

تبیین نقش افق‌های سرمایه‌گذاری بر مجموعه تصمیمات شرکتی از منظر حاکمیت شرکتی (کنترل‌های داخلی و افشاء)

مجید کلانتری

دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نور، مازندران، ایران
mkalantari56@yahoo.com

جواد رمضانی

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قائمشهر، مازندران، ایران (نویسنده مسئول)
javad.ramezani58@gmail.com

مهدی خلیل‌پور

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نور، مازندران، ایران
khalilpourmehdi@gmail.com

یحیی کامیابی

دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه مازندران، مازندران، ایران
y.kamyabi@umz.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۸/۱۱/۰۶ تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۱/۱۳

چکیده

به بررسی توان تبیین نقش افق‌های سرمایه‌گذاری بر مجموعه تصمیمات شرکتی از منظر حاکمیت شرکتی، خطر ورشکستگی و خطاهای مدیریتی پرداختیم. ورشکستگی شرکت می‌تواند تأثیری منفی هم بر خود شرکت و هم بر اقتصاد داشته باشد. این پژوهش براساس اطلاعات منتشر شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ با نمونه انتخابی شامل ۹۹ شرکت انتخاب شده است. آزمون فرضیات با بهره‌گیری از مدل رگرسیون خطی چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی، اجرا شده است. فرضیه‌های پژوهش براساس داده‌های تلفیقی/ ترکیبی و رویکرد حداقل مجزورات جزئی آزمون فرضیات انجام شده است. نتایج پژوهش حاکی از آنست که، در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر ویژگیهای حاکمیت شرکتی است. در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر بکارگیری استراتژیهای تدافعی ورشکستگی است. در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر کاهش رفتارهای سوء مدیریتی است. در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات سرمایه‌گذاری است.

واژه‌های کلیدی: افق‌های سرمایه‌گذاری، تصمیمات شرکتی، حاکمیت شرکتی، خطر ورشکستگی، خطاهای مدیریتی.

۱- مقدمه

مدیریت سود فزاینده درآمد توسط مدیران می‌شوند. محققان 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 بلند مدت شرکت به جای اهداف کوتاه مدت سودآوری باشد (مرادی و همکاران، ۱۳۹۶).

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

امروزه کاربرد مباحث مدیریت مالی جایگاه ویژه‌ای را در ارتقای کارایی سازمان‌ها به خود اختصاص داده است. لذا اتخاذ تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری به عنوان دو وظیفه اصلی مدیران مالی، جایگاه خاصی را در ارتقای سازمان‌ها می‌باشد. در اکثر شرکت‌ها هدف اصلی از اقدامات حسابداری مدیریت، کنترل بخش‌های حیاتی و کنترل عملکرد شرکت و همچنین امید به پیشرفت عملکرد شرکت‌ها می‌باشد. یکی از بخش‌های اصلی که نیاز به کنترل و مدیریت صحیح دارد، بخش دارایی‌ها و بدهی‌های جاری می‌باشد. در این راستا، تصمیمات مالی شرکت‌ها به عنوان بخشی از حیطه مباحث مدیریت مالی دارای اهمیت ویژه‌ای است (سولابومی، ۲۰۱۳). نظارت از سوی افراد نامطلع در بازار می‌تواند مدیران را به سمت اتخاذ تصمیمات عجولانه در سرمایه‌گذاری سوق دهد. در واقع بیشتر مدیران معتقدند که آنها مایلند ارزش سهامدار قدیمی را برای سود کوتاه مدت خود قربانی می‌کنند. با این فرض، نگرانی وجود دارد مبنی بر اینکه مالکیت نهادی طی ۳ دهه اخیر بشدت رشد پیدا کرده است. درحالیکه دوره‌های نگهداری، حدود ۲ سال برای میانگین شرکت کاهش یافته است.

مکانیزم‌های متعدد برای تقابل با کوتاه‌مدتی مدیریتی پیشنهاد شده‌اند. در بین مهمترین این موارد، نظارت از سوی سرمایه‌گذاران دارای افق‌های سرمایه‌گذاری بلند مدت است. اینگونه سرمایه‌گذاران با بسط هزینه‌ها و سودهای مالکیت طی یک دوره زمانی طولانی مدت، در نظارت موثر مدیران از مزیت رقابتی بهره می‌برند. صرف نظر از نیروهای خاصی که ساختار مالکیت شرکتی را هدایت می‌کنند، سرمایه‌گذاران بلند مدت، عوامل مهم راهبری شرکتی تلقی می‌شوند. البته همانطور که Demsetz (۱۹۸۳) مدعی است، ممکن نیست اگر مدیران و سرمایه‌گذاران، افزایش دهندگان ارزش باشند، ساختار مالکیت شرکت نیز با فرض خاص بودن شرایط شرکت، بهینه باشد، بنابراین نباید بین افق‌های سرمایه‌گذار و پیامدهای شرکتی، ارتباط مشهودی وجود داشته باشد.

در تئوری مالی کلاسیک فرض بر این است که سرمایه‌گذاران عقلایی هستند. همچنین طبق فرضیه بازار کارا، قیمت سهام منعکس‌کننده تمامی اطلاعات شرکت است. با طرح ادبیات مالی رفتاری، فرض عقلانیت سرمایه‌گذاران و اعتقاد به کارایی بازار سهام مورد انتقاد صاحب نظران قرار گرفته است. منتقدان بیان می‌کنند، علاوه بر عوامل بنیادی، شرایط رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران نیز باید مد نظر قرار گیرد (کرونلی و همکاران^۱، ۲۰۰۶ ستایش و شمس الدینی، ۱۳۸۹). سرمایه‌گذاران کاملاً عقلانی و منطقی نیستند و با لحاظ احساسات در فرآیند تصمیم‌گیری، تصمیمات نادرستی اتخاذ می‌نمایند. تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران باعث انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی شده و منجر به قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌گردد. قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها، تصمیمات تأمین مالی و به تبع آن تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر خود قرار داده (چن^۲، ۲۰۱۲) و موجب انحراف تصمیمات ارکان راهبری شرکت از تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود. چنین انحرافی، کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت را در پی نخواهد داشت. بر اساس مبانی نظری پژوهش^۱ که در ادامه مطرح می‌گردد، تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر نامطلوبی (منفی) بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. از طرفی دیگر، سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه و ناکارا، ریشه در نظریه نمایندگی، نظریه اقتصاد اطلاعات، مسائلی چون هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد. بر اساس نظریه نمایندگی فلسفه وجودی انواع مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، کاهش مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش تضاد منافع احتمالی بین مالکان، اعتباردهندگان و مدیریت است (روکا و همکاران^۱ ۲۰۰۶).

از نقطه نظر سرمایه‌گذاری، می‌توان سرمایه‌گذاران عمده را به دو گروه با افق دید کوتاه مدت و بلند مدت تقسیم کرد. سهامداران نهادی کوتاه مدت، سرمایه‌گذاران موقتی هستند که بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلند مدت (پورتر^۲، ۱۹۹۸). ارزیابی عملکرد و رتبه بندی عملکرد این سهامداران، انگیزه‌هایی را در آنان برای اتخاذ افق کوتاه مدت ایجاد می‌کند. 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. در مقابل سهامداران دارای افق بلند مدت سرمایه‌گذاری هستند و به ارزش ذاتی سهام در مقابل عایدات جاری توجه دارند و به همین دلیل مانع اجرای

سرمایه‌گذاران بلند مدت مانند دیگر انواع سرمایه‌گذاران می‌توانند از طریق «خروج» و «صدا» نظارت داشته باشند، و آنها هر دو رویکرد را اغلب بصورت مکمل یکدیگر، مد نظر قرار می‌دهند. در مورد خروج، سرمایه‌گذاران بلند مدت از تهدید فروش سهام خود، در کنار اطلاعات مربوط به فعالیت های شرکت بمنظور اثرگذاری بر روی تصمیمات مدیریتی استفاده می‌کنند. در مورد صدا، سرمایه‌گذاران بلند مدت در مورد فعالیت های مشابه که معمولاً خصوصی و به ندرت عمومی هستند، بطور مستقیم با مدیران ارتباط برقرار می‌کنند تا تصمیمات مدیریتی را تحت تأثیر قرار دهند. این امر تغییرات گسترده سیاست نظیر دارایی های در حال فروش یا پول پرداختی، یا تغییرات جابجایی نظیر پذیرش پروژه های ریسکی تر یا حسابداری محافظه کارانه تر برای این پروژه ها را در بر می‌گیرد. ما در ادامه بدقت در مورد حضور سرمایه‌گذاران بلند مدت در کنار مدیران شرکت بحث خواهیم کرد. از آنجاییکه سرمایه‌گذاران بلند مدت می‌توانند بسیاری از تصمیمات شرکتی را تحت تأثیر قرار دهند، ما دامنه گسترده ای از پیامدهای شرکت را بمنظور ارائه ترکیبی از پیامدهای سرمایه‌گذاران بلند مدت، بررسی می‌کنیم.

مطابق با این نظریه، اگر سرمایه‌گذاران بلند مدت از اثر پرمفعت بر مدیران استفاده کنند، ما باید در راهبری شرکتی شاهد ارتقاء باشیم. ما همچنین باید کاهش در پیامدهای سوء رفتار مدیریتی را مشاهده کنیم (نظیر کلاهبرداری مالی). با این حال، با در نظر گرفتن تصمیمات سرمایه‌گذاری، پیش بینی های نظریه تاحدی نامفهوم است. با توجه به موارد مطرحه بررسی این موضوع حایز اهمیت می‌باشد.

هارفورد و همکاران، ۲۰۱۸ در تحقیقی با عنوان آیا سرمایه‌گذاران بلند مدت تصمیم‌گیری های سازمانی را بهبود می‌بخشند؟ و تأثیر افق های سرمایه‌گذار بر مجموعه ای جامع از تصمیمات شرکت ها را مطالعه کردند، ما استدلال می‌کند که نظارت توسط سرمایه‌گذاران بلند مدت باعث تصمیم‌گیری می‌شود که به حداکثر می‌رسد ارزش سهامدار متوجه شدند که سرمایه‌گذاران بلند مدت حکومتداری را تقویت می‌کنند سوء رفتار مدیریتی مانند مدیریت درآمد و تقلب مالی. آنها دلسرد می‌شوند طیف وسیعی از فعالیت های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی، اما پرداخت ها را تشویق می‌کنند. نوآوری افزایش می‌یابد، در کمیت و کیفیت سهامداران از طریق سودآوری بالاتری که بازار سهام دارد سود می‌برنده طور کامل پیش بینی نشده و خطر کمتر است.

اکسینگاو و همکاران، ۲۰۱۸ در تحقیقی با عنوان، آیا افشای اجباری ضعف کنترل داخلی بر روی تصمیمات مالی شرکت

اثرگذار است؟ تأثیر ضعف کنترل داخلی بر روی انتخاب های مالی شرکت ها و نحوه تغییر رفتار مالی پس از افشای اجباری ضعف کنترل داخلی از سوی شرکت ها را بررسی کردند و دریافتند که پیش از افشاگری، شرکت های افشای اجباری ضعف کنترل داخلی مایلند سرمایه‌گذاری خارجی را نسبت به شرکت های غیر افشای اجباری ضعف کنترل داخلی دنبال کرده و بیشتر مایلند در تضاد با بدهی، از طریق فروش سهام سرمایه‌گذاری کنند. با این حال پس از افشای اجباری، شرکت های افشای اجباری ضعف کنترل داخلی اولویت های مالی مشابهی را نشان می‌دهند. ما حین جستجوی انگیزه های تأمین سرمایه از طریق فروش سهام دریافتیم که شرکت های افشای اجباری ضعف کنترل داخلی نسبت به شرکت های دیگر در استفاده از رویه های فروش سهام برای تأمین وجه سرمایه، مستعدتر هستند و این گرایش پس از افشاگری، از بین می‌رود. شواهد کلی نشان می‌دهند که افشای افشای اجباری ضعف کنترل داخلی محیط اطلاعات و انگیزه های مدیریتی را که بر روی تصمیمات مالی شرکت اثر معنادار داشته، تغییر می‌دهد.

محمودی و همکاران، ۱۳۹۷ در تحقیقی با عنوان بررسی و مقایسه فرصت های سرمایه‌گذاری در بازه های زمانی کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت در ایران سرمایه‌گذاران با دیدگاه های زمانی متفاوتی در بازارهای گوناگون اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. هدف سرمایه‌گذاران، یافتن بهترین فرصت سرمایه‌گذاری میان انواع بازارها است. این تحقیق به بررسی انواع بازارهای موجود برای سرمایه‌گذاری در ایران طی دوره های زمانی متفاوت می‌پردازد. پس از آن، میانگین بازده این بازارها، عملکرد آنها و در نهایت همبستگی بین این بازارها را در بازه های زمانی کوتاه مدت (سه ماهه)، میان مدت (یک ساله) و بلندمدت (پنج ساله) مورد بررسی قرار می‌دهد. جامعه تحقیق حاضر شامل اوراق بهادار، زمین و مسکن، سکه طلا، ارز (دلار آمریکا) و اوراق مشارکت بوده و دوره انجام تحقیق نیز بین سالهای (۱۳۹۶-۱۳۷۱) است. نتایج تحقیق حاضر نشان دهنده تفاوت بسیار اندک میانگین بازده بازارهای متفاوت در دوره های زمانی کوتاه مدت و میان مدت و عملکرد بهتر اوراق مشارکت با توجه به ریسک بسیار پایین آن طی این دوره ها می‌باشد، اما در بازه زمانی بلندمدت هم از لحاظ میانگین بازدهی و هم از لحاظ عملکرد هیجی بازارها به خوبی بازار زمین و مسکن عمل نموده اند. کمترین میانگین بازده و بدترین عملکرد نیز در تمام دوره ها مربوط به دلار بوده است.

ایرجی راد، ۱۳۹۶ در تحقیقی با عنوان، بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر تصمیمات مالی شرکتها

بیان کردند، ترکیب سهامداری یا ساختار مالکیت از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به شمار میرود که انگیزه مدیران را تحت تأثیر قرار میدهد و بدین ترتیب میتواند در کارایی هر شرکتی تأثیر قابل توجهی داشته باشد. ازسویی دیگر، از منظر مباحث مالی، ساختار سرمایه یکی از مهمترین موضوعاتی است که در دو دهه اخیر به آن پرداخته شده است و درجه بندی شرکتها تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنها وابسته است. از سویی دیگر، تصمیم گیری، انتخاب بهترین و منطقی ترین گزینه از تمام کلیه گزینه های ممکن است. مناسب ترین تصمیم این است که مبتنی بر معیارهای مطلوب مربوطه باشد حد اکثر کردن ارزش شرکت، مستلزم به کارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازده و ریسک متناسب است. اساسی ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت و حد اکثر کردن ارزش شرکت است. از این رو یکی از مقولات مهم در راستای این امر، آگاهی از تأثیر و اهمیت ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر تصمیم های مالی است، تا با استفاده از آن بتوان استراتژیهای لازم را در تصمیم گیری های مالی تدوین کرد. روش تحقیق، آزمون همبستگی و رگرسیون چند متغیره بوده و حجم نمونه 131 شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران است. با تحلیل یافته های تحقیق، وجود رابطه مثبت و معنادار بین استقلال هیات مدیره و تصمیمات مالی و ارتباط معکوس و معنادار بین دوگانگی هیات مدیره و تصمیمات مالی، مشاهده شد، ولیکن بین سایر اجزاء ساختار مالکیت با تصمیمات مالی شرکتها ارتباط معناداری یافت نشد. همچنین، وجود ارتباط معنادار بین ساختار سرمایه و تصمیمات مالی شرکتها یافت نشد.

۳- فرضیه های پژوهش

براساس مبانی تئوریک و پیشینه تحقیق، فرضیه های آزمون پذیر پژوهش حاضر به صورت ذیل مطرح می شود:

- (۱) در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر ویژگیهای حاکمیت شرکتی (کنترل داخلی و افشاء) است.
- (۲) در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر بکارگیری استراتژیهای تدافعی ورشکستگی است.
- (۳) در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر کاهش رفتارهای سوء مدیریتی است.

- (۴) در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات سرمایه گذاری است.
- (۵) در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات تامین مالی است.
- (۶) در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات پرداخت سود سهام است.
- (۷) در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از متغیرهای سودآوری است.
- (۸) در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر متغیرهای نوسانات است.
- (۹) در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر متغیرهای ورشکستگی و درماندگی مالی است.

۴- روش شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در بازه ده ساله ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ عضو فعال بوده اند و از آن خارج نشده اند، تشکیل شده است. این نمونه ها شامل شرکت های سرمایه گذاری نمی باشند و به منظور حفظ قابلیت مقایسه شرکتهایی که سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشند انتخاب شده اند. همچنین اقدام به حذف برخی شرکتها به دلیل وقفه معاملاتی بیش از یک ماه شده است، زیرا با توجه به استفاده از مدل رگرسیون چارکی و حساسیت برآورد این نوع مدل به تعداد مشاهدات در هر چارک بازدهی سهام، به کارگیری وقفه کمتر از یک ماه منجر به از دست دادن مشاهدات برای شرکتها شده و ممکن است برآوردها را تحت تأثیر قرار دهد. علاوه بر این با در نظر گرفتن وقفه یک ماه، سهام شرکت هایی که به دلیل برگزاری مجامع عمومی عادی و فوق العاده قابل معامله در بازار نبوده اند، در نمونه وارد می شود. بر این اساس این شرایط، از میان کلیه شرکت های فعال در بازار سهام تهران، تعداد ۹۹ شرکت، در بازه زمانی پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. با توجه به اهداف مطروحه، این پژوهش از نوع تحقیقات کاربردی پس رویدادی در حوزه پژوهش های توصیفی و

بیشتر گردش سرمایه‌گذار معرف تمرکز بر دید کوتاه مدت سهامدار مذکور است.

متغیرهای مالکیت نهادی به چند دسته قابل تفکیک هستند که طبق مقاله بیس شامل مالکیت سهامداران بلند مدت (سهامداران نهادی با گردش پورتنوی سه ساله)، مالکیت سهام چرخشی بلند مدت؛ مالکیت سهام غیر چرخشی بلند مدت، مالکیت نهادی، مالکیت بلوکاران.... در ایران چون انگیزه‌های مالکیت سهامداران نهادی مشخص نیست. انجام یک مرحله تحقیق کیفی برای شناسایی انگیزه‌های مالکین نهادی در این مرحله از تحقیق ضروری است تا این متغیر با توجه به افق‌های سرمایه‌گذاری مختص شرکت‌های بورس تهران اندازه‌گیری شود. برای اینکار از مصاحبه و روش کدگذاری استفاده می‌شود.

رفتارهای کوتاه بینانه مدیریتی

شاخص کوتاه بینی مدیریت Myopic: انتظار می‌رود زمانی که شرکت‌ها به موفقیت مالی چشمگیری دست می‌یابند، فرصت و منابع لازم برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بلندمدت آینده را به دست آورند. بنابراین شرکت‌هایی که به طور همزمان بازدهی بیش از حد مورد انتظار و هزینه‌بازاریابی و تحقیق و توسعه‌ای کمتر از حد طبیعی را گزارش می‌کنند، به احتمال زیاد مشمول ویژگی مدیریت کوتاه بینانه (دارای مدیران کوتاه بین) خواهند بود. برای شناسایی و تعیین شرکت‌های کوتاه بین، ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینه‌بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه را برای هر شرکت در هر دوره زمانی برآورد کرد. در این راستا، به پیروی از اندرسون و سیائو (۱۹۸۲) از روابط ۱ تا ۳ استفاده شده است:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$$Mktg_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mktg_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$$R\&D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

در این روابط؛ ROA ، $Mktg$ و $R\&D$ به ترتیب بازده داراییها، هزینه‌بازاریابی به کل فروش و هزینه تحقیق و توسعه به کل فروش است. یادآوری می‌شود که هزینه‌بازاریابی و مخارج تحقیق و توسعه از یادداشتهای توضیحی افشاشده شرکت‌ها استخراج می‌شود. پس از محاسبه مقادیر برآوردی بازده داراییها، هزینه‌بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه با استفاده از مدل‌های فوق، مقادیر پیشبینی شده حاصل از مدل با مقادیر واقعی مقایسه شدند، سپس با توجه به خطای پیشبینی این سه مدل، شرکت‌ها در چهار گروه اصلی به شرح مندرج در جدول زیر قرار می‌گیرند.

پیمایشی حسابداری است که با بهره‌گیری از مدل رگرسیون خطی چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی، اجرا شده است. فرضیه‌های پژوهش براساس داده‌های تلفیقی/ ترکیبی و رویکرد حداقل مجزورات جزئی آزمون فرضیات و با استفاده از نسخه ۹ نرم افزار Eviews و نسخه ۲ نرم افزار Smart PLS صورت پذیرفته است.

۵- مدل پژوهش و متغیرهای آن

متغیرهایی که در این فصل جهت بررسی فرضیه‌های تحقیق مورد استفاده قرار می‌گیرند عبارت‌اند از:

جدول ۱: متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	متغیر	نماد
وابسته	رفتار کوتاه بینانه مدیران	Short sighted
	حاکمیت شرکتی (کنترل داخلی و افشاء)	Corporate governance
	ورشکستگی	Bankruptcy
	رفتارهای سوء مدیریتی	Maladaptive behavior
	تصمیمات سرمایه‌گذاری	Investment decisions
	تصمیمات تامین مالی	Financing decisions
	نوسانات	Market fluctuations
مستقل	افق سرمایه‌گذاری	Investment horizon
مداخله گر	اندازه شرکت	size
	اهرم مالی	LEV
	فرضت‌های سرمایه‌گذاری	Q.TOBIN

متغیر مستقل

افق‌های سرمایه‌گذاری (بلند مدت - کوتاه مدت)

از آنجا که افق سرمایه‌گذاری برای هر سرمایه‌گذار مستقیماً قابل مشاهده نیست، افق‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از رفتار مبادلاتی سرمایه‌گذاران قابل اندازه‌گیری است. بر این اساس سرمایه‌گذاران نهادی با دید کوتاه مدت در حین تمرکز بر بازده کوتاه مدت، خرید و فروش سرمایه‌گذاری به طور مکرر اتفاق می‌افتد.

- ۱) برای این منظور نرخ مبادلات سهام در یک دوره سه ماهه در پورتنوی سرمایه‌گذار مبنای محاسبه افق سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد.
- ۲) نرخ گردش مالکین نهادی یک شرکت از طریق محاسبه درصد مالکیت‌شان تا رسیدن به ارزش گردش سهامدار سطح شرکت در یک دوره سه ماهه. در این روش ارزش

تصمیمات ناشی از کوتاه بینانه مدیریتی

الف: متغیرهای حاکمیت شرکتی (کنترل داخلی وافشاء): مطابق مقاله بیس، استقلال هیئت مدیره، تجربه هیئت مدیره، گردش مدیر عامل.

ب: متغیرهای رفتار سوء مدیریتی: مطابق مقاله بیس، مدیریت سود، گزارشگری مالی متقلبان.

۲- متغیرهای ورشکستگی: مطابق مقاله بیس، نسبت عدم توان پرداخت، شاخص ورشکستگی

سایر تصمیمات مدیریتی

۲- تصمیمات سرمایه گذاری: مخارج سرمایه ای؛ تحقیق و توسعه
۳: تصمیمات تامین مالی: تغییرات در بدهی های بلند مدت،

تغییرات در بدهی های کوتاه مدت؛ تغییرات در سرمایه
متغیرهای بازار: بازده سهام

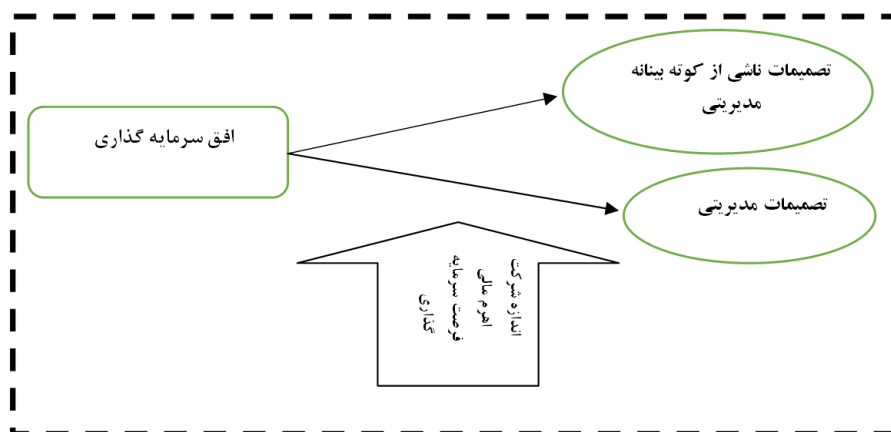
متغیرهای تعدیل کننده

اندازه شرکت

اهرم مالی

گروه ۱	گروه ۲	گروه ۳	گروه ۴
اختلاف بازده دارایی پیشبینی شده با واقعی مثبت	اختلاف بازده دارایی پیشبینی شده با واقعی مثبت	اختلاف بازده دارایی پیشبینی شده با واقعی مثبت	اختلاف بازده دارایی پیشبینی شده با واقعی منفی
اختلاف هزینه بازاریابی و تحقیق و توسعه پیشبینی شده با واقعی منفی	فقط اختلاف یکی از هزینه بازاریابی و تحقیق و توسعه پیشبینی شده با واقعی منفی	اختلاف هزینه بازاریابی و تحقیق و توسعه پیشبینی شده با واقعی مثبت	-

در بین این گروهها، گروه ۱ شرکتهای با مدیریت کوتاه بین در نظر گرفته شده است. در این گروه با وجود مثبت بودن عملکرد شرکت و افزایش بازده داراییها، هزینههای بازاریابی و تحقیق و توسعه کاهش یافته است (مردای و باقری، ۱۳۹۳).



شکل ۱- مدل مفهومی تحقیق

۶- یافته های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی

به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل داده ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش محاسبه شده است. (جدول ۱)

به طور کلی، روشهایی را که به وسیله آنها می توان اطلاعات جمع آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می نامند. این نوع آمار صرفاً به توصیف جامعه یا نمونه می پردازد و هدف از آن محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه تحقیق است (آذر و مؤمنی، ۱۳۸۹، ص ۸). در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از شاخصهای

مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخصهای پراکندگی انحراف معیار، چولگی^۲ و کشیدگی^۴ انجام پذیرفته است. در این ارتباط میانگین، اصلی ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده ها را نشان می دهد، به طوری که اگر داده ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده ها را نشان می دهد. چولگی نیز از پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی بوده و شاخص تقارن داده هاست. در صورتی که جامعه از توزیع متقارن برخوردار باشد، ضریب چولگی مساوی صفر، در صورتی

که جامعه چوله به چپ باشد، ضریب چولگی منفی و در صورتی که دارای چوله به راست باشد، ضریب چولگی مثبت خواهد بود. کشیدگی نیز شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال می‌باشد (مومنی و قیومی، ۱۳۹۰).

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ACINST	0.269584	0.273995	0.919035	0.050407	0.151249	0.475005	3.069138
BOARD_EXPERIENCE	0.638384	1	1	0	0.480711	-0.57604	1.331819
CAPITAL_EXPENDITURE	9.378797	9.977249	16.66011	0	3.14319	-1.7209	6.252661
CEO_TURNOVER	0.507071	1	1	0	0.500203	-0.02829	1.0008
CHANGES_CAPITAL	0.679265	0	57.82353	0	2.978584	13.54176	225.6255
EXCHANGE_RATE	26.03288	12.86147	307.0993	0.002791	39.04413	3.230056	15.29965
FRAUD	0.211111	0	1	0	0.408303	1.415785	3.004448
INACINST	0.250377	0.249726	0.495451	0.000157	0.133922	0.103617	1.681502
INDEPEND	0.265801	0.273995	0.59972	0.050407	0.142443	0.126658	1.841089
INSTITUTIONAL_OWNERSHIP	0.279337	0.2747	0.985142	0.050407	0.176663	1.174825	5.080356
LEV	0.611074	0.619279	3.060401	0.012734	0.252338	2.644662	24.30011
LONG_DEB	4.920138	0.29471	3195.728	0	101.8924	31.07306	973.3758
Q_TOBIN	8.506552	4.738938	92.0621	0	10.15274	3.034026	15.78186
QUIK	1.493775	1.233875	23.06269	0.222593	1.328652	7.377193	90.51599
R_D	53620.22	0	8214640	0	407215.9	12.93247	208.5015
RI	0.228058	0.10032	10.40823	6.06E-05	0.523293	11.35224	183.5041
RM	0.611074	0.619279	3.060401	0.012734	0.252338	2.644662	24.30011
SHORT	0.772727	1	1	0	0.419282	-1.30158	2.694118
SHORT_DEB	0.940087	0.256747	233.2547	0	8.206208	24.34836	661.937
SIZE	5.866349	5.793103	8.014712	4.254935	0.64729	0.757126	3.831553
Z_SCOR	1.991338	1.879853	18.35355	0.163029	1.033822	5.350875	71.05998

به‌طور مثال میانگین متغیر ورشکستگی برابر با ۱/۹۹ می‌باشد و این بدین معنی است که به‌طور متوسط میزان میانگین متغیر ورشکستگی شرکت‌های مورد مطالعه در طی دوره زمانی ۱۰ ساله برابر با ۱/۹۹ می‌باشد.

میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در جدول شماره ۴-۱ مشاهده می‌شود، میانه متغیر اهرم مالی ۰.۶۱۹ است که نشان می‌دهد نیمی از شرکت‌های مورد مطالعه ۰.۶۱۹۰ اهرم مالی داشته است و نیمی کمتر از این میزان دارای اهرم مالی بوده است.

لازم به توضیح است به‌منظور اجتناب از تأثیر داده‌های استثنایی (پرت) بر نتایج تحقیق، کلیه داده‌های پرت متغیرها حذف شده‌اند. همچنین اعداد تا سطح ۲ رقم اعشار گرد شده‌اند.

۴-۲-آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

براساس نتایج آزمون جاک برا مقدار معناداری تمامی متغیرها کوچکتر از سطح خطا (۰/۰۵) بدست آمده است. بنابراین فرض صفر رد شده و توزیع داده‌ها نرمال نمی‌باشد. از ویژگی‌های نرم‌افزار اسمارت پی. ال. اس عدم حساسیت به پیش‌فرض نرمال بودن داده‌ها است لذا در چنین شرایطی، بهترین نرم افزار معادلات ساختاری برای اجرای مدل می‌باشد.

جدول ۳: آماره جاک برا متغیرهای تحقیق

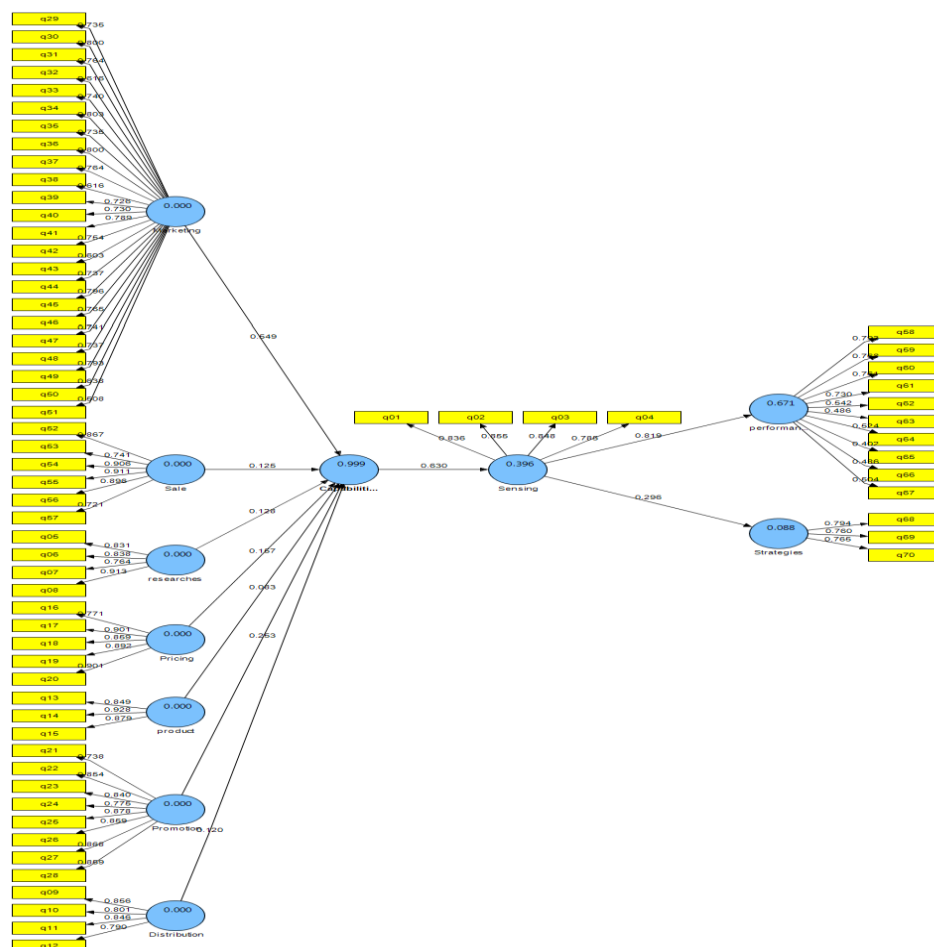
متغیر	جاک برا	معنی داری	تعداد مشاهده
ACINST	37.42603	0.000	990
BOARD_EXPERIENCE	169.5418	0.000	990
CAPITAL_EXPENDITURE	925.0643	0.000	990
CEO_TURNOVER	165	0.000	990
CHANGES_CAPITAL	2074694	0.000	990

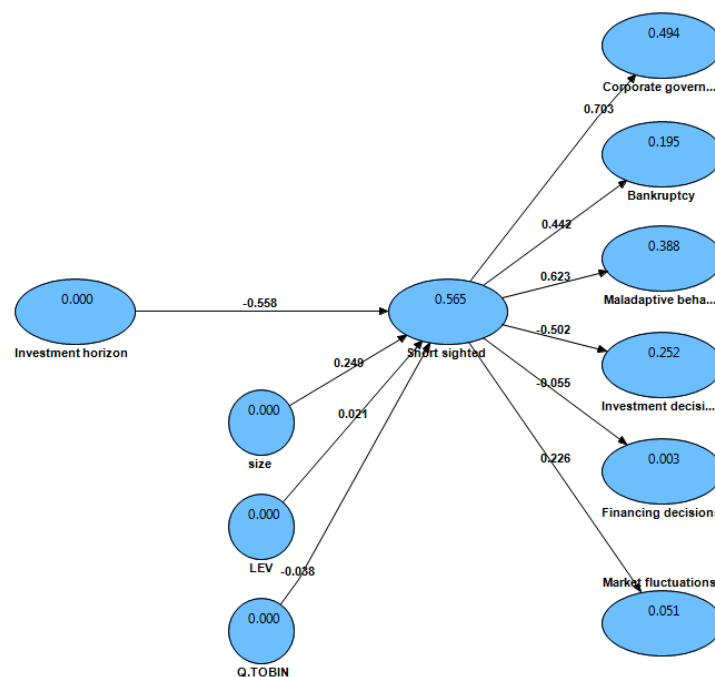
متغیر	جارج برا	معنی داری	تعداد مشاهده
EXCHANGE_RATE	7961.843	0.000	990
FRAUD	330.7347	0.000	990
INACINST	73.48209	0.000	990
INDEPEND	58.04884	0.000	990
INSTITUTIONAL_OWNERSHIP	406.2605	0.000	990
LEV	19868.96	0.000	990
LONG_DEB	39001517	0.000	990
Q_TOBIN	8258.135	0.000	990
QUIK	324915.6	0.000	990
R_D	1769620	0.000	990
RI	1365261	0.000	990
RM	19868.96	0.000	990
SHORT	283.3889	0.000	990
SHORT_DEB	18008484	0.000	990
SIZE	123.1081	0.000	990
Z_SCOR	195800.9	0.000	990

۳-۶- آزمون فرضیات پژوهش

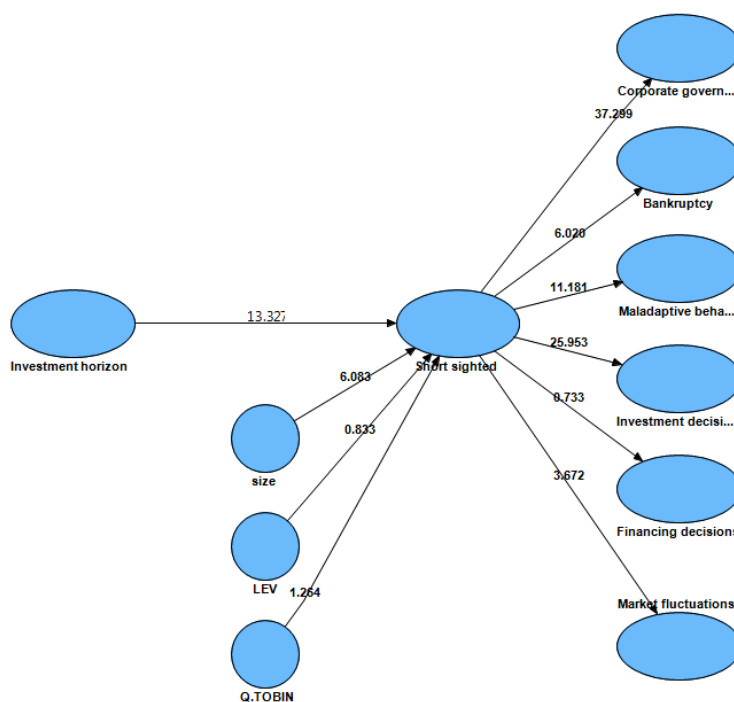
رابطه متغیرهای موردبررسی در هر یک از فرضیه‌های تحقیق بر اساس یک ساختار علی با تکنیک حداقل مربعات جزئی PLS آزمون شده است. در مدل کلی تحقیق که در شکل ۱

ترسیم شده است، برای سنجش معناداری روابط نیز آماره t با تکنیک بوت استرپینگ محاسبه شده است که در شکل ۲ ارائه شده است. ضرایب مسیر و معناداری آنها نیز در جدول ۴ آورده شده است.





شکل ۱- مدل کلی پژوهش با تکنیک حداقل مربعات جزئی



شکل ۲- آماره تی مدل کلی پژوهش با تکنیک بوت استرپینگ

جدول ۴ ضرایب مسیر

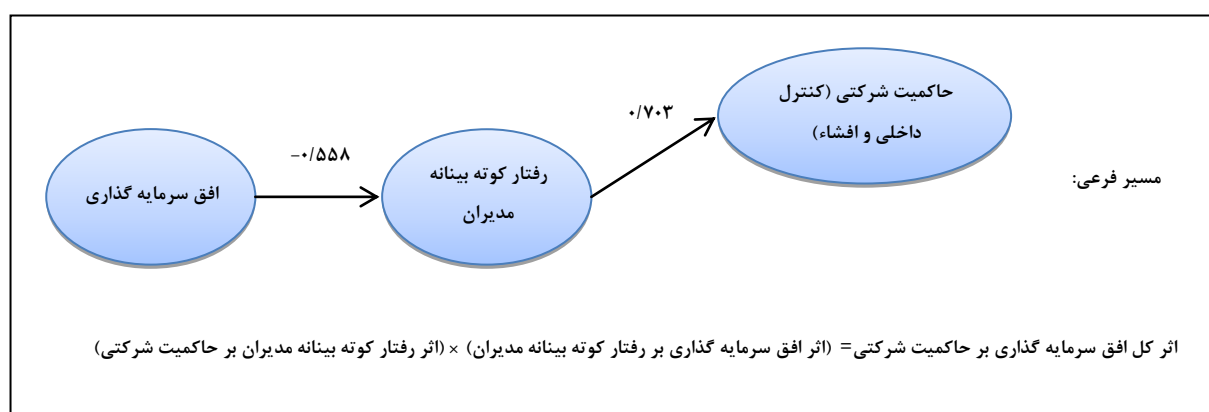
آماره تی	تأثیر	جهت مسیر
13.327	-0.558	افق سرمایه‌گذاری → رفتار کوتاه بینانه مدیران
0.833	0.021	اهرم مالی → رفتار کوتاه بینانه مدیران
1.264	-0.038	فرضت های سرمایه‌گذاری → رفتار کوتاه بینانه مدیران

جهت مسیر	تأثیر	آماره تی
رفتار کوتاه بینانه مدیران → ورشکستگی	0.442	6.020
رفتار کوتاه بینانه مدیران → حاکمیت شرکتی (کنترل داخلی و افشاء)	0.703	37.299
رفتار کوتاه بینانه مدیران → تصمیمات تامین مالی	-0.055	0.733
رفتار کوتاه بینانه مدیران → تصمیمات سرمایه گذاری	-0.502	25.953
رفتار کوتاه بینانه مدیران → رفتارهای سوء مدیریتی	0.623	11.181
رفتار کوتاه بینانه مدیران → نوسانات	0.226	3.672
اندازه شرکت → رفتار کوتاه بینانه مدیران	0.249	6.083

بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده شده معنادار است. شدت اثر رفتار کوتاه بینانه مدیران بر حاکمیت شرکتی برابر ۰/۷۰۳ محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز ۳۷/۲۹۹ به دست آمده است که بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده شده معنادار است. برای محاسبه میزان اثر کل از رویکرد زیر استفاده شده است:

در شکل ۱ مشاهده می‌گردد که مقدار R^2 (ضریب تعیین) برای متغیرهای درونزا محاسبه و ارائه شده است. ضریب تعیین نشان می‌دهد که چه مقدار از متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل تبیین شود.

طبق جدول ۴ مشاهده می‌گردد شدت اثر افق سرمایه گذاری بر رفتار کوتاه بینانه مدیران برابر ۰/۵۵۸- محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز ۱۳/۳۲۷ به دست آمده است که



شکل ۳ بررسی اثر کلی

در نتیجه خواهیم داشت:

$$\text{اثر کل} = (-0.558) \times (0.703) = -0.392$$

است که بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده شده معنادار است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ افق سرمایه گذاری بر حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری دارد و به عبارتی در شرکت‌های دارای سرمایه گزاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی است و فرضیه اول تایید می‌گردد.

نرم افزار اسمارت پی. ال. اس تمامی محاسبات مربوط به تحلیل مسیرهای مستقیم و فرعی را انجام داده و آن‌ها را در جدولی به نام اثرات کلی ارائه می‌کند. در نتیجه می‌توان مقدار تأثیر و نیز معناداری تمامی متغیرها را بر هم مشاهده کرد. نتایج این محاسبات در جدول ۵ آمده است.

همانطور که در جدول ۵ مشاهده می‌گردد شدت اثر کل افق سرمایه گذاری بر حاکمیت شرکتی برابر ۰/۳۹۲- به دست آمده است و آماره احتمال آزمون برابر ۱۴/۸۵۵ محاسبه شده

جدول ۵- اثرات کلی مدل اصلی

مسیر	اثر کل	آماره تی
افق سرمایه‌گذاری → ورشکستگی	-0.247	5.890
افق سرمایه‌گذاری → حاکمیت شرکتی (کنترل داخلی و افشاء)	-0.392	14.855
افق سرمایه‌گذاری → تصمیمات تامین مالی	0.031	0.729
افق سرمایه‌گذاری → تصمیمات سرمایه‌گذاری	0.280	15.850
افق سرمایه‌گذاری → رفتارهای سوء مدیریتی	-0.348	9.832
افق سرمایه‌گذاری → نوسانات	-0.126	3.701
افق سرمایه‌گذاری → رفتار کوتاه بینانه مدیران	-0.558	13.327
اهرم مالی → ورشکستگی	0.009	0.786
اهرم مالی → حاکمیت شرکتی	0.015	0.836
اهرم مالی → تصمیمات تامین مالی	-0.001	0.414
اهرم مالی → تصمیمات سرمایه‌گذاری	-0.010	0.833
اهرم مالی → رفتارهای سوء مدیریتی	0.013	0.822
اهرم مالی → نوسانات	0.005	0.722
اهرم مالی → رفتار کوتاه بینانه مدیران	0.021	0.833
فرضت های سرمایه‌گذاری → ورشکستگی	-0.017	1.184
فرضت های سرمایه‌گذاری → حاکمیت شرکتی (کنترل داخلی و افشاء)	-0.027	1.263
فرضت های سرمایه‌گذاری → تصمیمات تامین مالی	0.002	0.563
فرضت های سرمایه‌گذاری → تصمیمات سرمایه‌گذاری	0.019	1.254
فرضت های سرمایه‌گذاری → رفتارهای سوء مدیریتی	-0.024	1.235
فرضت های سرمایه‌گذاری → نوسانات	-0.009	1.067
فرضت های سرمایه‌گذاری → رفتار کوتاه بینانه مدیران	-0.038	1.264
رفتار کوتاه بینانه مدیران → ورشکستگی	0.442	6.020
رفتار کوتاه بینانه مدیران → حاکمیت شرکتی	0.703	37.299
رفتار کوتاه بینانه مدیران → تصمیمات تامین مالی	-0.055	0.733
رفتار کوتاه بینانه مدیران → تصمیمات سرمایه‌گذاری	-0.502	25.953
رفتار کوتاه بینانه مدیران → رفتارهای سوء مدیریتی	0.623	11.181
رفتار کوتاه بینانه مدیران → نوسانات	0.226	3.672
اندازه شرکت → ورشکستگی	0.110	3.695
اندازه شرکت → حاکمیت شرکتی	0.175	5.493
اندازه شرکت → تصمیمات تامین مالی	-0.014	0.719
اندازه شرکت → تصمیمات سرمایه‌گذاری	-0.125	5.150
اندازه شرکت → رفتارهای سوء مدیریتی	0.155	4.657
اندازه شرکت → نوسانات	0.056	2.718
اندازه شرکت → رفتار کوتاه بینانه مدیران	0.249	6.083

۴-۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیات

برای بررسی این اثر ابتدا باید مقدار و معناداری هر یک از بخش‌های مسیر فرعی را بررسی نمود سپس به محاسبه مقدار اثر کلی پرداخت.

فرضیه اول: در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر ویژگیهای حاکمیت شرکتی است.

فرضیه دوم: در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر بکارگیری استراتژیهای تدافعی ورشکستگی است.

شدت اثر کل افق سرمایه گذاری بر استراتژیهای تدافعی ورشکستگی برابر $0/247$ - محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز $5/890$ به دست آمده است که بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای 5% یعنی $1/96$ بوده و نشان می دهد تأثیر مشاهده شده معنادار است، بنابراین با اطمینان 95% افق سرمایه گذاری بر استراتژیهای تدافعی ورشکستگی تأثیر معناداری دارد و به عبارتی در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت - کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر بکارگیری استراتژیهای تدافعی ورشکستگی است و فرضیه دوم تایید می گردد.

فرضیه سوم: در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر کاهش رفتارهای سوء مدیریتی است.

شدت اثر کل افق سرمایه گذاری بر کاهش رفتارهای سوء مدیریتی برابر $0/348$ - محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز $9/832$ به دست آمده است که بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای 5% یعنی $1/96$ بوده و نشان می دهد تأثیر مشاهده شده معنادار است، بنابراین با اطمینان 95% افق سرمایه گذاری بر کاهش رفتارهای سوء مدیریتی تأثیر معناداری دارد و به عبارتی در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت - کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر کاهش رفتارهای سوء مدیریتی است و فرضیه سوم تایید می گردد.

فرضیه چهارم: در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت - کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات سرمایه گذاری است.

شدت اثر کل افق سرمایه گذاری بر تصمیمات سرمایه گذاری برابر $0/280$ محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز $15/850$ به دست آمده است که بزرگتر از مقدار بحرانی t در

سطح خطای 5% یعنی $1/96$ بوده و نشان می دهد تأثیر مشاهده شده معنادار است، بنابراین با اطمینان 95% افق سرمایه گذاری بر تصمیمات سرمایه گذاری تأثیر معناداری دارد و به عبارتی در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت - کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات سرمایه گذاری است و فرضیه چهارم تایید می گردد.

فرضیه پنجم: در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت - کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات تامین مالی است.

شدت اثر کل افق سرمایه گذاری بر تصمیمات تامین مالی برابر $0/729$ محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز $3/701$ به دست آمده است که کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای 5% یعنی $1/96$ بوده و نشان می دهد تأثیر مشاهده شده معنادار نیست، بنابراین افق سرمایه گذاری بر تصمیمات تامین مالی تأثیر معناداری ندارد و به عبارتی در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت - کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات تامین مالی نمی باشد و فرضیه پنجم رد می گردد.

فرضیه ششم: در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت - کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر متغیرهای نوسانات است.

شدت اثر کل افق سرمایه گذاری بر متغیرهای نوسانات برابر $0/126$ - محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز $3/701$ به دست آمده است که بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای 5% یعنی $1/96$ بوده و نشان می دهد تأثیر مشاهده شده معنادار است، بنابراین با اطمینان 95% افق سرمایه گذاری بر متغیرهای نوسانات تأثیر معناداری دارد و به عبارتی در شرکتهای دارای سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت - کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر متغیرهای نوسانات گذاری است و فرضیه ششم تایید می گردد.

جدول ۴: خلاصه نتایج آزمون فرضیه ها

فرضیه	جهت	تأثیر	آماره تی	نتیجه
فرضیه اول	حاکمیت شرکتی → افق سرمایه گذاری	-0.392	14.855	تائید
فرضیه دوم	ورشکستگی → افق سرمایه گذاری	-0.247	5.890	تائید
فرضیه سوم	رفتارهای سوء مدیریتی → افق سرمایه گذاری	-0.348	9.832	تائید
فرضیه چهارم	تصمیمات سرمایه گذاری → افق سرمایه گذاری	0.280	15.850	تائید
فرضیه پنجم	تصمیمات تامین مالی → افق سرمایه گذاری	0.031	0.729	رد
فرضیه ششم	نوسانات → افق سرمایه گذاری	-0.126	3.701	تائید

۷- نتیجه‌گیری بحث:

با توجه به نتایج پژوهش به سرمایه‌گذاران، تحلیلگران مالی، بانکهای تامین سرمایه، شرکتهای سرمایه‌گذاری و کارگزاران بورس اوراق بهادار توصیه می‌گردد از این الگوریتم در جهت پیش‌بینی وضعیت شرکتهای استفاده نمایند.

مدیران شرکتهای همواره مایل به ارزیابی نقاط ضعف و شناخت تهدیدات آتی پیرامون شرکتهای تحت مدیریت خود هستند. لذا استفاده از نتایج این تحقیق توصیه خوبی برای ارزیابی وضعیت تداوم فعالیت و آینده شرکت خواهد بود.

علاوه بر این استفاده از نتایج این تحقیق در پیش‌بینی ورشکستگی، میتواند بورس اوراق بهادار را در پذیرش شرکتهای ارزیابی وضعیت مالی آنها یاری دهد لذا توصیه میشود روش مورد بررسی تحقیق در ارزیابی بدوی شرکتهای برای ورود به بورس توسط مسئولین مربوطه مورد استفاده قرار گیرد. به حساب‌رسان توصیه میشود از نتایج این تحقیق در ارزیابی وقضاوت در مورد تداوم فعالیت شرکتهای مورد حسابرسی استفاده کنند.

نتایج این پژوهش گستره عمده‌ای از پژوهش در حوزه تصمیمات شرکتی را در بر خواهد گرفت بنابراین پیشنهادات زیر در تحقیقات آتی مورد توجه قرار گیرد:
انجام این تحقیق موجب مطرح شدن سوالات جدیدی گردید که می‌تواند زمینه‌ای برای انجام تحقیقات آینده باشد:

- ۱) بررسی عوامل موثر بر ورشکستگی شرکت‌های صنایع مختلف.
- ۲) استفاده از مدل‌های مالی چون فیلوسوفو جهت پیش‌بینی ورشکستگی شرکت‌ها.
- ۳) استفاده از داده‌های کلای به خصوص الگوریتم chaid، علاوه بر پیش‌بینی ورشکستگی، در پژوهش‌های کاربردی حسابداری مانند پیش‌بینی اظهار نظر حسابرس، پیش‌بینی شاخص بورس، پیش‌بینی بازده سهام و... با استفاده از ویژگی‌های مالی و غیرمالی متعدد
- ۴) استفاده از سایر روش‌های هوش مصنوعی و انبوه‌زی در حل مسایلی نظیر پیش‌بینی ورشکستگی، سبد سهام، پیش‌بینی قیمت و بازده سهام و...

فهرست منابع

- * زهرا آقاجان، فریدون اوحدی، ۱۳۹۱، بررسی تاثیر ساختار مالی بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه پژوهش حسابداری، شماره ۲۱
- * محمود موسوی شیرین، مهدی صالحی، مریم شاکری، عسل بخشیان ۱۳۹۴، سودآوری استراتژی مومنتوم و تاثیر حجم معاملات سهام بر آن در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۲۵
- * محمد اسماعیل فدایی نژاد، محسن صادقی، ۱۳۹۳، بررسی سودمندی استراتژی‌های مومنتوم و معکوس مجله پیام مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۸
- * نسرین صبحی، امیر محمدزاده، ۱۳۸۸، بررسی رابطه بین عملکرد اجتماعی، ساختار مالکیت شرکتی، مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، شماره ۱۶
- * Fornell, C. & Larcker, D. (1981). "Structural equation models with unobservable variables and measurement error". Journal of Marketing Research, Vol. 18, No. 1, pp. 39-50.
- * Hulland, J., 1999. Use of partial least squares (PLS) in strategic Management research: A review of four recent studies. Strategic Management Journal, 20(2), Pp:195-204.
- * Hair, J. E; W. C. Black; B. J. Babin; R. E. Anderson & R. L. Tatham. (2006) Multivariate Data Analysis (6th edn). Upper Saddle River, NJ: pearson Education.
- * jarrad Harford, Ambrus Kecskes, Sattar mansi. Do long-term investors improve corporate decision making?. Journal of corporate financial,
- * henderson. Prospect theory, liquidation and the disposition effect. Management science Journal, 58-445-460
- * Kundu S , Sarkar N. Return Volatility interdependence in up and down market across developing and emerging countries. International business and finance Journal,
- * Kline, R. B. 2010. Principles and practice of structural equation modeling (3th ed). New York: Guilford Press.
- * Karnik A. Do indian stock markets matter?" stock market indice and acroeconoic Variables. Economic and political weekly. Nunnally, J. (1978). Psychometric theory. New York, NY: McGraw-Hill.
- * Neupane, R. (2014), Relationship between customer Satisfaction and business Performance, International Journal of Social Sciences and Management 1(2): 74-85
- * Songtao Wu, Jianmin He, Shouwei Li. Effects of fundamentals acquisition and strategy switch on stock price dynamics. Journal of financial economics
- * Wing Him Yeung, Camillo Lento. Ownership structure, audit quality, board structure and stock price. Global financial Journal

- * ابراهیم عباسی، فاطمه معلمی، ۱۳۹۴، بررسی تاثیر توقف موقت معاملات بر نقدشوندگی و نوسان پذیری قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی راهبرد مدیریت مالی، شماره ۳

یادداشت‌ها

¹ Keroneli et all

² chen et all

³ - Porter, Michael E., 1992, Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry (Council on Competitiveness/Harvard Business School, Boston)

³ - Skewness

⁴ - Kurtosis