فصلنامه علمی پژوهشی
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت
سال دهم / شماره ۳۹/ پائیز ۱۴۰۰

تبیین نقش افق‌های سرمایه گذاری بر مجموعه تصمیمات شرکتی از منظر حاکمیت شرکتی(کنترل های داخلی وافشاء)

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 خلیل پور
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: ۹۸/۱۱/۱۲

چکیده

به بررسی توان تبیین نقش افق‌های سرمایه گذاری بر مجموعه تصمیمات شرکتی از منظر حاکمیت شرکتی، خطر ورشکستگی و خطاهای مدیریتی پرداختیم. ورشکستگی شرکت می‌تواند تاثیری منفی هم بر خود شرکت و هم بر اقتصاد داشته 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 سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر ویژگیهای حاکمیت شرکتی است.در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر بکارگیری استراتژیهای تدافعی ورشکستگی است. در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر کاهش رفتارهای سوء مدیریتی است.در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات سرمایه گذاری است.

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

۱- مقدمه

در تئوری مالی کلاسیک فرض بر این است که سرمایه گذاران عقلایی هستند. همچنین طبق فرضیه بازار کارا، قیمت سهام منعکس کننده تمامی اطلاعات شرکت است. با طرح ادبیات مـالی رفتـاری، فرض عقلانیت سرمـایه گذاران و اعتقاد به کارایی بازار سهام مورد انتقاد صاحب نظران قرار گرفته است. منتقدان بیان می کنند، علاوه بر عوامل بنیادی، شرایط رفتاری و احساسی سرمایه گذاران نیز باید مد نظر قرار گیرد(کرونلی و همکاران[1]، ۲۰۰۶ ستایش و شمس الدینی، .۱۳۸۹)سرمایه گذاران کاملا عقلانی و منطقی نیستند و با لحاظ احساسات در فرآیند تصمیم گیری، تصمیمات نادرستی اتخاذ می نمایند. تصمیم گیری احساسی سرمایه گذاران باعث انحراف قیمت سهام از قیمت های واقعی شده و منجر به قیمت گذاری نادرست سهام می گردد. قیمت گذاری نادرست سهام شرکتها، تصمیمات تأمین مالی و به تبع آن تصمیمات سرمایه گذاری شرکت را تحت تأثیر خود قرار داده(چن[2]، ۲۰۱۲)و موجب انحراف تصمیمات ارکان راهبری شرکت از تصمیمات سرمایه گذاری بهینه می شود. چنین انحرافی، کارایی سرمایه گذاری های شرکت را در پی نخواهد نداشت. بر اساس مبانی نظری پژوهش ۱که در ادامه مطرح می گردد، تصمیمات احساسی سرمایه گذاران تأثیر نامطلوبی(منفی) بر کارایی سرمایه گذاری شرکتها دارد .از طرفی دیگر، سرمایه گذاری های غیر بهینه و ناکارا، ریشه در نظریه نمایندگی، نظریه اقتصاد اطلاعات، مسائلی چون هزینه های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد. بر اساس نظریه نمایندگی فلسفه وجودی انواع مکانیسم های حاکمیت شرکتی، کاهش مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش تضاد منافع احتمالی بین مالکان، اعتباردهندگان و مدیریت است(روکـا و همکاران[1] ۲۰۰۶)

از نقطه نظر سرمایه‌گذاری، می‌توان سرمایه گذاران عمده را به دو گروه با افق دید کوتاه مدت و بلند مدت تقسیم کرد. سهامداران نهادی کوتاه مدت، سرمایه گذاران موقتی هستند که بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلند مدت (پورتر[2]، ۱۹۹۸). ارزیابی عملکرد و رتبه بندی عملکرد این سهامداران، انگیزه هایی را در آنان برای اتخاذ افق کوتاه مدت ایجاد می کند. تمرکز افراطی و بیش از حد بر روی عایدات جاری توسط این گروه از سهامداران نهادی می تواند موجب ایجاد محرک های مختلف برای مدیران شرکت ها برای انجام مدیریت سود فزاینده درآمد به جهت بالابردن عایدات جاری شود. در مقابل سهامداران دارای افق بلند مدت سرمایه گذاری 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 آن ها اجازه می‌دهد تا بر فعالیت مدیران شرکت ها نظارت کنند. این امر موجب ایجاد اطمینان در مدیران برای انتخاب سطحی از سرمایه گذاری می شود که نتیجه آن حداکثر کردن ارزش بلند مدت شرکت به جای اهداف کوتاه مدت سودآوری باشد (مرادی و همکاران، ۱۳۹۶).

۲- مبانی نظری ومروری 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 تأمین 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 بخش¬های حیاتی و کنترل عملکرد شرکت و همچنین امید به پیشرفت عملکرد شرکت¬ها می‌باشد. یکی از بخش‌های اصلی که نیاز به کنترل و مدیریت صحیح دارد، بخش دارایی‌ها و بدهی های 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 سرمایه گذاری 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 دوره های نگهداری، حدود ۲ سال برای میانگین شرکت کاهش یافته است .

مکانیزم های متعدد برای تقابل با کوتاه نظری مدیریتی پیشنهاد شده اند. در بین مهمترین این موارد، نظارت از سوی سرمایه گذاران دارای افق های سرمایه گذاری بلند مدت است. اینگونه سرمایه گذاران با بسط هزینه ها 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، سرمایه گذاران بلند مدت، عوامل مهم راهبری شرکتی تلقی می شوند. البته همانطورکه Demsetz (۱۹۸۳) مدعی است، ممکن نیست اگر مدیران و سرمایه گذاران، افزایش دهندگان ارزش باشند، ساختار مالکیت شرکت نیز با فرض خاص بودن شرایط شرکت، بهینه باشد، بنابراین نباید بین افق های سرمایه گذار و پیامدهای شرکتی، ارتباط مشهودی وجود داشته باشد.

سرمایه گذاران بلند مدت مانند دیگر انواع سرمایه گذاران 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، سرمایه گذاران بلند مدت از تهدید فروش سهام خود، در کنار اطلاعات مربوط به فعالیت های شرکت بمنظور اثرگذاری برروی تصمیمات مدیریتی استفاده می کنند. در مورد صدا، سرمایه گذاران بلند مدت در مورد فعالیت های 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 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 می گیرد. ما در ادامه بدقت در مورد حضور سرمایه گذاران بلند مدت در کنار مدیران شرکت بحث خواهیم کرد. از آنجاییکه سرمایه گذاران بلند مدت می توانند بسیاری از تصمیمات شرکتی را تحت تأثیر قرار دهند، ما دامنه گسترده ای از پیامدهای شرکت را بمنظور ارائه ترکیبی از پیامدهای سرمایه گذاران بلند مدت، بررسی می کنیم.

مطابق با این نظریه، اگر سرمایه گذاران بلند مدت از اثر پرمنفعت 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 سرمایه گذاری، پیش بینی های نظریه تاحدی نامفهوم است. با توجه به موارد مطروحه بررسی این موضوع حایز اهمیت می باشد.

هارفورد وهمکاران،۲۰۱۸ در تحقیقی با عنوان آیا سرمایه گذاران بلند مدت تصمیم گیری های سازمانی را بهبود می بخشند؟و تاثیر افق های سرمایه گذار بر مجموعه ای جامع از تصمیمات شرکت ها را مطالعه کردند، ما استدلال می کند که نظارت توسط سرمایه گذاران بلند مدت باعث تصمیم گیری می شود که به حداکثر می رسد ارزش سهامدار متوجه شدند که سرمایه گذاران بلند مدت حکومتداری را تقویت می کنند سوء رفتار مدیریتی مانند مدیریت درآمد و تقلب مالی .آنها دلسرد می شوندطیف وسیعی از فعالیت های سرمایه گذاری و تامین مالی، اما پرداخت ها را تشویق می کنند .نوآوری افزایش می یابد، درکمیت و کیفیت سهامداران از طریق سودآوری بالاتری که بازار سهام دارد سود می برندبه طور کامل پیش بینی نشده و خطر کمتر است.

اکسینگاو وهمکاران،۲۰۱۸ در تحقیقی با عنوان ، آیا افشای اجباری ضعف کنترل داخلی برروی تصمیمات مالی شرکت اثرگذار است؟تأثیر ضعف کنترل داخلی برروی 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 سرمایه گذاری 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 سرمایه گذاری کنند. با این حال پس از افشای اجباری، شرکت های افشای اجباری ضعف کنترل داخلی و غیر افشای اجباری ضعف کنترل داخلی اولویت های مالی مشابهی را نشان می دهند. 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 می رود. شواهد کلی نشان می دهند که افشای افشای اجباری ضعف کنترل داخلی محیط اطلاعات و انگیزه های مدیریتی را که برروی تصمیمات مالی شرکت اثر معنادار داشته، تغییر می دهد.

محمودی وهمکاران ، ۱۳۹۷در تحقیقی با عنوان بررسی و مقایسه فرصت های سرمایه گذاری در بازه های زمانی کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت در ایران سرمایه گذاران با دیدگاه های زمانی متفاوتی در بازارهای گوناگون اقدام به سرمایه گذاری می نمایند. هدف سرمایه گذاران، یافتن بهترین فرصت سرمایه گذاری میان انواع بازارها است. این تحقیق به بررسی انواع بازارهای موجود برای سرمایه گذاری در ایران طی دوره های زمانی متفاوت می پردازد. 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 می دهد. جامعه تحقیق حاضر شامل اوراق بهادار،زمین ومسکن، سکه طلا، ارز (دلارآمریکا)واوراق مشارکت بوده ودوره 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 می باشد، اما در بازه زمانی بلندمدت هم از لحاظ میانگین بازدهی و هم ازلحاظ عملکردهیچی کازبازارها به خوبی بازارزمین ومسکن عمل ننموده اند. کمترین میانگین بازده و بدترین عملکردنیزدرتمام دوره ها مربوط به دلاربوده 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 تأثیر قرار میدهد و بدین ترتیب میتواند در کارآیی 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 باشدحداکثر کردن ارزش شرکت، مستلزم به کارگیری بهینه منابع مالی وکسب بازده و ریسک متناسب است .اساسی ترین 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 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 دربورس 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 ساختارسرمایه و تصمیمات مالی شرکتها یافت نشد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

براساس مبانی تئوریک و پیشینه تحقیق، فرضیه‌های آزمون‌پذیر پژوهش حاضر به صورت ذیل مطرح می‌شود:

۱) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر ویژگیهای حاکمیت شرکتی (کنترل داخلی وافشاء)است.

۲) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر بکارگیری استراتژیهای تدافعی ورشکستگی است.

۳) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر کاهش رفتارهای سوء مدیریتی است.

۴) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات سرمایه گذاری است.

۵) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات تامین مالی است.

۶) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر تصمیمات پرداخت سود سهام است.

۷) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از متغیرهای سودآوری است.

۸) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران با افق سرمایه گذاری بلند مدت- کوتاه مدت ، نظارت بر تصمیمات مدیریتی از منظر متغیرهای نوسانات است.

۹) در شرکتهای دارای سرمایه‌گذاران 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 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 شرکته ایی 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، به‌کارگیری وقفه کمتر از یک ماه منجر به از دست دادن مشاهدات برای شرکت‌ها شده و ممکن است برآوردها را تحت‌تأثیر قرار دهد. علاوه بر این با در نظر گرفتن وقفه یک‌ماه، سهام شرکت‌هایی که به دلیل برگزاری مجامع عمومی عادی و فوق‌العاده 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 اقتصاد سنجی، 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 ومتغیرهای آن

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

جدول۱: متغیرهای پژوهش

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

متغیر مستقل

افق‌های سرمایه گذاری (بلند مدت- کوتاه مدت)

از آنجا که افق سرمایه گذاری برای هر سرمایه گذار مستقیماً قابل مشاهده نیست، افق های سرمایه گذاری با استفاده از رفتار مبادلاتی سرمایه گذاران قابل اندازه گیری است. بر این اساس سرمایه گذاران 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 سرمایه گذاری 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 سرمایه گذار 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.

رفتارهای کوته بینانه مدیریتی

شاخص کوته بینی مدیریت $Myopic$: انتظار میرود زمانی که شرکتها به موفقیت مالی چشمگیری دست می‌یابند، فرصت و منابع لازم برای سرمایه گذاری در داراییهای بلندمدت آینده را به دست آورند. بنابراین شرکتهایی که به طور همزمان بازدهی بیش ازحد مورد انتظار و هزینهٔ بازاریابی و تحقیق و توسعه ای کمترازحد طبیعی را گزارش میکنند، به احتمال زیاد مشمول ویژگی مدیریت کوته بینانه (دارای مدیران کوته بین) خواهند بود. برای شناسایی و تعیین شرکتهای کوته بین، ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینهٔ بازاریابی و هزینهٔ تحقیق و توسعه را برای هر شرکت در هر دورهٔ 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، هزینه بازاریابی به کل فروش و هزینه تحقیق و توسعه به کل فروش است. یادآوری می شود که هزینهٔ بازاریابی و مخارج تحقیق و توسعه از یادداشتهای توضیحی افشاشدهٔ شرکت ها استخراج می شود. پس از محاسبهٔ مقادیر برآوردی بازده داراییها، هزینهٔ بازاریابی و هزینهٔ تحقیق و توسعه با استفاده از مدلهای فوق، مقادیر پیشبینی شدهٔ 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 می گیرند.

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 کوته 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).

تصمیمات ناشی از کوته 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 متقلبانه.

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

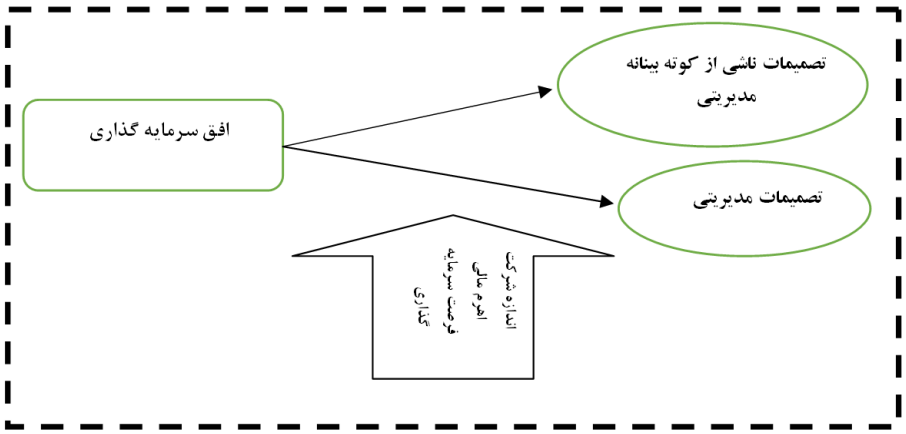
۳: تصمیمات تامین مالی: تغییرات در بدهی های بلند مدت، تغییرات در بدهی های کوتاه مدت؛ تغییرات در سرمایه

متغیرهای بازار: بازده سهام

متغیر های تعدیل کننده

اندازه شرکت

اهرم مالی



شکل۱- مدل مفهومی تحقیق

۶-یافته های پژوهش

۶-۱-آمار توصیفی

به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل داده ها، آمار توصیفی متغیر های پژوهش محاسبه شده است. (جدول1)

به طور کلی، روش‌هایی را که به وسیله آن‌ها می‌توان اطلاعات جمع‌آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می‌نامند. این نوع آمار صرفاً به توصیف جامعه یا نمونه می‌پردازد و هدف از آن محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه تحقیق است (آذر و مؤمنی، ۱۳۸۹، ص ۸). در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی هم‌چون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی[۳] و کشیدگی[۴] انجام پذیرفته است. در این ارتباط میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد، به‌طوری 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 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 موردمطالعه در طی دوره زمانی ۱۰ساله برابر با۱/۹۹ 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 شرکت های موردمطالعه .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 حذف‌شده‌اند. همچنین اعداد تا سطح ۲ رقم اعشار گرد شده‌اند.

۶-۲-آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

براساس نتایج آزمون جارک برا مقدار معناداری تمامی متغیرها کوچکتر از سطح خطا (۰/۰۵) بدست آمده است. بنابراین فرض صفر رد شده و توزیع داده‌ها نرمال نمی باشد. 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 می باشد.

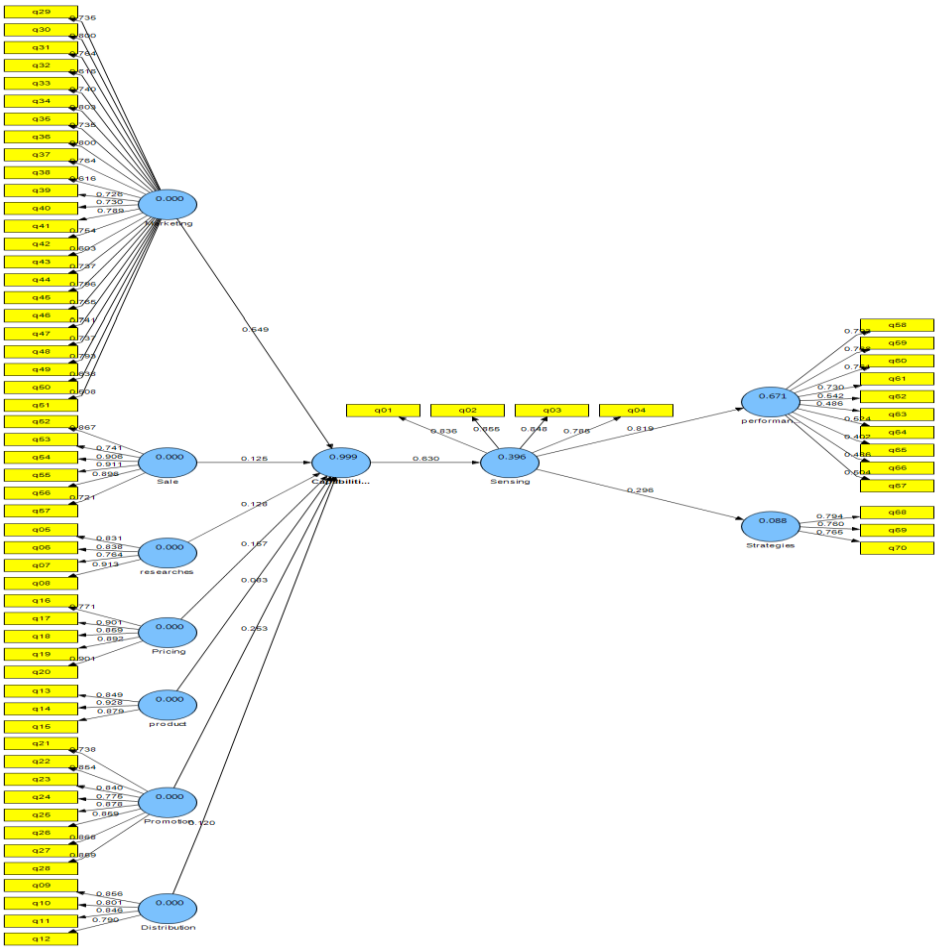
جدول ۳ : آماره جارک برا متغیرهای تحقیق

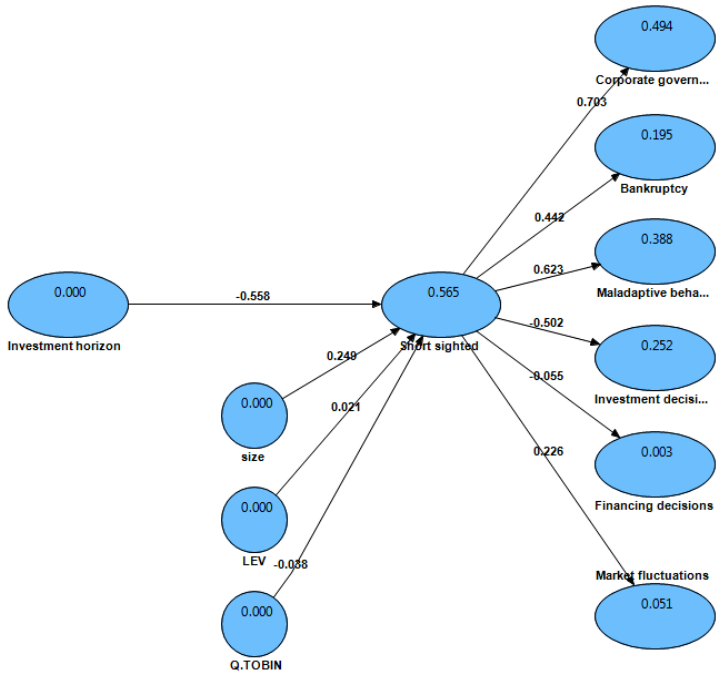
متغیر	جارک برا	معنی داری	تعداد مشاهده
ACINST	37.42603	0.000	990
BOARD_EXPERIENCE	169.5418	0.000	990
CAPITAL_EXPENDITURE	925.0643	0.000	990
CEO_TURNOVER	165	0.000	990
CHANGES__CAPITAL	2074694	0.000	990

متغیر	جارک 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

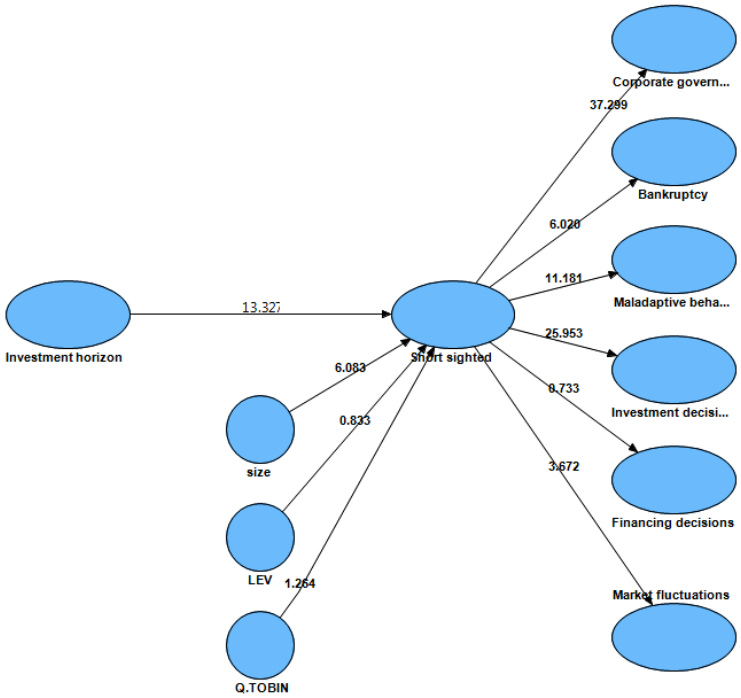
۶-۳-آزمون فرضیات پژوهش

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 ترسیم‌شده است، برای سنجش معناداری روابط نیز آماره t با تکنیک بوت استراپینگ محاسبه شده است که در شکل ۲ ارائه‌شده است. ضرایب مسیر و معناداری آنها نیز در جدول ۴ اورده شده است.





شکل۱- مدل کلی پژوهش با تکنیک حداقل مربعات جزئی



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

جدول ۴ ضرایب مسیر

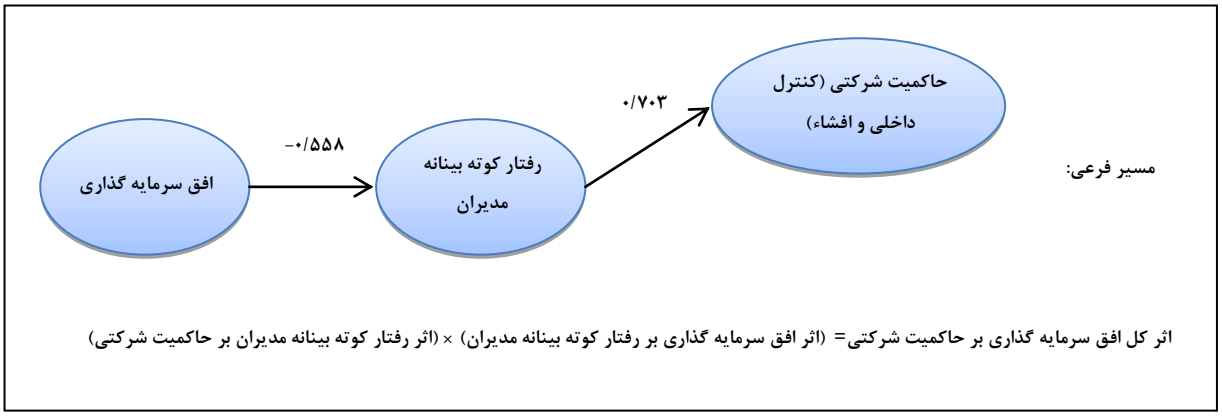
جهت مسیر	تأثیر	آماره تی
افق سرمایه گذاری → رفتار کوتاه بینانه مدیران	-0.558	13.327
اهرم مالی → رفتار کوتاه بینانه مدیران	0.021	0.833
فرضت های سرمایه گذاری → رفتار کوتاه بینانه مدیران	-0.038	1.264

جهت مسیر	تأثیر	آماره تی
رفتار کوتاه بینانه مدیران → ورشکستگی	0.442	6.020
رفتار کوتاه بینانه مدیران → حاکمیت شرکتی(کنترل داخلی وافشاء)	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

در شکل ۱ مشاهده می گردد 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 4 مشاهده می گردد شدت اثر افق سرمایه گذاری بر رفتار کوته بینانه مدیران برابر ۰/۵۵۸- محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز ۱۳/۳۲۷ به‌دست‌آمده است که بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده‌شده معنادار است.

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



شکل ۳ بررسی اثر کلی

در نتیجه خواهیم داشت:

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

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

جدول ۵- اثرات کلی مدل اصلی

مسیر	اثر کل	آماره تی
افق سرمایه گذاری → ورشکستگی	-0.247	5.890
افق سرمایه گذاری → حاکمیت شرکتی(کنترل داخلی وافشاء)	-0.392	14.855
افق سرمایه گذاری → تصمیمات تامین مالی	0.031	0.729
افق سرمایه گذاری → تصمیمات سرمایه گذاری	0.280	15.850
افق سرمایه گذاری → رفتارهای سوء مدیریتی	-0.348	9.832
افق سرمایه گذاری → نوسانات	-0.126	3.701
افق سرمایه گذاری → 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 سرمایه گذاری	-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 سرمایه گذاری → ورشکستگی	-0.017	1.184
فرضت های سرمایه گذاری → حاکمیت شرکتی(کنترل داخلی وافشاء)	-0.027	1.263
فرضت های سرمایه گذاری → تصمیمات تامین مالی	0.002	0.563
فرضت های سرمایه گذاری → تصمیمات سرمایه گذاری	0.019	1.254
فرضت های سرمایه گذاری → رفتارهای سوء مدیریتی	-0.024	1.235
فرضت های سرمایه گذاری → نوسانات	-0.009	1.067
فرضت های سرمایه گذاری → 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 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 → 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 سرمایه گذاری	-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

۶-۴- 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 ویژگیهای حاکمیت شرکتی است.

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 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 ۰/۲۴۷- محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز ۵/۸۹۰ به‌دست‌آمده است که بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده‌شده معنادار است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ افق سرمایه گذاری بر استراتژیهای تدافعی ورشکستگی تاثیر 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 ۰/۳۴۸- محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز ۹/۸۳۲ به‌دست‌آمده است که بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده‌شده معنادار است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ افق سرمایه گذاری بر کاهش رفتارهای سوء مدیریتی تاثیر 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 ۰/۲۸۰ محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز ۱۵/۸۵۰ به‌دست‌آمده است که بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده‌شده معنادار است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ افق سرمایه گذاری بر تصمیمات سرمایه گذاری تاثیر 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 ۰/۰۳۱ محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز ۰/۷۲۹ به‌دست‌آمده است که کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده‌شده معنادار نیست، بنابراین افق سرمایه گذاری بر تصمیمات تامین مالی تاثیر 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 ۰/۱۲۶- محاسبه شده است و آماره احتمال آزمون نیز ۳/۷۰۱ به‌دست‌آمده است که بزرگ‌تر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده و نشان می‌دهد تأثیر مشاهده‌شده معنادار است، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ افق سرمایه گذاری بر متغیرهای نوسانات تاثیر 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- نتیجه گیری بحث:

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

مدیران شرکتهاهمواره مایل به ارزیابی نقاط ضعف و شناخت تهدیدات آتی پیرامون شرکتهای تحت مدیریت خودهستند. لذا استفاده از نتایج این تحقیق توصیه خوبی برای ارزیابی وضعیت تداوم فعالیت وآینده شرکت خواهدبود.

علاوه بر این استفاده از نتایج این تحقیق درپیش بینی ورشکستگی، میتواند بورس اوراق بهادار رادر پذیرش شرکتهاوارزیابی وضعیت مالی آنهایاری دهد لذاتوصیه میشودروش موردبررسی تحقیق درارزیابی بدوی شرکتهابرای ورود به بورس توسط مسئولین مربوطه مورداستفاده قرارگیرد.

به حسابرسان توصیه میشوداز نتایج این تحقیق درارزیابی وقضاوت درمورد تداوم فعالیت شرکتهای موردحسابرسی استفاده کنند.

نتایج این پژوهش گستره عمده ای از پژوهش در حوزه تصمیمات شرکتی را در برخواهد گرفت بنابراین پیشنهادات زیر در تحقیقات آتی مورد توجه قرار گیرد:

انجام این تحقیق موجب مطرح شدن سوالات جدیدی گردید که می تواند زمینه ای برای انجام تحقیقات آینده باشد :

۱) بررسی عوامل موثر بر ورشکستگی شرکت های صنایع مختلف.
۲) استفاده از مدل های مالی چون فیلوسوفو جهت پیش بینی ورشکستگی شرکت ها .
۳) استفاده از داده کاوی به خصوص الگوریتم chaid، علاوه بر پش بینی ورشکستگی، درپژوهش های کاربردی حسابداری مانند پیش بینی اظهارنظرحسابرس،پیش بینی شاخص بورس، پیش بینی بازده سهام و... بااستفاده از ویژگی های مالی وغیرمالی متعدد
۴) استفاده از سایرروش های هوش مصنوعی وانبوه زی در حل مسایلی نظیر پیش بینی ورشکستگی، سبد سهام، پیش بینی قیمت وبازده سهام و...

فهرست منابع

* 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
* زهرا آقاجان، فریدون اوحدی، ۱۳۹۱،بررسی تاثیر ساختار مالی بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، نشریه پژوهش حسابداری، شماره ۲۱
* محمود موسوی شیری، 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 مدریت اوراق بهادار، شماره ۲۵
* محمد اسماعیل فدایی نژاد ، محسن صادقی ،۱۳۹۳، بررسی سودمندی استراتژی های مومنتوم و معکوس مجله پیام مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۸
* نسرین صبوحی، امیر محمدزاده ،۱۳۸۸، بررسی رابطه بین عملکرد اجتماعی، ساختار مالکیتو حاکمیت 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, 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. Imternational 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 businessPerformance, 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

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