	FLi,t	ROAi,t	GRi,t	STi,t	BETAi,t	GDPkt	INFkt
	۰۰۰/۱									
EQi,t	-----									

	۰۱۰/-۰	۰۰۰/۱								
IPi,t	۳۷۳/-۰	-----								
	۷۰۹/۰	-----								
	۰۷۱/۰	۱۰۶/۰	۰۰۰/۱							
SIZEi,t	۵۳۰/۲	۸۱۷/۳	-----							
	۰۱۲/۰	۰۰۰/۰	-----							
	۰۳۹/-۰	۲۱۷/-۰	۱۱۴/۰	۰۰۰/۱						
FLi,t	۳۹۸/-۱	۹۵۲/-۷	۱۲۴/۴	-----						
	۱۶۲/۰	۰۰۰/۰	-----	-----						
	۰۳۸/-۰	۲۴۵/۰	۲۲۲/۰	۴۶۰/-۰	۰۰۰/۱					
ROAi,t	۳۷۴/-۱	۰۴۰/۹	۱۳۴/۸	۵۴۹/-۱۸	-----					
	۱۶۹/۰	۰۰۰/۰	۰۰۰/۰	۰۰۰/۰	-----					
	۰۵۴/-۰	۰۳۶/-۰	۰۳۳/-۰	۰۵۳/-۰	۰۸۰/۰	۰۰۰/۱				
GRi,t	۹۳۳/-۱	۲۹۷/-۱	۱۹۰/-۱	۸۸۹/-۱	۸۷۶/۲	-----				
	۰۵۳/۰	۱۹۵/۰	۲۳۴/۰	۰۵۹/۰	۰۰۴/۰	-----				
	۰۱۴/-۰	۱۶۹/-۰	۱۸۸/-۰	۰۲۷/۰	۱۹۳/-۰	۰۱۷/-۰	۰۰۰/۱			
STi,t	۴۹۵/-۰	۱۲۹/-۶	۸۵۷/-۶	۹۵۳/۰	۰۳۲/-۷	۶۰۴/-۰	-----			
	۶۲۰/۰	۰۰۰/۰	۰۰۰/۰	۳۴۱/۰	۰۰۰/۰	۵۴۶/۰	-----			
	۰۲۵/۰	۰۱۷/۰	۱۸۳/۰	۰۱۵/۰	۰۰۶/۰	۰۰۵/۰	۱۳۶/۰	۰۰۰/۱		
BETAi,t	۹۰۱/۰	۶۲۴/۰	۶۷۵/۶	۵۲۱/۰	۲۱۱/۰	۱۹۵/۰	۹۲۰/۴	-----		
	۳۶۸/۰	۵۳۳/۰	۶۰۲/۰	۰۰۰/۰	۸۳۳/۰	۸۴۶/۰	۰۰۰/۰	-----		
	۰۱۳/۰	۰۶۰/-۰	۱۰۵/-۰	۰۰۵/۰	۲۳۷/۰	۰۲۸/۰	۰۶۰/-۰	۰۰۱/-۰	۰۰۰/۱	
GDPkt	۴۶۹/۰	۱۵۷/-۲	۷۷۳/-۳	۱۹۵/۰	۷۱۳/۸	۰۲۱/۱	۱۶۷/-۲	۰۴۴/-۰	-----	
	۶۳۹/۰	۰۳۱۲/۰	۰۰۰/۰	۸۴۵/۰	۰۰۰/۰	۳۰۷/۰	۰۳۰/۰	۹۶۴/۰	-----	
	۰۰۲/۰	۰۳۸/-۰	۱۰۴/-۰	۰۱۲/-۰	۲۵۰/۰	۰۱۶/۰	۰۳۷/-۰	۱۰۹/۰	۶۳۸/۰	۰۰۰/۱
INFkt	۰۷۹/۰	۳۶۲/-۱	۷۴۰/-۳	۴۳۹/-۰	۲۳۶/۹	۵۵۶/۰	۳۳۵/-۱	۹۱۵/۳	۶۴۹/۲۹	-----
	۹۳۷/۰	۱۷۳/۰	۰۰۰/۰	۶۶۰/۰	۰۰۰/۰	۵۷۸/۰	۱۸۲/۰	۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	-----

نتایج مدل‌های رگرسیون در جداول ۷، ۸ و ۹ ارائه شده‌اند. چون معناداری آماره‌های اف لیمر آزمون چاو کمتر از خطای ۵ درصد است؛ باید عرض از مبدأهای مختلفی در برآورد لحاظ شده و از داده‌های ترکیبی استفاده شود. معناداری آماره‌های کای‌دو آزمون هاسمن کمتر از

خطای ۵ درصد است؛ در نتیجه بین جزء اخلال و متغیرهای توضیحی تورش وجود دارد و از اثرات ثابت استفاده شد. معناداری آماره‌های درست‌نمایی کمتر از خطای ۵ درصد است و برای رفع ناهمسانی واریانس پسماندها از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شد. معناداری ضرایب لاگرانژ آزمون برئوش-پاگان کمتر از ۵ درصد است و جهت رفع خودهمبستگی پسماندها از وقفه اول متغیر وابسته در نقش توضیحی استفاده شد. معنادار آماره فیشر در سطح خطای ۵ درصد بیانگر روابط معنادار مدل است. آماره دوربین-واتسون بیانگر عدم وجود خودهمبستگی پسماندها است. عامل تورم واریانس کمتر از ۵ و بیانگر عدم هم‌خطی بین متغیرها است. ضرایب تعیین تعدیل شده بیانگر توان توضیحی ۵۴ درصدی متغیرهای مدل است.

جدول ۷. بررسی نتایج مدل فرضیه اول پژوهش

متغیر وابسته: $COEC_{i,t}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	معناداری	عامل تورم واریانس
C	۲۴۳/-۷	۷۹۹/۰	۰۵۶/-۹	۰۰۰/۰	-
$EQ_{i,t}$	۸۲۵/-۰	۳۳۵/۰	۴۶۱/-۲	۰۱۴/۰	۰۲۹/۱
$SIZE_{i,t}$	۲۵۵/۰	۰۲۹/۰	۸۹۵/۸	۰۰۰/۰	۳۰۲/۱
$FL_{i,t}$	۰۵۱/-۰	۰۴۸/۰	۰۵۷/-۱	۲۹۱/۰	۴۵۱/۱
$ROA_{i,t}$	۵۹۸/-۰	۰۹۳/۰	۴۱۵/-۶	۰۰۰/۰	۷۰۳/۱
$GR_{i,t}$	۰۰۴/۰	۰۰۲/۰	۸۶۰/۱	۰۶۳/۰	۰۲۰/۱
$ST_{i,t}$	۱۶۵/۰	۰۲۵/۰	۶۳۴/۶	۰۰۰/۰	۱۴۶/۱
$BETA_{i,t}$	۰۳۱/۰	۰۱۴/۰	۲۳۱/۲	۰۲۶/۰	۱۱۵/۱
GDP_{kt}	۰۴۵/-۰	۱۸۲/۰	۲۵۰/-۰	۸۰۳/۰	۹۰۹/۱
$INF_{k,t}$	۰۳۳/۰	۰۰۲/۰	۱۰۶/۱۷	۰۰۰/۰	۰۲۲/۲
$COEC_{i,t-1}$	۳۱۰/-۰	۰۲۱/۰	۴۰۱/-۱۴	۰۰۰/۰	۰۸۴/۱
ضریب تعیین تعدیل شده		۵۳۵/۰	آماره دوربین- واتسون		۴۱۲/۲
آماره فیشر		۵۶۱/۷	معناداری آماره فیشر		۰۰۰/۰
آماره اف لیمر		۴۱۷/۱	معناداری آماره اف لیمر		۰۰۱/۰
آماره کای‌دو		۱۱/۲۵۷	معناداری آماره کای‌دو		۰۰۰/۰
آماره درست‌نمایی		۲۲/۵۱۳	معناداری آماره درست‌نمایی		۰۰۰/۰
آماره لاگرانژ		۲/۴۴۳۴۶	معناداری آماره لاگرانژ		۰۰۰/۰

طبق نتایج جدول ۷، کیفیت سود در سطح خطای ۵ درصد تأثیر معنادار منفی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد و فرضیه اول پژوهش تأیید شده است. هنگامی که کیفیت سود شرکت‌ها بهبود یابد، هزینه سرمایه حقوق مالکانه کاهش می‌یابد، اما کاهش کیفیت سود سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود. این موضوع بیانگر نقش مؤثر بهبود کیفیت سود در کاهش بازده مورد انتظار صاحبان سهام عادی است. از طرفی، نقصان در کیفیت گزارش سود، انتظار صاحبان سهام در کسب بازده را افزایش داده و سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود.

جدول ۸. بررسی نتایج مدل فرضیه دوم پژوهش

متغیر وابسته: $COEC_{i,t}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	معناداری	عامل تورم واریانس
C	۹۹۳/-۶	۸۰۲/۰	۷۲۵/-۸	۰۰۰/۰	-
$IP_{i,t}$	۱۸۷/-۰	۰۸۵/۰	۲۰۳/-۲	۰۲۸/۰	۱۱۹/۱
$SIZE_{i,t}$	۲۴۸/۰	۰۲۹/۰	۶۷۴/۸	۰۰۰/۰	۲۸۵/۱
$FL_{i,t}$	۰۶۸/-۰	۰۴۶/۰	۴۸۹/-۱	۱۳۷/۰	۴۵۱/۱
$ROA_{i,t}$	۶۱۰/-۰	۰۸۹/۰	۷۹۱/-۶	۰۰۰/۰	۷۲۰/۱
$GR_{i,t}$	۰۰۴/۰	۰۰۲/۰	۷۷۷/۱	۰۷۸/۰	۰۲۱/۱
$ST_{i,t}$	۱۶۹/۰	۰۲۵/۰	۶۹۲/۶	۰۰۰/۰	۱۷۰/۱
$BETA_{i,t}$	۰۲۹/۰	۰۱۴/۰	۱۲۳/۲	۰۳۴/۰	۱۱۶/۱
GDP_{kt}	۰۰۱/-۰	۱۸۵/۰	۰۰۷/-۰	۹۹۴/۰	۹۱۳/۱
$INF_{k,t}$	۰۳۴/۰	۰۰۲/۰	۸۴۹/۱۶	۰۰۰/۰	۰۳۷/۲
$COEC_{i,t-1}$	۳۱۷/-۰	۰۲۲/۰	۶۴۶/-۱۴	۰۰۰/۰	۰۸۴/۱
ضریب تعیین تعدیل شده		۵۳۸/۰	آماره دوربین- واتسون		۳۹۵/۲
آماره فیشر		۶۵۵/۷	معناداری آماره فیشر		۰۰۰/۰
آماره اف لیمر		۳۹۹/۱	معناداری آماره اف لیمر		۰۰۱/۰
آماره کای‌دو		۷۸/۲۵۳	معناداری آماره کای‌دو		۰۰۰/۰
آماره درست‌نمایی		۶۵/۵۱۳	معناداری آماره درست‌نمایی		۰۰۰/۰
آماره لاگرانژ		۴/۴۴۲۷۵	معناداری آماره لاگرانژ		۰۰۰/۰

طبق نتایج جدول ۸، حمایت از سرمایه‌گذاران سطح خطای ۵ درصد تأثیر معنادار منفی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد و فرضیه دوم پژوهش تأیید شده است. وقتی جهت اجرای

جوانب راهبری شرکتی تلاش می‌شود از حقوق گروه‌های مختلف به ویژه سرمایه‌گذاران حمایت شود و منافع این گروه‌ها تأمین گردد، هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد، اما کاهش حمایت از سرمایه‌گذاران منجر به افزایش سطح بازده مورد انتظار صاحبان سهام عادی شده و این موضوع سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود.

طبق نتایج جدول ۹، معناداری آماره تی حاصل‌ضرب حمایت از سرمایه‌گذار و کیفیت سود کمتر از خطای ۵ درصد و ضریب آن منفی است. به این ترتیب، حمایت از سرمایه‌گذار تأثیر معنادار بر رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد و فرضیه سوم پژوهش تأیید شده است. وقتی در راستای اجرای اهداف راهبری شرکتی تلاش شود از حقوق سهامداران حمایت شود و از طرفی سود دارای کیفیت مطلوب باشد، هزینه سرمایه حقوق مالکانه شرکت‌ها کاهش می‌یابد؛ در حالی که کاهش حمایت از سرمایه‌گذاران و کاهش کیفیت سود سبب نااطمینانی سهامداران شده و این موضوع ضمن افزایش سطح بازده مورد انتظار صاحبان سهام عادی، سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود.

جدول ۹. بررسی نتایج مدل فرضیه سوم پژوهش

متغیر وابسته: $COEC_{i,t}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	معناداری	عامل تورم واریانس
C	۷۹۴/-۶	۷۳۱/۰	۲۹۹/-۹	۰۰۰/۰	-
$EQ_{i,t}$	۲۷۲/-۱	۴۵۸/۰	۷۸۱/-۲	۰۰۵/۰	۵۷۹/۲
$IP_{i,t}$	۲۹۱/-۰	۱۱۱/۰	۶۲۲/-۲	۰۰۹/۰	۸۱۲/۱
$EQ_{i,t}*IP_{i,t}$	۹۱۱/-۱	۹۳۵/۰	۰۴۴/-۲	۰۴۱/۰	۲۷۶/۳
$SIZE_{i,t}$	۲۴۲/۰	۰۲۶/۰	۳۳۰/۹	۰۰۰/۰	۳۰۷/۱
$FL_{i,t}$	۰۴۶/-۰	۰۴۸/۰	۹۴۱/-۰	۳۴۷/۰	۴۷۳/۱
$ROA_{i,t}$	۵۸۷/-۰	۰۹۴/۰	۲۵۸/-۶	۰۰۰/۰	۷۳۸/۱
$GR_{i,t}$	۰۰۴/۰	۰۲۰/۰	۹۳۱/۱	۰۵۱/۰	۰۲۴/۱
$ST_{i,t}$	۱۶۹/۰	۰۲۵/۰	۸۱۷/۶	۰۰۰/۰	۱۷۴/۱
$BETA_{i,t}$	۰۳۰/۰	۰۱۴/۰	۱۶۵/۲	۰۳۱/۰	۱۱۷/۱
GDP_{kt}	۰۰۷/۰	۱۸۳/۰	۰۳۸/۰	۹۶۹/۰	۹۱۸/۱
$INF_{k,t}$	۰۳۳/۰	۰۰۲/۰	۹۹/۱۶	۰۰۰/۰	۰۴۳/۲
$COEC_{i,t-1}$	۳۱۹/-۰	۰۲۲/۰	۶۱۷/-۱۴	۰۰۰/۰	۰۸۴/۱
ضریب تعیین تعدیل شده		۵۳۷/۰	آماره دوربین- واتسون		۳۹۵/۲
آماره فیشر		۵۵۷/۷	معناداری آماره فیشر		۰۰۰/۰
آماره اف لیمر		۴۱۸/۱	معناداری آماره اف لیمر		۰۰۱/۰
آماره کای‌دو		۴۵۲/۵۲	معناداری آماره کای‌دو		۰۰۰/۰
آماره درست‌نمایی		۷۲/۵۱۳	معناداری آماره درست‌نمایی		۰۰۰/۰
آماره لاگرانژ		۷/۴۴۰۶۵	معناداری آماره لاگرانژ		۰۰۰/۰

شواهد مربوط به نقش متغیرهای کنترلی بیانگر این است که اندازه، گردش معاملات سهام، ریسک سیستماتیک و نرخ تورم تأثیر مثبت، اما بازده دارایی‌ها تأثیر منفی بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام داشته‌اند. به این ترتیب، افزایش (کاهش) هزینه سرمایه حقوق مالکانه صاحبان سهام تابعی از افزایش (کاهش) اندازه، گردش معاملات سهام، ریسک سیستماتیک و نرخ تورم و همچنین تابعی از کاهش (افزایش) بازده دارایی‌ها است. بنابراین در شرکت‌های بزرگ‌تر، دارای سودآوری کمتر، دارای گردش سهام بالاتر، با ریسک سیستماتیک بیشتر و در شرایط محیط اقتصادی با نرخ تورم بالاتر، هزینه سرمایه حقوق مالکانه شرکت‌ها افزایش یافته است. البته طبق بررسی‌های پژوهش، شواهد معنادار از تأثیر اهرم مالی، رشد شرکت و رشد تولید ناخالص داخلی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه یافت نشده است.

نتیجه گیری و پیشنهادهای پژوهش

در این مقاله اثر سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران و کیفیت اطلاعات مالی بر کاهش هزینه‌سرمایه حقوق مالکانه ارزیابی شده است. طبق پیامدهای فرضیه بازار سرمایه، جنبه‌های کیفیت سود می‌توانند بر هزینه سرمایه شرکت‌ها اثر بگذارند. شواهد مقاله حاضر نشان داده‌اند کیفیت سود تأثیر منفی بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام دارد. در انطباق با مبانی نظری و شواهد تجربی، با افزایش کیفیت اطلاعات مالی از طریق گزارش سود با کیفیت، ریسک اطلاعاتی کاهش یافته و این امر سبب کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه شده است. اما ضعف در گزارشگری سود به ویژه از طریق اعمال اختیار مدیران و انتخاب رویه‌های حسابداری سبب کاهش کیفیت اطلاعات مالی شده و به این دلیل ریسک اطلاعاتی افزایش یافته است. افزایش ریسک اطلاعاتی نیز افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه حقوق مالکانه را به دنبال دارد. این نتایج سازگار با نتایج پژوهش فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴) ، گری و همکاران (۲۰۰۹)، کیم و کای (۲۰۱۰)، باتاچاریا و همکاران (۲۰۱۱)، آپرگیس و همکاران (۲۰۱۱)، بارث[1] و همکاران (۲۰۱۳)، کیم و سان (۲۰۱۳)، خلیف[2] و همکاران (۲۰۱۵)، بن‌نصر و الدخیل (۲۰۱۵)، پرساکیس و یاتریدیس (۲۰۱۵)، الیوا[3] و همکاران (۲۰۱۶)، آنتونی و جورج (۲۰۱۷)، سالوم (۲۰۱۷)، هونگ و همکاران (۲۰۱۹)، ایزت (۲۰۱۹)، کنتریس ایندارتی و همکاران (۲۰۱۹)،

1. Barth
2. Khlif
3. Eliwa

لستاری و راهایو (۲۰۱۹)، علوی‌طبری و همکاران (۱۳۸۹)، نیکومرام و امینی (۱۳۹۰)، مرادزاده‌فرد و همکاران (۱۳۹۱)، حسنی و احمدی (۱۳۹۶)، عباسی و بذرافشان (۱۳۹۶)، حسنی و محمدیان (۱۳۹۶)، اسدی‌نهاری و همکاران (۱۳۹۸) است. البته این نتایج با نتایج مطالعات کوهن (۲۰۰۸)، ثقفی و بولو (۱۳۸۸)، بولو و حسنی‌القار (۱۳۹۳) ناسازگاری دارد.

یکی از مکانیزم‌های نظارتی اعمالی در کشورها در راستای اهداف راهبری شرکتی، جنبه حمایت از سرمایه‌گذاران است. شواهدی نشان داده‌اند حمایت از سرمایه‌گذار در محیط‌های نهادی و قانونی منجر به بهبود کیفیت اطلاعات و کاهش هزینه سرمایه شده است. شواهد پژوهش حاضر نشان داده‌اند حمایت از سرمایه‌گذار تأثیر معنی‌دار منفی بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام داشته است. در انطباق با مبانی نظری و پیشینه‌های تجربی، وقتی رویه‌های راهبری شرکتی برای افزایش نظارت بر شرکت‌ها اعمال شوند، شفافیت اطلاعاتی بهبود یافته و به واسطه حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران ریسک اطلاعاتی کاهش می‌یابد، این امر در نهایت سبب کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه صاحبان سهام شده است، اما سطوح ضعیف حمایت از سرمایه‌گذاران به دلیل افزایش عدم تقارن اطلاعاتی سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شده است. این نتایج سازگار با نتایج پژوهش‌های هیملبرگ و همکاران (۲۰۰۲) ، آلبوکوئرو و وانگ (۲۰۰۸)، چابرا و همکاران (۲۰۰۹)، چنگ و همکاران (۲۰۰۹)، آنتونی و جورج (۲۰۱۷) و بروئر و همکاران (۲۰۱۸) است.

طبق شواهد پژوهشی، کیفیت بالای سود و همزمان اعمال حمایت از سرمایه‌گذاران در چارچوب راهبری شرکتی سبب کاهش هزینه سرمایه می‌شود (آنتونی و جرج، ۲۰۱۷). نتایج پژوهش حاضر نشان دادند تعامل همزمان کیفیت سود و حمایت از سرمایه‌گذاران تأثیر منفی بر هزینه حقوق مالکانه داشته است. در واقع، تعامل بهبود کیفیت سود به همراه بهبود محیط حمایت از سرمایه‌گذاران با ایجاد محیط اطلاعاتی مناسب سبب کاهش هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شده است.

با توجه به نتایج پژوهش به گروه‌های مختلف که خواهان ارزیابی هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام هستند، پیشنهاد می‌شود بحث کیفیت سود در گزارشگری مالی را به طور دقیق مورد توجه قرار دهند. همچنین لازم است به اثربخشی سازوکارهای راهبری شرکتی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران توجه کنند. به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود تلاش کنند با ارائه اطلاعات شفاف مالی زمینه لازم برای کاهش هزینه سرمایه فراهم سازند، زیرا این موضوع

در نهایت افزایش ارزش شرکت را به همراه دارد. همچنین طبق شواهد پژوهش، سنجه‌های حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از عوامل کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه هستند. چون دستیابی به فضای حمایت از سرمایه‌گذاران مستلزم رعایت حقوق ذی‌نفعان در چارچوب راهبری شرکتی و اجرای رویه‌های مناسب نظارتی است، از این رو به مکانیزم‌های راهبری شرکتی شامل سازمان بورس، سازمان حسابرسی، هیأت مدیره‌ها، کمیته‌های حسابرسی، حسابرسان مستقل، حسابرسان داخلی و ارکان مربوطه پیشنهاد می‌شود اهداف راهبری شرکتی را در امور نظارتی رعایت کنند تا شاهد کاهش ریسک اطلاعاتی و کاهش هزینه سرمایه در شرکت‌ها باشیم. دستیابی به این هدف، زمینه‌ساز افزایش ارزش شرکت‌ها است که می‌تواند رضایت گروه‌های مختلف از جمله سهامداران و سرمایه‌گذاران را تأمین کند. به علاوه، طبق شواهد پژوهش حاضر هم کمیت سودها و هم کیفیت سودها از عوامل کاهنده هزینه سرمایه حقوق مالکانه هستند. از این رو، به گروه‌های استفاده‌کننده اطلاعات مالی پیشنهاد می‌شود به این موضوع توجه داشته باشند. شرکت‌ها با افشای اطلاعات شفاف سود می‌توانند سبب افزایش شفافیت بازار سرمایه، کاهش ریسک اطلاعاتی، سرمایه‌گذاری بیشتر، کارایی بازار، تخصیص بهینه منابع و رشد و شکوفایی اقتصادی شوند. افزایش ابهام اطلاعات مالی به ویژه سود، هزینه سرمایه را افزایش داده و مبادلات بازار سهام را کاهش می‌دهد. از این رو به سهامداران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مدیران، تحلیل‌گران و فعالان بازار سهام پیشنهاد می‌شود با آگاهی از عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه، تصمیم‌های مناسبی گرفته شود. به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود جهت تمرکز بر برخی جنبه‌های با اهمیت مطالعاتی، موضوع به صورت مقایسه‌ای از طریق تمرکز بر جنبه‌های مختلف تأمین مالی (هزینه بدهی، هزینه سرمایه و میانگین موزون هزینه سرمایه) بررسی شود. به علاوه، بررسی موضوع به صورت مقایسه‌ای از طریق تمرکز بر جنبه‌های مختلف کیفیت اطلاعات مالی (مدیریت سود، هموارسازی سود، پایداری سود، محافظه‌کاری سود و محتوای اطلاعاتی سود) می‌تواند مورد توجه پژوهشگران قرار گیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود نقش محیط رقابتی فعالیت شرکت‌ها در صنایع مختلف (شرایط رقابتی و انحصاری)، نقش محیط رقابتی معاملات بازار سهام، نقش گرم و سرد بودن بازار سهام (بازار پررونق و بازار راکد)، نقش چرخه-های اقتصادی کشور (دوره‌های رکود و رونق)، نقش چرخه عمر شرکت‌ها (مراحل ظهور، رشد، بلوغ و افول)، نقش محیط اطلاعاتی شرکت‌ها (عدم تقارن اطلاعاتی) و عدم اطمینان (محیطی، سیاسی، اقتصادی، بازار و شرکت) در ارزیابی دقیق‌تر موضوع بررسی شوند.

منابع

اسدی‌نهاری، نادر؛ طالب‌نبا، قدرت‌اله؛ وکیلی‌فرد، حمیدرضا و رویائی، رمضانعلی. (۱۳۹۸). نقش تعدیل‌کننده پذیرش استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی بر رابطه میان کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*. ۸ (۳۰): ۲۶-۱۵.

بولو، قاسم و حسنی‌القار، مسعود. (۱۳۹۳). ارتباط میان کیفیت سود، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام. *دانش حسابداری*. ۵ (۱۷): ۷۵-۴۹.

ترابی، ایرج؛ دستگیر، محسن و کیانی، غلامحسین.(۱۳۹۹). اثر تعدیل‌کنندگی عدم تقارن اطلاعاتی و بازار رقابت ناقص بر شدت تأثیرگذاری قابلیت مقایسه و ثبات رویه بر هزینه سرمایه سهام عادی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۲ (۲): ۲۲-۱.

ثقفی، علی و بولو، قاسم. (۱۳۸۸). هزینه حقوق صاحبان سهام و کیفیت سود. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*. ۱ (۲): ۲۹-۴.

حسنی، محمد و احمدی، ندا. (۱۳۹۶). تأثیر شفافیت سود بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام. *مقالات. کنفرانس بین‌المللی فرصت‌ها و چالش‌های مدیریت، اقتصاد و حسابداری*، ژنو، سوئیس.

حسنی، محمد و محمدیان، مژگان. (۱۳۹۶). تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام و کیفیت سود. *پایان‌نامه ارشد*. دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.

شفیع‌زاده، بهاره؛ حسینی، سیدعلی؛ رحمانی، علی و سلطانی، محمد. (۱۳۹۷)، نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، *بورس اوراق بهادار*، ۱۱ (۴۲)، ۹۵-۷۴.

عباسی، ابراهیم و بذرافشان، محسن. (۱۳۹۶). بررسی رابطه کیفیت سود، افشای داوطلبانه و رفتار نامتقارن اطلاعاتی با هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*. ۷ (۱): ۶۰-۴۱.

علی‌اصفهانی، یاسمن و دارابی، رویا. (۱۳۹۸). بررسی رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با هزینه‌های حقوق صاحبان سهام با در نظر گرفتن محافظت از سرمایه‌گذاران. *سیاست‌های مالی و اقتصادی*. ۷ (۲۶): ۲۳۴-۲۱۳.

علوی‌طبری، سیدحسین؛ مشایخ، شهناز و نوبهاری، مریم. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و ثبات سود با هزینه سرمایه سهام عادی. *مجله توسعه و سرمایه*. ۳ (۲): ۷۶-۵۷.

کردستانی، غلامرضا و طایفه، سیامک. (۱۳۹۲). ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام. *تحقیقات مالی*. ۱۵ (۱): ۹۴-۷۵.

کردستانی، غلامرضا و علوی،سیدمصطفی. (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی، *بورس اوراق بهادار*، ۳ (۱۲)، ۶۱-۴۳.

کرمی، علامرضا؛ حسینی، سیدعلی و رضوانی‌فرد، سعید. (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین سطح افشاء و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *بورس اوراق بهادار*، ۶ (۲۱)، ۷۱-۴۷.

مرادزاده‌فرد، مهدی؛ عدیلی، مجتبی و ابراهیمیان، سیدجواد. (۱۳۹۱). کیفیت حسابرسی، کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*. ۴ (۱۴): ۱۱۰-۹۱.

نیکومرام، هاشم و امینی، پیمان. (۱۳۹۰). کیفیت سود و هزینه سرمایه. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*. ۴ (۲): ۲۱۵-۱۸۳.

Albuquerue, R., Wang, N. (2008). Agency conflicts, investment and asset pricing. *The Journal of finance*. 63(1): 1-40.

Anthony, P., George, I. E. (2017). The joint effect of investor protection, IFRS and earnings quality on cost of capital: An international study. Journal of International Financial Markets, *Institutions & Money*. 46: 1-29.

Apergis, N., Artikis, G., Eleftheriou, S., Sorros, J. (2011). Accounting information and cost of capital: A theoretical approach. *Modern Economy*. 2: 589-596.

Barth, M. E., Konchitchki, Y., Landsman, W. R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*. 55 (2-3): 206-224.

Ben-Nasr, H., Al-Dakheel, A.M. (2015). The impact of earnings quality on the cost of equity: Evidence from privatized firms. *International Journal of Financial Research*. 6(1): 68-78.

Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. M., Schipper, K. (2011). Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry and the cost of equity. *The Accounting Review*. 87 (2): 449-482.

Boonlert-U-Thai, K., Meek, G. K., Nabar, S. (2006). Earnings attributes and investor-protection: International evidence. *The International Journal of Accounting*. 41(4): 327-357.

Breuer, W., Müller, T., Rosenbach, D., Salzmann, A. (2018). Corporate social responsibility, investor protection, and cost of equity: A cross-country comparison. *Journal of Banking & Finance*. 96 (Nov): 34-55.

Byun, H.Y., Kwak, S.K., Hwang, L.S. (2008). The implied cost of equity capital and corporate governance practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. 37 (1):139-184.

Cahan, S.F., Liu, G., Sun, J. (2008). Investor protection, income smoothing, & earnings informativeness. *Journal of International Accounting Research*. 7 (1):1-24.

Chang, H., Ferando, G. D., Liao, W. (2009). Sarbanes oxley act, perceived earnings quality & cost of capital. *Review of Accounting and Finance*. 8(3):216-231

Chhabra, M., Ferris, S. P., Sen, N. (2009). Investor protection effects on corporate liquidity and the cost of capital. *Applied Economics Letters*. 16 (8): 819-826.

Christensen, H. B., Lee, E., Walker, M., Zeng, C. (2015). Incentives or standards: What determines accounting quality changes around IFRS adoption? *European Accounting Review*. 24 (1): 31-61.

Cohen, D. (2008). Does information risk really matter? An analysis of the determinants and economic consequences of financial reporting quality. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*. 15(2): 69-90.

Cremers, M., Ferrell, A. (2014). Thirty years of shareholder rights and firm valuation. *Journal of Finance*. 69 (3): 1167-1196.

Dharmapala, D., Khanna, V. (2013). Corporate governance, enforcement, and firm value: Evidence from India. *Journal of Law, Economics, and Organization*. 29 (5): 1056-1084.

Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*. 70 (2): 193-225.

Easley, D., O'hara, M. (2004). Information and the Cost of Capital. *The Journal of* Finance. 59 (4): 1553-1583.

Ezat, A. (2019). The impact of earnings quality on the association between readability and cost of capital: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*. 9 (3): 366-385.

Flores, E., Sampaio, J.O., Beiruth, A.X., & da Silva, A.F. (2020). Earnings Transparency, Cost of Debt & Cost of Equity: A Cross-Country Examination. *International Business Research*, 13 (10): 115-129.

Francis, Jere R., Khurana, I. K., Pereira, R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the World. *The Accounting Review*. 80 (4): 1125-1162.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2004). Costs of capital and earnings attributes. *The Accounting Review*. 79 (4): 967-1010.

Gray, P., Koh, P. S., Tong, Y. H. (2009). Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance & Accounting*. 36 (1-2): 51-72.

Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., Love, I. (2002). Investor protection, ownership and the cost of capital. *World Bank Policy Research*. Working Paper. No 2834.

Hong, P. K., Ma, T., Zhang, G. (2019). Accruals quality and cost of capital: Evidence from the Chinese stock market. *Journal of International Accounting Research*. 18 (1): 71-95.

Houqe, M. N., Ahmed, K., Van Zijl, T. (2017). Audit quality, earnings management and cost of equity capital: Evidence from India. *International Journal of Auditing*. 21(2): 177-189.

Houqe, M. N., Easton, S., Van Zijl, T. (2014). Does mandatory IFRS adoption improve information quality in low investor protection countries?. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 23 (2), 87-07.

Huang, H. H., Wang, W., Zhou, J. (2013). Shareholder rights, insider ownership and earnings management. *Abacus*. 49 (1): 46-73.

Imhof, M. J., Seavey, S. E., Smith, D. B. (2017). Comparability and cost of equity capital. *Accounting Horizons*. 31(2): 125-138.

Kentris Indarti, M. G., Puteri, I. T., Sudarsi, S. (2019). Earning quality, information asymmetry and cost of equity capital in manufacturing companies. Advances in Economics, *Business and Management Research*. 86: 155-158.

Kim, D., Qi, Y. (2010). Accruals quality, stock returns and macroeconomic conditions. *The Accounting Review*. 85(3): 937-978.

Kim, J. B., Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*. 32(6): 518-543.

Lestari, N., Rahayu, U. (2019). Influence earnings quality and liquidity on cost of capital. *Journal of Applied Managerial Accounting*. 1 (1): 62-69.

Lima, B. F., Sanvicente, A. Z. (2013). Quality of corporate governance and cost of equity in Brazil. *Journal of Applied Corporate Finance*. 25 (1): 72-80.

McLean, R. D., Zhang, T., Zhao, M. (2012). Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance and growth. *The Journal of Finance*. 67 (1): 313-350.

Persakis, A., Iatridis, G. E. (2015). Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of International Financial Markets*. Institutions and Money, 38: 3-24.

Persakis, A., Iatridis, G. E. (2016). Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008: An international perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 41(C): 73-101.

Salloum, A. (2017). The relationship between earnings quality and cost of capital in the light of agency theory: A case study of Jordan. *Journal of Advances in Social Science and Humanities*. 3(4).

COPYRIGHTS

This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 347-371

Developing a Conceptual Model to Supervise Stock Exchange Issuers: Adopting a Supportive Approach to Investors[1]

Faranak Mafakherinia[2], Jafar Jamali[3], Ali saeidi[4]

Received: 2021/07/14
Accepted: 2021/11/29

Research Paper

Abstract

Supervision has an important role in reducing systematic risks in the capital market. Supervision and certainty for investors are among the most important areas for strengthening and developing the capital market. Transparency and certainty in respecting the investors' rights by the issuers are the concerns of those investing in different securities, including stocks and various types of Islamic securities (Sukuk). The greater the trust among the individuals in a society is, the more the desire for investment will be, and in return, the issuers' financial capabilities to launch investment projects as well as working capital financing will increase. Thus, the capital market will succeed in financing as its main mission. The purpose of this study is to develop a conceptual model to supervise stock exchange issuers on protecting investors' rights. The statistical population of this study covers all Iranian stock exchange issuers that 114 companies were selected randomly as statistical samples. Data were collected using a questionnaire. The structural equation model and the opinions of experts and professors were used to assess the construct validity and content validity, respectively. The validity of the model was measured by Amos software, and Chi-square test was used to determine the effect of the components of supervising the stock exchange issuers on protecting investors' rights. These components are corporate governance, audit quality, disclosure and transparency, confidential information monitoring, training activities, and financial literacy. The results showed that all components have a significant relationship with investors' rights protection except for financial literacy.

Keywords: Stock Exchange, Supervision of Stock Exchange Issuers, Investor Rights Protection, Confidential Information, Disclosure and Transparency.
JEL Classification: G23, G30

---

1. DOI :10.22034/JSE.2021.11441.1601
2. Ph.D. Student, Department of Financial Law, Faculty of Financial Management, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (faranak.maf@gmail.com).
3. Assistant Professor, Department of Law, Electronic Campus Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author), (jafar.jamali@gmail.com).
4. Associate Professor, Department of Accounting, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (ali_saeedi@yahoo.com).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ٥٦، زمستان ١٤٠٠، صص ٣٧١-٣٤٧

تدوین الگوی مفهومی نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار با رویکرد حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران[1]

فرانک مفاخری نیا[2]، جعفر جمالی[3]، علی سعیدی[4]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۰۸

چکیده

نقش نظارت در کاهش ریسک‌های سیستماتیک در بازار سرمایه دارای اهمیت است. سرمایه‌گذاران در انواع اوراق بهادار شامل سهام و انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) به شفافیت و اطمینان از رعایت حقوق سرمایه‌گذاران از سوی ناشران توجه دارند. هر چه این اعتماد در بین آحاد جامعه گسترش یابد، تمایل به سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. هدف از این پژوهش، تدوین الگوی مفهومی نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار و حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران است. جامعه آماری این پژوهش کلیه ناشران بورس اوراق بهادار ایران را شامل می‌شود که تعداد ۱۱۴ شرکت، به شیوه‌ی تصادفی ساده به‌عنوان نمونه‌ی آماری انتخاب شده است. داده‌های پژوهش با کمک ابزار پرسشنامه گردآوری شده است. برای سنجش روایی سازه از الگوی معادلات ساختاری و برای سنجش روایی محتوایی ابزار از نظرات استادان و صاحب‌نظران آگاه به موضوع استفاده شده است. برای تعیین اعتبار الگو از نرم‌افزار Amos و برای تعیین میزان تأثیر مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از آزمون کای دو بهره گرفته شده است. مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار شامل: حاکمیت شرکتی، کیفیت حسابرسی، افشاء و شفافیت، نظارت بر اطلاعات نهانی، فعالیت‌های آموزشی و سواد مالی است. نتایج نشان می‌دهد که مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورسی، به غیر از سواد مالی رابطه معنی‌داری با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد.

واژه‌های کلیدی: بورس اوراق بهادار، نظارت بر ناشران بورسی، حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، اطلاعات نهانی، افشاء و شفافیت.

طبقه‌بندی موضوعی: G23,G28,K22,N25

---

۱. DOI: 10.22034/JSE.2021.11441.1601

۲. دانشجوی دکتری، گروه حقوق مالی، دانشکده مدیریت مالی، واحد علوم و تحقیقات تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، ایران. (faranak.maf@gmail.com).

۳. استادیار، گروه حقوق، واحد الکترونیکی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).(jafar.jamali@gmail.com).

۴. دانشیار، گروه حسابداری، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (ali_saeedi@yahoo.com).

مقدمه

نظارت در بازار سرمایه ایران یکی از موضوع‌های چالش‌برانگیزی بوده که از زمان تدوین قانون بازار اوراق بهادار و تأسیس سازمان بورس و اوراق بهادار، مطرح بوده است.

نظارت در بازار سرمایه، پاسخگویی به مطالبات عمومی است و هر اندازه این نظارت‌ها دقیق‌تر باشد، بازار سرمایه بازار سالم‌تری خواهد بود و در نقطه مقابل، هراندازه این نظارت‌ها کاهش پیدا کند، احتمال خارج شدن بازار از سلامت افزایش پیدا می‌کند. بنابراین فرآیند نظارت و مصادیق آن در بازارهای مالی درحال توسعه است که به‌صورت پیوسته، عنوان‌های جدیدی به آن افزوده می‌شود تا بر میزان استانداردها افزوده شود.

بدین ترتیب، بعضی‌اوقات روان بودن بازار یک روی سکه و روی دیگر آن نظارت بر بازار است، اما در این میان گروهی قائل به این هستند که برای روان‌تر کردن رویدادها در بازار سرمایه باید از سطح نظارت‌ها کاسته شود، ولی نباید فراموش شود کاهش سطح نظارت می‌تواند به رشد ریسک سیستماتیک کشیده شده و احتمال ورشکستگی، بی‌ثباتی در کل اقتصاد و ایجاد هزینه‌های گزاف، در ساختار کلی بازار مالی افزایش پیدا کند.

مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای اوراق بهادار، اطلاعاتی است که از سوی بورس‌ها، ناشران اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بورس و واسطه‌های فعال در این بازارها منتشر می‌شود. بهره‌گیری از این اطلاعات و به بیانی، تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار زمانی امکان‌پذیر است که اطلاعات یادشده به‌موقع، مربوط، کامل و فهم‌پذیر باشند. از سوی دیگر، نوع و چگونگی دستیابی به اطلاعات دارای اهمیت است. چنانچه انتقال اطلاعات بین افراد نابرابر و نامتقارن باشد، می‌تواند نتایج متفاوتی را برای یک موضوع واحد، سبب شود (خدامی پور و قدیری، ۱۳۸۹).

تعیین ارزش شرکت، از جمله عوامل مهم در فرآیند سرمایه‌گذاری است. ارزش هر شرکت، با توجه به ارزش سهام آن قابل‌تعیین است. ازاین‌رو سرمایه‌گذاران با توجه به ارزش شرکت‌ها، اولویت خود را برای سرمایه‌گذاری مشخص می‌کنند (سینایی و دیگران ۱۳۹۰). از سوی دیگر مطالعات نشان داده است که سهام شناور آزاد شرکت‌ها با فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری که به ایجاد ارزش می‌انجامد نیز رابطه دارد. به‌گونه‌ای که با افزایش سهام شناور آزاد و قابلیت نقدشوندگی سهام، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد بهبود می‌یابند و شرکت‌های با سهام شناور آزاد بالاتر، از فرصت‌های رشد و ارزش بالاتری نیز برخوردارند (کرمی و همت فر، ۱۳۹۴).

انجام نظارت‌های مناسب توسط سهامداران، رفتار فرصت‌طلبانه و سودجویانه مدیران را محدودتر می‌کند، بنابراین کیفیت و قابلیت پشتیبانی گزارشگری مالی بهبود خواهد یافت، درنتیجه زمینه اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه فراهم می‌شود(پرگولا[1]، ۲۰۰۶). از جمله این ویژگی‌ها می‌توان به تمرکز مالکیت، وجود سهامدار دارای حق کنترل بر شرکت، مالکیت دولت، مالکیت سهامداران خارجی، وجود سهام ممتاز در ساختار سرمایه شرکت، برگزاری جلسه مجمع عمومی و ... اشاره کرد (صفر زاده ۱۳۹۲). مطابق پژوهش‌های شیفر و ویشنی[2] (۱۹۹۷) و لاپورتا و دیگران[3] (۲۰۰۰) حمایت از سرمایه‌گذاران، عامل کلیدی سازمانی مؤثر بر انتخاب سیاست‌های شرکت از قبیل حق رأی سهامداران و سیاست‌های نظام مالی بیان می‌شود. اگر حمایتی از سهامداران وجود نداشته باشد، افراد درون‌سازمانی[4] می‌توانند سود شرکت را از طریق دست‌کاری اعداد حسابداری بربایند(لئوز و همکاران[5]، ۲۰۰۳).

به باور پژوهش‌های انجام‌شده، نظارت سازمان بورس اوراق بهادار بر ناشران بورسی، موجب حمایت از حقوق سهامداران می‌شود، اما مطالعه‌ای که به‌صورت علمی این ارتباط را به‌صورت کاربردی نشان دهد در سطح کشور به میزان کافی انجام‌نشده و این به‌عنوان یک مسئله بیان شده است. این پژوهش می‌خواهد به پرسش‌های زیر پاسخ دهد:

-آیا مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

- مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورسی چگونه بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارند؟

مروری بر پیشینه پژوهش

لطفی و دیگران (۱۳۹۹) به بررسی چارچوب مقرراتی و چگونگی پیاده‌سازی اصل «رفتار عادلانه و منصفانه با صاحبان سهام از سوی ناشران» در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج حاکی از آن است که در پیاده‌سازی قوانین و مقررات موجود در حوزه حقوق

---

1. Pergola
2. Shleifer & Vishny
3. LaPorta et al
4. Insiders
5. Leuz et al

اساسی سهامداران در همه بخش‌ها، به‌جز تخصیص سود تقسیمی مجمع، پیاده‌سازی قوانین و مقررات تائید شد. اما در بخش گزارش دهی دارندگان اطلاعات نهانی، مشکل جدی وجود داشته است.

شفیع‌زاده و حسینی (۱۳۹۸) به تبیین مدلی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران با تأکید بر سازه‌های حسابداری پرداختند و نتایج حاکی از آن است که شناسایی مؤلفه‌های حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، سلامت اقتصادی جامعه و اعتماد عمومی را افزایش می‌دهد و به تحقق عدالت اقتصادی، تخصیص بهینه منابع، پیشگیری از فساد و سوءاستفاده‌های مالی، ارتقای شفافیت اطلاعاتی بازار سرمایه، توسعه بازار سرمایه، ایجاد بازار فعال، رقابت در اقتصاد، توسعه اقتصادی و پیشرفت صنعتی کمک می‌کند.

پرساکیس و اتریدیسا[1] (۲۰۱۶) در مطالعه بر روی کیفیت حسابرسی، حمایت از سرمایه‌گذاران و مدیریت سود در دوران بحران مالی ۲۰۰۸ پرداختند. نتایج نشان می‌دهد: اول اینکه، تمامی معیارهای کیفیت حسابرسی شرکت‌ها به‌طور مثبت و معناداری با عوامل نهادی محافظه سرمایه‌گذاران در ارتباط است. دوم، کیفیت حسابرسی در دوران بحران مالی نسبت به دوره‌های دیگر پایین‌تر است. سوم، کیفیت حسابرسی برای شرکت‌هایی با حمایت سرمایه‌گذاران بالا و قوانین محکم‌تر، قوی‌تر است.

حمیدیان و تقی زاده (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان، کیفیت حسابرسی، حمایت از سرمایه‌گذاران و مدیریت سود در دوران بحران مالی، بیان کردند که بین دوران بحران مالی و حمایت از سرمایه‌گذاران باکیفیت حسابرسی شرکت رابطه وجود دارد. ضمن اینکه، حمایت از سرمایه‌گذاران این ارتباط را تراز می‌کند. علاوه بر این، بین حمایت از سرمایه‌گذاران و کیفیت حسابرسی باکیفیت سود شرکت رابطه وجود دارد. بیشتر اینکه، حمایت از سرمایه‌گذاران اثر تعدیلی بر این ارتباط نیز دارد.

دریائی و شهرابی (۱۳۹۷) به بررسی نقش تعدیل‌گر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت پرداختند و نتایج پژوهش بیانگر تأثیر معنادار مالکیت دولتی بر مدیریت سود واقعی شرکت‌ها و تأثیر مثبت معنادار مدیریت سود واقعی بر عملکرد آینده شرکت‌ها است.

---

1. Persakis, & Iatridisa

اسعدی و ایمان طلب (۱۳۹۷) به بررسی رابطه سهام شناور آزاد با بازدهی، نقد شوندگی و ارزش شرکت‌ها پرداختند و نتایج نشان داد که رابطه بین سهام شناور آزاد و بازدهی سهام مثبت و معنادار است.

رابطه مثبت و معنادار سهام شناور آزاد با نقد شوندگی سهام تائید شد. همچنین باوجود معنادار نبودن مقدار آماره بازده دارایی‌ها، معناداری کل مدل رگرسیونی تائید شد و نتیجه اینکه رابطه مثبت و معناداری بین سهام شناور آزاد باارزش شرکت‌ها وجود دارد.

لاله ماژین و دیگران (۱۳۹۶) به تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه مستقیم و معنادار بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت است.

صفرزاده (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر رعایت حقوق سهامداران بر کیفیت سود پرداخت، ویژگی‌های موردمطالعه برای حقوق سهامداران در این پژوهش شامل: تمرکز مالکیت، وجود سهامدار دارای حق کنترل بر شرکت، سهامداری یا مالکیت دولت، معامله با اشخاص وابسته و وجود دعاوی قانونی علیه شرکت هستند. در حضور متغیرهای کنترلی همچون اندازه شرکت، اهرم مالی، جریان‌های نقدی عملیاتی و انتظارات رشد سودآوری آتی، پژوهشگر دریافت که شاخص معرفی‌شده برای حقوق سهامداران با معیارهای پایداری سود، هموارسازی سود و محافظه‌کاری سود، ارتباط منفی معنادار و با معیار به‌موقع بودن سود، ارتباط مثبت معنادار داشته، اما با معیارهای کیفیت اقلام تعهدی، قابلیت پیش‌بینی سود و ارتباط ارزشی سود ارتباط معناداری ندارد. علاوه بر این با جداسازی شاخص حقوق سهامداران به اجزای تشکیل‌دهنده، توان روشن‌سازی مدل‌ها، از نوسان پذیری بیشتری برخوردار خواهد بود.

کاشانی پور و دیگران (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر مکانیسم‌های راهبری شرکتی بر تأخیر گزارشگری مالی میان‌دوره‌ای: مطالعه مورد بورس اوراق بهادار پرداختند و نتایج این پژوهش حاکی از آن است که در دوره پژوهش مکانیسم‌های راهبری شرکتی بر تأخیر در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیری ندارند. تنها متغیری که بر دیرکرد گزارشگری این شرکت‌ها تأثیر داشته، متغیر کنترلی اندازه شرکت بوده که این اثر منفی است.

رازالی و آرشاد[1] (۲۰۱۴) به پژوهشی با عنوان افشاء ساختار حاکمیت شرکتی و احتمال گزارشگری متقلبانه پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که حاکمیت شرکتی قوی‌تر احتمال کاهش تقلب در صورت‌های مالی را کاهش می‌دهد، همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که با افزایش کارایی حاکمیت شرکتی میزان اعتبار صورت‌های مالی افزایش می‌یابد.

قدرتی و فیضی (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر میزان مدیریت سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج نهایی آزمون‌های آنها حاکی از عدم تأثیرگذاریِ نسبت سرمایه‌گذاران نهادی، نسبت مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره، وجود مدیرعامل شرکت به‌عنوان رئیس یا نایب‌رئیس هیئت‌مدیره و وجود حسابرسی داخلی بر میزان مدیریت سود، است.

ابراهیمی و دیگران (۱۳۹۶) در مقاله‌ای تحت عنوان تأثیر کیفیت حسابرسی و رعایت حقوق سهامداران بر احتمال گزارشگری متقلبانه، به این نتیجه رسید که با افزایش کیفیت حسابرسی احتمال تقلب و میزان مدیریت سود کاهش می‌یابد، همچنین نتایج پژوهش بیانگر رابطه منفی و معناداری بین رعایت حقوق سهامداران و احتمال گزارشگری متقلبانه است.

جیراساکولدش و دیگران[2] (۲۰۱۱) مطالعه‌ای در زمینه افشای مالی، حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و رفتار بازار سهام انجام دادند. نتایج نشان داد که تفاوت معناداری بین کشورهای با شفافیت زیاد یا کم وجود ندارد. بااین‌حال، به نظر می‌رسد کشورهای با افشای زیاد، در بازار سهام نوسان‌های کمتری دارند. همچنین بازده غیرعادی (مثبت یا منفی) در کشورهای با شفافیت کم محتمل‌تر است.

شفیع‌زاده و دیگران (۱۳۹۷) در مقاله‌ای تحت عنوان، نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران به این نتیجه رسیدند که در حوزه گزارشگری مالی و قابلیت اتکا، صورت‌های مالی و اثربخش بودن اطلاعات و در حوزه راهبری شرکتی، ترکیب سهامداران و رعایت مکانیسم‌های راهبری شرکتی به‌صورت محتوایی، از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران هستند. بنابراین، تقویت محتوای گزارش‌ها و نحوه افشای اطلاعات، تقویت قوانین و مقررات راهبری شرکتی، تقویت و ناگزیری در رعایت معاملات با اشخاص وابسته و بهبود مکانیسم‌های پاسخگویی به سرمایه‌گذاران موجب افزایش حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران می‌شود.

---

1. Razali & Arshad
2. Jirasakuldech et al

نجفی فراشاه و دیگران (۱۳۹۶) در مقاله‌ای تحت عنوان، طراحی قواعد مطلوبیت‌زا برای شفافیت شرکتی ناشران پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به این نتیجه رسیدند که استفاده از رویکرد تشویقی و مطلوبیت‌زایی در کنار رویکرد تنبیهی می‌تواند باعث پیشرفت کمی و کیفی شفافیت بازار سرمایه شود.

خلیلی عراقی و بهروزی زاد (۱۳۸۸) در مقاله‌ای به بررسی اثرات شفافیت اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و انجام آزمون‌های آماری نشان داد که شفافیت اطلاعات مالی، همبستگی مثبت معناداری با رفتار سرمایه‌گذار دارد و می‌توان با بهبود شفافیت اطلاعات مالی، موجب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به بورس شده و زمینه لازم برای افزایش سرمایه‌گذاری آنان در بورس را فراهم کرد.

قالمق و دیگران (۱۳۹۵) در مقاله‌ای به تأثیر سواد مالی بر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج تجزیه‌وتحلیل داده‌ها، حاکی از این است که بین میزان سواد مالی سرمایه‌گذاران و تورش‌های رفتاری آن‌ها رابطه معناداری در جهت مثبت وجود دارد.

اسلامی و کریم خانی (۱۳۹۵) در مقاله‌ای تحت عنوان، سواد مالی، زمینه‌های سیاسی اقتصادی پیدایش و جایگاه آن در اقتصاد بازار، به واشکافی و فهم ابعاد مختلف سواد مالی پرداختند و تلاش کردند زمینه‌های سیاسی و اقتصادی منجر به پیدایش این مفهوم تبیین شده و ارتباط آن را با سایر زمینه‌های نظری مانند نئولیبرالیسم، اقتصاد بازار، بازار کارا و غیره توضیح داده‌اند.

جمالی و دیگران (۱۳۹۴) در مقاله‌ای تحت عنوان بازشناسی اطلاعات نهانی و قلمروی آن در نظام حقوقی ایران بیان کردند که وجه افتراق اطلاعات نهانی مهم در افشا نشدن اطلاعات نهانی است و در خصوص تمایز با اطلاعات درونی می‌توان به دامنه‌ی اطلاعاتی اشاره کرد که اخبار کارساز بر قیمت و تصمیم سرمایه‌گذاران را دربر می‌گیرد. ازآنجایی‌که اثر شایعه‌ها بر قیمت و تصمیم سرمایه‌گذاران امری محتمل و سرچشمه اطلاعات نهانی علم است، این اطلاعات نهانی با شایعه‌ها و احتمال‌ها، دو مقوله‌ی جدا محسوب می‌شوند.

آنند[1] (۲۰۱۰) به بررسی مقررات اوراق بهادار در ریسک سیستماتیک پرداخت و نتایج بیانگر آن است که آشکارشدن کامل اطلاعات می‌تواند از ریسک سیستماتیک جلوگیری کند.

---

1. Anand

ادبیات و چارچوب نظری پژوهش

بعد از بحران مالی ۲۰۰۸ سطح نظارت و قوانین نظارتی در همه اقتصادها توسعه پیدا کرد، زیرا سیاست‌گذاران به این نتیجه رسیدند که یکی از علل بحران، کاهش همین نظارت‌ها و مقررات زدایی‌ها بوده است. به همین خاطر در کشورهای توسعه یافته افزایش نظارت‌ها، به‌عنوان یکی از خواسته‌های عمومی و سرمایه‌گذاران تبدیل شد و نهادهای ناظر به دنبال این هستند که سطح نظارت و کیفیت نظارت را توسعه بدهند. در بین کشورها، تعداد اندکی مانند کانادا، استرالیا و سنگاپور کمترین اثرات را از بحران مالی دیدند و بعد از آن، نهادهای بین‌المللی به این نتیجه رسیدند که سطح توسعه یافتگی اقتصاد به تنهایی به مقاوم شدن در مقابل بحران کمک نمی‌کند، بلکه کیفیت نظارت بر بازارهای مالی است که در این کشورها کارساز بوده است.

قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸ در راستای ایجاد و استقرار یک ساختار نظام‌مند، شفاف، منصفانه و کارا، وظایف و اختیاراتی را به سازمان بورس و اوراق بهادار واگذار کرده تا بر فعالان این بازار نظارت کرده و فعالیت‌های اشخاص تحت نظارت خویش را رصد و کنترل کند.

این اشخاص بیشتر شامل ناشران اوراق بهادار و نهادهای مالی می‌شود که در چارچوب سیاست پیشگیرانه، ضرورت دارد قبل از هرگونه اقدام حقوقی توسط سازمان، با آشنایی و تسلط کامل بر قوانین و مقررات حوزه فعالیت خویش مانع وقوع هرگونه تخلف از قوانین و مقررات شوند.

مطابق مقررات مربوط به آشکارشدن اطلاعات، کلیه ناشران ثبت‌شده نزد سازمان یا پذیرفته‌شده در بورس یا فرابورس ناگزیز به ارائه اطلاعات لازم به فعالان بازار سرمایه هستند، به‌نحوی‌که کلیه اشخاص جامعه، در وضعیتی یکسان نسبت به آگاهی از اطلاعات مربوط به ناشر اوراق بهادار یا معاملات و تصمیمات وی، قرار گیرند.

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار[1] در نشریه‌ای با عنوان «اهداف و اصول پایه‌ای تنظیم مقررات اوراق بهادار[2]» که در سال ۱۹۹۸ منتشر و در ۲۰۰۳ دوباره چاپ شد، بیان می‌کند که سه هدف عمده تدوین مقررات خوب بازار اوراق بهادار عبارت‌اند از: الف) حمایت از سرمایه‌گذار؛ ب) اطمینان بخشی به منصف، کارا و شفاف بودن بازارها؛ ج) کاهش ریسک سیستماتیک.

---

1. The International Organization of Securities Commissions (IOSCO)
2. Objectives and Principles of Securities Regulation

آیسکو در نشان دادن هدف اول بیان می‌کند که حمایت از سرمایه‌گذاران به این معناست که «سرمایه‌گذاران باید در مقابل هرگونه اقدام گمراه‌کننده، دست‌کاری بازار، تقلب و فریبکاری شامل معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی انجام معاملات قبل سفارش یا بدون سفارش مشتری و سوءاستفاده از دارایی‌های مشتریان، حمایت و محافظت شوند»، در این رابطه افشای کامل اطلاعات، مهم‌ترین عامل در کمک به تصمیم‌گیری بهتر و آگاهانه‌تر سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود و آنان را توانمند می‌سازد که با برآورد دقیق‌تری از ریسک و بازده بالقوه سرمایه‌گذاری، به نحو بهتری بتوانند از منافع خود حمایت کنند. همچنین رعایت دقیق استانداردهای حسابداری و حسابرسی به‌عنوان یکی از پایه‌های مهم افشای کامل اطلاعات پیشنهاد می‌شود. از موارد ضروری دیگر در این رابطه، پیش‌بینی و به‌کارگیری سیستم مناسب نظارت و بازرسی بازار و نهادهای آن و بالاخره رعایت کلیه قوانین و مقررات مرتبط با ارکان و معامله گران بازار و پیشگیری از قانون‌شکنی و قانون‌گریزی را می‌توان نام برد. به‌علاوه، در صورت رعایت نکردن قوانین، استانداردها و تعهدها از سوی هر شخص حقیقی یا حقوقی، باید به نحوی زیان وارده بر سرمایه‌گذاران ارزیابی و جبران شود و سرمایه‌گذاران در چنین مواردی باید به دادگاه یا مرجع بی‌طرف و سازوکار عادلانه دسترسی کامل و آسان داشته باشند (IOSCO,2009).

از طرف دیگر، هدف عمده اصل حمایت از سرمایه‌گذار که رسالت بزرگ قانون‌گذاران و وظیفه اصلی نهادهای ناظر بازارهای سرمایه به شمار می‌رود. حمایت از سرمایه‌گذاران در مقابل ریسک‌های سرمایه‌گذاری مربوط به بازار اوراق بهادار و اطمینان از جریان عملیات منظم، قاعده‌مند و اتکاپذیر در بازار اوراق بهادار است. به‌بیان‌دیگر، برنامه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران برای اطمینان بخشی به این موضوع به‌کاربرده می‌شوند که سرمایه‌گذاران از اصول عملیات و فرایند کسب‌وکار در بازارهای مالی و به همان اندازه از ریسک‌های مربوط به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، آگاهی کافی دارند. بنابراین، اطمینان از توانایی نهادهای سرمایه‌گذاری در انجام وظایف خود و انجام عملیات سازگار با اصول منظم و اتکاپذیر بازار اوراق بهادار، در چارچوب طرح حمایت از سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد (جعفری سرشت، ۱۳۸۸).

با توجه به پیشینه بررسی‌شده طراحی چارچوبی برای بررسی ارتباط بین متغیرهای پژوهش با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران اهمیت خاصی دارد. این متغیرها عبارت‌اند از:

افشا و شفافیت: افشا عبارت است از انتشار اطلاعات مهم و تأثیرگذار بر بازار. شفافیت را می‌توان سادگی و سهولت تحلیل معنادار فعالیت‌های شرکت و بنیادهای اقتصادی آن توسط فرد خارج از شرکت تعریف کرد. شفافیت، شاخص توان مدیریت در ارائه اطلاعات ضروری به شکل صحیح،

روشن، به‌موقع و در دسترس است، به‌خصوص اطلاعات حسابرسی شده که هم به شکل گزارش‌ها عمومی و هم از طریق انعکاس در رسانه‌های گروهی و سایر روش‌ها منتشر شده باشد. به عبارتی شفافیت منعکس‌کننده این مطلب است که آیا سرمایه‌گذاران تصویری واقعی ازآنچه به راستی در داخل شرکت روی می‌دهد دارند یا خیر؟ بنابراین افشا و شفافیت درهم‌تنیده هستند.

کیفیت حسابرسی: کیفیت حسابرسی، ارزیابی و استنباط بازار از احتمال توانایی حسابرس در کشف تحریف‌های بااهمیت در صورت‌های مالی و یا سیستم حسابداری صاحب‌کار و گزارش تحریف‌های بااهمیت کشف شده است.

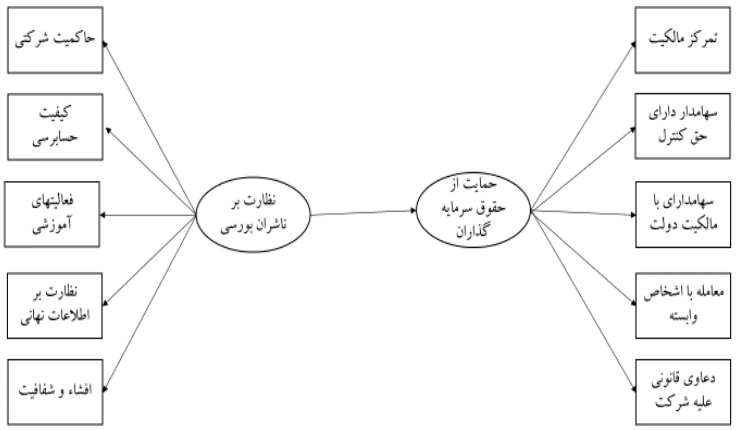
سواد مالی: توانایی یک فرد در استفاده از دانش و مهارتش برای مدیریت اثربخش منابع مالی خود به‌منظور امنیت مالی در طول عمر است. امروزه به‌صورت جهانی پذیرفته‌شده که سواد مالی یک جزء مهم در ثبات و توسعه مالی و اقتصادی است.

حاکمیت شرکتی: شامل مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سهامداران و ذی‌نفعان دیگر است. علاوه بر آن، ساختاری ارائه می‌کند که از طریق آن، اهداف شرکت، ابزار دستیابی به آن، اهداف و نظارت بر عملکرد شرکت تعیین می‌شود.

فعالیت‌های آموزشی: به‌موجب ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار، سازمان مکلف به گرفتن تدابیر لازم برای پیشگیری از وقوع تخلفات در بازار و گرفتن تدابیر ضروری و انجام اقدام های لازم به‌منظور حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار است. پس باید اقدام‌های آموزشی در جهت انجام این مهم صورت پذیرد. گروه‌های هدف این آموزش‌ها بسیار گسترده بوده و تمام فعالان بازار و مجریان قانون را شامل می‌شود. سرمایه‌گذارِ آموزش‌دیده کم‌تر گرفتار شایعات می‌شود و توسط اطلاعات نهانی گمراه نمی‌شود. همچنین فعالان بازار که چنانچه از عواقب اداری، مدنی و کیفری این گونه اعمال آگاه باشند، گرفتار آن‌ها نخواهند شد. پیچیدگی‌های مربوط به معاملات بازار و همچنین دعاوی مرتبط با جرائم آن نیز ضرورت دارد که قاضیان دادگاه‌ها و دادسراها آموزش‌های جامعی در این خصوص دریافت دارند تا شاهد صدور آراء متناسب از سوی آنان باشیم (www.Seo.ir).

نظارت بر اطلاعات نهانی: هرگونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که به‌طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار، بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد (مادهٔ ۱، بند ۳۲)(قانون بازار اوراق بهادار).

ازاین‌رو در مطالعه حاضر با بهره‌گیری از نظریات صاحب‌نظرانی مانند صفر زاده (۱۳۹۲) و شفیع‌زاده و دیگران (۱۳۹۷) الگوی مفهومی پژوهش به‌صورت زیر طراحی شده است.



نمودار ۱. الگوی مفهومی پژوهش

پرسش‌های پژوهش

پرسش اول: آیا افشاء و شفافیت شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

پرسش دوم: آیا فعالیت‌های آموزشی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

پرسش سوم: آیا نظارت بر اطلاعات نهانی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

پرسش چهارم: آیا سواد مالی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

پرسش پنجم: آیا حاکمیت شرکتی، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

پرسش ششم: آیا کیفیت حسابرسی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش برحسب هدف کاربردی و بر اساس شیوه‌ی گردآوری داده‌ها، توصیفی و از نوع پیمایشی است. جامعه آماری این پژوهش دربرگیرنده کلیه شرکت‌های ناشر در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش نمونه‌ای به حجم ۱۱۴ شرکت ناشر در بورس اوراق بهادار بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

- ✓ شرکت قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشد و نام آن تا پایان سال ۱۳۹۸ از فهرست شرکت‌های یادشده حذف نشده باشد.
- ✓ به‌منظور افزایش توان هم سنجی و همسان‌سازی شرایط شرکت‌های انتخاب، سال مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفندماه هر سال منتهی شود.
- ✓ شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای محاسبه متغیرهای اولیه صورت‌های مالی ناقص بوده‌اند از نمونه حذف‌شده‌اند.
- ✓ شرکت‌ها نباید توقف فعالیت داشته و دوره فعالیت خود را تغییر داده باشند.

جمع‌آوری اطلاعات موردنیاز از دو روش کتابخانه‌ای و میدانی انجام شد. از روش کتابخانه‌ای برای تدوین مبانی نظری و پیشینه پژوهش و از روش میدانی، با کمک ابزار پرسش‌نامه داده‌های اولیه مربوط به نمونه آماری گردآوری شد. برای سنجش مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورسی از پرسشنامه استفاده شده است که برای روایی سازه از الگوی معادلات ساختاری و برای سنجش روایی محتوایی ابزار از نظرات استادان و صاحب‌نظران آگاه به موضوع استفاده شده است. همچنین پایایی ابزار پرسش‌نامه با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ بدست آمد. ضرایب آلفای کرونباخ محاسبه شده برای متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه می‌شود.

جدول ۱. ضرایب آلفای کرونباخ محاسبه شده متغیرهای پژوهش

	میانگین مقیاس	واریانس مقیاس	همبستگی کل متغیرها	آلفای کرونباخ
حاکمیت شرکتی	۱۴/۷۳	۱۶/۲۶	۰/۶۲۲	**۰/۷۹۲**
کیفیت حسابرسی	۱۴/۴۸	۱۵/۴۰	۰/۶۵۵	**۰/٦۹۱**
افشاء و شفافیت	۱۴/۸۵	۱۵/۳۲	۰/۶۰۴	**۰/٦۹٦**
سواد مالی	۱۶/۳۵	۱۶/۳۹	۰/۵۰۰	**۰/۸۱۰**
نظارت بر اطلاعات نهانی	۱۵/۰۶	۱۵/۲۲	۰/۶۰۲	**۰/۷۰۲**
فعالیت‌های آموزشی	۱۵/۰۶	۱۴/۹۹	۰/۵۵۵	**۰/۷۱۱**

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس جدول ۱ ملاحظه می‌شود ضریب آلفای کرونباخ ۰/۷ خواهد بود که بیانگر پایایی بالای ابزار پرسش‌نامه است. همچنین به پیروی از پژوهش صفرزاده (۱۳۹۲)، برای اندازه‌گیری حمایت از سرمایه‌گذاران به هرکدام از ابعاد امتیاز صفر و یک (با توجه به تعریف عملیاتی انجام‌شده) اختصاص‌یافته و از جمع زدن این امتیازها نمره مربوط به هر شرکت در هر سال محاسبه می‌شود.

مؤلفه‌های مرتبط با حقوق سرمایه‌گذاران در ایران به شرح جدول ۲ است:

جدول ۲. مؤلفه‌های مرتبط با حمایت از سرمایه‌گذاران در ایران

نام مؤلفه	تعریف عملیاتی
تمرکز مالکیت	ابتدا میانگین درصد سهام شناور آزاد شرکت‌های نمونه در هر سال محاسبه می‌شود. درصورتی که درصد سهام شناور آزاد یک شرکت از میانگین بیشتر باشد، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک اختصاص می‌یابد.
وجود سرمایه‌گذاران دارای حق کنترل	در صورت عدم وجود سهامدار دارای حق رأی کنترل، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک اختصاص می‌یابد.
میزان سهامداری یا مالکیت دولت	ابتدا میانگین درصد مالکیت دولت در شرکت‌های نمونه برای هر سال محاسبه می‌شود. درصورتی که درصد مزبور برای یک شرکت از میانگین کمتر باشد، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت به آن شرکت عدد یک اختصاص می‌یابد.
معامله با اشخاص وابسته	ابتدا میانگین نسبت مبلغ معاملات بین شرکت و اشخاص وابسته به مبلغ فروش برای کلیه شرکت‌های نمونه در هر سال محاسبه می‌شود. درصورتی که این نسبت برای یک شرکت از عدد میانگین بیشتر باشد به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت به آن شرکت عدد یک اختصاص می‌یابد.
وجود دعاوی قانونی علیه شرکت	در صورت وجود دعاوی قانونی علیه شرکت در ۳ سال گذشته، به آن شرکت عدد صفر و در غیر این صورت به آن شرکت عدد یک اختصاص می‌یابد.

یافته‌های پژوهش

تحلیل توصیفی داده‌ها اولین گام در تحلیل آماری، تعیین مشخصات خلاصه‌شده داده‌ها و محاسبه شاخص‌های توصیفی است. هدف از این تحلیل، شناخت روابط درونی متغیرها و نشان دادن رفتار آزمودنی‌هاست تا مقدمات تحلیل آماری فراهم‌شده و خصوصیات توصیفی برای تحلیل بیشتر آشکار شود. جدول ۳ نشان‌دهنده اندازه شاخص‌های آمار توصیفی برحسب مؤلفه‌های حقوق سرمایه‌گذاران است. که بیشترین میانگین مربوط به وجود دعاوی قانونی علیه شرکت با ۰/۶۳ است.

جدول ۳. اندازه شاخص‌های آمار توصیفی برحسب مؤلفه‌های حقوق سرمایه‌گذاران

شاخص آمار توصیفی نام مؤلفه	میانگین	انحراف معیار
تمرکز مالکیت	۰/۵۲	۰/۵۰۲
وجود سهامدار دارای حق کنترل	۰/۵۷	۰/۴۹۷
میزان سهامداری با مالکیت دولت	۰/۴۴	۰/۴۹۸
معامله با اشخاص وابسته	۰/۶۱	۰/۴۸۹
وجود دعاوی قانونی علیه شرکت	۰/۶۳	۰/۴۸۵
شاخص کل حقوق سرمایه‌گذاران	۲/۷۷۱۹	۱/۴۳۹۲۴

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۴ نشان‌دهنده اندازه شاخص‌های آماری توصیفی برحسب مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورسی است که بیشترین میانگین مربوط به نظارت بر اطلاعات نهانی است.

جدول ٤. اندازه شاخص‌های آمار توصیفی برحسب مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورسی

شاخص آمار توصیفی نام مؤلفه	میانگین	انحراف معیار
سواد مالی	۲/۷۴۵۰	۰/۴۵۵۸۷
حاکمیت شرکتی	۳/۱۳۸۳	۰/۳۴۰۴۲
افشاء و شفافیت	۳/۰۷۸۳	۰/۶۶۱۶۰
کیفیت حسابرسی	۳/۰۵۰۰	۰/۶۵۳۵۶
نظارت بر اطلاعات نهانی	۳/۲۵۵۰	۰/۹۲۴۲۵
فعالیت‌های آموزشی	۳/۱۲۸۳	۰/۷۰۹۴۱

منبع: یافته‌های پژوهش

تحلیل یافته‌ها

پرسش اول: آیا افشاء و شفافیت شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

برای تعیین اثرگذاری متغیر افشاء و شفافیت شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از آزمون کای دو نوع استقلال استفاده شده است. نتایج به‌دست‌آمده از این آزمون در جدول ۵ ارائه می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون کای دو در مورد ارتباط بین افشاء و شفافیت شرکت‌های ناشر بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

متغیر	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
افشاء و شفافیت	۱۷/۴۸۳	۱	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

چنانچه جدول ۵ نشان می‌دهد، ازآنجاکه سطح معنی‌داری آزمون برای متغیر افشاء و شفافیت کم‌تر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که افشاء و شفافیت شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

پرسش دوم: آیا فعالیت‌های آموزشی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

برای تعیین اثرگذاری متغیر فعالیت‌های آموزشی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از آزمون کای دو نوع استقلال استفاده شده است. نتایج به‌دست‌آمده از این آزمون در جدول ۶ ارائه می‌شود.

جدول ٦. نتایج آزمون کای دو در مورد ارتباط بین فعالیت‌های آموزشی شرکت‌های ناشر بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

متغیر	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
فعالیت‌های آموزشی	۷/۷۵۷	۱	۰/۰۰۵

منبع: یافته‌های پژوهش

چنانچه جدول ۶ نشان می‌دهد، ازآنجاکه سطح معنی‌داری آزمون برای متغیر فعالیت‌های آموزشی کم‌تر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که فعالیت‌های آموزشی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

پرسش سوم: آیا نظارت بر اطلاعات نهانی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

برای تعیین اثرگذاری نظارت بر اطلاعات نهانی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از آزمون کای دو نوع استقلال استفاده شده است. نتایج به‌دست‌آمده از این آزمون در جدول ۷ ارائه می‌شود.

جدول ۷. نتایج آزمون کای دو در مورد ارتباط بین نظارت بر اطلاعات نهانی شرکت‌های ناشر بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

متغیر	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
نظارت بر اطلاعات نهانی	۱۶/۳۹۴	۱	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

چنانچه جدول ۷ نشان می‌دهد، ازآنجاکه سطح معنی‌داری آزمون برای متغیر نظارت بر اطلاعات نهانی کم‌تر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که نظارت بر اطلاعات نهانی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

پرسش چهارم: آیا سواد مالی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

برای تعیین اثرگذاری سواد مالی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از آزمون کای دو نوع استقلال استفاده شده است. نتایج به‌دست‌آمده از این آزمون در جدول ۸ ارائه می‌شود.

جدول ۸. نتایج آزمون کای دو در مورد ارتباط بین سواد مالی شرکت‌های ناشر بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

متغیر	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
سواد مالی	۲/۳۳۹	۱	۰/۱۲۶

منبع: یافته‌های پژوهش

چنانچه جدول ۸ نشان می‌دهد، ازآنجاکه سطح معنی‌داری آزمون برای متغیر سواد مالی بیشتر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که سواد مالی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر نمی‌گذارد.

پرسش پنجم: آیا حاکمیت شرکتی، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

برای تعیین اثرگذاری حاکمیت شرکتی، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از آزمون کای دو نوع استقلال استفاده شده است. نتایج به‌دست‌آمده از این آزمون در جدول ۹ ارائه می‌شود.

جدول ۹. نتایج آزمون کای دو در مورد ارتباط بین حاکمیت شرکتی بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

متغیر	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
حاکمیت شرکتی	۲۴/۰۴۸	۱	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

چنانچه جدول ۹ نشان می‌دهد، ازآنجاکه سطح معنی‌داری آزمون برای متغیر حاکمیت شرکتی کم‌تر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که حاکمیت شرکتی، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

پرسش ششم: آیا کیفیت حسابرسی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟

برای تعیین اثرگذاری کیفیت حسابرسی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از آزمون کای دو، نوع استقلال استفاده شده است. نتایج به‌دست‌آمده از این آزمون در جدول ۱۰ ارائه می‌شود.

جدول ۱۰. نتایج آزمون کای دو در مورد ارتباط بین کیفیت حسابرسی شرکت‌های ناشر بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران

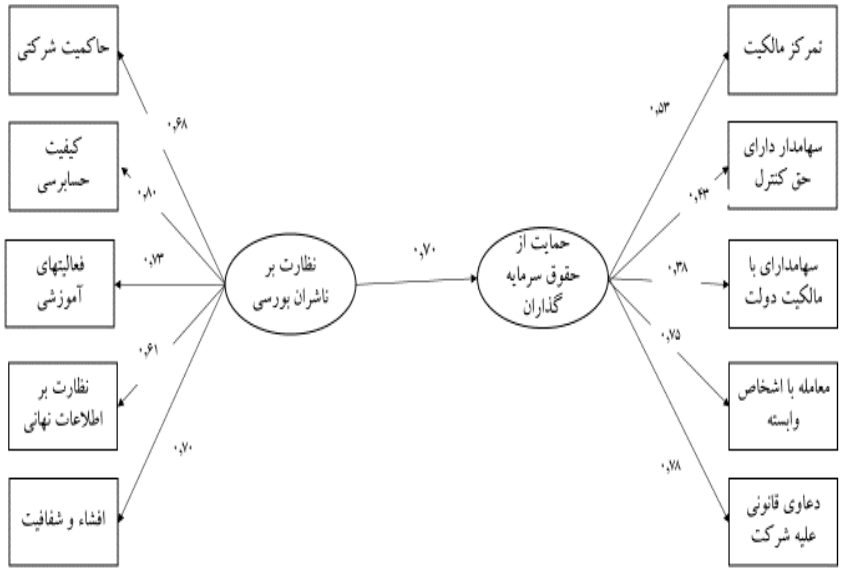
متغیر	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
کیفیت حسابرسی	۴/۹۶۳	۱	۰/۰۲۶

منبع: یافته‌های پژوهش

چنانچه جدول ۱۰ نشان می‌دهد، ازآنجاکه سطح معنی‌داری آزمون برای متغیر کیفیت حسابرسی کم‌تر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که کیفیت حسابرسی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

تدوین الگوی مفهومی نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار با رویکرد حمایت از سرمایه‌گذاران

برای تعیین ارتباط بین مؤلفه‌های نظارت بر ناشران بورسی بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و چگونگی تأثیر، از روش تحلیل مسیر با استفاده از نرم‌افزار AMOS بهره گرفته شده است. نتایج به‌دست‌آمده در نمودار ۲ نشان داده می‌شود.



نمودار ۲. خروجی نرم‌افزار AMOS ***جهت تعیین ارتباط متغیرهای پژوهش***

بر اساس الگو نظارت بر ناشران بورسی بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران در سطح ۰/۷۰ درصد تأثیر دارد. نظارت بر اطلاعات نهانی بیشترین تأثیر را (۰/۶۱ درصد)، نسبت به سایر عوامل، بر نظارت بر ناشران بورسی را دارد. همچنین تمرکز مالکیت (۰/۵۳ درصد) بیشترین تأثیر را بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران را دارد. درنهایت اینکه جدول ۱۱ و ۱۲ اعتبار الگو را نشان می‌دهند. ازآنجاکه مقدار الگوی تعریف‌شده بر اساس جدول شاخص برازش اصلاح‌شده(NFI) بالای ۰/۷۰ درصد و نزدیک به یک است و بر اساس جدول میانگین مجذورات خطای برآورد(RMSEA) نزدیک به صفر و از ۰/۱ به پایین است، ازاین‌رو اعتبار الگو تائید می‌شود.

جدول ۱۱. برازش مقایسه‌ای

نوع الگو	CFI	TLI Rho2	IFI Delta2	RFI Rho1	NFI Delta1
الگوی تعریف‌شده	۰٫۸۰۱	۰/۷۰۴	۰/۸۰۴	۰٫۸۲۰	۰/۷۳۲
الگوی ایستا	۱٫۰۰۰		۱٫۰۰۰		
الگوی وابسته	۰٫۰۰۰	۰٫۰۰۰	۰٫۰۰۰	۰٫۰۰۰	۰٫۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۱۲. میانگین مجذور خطاهای الگو

الگو	PCLOSE	HI90	LO90	RMSEA
الگوی تعریف‌شده	۰٫۱۱۵	۰٫۰۷۲	۰٫۰۴۲	۰٫۰٦۱
الگوی وابسته	۰٫۰۰۰	۰٫۱۳۵	۰٫۱۱۱	۰٫۱۲۳

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها

در این پژوهش نتایج نشان‌دهنده آن است که مؤلفه کیفیت حسابرسی رابطه معنی‌داری با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد که یافته‌های این پژوهش با مطالعات پرساکیس و اتریدیسا (۲۰۱۶) و حمیدیان و تقی زاده (۱۳۹۷) و ابراهیمی و دیگران (۱۳۹۶) که با افزایش کیفیت حسابرسی احتمال تقلب و میزان مدیریت سود کاهش می‌یابد و رابطه منفی و معناداری بین رعایت حقوق سهامداران و احتمال گزارشگری متقلبانه است، هم‌خوانی دارد. مؤلفه حاکمیت شرکتی نیز رابطه معنی‌داری با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد که با پژوهش‌های رازالی و آرشاد (۲۰۱۴) سازگار است. مؤلفه افشاء و شفافیت رابطه معنی‌داری با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد که با پژوهش‌های شفیع‌زاده و دیگران (۱۳۹۷) و جیراساکولدش و دیگران (۲۰۱۱) و همچنین با پژوهش‌های خلیلی عراقی و بهروزی زاد (۱۳۸۸) که به بررسی اثرات شفافیت اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و بیان کردند که بهبود شفافیت اطلاعات مالی، موجب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به بورس شده و زمینه لازم برای افزایش سرمایه‌گذاری آنان در بورس را فراهم کرد، هم‌خوانی دارد. مؤلفه نظارت بر اطلاعات نهانی رابطه معنی‌داری با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد که با یافته‌های جمالی و دیگران (۱۳۹۴) سازگار است.

همچنین از دیگر یافته‌های این پژوهش این است که مؤلفه فعالیت‌های آموزشی ناشران بورسی اوراق بهادار رابطه معنی‌داری با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دارد که با بررسی‌های انجام‌شده تاکنون پژوهشی در این زمینه از سوی پژوهشگران صورت نگرفته است، اما ازآنجاکه سطح معنی‌داری آزمون برای متغیر سواد مالی بیشتر از ۵ درصد است (۰,۱۲۶)، می‌توان گفت که سواد مالی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر نمی‌گذارد. پژوهش‌های قالمق و دیگران (۱۳۹۵) که بیان کردند، بین میزان سواد مالی سرمایه‌گذاران و تورش‌های رفتاری آن‌ها رابطه معناداری در جهت مثبت وجود دارد، هم‌خوانی ندارد.

از دیگر یافته‌های این پژوهش تدوین الگوی مفهومی نظارت بر ناشران بورسی اوراق بهادار بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران است که برای تعیین مؤلفه‌های حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از مطالعات صفر زاده (۱۳۹۲) استفاده شده است که ویژگی‌های موردمطالعه برای حقوق سهامداران در این پژوهش شامل: تمرکز مالکیت، وجود سهامدار دارای حق کنترل بر شرکت، سهامداری یا مالکیت دولت، معامله با اشخاص وابسته و وجود دعاوی قانونی علیه شرکت هستند و با یافته‌های اسعدی و ایمان طلب (۱۳۹۷)، دریائی و شهرابی (۱۳۹۷) و لاله ماژین و دیگران (۱۳۹۶) که معتقدند رابطه مستقیم و معنادار بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت است، هم‌خوانی دارد.

نخستین محدودیت این پژوهش، نبود مقالات ایرانی و خارجی و مطالعه‌ای که به‌صورت علمی ارتباط بین نظارت سازمان بورس اوراق بهادار بر نهادهای مالی را بررسی کنند، است. همچنین شیوع بیماری کووید ۱۹ در زمان جمع‌آوری اطلاعات حضوری و محدودیتی که در ارتباط حضوری با بعضی از ناشران بورسی ایجاد کرد.

پیشنهادهای پژوهش

سازمان بورس اوراق بهادار تهران، قوانین و مقرراتی را رواج دهد که تا حد امکان شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار در طول سال‌های متمادی به افشای شاخص‌های حمایت از سرمایه‌گذاران بپردازند.

ازآنجاکه سواد مالی شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار، بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران تأثیر نمی‌گذارد، بنابراین، سازمان بورس اوراق بهادار تهران نیز نسبت به میزان

آگاهی و دانش شرکت‌های ناشر از مفاهیم مالی، ارزیابی دقیق و درستی برداشت کند و در صورت نبود سطح کافی سواد مالی، برنامه‌های آموزشی لازم برای ارتقای سطح سواد مالی را طراحی و اجرا کند.

پیشنهاد به پژوهشگران آینده

-پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده همین عنوان در سایر نهادهای مالی بررسی شود.

- با توجه به اهمیت حاکمیت شرکتی، پیشنهاد می‌شود پژوهشی با عنوان «اثرات اجرایی شدن نظارت بر حاکمیت شرکتی، بر رفتار و میزان رضایت سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران» انجام شود.

-پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده به بررسی رابطه میزان کفایت نظارت بر ناشران بورسی و میزان رضایت سرمایه‌گذاران پرداخته شود.

-پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده تأثیر سواد مالی بر تورش‌های رفتاری در جامعه مدیران شرکت‌های ناشر بورس اوراق بهادار تهران بررسی شود.

درنهایت، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آینده به بررسی همین عنوان در دوره‌های مختلف ریاست جمهوری پرداخته شود تا بتوان اثرات سیاسی و اقتصادی را بر این روابط آشکار ساخت.

منابع

ابراهیمی، سید کاظم؛ بهرامی نسب، علی؛ باغیان، جواد (۱۳۹۶)، تأثیر کیفیت حسابرسی و رعایت حقوق سهامداران بر احتمال گزارشگری متقلبانه، دانش حسابرسی، سال هفدهم شماره ۶۹ زمستان ۹۶

اسعدی، عبدالرضا؛ ایمان طلب، هدی (۱۳۹۷)، رابطه سهام شناور آزاد با بازدهی، نقد شوندگی و ارزش شرکت‌ها، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره سی و هفتم، زمستان ۱۳۹۷

اسلامی بیدگلی، سعید؛ کریم خانی، میثم (۱۳۹۵) سواد مالی؛ زمینه‌های سیاسی -اقتصادی پیدایش و جایگاه آن در اقتصاد بازار، تحقیقات مالی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران صص ۲۷۴-۲۵۱

جعفری سرشت، داود (۱۳۸۸). حمایت از سرمایه‌گذاران اوراق بهادار. مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار

جمالی، جعفر؛ آقا میری، سمیه سادات؛ عابدینی سعدآباد، فرهاد؛ سلیمان دهکردی، الهام (۱۳۹۴) بازشناسی اطلاعات نهانی و قلمروی آن در نظام حقوقی ایران، دانشنامه حقوق و سیاست، شماره ۲۵ پاییز ۱۳۹۴

حمیدیان، محسن؛ تقی زاده، نفیسه (۱۳۹۷) کیفیت حسابرسی، حمایت از سرمایه‌گذاران و مدیریت سود در دوران بحران مالی، دانش حسابرسی، سال هجدهم، شماره ۷۱، تابستان ۹۷

خدامی پور، احمد؛ قدیری، محمد (۱۳۸۹). بررسی رابطه میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفتهای حسابداری دانشگاه شیراز، صص ۲۹-۱

خلیلی عراقی، مریم؛ بهروزی زاد، صمد (۱۳۸۸) بررسی اثرات شفافیت اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مطالعات مالی شماره اول بهار ۱۳۸۸

دریائی، عباسعلی؛ شهرابی، فاطمه (۱۳۹۷)، نقش تعدیل گر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، سال هفتم شماره ۱۲، بهار و تابستان ۱۳۹۷

سینایی، حسنعلی، سلگی، محمد و محمدی، کامران. (۱۳۹۰)، تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت باارزش شرکت، پژوهشهای حسابداری مالی، شماره ۴، ص ۸۷-۱۰۲

شفیع‌زاده، بهاره؛ حسینی، سید علی؛ رحمانی، علی؛ سلطانی، محمد (۱۳۹۷)، نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۴۲ تابستان ۹۷ سال یازدهم، صص ۷۴-۹۵

صفر زاده، محمد حسین (۱۳۹۲)، تأثیر رعایت حقوق سهامداران بر کیفیت سود پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۹،۱۳۹۲، صص ۱۴۷-۱۷۲

قالمق، کریم؛ یعقوب نژاد، احمد؛ فلاح شمس، میر فیض (۱۳۹۵)، تأثیر سواد مالی بر تورش های رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت مالی شماره ۱۶- زمستان ۱۳۹۵ صص ۷۵-۹۴

قدرتی، حسن؛ فیضی، سعید (۱۳۹۴)، به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر میزان مدیریت سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، سال چهاردهم شماره ۵۸ بهار ۹۴

کاشانی پور، محمد؛ راعی عزآبادی، محمد ابراهیم؛ ارشادی، محمود (۱۳۹۶)، تأثیر مکانیسم‌های راهبری شرکتی بر تأخیر گزارشگری مالی میان‌دوره‌ای: مطالعه مورد بورس اوراق بهادار، فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی، سال پنجم شماره ۱۷ بهار ۱۳۹۶ صص ۱۹۴-۱۶۹

کرمی، احمد و همت فر، محمود. (۱۳۹۴)، «بررسی ارتباط بین سهام شناور آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دومین کنفرانس بین المللی پژوهشهای نوین در مدیریت، اقتصاد و علوم انسانی، دبی.

لاله ماژین، مریم؛ زلقی، حسن؛ بیات، مرتضی؛ سبحانی، علی (۱۳۹۶)، تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال نهم، شماره ۳۶، زمستان ۱۳۹۶ صفحه ۱۵۱-۱۷۰

لطفی، علی؛ کاشانی پور، محمد؛ عبده تبریزی، حسین؛ سوادکوهی فر، سام (۱۳۹۹)، به بررسی چارچوب مقرراتی و چگونگی پیاده‌سازی اصل «رفتار عادلانه و منصفانه با صاحبان سهام از سوی ناشران» در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی،۱۳۹۹، دوره ۲۲، شماره ۱، صص ۴۴-۶۸

نجفی فراشاه، سید علی محمد؛ آذرفر، امیر؛ حسن زاده سروستانی، حسین (۱۳۹۶)، طراحی قواعد مطلوبیت زا برای شفافیت شرکتی ناشران پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت مالی شماره ۲۰ زمستان ۱۳۹۶ صص ۹۵-۷۱

Anita I. Anand (2010), IS SYSTEMIC RISK RELEVANT TO SECURITIES REGULATION? University of Chicago working paper, 2010

Fernandese N, (2007), "EC: Board compensation and firm performance: The role of independent" board members"Journal of multinational financial anagement

Fernandes, D. Lynch J.G (2013), the Efect of Financial Literacy and Financial Education on Downstream Financial Behaviors. Available at: www.nefe.org

Jirasakuldech, B. Dudney, D. M. Zorn, T. S. & Geppert J. M. (2011). Financial Disclosure, Investor Protection and Stock Market Behavior: An International Compariso. Review of Quantitative Finance & Accounting, 37(2): 181-205.

IOSCO. (2009). Principles on point of sale disclosure. International Organization of Securities Commissions. Madrid: IOSCO

-LaPorta, R. Lopez, F. Shleifer, A. & Vishny, R.W. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. Journal of Financial Economics, 58(1), 3-27.

López de Silanes, Florencio, Simeon Djankov, Rafael La Porta, and Andrei Shleifer (2003), "Courts. Quarterly Journal of Economics, no. 118 (2), pp. 453-517.

López de Silanes, Florencio, Simon Johnson, Rafael La Porta, and Andrei Shleifer (2000), "Tunneling. American Economic Review Papers and Proceedings, No. 90 (2), pp. 22-27.

Leuz, Christian, and Felix Oberholzer-Gee, (2006), "Political Relationships, Global Financing, andCorporate Transparency: Evidence from Indonesia", Journal of Financial Economics 81(2), PP. 411–39.

Leuz, C. Nanda, D. & Wysocki, P. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. Journal of Financial Economics, 69, 505-527.

Pergola, T. (2006). Management Entrenchment, Corporate Governance, and Earnings Quality. Unpublished PhD Dissertation, Nova Southwestern University, School of Business and Entrepreneurship.

Pergola, T. Joseph, G. and Jenzarli, A. (2009). Effects of Corporate Governance and Board Equity Ownership on Earnings Quality, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Vol. 13 (4), pp. 87-114.

Persakis, A, Iatridisa, G. 2016. "Audit quality, investor protection and earnings managementduring the financial crisis of 2008: An international perspective". Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, PP 73–101.

Razali, W.A. A. W. and Arshad, R. (2014). Disclosure of corporate governance structure and the likelihood of fraudulent financial reporting, Procedia - Social and Behavioral Sciences 145 (2014) 243 – 253

Shleifer, Andrei, and Robert W Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control. The Journal of Political Economy, pp. 461-488.

COPYRIGHTS

This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

Table Content

Effect Social Dominance, Machiavellianism and Emotional Manipulation on Earnings Overstatement: A test of Upper Echelons Theory **1**
Hassan Sadeghpour, Bahman Banimahd, Mehdi Moradzadeh Fard, Bahram Hemati

Feasibility Study of the Right to Sell Goods on the Iran Commodity Exchange with a Comparative Study of the Iranian Law System and the Convention on International Trade in Goods (1980) **21**
Mehdi Haji Gholam Saryazdi, mahdi nazmi ardakani, Ali Akbar Jafari Nadoushan

Integrated Report on the Components of Corporate Evaluation **41**
Hassan Abolfatti, Norouz Nourollahzadeh, Seyedeh Mahboubeh Jafari, Negar Khosravi Pour

The effect of Enterprise Risk Management Factors on Financial Reporting Quality with the Interactive Role of Corporate Governance **75**
Abolfazl Babajani, Saeid Jabbarzadeh Kangharloei, Jamal Bahri Sales, Asgar Pak Maram

Comparison of explanatory power of linear and nonlinear models predicts expected stock returns **111**
Abbas Adham, Mohammad Marfou, Mohammad Hasan Ebrahimi Sarv Oliya

The analysis of the arbitration board of Stock Exchange in the light of the principles of fair trial **141**
Ayat mulaee, Alireza Alimohamadian

Application of Multi-Period Low Partial Moment Approach to Investment Portfolio Optimization and Impact of Different Moments on Portfolio Performance **167**
Seyed Reza Miraskari, Hamid Hosseini Nesaz

New Capital Market in the Light of Sixth Development Plan Law (Functionality of blockchain technology in the capital market) **197**
Mahdi Madadi, Ghasem Shafiee

Auditor's Features and Opinion Shopping **225**
Kabir Saber Mobasser, Mohammadreza Vatanparast, Keyhan Azadi, Mehdi Meshki Miavaghi

The Survey Study on Disclosure of Financial Data of Corporations and Economic Entities **245**
Laleh Shabazi, Ahmad markaz malmiri, Erfan Shams, Abdolreza Barzegar

Institutional Investors' Horizons and Managerial Myopia **269**
Hasan Valiyan, Mehdi Safari Gerayli, Yasser Rezaei Pitenoei

Threshold Effect of CEO Power on Audit Report Lag **297**
Ali Tamoradi, Ebrahim Abbasi, Reza Rostaminia

Assessing the Role of Investor's Protection Criterion and Improvement of Financial Reporting Quality on Reduction the Cost of Equity Capital **321**
Mohammad Hassani, Maryam Jabarvand Behrouz

Developing a Conceptual Model to Supervise Stock Exchange Issuers: Adopting a Supportive Approach to Investors **347**
Faranak Mafakherinia, Jafar Jamali, Ali saeidi