



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۱ / شماره ۴ (پیاپی ۴۴) / زمستان ۱۴۰۱
صفحه ۲۱۹ تا ۲۳۶

تبیین نقش سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر منظورهای متفاوت تصمیمات مدیریتی

مجید کلانتری

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

جواد رضایی

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

مهدی خلیل پور

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

یحیی کامیابی

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

تاریخ دریافت: ۹۸/۱۱/۱۱ تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۱/۲۱

چکیده

در این پژوهش بررسی تبیین نقش سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر ویژگیهای تصمیمات تامین مالی، تصمیمات پرداخت سود سهام و متغیرهای نوسانات می باشد. این پژوهش براساس اطلاعات منتشر شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ با نمونه انتخابی شامل ۹۹ شرکت انتخاب شده است. آزمون فرضیات با بهره گیری از مدل رگرسیون خطی چند متغیره و مدل های اقتصاد سنجی، اجرا شده است. فرضیه های پژوهش براساس داده های تلفیقی / ترکیبی و رویکرد حداقل مجذورات 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 تصمیمات تامین مالی است. در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات پرداخت سود سهام است. در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر متغیرهای نوسانات است.

واژه‌های کلیدی: افق سرمایه‌گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی، ویژگیهای تصمیمات تامین مالی، تصمیمات پرداخت سود سهام، متغیرهای نوسانات.

۱- مقدمه

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 شمس‌الدینی، (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 پژوهش‌ها 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 مدیران است (روکا و همکاران^۳، 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^۳، ۱۹۹۸). ارزیابی عملکرد و رتبه‌بندی 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 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). بطور کلی هدف از این پژوهش بررسی تبیین نقش

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)

سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر ویژگیهای تصمیمات تامین مالی، تصمیمات پرداخت سود سهام و متغیرهای نوسانات می باشد.

۲-۱- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

امروزه کاربرد مباحث مدیریت مالی جایگاه ویژه ای را در ارتقای کارایی سازمان ها به خود اختصاص داده است. لذا اتخاذ تصمیمات تامین مالی و سرمایه‌گذاری به عنوان دو وظیفه اصلی مدیران مالی، جایگاه خاصی را در ارتقای سازمان دارا می باشد. در اکثر شرکت‌ها هدف اصلی از اقدامات حسابداری مدیریت، کنترل بخش‌های حیاتی و کنترل عملکرد شرکت و همچنین امید به پیشرفت عملکرد شرکت‌ها می باشد. یکی از بخش‌های اصلی که نیاز به کنترل و مدیریت صحیح دارد، بخش دارایی‌ها و بدهی‌های جاری می باشد. 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 می تواند 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 می کنند. 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 کوتاه نظری مدیریتی پیشنهاد شده اند. 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 می برند. صرف نظر از نیروهای خاصی که ساختار مالکیت شرکتی را هدایت می کنند، سرمایه‌گذاران بلند مدت، عوامل مهم راهبری شرکتی تلقی می شوند. 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.

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

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، پیش‌بینی‌های نظریه تاحدی نامفهوم است. با توجه به موارد مطروحه بررسی این موضوع حایز اهمیت می‌باشد.

هارفورد و همکاران، ۲۰۱۸ در تحقیقی با عنوان آیا سرمایه‌گذاران بلند مدت تصمیم‌گیری‌های سازمانی را بهبود می‌بخشند؟ و تاثیر افق‌های سرمایه‌گذار بر مجموعه‌ای جامع از تصمیمات شرکت‌ها را مطالعه کردند، ما استدلال می‌کنیم 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 فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی، اما پرداخت‌ها را تشویق می‌کنند. نوآوری افزایش می‌یابد، در کمیت و کیفیت سهامداران از طریق سودآوری بالاتری که بازار سهام دارد سود می‌برند به طور کامل پیش‌بینی 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 انتخاب‌های مالی شرکت‌ها و نحوه تغییر رفتار مالی پس از افشای اجباری ضعف کنترل داخلی از سوی شرکت‌ها را بررسی کردند و دریافته‌اند که پیش از افشای شرکت‌های افشای اجباری ضعف کنترل داخلی مایلند سرمایه‌گذاری خارجی را نسبت به شرکت‌های 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، شرکت‌های افشای اجباری ضعف کنترل داخلی و غیر افشای اجباری ضعف کنترل داخلی اولویت‌های مالی مشابهی را نشان می‌دهند. ما حین جستجوی انگیزه‌های تأمین سرمایه از طریق فروش سهام دریافتیم که شرکت‌های افشای اجباری ضعف کنترل داخلی نسبت به شرکت‌های دیگر در استفاده از رویه‌های فروش سهام برای تأمین وجه سرمایه، مستعدتر هستند و این گرایش پس از افشای، از بین می‌رود. شواهد کلی نشان می‌دهند که افشای اجباری ضعف کنترل داخلی محیط اطلاعات و انگیزه‌های مدیریتی را که بر روی تصمیمات مالی شرکت اثر معنادار داشته، تغییر می‌دهد.

محمودی و همکاران، ۱۳۹۷ در تحقیقی با عنوان بررسی و مقایسه فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بازه‌های زمانی کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت در ایران سرمایه‌گذاران با دیدگاه‌های 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 دوره‌های زمانی متفاوت می‌پردازد. پس از آن، میانگین بازده این بازارها، عملکرد آنها و در نهایت همبستگی بین این بازارها را در بازه‌های 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 (۱۳۷۱-۱۳۹۶) است. نتایج تحقیق حاضر نشان دهنده تفاوت بسیار اندک میانگین بازده بازارهای متفاوت در دوره‌های زمانی کوتاه مدت و میان مدت و عملکرد بهتر اوراق مشارکت با توجه به ریسک بسیار پایین

آن طی این دوره‌ها می‌باشد، اما در بازه زمانی بلندمدت هم از لحاظ میانگین بازدهی و هم از لحاظ عملکردهیچی کاربازارها به خوبی بازارزمین و مسکن عمل ننموده‌اند. کمترین میانگین بازده و بدترین عملکرد نیز در تمام دوره‌ها مربوط به دلار بوده است.

ایرجی راد، ۱۳۹۶ در تحقیقی با عنوان، بررسی تاثیر 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 تاثیر قرار می‌دهد و بدین ترتیب می‌تواند در کارایی هر شرکتی تأثیر قابل توجهی داشته باشد. از سویی 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، تصمیم‌گیری، انتخاب بهترین و منطقی‌ترین گزینه از تمام کلیه گزینه‌های ممکن است. مناسب‌ترین تصمیم این است که مبتنی بر معیارهای مطلوب مربوطه باشد. حداکثر کردن ارزش شرکت، مستلزم به کارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازده و ریسک متناسب است. اساسی‌ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت و حداکثر کردن ارزش شرکت است. از این رو یکی از مقولات مهم در راستای این امر، آگاهی از تاثیر و اهمیت ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر تصمیم‌های مالی است، تا با استفاده از آن بتوان استراتژیهای لازم را در تصمیم‌گیری‌های 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 یافته‌های 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- فرضیات پژوهش

- بر اساس مبانی تئوریک و پیشینه تحقیق، فرضیه‌های آزمون‌پذیر پژوهش حاضر به صورت ذیل مطرح می‌شود:
- (۱) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات تامین مالی است.
 - (۲) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات پرداخت سود سهام است.
 - (۳) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از متغیرهای سودآوری است.
 - (۴) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلند مدت - کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر متغیرهای نوسانات است.

۴- روش شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش از شرکت‌های 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 شرکتی ایبی 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 یک‌ماه، سهام شرکت‌هایی که به دلیل برگزاری مجامع عمومی عادی و فوق العاده قابل معامله در بازار نبوده‌اند، در نمونه وارد می‌شود. 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 پیمایشی حسابداری است که با بهره گیری از مدل رگرسیون خطی چند متغیره و مدل های اقتصادسنجی، اجرا شده است. فرضیه های پژوهش براساس داده های تلفیقی/ ترکیبی و رویکرد حداقل مجذورات 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

متغیر مستقل

افق‌های سرمایه‌گذاری (بلند مدت - کوتاه مدت)

از آنجا که افق سرمایه‌گذاری برای هر سرمایه‌گذار مستقیماً قابل مشاهده نیست، افق های 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 پورتفوی 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 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 پورتفوی سه ساله)، مالکیت سهام چرخشی بلند مدت؛ مالکیت سهام غیر چرخشی بلند مدت، مالکیت نهادی، مالکیت بلوکداران.... در ایران چون انگیزه های مالکیت سهامداران نهادی

مشخص نیست. انجام یک مرحله تحقیق کیفی برای شناسایی انگیزه های مالکین نهادی در این مرحله از تحقیق ضروری است تا این متغیر با توجه به افقهای سرمایه گذاری مختص شرکتهای بورس تهران اندازه گیری شود. برای اینکار از مصاحبه و روش کدگذاری استفاده می شود.

تصمیمات مدیریتی

۲- تصمیمات سرمایه گذاری: مخارج سرمایه ای؛ تحقیق و توسعه

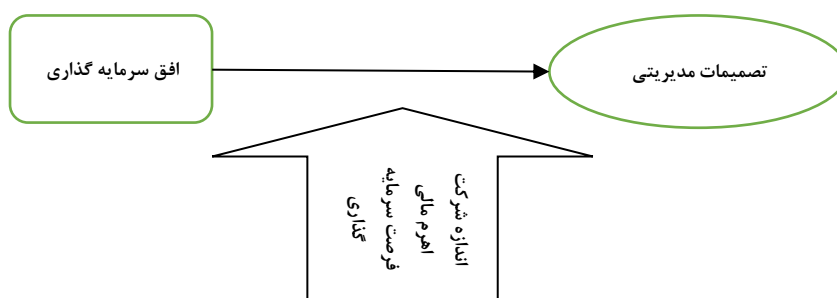
۳: تصمیمات تامین مالی: تغییرات در بدهی های بلند مدت، تغییرات در بدهی های کوتاه مدت؛ تغییرات در سرمایه

متغیرهای بازار: بازده سهام

متغیرهای تعدیل کننده

اندازه شرکت

اهرم مالی



شکل ۱- مدل مفهومی پژوهش

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، روش هایی 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^۱ و کشیدگی^۲ انجام پذیرفته است. در این ارتباط میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد، به طوری که اگر داده‌ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد. چولگی نیز از پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی بوده و شاخص تقارن داده‌هاست. 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 ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

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

1- Skewness

2- Kurtosis

متغیر	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
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

به طور مثال میانگین متغیر ورشکستگی برابر با $1/99$ می باشد و این بدین معنی است که به طور متوسط میزان میانگین متغیر ورشکستگی شرکت های مورد مطالعه در طی دوره زمانی ۱۰ ساله برابر با $1/99$ می باشد .
 میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می دهد. همان گونه که در جدول شماره ۴-۱ مشاهده می شود، میانه متغیر اهرم مالی 0.619 است که نشان می دهد نیمی از شرکت های مورد مطالعه 0.6190 اهرم مالی داشته است و نیمی کمتر از این میزان دارای اهرم مالی بوده است. لازم به توضیح است به منظور اجتناب از تأثیر داده های استثنایی (پرت) بر نتایج تحقیق، کلیه داده های پرت متغیرها حذف شده اند. همچنین اعداد تا سطح ۲ رقم اعشار گرد شده اند.

۲-۶-آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

بر اساس نتایج آزمون جارک برا مقدار معناداری تمامی متغیرها کوچکتر از سطح خطا (0.05) بدست آمده است. بنابراین فرض صفر رد شده و توزیع داده ها نرمال نمی باشد. از ویژگی های نرم افزار اسمارت پی. ال. اس عدم حساسیت به پیش فرض نرمال بودن داده ها است لذا در چنین شرایطی، بهترین نرم افزار معادلات ساختاری برای اجرای مدل می باشد.

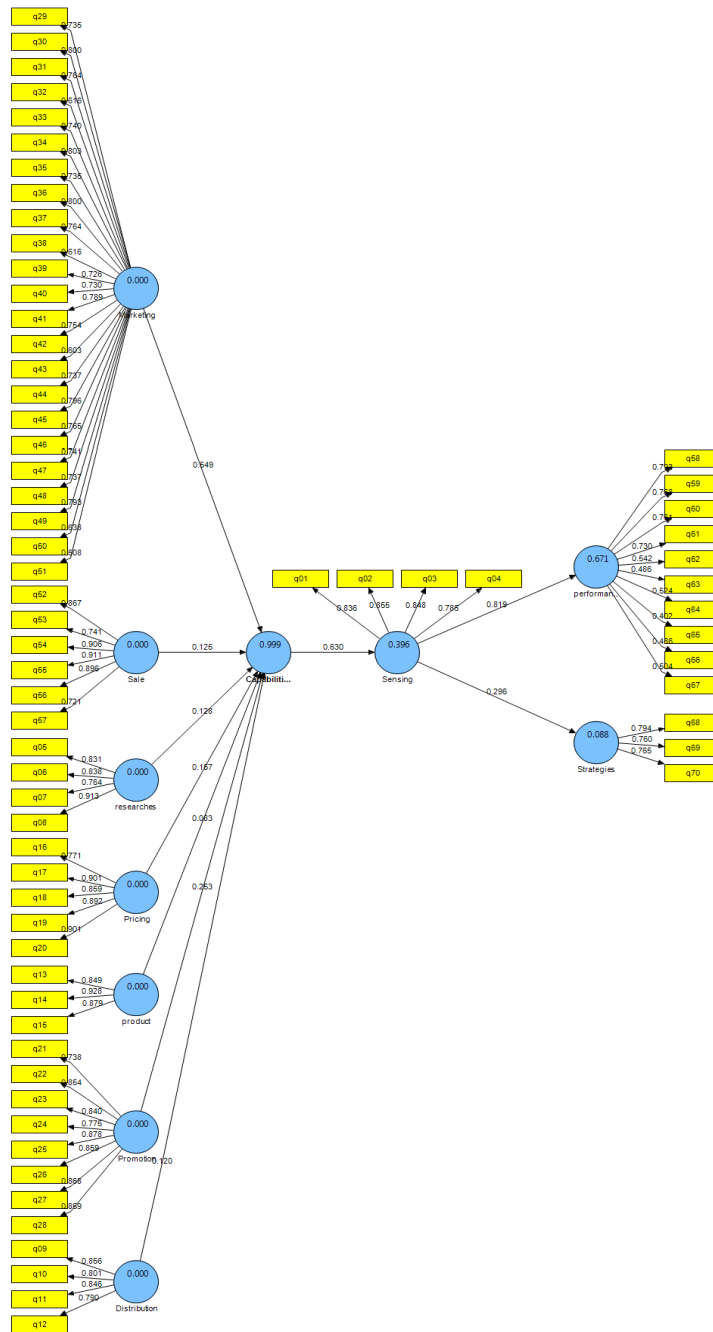
جدول ۲: آماره جارک برا متغیرهای تحقیق

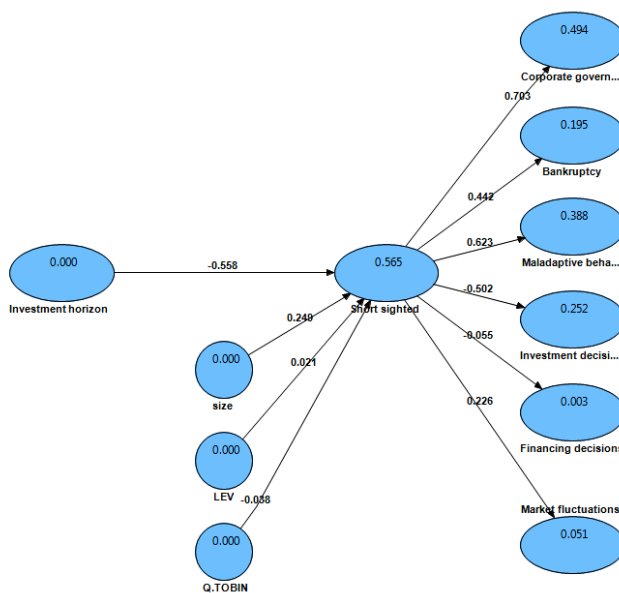
متغیر	جارک برا	معنی داری	تعداد مشاهده
ACINST	37.42603	0.000	990
BOARD_EXPERIENCE	169.5418	0.000	990
CAPITAL_EXPENDITURE	925.0643	0.000	990
CEO_TURNOVER	165	0.000	990
CHANGES__CAPITAL	2074694	0.000	990
EXCHANGE_RATE	7961.843	0.000	990
FRAUD	330.7347	0.000	990
INACINST	73.48209	0.000	990

متغیر	چارک برا	معنی داری	تعداد مشاهده
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

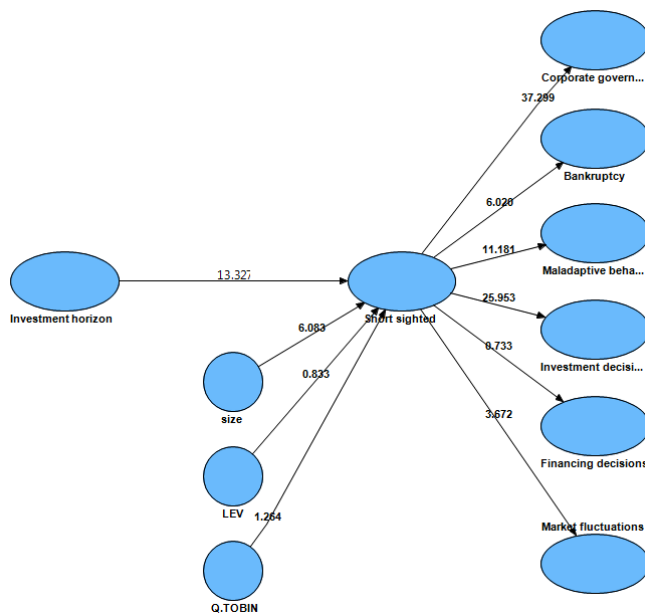
۳-۶-آزمون فرضیات پژوهش

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 ۳- مدل کلی پژوهش با تکنیک حداقل مربعات جزئی



شکل ۴- آماره تی مدل کلی پژوهش با تکنیک بوت استرپینگ

جدول ۴ ضرایب مسیر

آماره تی	تأثیر	جهت مسیر
13.327	-0.558	افق سرمایه گذاری → رفتار کوتاه بینانه مدیران
6.020	0.442	رفتار کوتاه بینانه مدیران → ورشکستگی
37.299	0.703	رفتار کوتاه بینانه مدیران → حاکمیت شرکتی
0.733	-0.055	رفتار کوتاه بینانه مدیران → تصمیمات تامین مالی
25.953	-0.502	رفتار کوتاه بینانه مدیران → تصمیمات سرمایه گذاری
3.672	0.226	رفتار کوتاه بینانه مدیران → نوسانات

در شکل ۱ مشاهده می گردد که مقدار R^2 (ضریب تعیین) برای متغیرهای درونزا محاسبه و ارائه شده است. ضریب تعیین نشان می دهد که چه مقدار از متغیر وابسته می تواند توسط متغیرهای مستقل تبیین شود. نرم افزار اسمارت پی، ال. اس تمامی محاسبات مربوط به تحلیل مسیرهای مستقیم و فرعی را انجام داده و آن ها را در جدولی به نام اثرات کلی ارائه می کند. در نتیجه می توان مقدار تأثیر و نیز معناداری تمامی متغیرها را بر هم مشاهده کرد. نتایج این محاسبات در جدول زیر آمده است.

جدول ۵- اثرات کلی مدل اصلی

آماره تی	اثر کل	مسیر
5.890	-0.247	افق سرمایه گذاری → ورشکستگی
14.855	-0.392	افق سرمایه گذاری → حاکمیت شرکتی
0.729	0.031	افق سرمایه گذاری → تصمیمات تامین مالی
15.850	0.280	افق سرمایه گذاری → تصمیمات سرمایه گذاری
9.832	-0.348	افق سرمایه گذاری → رفتارهای سوء مدیریتی
3.701	-0.126	افق سرمایه گذاری → نوسانات
13.327	-0.558	افق سرمایه گذاری → رفتار کوتاه بینانه مدیران
0.786	0.009	اهرم مالی → ورشکستگی
0.836	0.015	اهرم مالی → حاکمیت شرکتی
0.414	-0.001	اهرم مالی → تصمیمات تامین مالی
0.833	-0.010	اهرم مالی → تصمیمات سرمایه گذاری
0.822	0.013	اهرم مالی → رفتارهای سوء مدیریتی
0.722	0.005	اهرم مالی → نوسانات
0.833	0.021	اهرم مالی → رفتار کوتاه بینانه مدیران
1.184	-0.017	فرضت های سرمایه گذاری → ورشکستگی
1.263	-0.027	فرضت های سرمایه گذاری → حاکمیت شرکتی

آماره تی	اثر کل	مسیر
0.563	0.002	فرضت های سرمایه گذاری → تصمیمات تامین مالی
1.254	0.019	فرضت های سرمایه گذاری → تصمیمات سرمایه گذاری
1.235	-0.024	فرضت های سرمایه گذاری → رفتارهای سوء مدیریتی
1.067	-0.009	فرضت های سرمایه گذاری → نوسانات
1.264	-0.038	فرضت های سرمایه گذاری → رفتار کوتاه بینانه مدیران
6.020	0.442	رفتار کوتاه بینانه مدیران → ورشکستگی
37.299	0.703	رفتار کوتاه بینانه مدیران → حاکمیت شرکتی
0.733	-0.055	رفتار کوتاه بینانه مدیران → تصمیمات تامین مالی
25.953	-0.502	رفتار کوتاه بینانه مدیران → تصمیمات سرمایه گذاری
11.181	0.623	رفتار کوتاه بینانه مدیران → رفتارهای سوء مدیریتی

۴-۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیات

فرضیه اول: 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 اول تایید می گردد.

جدول ۴- خلاصه نتایج آزمون فرضیه ها

فرضیه	جهت	تأثیر	آماره تی	نتیجه
فرضیه اول	رفتارهای سوء مدیریتی → افق سرمایه گذاری	-0.348	9.832	تائید
فرضیه دوم	تصمیمات سرمایه گذاری → افق سرمایه گذاری	0.280	15.850	تائید
فرضیه سوم	تصمیمات تامین مالی → افق سرمایه گذاری	0.031	0.729	رد
فرضیه چهارم	نوسانات → افق سرمایه گذاری	-0.126	3.701	تائید

فرضیه دوم: 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 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 تصمیمات تامین مالی است.

شدت اثر کل افق سرمایه گذاری بر تصمیمات تامین مالی برابر $0/031$ محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز $0/729$ 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 سوم رد می گردد.

فرضیه چهارم: 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 چهارم تایید می گردد.

۷- بحث، نتیجه گیری و پیشنهادات

با توجه به نتایج پژوهش به سرمایه گذاران، تحلیلگران مالی، بانکهای تامین سرمایه، شرکتهای سرمایه گذاری و کارگزاران بورس اوراق بهادار توصیه می گردد از این الگوریتم در جهت پیش بینی 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 پیش بینی 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.

سرمایه‌گذاران با دیدهای زمانی متفاوت اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. به سرمایه‌گذاران، فعالان بازار سرمایه، حسابرسان، مدیران و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی پیشنهاد می‌شود که جهت ارزیابی وضعیت شرکتها و تصمیم‌گیری نسبت به خرید و فروش سهام شرکتها، اعطای وام، ارزیابی عملکرد و بررسی تداوم فعالیت آنها، نقش افق‌های سرمایه‌گذاری بر مجموعه تصمیمات شرکتی از منظر حاکمیت شرکتی، خطر ورشکستگی و خطاهای مدیریتی را مدنظر قرار دهند چراکه تصمیمات از منظر بکارگیری استراتژیهای تدافعی ورشکستگی و منظر کاهش رفتارهای سوء مدیریتی و منظر تصمیمات پرداخت سود سهام متفاوت خواهند بود.

به حسابرسان توصیه میشود از نتایج این تحقیق در ارزیابی و قضاوت در مورد تداوم فعالیت شرکتها، مورد بررسی 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 فیلسوفو جهت پیش‌بینی ورشکستگی شرکت‌ها.
- ۳) استفاده از داده‌های کلادی 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 مسائلی نظیر پیش‌بینی ورشکستگی، سبدهای سهام، پیش‌بینی قیمت و بازده سهام و...

فهرست منابع

- * محمود موسوی شیرینی، 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
- * زهرا آقاچان، فریدون اوحدی، ۱۳۹۱، بررسی تاثیر ساختار مالی بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه پژوهش حسابداری، شماره ۲۱
- * نسرين صبوحي، امير محمدزاده، ۱۳۸۸، بررسی رابطه بین عملکرد اجتماعی، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی، مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، شماره ۱۶

- * 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
- * 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, HJ: 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 acroeconomic 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*

Explain the role of long-term-short-term investment, monitoring different perspectives of managerial decisions

Majid Kalantari

Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Islamic Azad University, Nour, Mazandaran, Iran
mkalantari56@yahoo.com

Javad Ramezani

Corresponding author, Assistant Prof., Department of Accounting, Islamic Azad University, qaemshahr,
Mazandaran, Iran
javad.ramezani58@gmail.com

Mehdi Khalilpour

Assistant Prof., Department of Accounting, Islamic Azad University, Nour, Mazandaran, Iran
khalilpouremehdi@gmail.com

Yahya Kamyabi

Associate Prof., Department of Accounting, Mazandaran University, Mazandaran, Iran
y.kamyabi@umz.ac.ir

Abstract

In this study, we investigate the role of investors with long-term / short-term investment horizons, supervise management decisions in terms of characteristics of financing decisions, dividend payout decisions and volatility variables. This research is based on the published data of listed companies in Tehran Stock Exchange during 2008-2009 with a sample of 99 companies selected. Hypotheses were tested using multivariate linear regression model and econometric models. The research hypotheses are based on the combined / hybrid data and the partial least squares approach of the hypothesis test. The results show that, in companies with long-term, short-term investment horizons, management decisions are monitored from the perspective of financing decisions. In companies with long-to-short-term investor horizons, monitoring of managerial decisions is from the perspective of dividend payout decisions. In companies with long-term short-term investment horizons, monitoring of managerial decisions is a profitable variable. In companies with long-term-short-term investor horizons, monitoring of management decisions is from the perspective of volatility variables.

Keywords: "Long-term-short-term investment horizon"; "Monitoring of management decisions"; "Characteristics of financing decisions"; "Dividend payout decisions";